



ТӨВ БАНКНЫ ГАДААД ВАЛЮТЫН АЛБАН НӨӨЦ (ГВАН) ТҮҮНИЙ ХАНДЛАГА (2006-2021 ОН)

*С.Дэмбэрэл*¹

¹ Монголбанкны Эдийн засгийн судалгаа, сургалтын хүрээлэнгийн захирал

Цахим шуудан: demberel.s@mongolbank.mn

Энэхүү судалгааны ажилд дурдагдсан санал, дүгнэлт нь зөвхөн хувь судлаачдын байр суурийг илэрхийлэх бөгөөд Монголбанкны албан ёсны байр суурийг илэрхийлэхгүй болно. Тус судалгаатай холбоотой аливаа санал, зөвлөмж, шүүмжийг хүлээн авахдаа таатайбайх болно.

**Төв банкны гадаад валютын албан нөөц (ГВАН) түүний хандлага
(2006-2021 он)**

1. Түүхэн талаас нь глобал түвшинд авч үзвэл ГВАН-ийн талаар түүхэн удаан хугацааны туршид 3 ерөнхий зарчим үйлчилж ирсэн бөгөөд ГВАН-ийн хэмжээ, бүтэц, хэмжилтийн адекват байдал (adequacy) зэргээс хамааран хувьсан өөрчлөгдөж иржээ. 20-р зууны дунд үе хүртэл давамгайлж ирсэн хандлага нь ГВАН-ийн хэмжээ нь гүйлгээнд буй мөнгөний тоо хэмжээтэй холбогдсон байх гэж үзэж байсан нь алтан стандартын үе болон орчин үеийн нөхцөлд бол валютын зөвлөл (currency board) бүхий улс орнуудын хувьд үйлчилж байсан. Үүний дараагаас нөөцийн хэмжээг эхлээд олон улсын худалдаатай холбосон шалгуур 1980-аад оны дунд үе хүртэл байв. Бреттон Вудсын тогтмол ханшийн тогтолцооны үед урсгал дансны хэлбэлзэлд хариу үйлдэл үзүүлж чадахуйц түвшинд нөөцийн хэмжээ байх нь зохистой хэмээн үзэж байсан үе 1970-аад оны эхээр нуран унасан энэ тогтолцоо, түүний дараа хэрэгжиж эхэлсэн хөрөнгийн либералчлалын үеэс эхлэн нөөцийн хувьд өөр зохистой шалгуур бий болох хандлагыг төрүүлсэн. Ялангуяа зүгширч буй эдийн засагтай (emerging economies) улсуудын хувьд санхүүгийн тодорхой өглөгүүдийн шаардлагыг хангах, тухайлбал, богино хугацаатай өр төлөх, урт хугацаатай өрийн үйлчилгээ, 12 сарын хугацаатай дүйцэхүйц хэмжээнд урсгал дансны алдагдлыг нөхөх боломжтой шалгуурууд, ялангуяа 1980/1990-ээд оны санхүүгийн хямралын үед хөрөнгө оруулагчид, томоохон зээлдэгчдийн итгэлийг алдсан улс орнуудын хувьд энэ нь зохистой гэж үзэж байв. Гэхдээ өнөө хүртэл үйлчилж буй ерөнхий зарчим бол ГВАН-ийн минимум, максимум, оптимал хэмжээг хатуу тогтоож албажуулсан гэхээсээ илүү rebalance буюу харгалзан үзэх, жишиг түвшинд авч үзэх хандлага давамгайлж байгаа гэдгийг онцлох нь зүйтэй. Глобал түвшинд 2018 оны эцэс гэхэд 11 триллион америк долларын гадаад валютын нөөц бий болсон нь өмнөх 30 жилтэй харьцуулахад 10 гаруй дахин өссөн үзүүлэлт юм. Энэхүү нөөцийн гуравны хоёр нь зүгширч буй болон хөгжиж буй эдийн засагтай улс орнуудад оногдож байгаа, ялангуяа 2005 оноос хойш түүхий эдийн үнийн өсөлт нөөц бүрдэлтэнд томоохон хувь нэмэр оруулсан байна.

Манай урд хөрш БНХАУ-ын хувьд гадаад валютын нөөцөө харьцангуй саяхнаас буюу 2015 оноос ОУВС-ийн COFER мэргэжлийн баазад бүртгүүлж эхэлсэн бөгөөд гадаад валютын нөөцийн хэмжээ нь бусад нөөцийн валютын эзлэх хувь хэмжээг өөрчлөхүйц түвшинд очсон байна. ОХУ-ын хувьд мөн л хамгийн их нөөцтэй улсын тоонд ордог бөгөөд сүүлийн жилүүдэд ОХУ- АНУ-ын хоорондын харилцааны байдлаас үүдэн 2018 онд гэхэд л ОХУ 100 тэрбум долларын нөөцийг зарж 90 тэрбум евро болон хятадын ренминбигийн нөөцийг худалдан авсанаар одоо 32%-ийн евро бүхий гадаад валютын нөөцтэй байна.

Харин америк долларын хувьд 22%, хятадын ренминби 15% байна. 2019 онд HSBC-ээс хийсэн нөөцийн менежментийн хандлагын судалгаагаар 80 улсын төв банкны 6,9 триллион ам.долларын нөөц хамрагдсан бөгөөд нөөцийн менежерүүдийн дөрөвний гурав нь олон улсын худалдаанд гарч буй хурцадмал байдлыг хамгийн чухалд, 80% нь геополитикийн хүчний харьцааг гадаад валютын нөөцийн байршуулалтанд нөлөөлж буй гол хүчин зүйл гэж үзсэн байна.

2. ГВАН хуримтлуулах гол зорилго, шалгуурууд юуны өмнө энэ нь макро эдийн засгийн, түүний дотор валютын ханшийн хэт хэлбэлзэл зэрэг макро эдийн засгийн тогтворжилт, мөнгөний бодлого болон санхүүгийн тогтвортой байдлыг хангах зорилготой тул дотор нь урьдчилан сэргийлэх болон ийм зорилго үл агуулсан бодлогын зорилго гэж хувааж үздэг. Монгол улсын хувьд 2006 оноос хойшхи тоо баримтууд дээр дүн шинжилгээ хийж үзэхэд мөн л ийм зорилго агуулж ирсэн бөгөөд учир нь Төв банкны тухай хуулинд буй үндэсний мөнгөн тэмдэгт- төгрөгийн тогтвортой байдлыг хангах зорилт нь хоёрдмол утга санаа агуулдаг (төгрөгийн гадаад болон дотоод тогтвортой байдал), үнийн тогтвортой байдлыг хангах гэсэн зорилго бүхий инфляцыг онилдог төв банкуудын зорилгыг бодлогын (УИХ, ЗГ) түвшинд ойлгох нь шийдвэр гаргагчид болон олон нийтийн хувьд “хөвөлтийн айдас” (fear of floating) гэж нэрлэсэн сэтгэл зүйн болон авир төрхийн болгоомжлол тогтмол ханшийн дэглэмээс зохицуулалттай хөвөх ханшийн дэглэмд шилжих хугацаанд, түүнчлэн долларжилтын түвшин харьцангуй өндөр, инфляцын хамаарал их улсын хувьд тодорхой цаг хугацаа, бодлогын хүчин чармайлт шаарддаг шилжилтийн үетэй байдаг гэж үзэхээр байна. Нөөцийн хэмжээ, хэмжүүрийн хувьд Монгол улсын үндэсний аюулгүй байдлын түвшинд авч үзсэн нь энэхүү асуудалд онцгой анхаарал хандуулж ирсэний илрэл гэж үзээж болох хэдий ч бодлогын ийм хэт анхаарал нь өөрөө бас “хөвөлтийн айдас”-ын шинж тэмдэг гэж үзэж болно (ҮАЗ-ийн түвшинд үүнээс илүү онцгой анхаарвал зохих асуудал нь Монгол улсын гадаад зээл, өрийн удирдлагын асуудал бөгөөд энэ талаар олон улсын байгууллагууд, тухайлбал, ОУВС байнга анхааруулан зөвлөмж өгч ирснийг дурьдах нь зүйтэй). Нөөцийн хэмжээ нь ерөнхийдөө 3 сар болон түүнээс дээш байдаг олон улсын практик байхаас гадна “Грийнспан-Гуйдоттийн дүрэм” (Greenspan- Guidotti rule)-ийн дагуу бол тухайн улсын хувьд гадаад санхүүжилт гэнэт зогссон үед гадаад богоино хугацаатай өрийг 100% дарж чадах түвшинд нөөцийг бүрдүүлэх нь зүйтэй, түүнчлэн “ихэр дайжилт” (twin drains) буюу хөрөнгийн гадаад, дотоод дайжилтыг аль алиныг нь анхаарсан үзэл баримтлал, шалгуур сүүлийн үед гарч ирсэн. Өөрөөр хэлбэл, резидент бусуудын хөрөнгө гадагшлах урсгал төдийгүй тухайн улсын оршин суугаа иргэд (резидентүүд) мөн хөрөнгөө

гадагшлуулах эрсдэлээс хамгаалах зорилготой аж. Ийм байдал манайд ч үүсэж болохыг үгүйсгэж болохгүй учир нь 2018 онд “худалдааны баримт бичиг бүрдүүлэх буруу үйл ажиллагаа” (“Trade misinvoicing” гэж нэрэлсэн) гэсэн бичил судалгааг хийж байхад Монгол улсын экспортын гол бүтээгдэхүүн болох зэс, нүүрс, төмрийн хүдэр гэх мэт бараанууд болон бусад томоохон дүнтэй экспорт, импортын бараанууд дээр ийм үзэгдэл онолын хувьд төдийгүй парактик дээр гарч болохыг Монгол, Хятадын статистик мэдээллийн зэрэгцүүлсэн судалгаагаар гаргаж байсан. Хөрөнгийн гадагшлах урсгалын дээрх 2 чиглэлийн эрсдэлээс хамгаалах бодлогын арга хэмжээнүүдээс гадаад валютын нөөцийн хэмжүүрийн хувьд нийт мөнгөний 20-оос доошгүй хувийг хангахуйц түвшинд валютын нөөцийг бүрдүүлэх нь зүйтэй гэсэн санааг цаашид анхаарвал зохино.

Хүснэгт 1 ба 2-д ГВАН-ийн дескриптив статистик, олон улсад гаргадаг зарим харьцаануудыг үзүүлэв (Хүснэгт 1 ба 2). Түүнчлэн эдгээрийн заримын график дүрслэл болон дүгнэлт, зөвлөмжүүдийг гаргав. Америк доллар ба төгрөгийн ханшийн түүхэн хандлага болон NEER, REER-ийн хөдөлгөөнийг экспорт, импортын үнийн болон биет хэмжээст индексүүд, худалдааны нөхцөл, худалдааны нэрлэсэн ба бодит тэнцлийг 2000-2021 оны байдлаар гаргаж холбогдох дүгнэлтүүдийг хийсэн болно.

Хүснэгт 1-д ГВАН-ийн жил бүрийн дундаж хэмжээ, голч болон квартил бүрийн голч, квартил хоорондын хэлбэлзэл, стандарт хазайлт, вариацийн коэффициент, хамгийн их, хамгийн бага утгын дундаж (MR) зэрэг дескриптив статистикийг гаргаж он бүрийн дүйцэх импортын сар, америк доллар, төгрөгийн нэрлэсэн ханш, түүний өөрчлөлтийг тодорхойлсон. Ингэхдээ 2006-2010 он, 2011-2015 он, 2016-2020 он гэж 5 жилээр 3 үед хуваан ерөнхий дүн шинжилгээ хийсэн.

Зураг 1. Гадаад валютын албан нөөцийн тойм статистик



Эх сурвалж: Монголбанк, Зохиогчийн тооцоо

2006-2010 он буюу 1-р үе

2010 онд 2006 онтой харьцуулахад ГВАН-ийн дундаж хэмжээ 3.3 дахин, голч нь 3.2 дахин өссөн. Квартилаар үзэхэд квартил хоорондын хэлбэлзэл (IQR- interquartile range) буюу 3-р квартил болон 1-р квартилийн голчын ялгавар энэ 5 жилд хамгийн өндөр хэлбэлзэлтэй байсан онууд нь 2009 он (571.25) ба 2010 он (408.65), стандарт хазайлтын хувьд ч мөн энэ 2 он байсан ба харин вариацийн коэффициентийн хувьд 2009 он ба 2006 он байжээ (CV 2009 он-0.356, 2006 он-0.275). ГВАН-ийн импортын дүйцэл сар энэ үед хамгийн их нь (5.9 сар) 2010 онд, хамгийн бага нь 2008 онд (3.4 сар) тус тус тохиосон байна. Ам.доллар ба төгрөгийн нэрлэсэн ханш 2009 оноос бусад бүх онд (-0.7%)-(-6.3%) чангарсан онцлогтой үе байв. Харин 2009 оны ханшийн сулрал 23.3% байсан нь 2006-2021 оны хамгийн их хэмжээ байв.

2011-2015 он буюу 2-р үе

2011/2010 онд 57.7% нэмэгдсэн ГВАН 2011-2013 онд дундаж болон голч хэмжээгээрээ 3 жил дараалан өсөж байсан боловч 2014-2015 онд хэмжээ нь огцом багасаж 2014/2013 онд 46.4%, 2015/2013 онд 52.8% буурсан нь энэ үед нөөцийн шавхагдал (reserve depletion) хүчтэй явагдаж дунд хугацаанд энэ үйл явц өрнөх эхлэлийг тавьсан байна. Квартил хоорондын хэлбэлзэл болон стандарт хазайлт хамгийн өндөр байсан он нь 2013 он байсан бол (1120.05 ба 654.48) 2014 онд квартил хоорондын хэлбэлзэл 526.1, вариацийн коэффициент хамгийн өндөр буюу 0.221 болсон байна. Харин 2012 оны хувьд стандарт хазайлт 434.96 байсан ба энэ онд ГВАН-ийн хамгийн их болон хамгийн бага хэмжээний дундаж (MR) хамгийн их (3253.35) байсан. ГВАН-ийн импортын сартай дүйцэх хэмжээ 2011-2013 онд 4.5-5.9 сартай тэнцэх байсан бол 2014-2015 онд буурч харгалзан 3.8 сар ба 4.6 сар болсон байна. Нэрлэсэн ханш 2011 оноос бусад он буюу 2012-2015 онд дундаж утгаараа 7.4%-19.3% суларсан, ялангуяа 2014 онд дундаж утгаараа 19.3%, голч нь 25.7% тус тус суларсан нь 2006-2021 оны түүхэн дээд хэмжээний сулрал байв.

2016-2020 он буюу 3-р үе

2014 оноос эхэлсэн нөөцийн шавхагдал 2016 онд ч мөн үргэлжилж 2016/2015 онд ГВАН-ийн дундаж - 19.2%, голч нь - 9.9%, 1-р квартилын голч утга - 15.7%, 3-р квартилын хувьд - 20.6% байв. Квартил хоорондын хэлбэлзэл болон стандарт хазайлтын хувьд 2017 он харьцангуй өндөр байсан бөгөөд квартил хоорондын хэлбэлзэл 486.75 (энэ үеийн рекорд түвшин нь 2020 онд 594.55 байв), стандарт хазайлт 574.3 (энэ үеийн дээд хэмжээ), вариацийн коэффициент мөн энэ үеийн хамгийн дээд хэмжээ буюу 0.37 нэгж байв. Нэрлэсэн ханшийн

мөн энэ онд хамгийн их суларсан буюу дунджаар 13.7%, голч утга нь 20.0% тус тус суларсан. 2018 оноос байдал өөрчлөгдөж дунд хугацаанд үргэлжилсэн нөөцийн шавхагдалын үйл явц зогсож 2018/2017 онд ГВАН-ийн дундаж 99.2%, голч утга нь 122.3% нэмэгдсэн нь энэ үеийн рекорд дээд хэмжээ болов.

Нэрлэсэн ханшийн өмнөх жилүүдийн харьцангуй өндөр хувьтай сулрал 2018 оноос эхлэн аядуу түвшинд очиж 2018 онд дундаж болон голч утгаараа харгалзан 1.3% ба 0.1% болсон нь энэ үеийн төдийгүй нийт авч үзэж буй хугацааны түүхэн доод түвшин болов. 2019-2020 онд нэрлэсэн ханшийн сулрал харьцангуй нэмэгдэж 7.7%-5.6% болсон байна. ГВАН-ийн импорттой дүйцэх сарын тоо 2018 оноос тасралтгүй нэмэгдэж 2018 онд 6.3 сар, 2019 онд 7.5 сар, 2020 онд 8.8 сар болсон нь авч үзэж буй нийт хугацааны, хамгийн өндөр түвшин байгаа нь 2018 оноос эхлэн ГВАН-ийн менежмент, ханшийн огцом хэлбэлзлийг гаргуулахгүй байхад чиглэсэн интервенцийн бодлого (дараагийн хэсэгт энэ тухай авч үзнэ), валютын захын эрэлт, нийлүүлэлтийн зохицолдоог хангахад чиглэсэн бусад зохицуулалт зэрэгтэй холбоотой. 2021 оны эхний 10 сарын байдлаар үзэхэд 2018 оноос эхэлсэн эерэг хандлага үргэлжилж байгаа бөгөөд ГВАН-ийн 10 сарын дундаж болон голч хэмжээ нь 2020 оны нийт дундаж болон голчтой харьцуулбал 18.5% ба 20.96% тус тус нэмэгдсэн, импорттой дүйцэх сарын хэмжээ 9.8 сар буюу түүхэн дээд хэмжээнд очсон, нэрлэсэн ханшийн сулрал дундаж болон голч утгаараа ердөө 1.2% ба 0.8% гэсэн үр дүнтэй байна.

II. Валютын захын таксоном бүтэц, түүний хандлага

Хүснэгт 2-д валютын захын таксоном бүтцийг 2009-2021 оны улирлуудын мэдээлэл дээр үндэслэн гаргахыг зорьсон бөгөөд тухайн улиралд хийсэн өдрийн тоо, тухайн улиралын ажлын өдрүүдэд түүний эзлэх хувь хэмжээ, банкнуудын гадаад валютын эрэлт (худалдан авах санал), нийлүүлэлт (худалдах санал), эдгээрийн хоорондын ялгавар буюу цэвэр эрэлт, Төв банкны валютын нийлүүлэлт (зах дээр худалдсан), эрэлт (захаас худалдаж авсан) болон энэ хоёрын зөрүү буюу цэвэр нийлүүлэлт, цэвэр нийлүүлэлт болон цэвэр эрэлтийн хоорондын харьцаа, интервенцийн 1 өдөрт ногдох цэвэр нийлүүлэлтийн хэмжээ, ГВАН-ийн ам. доллароор илэрхийлсэн дундаж хэмжээ, доллар ба төгрөгийн нэрлэсэн ханш, эдгээрийн өөрчлөлт гэсэн 11 үзүүлэлтийг багтаасан.

Зарим судлаачдын үзэж буйгаар(Fratzscher.M, Gloede.O, Menkholl.L, Sarno.L, and Stoehr.T “when is foreign exchange intervention effective? Evidence from 33 countries”, American Economic Journal,2019, pp 132-156) гадаад валютын интервенцийн үр дүнтэй байдлыг ерөнхийд нь 3 хуваан авч үзсэн байна. Үүнд:

1. Валютын ханшийн чиглэлийг(direction) өөрчлөх зорилготой интервенцийн чадвар (“event” буюу “үйл явдлын” шалгуур)
2. Валютын ханшийн замыг (хөдөлгөөнийг) жигдлэх зорилго бүхий интервенцийн чадвар (“smoothing” буюу “жигдлэх” шалгуур)
3. Валютын ханшийн хөдөлгөөнийг тодорхой мужийн дотор барих (“narrow band”) зорилгоор тогтворжуулах, интервенцийн чадвар (“тогтворжуулах” шалгуур)

Эдгээр 3 шалгуураас ерөнхийдөө “үйл явдлын” шалгуур нь хөвөгч дэглэмүүдийн хувьд илүү амжилттай хэрэгжиж байна. Монгол улсын хувьд энэ 3 шалгуур валютын ханшийн хөдөлгөөний түүхэн тодорхой цаг үеүдэд тодорхой хэмжээнд хэрэгжиж байсан байна гэж үндсэнд нь дүгнэж болох ч хамгийн түгээмэл хэрэглэгдэж ирсэн шалгуур нь “жигдлэх” (“smoothing”) шалгуур, түүний дараа “үйл явдлын” шалгуур байсан гэж үзэж болохоор байна. Харин “тогтворжуулалтын” шалгуурыг дотоодын спекулятив хүчин зүйл эсвэл “хөвөлтийн айдас” УИХ-ын түвшинд эхэлж олон нийтэд “халдварласны” улмаас үүссэн үед хэрэглэж байсан түүхтэй байна. Тухайлбал, 2012-2016 оны эдийн засаг, санхүүгийн гүйцэтгэлийг хэлэлцэх үеэр төсвийн алдагдал, ГВАН-ийн шавхагдахыг олон нийтэд үймрээ үүсэх, хүлээлт сөрөг болох үр дагаврыг үл харгалзан нээлттэй зарласан нь ханшын огцом хөөрөгдлийг үүсгэх нэг гол шалтгаан болсон. Түүнчлэн 2019 онд Монголбанкнаас инфляцыг онилдог бусад төв банкнуудын жишгээр үндсэн зорилгоо “үнийн тогтвортой байдлыг хангах” гэсэн томъёололоор солих санал УИХ-д оруулах үед “Монголбанк ханшийг тогтворжуулах зорилгоос зайлсхийх гэж байна” гэх мэт аргументаар УИХ дээр унагаж байсан зэрэг нь “хөвөлтийн айдас” хууль тогтоох дээд түвшинд байдгийн сонгодог жишээ төдийгүй Монголбанкны тухай өнөөгийн байгаа хуулинд заасан нь үндэсний мөнгөн тэмдэгт төгрөгийн тогтвортой байдлыг хангах гэсэн үндсэн зорилгыг зөвхөн инфляц төдийгүй валютын ханшийн тогтвортой байдлыг хангах гэсэн буруу ойлголттой холбоотой. Зохицуулалттай хөвөх ханшийн дэглэмтэй гэж де-факто үзэж болох Монгол улсын хувьд “тогтворжуулах” шалгуур голлох биш “жигдлэх” шалгуураар интервенцийн бодлогоо тодорхойлохоос өөр аргагүй валютын нөөцтэй, макро эдийн засгийн суурь нөхцөлүүдтэй эдийн засаг бөгөөд ийм эдийн засгийн хувьд “хөвөлтийн айдас”-т автахгүйгээр зах дээр интервенцийн бодлого хэрэгжүүлэхдээ ханшийн хэт хэлбэлзэл гаргахгүй байхаар жигдлэж интервенцийн бодлого голчлон хэрэглэх, харин ГВАН-ийн хангалттай абсолют хэмжээ, харьцангуй түвшинд байх тохиолдолд тодорхой явцуу мужид (“narrowband”) тогтворжуулах болон үйл явдлын шалгуур бүхий интервенцийн бодлого хэрэгжүүлэх нь оновчтой юм. Тиймээс ГВАН-ийн удирдлагын хувьд “Нөөцийн удирдлагын гуравласан зорилго” (“Trilogy of reserve management”) болох 1.

Аюулгүй байдал (Security) 2. Төлбөр түргэн гүйцэтгэх чадвар буюу гүйлгэн чадвар (Liquidity) энэ 2 зорилгыг хангасан нөхцөлд 3. Нөөцийн өгөөж (Return) гэсэн дараалал бодлогын хандлагыг баримтлах нь зохистой.

Хүснэгт 2.1-д үзүүлсэн валютын зах зээлийн 2009-2021 оны улирал бүр болон дотор нь 3 жилээр хувааж үечилсэн таксономи бүтцийн дүн шинжилгээг дор үзүүлэв.

1. 2012I-2014IV (12 улирал)

- 2012 онд валютын захад хийсэн интервенцийн тоо жилийн дүнгээрээ 55 удаа хийгдсэн нь жилийн ажлын өдрийн 17.2%-тай улирлын дунджаар тэнцэж байв. Арилжааны банкуудын валют худалдан авах нийт эрэлт нь 2576.3 сая ам.доллар байсан нь тухайн жилийн ГВАН-ийн 89.9%-тай тэнцэхүйц байв.
- Төв банкны зүгээс тухайн онд валютын захад нийлүүлсэн нийт нийлүүлэлт 1017.6 сая ам.доллар байсан нь банкуудын нийт эрэлтийн 39.5%, тухайн жилийн валютын нөөцийн 35.5%-тай тэнцэхүйц байв. Харин арилжааны банкуудын цэвэр эрэлт 1948.5 сая ам.доллар төв банкны цэвэр нийлүүлэлт 639.9 сая ам.доллар байсан нь ханаагүй эрэлт 67.16% байсан гэсэн үг юм.
- ам.доллар/төгрөгийн ханшийн хувьд хэлбэлзэл нь доогуур 1319.72-1393.16 төгрөгийн хооронд ГВАН-ийн хэмжээ дундаж утгаараа эхний 3 улиралд 2903.8-2908.2 сая ам.долларын хооронд байсан ч 2012 оны IV улиралд 4125.8 сая ам.доллар орж ирснээр жилийн дундаж нь 2865.68 сая ам.доллар болсон.
- 2013 онд валютын захад интервенц хийсэн өдрийн тоо бага зэрэг нэмэгдэж 58 өдөр болсон, арилжааны банкуудын валютын нийт эрэлт бус эрс нэмэгдэж 2012 онтой харьцуулбал өссөн нь тухайн жилийн ГВАН-өөс 68%-иар их байв. Төв банкны зүгээс валютын захад нийт 1271.8 сая ам.доллар нийлүүлсэн нь дээрх эрэлтийн 24.4%-тай тэнцэж, цэвэр нийлүүлэлт, цэвэр эрэлтийн харьцаа 25.19% болж, валютын захад 74.8%-ийн ханаагүй эрэлт үүссэн нь өмнөх оноос 7.6% илүү байв. 1 өдөрт ногдох цэвэр нийлүүлэлт 21.1 сая ам.доллар байсан нь өмнөх оноос 9.5 сая ам.долларор их байв.
- Ханшийн сулрал жилийн дүнгээрээ 12.1% суларч сэтгэл зүйн босго 1600 төгрөгөөс давж жилийн дундаж нь 1\$=1523.93 төгрөг болов.
- ГВАН-ийн хувьд ихэнх улирлын хувьд буурч байсан ч жилийн дунджаараа 3105.12 сая ам.доллар (импортын сараар 5.9) болж, өмнөх оноос 8.4% өсөв.
- 2014 онд интервенцийн тоо 76 өдөр болж 2013 оноос 18 өдрөөр нэмэгдсэн ч төв банкны интервенцийн 1 өдөрт ногдох интервенцийн хэмжээ буурч 16.7 сая ам.даллар болсон нь 2013 оноос 4.4 сая ам.доллароор бага байв. Жилийн дүнгээр авч үзвэл банкуудын нийт ба цэвэр эрэлт 2013 оноос 27.4 сая ам.доллар/23.7% буурсан, төв

банкны нийт болон цэвэр нийлүүлэлт өмнөх оноос 0.19 сая ам.доллар/3.1% буюу өмнөх оноос бага зэрэг нэмэгдсэн ч ГВАН 2014 онд жилийн дүнгээр дунджаар 46.4% багассан, түүний дотор 2014 оны I улиралд өнгөрсөн оны мөн үеэс 48.8%, II улиралд 57.6%, III улиралд 42.4%, IV улиралд 26.6% тус тус буурсан нь валютын нөөц шавхагдах (depletion) үйл явц 2013 оны II улирлаас эхлэн 2014 оны улирлуудад эрчимтэй үргэлжилж байсныг харуулж байна.

- Нөөц шавхагдах үйл явцын сөрөг үр дагавар нэрлэсэн ханшийн өөрчлөлтөнд тусгалаа олсон байдал ийн мэдэгдэж ам.доллар/төгрөгийн нэрлэсэн ханш жилийн дүнгээрээ 2014/2013 онд 19.3%, 2014 оны I улиралд 25%, 2014 оны II улиралд 26.3%, 2014 оны III улиралд 17.7%, 2014 оны IV улиралд тус тус суларсан байв. Сэтгэл зүйн хүчин зүйл талаасаа нэрлэсэн ханшийн сулралын үйл явц 2013 оны эцсээс 1\$=1600 гэсэн босгыг давж эхэлсэн бол 2014 онд 1700,1800 гэсэн босгыг давж “хөвөлтийн айдсыг” өдөөсөн жил байсан гэж дүгнэж болно.
- 2012I- 2014 IV буюу 12 улирлаар тооцсон дескрептив статистик үзүүлэлтүүдээр авч үзэхэд банкнуудын цэвэр эрэлт дунджаар 875.13 сая ам.доллар (голч нь 894.25 сая ам.доллар), төв банкны цэвэр нийлүүлэлт 260.27 сая ам.доллар(голч нь 267.35 сая ам.доллар) байсан ба ханаагүй эрэлт 68.4% голч нь(65.5%) байсан хэдий ч валютын нэрлэсэн ханшийн дундаж утга 1\$=төгрөг, голч нь 1500.06 төгрөгийн түвшинд хадгалагдаж байсан байна. (1-р квартилын хувьд голч нь 1380.43 төгрөг, III квартилийн голч утга 1776.7 төгрөг, квартил хоорондын хэлбэлзэл 369.33 төгрөг байсан)
- Мөн энэ хугацаанд ГВАН-ийн дундаж хэмжээ 2593.96 сая ам.доллар, голч нь сая 2791.7 сая ам.доллар, MR буюу энэ хугацааны хамгийн их, хамгийн бага нөөцийн хэмжээний дундаж нь 2721.65 сая ам.доллар байсан ч стандарт хазайлт болон квартил хоорондын хэлбэлзэл нь харьцангуй өндөр буюу 880.29 сая ам.доллар ба 1211.25 сая ам.доллар тус тус байгаа нь энэ 12 улирлын хугацаанд ГВАН-ийн орох, гарах урсгалын хувьд тогтвор муутай үйл явц өрнөснийг харуулж байна.

2. 2015I- 2017IV улирал (12 улирал)

- 2015 оны дунджаар нэрлэсэн ханш 8.4% суларсан, түүний дотор I улиралд 12.2%, II улиралд 7.3%, III улиралд 7.6%, IV улиралд 6.6% тус тус суларсан нь харьцангуй сайжирсан дүр зураг бөгөөд улирал хоорондын ханшийн хэлбэлзэл(4.8%, -1.1%, 2.5%, 0.3%) харьцангуй багассан жил байв. 2014/2013 онд 46.3%-иар буурч байсан ГВАН 2015/2014 онд 11.9%-иар буурч, нөөцийн бууралтын хувь багассан байна. Гэхдээ улирал хоорондын болон өмнөх жилийн мөн үетэй харьцуулсан өөрчлөлт, тогтвортой дүр зургийг харуулж чадахгүй байв.

- Жилийн дүнгээр авч үзэхэд арилжааны банкнуудын валютын цэвэр эрэлт өмнөх жилтэй харьцуулахад 46.6%, төв банкны цэвэр нийлүүлэлт 36.8% буурснаар ханаагүй эрэлт 59.7% болсон нь өмнөх жилийнхээс(65.7%) 6 нэгжээр багассан байна.
- 2016 онд интервенцийн тоо өмнөх жилээс 17 өдрөөр багассан 51 өдөр болсон, интервенцийн өдөрт ногдох цэвэр нийлүүлэлт харьцангуй бага нэмэгдсэн (18.7 сая ам.доллар, 11.7 сая ам.доллар), арилжааны банкнуудын валютын цэвэр эрэлт өнгөрсөн оныхоос (32% өссөн, төв банкны цэвэр нийлүүлэлт 19.6% өссөн, ханаагүй эрэлтийн хувь харьцангуй бага буюу 4% орчимд өссөн ханшийн сулралын харьцангуй бага хэлбэлзэл, түвшинг хүлээж болохоор дүр зураг харагдаж байв.
- 2016 оны I улиралд 2015 оны IV улиралтай харьцуулахад ханш ердөө 1.5%, 2016 III/2016 II улиралд 1.5% чангарч, өмнөх оны мөн үетэй харьцуулахад 2016 оны I улиралд 3.3%, II улиралд 2.8% суларч байсан ханш, III улиралд 8.4% (өмнөх улиралтай харьцуулснаар 8.1%), IV улиралд 20.8% огцом суларсныг дээр дурдсан валютын захын хөдөлгөөний үзүүлэлтүүдээр тайлбарлахад хэцүү. Валютын нөөцийн шавхагдалын үйл явц үргэлжилсээр 2016 оны дунджаар 1184.77 сая ам.доллар буюу 19.2% багассан, 2016 оны улирлууд хооронд 1092.4-1296.6 сая ам.доллар түвшинд хэлбэлзэж, тогтворгүй байсан зэргээр хэсэгчлэн тайлбарлаж болох хэдий ч ханшийн ийм огцом сулралын гол шалтгаан нь олон нийтийн болон валютын захын албан болон албан бус операторуудын (сүүлчийн хэсгийг нь ченжүүд гэж нэрлэдэг) хүлээлтийг огцом өөрчилсөн улс төрийн хүрээллийнхний болгоомжгүй мэдэгдэл байв. Ханшийн зах зээл уг чанараараа хүлээлт дээр тогтдог учраас хүлээлтэнд сөргөөр нөлөөлөх, паник буюу зах зээлийн үймрэн, ажиотаж үүсгэх аливаа мэдэгдэл, үйлдэлд хариу урвал өгөх нь түргэн хугацаанд болдог бөгөөд харин түүний үр дагавар нь хугацааны хувьд харьцангуй удаан үргэлжилдэг тул валютын захын менежментэд ихээхэн сөрөг үр нөлөөтэй байдаг.
- 12 улирлын дунджаар үзвэл арилжааны банкуудын валютын нийт эрэлт өмнөх улирлын дунджаас 42.6% буурч 553.82 сая ам.доллар (голч нь 42.5% буурсан), нийлүүлэлтийн дундаж нь 118.17% нэмэгдсэн ба төв банкны валютын зах руу хийсэн нийт нийлүүлэлт 28.1% буурсан. (голч нь 30.7% буурсан)
- Банкуудын цэвэр эрэлт дунджаар 59.2% (голч нь 45.1%), төв банкны цэвэр нийлүүлэлт 39.8% (голч нь 43.7%) тус тус буурснаар валютын зах дээр ханаагүй эрэлтийн хувь хэмжээ 6.91 нэгжээр багасаж, 1 өдөрт ногдох интервенцийн хэмжээ 5.48 сая ам.доллар буурсан байна.

- Гэвч ам.доллар/төгрөгийн нэрлэсэн ханш өмнөх 12 улирлын дундажтай харьцуулахад 39.4% суларч, ГВАН-ийн дундаж хэмжээ 42.9% буюу 1114 сая ам.доллароор шавхагдсан байна. (голч нь 52.7% буюу 1470.5 сая)
- Банкнуудын цэвэр эрэлтийн стандарт хазайлт өмнөх үеэс 16.9%, харьцангуй стандарт хазайлт 138.86% болж эрс нэмэгдсэн, төв банкны цэвэр нийлүүлэлтийн хувьд мөн ижил хандлагатай байсан нь валютын зах дээр өмнөх үетэй харьцуулахад эрэлт, нийлүүлэлтийн тал дээр харьцангуй хэлбэлзэл ихтэй байсныг харуулж байна.

3. 2018I-2020IV (12 улирал)

- 2018 онд интервенц хийсэн өдрийн тоо 2017 онтой харьцуулахад үндсэндээ ижил түвшинд байсан ч 1 өдөрт ногдох интервенцийн хэмжээ эрс нэмэгдсэн. (20.7 vs 1.5) Банкуудын валютын нийт эрэлт 2.9 дахин нийлүүлэлт нь 81.5%-иар буурсан, төв банкны зүгээс валютын зах руу хийсэн нийлүүлэлт 76.6% нэмэгдсэн эрэлт нь буюу валютын захаас худалдан авсан хэмжээ 75.7% буурсан нь валютын захын ерөнхий дүр төрхийг илэрхийлж байв.
- Валютын цэвэр эрэлт 4380.6 сая ам.доллар байсан нь 2017 онд арилжааны банкуудын нийт нийлүүлэлт нь эрэлтээсээ илүү гарч 302.7 сая ам.доллар болж байсантай харьцуулахад эрс эсрэг байдал үүссэн байв. Төв банкны хувьд харин эрэлтийн ийм огцом өсөлтийн “салхийг аялдан дагалгүйгээр өмнөх жилүүдийн харьцангуй түвшинд буюу 23.2%-иар (1015.16 сая ам.доллар) эрэлтийг хангасан байна.
- Ам.доллар/төгрөгийн нэрлэсэн ханш 2018/2017 онд ердөө 1.3% суларч ГВАН 99.2% нэмэгдсэн нь валютын зах дээр өмнө нь байгаагүй эерэг үр дүн болсон.
- 2019 оны жилийн дүнгээр валютын нийт эрэлт өмнөх оноос 29.9% нэмэгдэж, интервенц хийсэн өдрийн тоо 91 болж өмнөх жилээс 42 өдрөөр нэмэгдэж, өдөрт ногдох интервенцийн дүн буюу цэвэр нийлүүлэлт 21.9 сая ам.доллар болсон нь өмнөх оноос бага зэрэг нэмэгдсэн байв. Төв банкны валютын нийт нийлүүлэлт нэмэгдэж 1988.7 сая ам.доллар болсон нь нийт эрэлтийн 32.3%-ыг хангаж, ханаагүй эрэлт 67.4% буюу өмнөх оноос 9.4 нэгж хувиар буурсан байна.
- Ам.доллар/төгрөгийн нэрлэсэн ханшийн улирлаас улирал хоорондын хэлбэлзэл буурч жилийн дүнгээрээ дунджаар 7.7% суларч ГВАН 24.2% өсөв.
- 2020 оны дүнгээр интервенцийн өдрийн тоо 94, 1 өдөрт ногдох хэмжээ нь 17.3 сая ам.доллар болж, валютын нийт эрэлт 32.3% (цэвэр эрэлт 31.9%) буурсан, төв банкны валютын нийт нийлүүлэлт 18% багассан, (цэвэр нийлүүлэлт 18.3%) болсноор ханаагүй эрэлт 60.9% болж, өмнөх оноос 6.5% буурсан байна.

- Ам.доллар/төгрөгийн нэрлэсэн ханшийн улирал хоорондын сулрал I улиралд 2%, II улиралд 1.5%, III улиралд 1.7%, IV улиралд 0.2% гэсэн түүхэн доод хэлбэлзлийн мужид байж жилийн дүнгээрээ 5.6% суларсан нь 2018 оноос эхэлсэн эерэг хандлага хадгалагдсаны илэрхийлэл юм.
- ГВАН 2020 оны улирлуудад 3555.9-4534.2 сая ам.долларын хооронд байж жилийн дундаж дүнгээрээ 3877.3 сая ам.доллар болсон.
- 12 улирлын дунджаар үзэхэд валютын нийт эрэлт өмнөх 12 улирлаас 2.3 дахин буюу 226.4%, төв банкны нийт нийлүүлэлт 86.5% өсөж, нийт эрэлтийн 31.7%-ийг хангасан байна. 1 өдөрт ногдох цэвэр нийлүүлэлтийн хэмжээ 19.92 сая ам.доллар болсон нь өмнөх үеэс 8.44 сая ам.доллар буюу 73.5% өссөн ба 12 улирлын дунджаар 21.3% суларсан нь 2015/2017:2012/2014 оны 39.4% сулралаас 18.1% бага байв.
- Ханшийн сулралын стандарт хазайлт 155.17 байгаа нь өмнөх оны мөн үеэс 70.78 нэгжээр буурсан, харьцангуй стандарт хазайлт 5.86% болж, өмнөх үеэс 4.48 нэгжээр, квантил хоорондын хэлбэлзэл нь өмнөх үеэс 189.05 нэгжээр тус тус буурсан нь энэ үеийн гол онцлог юм.
- ГВАН өнгөрсөн үетэй харьцуулахад 2.5 дахин нэмэгдэж дундаж нь 3699.06 сая ам.доллар болсон (3-р квантилын голч 2.7 дахин) харьцангуй стандарт хазайлт нь 14.66% болж өмнөх үеэс 19.91% буурсан байна.

III. ГВАН-ийн адекват байдлын харьцангуй хэмжүүрүүд

Хүснэгт 3-д буй ГВАН-ийн харьцангуй үзүүлэлтүүдийн дүн шинжилгээг хийхийн өмнө ер нь яагаад улс орнууд валютын нөөцийг хуримтлуулдаг тухай тодруулах нь зүйтэй. Учир нь гадаад валютын өнөөгийн буй нөөцийн зохистой байдал, шаардлагатай буюу дүйцэх түвшин(adequacy metrics гэж ерөнхийд нь хэлдэг) нөөцийг хуримтлуулж буй зорилготойгоо хэр нийцтэй байна гэдгийг харах нь чухал байдаг. Төв банк нь ГВАН-ийн менежментийг хэрэгжүүлэх чиг үүргийнхээ хүрээнд ГВАН-ийн төлбөр түргэн гүйцэтгэх чадвар буюу гүйлгэн чадварыг хангах, ГХО, экспортын зах зээл муудах, валютын дотогшлох урсгал эрс татрах эсвэл зогсох зэргээс болж өдөөгдсөн төлбөрийн тэнцлийн, түүний дотор урсгал тэнцлийн цочролын сөрөг үр нөлөөг арилгах зорилгоор ГВАН хуримтлуулах, түүнчлэн банкны системээс ихээхэн хэмжээний гадаад валютын депозит татагдах, ГВАН-ийн зохистой түвшин нь Монгол Улсын хувьд эмзэг байдлын зэргэмжийг бууруулж хөрөнгө оруулагчид болон олон улсын байгууллагуудын итгэлийг нэмэгдүүлэх, ингэснээр гадаадын хөрөнгийн зах дээр гарах боломжийг нэмэгдүүлэх, гадаадаас зээл авах зардлыг багасгах зорилго агуулдаг. Дээрх зорилгуудыг хангахын тулд ГВАН-ийн зохистой байдлыг үнэлэх үзүүлэлтүүдийг ангилдаг бөгөөд Хүснэгт 3-д эдгээр харьцангуй

үзүүлэлтийг 2006-2021 оны байдлаар харуулсан. ОУВС-аас Reserves Adequacy Metrics (RAM) гэж гаргадаг бөгөөд импорттой дүйцэх сар хэмээх практик дээр хэрэгжүүлэхэд энгийн гэсэн утгаараа олон улсад хүлээн зөвшөөрөгдсөн үзүүлэлтээс гадна бараа үйлчилгээний экспорт, богино хугацааны өр, портфолио болон бусад хөрөнгө оруулалтын дунд болон урт хугацааны өглөгүүд, нийт мөнгөний агергатуудаар хэмжигдсэн, дотоодын гүйлгэн чадвартай хөрөнгүүд зэргийг багтаадаг. (“Төрөөс мөнгөний бодлогын талаар баримталах үндсэн чиглэлийн төсөл” гэсэн хөх номын 94-р хуудсанд ГВАН-ийн талаар дараах өгүүлэмжийг Монголбанк хийсэн байна:

“...гадаад валютын албан нөөц оны эцэст өмнөх оны түвшинд буюу 4.5 тэрбум ам.доллар байх төлөвтэй³⁵. Энэ нь импортын 7.9 сарын хэрэгцээг хангах, богино хугацаат өр төлбөрийг бүрэн барагдуулах түвшин юм. Харин ГВАН-ийн зохистой түвшинг ОУВС-гийн аргачлал ARA metric ашиглан тооцвол гадаад валютын хүрэлцээ энэ онд өмнөх оноос 3 пунктээр буурч 71 хувьд хүрэх буюу зохистой түвшин (100-150%)-ээс доогуур хэвээр байна.” Энэ дүгнэлтийг ишлэхдээ олон улсын болон тухайн улсын хэмжүүрийн ямар арга зүй, аргачлал хэрэглэсэн ч зарчмын ялгаа бага бөгөөд хамгийн гол нь эдгээр хэмжүүрүүд тухайн улсын бодлогын практикт бодлогын judgement- санал бодол, үнэлгээ буюу энэ чиглэлээр олон жил ажилласан мэргэжлийн хүмүүсийн туршлага, мэдлэг дээр суурилсан үнэлгээ, дүгнэлттэй хосолсон цагт л үр дүн өгдөг гэдгийг сануулж буй хэрэг юм.)

Эдгээр үзүүлэлтийн талаар нийтээр хүлээн зөвшөөрсөн стандарт байхгүй ч 3 сарын импортын хэмжээнд байх (хамгийн багаар), богино хугацааны өрийг 100% дарахад хүрэлцэхүйц байх, нийт мөнгөний 20% байх дээр нь нэмээд ОУВС-ийн дээр дурдсан хэмжүүрийн дагуу байх (100-150%) зэрэг үзүүлэлт хариуцдаг, валютын зах дээр интервенцийг зохион байгуулдаг, ингэснээрээ захын механизм төдийгүй зарим оролцогчдын олон нийтийн авир төрх, бодол санааг уншин мэдэрч чаддаг, туршлага, мэдрэмжтэй мэргэжилтнүүдийн үнэлгээ, дүгнэлт хамгийн гол нь юм. Харамсалтай нь энэ чиглэлийн судалгаануудад миний дээр дурьдсан “Judgement approach” гэж нэрлэж болохоор зүйлүүд бараг байдаггүйг онцолж тэмдэглэе. 2006-2021 онд ГВАН-ийн дундаж 4502.11 сая төгрөг, голч нь 3081.72 сая төгрөг, нийт мөнгөний дундаж хэмжээ 11080.06 сая төгрөг, голч нь 9750.32, гадаад валютын депозитийн дундаж 1921.15 сая төгрөг, ГВАН ба ДНБ-ий хоорондын харьцааны дундаж нь 20.53%, голч нь 19.7%, ГВАН ба М2 мөнгөний харьцаа 40.1% (45.1%), ГВАН ба валютын депозитын хооронд 236.52 (248.2%), ГВАН ба Засгийн газрын гадаад өрийн хооронд 56.09% (48.4%) харьцаа байна. 16 жилийн туршид тогтсон эдгээр харьцаа нь олон улсын практик болон “Эрхий хурууны дүрмээр” үзвэл валютын нөөц харьцангуй багатай, жижиг эдийн засагтай, валютын орох урсгал нь цөөн төрлийн түүхий

эдээс голчлон хамаардаг улсын хувьд боломжийн, аль нэг харьцаа нь хэвийн түвшнээс гажаагүй байна гэж дүгнэж болох ч тухайлсан тодорхой жилүүдэд эдгээр харьцааны зохистой байдал алдагдаж байсан байна. Тухайлбал, ГВАН/ДНБ харьцааны хувьд 2014-2017 он ялангуяа 2016 онд тогтсон харьцаа онцгой анхаарвал зохих түвшинд, ГВАН/М2 харьцааны хувьд дээрх онуудад түвшин нь доошилж ирсэн ч боломжтой түвшний доод хязгаар орчимд, ГВАН/ЗГ-ийн гадаад өр харьцааны хувьд 2016-2017 онд үүссэн харьцаа онцгой анхаарвал зохих түвшинд, төв банкнаас валютын захад хийсэн нийт интервенц буюу нийт нийлүүлэлт ба ГВАН хоорондын харьцаа 2014-2016 онд ихээхэн гажуу, хэвийн бус түвшин үүссэн байна. (цэвэр интервенц буюу төв банкны валютын захад нийлүүлсэн болон татаж авсан валютын зөрүүгээр тооцвол өөр дүн гарах ч хоорондоо холбоотой 2 үзүүлэлт)

Дээрх харьцаануудын түүхэн хөдөлгөөн дээр үндэслэн ГВАН-ийн менежментийн Төв банкны бүтцийн дотор шууд гардан хариуцдаг нэгж өөрсдийн дотоод хэрэгцээнд зориулан эдгээр харьцааны босго утгуудыг тогтмол бодлогын хэрэглээнд оруулж болох юм. Баримжаагаар буюу “эрхий хурууны дүрмийн” зарчмаар миний хувьд доорх босго утгуудыг санал болгож байна:

1. ГВАН/ДНБ харьцааны хувьд босго утга нь 20%; ДНБ буюу дотоодын нийт эрэлтийн (хаалтан дотор буй тоонууд) хооронд их зөрүү байхгүй тул ГВАН нь дотоодын нийт эрэлтийн дор хаяж 20%-ийг хангах түвшинд,
2. ГВАН/М2 харьцааны хувьд босго утга нь 40%; М2 мөнгөний өсөлтийг гадаад цэвэр актив, дотоод зээлийн өгөөжөөр голчлон бүрдүүлдэг эдийн засгийн хувьд олон улсын жилийн түвшин 20%-иас 2 дахин их байх түвшинд босго утгыг тогтоох нь олон жилийн түүхэн дунджийг харгалзсан хэрэг юм.
3. ГВАН/Валютын депозит харьцааны хувьд 200%; валютын депозитыг их хэмжээгээр татаж авах нөхцөл үүслээ гэхэд түүнийг 2 дахин coverage буюу нөхөх чадвартай түвшинд тогтоох
4. ГВАН/ЗГ-ын гадаад өр харьцааны хувьд босго утга нь 50%, нийт гадаад өрийн дарамт эрс нэмэгдсэн, өрийн тогтвортой байдал алдагдсан, Засгийн газрын өрийн хэмжээ хэдийгээр ӨҮЦ-ээр илэрхийлсэн утгаараа хүлцэж болох түвшинд байдаг ч нэрлэсэн ДНБ-д харьцуулснаар хүлцэж болох түвшнээс илүү гардаг улсын хувьд ГВАН-ийг ядаж 50% түвшинд байлгах нь зохистой төдийгүй зайлшгүй шаардлагатай юм.

Эдгээр босго утгуудыг “judgement approach” буюу валютын захын эрэлт, нийлүүлэлт, ГВАН-ийн бүтэц, бүрэлдэхүүн, орох, гарах урсгалыг олон жилийн туршлага, мэдлэг, мэдрэмж дээр суурилан гардан удирддаг удирдлагын нэгж өөрсдөө тогтоож бодлогын хэрэглээнд оруулах нь макро эдийн засаг, мөнгөний бодлого, ГВАН-ийн менежмент гэсэн гуравласан хандлагыг хэрэгжүүлэхэд ач холбогдолтой болно. Дээрх харьцаануудын босго утгыг тогтоох нь тэдгээрийн хоорондын харилцан хамаарлыг тогтмол давтамжтайгаар судалж байх, бодлогын дүн шинжилгээ хийхэд ач холбогдолтой бөгөөд 2006-2021 оны байдлаар энгийн корреляцын шинжилгээг хийж үзэхэд дараах хандлагатай байна. Үүнд:

1. ГВАН/ДНБ ба ГВАН/М2 харьцаа хооронд эерэг, аядуу түвшний хамаарал ($R=0.6508$, $R^2=0.4235$) байгаа бол ГВАН/ДНБ ба ГВАН/ЗГ-ын гадаад өр харьцаануудын хооронд техникийн хувьд эерэг корреляц байгаа ч хувьсагч хоорондын харьцаа сул байна. ($R^2=0.099$)
2. ГВАН/М2 ба ГВАН/ЗГ-ийн гадаад өр харьцаануудын хооронд аядуу, эерэг корреляц ($R=0.6946$, $R^2=0.4825$) ба ГВАН/М2 ба ГВАН/валютын депозит хооронд хүчтэй эерэг хамаарал байна. ($R=0.9221$, $R^2=0.8503$)
3. Хүснэгт 3-д нэмж оруулж болох өөр нэг харьцаа бол ГВАН/суурь мөнгө хоорондын харьцаа бөгөөд суурь мөнгө ба ГВАН (төгрөгөөр илэрхийлсэн дүн) хооронд хүчтэй эерэг хамаарал байгаа нь Төв банкны хувьд өөрийн мэдэлд байдаг бодлогын энэ 2 хүчтэй арга хэрэгслээр дамжуулж мөнгөний болон валютын захын бодлогыг хослуулан хэрэгжүүлэх боломжийг олгодог.
4. Суурь мөнгө ба гадаад валютын депозитын хооронд мөн л хүчтэй эерэг корреляц байгаа нь ($R=0.9187$, $R^2=0.844$) суурь мөнгөний өөрчлөлтөнд эрэлтийн болон нийлүүлэлтийн талаас нөлөөлдөг хүчин зүйлүүд арилжааны банкуудын валютын хадгаламжийн талаар баримталж буй бодлогод нөлөөлдөг гэсэн үг юм.
5. Суурь мөнгө/ГВАН ба ГВАН/ДНБ гэсэн харьцаануудын хооронд аядуу түвшний сөрөг хамааралтай байгааг ($R=0.7331$, $R^2=0.5374$) бодлогын түвшинд анхаарч, суурь мөнгө болон ГВАН-ийн удирдлагын ДНБ-ий хөдөлгөөн, өөрчлөлттэй уялдуулан хэрэгжүүлэхийн чухлыг харуулж байна.
6. ГВАН болон урсгал дансны алдагдлын хооронд техникийн хувьд сөрөг хамаарал байгаа хэдий ч хувьсагч хоорондын харилцаа сул ($R=0.4161$, $R^2=0.1731$) байгаа бол төв банкнаас валютын захад нийлүүлсэн ба ГВАН-ийн хооронд аядуу түвшний эерэг хамааралтай байна. ($R=0.5467$, $R^2=0.2999$)

Өмнө авч үзсэн валютын захын таксоном бүтцийг тодорхойлогч үзүүлэлтүүдийн хооронд ямар хамаарал буйг тогтоох нь судалгааны төдийгүй бодлогын практикийн хувьд ач холбогдолтой тул товч авч үзье.

1. Таксоном бүтцээс харахад арилжааны банкуудын валютын нийт эрэлт буюу валютын захаас валют худалдан авах санал ямар сэдэлтэй, ямар хүчин зүйлүүдээр нөхцөлддөг нь тодорхой бус байсан. Тухайлбал, арилжааны банкуудын валютын нийт эрэлт ба импорт хооронд хэдийгээр эерэг хамаарал 2009-2021 оны улирлуудаар авч үзэхэд байсан ч хувьсагчид хоорондын харилцаа сул байсан. ($R=0.4363$, $R^2=0.1904$), түүнчлэн банкуудын нийт эрэлт ба валютын хадгаламж 2-ын хооронд техникийн хувьд сөрөг хамаарал байсан ч хувьсагч хоорондын харилцаа мөн л сул байв. ($R=0.3189$, $R^2=0.1017$)
2. 2012I-2014IV 12 улирлын байдлаар үзэхэд валютын нийт эрэлт ба ам.доллар/төгрөгийн нэрлэсэн ханш хооронд техникийн хувьд эерэг хамаарал байгаа ч хувьсагч хоорондын харилцаа нь сул ($R=0.291$, $R^2=0.0847$) байсан бол 2015I-2017IV оны 12 улиралд сөрөг, сул хамаарал ($R=0.1106$, $R^2=0.0122$) үүссэн ба харин 2018I-2020IV онд ийм сөрөг хамаарал үргэлжилж, хувьсагч хоорондын харилцаа мөн л сул байв. ($R=0.1054$, $R^2=0.0111$)
3. Арилжааны банкуудын валютын цэвэр эрэлт ба нэрлэсэн ханш хооронд техникийн хувьд урвуу хамаарал байгаа ч хувьсагч хоорондын харилцаа сул, гэхдээ цэвэр нийлүүлэлт ба нэрлэсэн ханш хоорондын хамаарлаас их байв. ($R=0.358$, $R^2=0.1282$)
4. Төв банкны валютын нийт нийлүүлэлт болон ам.доллар/төгрөгийн нэрлэсэн ханш хооронд 2012I-2014IV, 12 улирлын хугацаанд техникийн хувьд эерэг, хувьсагч хоорондын харилцааны хувьд сул хамаарал байсан ба ($R=0.1239$, $R^2=0.0154$) харин 2015I-2017IV хугацаанд сөрөг, сул хамааралтай, 2018I-2020IV оны 12 улиралд эерэг, сул хамаарал үүссэн энэ нь үеийнхээс нэмэгдсэн байна. ($R=0.4231$, $R^2=0.179$)
5. Тодорхой цаг хугацааны үеүдэд дээрхийн адил өөрчлөгддөг хандлага валютын нийт нийлүүлэлт (нийт интервенц), ГВАН хоорондын хамаарал ажиглагдсан бөгөөд тухайлбал, 2012I-2014IV онд техникийн хувьд сөрөг, хувьсагч хоорондын хамаарал сул ($R=0.2945$, $R^2=0.0867$), 2015I-2017IV онд $R=0.3475$, $R^2=0.1208$ байсан бол 2018I-2020IV онд энэ сөрөг, өсөн нэмэгдсэн, сул хамаарал арилж эерэг, сул хамааралтай болсон байна. ($R=0.4949$, $R^2=0.2449$)

6. 2012-2021 онд цэвэр интервенц (төв банкны зарсан ба авсан ам.долларын зөрүү) ба ам.доллар/төгрөгийн нэрлэсэн ханш хооронд аядуу түвшний сөрөг хамааралтай ($R=0.559$, $R^2=0.3125$) буюу Х хувьсагчийн (цэвэр интервенцийн) утга нэмэгдэх тутамд, (эсвэл эсрэгээрээ) Y хувьсагчийн утга доогуур байв. (Харин нийт авсан ам.доллар ба нэрлэсэн ханшийн хооронд аядуу түвшний эерэг хамааралтай байна. $R=0.7486$, $R^2=0.5604$)
7. Арилжааны банкуудын валютын цэвэр эрэлт ба төв банкны валютын цэвэр нийлүүлэлт хооронд хүчтэй эерэг корреляц байгаа нь Монгол улсын валютын захын үйл ажиллагаанд спекулятив болон сэтгэл зүйн хүчин зүйлүүдийн нөлөө сул (тодорхой үеүдэд байсан), эрэлт, нийлүүлэлтийн хүчин зүйлүүдээр голчлон тодорхойлогдож буй зүтширч буй зах зээл гэдгийг харуулж байна. ($R=0.825$, $R^2=0.6806$)
8. Дээрх хамаарал нь тодорхой үеүдэд өөр өөр байгаа бөгөөд тухайлбал, 2012I-2014IV онд $R=0.6578$, $R^2=0.4327$ буюу аядуу түвшний эерэг хамаарал, 2015I-2017IV онд $R=0.9354$, $R^2=0.875$ буюу хүчтэй, эерэг хамаарал, 2018I-2020IV онд $R=0.7332$, $R^2=0.5376$ буюу аядуу, эерэг хамааралтай байв.
9. Төв банкны цэвэр нийлүүлэлт ба ГВАН-ийн хооронд 2012I-2014IV онд хүчтэй сөрөг хамааралтай. Харин арилжааны банкуудын цэвэр эрэлт ба ГВАН хооронд эерэг, сул хамаарал байгаа нь валютын захын үйл ажиллагааны үр дүнд ГВАН-ийн өөрчлөлтөд үзүүлэх үр нөлөө шууд болон дам утгаараа сул байдаг гэдгийг харуулж байна.
10. Ам.доллар/төгрөгийн нэрлэсэн ханш ба ГВАН-ийн хооронд хүчтэй, сөрөг хамааралтай ($R=0.8691$, $R^2=0.7553$) байсан бол 2015I-2017IV онд эерэг, сул хамааралтай болсон ($R=0.2853$, $R^2=0.0814$), харин 2018I-2020IV онд хүчтэй, эерэг хамаарал ($R=0.7764$, $R^2=0.6028$) үүссэн байна. Өөрөөр хэлбэл, I үед ам.долларын төгрөгийн нэрлэсэн ханшийн утга ихсэх (сулрах), багасах (чангарах) тутамд ГВАН-ийн хэмжээ багасах/нэмэгдэх утга дүйцэж байсан бол II үед энэ харилцаа эерэг буюу шууд, сул хамааралтай болж өөрчлөгдөн III үед нэрлэсэн ханш сулрах, чангарах болон ГВАН нэмэгдэх, хорогдох үйл явцын чиглэл ижил болсон байна.
11. Арилжааны банкнуудын гадаад валютын зайлшгүй ба илүүдэл нөөц болон гадаад валютын хадгаламж, харилцахын хэмжээ хооронд хүчтэй бөгөөд эерэг хамаарал байгаа нь ($R=0.8836$, $R^2=0.8692$) эдгээрт хоорондын бүтцийн хамаарал төдий бус гол нь арилжааны банкнуудын илүүдэл нөөц хадгалах авир төрхийн (behavioral) шинжтэй холбож үзэх нь чухал гэдгийг харуулж байна.

12. Арилжааны банкуудын гадаад валютын нөөцийн нийт хэмжээ болон ГВАН-ийн хооронд хүчтэй, эерэг хамааралтай. ($R=0.859$) түүнчлэн нөөцийн нийт хэмжээ, түүний дотор гадаад валютын илүүдэл нөөц болон арилжааны банкуудын валютын нийт эрэлт хооронд аядуу, эерэг хамаарал ($R=0.5739$, $R^2=0.6368$) байгаа нь тэдний нийт эрэлтийн өсөлт, бууралтын шалтгаан, сэдлийг тайлбарлах нэг гол хүчин зүйл болж байна.

IV. Бодлогын дүгнэлт, зөвлөмж

1. 3 үед хуваасан 2006-2021 оны байдлаар ГВАН-ийн болон холбогдох зарим үзүүлэлтийн descriptive статистикийн дүн шинжилгээнээс дараах дүгнэлтүүд гарч байна.

1.1. 1-р үе буюу 2006-2010 онд ГВАН-ийн дундаж хэмжээ 3.3 дахин, голч нь 3.2 дахин өссөн ба импорттой дүйцэх сар нь 2010 онд хамгийн их (5.9 сар), 2008 онд хамгийн бага (3.4 сар) байсан байна. Нэрлэсэн ханшийн 2006-2021 оны хоорондох хамгийн их сулрал 2009 онд 23.3% байв.

1.2. 2-р үе буюу 2011-2015 онд ГВАН 2011-2013 онд дундаж болон голч утгаараа 3 жил дарааллан өссөн ч 2014-2015 онд хэмжээ нь огцом багасаж 2014/2013 онд 46.4%, 2015/2014 онд 52.8% буурснаар нөөцийн шавхагдал (resource depletion) хүчтэй явагдаж, дунд хугацаанд энэ үйл явц өрнөх эхлэлийг тавьсан байна.

1.2.1. Квартил хоорондын хэлбэлзэл, стандарт хазайлт, түүний харьцангуй утга энэ үед харьцангуй өндөр (ялангуяа 2013 онд хамгийн өндөр буюу 1120.05 ба 654.48), ГВАН 2011-2013 онд 4.5-5.9 импортын сартай дүйцэж байсан бол 2014-2015 онд 3.8 ба 4.6 сар болсон. Нэрлэсэн ханш 2012-2015 онд дундаж утгаараа 7.4%-19.3% суларсан, ялангуяа 2014 онд дундаж нь 19.3%, голч нь 25.7% суларсан нь 2006-2021 оны түүхэн дээд хэмжээ болов.

1.3. 3-р үе буюу 2016-2020 он

1.3.1. 2014 оноос эхэлсэн нөөцийн шахагдалын үйл явц 2016 онд ч мөн үргэлжилж 2016/2015 онд ГВАН дундаж -19.2%, голч нь -9.9%, 1-р квартилын голч утга -15.7%, 3-р квартилын голч нь -20.6% байв. Квартил хоорондын хэлбэлзэл 2020 онд хамгийн өндөр, стандарт хазайлтын түвшин 2017 онд хамгийн өндөр (574.3), нэрлэсэн ханшийн сулрал дунджаар 13.7%, голч утгаараа 20% байсан нь энэ үеийн дээд хэмжээ байв.

1.3.2. 2018 оноос (байдал өөрчлөгдөж дунд хугацаанд үргэлжилсэн нөөцийн шавхагдлын үйл явц зогсож 2018/2017 онд ГВАН-ийн дундаж 99.2%, голч нь 122.3% нэмэгдсэн нь энэ үеийн рекорд хэмжээ болсон. Нэрлэсэн ханшийн өмнөх жилүүдийн харьцангуй өндөр хувьтай байсан сулрал эрс буурч 2018 онд дундаж болон голч утгаараа харгалзан 1.3% ба 0.1% болсон нь энэ үеийн төдийгүй нийт хугацааны (2006-2021 он) түүхэн доод түвшин болов.

1.3.3. ГВАН 2018 оноос тасралтгүй нэмэгдэж 2018 онд импортыг 6.3 сар, 2019 онд 7.5 сар, 2020 онд 8.8 сар болж авч үзэж буй нийт хугацааны хамгийн өндөр түвшин байгаа нь 2018 оноос эхлэн ГВАН-ийн менежмент, хамгийн огцом хэлбэлзлийг гаргуулахгүй байхад чиглэсэн интервенцийн бодлогын өөрчлөлт, валютын захын эрэлт, нийлүүлэлтийн зохистой зохицолдоог хангахад чиглэсэн бусад зохицуулалттай холбоотой гэж дүгнэж болно. 2021 оны эхний 10 сарын байдлаар үзэхэд 2018 оноос эхэлсэн эерэг хандлага үргэлжилж ГВАН-ийн эхний 10 сарын дундаж болон голч хэмжээ нь өнгөрсөн онтой харьцуулахад 18.5% ба 20.9% нь нэмэгдсэн, импорттой дүйцэх сарын хэмжээ 9.8 сар буюу түүхэн дээд хэмжээнд очсон, нэрлэсэн ханшийн сулрал дундаж болон голч утгаараа ердөө 1.2% ба 0.8% суларсан нь 2021 оны ерөнхий дүр төрхийг тодорхойлж байна.

2. Валютын захын таксоном бүтцийг 11 үзүүлэлтээр тодорхойлон гаргаж бодлого боловсруулагчид, шийдвэр гаргагчдын хувьд дүн шинжилгээн дээр болон туршлага, мэдлэг дээрээ суурилан үнэлгээ, дүгнэлт хийх боломжтой хэлбэрт оруулан холбогдох дүн шинжилгээг 3 жилээр буюу 12 улирлаар үечлэн хувааж он тус бүрээр холбогдох үзүүлэлтүүдийн өөрчлөлт, дүгнэлтүүдийг гаргасан. 12 улирал бүрээр нэгтгэн дескриптив дүн шинжилгээг хийж ерөнхий дүгнэлтүүдийг дор дурдъя.

2.1. 2012I-2012IV буюу 12 улирлаар банкуудын валютын цэвэр эргэлт дунджаар 875.1 сая ам.доллар (голч нь 894.25 сая ам.доллар), ханаагүй эрэлт дунджаар 68.4% (голч нь 65.5%) байсан ба валютын нэрлэсэн ханшийн дундаж 1 ам.доллар=1567.1 төгрөг, голч нь 1500.1 төгрөгийн түвшинд хадгалагдаж байсан ч оноор үзвэл 2014/2013 оны улирал бүрийн сулрал нь 17.7%-25% суларч, ханшийн сэтгэл зүйн босго 1600-1800 төгрөгийн босгыг давж “хөвөлтийн айдас” (fear of floating)-ыг өдөөсөн жил байсан.

2.1.1. Мөн хугацаанд (12 улиралд) ГВАН-ийн дундаж хэмжээ 2593.96 сая ам.доллар, голч нь 2791.7 сая ам.доллар байсан ч ГВАН 2014 онд жилийн дүнгээрээ

дунджаар 46.4% багассан нь валютын нөөцийг шавхагдах үйл явц 2013II улирлаас эхлэн 2014 оны бүх улиралд эрчимжиж үргэлжилсэн байв.

2.1.2. Валютын захад хийсэн интервенцийн тоо 2012 онд 55 өдөр, 2013 онд 58 өдөр, 2014 онд 76 өдөр болж нэмэгдсэн ба ялангуяа 2013 онд арилжааны банкуудын валютын нийт эрэлт эрс нэмэгдэж өмнөх жилтэй харьцуулснаар 202.5% өссөн нь тухайн жилийн ГВАН-өөс 68% илүү байсан нь ханшийн сулралын дарамтыг нэмэгдүүлж байв.

3. 2015I-2017IV (12 улирал)

3.1. Арилжааны банкуудын валютын нийт эрэлт өмнөх 12 улирлын дунджаас 42.6% буурч 553.82 сая ам.доллар (голч нь 42.5% буурсан), нийлүүлэлтийн дундаж нь 118.7% нэмэгдсэн нь энэ үеийн гол онцлог болов. Төв банкны валютын зах руу хийсэн нийт нийлүүлэлт -28.1% (голч нь -30.7% буурсан), цэвэр нийлүүлэлт нь дунджаар 39.8% буурсан нь валютын захаар ханаагүй эрэлтийн хувь хэмжээ 6.91 нэгжээр багасах, 1 өдөрт ногдох интервенцийн хэмжээ 5.48 сая ам.доллараар буурахад нөлөөлсөн байна.

3.1.1. Гэвч ам.доллар/төгрөгийн нэрлэсэн ханш өмнөх 12 улирлын дундажтай харьцуулахад 39.4% суларч, ГВАН-ийн дундаж хэмжээ 42.9% буюу 1114 сая ам.доллараар шавхагдсан байна. Банкуудын цэвэр эрэлтийн стандарт хазайлт 138.86% болж эрс нэмэгдсэн, Төв банкны цэвэр нийлүүлэлтийн хувьд мөн ижил хандлагатай байсан нь валютын зах дээр өмнөх үеийн харьцуулахад эрэлт, нийлүүлэлтийн тал дээр харьцангуй өндөр хэлбэлзэлтэй байсан байна.

3.1.2. Энэ үеийн ханшийн хэлбэлзлийн нэг онцлог бол 2016 оны ханшийн хөдөлгөөнд гарсан огцом өөрчлөлт бөгөөд 2016 оны I-III улиралд 2.8%-8.4% харьцангуй бага суларч байсан ханш 2016IV улиралд 20.8% огцом суларсны валютын захын үзүүлэлтүүдийн хөдөлгөөнөөр хэсэгчлэн тайлбарлаж болох хэдий ч хамгийн гол шалтгаан нь олон нийтийн болон валютын захын албан, албан бус операторуудын хүлээлтийг огцом өөрчилсөн улс төрийн хүрээнийхний болгоомжгүй мэдэгдлүүд байв.

3.1.3. Ханшийн зах зээл уг чанараараа хүлээлт дээр тогтдог учраас хүлээлтэнд сөргөөр нөлөөлөх, паник буюу үймрэн, ажиотаж үүсгэх аливаа үйлдэл, мэдэгдэлд хариу урвал өгөх нь түргэн хугацаанд, харин түүний сөрөг үр дагавар нь харьцангуй

удаан хугацаанд үргэлжилж валютын зах зээлд, түүний менежментэд ихээхэн сөрөг үр дагавартай байдаг гэсэн сургамж энэ үеийн онцлох үйл явдал болсон.

4. 2018I-2020IV (12 улирал)

4.1. 12 улирлын дунджаар валютын нийт эрэлт өмнөх 12 улирлаас 2.3 дахин буюу 226.4%, Төв банкны нийт нийлүүлэлт 86.5% өсөж, нийт эрэлтийн 31.7%-ийг хангасан байна. 1 өдөрт ногдох цэвэр нийлүүлэлт 19.92 сая ам.доллар буюу өмнөх үеэс 8.44 сая ам.доллар буюу 73.5% өссөн, нэрлэсэн ханш өмнөх үеэс 21.3% суларсан нь 2015\2017:2012\2014 оны 39.4% сулралаас 18.1%-аар бага болсон, ханшийн сулралын стандарт хазайлт өмнөх үеэс 70.78 нэгжээр буурч 155.17, харьцангуй стандарт хазайлт нь 5.86 болж, өмнөх үеэс 4.48 нэгжээр буурсан байна.

4.1.1.ГВАН өнгөрсөн үетэй харьцуулахад 2.5 дахин нэмэгдэж дундаж нь 3699.06 сая ам.доллар, харьцангуй стандарт хазайлт нь 14.7% болж өмнөх үеэс 19.9% буурсан ба 2018 онд интервенц хийсэн өдрийн тоо 2017 оныхтой ойролцоо байсан ч 1 өдөрт ногдох интервенцийн хэмжээ эрс нэмэгдсэн, харин 2019 онд 91 өдөр болж өмнөх жилээс 42 өдрөөр нэмэгдэж 1 өдөрт ногдох цэвэр интервенц 21.9 сая ам.доллар болж өмнөх оноос бага зэрэг өссөн, ханаагүй эрэлт өмнөх оноос 9.4 нэгж хувиар буурч 67.4% болсон байна.

4.1.2.2020 онд интервенцийн давтамж 94 өдөр, 1 өдөрт ногдох интервенцийн дүн 17.3 сая ам.доллар болж валютын нийт эрэлт 32.3%, Төв банкны нийлүүлэлт 18% буурснаар ам.доллар/төгрөгийн нэрлэсэн ханшийн улирал хоорондын сулрал I улиралд 2%, II улиралд 1.5%, III улиралд 1.7%, IV улиралд 0.2% гэсэн түүхэн доод хэлбэлзлийн мужид оршиж жилийн дүнгээрээ 5.6% суларсан нь 2018 оноос эхэлсэн эерэг хандлага үргэлжилж ирсэний илэрхийлэл юм.

5. Интервенцийн үр дүнтэй байдлыг 3 хуваан авч үзсэн олон улсын судлаачдын ангилалаас Монголын бодит байдалд хамгийн их нийцтэй нь валютын ханшийн замыг (path) жигдлэх зорилго бүхий интервенцийн чадвар (жигдлэх-smoothing) гэж үзсэн. Өөрөөр хэлбэл зохицуулалттай хөвөх ханшийн дэглэмтэй гэж де-факто үзэж болох Монгол улсын хувьд “тогтворжуулах” шалгуур голлох бус “жигдлэх” шалгуураар интервенцийн бодлогоо тодорхойлохоос өөр боломжгүй валютын нөөцтэй, макро эдийн засгийн суурь нөхцөлүүдтэй эдийн засгийн хувьд гол сонголт нь “жигдлэх” шалгуур байх нь оновчтой юм.

- 5.1. ГВАН-ийн абсолют хэмжээ хангалттай нэмэгдэх, харьцангуй түвшин нь тогтвортой өсөж байх орчилд тодорхой явцуу мужид (narrow band) тогтворжуулах болон “үйл явдлын” хандлагыг хэрэгжүүлэх нь Монгол улсын хувьд оновчтой байж болох бөгөөд үүний тулд шаардлагатай бодлого, үзэл номлолыг үндэсний хэмжээнд боловсруулж хэрэгжүүлэх нь чухал. Үүний нэг гол чиглэл нь экспортлогчдод зориулсан сэдэл санаа, сэтгэл түлхэцийн тогтолцоо бүрдүүлэх (motivation and incentives system) уул уурхайн бус экспортыг дэмжих, хөгжүүлэх дунд хугацааны хөтөлбөр, төлөвлөгөө боловсруулж хэрэгжүүлэх шаардлагатай.
- 5.2. ГВАН-ийн удирдлагын хувьд “нөөцийн удирдлагын гурвалсан зорилго”(Trilogy of reserve management) болох 1. Аюулгүй байдал (Security) 2. Төлбөр түргэн гүйцэтгэх чадвар (Liquidity), энэ 2 зорилгыг хангасан нөхцөлд 3.Нөөцийн өгөөж (Return) гэсэн бодлогын эрэмбэ дараалал, хандлагыг үргэлжлүүлэн баримтлах нь зохистой.
6. ГВАН-ийн адекват (зохистой, дүйцэх) байдлын харьцангуй үзүүлэлтүүдийн дүн шинжилгээг 2006-2021 оны байдлаар хийсэн бөгөөд 16 жилийн дунджаар ГВАН/ДНБ харьцаа 20.53%, голч нь 19.7%, ГВАН/Нийт мөнгө харьцаа 40.1% (45.1%), ГВАН/Гадаад валютын депозит харьцаа 236.52% (248.2%), ГВАН/Засгийн газрын гадаад өр харьцаа 56.09% (48.4%) байгаа нь валютын нөөц харьцангуй багатай, валютын орох урсгал нь цөөн төрлийн түүхий эдийн орчлоос хамаардаг, гарах урсгал нь гадаад өрийн үйлчилгээний улам бүр хамааралтай болж буй жижиг эдийн засагтай улсын хувьд олон улсын практик болон “эрхий хурууны дүрмээр” үзэхэд эдгээр харьцаа хэт их гажилтгүй байгаа ч тогтвортой (sustainable) байдал нь хангагдаж чадаагүй байна.
7. 16 жилийн турш эдгээр харьцааны тогтвортой байдлыг мөшгин үзэхэд ГВАН/ДНБ харьцаа 2014-2017 онд ялангуяа 2016 онд онцгой анхаарал зохих түвшинд, ГВАН/М2 харьцааны хувьд түвшин нь доошилж доод хязгаар орчимд, ГВАН/ЗГ-ын өр харьцаа 2016-2017 онд эрс доошилсон байна. Түүнчлэн валютын зах дээр нийт интервенц/ГВАН харьцаа 2014-2016 онд ихээхэн гажуу, хэвийн бус гэж үзэхээр байдалтай байжээ.
8. Дээрх харьцаанууд түүхэн хөдөлгөөн дээр суурилан Монголбанкны холбогдох газрын дотоод хэрэгцээнд зориулан босго утгуудыг нь санал болгосон бөгөөд ОУВС-ийн RAM аргачлалтай зэрэгцүүлж ашиглах боломжтой юм. Үүнд:
- а. ГВАН/ДНБ-ий босго утга нь 20%; буюу дотоодын нийт эрэлтийн 70%-ийг хангах түвшинд

б. ГВАН/М2 харьцааны хувьд босоо утга нь 40%, учир нь М2 мөнгөний өсөлтийг гадаад цэвэр актив, дотоод зээлийн өсөлтөөр голчлон бүрдүүлдэг эдийн засгийн хувьд олон улсын жишиг түвшнээс 2 дахин их байх нь зохистой.

в. ГВАН/Валютын депозит харьцааны хувьд 200%-ийн босго байх буюу валютын депозитыг их хэмжээгээр татан авах нөхцөл үүслээ гэхэд түүнийг хоёр дахин нөхөх чадвартай түвшинд тогтоох

г. ГВАН/ ЗГ-ын гадаад өр харьцааны хувьд 50%-ийн босго утга байх нь гадаад өрийн дарамт өндөртэй, өрийн тогтвортой байдал хангагдаагүй улсын хувьд ГВАН-ийг ядаж 50%-ийн түвшинд байлгах шаардлагатай.

9. Монгол Улсын хувьд нэг талаас "хөвөлтийн айдас", нөгөө талаас "валютын нөөц шавхагдах айдас" гэсэн эдийн засаг, санхүү болон нийгэм- сэтгэл зүйн 2 сонголт байсаар ирсэн улсын хувьд "алтан дундаж"-ийг олох нь хамгийн чухал бөгөөд ийм улсын хувьд ГВАН-ийн хувьд үйл явцын болон үр дүнгийн үзүүлэлтүүдийн туйлын болон харьцангуй түвшнийг хоорондын харилцаа хамаарлыг нь харгалзан бодлогын бенчмарк болгох, валютын захын интервенцийн бодлогоо "leaving against the wind" буюу "салхинд туугдахгүй байх" бодлогын хандлага, Монгол сэтгэлгээгээр тайлбарлавал адуучин хүн хүчтэй шуурганд адуугаа салхинд туугдаад алдчихдаггүй бас хүчтэй шуурганы эсрэг туугаад байдаггүй харин салхи багатай тогтуун газар тогтоодог шиг байдлаар интервенцийн бодлогоо тодорхойлон хэрэгжүүлэх нь чухал юм.

Хүснэгт 1. ГВАН-ийн дескриптив статистик (2006-2021 он), сая ам.доллар

Он	Дундаж (1)	Голч (2)	Q_1 (3)	Q_2 (4)	Q_3 (5)	IQR (6)	SD (7)	CV (8)	MR (9)	M cap (10)	(1)-ийн өөрчлөлт +,-, %	ам.доллар /төгрөг ханш		+,-, %
												mean	голч	
2006	482.53	446.4	380.95	446.4	575.15	194.2	132.82	0.275	522	4	-	1179.7	1170.93	-2.1/-2.9
2007	978.73	1002.3	902.2	1002.3	1069.4	167.2	96.4	0.098	941.9	5.7	102.8	1170.97	1165.28	-0.7/-0.5
2008	912.53	976.95	818.4	976.95	1022.65	204.25	150.83	0.185	838.6	3.4	-6.8	1165.8	1161.24	-0.4/-0.3
2009	865.96	800.95	591.45	800.95	1162.7	571.25	308.56	0.356	924.4	4.9	-5.1	1437.24	1433.11	23.3/23.4
2010	1571.52	1448.55	1344.65	1448.55	1753.3	408.65	305.49	0.194	1779.45	5.9	81.5	1347.17	1360.3	-6.3/-5.1
2011	2478.32	2469	2336.3	2469	2611.4	275.1	132.37	0.053	2491.75	4.5	57.7	1265.52	1254.91	-6.1/-7.7
2012	2865.68	2837.75	2675.95	2837.75	2906.4	230.45	434.96	0.152	3253.35	5.1	15.6	1359.31	1354.13	7.4/7.9
2013	3105.02	3060.1	2534.4	3060.1	3654.45	1120.05	654.48	0.211	3164.46	5.9	8.4	1523.93	1456.17	12.1/7.5
2014	1665.12	1573.6	1356.4	1573.6	1882.5	526.1	368.62	0.221	1881.9	3.8	-46.4	1817.94	1830.2	19.3/25.7
2015	1466.28	1409.8	1325.85	1409.8	1638.3	312.45	167.15	0.1114	1498	4.6	-11.9	1970.31	1982.25	8.4/8.3
2016	1184.77	1270.3	1117.15	1270.3	1300.25	183.1	267.29	0.226	993	4.2	-19.2	2145.53	2039.13	8.9/2.9
2017	1553.42	1341.1	1173.95	1341.1	1660.7	486.75	574.3	0.37	2027.85	4.3	31.1	2439.78	2446.2	13.7/20
2018	3093.8	2981.65	2923.45	2981.65	3334.95	411.5	356.98	0.084	3176.7	6.3	99.2	2472.48	2447.56	1.3/0.1
2019	3844.02	3732.5	3732.5	3642.6	4024.65	382.05	240.94	0.063	3983.7	7.5	24.2	2663.54	2658	7.7/8.6
2020	3877.3	3783.6	3783	3636.35	4227.9	591.55	391.87	0.101	3868.5	8.8	0.9	2813.29	2826.33	5.6/6.3
2021*	4594.32	4576.7	4576.7	4826.85	4826.85	426.15	243.91	0.053	4536.25	9.8	18.5	2848.1	2849.34	1.2/0.8

Эх сурвалж: Монголбанк, Зохиогчийн тооцоо

Хүснэгт 2. Валютын зах зээлийн таксоном бүтэц (улирлаар, 2012-2021 он)

Хугацаа	Интервенцийн тоо/эзлэх хувь	Банкуудын валютын		Төв банкны валютын		Цэвэр эрэлт (2-3)	Цэвэр нийлүүлэлт (4-5)	Ханаагүй эрэлт (7/6), %	1 өдөрт ногдох цэвэр нийлүүлэлт (7/1)	ам.доллар/төгрөг ханш	ГВАН (сая)
		эрэлт	нийлүүлэлт	нийлүүлэлт	эрэлт						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2012 I	12\19.4%	477.10	167.20	240.30	28.00	309.90	212.30	68.51	17.70	1356.64	2904.60
2012 II	12\19.0%	562.70	173.10	266.50	130.60	389.60	135.90	34.88	11.30	1319.72	2908.20
2012 III	12\19.4%	748.20	36.00	321.80	-	712.20	321.80	45.18	26.80	1367.70	2903.80
2012 IV	19\29.7%	788.30	251.50	189.00	219.10	536.80	-30.10	-5.61	-1.60	1393.16	4125.80
жил	55\17.2%	2576.30	627.80	1017.60	377.70	1948.50	639.90	32.84	11.60	1359.31	2866.68
2013 I	7\11.5%	795.90	89.30	171.20	16.00	706.60	155.20	21.96	22.20	1397.02	3796.00
2013 II	21\32.8%	1254.50	82.10	466.40	8.00	1172.40	458.40	39.10	21.80	1431.15	3107.50
2013 III	19\29.7%	2005.40	70.60	441.80	15.00	1934.80	426.80	22.10	22.50	1568.98	2679.60
2013 IV	11\16.9%	1160.80	122.50	192.40	10.50	1038.30	181.90	17.62	16.50	1698.56	2248.00
жил	58\22.7%	5216.60	364.50	1271.80	49.50	4852.10	1222.30	25.19	21.10	1523.93	3105.12
2014 I	18\29.0%	995.90	43.90	361.00	9.00	952.00	352.00	36.97	19.60	1746.25	1943.30
2014 II	24\36.9%	915.80	4.40	375.10	-	911.40	375.10	41.16	15.60	1807.28	1317.50
2014 III	18\28.6%	990.30	29.80	326.80	-	960.50	326.80	34.02	18.20	1847.33	1542.70
2014 IV	16\24.6%	886.30	9.20	206.50	-	877.10	206.50	23.54	12.90	1870.90	1649.90
жил	76\29.8%	3788.30	87.30	1269.40	9.00	3701.00	1260.40	34.06	16.70	1817.94	1665.12
2015 I	17\27.9%	691.00	8.00	233.60	-	683.00	233.60	34.20	13.70	1960.22	1323.90
2015 II	10\15.6%	384.10	90.40	95.60	53.00	293.70	95.60	32.55	9.60	1939.47	1685.60
2015 III	24\38.1%	651.80	2.80	385.70	-	649.00	385.70	59.43	16.10	1987.52	1412.70
2015 IV	17\26.6%	359.10	7.50	134.00	-	351.60	134.00	38.11	7.90	1994.03	1323.10
жил	68\27.1%	2086.00	108.70	848.90	53.00	1977.30	795.90	40.25	11.70	1970.31	1466.28
2016 I	22\36.7%	922.90	13.00	382.80	-	909.90	382.80	42.07	17.40	2024.60	1265.30
2016 II	2\3.2%	362.60	206.30	44.00	-	156.30	44.00	28.15	22.00	1994.29	1296.60
2016 III	11\18.0%	740.70	81.30	228.70	61.80	659.40	166.90	25.31	15.20	2154.98	1092.40
2016 IV	16\25.0%	928.60	44.20	401.00	43.20	884.40	357.80	40.46	22.40	2408.23	1296.30
жил	51\20.7%	2954.80	344.80	1056.50	105.00	2610.00	951.50	36.46	18.70	2145.53	1184.77
2017 I	15\24.6%	287.00	268.20	127.70	117.00	18.80	10.70	56.90	0.71	2475.41	1109.20
2017 II	17\27.0%	268.00	1072.90	179.10	364.90	-804.90	-185.80	23.10	-10.90	2400.95	1319.40
2017 III	14\23.3%	829.50	199.20	280.10	69.50	630.30	210.60	33.40	15.00	2435.74	1627.00
2017 IV	5\7.8%	220.90	367.80	67.30	24.50	-146.90	42.80	-	8.60	2447.00	3008.10
жил	51\20.7%	1605.40	1908.10	654.20	575.90	-302.70	78.30	-	1.50	2439.78	1553.42
2018 I	9\14.5%	377.10	235.30	85.90	128.30	141.80	-42.40	-29.90	-4.70	2408.00	2983.10
2018 II	4\6.3%	1017.20	86.50	171.00	10.00	930.70	161.00	17.30	40.20	2410.71	2984.40
2018 III	13\21.0%	1087.10	29.60	382.10	-	1057.50	382.10	36.13	29.40	2476.75	2894.00
2018 IV	23\35.9%	2252.10	1.50	516.40	1.50	2250.60	514.90	22.90	22.40	2594.46	3549.10
жил	49\19.4%	4733.50	352.90	1155.40	139.80	4380.60	1015.60	23.20	20.70	2472.48	3093.80
2019 I	20\33.9%	1957.70	36.00	419.20	-	1921.70	419.20	21.80	21.00	2638.52	3660.40
2019 II	23\35.4%	1117.80	4.70	517.70	-	1113.10	517.70	46.50	22.50	2644.85	4101.40
2019 III	33\34.9%	1047.30	-	349.00	-	1047.30	349.00	33.30	13.40	2667.26	3985.60
2019 IV	26\40.6%	2025.30	2.30	702.80	-	2023.00	702.80	34.70	27.00	2703.54	4348.60
жил	91\36.2%	6148.10	43.00	1988.70	-	6105.10	1988.70	32.60	21.90	2663.54	3844.02

2020 I	24\39.3%	978.10	-	600.80	-	978.10	600.80	61.40	25.00	2756.64	4094.20
2020 II	25\40.3%	1572.20	-	382.4	-	1572.20	382.40	24.30	15.30	2798.89	3555.90
2020 III	29\46.0%	1333.70	-	445.00	-	1333.70	445.00	33.40	15.30	2846.56	3697.80
2020 IV	16\25.4%	278.80	5.00	202.00	5.00	273.80	197.00	71.90	12.30	2851.06	4534.20
жил	94\37.8%	4162.80	5.00	1630.20	5.00	4157.80	1625.20	39.10	17.30	2813.29	3877.30
2020 I	19\30.6%	370.30	33.00	341.30	18.00	337.30	323.30	95.80	17.00	2849.74	4774.60
2020 II	26\44.1%	900.70	2.50	900.70	-	898.20	900.70	100.30	34.60	2849.53	4731.80
2020 III	25\40.3%	1280.20	-	1280.20	-	1280.20	1280.20	100.00	51.20	2845.81	4180.90

Эх сурвалж: Монголбанк, зохиогчийн тооцоо

Хүснэгт 2.1. Валютын зах зээлийн таксоном бүтцийн дескриптив статистик

	Банкуудын валютын		Төв банкны валютын		Банкуудын цэвэр эрэлт	Төв банкны цэвэр нийлүүлэлт	Ханаагүй эрэлт	1 өдөрт ногдох цэвэр нийлүүлэлт	ам.доллар /төгрөгийн ханш	ГВАН (сая \$)
	эрэлт	нийлүүлэлт	нийлүүлэлт	эрэлт						
А	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2012I/2014IV (12 улирал)										
Дундаж	965.1	89.97	296.67	54.52	875.13	260.27	31.61	16.96	1567.06	2593.96
Голч	901.05	76.35	294.15	15.5	894.25	267.35	34.45	17.95	1500.06	2791.7
MR	1241.25	127.95	318.8	113.55	1122.35	214.2	31.45	12.6	1595.31	2721.65
SD	395.6	75.66	100.96	78.19	423.95	141.05	18.02	7.28	213.37	880.29
Q_1	768.25	32.9	199.45	9.75	621.7	168.55	22.03	14.25	1380.43	1796.6
Q_2	901.05	76.35	294.15	15.5	894.25	267.35	34.45	17.95	1500.06	2791.7
Q_3	1078.35	144.85	368.05	79.3	999.4	363.55	40.13	22		3007.85
IQR	310.1	111.95	168.6	69.55	377.7	195	18.1	7.75	396.33	1211.25
Outlier	2005.4	-	-	219.1	1934.8	-		-1.6	-	-
CV	0.4099	0.8409	0.8409	1.434	0.4844	0.5419	0.571	0.4291	0.1362	0.3394
2015I/2017IV (12 улирал)										
Дундаж	553.82	196.8	213.3	104.84	357.05		38.52	11.48	2185.2	1479.97
Голч	517.8	85.85	203.9	61.8	490.95	150.45	94.2	14.35	2089.79	1321.25
MR	574.75	537.85	222.5	194.7	52.5	99.95	46.26	5.75	2207.44	2050.25
SD	266.79	300.43	127	118.19	495.81	170.95	13.82	9.34	225.95	511.64
Q_1	323.05	10.5	111.65	43.2	87.65	43.4	28.15	8.25	1990.72	1280.8
Q_2	517.8	85.85	203.9	61.8	490.95	150.45	34.2	14.35	2089.79	1321.25
Q_3	785.1	237.25	331.45	117	671.2	295.7	42.07	16.75	2421.98	1519.85
IQR	462.05	226.75	219.8	73.8	583.65	252.3	13.92	8.5	431.21	239.05
Outlier	-	1072.9	-	364.9	-804.9	-	69.43	-10.9	-	3008.1
CV	0.4817	1.5266	0.5954	1.1274	1.3886	1.0919	0.3586	0.8136	0.1034	0.3457
2018I/2020IV (12 улирал)										
Дундаж	1253.7	50.11	397.9	36.2	1220.3	385.79	31.5	19.92	2649.77	3693.06
Голч	1102.45	17.3	400.8	7.5	1085.3	400.8	33.3	21.7	2656.05	3679.1
MR	1265.45	118.4	394.3	64.9	1196.2	330.2	21	17.75	2629.53	3714.1
SD	613.13	80.16	179.72	61.5	646.95	203.67	25.3	11.04	155.17	542.34
Q_1	997.65	3.5	275.5	3.25	954.4	273	22.35	14.35	2535.6	3266.75
Q_2	1102.45	17.3	400.8	7.5	1085.3	400.8	33.3	21.7	2656.05	3679.1
Q_3	1764.95	61.25	517.05	69.15	1746.95	516.3	43.45	26	2777.76	4097.8
IQR	767.3	57.75	241.55	65.9	792.55	243.3	21.1	11.65	242.16	831.05
Outlier	-	235.3	-	-	-	-	-29.9	-4.7	-	-
CV	0.4891	1.5997	0.4517	1.6989	0.5302	0.5279	0.8031	0.554	0.0586	0.1466

Эх сурвалж: Монголбанк, зохиогчийн тооцоо

Хүснэгт 3. ГВАН-ийн гол харьцаануудын түүхэн хандлага (2006-2021 он)

Он	ГВАН сая төг (1)	M ₂ (2)	Валютын депозит сая төг (3)	ам.доллар/ төгрөгийн хайлт (4)	1:ДНБ %	1:2 %	1:3 %	1:гадаад өр, %	ГВАН %	NEER/REER өөрчлөлт +,- ,%
2006/12	569.24	1536.60	302.90	-2.10	14.0(13.3)	37.0	187.93	34.60	-	0.5/1.5
2007/12	1146.06	2401.26	375.99	-0.74	22.7(23.0)	47.7	304.81	64.00	-	-4.2/-1.4
2008/12	1063.83	2267.50	437.60	-0.44	16.0(16.6)	46.9	243.11	57.00	-	-4.2/14
2009/12	1244.59	2879.43	621.53	23.30	17.7(17.7)	43.2	200.25	46.10	-	-13.9/-10.6
2010/12	2117.10	4678.68	754.48	-6.30	21.7(19.7)	45.2	280.60	83.50	-	4.1/10.6
2011/12	3136.36	6411.18	977.34	-6.10	23.8(19.5)	48.9	320.91	121.30	-	2.2/6.3
2012/12	3895.35	7611.18	1433.41	7.40	17.2(14.0)	51.2	271.75	79.60	50.6/29.9	-5.5/5.1
2013/12	4731.99	9452.55	1474.54	12.10	23.4(20.1)	50.1	320.91	87.80	70.7/31.8	-10.2/-4.3
2014/12	3027.09	10634.33	1968.64	19.30	13.6(13.0)	28.5	153.77	47.60	131.0/92.6	-12.7/-4.6
2015/12	2889.03	10048.10	1947.83	8.40	12.6(12.5)	28.8	148.32	39.00	103.8/53.2	4.0/6.7
2016/12	2541.96	12158.53	2789.71	8.90	10.6(10.7)	20.9	91.12	24.30	159.8/136.4	-3.1/-5.5
2017/12	3790.00	15861.20	2531.88	13.70	13.5(13.9)	23.9	149.69	21.20	43.2/-67.4	-13.4/-10.9
2018/12	7649.36	19474.70	3019.51	1.30	23.5(21.3)	39.3	253.33	43.10	47.6/13.7	-2.2/2.5
2019/12	10238.70	20833.64	3483.71	7.70	27.1(25.5)	49.1	293.90	49.20	75.5/13.9	-3.6/2.1
2020/12	10907.97	24220.05	4641.71	5.60	28.8(29.5)	45.0	235.00	44.80	67.1/3.8	-4.1/-3.3
2021/12	13085.08	26811.45	3977.69	1.20	42.3(40.1)	48.8	328.96	54.40	54.5/11.0	-3.5/-0.3
Дундаж	4502.11	11080.02	1921.15		20.53	40.91	236.52	56.09		
Голч	3081.73	9750.33	1711.19		19.70	45.14	248.22	48.40		
MR	6827.16	14171.02	2472.30		26.45	36.05	210.05	71.25		
IQR	4609.83	13888.89	2216.60		9.85	15.95	128.50	30.75		
SD	3862.48	8164.11	1366.13		8.00	10.05	73.60	25.98		
CV	0.8579	0.7368	0.7110		0.3897	0.2457	0.3112	0.4632		

Эх сурвалж: Монголбанк, зохиогчийн тооцоо