

Долларжилт, валютын ханш, мөнгөний бодлого

Г.Гүнбилэг

МУИС -ийн Санхүүгийн тэнхим

gunbilegg@num.edu.mn

2024 оны 4 -р сарын 17

Агуулга

- 1 Удиртгал
- 2 Онолын үндэслэл
- 3 Эмпирик загвар
- 4 Эмпирик үр дүн
- 5 Үр дүнгийн баталгаажуулалт
- 6 Дүгнэлт, санал зөвлөмж

Сэдвийг судлах болсон шалтгаан

- Монгол улсын үндэсний мөнгөн тэмдэгт төгрөгийн тогтвортой байдлыг хангахад Монголбанкны үндсэн зорилго оршдог.
- Монголбанкнаас 2007 оноос хойш инфляцийг онилох мөнгөний бодлогыг хэрэгжүүлж, бодлогын үндсэн хэрэгсэлээр бодлогын хүүг ашиглах болсон ([Taguchi & Khishigjargal, 2018](#)).
- Гэвч төгрөгийн тогтвортой байдал гэдэгт инфляцийг нам тогтвортой түвшинд барихаас гадна валютын ханшийн тогтвортой байдлыг ханган ажиллах шаардлага бий болов. Учир нь:
 - ① Валютын ханшийн инфляцид үзүүлэх нөлөө ([de Mendonca & Tiberto, 2017](#); [Ha et al., 2020](#); [Flaccadoro, 2024](#); [Ben Cheikh & Ben Zaied, 2020](#); [Л.Дөлгөөн & Н.Амар, 2014](#); [Doojav et al., 2024](#))
 - ② Гадаад валютаар илэрхийлэгдсэн харьцангуй их гадаад өр ([Ganbayar, 2021](#); [Calvo & Reinhart, 2002](#); [Céspedes et al., 2004](#); [Doojav et al., 2024](#))

Сэдвийг судлах болсон үндэслэл: Зорилго 1

- Монголбанкны хувьд албан ёсоор (de jure) инфляцийг онилох мөнгөний бодлогыг хэрэгжүүлж, валютын уян хатан ханшийн бодлого баримтлахаа зарласан ч бодит (de facto) нөхцөл дээр 2022 оны байдлаар Олон Улсын Валютын Сан (ОУВС)-гаас мэдээллэж буйгаар тогворжуулалттай (stabilized) ханшийн дэглэмд ангилагдсан байна (IMF, 2023).
- Монголбанкны хувьд бодит нөхцөлд уян хатан валютын ханшийн дэглэмийг мөрдөхөөс 2017 оны 9 -р сараас эхлэн татгалзаж мөлхөгч (crawl-like) дэглэмд шилсэн бөгөөд 2018 оны 4 -р сараас мөлхөгч дэглэмээс бусад удирдлагатай (other managed) дэглэмд ангилагдах болсон (IMF, 2020).
- Ханшийн богино хугацааны хэлбэлзэлд олон нийтийн үйл хөдлөл (долларжилт) нөлөөтэй эсэхийг шинжлэх нь тогтворжуулалттай ханшийн дэглэмийг үр ашигтай хэрэгжүүлэхэд ач холбогдолтой.

Сэдвийг судлах болсон үндэслэл: Зорилго 2

- Ханшийн богино хугацааны хэлбэлзлийг бууруулахад валютын дуудлага худалдааг банк хоорондын захад зохион байгуулах замаар гадаад валютын захад Монголбанк оролцдог (Pontines et al., 2021).
- Гэвч долларжилт явагдаж байгаа үед гадаад валютын зах зээлд интервенц их хэмжээтэй хийвэл эх үүсвэрийн долларжилтыг улам нэмэгдүүлж, цаашлаад зээлийн долларжилт явагдах (Д.Энхзаяа, 2011), улмаар санхүүгийн бус долларжилт бий болох, бие даасан мөнгөний бодлого явуулах боломжгүй болох (Taguchi, 2011; Taguchi et al., 2011), үндэсний мөнгөн тэмдэгтийн тогтвортой байдал алдагдах эрсдэлтэй.
- Тиймээс валютын ханшийн богино хугацааны хэлбэлзэлийг бууруулахад Мөнгөний бодлогын үндсэн хэрэгсэлийг ашиглах нь үр ашигтай эсэхийг шинжлэх хэрэгцээ байна.

Судалгааны ажлын таамаглал

- 1 Монгол улсын нөхцөлд валютын ханшийн богино хугацааны өөрчлөлтөд эх үүсвэрийн долларжилт нөлөөтэй.
- 2 Монголбанкны бодлогын хүүний өөрчлөлт нь валютын ханшийн богино хугацааны өөрчлөлтөнд нөлөөтэй.

Орчин цагийн Монгол мөнгөний түүх

- Монгол улсын хувьд одоогоос 2300 жилийн өмнө зоосон мөнгө цутгаж арилжаа, наймаанд хэрэглэж байсан бол 13 -р зууны үед цаасан мөнгийг гүйлгээнд гаргаж байв
- Орчин цагийн Монгол мөнгийг 1921 оны ардын хувьсгалын ялалтын дараах жилүүдэд тусгаар тогносон улс байгуулахад зайлшгүй шаардлагатай шинэчлэлийн хүрээнд гаргасан
- 1921 оноос ланг, 1925 оноос төгрөгийг үндэсний мөнгөний нэгжээр ашиглахаар шийдвэрлэж байв.
- Төгрөгийн байр суурийг бэхжүүлэх хүрээнд гадаадын мөнгөн дэвсгэртийг хураан авах үйл ажиллагааг зохион байгуулснаар 1927 оноос бүх төрлийн мөнгөн гүйлгээг төгрөгөөр хийж, бие даасан санхүү, мөнгөний бодлого явуулах нөхцөл бүрджээ

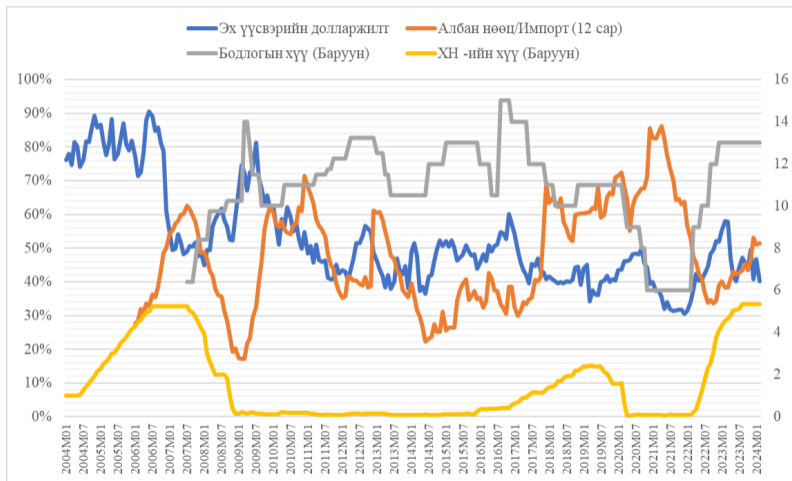
Долларжилт

- Долларжилт гэж үндэсний мөнгөн тэмдэгт хадгаламжийн, өртгийн хэмжүүрийн, төлбөр тооцооны үүргүүдийг бүхэлд нь эсвэл эдгээрээс аль нэгийн гүйцэтгэж чадахгүй болж, өөр орны мөнгөн тэмдэгтээр дээрх үүргүүдийг орлуулах үзэгдлийг хэлдэг.
- Зөвхөн Америкийн Нэгдсэн Улс (АНУ) -ын доллар төдийгүй бусад орны валютыг мөнгөний үүргүүдийг гүйцэтгүүлэхээр авч ашиглахыг долларжилт гэсэн агуулгад хамруулна
- Гадаад орны валютыг хууль ёсны мөнгөн тэмдэгт хэмээн хүлээн зөвшөөрөх замаар *албан ёсны долларжилтыг* хэрэгжүүлдэг.
- Харин үндэсний мөнгөн тэмдэгтийн ханшийн сулралаас *албан бус долларжилт* бий болдог.
- Санхүүгийн ба бодит долларжилт гэсэн төрлүүдтэй.

Санхүүгийн долларжилт

- Санхүүгийн долларжилт буюу банкны системийн актив, пассивт гадаад валютаар илэрхийлэгдсэн үзүүлэлтүүдийн хувь хэмжээ нэмэгдэх нь хамгийн түгээмэл тохиолддог долларжилтын төрөл юм.
- Санхүүгийн долларжилтын түвшинг нийт харилцах, хадгаламжид (зээлд) гадаад валютын харилцах, хадгаламжийн (зээлийн) эзлэх хувиар эсвэл энэхүү хэмжигдэхүүнтэй ойролцоо агуулга бүхий үзүүлэлтээр илэрхийлдэг (M. A. Ize & Yeyati, 1998; A. Ize & Yeyati, 2003; Б.Лхагважав, 2002; Д.Энхзаяа, 2011)
- Эх үүсвэрийн долларжилт нь зээлийн долларжилт бий болоход нөлөөгч ач холбогдол бүхий хүчин зүйл (Neanidis & Savva, 2009; Д.Энхзаяа, 2011).
- Энэхүү судалгааны ажилд эх үүсвэрийн долларжилтыг шинжлэх болно.

Долларжилт, валютын ханш, мөнгөний бодлого



Эх үүсвэр: Монголбанк, YCX, FRED. Судлаачийн тооцоолол.

- Долларжилт буурсан ч хэлбэлзэлтэй
- Долларжилтын өсөлттэй ханшийн сулрал давхацдаг бөгөөд ханш буцаж чангардаггүй.
- Албан нөөцийн бууралт, долларжилт, хүүний өсөлт давхцах
- Бие даасан мөнгөний бодлого явуулдаг
- 2009, 2017 онуудад ОУВС -аас зээл авсан

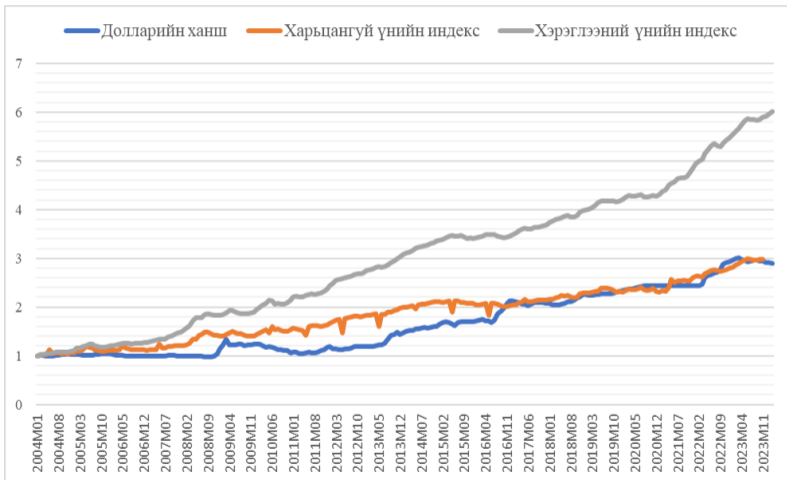
Валютын ханш урт хугацаанд

Огноо	2004	2024
Худалдааны түншүүдийн дундаж ХҮИ	100	300
Монгол улсын ХҮИ	100	600
Доллар-төгрөгийн ханш	1171	?

Эх үүсвэр: Монголбанк, ҮСХ, Судлаачийн тооцоолол.

Хятад, Орос, Япон, Солонгос, Америк, Англи, Швейцарь, Герман (>85%)

Дүрслэл



Эх үүсвэр: Монголбанк, ҮСХ. Судлаачийн тооцоолол.

- 2005-2017 онуудад ханш байх ёстойгоосо чанга үнэлэгдсэн
- Худалдааны түншүүдийн ХҮИ өссөн нэрлэсэн ханш сулрах дарамтыг бууруулсан
- Хэд хэдэн удаа инфляци бага байхад хүүг өсгөсөн (2009, 2016)

2044 онд доллар-төгрөгийн ханш хэд байх вэ?

- Худалдааны түншүүд өөрчлөгдөхгүй
- Түншүүдийн үнийн түвшин (ҮТ) хэвээр үргэлжлэх
- Монгол улсын ҮТ өнгөрсөн 20 жилийнхтэй ойролцоо байна гэвэл

2044 онд доллар-төгрөгийн ханш хэд байх вэ?

- Худалдааны түншүүд өөрчлөгдөхгүй
- Түншүүдийн үнийн түвшин (ҮТ) хэвээр үргэлжлэх
- Монгол улсын ҮТ өнгөрсөн 20 жилийнхтэй ойролцоо байна гэвэл
- Доллар-төгрөгийн ханш **10500 орчим** байна
- Урт хугацаандаа инфляцийн нам, тогтвортой байдал нь ханшийн нам, тогтмвортой байдалтай нийцэх боломжтой.

Валютын ханш богино хугацаанд



Эх үүсвэр: Монголбанк, ҮСХ. Судлаачийн тооцоолол.

Валютын ханшийн богино хугацааны онол

- 1 Мөнгөний хандлага (monetary approach)
 - 1 Уян хатан үнийн загвар ([Frenkel, 1976](#); [Mussa, 1976](#)).
 - 2 Уян хатан бус үнийн загвар ([Dornbusch, 1976](#)).
- 2 Багцын балансын загвар (portfolio balance model) ([Kouri, 1976](#); [Branson et al., 1977](#)).
- 3 Синтез загвар (1.2+2) ([Frankel, 1984, 1993](#)).

Синтез загварын эмхэтгэсэн тэгшитгэл

$$\varepsilon = \frac{-\beta_0}{\theta\beta + 1} + \frac{1}{1 + 1/\theta\beta}(m - m^*) - \frac{\eta}{1 + 1/\theta\beta}(y - y^*) + \frac{\sigma + 1/\theta}{1 + 1/\theta\beta}(E\dot{p} - E\dot{p}^*) - \frac{1}{\theta + 1/\theta\beta}(r - r^*) + \frac{1}{1 + \theta\beta}(f - f^*) \quad (1)$$

- Харьцангуй мөнгөний нийлүүлэлт, харьцангуй гарцын түвшин, харьцангуй үнийн түвшиний өөрчлөлтүүд нь хүү болон активын өөрчлөлтөөс удаан байдаг.

Бүтцийн VAR загвар

$$Y = B(L)u_t \tag{2}$$

Энд $Y = \begin{bmatrix} rr^* \\ \Delta d^i \\ \Delta e \end{bmatrix} \quad i = 1, 2, 3.$

$$Y = B(L)Qv_t = C(L)v_t. \tag{3}$$

$$\begin{bmatrix} rr^* \\ \Delta d^i \\ \Delta e \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} q_{11} & 0 & 0 \\ q_{21} & q_{22} & q_{23} \\ q_{31} & q_{32} & q_{33} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} v_t^{rr^*} \\ v_t^d \\ v_t^e \end{bmatrix} \tag{4}$$

Урт хугацааны хязгаарлалт

$$\sum_{i=0}^{\infty} C_{23}^k = 0 \quad (5)$$

Энд C_{23}^i нь нэрлэсэн валютын ханшийн k үеийн өмнөх бүтцийн шокийн долларжилтын одоогийн утгад үзүүлэх нөлөө бөгөөд хуримтлагдсан нөлөө нь 0 байна (A. Ize & Yeyati, 2003).

Урт хугацааны хязгаарлалт тавихын тулд d^i хувьсагчид нэгж язгууртай бөгөөд түүний ялгавар Δd^i нь нэгж язгуургүй гэсэн нөхцөл хангагдах ёстой (Blanchard & Quah, 1989; Bjørnland, 2009).

Динамик загвар сонгох шалтгаан

- Банкуудын төгрөг ([Doojav & Kalirajan, 2016](#)), долларын хадгаламжийн хүүд үзүүлэх бодлогын хүү, Холбооны Нөөцийн хүү хоцролттой байгаа
- Олон нийт хугацаатай хадгаламжаа өөр валютын хадгаламжаар солиход хугацаа хэрэгтэй

Бодлогын хүүг 2007 оноос хойш нийт 48 удаа өөрчилсөнөөс, 32 удаад нь сарын сүүлээр өөрчилсөн.

Динамик загвар сонгох үндэслэл

Бодлогын хүүний төгрөгийн хадгаламжийн хүүд үзүүлэх нөлөө:

Хувьсагч	ХБКА	РХБКА
DLOG-TIME(-1)	-0.2862***	-0.3525***
DLOG-FED	-0.0183	-0.0218
DLOG-FED(-1)	0.0016	-0.0009
DLOG-PRATE	0.0188	0.0371
DLOG-PRATE(-1)	0.4885***	0.4245***
RES-LOG-SPRD	0.0067	-0.0122
Тогтмол	-0.0062	0.0010

Эх үүсвэр: Судлаачийн тооцоолол.

Шинээр татсан төгрөгийн хугацаатай хадгаламжийн хүүний лог өөрчлөлтийг түүний хоцролт, ХНХ, МББХ-ний тухайн хугацааны болон хоцроосон утгууд, ЗБН-ийн хувийн лог зөрүү гэсэн хувьсагчдаас хамааруулан үнэлсэн.

Түүвэр 2017m09-2024m02.

Динамик загвар сонгох шалтгаан

Холбооны нөөцийн хүүний валютын хадгаламжийн хүүд үзүүлэх нөлөө:

Хувьсагч	ХБКА	РХБКА
DLOG-TIME(-1)	-0.4600***	-0.4629***
DLOG-FED	-0.0927	-0.0967
DLOG-FED(-1)	0.1897***	0.1676***
DLOG-PRATE	0.0140	0.0409
DLOG-PRATE(-1)	-0.6678*	-0.6703**
RES-LOG-SPRD	0.0156	-0.0052
Тогтмол	-0.0167	-0.0242

Эх үүсвэр: Судлаачийн тооцоолол.

Шинээр татсан долларын хугацаатай хадгаламжийн хүүний лог өөрчлөлтийг түүний хоцролт, ХНХ, МББХ-ний тухайн хугацааны болон хоцроосон утгууд, ЗБН-ийн хувийн лог зөрүү гэсэн хувьсагчдаас хамааруулан үнэлсэн.

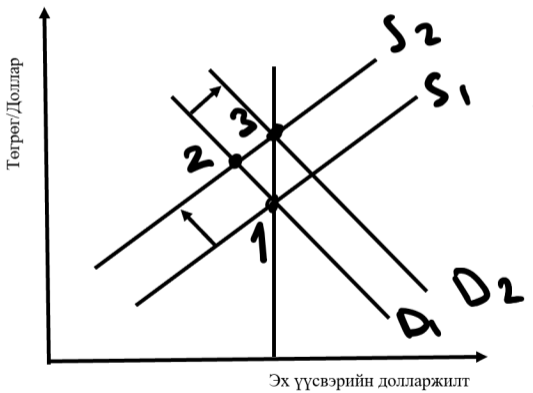
Түүвэр 2017m09-2024m02.

Загварын нөхцөл

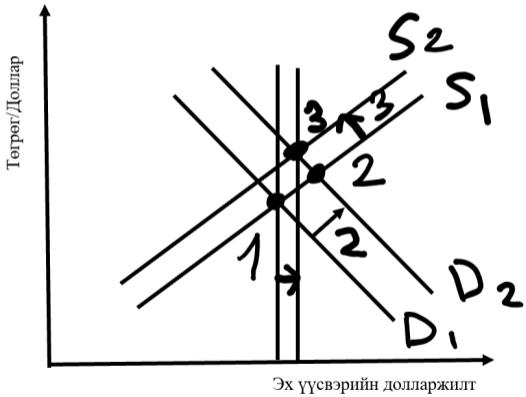
- Арилжааны банкаар дамжуулж олон нийт гадаад, дотоод активыг эзэмшинэ
- Арилжааны банк өөрт ашигтай шийдвэрийг зохицуулалтын хүрээнд гаргах боломжтой
- Арилжааны банкууд албан нөөцийн талаар бүрэн мэдээлэлтэй
- Банкууд өрсөлдөөнтэй ажиллана
- Арилжааны банкны валютын үндсэн эх үүсвэр нь Төв банкны дуудлага худалдаа

Долларжилтын ба ханшийн шок

Ханшийн шок

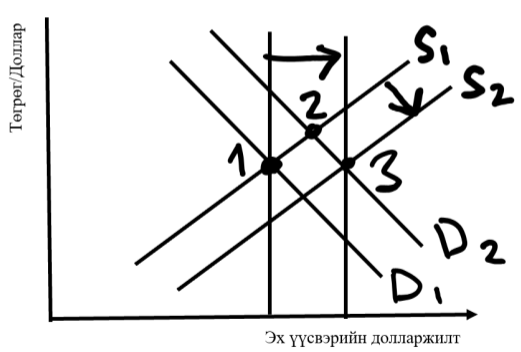


Долларжилтын шок интервенцигүй үед

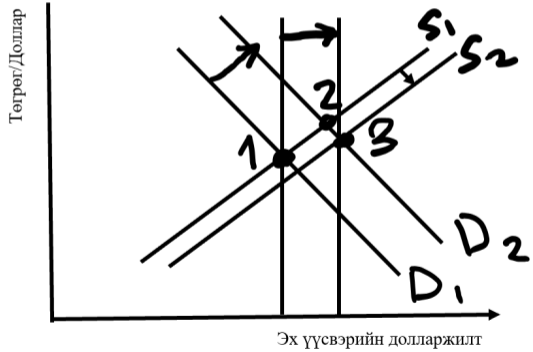


Долларжилтын шок интервенцитэй үед

Долларжилтын шок интервенцитэй үед
(Албан нөөц хүрэлцээтэй)



Долларжилтын шок интервенцитэй үед
(Албан нөөц хүрэлцээгүй)



Тоон мэдээллийн нэгж язгуурын тест (p-value)

Хувьсагчид	Түвшин дээрээ		Ялгавар авсан	
	ADF	PP	ADF	PP
Хүүний зөрүү (rr^*)	0.014	0.013	0.000	0.000
Долларжилт (харилцах; d^1)	0.108	0.0756	0.000	0.000
Долларжилт (хадгаламж; d^2)	0.068	0.116	0.000	0.000
Долларжилт (нийт; d^3)	0.116	0.129	0.000	0.000
Долларын ханш (e)	0.967	0.980	0.000	0.000

Эх үүсвэр: Судлаачийн тооцоолол. Валютын болон төгрөгийн харилцах, хадгаламжийн лог зөрүүгээр долларжилтыг хэмжсэн.

$$\log(USD/MNT) = \log(USD) - \log(MNT)$$

Бүтцийн VAR загвар байгуулах нотолгоо

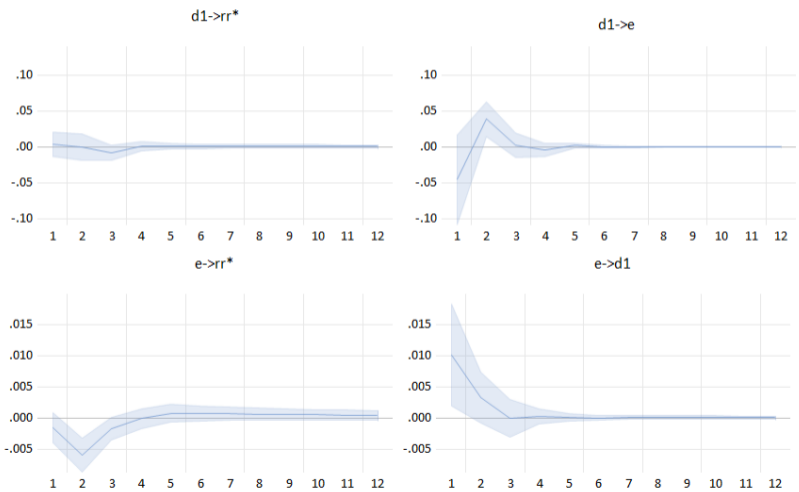
Хялбаршуулсан VAR -ын үлдэгдэлийн корреляци

-	rr^*	Δd	Δe
rr^*	1.00	-	-
Δd	-0.40 (0.00)	1.00	-
Δe	-0.09 (0.21)	0.34 (0.00)	1.00

Эх үүсвэр: Судлаачийн тооцоолол

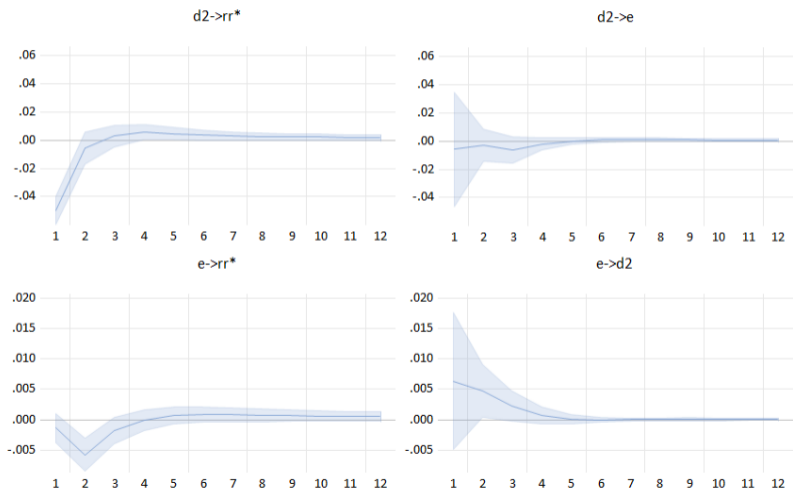
Тайлбар: p-value -ийг хаалтанд оруулав.

Харилцахын долларжилт (ХарД)



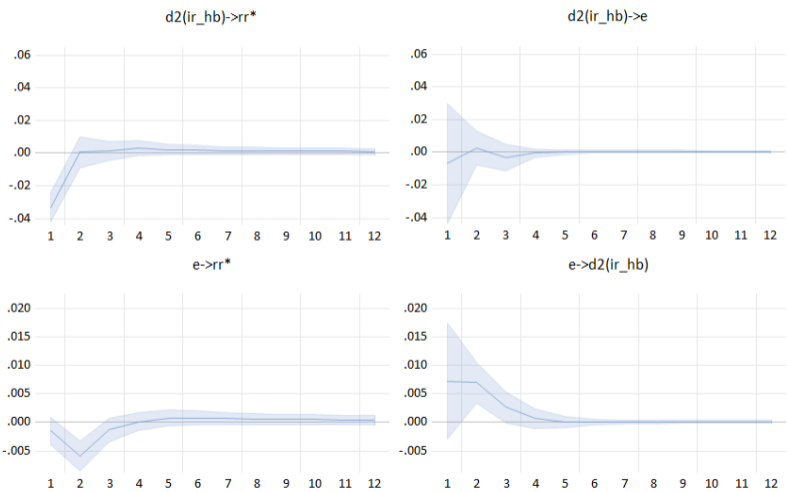
1. Хүүний зөрүүгийн шок ХарД -д нөлөөгүй ч валютын ханшид нөлөөтэй
2. Ханшийн шок нь 1 сарын дараа ХарД -ыг нэмэгдүүлдэг
3. ХарД -ын шок нь тухайн үедээ төгрөгийн ханшийг сулруулдаг

Хадгаламжийн долларжилт (ХадД)



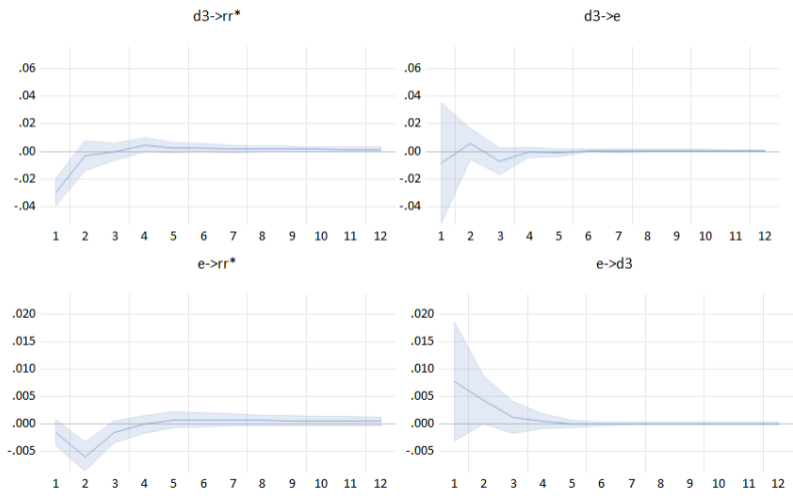
1. Хүүний зөрүүгийн шок ХадД -ыг тухайн хугацаандаа бууруулж, төгрөгийн ханшийг 1 сарын дараа чангаруулна.
2. Ханшийн шок нь ХадД -д нөлөөгүй
3. ХадД -ын шок нь 1 сарын дараа төгрөгийн ханшийг сулруулдаг

Хадгаламжийн долларжилт (иргэд, хувийн байгууллага)



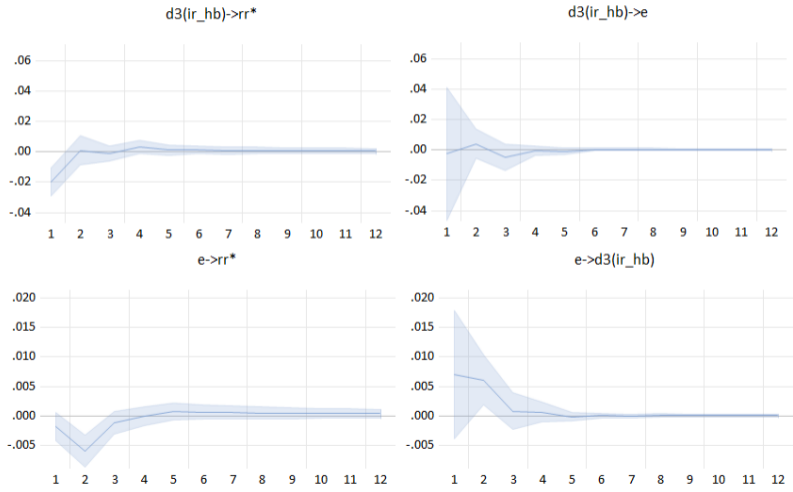
1. Хүүний зөрүүгийн шок иргэд, хувийн байгууллага (ИХБ)-ын ХадД -ыг тухайн хугацаандаа бууруулж, төгрөгийн ханшийг 1 сарын дараа чангаруулна.
2. Ханшийн шок нь ИХБ -ын ХадД -д нөлөөгүй
3. ИХБ -ын ХадД -ын шок нь 1 сарын дараа төгрөгийн ханшийг сулруулна.

Нийт долларжилт (НД)



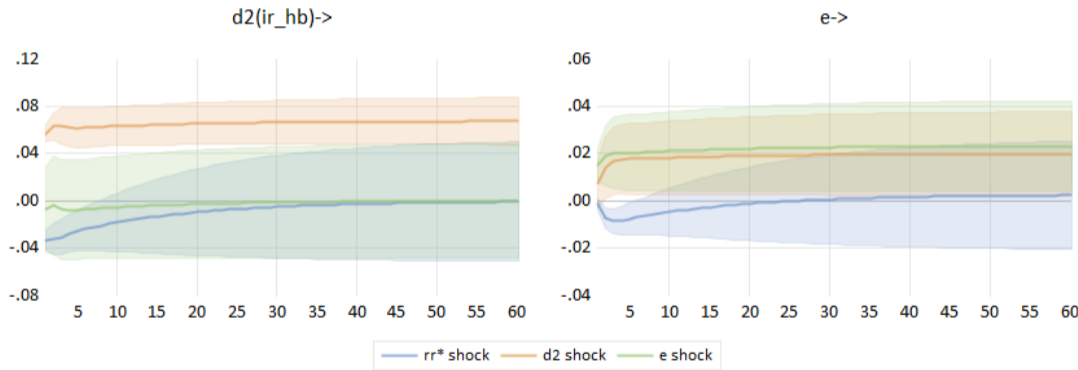
1. Хүүний зөрүүгийн шок НД -ыг тухайн хугацаандаа бууруулж, төгрөгийн ханшийг 1 сарын дараа чангаруулна.
2. Ханшийн шок нь НД -д нөлөөгүй
3. НД -ын шок нь 1 сарын дараа төгрөгийн ханшийг сулруулах ч хэмжээ болон статистик ач холбогдолын түвшин харьцангуй бага.

Нийт долларжилт (зөвхөн иргэд, хувийн байгууллага)

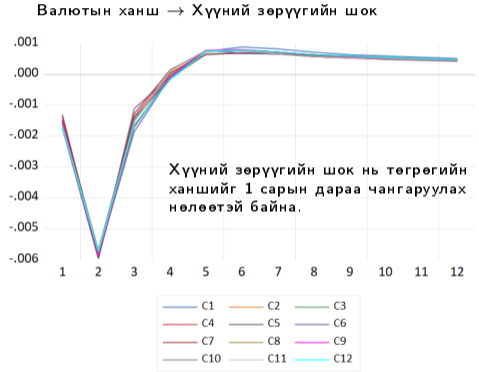
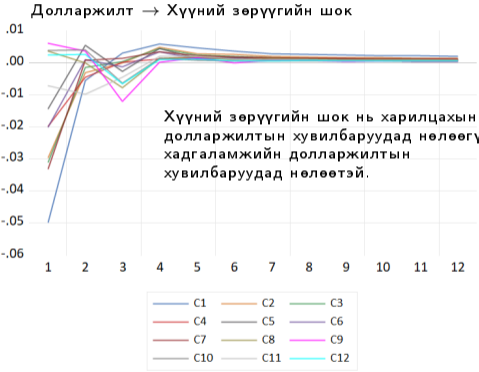


1. Хүүний зөрүүгийн шок ИХБ -ын НД -ыг тухайн хугацаандаа бууруулж, төгрөгийн ханшийг 1 сарын дараа чангаруулна.
2. Ханшийн шок нь ИХБ -ын НД -д нөлөөгүй
3. ИХБ -ын НД -ын шок нь 1 сарын дараа төгрөгийн ханшийг сулруулах бөгөөд хэмжээ болон ач холбогдолын түвшин харьцангуй өндөр.

Шокуудын урт хугацааны нөлөө

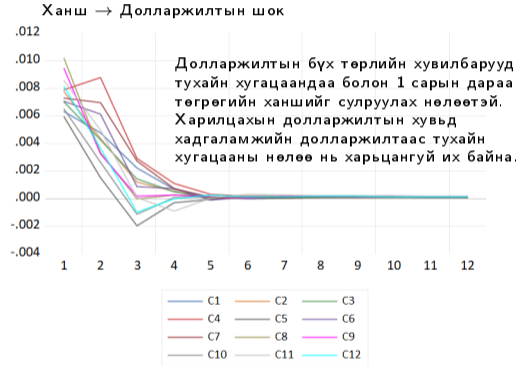
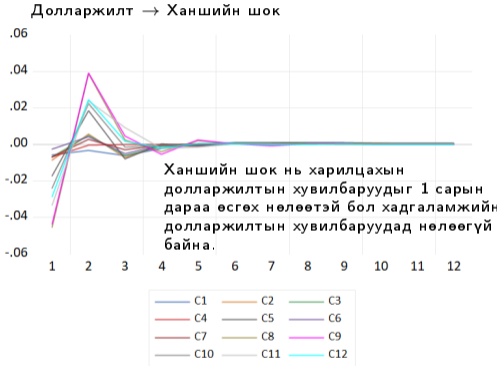


Ялгаатай долларжилтын хэмжигдэхүүн



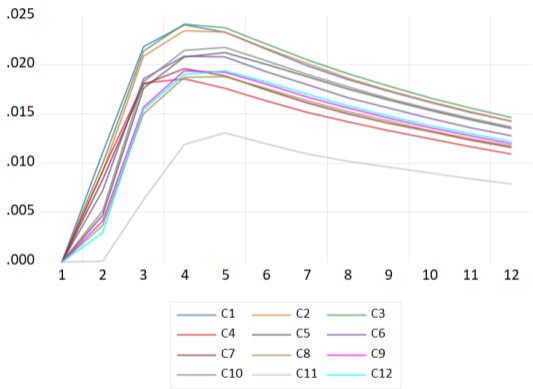
C1-хадгаламж, C2-нийт, C3-ЗГ-аас бусад, C4 - иргэдийн, C5-ХБ -ын, C6 - иргэд ба ХБ, C7-иргэд ба ХБ хадгаламж, C8-харилцах (хар.), C9-ЗГ-аас бусад хар., C10-ХБ хар., C11-Иргэд хар., C12-Иргэд ба ХБ хар.

Ялгаатай долларжилтын хэмжигдэхүүн



C1-хадгаламж, C2-нийт, C3-ЗГ-аас бусад, C4 - иргэдийн, C5-ХБ -ын, C6 - иргэд ба ХБ, C7-иргэд ба ХБ хадгаламж, C8-харилцах (хар.), C9-ЗГ-аас бусад хар., C10-ХБ хар., C11-Иргэд хар., C12-Иргэд ба ХБ хар.

Валютын ханшийн шокийн хүүний зөрүүнд үзүүлэх нөлөө

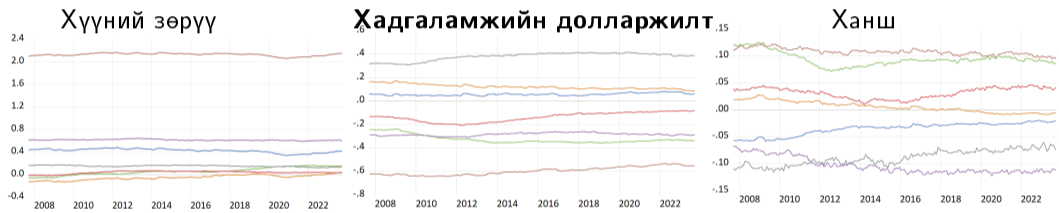


C1-хадгаламж, C2-нийт, C3-ЗГ-аас бусад, C4 - иргэдийн, C5-ХБ -ын, C6 - иргэд ба ХБ, C7-иргэд ба ХБ хадгаламж, C8-харилцах (хар.), C9-ЗГ-аас бусад хар., C10-ХБ хар., C11-Иргэд хар., C12-Иргэд ба ХБ хар.

Дагалдаж гарч ирэх үр дүнг өмнө Монгол улсын хувьд хийгдсэн судалгааны ажлын үр дүнтэй харьцуулахад энэхүү үр дүн [Taguchi & Khishigjargal \(2018\)](#) ба [Ganbayar & Vyambajav \(2023\)](#) -д хүрсэн үр дүнтэй нийцтэй байна.

Параметрын тогтвортой байдал

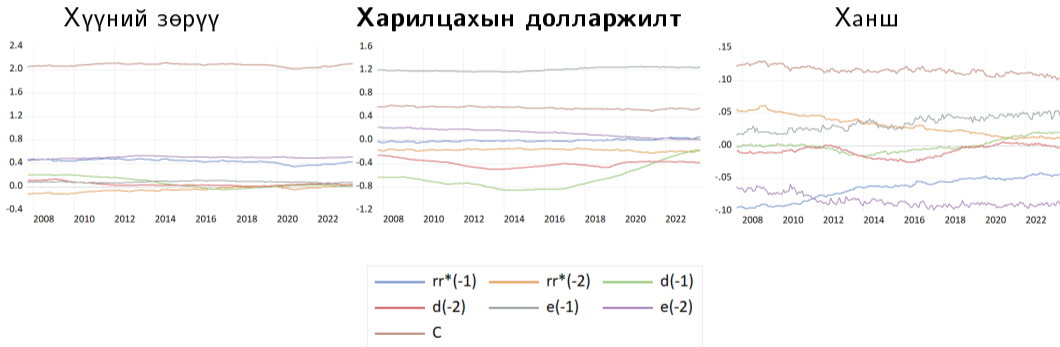
Бейсийн цаг хугацаагаар параметр нь өөрчлөгдөх VAR загварын үр дүн.



Үр дүн: Хадгаламжийг долларжилтын хэмжигдэхүүнээр сонгох үед аль ч тэгшитгэлд онцгой өөрчлөлттэй параметр байхгүй байна.

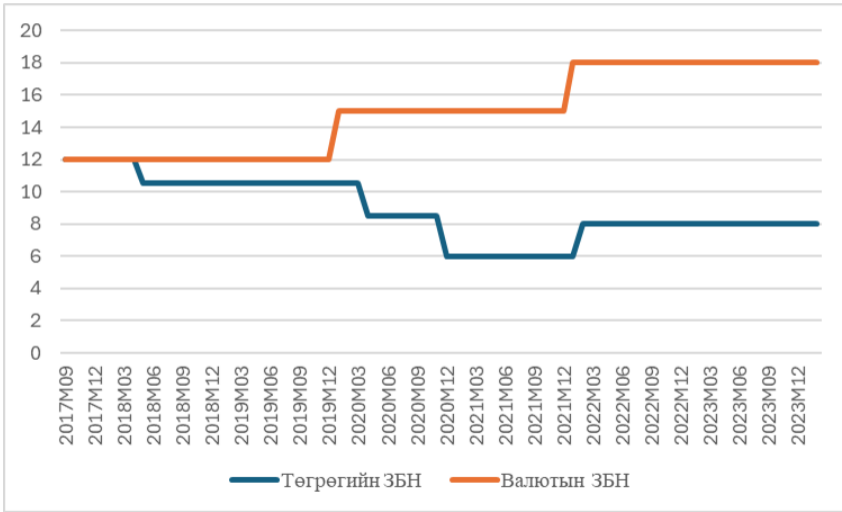
Параметрын тогтвортой байдал

Бейсийн цаг хугацаагаар параметр нь өөрчлөгдөх VAR загварын үр дүн.



Үр дүн: Харилцахыг долларжилтын хэмжигдэхүүнээр сонгох үед 2018 оноос хойш долларжилтын нэг үеийн хоцролын өмнөх AR(1) параметр тэгрүү дөхсөн байна.

ЗБН-ийн ялгаатай хувь



Монголбанкнаас ЗБН-ын хувийг 2018.05.09-өөс эхлэн валютын болон төгрөгийн заавал байлгах нөөцийг ялгаатай тогтоосон. Энэ нь банкуудыг төгрөгийн эх үүсвэр илүү татах, валютын эх үүсвэрээс татгалзах түлхэц болох боломжтой.

Эх үүсвэр:
Монголбанк.

Ялгаатай ЗБН -ийн нөлөө

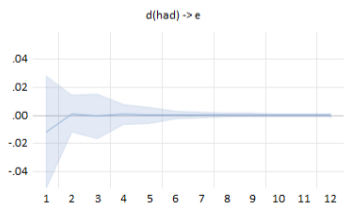
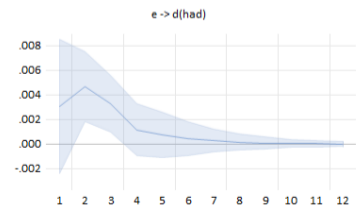
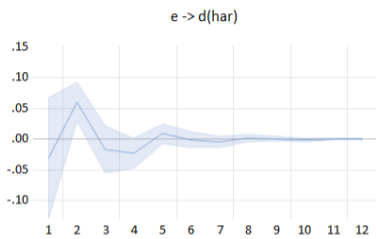
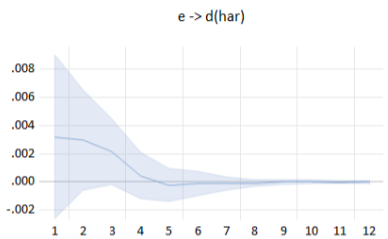
Хамааран хувьсагч нь төгрөг, долларын шинээр татсан хугацаатай хадгаламжийн хүүний лог зөрүү.

Хувьсагч	ХБКА	РХБКА
ЗБН -ийн хувийн лог зөрүү	0.493***	0.534***
Тогтмол	0.762***	0.767***

Эх үүсвэр: Судлаачийн тооцоолол. Түүвэр: 2017m09-2024m02

Үр дүнгийн уялдаа: 2018 оноос хойших харилцахын долларжилтын тэсвэр нэмэгдэж, тогтворгүй байдал буурч байгаад макро зохистой бодлого нөлөөлсөн байх боломжтой.

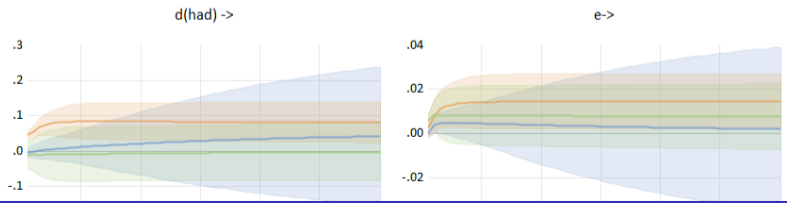
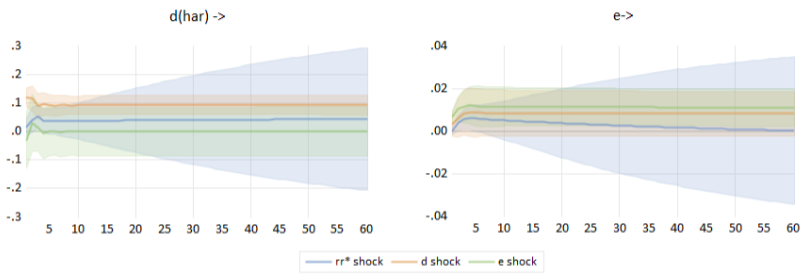
ЗБН-ийн ялгаатай хувиас хойших үр дүн



1. Загварыг 2018.06-2024.02 сар хүртэл дахин үнэлэхэд харилцахын долларжилтын шокийн ханшид үзүүлэх нөлөө багассан ч хадгаламжийн долларжилтийн ханшид үзүүлэх нөлөө оршоор байна.
2. Валютын ханшийн шок харилцахын долларжилтад нөлөөтэй хэвээр байна.

ЗБН-ийн ялгаатай хувиас хойш үр дүн

1. Загварыг
2018.06-2024.02 сар
хүртэл дахин үнэлэхэд
долларжилтын шок нь
төгрөгийн ханшийг урт
хугацаанд сулруулах
нөлөөтэй хэвээр байна.



Судалгааны ажлын таамаглалын хариулт

- 1 Валютын ханшийн өөрчлөлтөнд тухайн хугацаандаа харилцахын долларжилтын шок, 1 сарын дараагаас хадгаламжийн долларжилтын шок нөлөөтэй болох нь судалгааны үр дүнд тогтоогдож *Таамаглал 1* батлагдав.
- 2 Монголбанкны бодлогын хүүний АНУ -ын ХНХ -тэй харьцангуй өөрчлөлт нь 1 сарын дараа төгрөгийн ханшид нөлөөлдөг болох нь судалгааны үр дүнд тогтоогдож *Таамаглал 2* батлагдав.

Дүгнэлт

- МУ -д долларжилтын сүүлийн 20 жилд 2 дахин буурсан ч богино хугацааны өөрчлөлтүүд оршин байна.
- Монголбанкны бодлогын хүү болон ХНХ -ний өөрчлөлт нь харгалзан төгрөг болон долларын хугацаатай хадгаламжийн хүүд 1 сарын хоцролттой нөлөөтэй.
- Хүүний зөрүүгийн эерэг шок нь төгрөгийн ханшийг 1 сарын дараа чангаруулах нөлөөтэй.
- Хүүний зөрүүгийн эерэг шок харилцахын долларжилтанд нөлөөгүй ч хадгаламжийн долларжилтыг бууруулж байна.
- Ханшийн эерэг шок нь хадгаламжийн долларжилтанд нөлөөгүй ч харилцахын долларжилтыг 1 сарын дараагаас нэмэгдүүлдэг.
- Иргэд, хувийн байгууллагын долларжилтын ханшид үзүүлэх нөлөө харьцангуй өндөр.
- Долларжилтын шок нь ялгаатай долларжилтын хэмжүүр, ялгаатай түүврийн хувьд ханшид урт хугацааны нөлөөтэй байна.
- Долларжилтын хувьсамтгай байдал 2018 оноос хойш буурч байна.

Санал зөвлөмж

- Бодлогын хүүгээр валютын ханшийн шокод хариу үзүүлэх замаар богино хугацааны долларжилтыг бууруулах, төгрөгийн ханшийн сулралыг багасгах боломжтой.
- Монголбанкнаас интервенц хийж оролцоходоо долларжилтаар дамжсан ханшийн сулралын нөлөөг харгалзан үзэх хэрэгтэй бөгөөд долларжилт эрчимтэй явагдаж буй үед гадаад валютын интервенцийг нэмэгдүүлэхээс бодлогын хүүг өсгөх нь төгрөгийн ханшийн тогтвортой байдлыг хангахад үр нөлөөтэй байж болох юм.
- Гэвч ХН -ийн хүүний өөрчлөлт нь богино хугацаандаа валютын ханшид нөлөөлөх боломжтой. Холбооны нөөцийн хүүний өөрчлөлтийг дагаж бодлогын хүүг өөрчлөх замаар валютын ханшийн хэлбэлзэлийг бууруулж болох ч бие даасан мөнгөний бодлогын байр суурь алдагдахад хүрэх учраас Монголбанкны хувьд бодлогын гурвалын сонголт зайлшгүй тулгарахаар байна.
- Макро зохистой бодлогоор долларжилтыг зохистой түвшинд барих, ханшийн хэлбэлзлийг бууруулах нь үр нөлөөтэй байх боломжтой.
- Одоогийн хэрэгжүүлж буй төгрөг, валютын ялгаатай заавал байлгах нөөцийн хувийг цаашид үргэлжлүүлэх нь урт хугацаандаа санхүүгийн долларжилт буурахад эерэг нөлөөтэй байх боломжтой.

Цаашдын судалгааны санал

- Албан нөөцийн хэмжээнд тулгуурласан босготой загвар байгуулах
- Мөнгөний бодлогын шийдвэр гаргалтын золиос (sacrifice) -ын харьцааг тодорхойлох загвар байгуулах

АНХААРАЛ ХАНДУУЛСАНД БАЯРЛАЛАА!

Ашигласан материал

- Л.Дөлгөөн, & Н.Амар. (2014). Валютын ханшийн инфляцид үзүүлэх шууд ба шууд бус нөлөө. *Монголбанкны судалгааны товхимол*, 9, 257-273.
- Б.Лхагважав. (2002). Долларжилт. *Монголбанкны судалгааны товхимол*, 2.
- Д.Энхзаяа. (2011). Монголын эдийн засаг дах долларжилт. *Монголбанкны судалгааны товхимол*, 6.
- Ben Cheikh, N., & Ben Zaid, Y. (2020). Revisiting the pass-through of exchange rate in the transition economies: New evidence from new eu member states. *Journal of International Money and Finance*, 100, 102093.
- Bjørnland, H. C. (2009). Monetary policy and exchange rate overshooting: Dornbusch was right after all. *Journal of International Economics*, 79(1), 64-77. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2009.06.003>
- Blanchard, O. J., & Quah, D. (1989, September). The Dynamic Effects of Aggregate Demand and Supply Disturbances. *American Economic Review*, 79(4), 655-673.
- Branson, W. H., Halttunen, H., & Masson, P. (1977). Exchange rates in the short run: The dollar-dentschemark rate. *European Economic Review*, 10(3), 303-324.
- Calvo, G. A., & Reinhart, C. M. (2002). Fear of floating. *The Quarterly journal of economics*, 117(2), 379-408.
- Céspedes, L. F., Chang, R., & Velasco, A. (2004). Balance sheets and exchange rate policy. *American Economic Review*, 94(4), 1183-1193.
- de Mendonca, H. F., & Tiberto, B. P. (2017, JUL). Effect of credibility and exchange rate pass-through on inflation: An assessment for developing countries. *INTERNATIONAL REVIEW OF ECONOMICS & FINANCE*, 50, 196-244. doi: 10.1016/j.iref.2017.03.027
- Doojav, G.-O., & Kalirajan, K. (2016). Interest Rate Pass-Through in Mongolia. *The Developing Economies*, 54(4), 271-291.
- Doojav, G.-O., Purevdorj, M., & Batjargal, A. (2024). The macroeconomic effects of exchange rate movements in a commodity-exporting developing economy. *International Economics*, 177, 100475. doi: <https://doi.org/10.1016/j.inteco.2023.100475>
- Dornbusch, R. (1976). Expectations and exchange rate dynamics. *Journal of Political Economy*, 84(6), 1161-1176. doi: 10.1086/260506
- Flaccadoro, M. (2024). Exchange rate pass-through in small, open, commodity-exporting economies: Lessons from canada. *Journal of International Economics*, 148, 103885. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2024.103885>

Ашигласан материал (Cont'd)

Frankel, J. A. (1984). Tests of monetary and portfolio balance models of exchange rate determination. In *Exchange rate theory and practice* (pp. 239–260). University of Chicago Press.

Frankel, J. A. (1993). Monetary and portfolio-balance models of the determination of exchange rates. *On Exchange Rates*, MIT Press, Cambridge, 95–116.

Frenkel, J. A. (1976). A monetary approach to the exchange rate: Doctrinal aspects and empirical evidence. *The Scandinavian Journal of Economics*, 78(2), 200–224. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/3439924>

Ganbayar, G. (2021, AUG). Analysis of external debt sustainability in mongolia: an estimated dsge approach. *SUSTAINABILITY*, 13(15). doi: 10.3390/su13158545

Ganbayar, G., & Byambajav, E.-A. (2023). Exchange rate overshooting in mongolian tugrik exchange rates. *Journal of Money and Finance*.

Ha, J., Marc Stocker, M., & Yilmazkuday, H. (2020). Inflation and exchange rate pass-through. *Journal of International Money and Finance*, 105, 102187. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2020.102187>

IMF. (2020). *Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions 2019*. USA: International Monetary Fund.

IMF. (2023). *Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions 2022*. USA: International Monetary Fund. Retrieved from <https://www.elibrary.imf.org/view/book/9798400235269/9798400235269.xml> doi: 10.5089/9798400235269.012

Ize, A., & Yeyati, E. L. (2003). Financial dollarization. *Journal of International Economics*, 59(2), 323-347. doi: [https://doi.org/10.1016/S0022-1996\(02\)00017-X](https://doi.org/10.1016/S0022-1996(02)00017-X)

Ize, M. A., & Yeyati, M. E. L. (1998). *Dollarization of financial intermediation: Causes and policy implications*. International Monetary Fund.

Kouri, P. J. K. (1976). The exchange rate and the balance of payments in the short run and in the long run: A monetary approach. *The Scandinavian Journal of Economics*, 78(2), 280–304.

Mussa, M. (1976, October). Adaptive and regressive expectations in a rational model of the inflationary process. *Journal of Monetary Economics*, 1(4), 423-442.

Neanidis, K. C., & Savva, C. S. (2009). Financial dollarization: Short-run determinants in transition economies. *Journal of Banking and Finance*, 33(10), 1860-1873. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.04.017>

Ашигласан материал (Cont'd)

- Pontines, V., Luvsannyam, D., Atarbaatar, E., & Munkhtsetseg, U. (2021). The effectiveness of currency intervention: Evidence from mongolia. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 75, 101439. doi: <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2021.101439>
- Taguchi, H. (2011). Monetary autonomy in emerging market economies: The role of foreign reserves. *Emerging Markets Review*, 12(4), 371-388. doi: 10.1016/j.ememar.2011.06.
- Taguchi, H., & Khishigjargal, E. (2018). Monetary policy rule under inflation targeting in mongolia. *East Asian Economic Review*, 22(4), 531-555.
- Taguchi, H., Nataraj, G., & Sahoo, P. (2011). Monetary autonomy in selected asian economies: The role of international reserves. *Journal of Asian Economics*, 22(6), 471-482.