



ГАДААД ӨРИЙН ДАРАМТ, ЭДИЙН ЗАСАГТ УЧИРЧ БОЛОХ ЭРСДЭЛҮҮД, БОДЛОГЫН ЗӨВЛӨМЖ

Төслийн багийн удирдагч: З.Оюунцацрал (СЭЗДС-ийн СУТ-ийн эрхлэгч, Ph.D)

Төслийн багийн гишүүд: Б.Мөнхзаяа (СЭЗДС-ийн СУТ-ийн багш, Ph.D)

Н.Мөнхжаргал (СЭЗДС-ийн СУТ-ийн багш, MBA)

Д.Энхзаяа (Монголбанкны судлаач, эдийн засагч)

2015-06-26

*Энэ судалгаанд дурдагдсан аливаа дүгнэлт, дэвшүүлсэн санал нь
зөвхөн судлаачийн хувийн байр суурийг илэрхийлэх бөгөөд
Монголбанкны байр суурийг илэрхийлэх албагүй болно.*

ХУРААНГУЙ

Монгол улс өрийн асуудлыг зохицуулах нэгдсэн удирдлагагүй байсны улмаас нийт гадаад өрийн хэмжээ сүүлийн 3 жилийн хугацаанд 2 дахин нэмэгдэж, 20.9 тэрбум ам.доллар болсон байна. Эдгээр өрүүд нь тухайн хугацааны төлбөрийн тэнцлийн алдагдал, төсвийн алдагдлыг нөхөх, гадаад валютын албан нөөцийн хомсдолыг бууруулах зэрэгт зарцуулагдсанаас гадна эдийн засгийн үр ашиг бүхий салбаруудад бага хэмжээний хөрөнгө оруулалт хийгдсэн нь харагдаж байна. Засгийн газрын өр нь 2010 онд ДНБ-ий 23%, 2012 онд 36%, 2013 онд 38%, 2014 онд 43% болж тогтмол өсч байгаа нь ирээдүйд эдийн засаг, төсөвт үзүүлэх ачааллыг нэмэгдүүлэхээр байна.

Эмпирик шинжилгээний хэсэгт 1991-2014 оны макро эдийн засгийн болон гадаад өрийн мэдээлэлд тулгуурлан өрийн динамик шинжилгээг шугаман, шугаман бус загвараар үнэллээ. Сүүлийн гурван жилийн хугацаанд Засгийн газрын гадаад өрийн ДНБ, Засгийн газрын орлого, Экспортод эзлэх хувь тус тус өссөн, ОУВС-аас тавьсан босго утгыг давсан бөгөөд өрийн үндсэн төлбөр хийгдэх (2017, 2018, 2022, 2023) онуудад Засгийн газрын өрийн үйлчилгээнд төлөгдөх төлбөр нь Засгийн газрын орлогын 20-22 орчим хувийг эзэлж байгаа нь одоогийн түвшинөөс даруй 4-5 дахин өндөр үзүүлэлт юм. Засгийн газрын гадаад өр, ДНБ-ий одоогийн түвшинг хөгжлийн түвшинөөр ойролцоо улс орнуудтай харьцуулахад дундаж утга 36 хувь байхад Монгол улс 43 хувь байгаа нь 20 улсаас дээрээсээ 6 дугаарт, харин дэлхийн бусад улс орнуудтай харьцуулахад 7 дугаарт (дэлхийн улсуудын дундаж 42 хувь) байгаа зэргээс харахад өрийн түвшин өндөр байгааг харуулж байна.

Засгийн газрын гадаад өрийн хэмжээ өнгөрсөн хугацаанд нэмэгдсэн нь эдийн засгийн өсөлтөд эерэгээр нөлөөлж, харин өрийн үйлчилгээний төлбөр нь ДНБ-д хүчтэй нөлөө үзүүлээгүй ба өнгөрсөн хугацааны хүүний төлөлт нь ДНБ-нд сөрөг нөлөө үзүүлээгүй байна. Өрийн индикаторууд нь статистикийн хувьд ач холбогдолтой гарсан ба онолын судалгааны үр дүнтэй нийцтэй байна.

Судалгаанаас гадаад өр, ДНБ-ий харьцаа үзүүлэлт 40-50 хувь байх нь тохиромжтой гэсэн үр дүн гарсан бөгөөд эндээс одоогийн өрийн түвшин нь эдийн засгийн өсөлтийг дэмжих хэмжээнд байгаа ба засгийн газрын болон нийт гадаад өрийн хэмжээ цаашид өссөн тохиолдолд эдийн засгийн өсөлтийг бууруулах, өрийн дарамтад орох эрсдэлтэйг харуулж байна.

Түлхүүр үгс: Улсын өр, өрийн хямрал, Эдийн засгийн өсөлт
Эдийн засгийн бүтээлийн индекс: Н63, О11

УДИРТГАЛ

Ихэнх улс орнуудын хувьд “Хадгаламж-хөрөнгө оруулалт”-ын зөрүү болон урсгал тэнцлийн алдагдлаа нөхөх (B. Chenery and A.M. Strout, 1966), хөгжиж буй орнуудын хувьд ихэвчлэн төсвийн алдагдлаа нөхөх, хөрөнгө оруулалтыг өсгөх зорилгоор гадаад өрийн хэмжээг нэмэгдүүлдэг. (M. Gohar, N. A. Bhutto and F. Butt, 2012)

Хэрэв өрийг гадаад урсгал тэнцлийн алдагдлаа нөхөхөд зарцуулбал бол энэ нь дарамт болж, харин үйлдвэрлэлийг нэмэгдүүлэх, дэд бүтэц, цахилгаан станцуудад хөрөнгө оруулалт хэлбэрээр зарцуулсан бол эдийн засагт эерэг нөлөөллийг үзүүлдэг. (Soludo, 2003) Өрийн өсөлт нь эдийн засагт богино хугацаандаа эерэг, урт хугацаандаа сөрөг нөлөөг үзүүлэх тул өрийн хэмжээг зохих түвшинд барих зайлшгүй шаардлага тулгардаг. Мөн өрийн үйлчилгээнд төлж буй төлбөрийн хэмжээгээр экспортын орлогыг дотоодын эдийн засагт хөрөнгө оруулалт хэлбэрээр үлдэх боломжийг бууруулдаг. Тиймээс өрийн санхүүжилтээр зээлийн хүүний зардлаас илүү өндөр өгөөж өгөх салбарт хөрөнгө оруулалт хийх нь өрийн дарамтын эдийн засагт үзүүлэх сөрөг нөлөөг бууруулж болно.

Монгол Улсын Засгийн газар 2011 онд 1.9 тэрбум ам.долларын өртэй байсан бол сүүлийн гурван жилийн хугацаанд гадаад өрийн хэмжээ хоёр дахин өсч, 2014 оны жилийн эцсийн байдлаар 3.6 тэрбум ам.долларт хүрээд байна. (Монголбанк, 2014) Үүнд: Хөгжлийн банкны 600 сая ам.доллар, Чингис бондын 1.5 тэрбум ам.доллар, Самурай бондын 290 сая ам.доллар болон бусад өр зээлүүд багтаж байгаа. Монгол улсын нийт өрийн хэмжээ 2014 оны жилийн эцсийн байдлаар 20.9 тэрбум ам.долларт хүрч ДНБ-ээс 1.8 дахин их үзүүлэлт гарч байна. Өрийн хэмжээ өссөн нь богино хугацаанд эдийн засгийг сайжруулах эерэг нөлөө үзүүлэх боловч урт хугацаандаа дотоодын хөрөнгө оруулалтыг бууруулж эдийн засгийн өсөлтийг сааруулах сөрөг талтай.

Засгийн газрын өр нь ирээдүйн төсвийн орлогоос төлөгддөг учраас улмаар төсвийн алдагдлыг улам бүр нэмэгдүүлж, өрийн дарамт нэмэгдэж болзошгүй. Манай улсын хувьд зээлийн үйлчилгээний төлбөрт 2011 онд тухайн оны төсвийн урсгал орлогын 1 хувийг төлж байсан бол 2013 онд 4,5%, 2014 онд 8,2 хувь болж өссөн байна. 2015 оны нэгдсэн төсөвт Сангийн сайдын багцад нийт 697 тэрбум төгрөгийг зээлийн үйлчилгээний төлбөрт тусгасан байгаа нь нэгдсэн төсвийн урсгал орлого 6,2 их наяд төгрөгийн 11,2 хувийг төлөхөөр төсөвлөсөн нь төсөвт ирэх дарамтыг улам бүр нэмэгдүүлэх хандлагатай байна.

Өрийн хэмжээ огцом нэмэгдэж зохих хязгаарыг давсны дараа буюу 2014 онд өрийн удирдлагын тухай хуулийг баталж, зохицуулах бодлоготой болж байгаа

нь нэгдсэн удирдлага дутмаг байсныг харуулж байна. Тиймээс гадаад өрийн эдийн засаг, төсөвт ирэх дарамтыг тодорхойлох, үүсч болзошгүй эрсдэлүүдийг урьдчилан харж, гарах үр нөлөөг бууруулахад чиглэсэн бодлогын арга хэмжээг авах хэрэгцээ шаардлага бий болсныг харуулж байна.

Судалгааны зорилго

Монгол улсын Засгийн газрын болон нийт гадаад өрийн өнөөгийн байдалд шинжилгээ хийн, эдийн засагт үзүүлэх нөлөөллийг тооцож, кейс судалгаанд үндэслэн учирч болзошгүй эрсдэлүүдийг тодорхойлоход судалгааны ажлын зорилго оршино.

Судалгааны зорилтууд

1. Монгол улсын гадаад өрийн өнөөгийн байдлын судалгаа хийж, тулгамдаж буй асуудлыг тодорхойлох;
2. Сэдвийн судлагдсан байдлын судалгаа хийх;
3. Гадаад өрийн тогтвортой байдлын шинжилгээний аргуудыг харьцуулан судалж, шинжилгээ хийх аргаа сонгох;
4. Гадаад өрийн макро эдийн засагт үзүүлэх нөлөөллийг тооцох аргуудыг харьцуулан судлах, шинжилгээ хийх аргаа сонгох;
5. Монгол улсын өрийн эдийн засагт үзүүлэх нөлөөг судалж, үүсч болзошгүй эрсдэлүүдийг тодорхойлох;
6. Монгол улсын Засгийн газрын болон нийт гадаад өрийн тогтвортой байдлын шинжилгээ хийж, үүсч болзошгүй эрсдэлүүдийг тодорхойлох;
7. Өрийн хямрал болсон улсуудын кейсийг харьцуулан судалж, Монгол улсад үүсч болзошгүй эрсдэлүүдийг тодорхойлох;
8. Судалгааны үр дүнг нэгтгэн, бодлогын зөвлөмж боловсруулах, тайлан гаргах.

Судалгааны таамаглал

1. Монгол улсын Засгийн газрын өрийн өсөлт нь урт хугацаандаа төсвийн ачааллыг нэмэгдүүлж, өрийн хямралыг үүсгэж болзошгүй.

Судалгааны хамрах хүрээ

Улсын нийт гадаад өр, Засгийн газрын гадаад өр (ЗГ-ын баталгаатай гаргасан бонд, Засгийн газрын зээл, хөнгөлөлттэй зээл) болон Засгийн газрын гадаад өрийн ДНБ, улсын төсөвт үзүүлэх нөлөөллийг 1991-2014 оны мэдээлэлд тулгуурлан шинжилсэн болно.

I. МОНГОЛ УЛСЫН ГАДААД ӨРИЙН ӨНӨӨГИЙН БАЙДАЛ

Нийт гадаад өрийг улсын (Засгийн газар, Төв банк) болон хувийн хэвшлийн гэж ангилдаг. (Worldbank, 2006) Монгол улсад гадаад өрийн статистик мэдээлэл 2011 оныг хүртэл хаалттай байсан ба Монголбанк мэдээллүүдийг нэгтгэн 2011 оноос жилээр, 2009 оноос улирлаар албан ёсоор мэдээллэдэг болжээ. Энд Засгийн газрын (засгийн газрын үнэт цаас, баталгааг оруулаагүй), Төв банкны, хувийн хэвшлийн гэж гурав ангилжээ. Хувийн хэвшлийн гадаад өр гэдэгт арилжааны банкууд, бусад секторын өр болон гадаадын шууд хөрөнгө оруулалтыг авч үзсэн байна. Эндээс өрийн шалтгаан, өр болон зээлийн нөхцөл, эргэн төлөлт, эрсдэлийн талаар тодорхой мэдээлэл байхгүй, хийсэн судалгаа одоогоор үгүй байна. Сангийн яамнаас Засгийн газрын гадаад зээл, гадаад үнэт цаас, өрийн баталгаа (Засгийн газрын баталгаатай гаргасан Хөгжлийн банкны гадаад үнэт цаас), Засгийн газрын дотоод үнэт цаас, дотоод өр (ЗГ-ын Хөгжлийн банкны эх үүсвэрээс эргэн төлөгдөх нөхцөлтэй авч ашигласан өр) гэсэн төрлөөр 2013 оноос хойш Засгийн газрын өрийн тойм болгон мэдээлж байна. (Хүснэгт 1)

Хүснэгт 1 Монгол улсын гадаад өрийн бүтэц

№	Монгол улсын гадаад өрийн төрөл	Ангилал	Тайлбар
1	Засгийн газрын гадаад өр	- Гадаад зээллэг - Гадаад үнэт цаас - Баталгаа	Монгол улсын засгийн газраас төсвийн алдагдлыг нөхөх, хөрөнгө оруулалтыг дэмжих зорилгоор гадаад зах зээлээс авсан буцаагаад төлөх үүрэг бүхий өр төлбөрүүд. Төв банкнаас төлбөрийн тэнцлийн алдагдлыг бууруулах, гадаад валютын албан нөөцийн хомсдлыг нөхөх зорилгоор гадаад зах зээлээс авсан буцаагаад төлөх үүрэг бүхий өр төлбөрүүд.
2	Төв банкны гадаад өр	- Гадаад зээллэг - Гадаад үнэт цаас	Эдийн засгийн үр ашиг олох зорилгоор гадаад зах зээлээс арилжааны банкууд, бусад секторын авсан буцаагаад төлөх үүрэг бүхий өр төлбөрүүд болон гадаадын шууд хөрөнгө оруулалтууд.
3	Хувийн хэвшлийн гадаад өр	- Гадаад зээллэг - Гадаад үнэт цаас - Гадаадын шууд хөрөнгө оруулалт	

Эх сурвалж: (Монголбанк, 2014), (Сангийн Яам, 2014)

Монгол улсын өр сүүлийн жилүүдэд эрс нэмэгдэж, ОУВС, Дэлхийн банкнаас тогтоосон гадаад өрийн эдийн засаг, төсөвт үзүүлэх шалгуур үзүүлэлтүүдийн хүрээнд гадаад өрийн эрсдэл дунджаас дээгүүр гэсэн ангилалд багтаж байна (IMF, 2013). Монгол улсын нийт гадаад өрийн үлдэгдэл 2014 оны 4-р улирлын байдлаар 20,94 тэрбум ам.долларт хүрч өмнөх оны мөн үеэс 1,92 тэрбум ам.доллараар нэмэгдсэн байна.

Үүнийг бүтцээр нь авч үзвэл, Засгийн газрын гадаад өр 75 сая ам.доллараар буурч, Төв банкны гадаад өр 502 сая ам.доллараар нэмэгдэж, улсын секторын өр

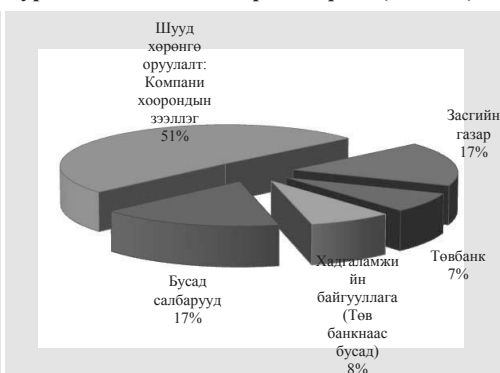
5,177 тэрбум ам.долларт хүрчээ. Хадгаламжийн байгууллагын гадаад өр 330 сая ам.доллараар, бусад салбаруудын гадаад өр 889 сая ам.доллараар, Шууд хөрөнгө оруулалт: компани хоорондын зээллэг 274 сая ам.доллараар тус тус нэмэгдэж хувийн хэвшлийн гадаад өр 15,765 сая ам.долларт хүрээд байна. 2010 оноос хойш нийт гадаад өрийн үлдэгдэл тогтмол өссөн хэдий ч өсөлтийн хувь саарчээ. (Зураг 1)

2014 оны жилийн эцсийн байдлаар Монгол улсын нийт гадаад өрийн 24%-ийг төрийн хэвшлийн өр бүрдүүлж байгаа бол 76%-ийг хувийн хэвшлийн гадаад өр эзэлж байна. Нийт өрийн 51%-ийг шууд хөрөнгө оруулалт хэлбэрээр компани хоорондын зээллэг бүрдүүлж байгаа нь цаашид эдийн засагт үзүүлэх өрийн дарамтыг нэмэгдүүлж болзошгүй байна. (Зураг 2) Тиймээс гадаад өрийн өнөөгийн байдлыг Засгийн газрын, Төв банкны, хувийн хэвшлийн гэсэн ангилалаар судлав.

Зураг 1. Монгол улсын нийт гадаад өр



Зураг 2. Нийт гадаад өрийн бүтэц (2014 он)



Эх сурвалж: (Монголбанк, 2014)

1.1 Монгол улсын Засгийн газрын гадаад өрийн өнөөгийн байдал

Монголын засгийн газрын өр 2012 оноос хойш сүүлийн 3 жилийн хугацаанд хоёр дахин өсөөд байна. 2012 онд өрийн хэмжээ өмнөх оноос 54 хувиар өссөн нь 1.5 тэрбум ам.долларын Чингис бонд, Хөгжлийн банкны 580 сая ам.долларын Евро бонд зэрэгтэй холбоотой. Эдгээр үнэт цаасуудын үндсэн төлбөр 2017, 2018, 2022, 2023 онуудад хийгдэнэ. (Хүснэгт 2)

Хүснэгт 2. Засгийн газар, Хөгжлийн банкны үнэт цаасны тухай мэдээлэл

	Самурай бонд	Хөгжлийн банкны үнэт цаас	Чингис бонд	
Үнэт цаас гаргагч	МУХБ	МУХБ	МУЗГ	
Баталгаа гаргагч	МУЗГ	МУЗГ	-	
	Японы хамтын ажиллагааны банк			
Гаргасан өдөр	2014	2012-03-21	2013-01-05	2012-12-05
Хугацаа	10 жил	5 жил	5 жил	10 жил

Хэмжээ	30 тэрбум иен	580 сая ам.доллар	500 сая ам.доллар	1 тэрбум ам.доллар
Хүү	1.52%	5.75%	4.13%	5.13%
Дуусах өдөр	2023-12-16	2017-03-21	2018-01-05	2022-12-05

Эх сурвалж: (Монгол улсын хөгжлийн банк, 2015)

Төгрөгийн ханшийн сулралт, Төвбанкны гадаад эх үүсвэрийн өсөлт болон Засгийн газрын баталгаагаар Хөгжлийн банк нэмэлт эх үүсвэр босгосон зэргээс 2014 оны эцэст Засгийн газрын өрийн ДНБ-д эзлэх хувь 43 орчим хувьд хүрээд байна. Дэлхийн банкны тооцоогоор энэ үзүүлэлт 51 хувьд хүрсэн гэжээ. (Дэлхийнбанк, 2014) Арилжааны нөхцөлтэй улсын гадаад өр ДНБ-ий 20 гаруй хувьтай тэнцэж байгаа нь 2014 онд улсын нийт өрийн 1/3-ийг эзэлж байна. Олон талт (ОУВС, Дэлхийн банк болон бусад ОУБ) болон 2 талт гэрээ хэлцэлээрх зээлийн хувь 2012 оноос хойш буурч байгаа бөгөөд 2011 онд 63 хувьтай байсан бол 2013 онд 34 хувь болж буураад байна. (Зураг 3)

Засгийн газар нийгэм, эдийн засгийн хөгжлийг дэмжих зорилгоор хэрэгжүүлсэн төсөл, хөтөлбөр тус бүр дээр Олон улсын банк санхүүгийн байгууллага, түншлэгч орнуудаас хөнгөлөлттэй нөхцөлтэй гэрээ байгуулан зээл авч 1991-2014 оны хооронд 3.0 тэрбум ам.долларын гадаад зээлийг авч ашиглажээ. Үүнээс сүүлийн 5 жилийн хугацаанд 892.3 сая ам.доллар, 2014 онд 202.9 сая ам.долларын зээлийг ашигласан байна. (Зураг 4)

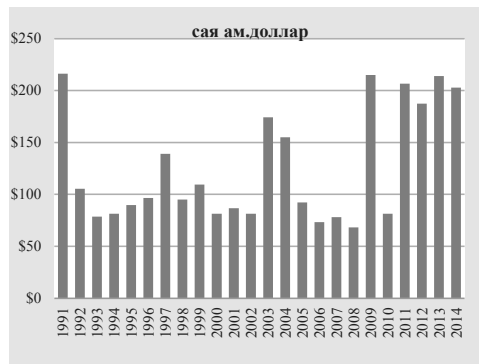
Засгийн газрын гадаад өрийн хэмжээ нэмэгдэхийн хэрээр өрийн үйлчилгээний төлбөр нэмэгдэж байна. 2011 онд 37 тэрбум төгрөгийг хүүний төлбөрт төсөвлөж байсан бол 2014 онд 470 тэрбум төгрөг болж, 10 дахин нэмэгдээд байгаа **нь өрийн дарамт нэмэгдэж байгааг харуулж байна.** 2011 онд өр нь төсвийн зардалд 0.7 хувийг эзэлж байсан бол 2014 онд 7 хувь болж эрс өсчээ. **Хүүний төлбөрийн өсөлтөөс шалтгаалан төсвийн алдагдал улам бүр нэмэгдэж байна.**

Зураг 3. Засгийн газрын гадаад өр



Эх сурвалж: (Сангийн Яам, 2014)

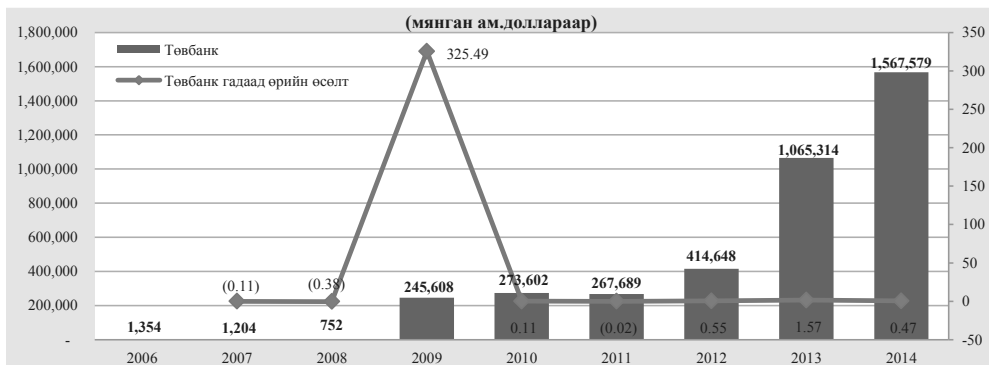
Зураг 4. Засгийн газрын зээлийн ашиглалт



1.2 Монгол улсын Төв банкны гадаад өрийн өнөөгийн байдал

Монгол улсын гадаад өрийн 7 орчим хувийг Төв банкны өр эзэлж байгаа бөгөөд 2009 онд өмнөх оноос 325 дахин их өрийг үүсгэсэн нь 2008 оны эдийн засгийн хямралтай холбоотойгоор арилжааны банкуудын бүтцийн өөрчлөлтөд зарцуулагдсан байх талтай. 2010 оноос Төв банкны өр тогтмол өсч байсан бол 2014 оны байдлаар өсөлтийн хурд нь саарсан ч өмнөх оноос 32 орчим хувиар өссөн байна. (Зураг 5)

Зураг 5. Төв банкны гадаад өр



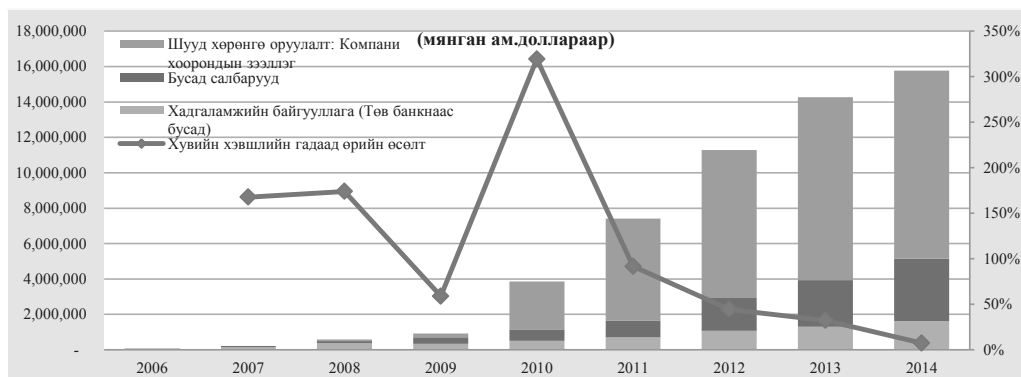
Эх сурвалж: (Монголбанк, 2014)

Ихэнх улс орнуудын Төв банкууд төлбөрийн тэнцлийн алдагдлыг нөхөх, гадаад валютын нөөцийн хомсдлыг нөхөх зорилгоор өр үүсгэдэг бөгөөд манай улсын төв банкны хувьд ч өр өссөн шалтгааныг төсвийн тэнцэл, валютын албан нөөцийн хомсдолтой холбон үзэж байна.

1.3. Монгол улсын хувийн хэвшлийн гадаад өрийн өнөөгийн байдал

Хувийн хэвшлийн гадаад өрийн хэмжээ 2010 онд 3 дахин өссөн байсан бол өсөлтийн хурд саарч 2014 онд 7 хувиар өсчээ. Нийт гадаад өрийн 75 хувийг гадаад өр эзэлж байгаа ба үүнээс 67 хувийг гадаадын хөрөнгө оруулалт, 22 хувийг бусад салбарын зээл, 10 хувийг хадгаламжийн байгууллагуудын гаргасан үнэт цаас, гаднаас авсан зээл эзэлж байна. (Зураг 6)

Зураг 6. Хувийн хэвшлийн гадаад өр



Эх сурвалж: (Монголбанк, 2014)

Хөрөнгө оруулалтын ДНБ-д эзлэх хувь 2009 онд 32.7 хувь байсан бол 2012 онд 60.8 хувь болж бараг 2 дахин нэмэгдсэн бөгөөд гадны хөрөнгө оруулалтын огцом өсөлт нь нийт хөрөнгө оруулалтын гол цөм нь байв. Гадаадын хөрөнгө оруулалтын ДНБ-д эзлэх хувь 2009 онд 10.8 байсан бол 2011 онд 45 хувь болтлоо өсч, 2010-12 онуудад нийт хөрөнгө оруулалтын 2/3-оос илүү хувийг гадаадын хөрөнгө оруулалт бүрдүүлж байна. Оюу толгойн хөрөнгө оруулалт буурсан, гадаадын хөрөнгө оруулалтын орчин муудсанаас 2013-14 онуудад гадаадын хөрөнгө оруулалт огцом муудсан нь нийт хөрөнгө оруулалтын хэмжээг бууруулж, улмаар эдийн засагт сөргөөр нөлөөлөв. Гадаадын хөрөнгө оруулалт 2013 онд 52 хувиар буурсан бол энэ оны эхний 9 сарын байдлаар 58 хувиар буураад байна. Гадаадын хөрөнгө оруулалт их хэмжээгээр буурсан орчинд хөрөнгө оруулалт 2013 онд 0.7 хувиар өссөн бол 2014 оны эхний 3 улирлын байдлаар өсөлтийн хувь нь 31.2-иар саарсан байна. Гадаадын хөрөнгө оруулалт, ДНБ-ий харьцаа 2014 онд 2009 оны түвшин буюу 35 хувьд хүрээд байна. (Дэлхийн банк, 2014)

Гадаад өрийн өнөөгийн нөхцөл байдлыг нэгтгэн өрийн хэмжээ сүүлийн 3 жилийн хугацаанд засгийн газрын, төв банк, хувийн хэвшлийн аль алинд нь огцом нэмэгдсэн бөгөөд, засгийн газрын гадаад зах зээл дээр үнэт цаас гаргаж эхэлсэн нь өр нь үйлчилгээнд төлөх төлбөрийн дарамтыг огцом нэмэгдүүлсэн. Засгийн газар болон төв банкны гадаад өрийн өсөлт нь хувийн хэвшилтэй харьцуулахад 1.5-2 дахин өндөр байна. Тиймээс улсын гадаад өрийн өсөлтөөс шалтгаалан эргэн төлөлт хийгдэх үеүдэд эрсдэл учирч болзошгүй байна.

II. ГАДААД ӨРИЙН СУДЛАГДСАН БАЙДЛЫН СУДАЛГАА

2.1 Дотоодод судлагдсан байдал

Улсын гадаад өрийн асуудлыг 2012 оноос эрчимтэй судалж эхэлсэн ба судлаач Б.Эрдэнэбат Монгол улсын өрийн дарамтын талаар судалж, бага орлоготой оронд өр өсөх нь хатуу арилжааны нөхцөлтэй зээл авах байдалд хүргэдэг, энэ төрлийн өрийн удирдлага нь макро эдийн засгийн бодлогыг хүндрүүлэхийн зэрэгцээ, улсын төлбөрийн чадвар нь түүхий эдийн үнийн хэлбэлзлээс хамааралтай тохиолдолд улсын нийт эрсдэлийг нэмэгдүүлдэг, энэ нь улсын салбарт томоохон эрсдэл болохоор байгааг тэмдэглэжээ. (Эрдэнэбат, 2012) Сангийн яамны судалгаанд Ричард Дуту инфляци өсч, зээлийн бодит хүү сөрөг гарсан нь хэрэгжих боломжтой, үр ашигтай төслүүд санхүүжилт авч чадахгүй байгааг авч үзсэн бөгөөд Монголын эдийн засаг хэт халж, таагүй нөхцөл байдал үүсч болзошгүй гэж дүгнэжээ (Дуту, 2012). “Монгол улсын 2014 оны Нэгдсэн төсвийн төсөлд хийсэн тойм дүгнэлт”-дээ судлаач Ч.Энхбаяр улсын өрийн асуудлыг авч үзсэн бөгөөд өрийн шатлалыг хурдтай өсгөх нь Монгол улсын зээлжих зэрэглэл болон өрийн дарамтад орох сөрөг нөлөөтэй, мөн богино хугацаанд өрийг нэмэгдүүлэх нь өрийн дарамт бодитойгоор тулгарах эрсдэлийг анхааруулсан байна. Дэлхийн зах зээл дээр түүхий эдийн орлого буурч, гадаад зах зээлийн нөхцөл таагүй байгаагаас шалтгаалж экспорт буурч, валютын гадагшлах урсгал улам бүр нэмэгдэж байгаа нь Засгийн газрын зүгээс бондын хүү болон бусад зээллэгийн үндсэн төлбөр хийх хугацаатай давхцаж байгаа нь эрсдэлийн нөхцөлийг улам хүндрүүлж байгааг онцолсон байна (Энхбаяр, 2013). Нээлттэй нийгэм форумын “Засгийн газрын өрийн тойм 2000-2015” судалгаанд засгийн газрын гадаад өрийг зээл, бонд, баталгаа зэргээр нь ангилан өнөөгийн төлөв байдлыг 2013-2014 байдлаар харуулсан бөгөөд 2015-2017 онд Засгийн газрын гадаад өрийн төлөв байдал, учрах эрсдэлийг харуулжээ. Судалгаандаа Засгийн газрын гадаад өрийн үйлчилгээнд төлөх төлбөрийн тооцооллыг хийж, мөн гадаад өрийн тогтвортой байдалд шинжилгээ хийн, ОУВС болон Дэлхийн банкнаас тухайн улсын бодлого болон институцийн чадамжид харгалзах өрийн босго утгатай харьцуулан валютын ханш, улсын зээлжих зэрэглэл, арилжааны жишиг хүү зэрэг нь гадаад өрд нөлөөлнө гэжээ. (Гангэрэл, 2014) Судлаач Д.Баярмаа “Монгол улсын 2015 оны төсвийн төсөл, тойм дүгнэлт” судалгааны ажилдаа 2015 оны төсвийн тэнцэлд төсвөөс гадуурх санхүүжилт буюу хөгжлийн банкны зарцуулалтыг оруулж тооцвол төсвийн бодит алдагдал ДНБ-ий 2%-иас 8% хүртэл өсөхөөр байгааг тооцож, бонд, зээлийн хөрөнгийн зарцуулалтын үр ашгийг дээшлүүлэх, зарцуулалтын ил тод, хариуцлагатай байдлыг сайжруулах шаардлагатай байгааг онцлон тэмдэглэжээ. (Баярмаа, 2014)

2.2 Гадаадад судлагдсан байдал

Гадаад өр, түүний эдийн засагт үзүүлэх нөлөө, удирдлагын асуудал нь Монгол улсад харьцангуй шинэ ойлголт байна. Улсын өрийн бодлого нь хөрөнгө оруулалтыг нэмэгдүүлэх, гадаад зээлийг багасгах, дотоодын нийт бүтээгдэхүүнд эзлэх гадаад зээлийн хэмжээг зохистой түвшинд байлгах, өрийн дарамтгүй, тогтвортой хөгжих нөхцөлийг бий болгоход чиглэх шаардлагатай. (Soludo, 2003) Улс орнууд “Хадгаламж-Хөрөнгө оруулалт”-ын зөрүүг нөхөх зорилгоор гадаад өрийн хэмжээг нэмэгдүүлдэг. (B. Chenery and A.M. Strout, 1966) Зөрүү их байх тусам их хэмжээний зээл авах шаардлагатай болдог. Харин хөгжиж буй орнууд нь урсгал тэнцлийн болон төсвийн алдагдлаа нөхөх зорилгоор олон улсын санхүүгийн байгууллага, хөгжингүй улс орнуудаас зээл авдаг. Энэ нь орлого багатай хөгжиж буй улсуудын хувьд төсвийн алдагдал нь улам бүр нэмэгдэж, өр төлбөрөө хугацаандаа төлөх чадваргүй болох магадлалыг нэмэгдүүлдэг. Тиймээс өрийн үйлчилгээний төлбөр их байх нь эдийн засгийн өсөлтийг хязгаарлаж, нөөцүүдийг дотоодод ашиглах боломжийг бууруулах сөрөг нөлөөтэй байдаг. (M. Gohar, N. A. Bhutto and F. Butt, 2012), (Benedict, R. Bhattacharya and T. Q. Nguyen, 2003) Өрийн санхүүжилт нь нийгэм, эрүүл мэнд, боловсролын салбарт зарцуулагдвал төсөвт дарамт учруулж, эдийн засгийн хөгжилд сөрөг нөлөө үзүүлнэ. (Fosu, 1996) Гадаад өрийн хэмжээ нэмэгдэх нь донор байгууллагуудаас хөнгөлттэй зээл авах боломжийг хөгжиж буй орнуудад хязгаарладаг. Харин эдгээр орнуудын төсөв нь хөнгөлттэй зээл, тусламжаас ихээхэн хамааралтай байдаг тул энэ нь хүндрэл үүсэх нэг шалтгаан болдог. Иймээс өрийн хэмжээг улам бүр нэмэгдүүлэх, засгийн газрын зүгээс татвараа нэмэх, зардлаа танах, мөнгө нэмж хэвлэх, өрөө хүчингүй болгох зэрэг арга хэмжээ авах шаардлагатай болдог. Дотоодын эдийн засгийн өсөлтөд сөрөг нөлөө үзүүлэхгүйгээр өрийн төлбөрийг барагдуулах нэг арга нь нөөц сан байгуулах явдал юм. (S. Malik, M. K. Hayat and M. U. Hayat, 2010)

Гадаад өр нь хөрөнгө оруулалтын нэг хэлбэр тул эдийн засгийн өсөлтөд тодорхой хэмжээний эерэг нөлөөллийг үзүүлдэг. Тухайн улсын хөгжлийн түвшин болон өрийн хэмжээнээс хамаарч эдийн засагт өрийн үзүүлэх нөлөө нь харилцан адилгүй байдаг. Хөгжингүй орнуудын хувьд эдийн засагт өрийн үзүүлэх нөлөөг динамик загвараар үнэлдэг. (Solomon, 1977), (Oliver Hart and John Moore, 1997), (McDonald, 1982) Динамик шинжилгээний шугаман загвар нь өр, эдийн засгийн өсөлтийг шууд хамааралтай байхаар харуулдаг бол шугаман бус загвар нь эдийн засгийн өсөлтийг хангах өрийн зохих түвшинг тодорхойлдог давуу талтай. Өрийн хэмжээ нь зохих түвшнээс давбал эдийн засагт сөрөг нөлөө үзүүлэх дохио болдог. Динамик шинжилгээний шугаман бус загвараар панел өгөгдөл ашиглан өрийн зохих түвшинг тодорхойлсон судалгаанууд цөөнгүй байдаг. (Were, 2001), (S. Malik, M. K. Hayat and M. U. Hayat, 2010) Өрийн

динамик шинжилгээ нь өрийн зохих түвшинг бүрэн илэрхийлж чадахгүй гэсэн шүүмжлэлд их өртдөг ч одоог хүртэл шинжилгээнд түгээмэл ашиглаж байна. (Faraji Kasidi and A. Makame Said, 2013) Өрийн хэмжээ ихсэх нь эдийн засагт мөнгөний нийлүүлэлтийг нэмэгдүүлэх замаар инфляцийг өсгөх сөрөг нөлөө үзүүлдэг. (Guillermo A. Calvo, 1988), (Alessina, Alberto, Alessandro Prati, and Guido Tabellini, 1989) Инфляци нь хүүд, хүү нь валютын ханшид сөрөг нөлөө үзүүлэх замаар эдийн засгийн өсөлтийг бууруулж, улмаар өрөө төлөх чадваргүй болгодог. Ихэнхдээ гадаад өр гадаад валютаар байдаг ба зарим тохиолдолд дотоод зах зээлээс гадаад валютаар зээл авах тохиолдол байдаг. Энэ нь ханшийн хэлбэлзлээс шалтгаалан давхар ханшийн эрсдэлийг бий болгох сөрөг талтай. (Carmen M.Reinhart and Kenneth S.Rogoff, 2010) Төв банкны өр нь Засгийн газрын өрөөс тусдаа бүртгэгдэх ба нээлттэй зах зээлийн үйл ажиллагаа явуулах зорилгоор зээл авдаг.

Тухайн улсын засгийн газар урьдчилан тохиролцсон гэрээний дагуу хүү, үндсэн төлбөрөө төлөхгүй байх тохиолдолд өрийн хямрал үүсэх нөхцөл бүрддэг. (Sachs, 1984) Анхны өрийн хямрал XVIII зууны үед гарч байсан бол орчин үед 1980-аад оны Латин америк, 2010 оны Европын улсуудад болсон гадаад өрийн хямрал томоохон жишээнд тооцогдож байна. (Mc. Donald, and C. Donough, 1982) Гадаад өрийн хямрал үүсгэх хүчин зүйл нь улс орон бүрийн онцлогоос хамаарч харилцан адилгүй байдаг ч өрийн хямрал нь бусад төрлийн санхүүгийн хямрал үүсэх шалтгаан болдог байна. Санхүүгийн хямралууд нь ихэнхдээ нэг төрлийн байхаас гадна, хоёр эсвэл гурван төрлийн санхүүгийн хямрал нэгэн зэрэг болох тохиолдол цөөнгүй байдаг. (Frankel, Jeffrey A. and Andrew K. Rose, 1996), (Berg, Andrew, and Catherine Patillo, 1999)

Тухайн улсын засгийн газар өрөө төлөх чадваргүй болохыг эмпирик судалгаанд зээлжих зэрэглэл, тухайн улсын өрийн хүүг ашиглан тодорхойлдог. (Edwards, 1984) Зэрэглэл буурах нь төлбөрөө төлж чадахгүй байх магадлалыг нэмэгдүүлдэг ба олон улсын зэрэглэл тогтоох агентлагуудын зэрэглэл шилжих матрицыг ашигладаг. (Schumkler, 2001) Өрийн хямрал үүсэх нөхцөл байдлыг ирээдүйд үүсч болох өрийн дарамтаар тодорхойлоод, өрийн дарамтыг өрийн тогтвортой байдлын шинжилгээний аргачлалаар тооцдог. Олон улсын хөгжлийн ассоциаци, ОУВС-тай хамтран бага орлоготой орнуудад зориулсан өрийн тогтвортой байдлын шинжилгээ хийх талаар судалж зөвлөмж гаргасан. (IMF, IDA, 2006) 2013 онд өрийн тогтвортой байдлын шинжилгээний аргачлалыг ОУВС, Дэлхийн банктай хамтран шинэчлэн боловсруулсан. Энэ зөвлөмж нь өрийн тогтвортой байдлын индикаторыг өнгөрсөн хугацааны түүхэн мэдээлэлд тулгуурлан тооцох, өрийн индикаторуудад шок өгөх замаар ирээдүйд гарч болох хүндрэлийг тооцох гэсэн хэсгүүдээс бүрдэнэ. (IMF, 2013). Шинжилгээг улсын нийт гадаад өр болон засгийн газрын гадаад өр гэсэн хоёр төрлөөр хийдэг. Манай орон ОУВС-ийн

ангиллаар орлого багатай гэсэн ангилалд багтдаг.

Олон улсын хэмжээнд өрийн тогтвортой байдлын шинжилгээ хийхэд гардаг гол хүндрэл нь өрийн талаарх үнэн зөв мэдээлэл бүрэн олдохгүй байх юм. Тиймээс ЭЗХАХБ өрийн статистикийг бүртгэх зөвлөмжийг 2010 онд гаргаж байсан (OECD, 2010) бол 2014 онд Дэлхийн банк, ОУВС, НҮБ-ын худалдааны байгууллага, ЭЗХАХБ, Европын төв банк гэх мэт олон улсын есөн байгууллагууд хамтран “Гадаад өрийн статистик хөтөч”-ийг шинэчлэн боловсруулсан. Энд засгийн газрын өр, төв банкны өр, байгууллага, иргэдийн гадаад өрийн мэдээллийг хэрхэн бүртгэх, мэдээллийг хаанаас авч болох талаар дэлгэрэнгүй зөвлөмж өгсөн байдаг. (IMF, WB, OECD, BIS, 2014). ЭЗХАХБ-аас засгийн газрын өрийн эрсдэлийн удирдлага, засгийн газрын гадаад өрийн удирдлагын чиглэлээр харьцуулсан бодлогын судалгаанд засгийн газрын өрийн удирдлагын стратеги, эрсдэлийн менежментийн орчин үеийн чиг хандлагыг тодорхойлсон. (IMF, IDA, 2006) Улс орнууд засгийн газрын өрийн удирдлагын бодлогыг боловсруулан хэрэгжүүлдэг ба түүний үр ашиг нь хяналт тавих тогтолцооноос хамаардаг. Зарим улс өрийн удирдлагын тухай хуулиас гадна өрийн аудитын тухай хууль, эрхзүйн зохицуулалттай байдаг. (M.Vieira, 2004)

Засгийн газрын гадаад өрийн өнөөгийн байдал, төсөвт үзүүлэх нөлөөллийг сүүлийн жилүүдэд эрчимтэй судалсан бөгөөд өрийн тогтвортой байдлын харьцаа үзүүлэлтийг тооцож, ОУВС-ийн сэрэмжлэх түвшинтэй харьцуулан дүгнэсэн ажлууд хийгджээ. Харин Монгол улсын нийт гадаад өр, түүний эдийн засагт үзүүлэх нөлөөллийг тооцож, эдийн засагт учирч болох эрсдэлүүдийг судалсан ажлууд дутмаг байна гэж үзэж байна. Тиймээс судалгааны ажилдаа гадаад өрийн тогтвортой байдалд шинжилгээ хийн, бусад улстай харьцуулан дүгнэж, гадаад өрийн эдийн засагт үзүүлэх нөлөөллийг тооцохын зэрэгцээ, өрийн хямрал болсон улсуудад өрийн хямрал үүсгэсэн хүчин зүйлс, үзүүлэх үр нөлөө, авч хэрэгжүүлсэн арга хэмжээ зэргийг судлан, Монгол улсын эдийн засагт учирч болзошгүй эрсдэлүүдийг тодорхойлохыг зорилоо.

III. ГАДААД ӨРИЙН ШИНЖИЛГЭЭНИЙ АРГА ЗҮЙ

Шинжилгээний арга зүйг өрийн тогтвортой байдлын шинжилгээ, өрийн эдийн засагт үзүүлэх нөлөө, өрийн хямрал болон бусад хямралын харилцан хамаарал гэсэн гурван хэсэгт авч үзлээ.

3.1 Гадаад өрийн тогтвортой байдлын шинжилгээний аргачлал

Өрийн тогтвортой байдлын шинжилгээ гэж гадаад өрийн үйлчилгээнд төлөх төлбөрөөс гарах хүндрэл, ачаалал үүсч байгаа эсэхийг тогтоохыг хэлдэг. Ачаалал үүсч байвал өрийн дарамт гэж үзэх ба энэ нь өрийн үйлчилгээний төлбөрт зарцуулагдах эх үүсвэр дутагдснаас үүсдэг. Өрийн үйлчилгээний төлбөрт одоогийн орлогын дийлэнх хэсэг нь хуваарилагдаж байвал ирээдүйд өрийн дарамт ихэснэ. Дэлхийн банк, ОУВС-гийн хамтран боловсруулсан “Өрийн тогтвортой байдлын шинжилгээ хийх зөвлөмж”-д өрийн дарамтыг дараах үзүүлэлтээр тооцож болохыг харуулсан байна. (IMF, IDA, 2006)

$$\text{Өрийн дарамт} = \frac{\text{Өрийн хэмжээ}}{\text{Өрөө буцаан төлөх чадвар}} \quad (1)$$

Өр хэт их өсөх нь төлбөрийн чадварын болон хөрвөх чадварын эрсдэлийг үүсгэх бөгөөд тухайн хугацаанд өрийн үйлчилгээний төлбөрийг Засгийн газар орлогоороо төлөх чадваргүй болоход хүргэдэг. Хөрвөх чадварын эрсдэл гэдэг нь өрийг төлөх бэлэн мөнгөний хомсдолд орсон нөхцөл байдлыг хэлэх бол төлбөрийн чадварын эрсдэл гэдэг нь төлбөрөө хийх санхүүжилтгүй болохыг хэлнэ. Хөрвөх чадварын эрсдэлийг тодорхойлохдоо өрийн үйлчилгээний төлбөрийг, төлбөрийн чадварын эрсдэлийг тодорхойлохдоо ДНБ, экспорт, засгийн газрын орлогын мэдээллийг тус тус ашигладаг. ДНБ нь эдийн засгийн төлөвийг, экспорт нь гадаад валютын ханшийн эрсдэлийг, засгийн газрын орлого нь төсвийн хөрөнгөөр өрөө төлөх чадварыг илэрхийлнэ.

Мөн өрийн тогтвортой байдлыг гадаад өр/экспорт, гадаад өрийн үйлчилгээ/ДНБ, гадаад өрийн үйлчилгээ/экспорт, гадаад өр/ДНБ, гадаад валютын нөөц/импорт, гадаад валютын нөөц/гадаад өр зэрэг үзүүлэлтүүд илэрхийлэх боломжтой. Аливаа улсын эдийн засгийн чадавх нь бүтээгдэхүүн үйлдвэрлэл, экспортоос хамаарах тул өрийн хэмжээ нь экспорт болон ДНБ-тэй харьцуулахад тогтвортой байх шаардлагатай. Өрийн үйлчилгээ/экспорт, өрийн үйлчилгээ/ДНБ харьцаанууд нь өнгөрсөн хугацаанд экспорт, нийт үйлдвэрлэлээс өрийн төлбөрт төлсөн төлбөрийн эзлэх хувийг илэрхийлнэ. Өрийн үйлчилгээ/экспорт нь хөрвөх чадварыг илэрхийлнэ. Өрийн үйлчилгээ/ДНБ-ий харьцаа нь өмнөх хугацаанд төлсөн төлбөрийг төлөхөд ашигласан дотоодын нийт бүтээгдэхүүний хэмжээг харуулах ба уг харьцаа өндөр байх нь өрийн тогтворгүй байдал үүсч байгааг харуулдаг. Гадаад валютын нөөц/өрийн харьцаа нь өрийн тогтвортой байдлын харьцаа биш

боловч гадаад өрийг төлөхөд валютын нөөцийг хэр удаан ашиглах боломжтой байгааг харуулдаг. Мөн гадаад валютын нөөц/импортын харьцаа нь тухайн улсын импортод гадаад валютын нөөцөөр төлбөр хийх боломжийг харуулдаг.

ОУВС нь Дэлхийн банктай хамтран өрийн тогтвортой байдлын шинжилгээний аргачлалыг 2005 онд боловсруулж 2013 онд шинэчилсэн ба (i) өрийн өнөөгийн нөхцөл байдал, хугацааны бүтэц, хүүний төрөл (тогтмол, хувьсах, индексжүүлсэн г.м), хэмжээ, өрийн эзэмшигчийг тодорхойлж, дүгнэлт өгөх, (ii) өрийн бүтцийн хэврэг байдал болон төлбөр төлөхөд гарах аливаа хүндрэлээс урьдчилан сэргийлэх чиглэлээр авч хэрэгжүүлж буй бодлогын арга хэмжээнүүдэд дүгнэлт өгөх, (iii) өрийн төлөлт хийгдэхэд гарч болзошгүй хүндрэл, өрийг тогтворжуулах бодлого, түүний үр нөлөөг судлан, зөвлөмж боловсруулах үндсэн зорилготой. (IMF, www.imf.org, 2015) Өрийн тогтвортой байдлын шинжилгээг хийхдээ өрийн дарамтыг илэрхийлэх индикаторуудыг засгийн газар, нийт гадаад өр гэж хоёр ангилан үздэг. (Хүснэгт 3)

Хүснэгт 3. Өрийн дарамтын индикаторууд

Засгийн газрын гадаад өр	Нийт гадаад өр
• Өнөөгийн үнэ цэнээрх гадаад өр/нэрлэсэн ДНБ • Өнөөгийн үнэ цэнээрх гадаад өр/экспорт • Өнөөгийн үнэ цэнээрх гадаад өр/засгийн газрын орлого • Өрийн үйлчилгээ/экспорт • Өрийн үйлчилгээ/ засгийн газрын орлого	• Өнөөгийн үнэ цэнээрх гадаад өр/нэрлэсэн ДНБ • Өнөөгийн үнэ цэнээрх гадаад өр/засгийн газрын орлого • Өрийн үйлчилгээ/ засгийн газрын орлого

Эх сурвалж: (IMF, Debt sustainability framework for Low-Income countries, 2013)

Дэлхийн банк болон ОУВС-аас тухайн улсын бодлого болон институцийн чадамжид харгалзах засгийн газрын өрийн босго утгыг тогтоосон. Бодлогын үр дүнг үнэлэхдээ Дэлхийн банкнаас гаргадаг “CPIA¹ индекс” буюу “Улсын бодлого институцийн үнэлгээний индекс”-ийн гурван жилийн дундажыг ашиглан хүчтэй (3.75 дээш), дунд (3.25-3.75), сул (3.25 доош) гэсэн гурван хэсэгт хуваан үздэг. (Хүснэгт 4)

Хүснэгт 4. Засгийн газрын гадаад өрийн босго утга

Өрийн индикаторууд	Институц ба бодлогын чанар		
	Сул CPIA $\leq$ 3.25	Дундаж 3.25<CPIA<3.75	Хүчтэй CPIA $\geq$ 3.75
Өнөөгийн үнэ цэнээрх Гадаад өр/Нэрлэсэн ДНБ	30	40	50
Өнөөгийн үнэ цэнээрх Гадаад өр/Экспорт	100	150	200
Өнөөгийн үнэ цэнээрх Гадаад өр/Засгийн газрын орлого	200	250	300
Өрийн үйлчилгээ/Экспорт	15	20	25
Өрийн үйлчилгээ /Засгийн газрын орлого	25	30	35

Эх сурвалж: (François Painchaud and Tihomir (Tish) Stučka, May, 2011)

¹ Country Policy and Institutional Assessment

ОУВС-аас 2012 онд засгийн газрын нийт гадаад өрийн хувьд босго утгыг өнөөгийн үнэ цэнээрх дүнг институт ба бодлогын чанараас хамааруулан 38, 56, 74 гэсэн босго утгыг тодорхойлжээ. (Хүснэгт 5)

Хүснэгт 5. Улсын гадаад өрийн босго утга

Институт ба бодлогын чанар	Өнөөгийн үнэ цэнээрх ЗГ-ын нийт өр/ ДНБ
Сул	38
Дунд зэрэг	56
Хүчтэй	74

Эх сурвалж: (François Painchaud and Tihomir (Tish) Stučka, May, 2011)

Өрийн дарамтын индикаторуудыг өнөөгийн үнэ цэнрүү шилжүүлж тооцох нь бодитой дүгнэлт хийх боломжтой гэж үздэг ба ижил түвшиний улс орнуудтай харьцуулалт хийхэд тохиромжтойгоороо давуу талтай. Өнөөгийн үнэ цэнийг нийт төлөгдөх өрийн үйлчилгээг шаардлагатай өгөөжөөр хорогдуулж, тус бүрийн нийлбэрээр тооцно.

$$NPV_1 = \frac{DS_{t+1}}{(1+r)^1} + \frac{DS_{t+2}}{(1+r)^2} + \frac{DS_{t+3}}{(1+r)^3} + \frac{DS_{t+4}}{(1+r)^4} + \dots \quad (2)$$

Энд DS_t нь t хугацааны турш дахь зээлийн үйлчилгээний төлбөр, r нь шаардлагатай өгөөж юм. Шаардлагатай өгөөжийг арилжааны банкны зээлийн хүүгээр авах тохиолдол түгээмэл байдаг ч хөгжиж буй орнуудын хувьд өгөөжийг банкны валютын зээлийн хүүний зургаан сарын дунджаар эсвэл тогтмол 5 хувиар тооцдог. (IMF, 2013)

3.2 Гадаад өр, эдийн засгийн өсөлтийн загварын харьцуулсан судалгаа

Гадаад өр, эдийн засгийн хоорондын хамаарлыг судалсан судалгаануудад өрийн хэмжээ нь эдийн засгийн өсөлтөд эерэг, сөрөг нөлөө үзүүлдэг эсвэл ямар нэгэн хамааралгүй гэх янз бүрийн үр дүнг ялгаатай эдийн засгийн нөхцөлд гаргасан байдаг. (Were, 2001), (S. Malik, M. K. Hayat and M. U. Hayat, 2010)

Хүснэгт 6. Панел өгөгдөл ашиглан өрийн шинжилгээг хийсэн судалгаануудын харьцуулалт

№	Хамрах хүрээ	Судлаачийн нэр	Ашигласан загвар	Хувьсагчид
1	Хөгжиж буй 93 улс 1969-1998 он	(Catherine Pattillo, Luca Ricci and Helene Poirson, 2002)	Динамик шугаман, шугаман бус, sysGMM, FE, IV	Хүн амын өсөлт, хөрөнгө оруулалтын түвшин, гадаад худалдааны нээлттэй байдал, төсвийн тэнцэл/ДНБ, боловсролын түвшин
2	Бага орлоготой 55 орны жишээ 1970-1990	(Benedict, R. Bhattacharya and T. Q. Nguyen, 2003)	Динамик шугаман, шугаман бус, sysGMM, FE	ЗГХО/ДНБ, хотжилт, Гадаад худалдааны нээлттэй байдал, өрийн үйлчилгээ, Гадаадын тусламж/ҮНО

3	Латин, Америкийн 20 орон 1970-2002 он	(Alfredo Schlarek and Francisco R. Ballester, 2005)	Динамик шугаман, шугаман бус, sysGMM, PTR,	Өрийн индикатор, боловсролын түвшин, инфляци, хүн амын өсөлт, төсвийн тэнцэл/ДНБ, ХО/ДНБ
4	OECD-н 20 орон 1988-2001 он	(Public Debt and Economic Growth: a Granger Causality Panel Data Approach, 2009)	VAR	Төсвийн тэнцэл, өрийн индикатор, нэг хүнд ногдох ДНБ,
5	Европын холбооны 12 улс 1970-2010 он	(Cristina Chercherita and Philip Rother, 2010)	Динамик, FE, IV	Иргэдийн хадгаламж, ЗГХО, үйлдвэрлэлийн бүтээмж, ЗГ-ын нэрэлсэн бодит хүүний түвшин
	Африкийн нэгдсэн улс 1970-2007 он	(Chinedu Samuel Okonkwo, 2010)	Динамик, ECM	ГШХО/ДНБ, Гадаад өр/ДНБ, дотоод НХО/ДНБ, ӨҮ/ДНБ,
6	OECD орнууд 1970-1999 он	(Government outlays, economic growth and unemployment A VAR MODEL, 2011)	VAR	Ажилгүйдэл, инфляци, ЗГ зардал, татварын орлого, хүүний түвшин, хүн амын өсөлт, (импорт+экспорт)/ДНБ
7	OECD орнууд 1980-2006 он	(Ugo Panizza and Ander F. Presbitero, 2013)	Динамик шугаман, шугаман бус GMN, PTR ² ,	Хүн амын өсөлтийн хувь, ХО/ДНБ, өрийн индикатор, худалдааны нээлттэй байдал, инфляци, боловсролын түвшин,

Гадаад өрийн эдийн засагт үзүүлэх нөлөөллийг тодорхойлох шинжилгээнүүдийг харьцуулан үзвэл панел болон хугацааны цувааны өгөгдөл ашиглан хийжээ. Панел өгөгдөл ашиглан хийсэн судалгааны ажлууд нь динамик шугаман болон шугаман бус (квадратлаг), VAR, ECM, System GMM³, FE⁴, IV⁵ загваруудыг ашигласан ба тухайн улс орны хөгжлийн түвшнөөс хамааран хувьсагчид нь ялгаатай байна. (Хүснэгт 6)

Нэг улсын жишээн дээр хийсэн судалгааны ажлуудыг хөгжиж буй, орлого багатай улсууд байхаар сонгон авсан. Сүүлийн жилүүдэд хийсэн судалгааны ажлуудыг харьцуулан үзвэл динамик шугаман болон шугаман бус (квадратлаг), VAR, ECM, загваруудыг ашигласан ба дийлэнх судалгаанд ОУВС-ийн судалгааны ажлуудыг онолын суурь загвар болгон ашигласан байна. Шинжилгээнд авч үзсэн хувьсагчдыг харьцуулан авч үзвэл улсын төсөв, гадаад болон дотоод хөрөнгө оруулалт, гадаад худалдаа, хүүний түвшин, хүн амын өсөлт, инфляци зэрэг байна. (Хүснэгт 7)

² Panel threshold regression

³ System generalized method of moments

⁴ Fixed effect

⁵ Instrumental variables

Хүснэгт 7. Өрийн шинжилгээг хугацааны цуваа ашиглан хийсэн судалгаануудын харьцуулалт

№	Хамрах хүрээ	Судлаачийн нэр	Ашигласан загвар	Хяналтын хувьсагчид
1	Фижи 1970-2003 он	(T.K.Jayaraman and Chee-Keong Choong, 2006)	Динамик шугаман, VAR	ЗГҮЦ хүү, ЗГ цалингийн нийт зардал/нийт зардал, өрийн индикатор, улс төрийн дамми хувьсагч,
2	Филиппин 1981-2005 он	(Janice Abilene S.Patenio and Agustina Tan-Cruz,, 2007)	VAR,	Хувьцаат капитал, өрийн өөрчлөлт, хөрөнгө оруулалт, ажилгүйдэл, боловсролын түвшин
3	Иран 1999-2006 он	(Mehdi Safdari and Masoud Abouie Mehri, 2011)	VAR	ЗГХО, хувийн ХО, өрийн индикатор, импорт,
4	Бангладеш 1980-2012 он	(Md. Hashibul Hassan and Tahmina Akhter, 2012)	Динамик шугаман, шугаман бус ECM, VECM	Нийт хэрэглээ/ДНБ, Үйлдвэрлэлийн салбарын өсөлтийн хувь/ДНБ, ХО/ДНБ, Татварын орлого/ДНБ, Цэвэр экспорт/ДНБ, ЗГҮЦ/ДНБ, Дотоод өр/ДНБ, Гадаад өр/ДНБ
5	Пакистан 1980-2010	(Rabia Atique and Kamran Malik, 2012)	Динамик шугаман, шугаман бус ECM	ХО/ДНБ, Инфляци, ДНБ, ажил эрхлэлтийн түвшин, авилгын түвшин,
6	Танзани 1990-2010 он	(Impact of External Debt on Economic Growth: A Case Study of Tanzania, 2013)	Динамик шугаман	Өр/ДНБ, ӨҮ/ ДНБ, Хяналтын хувьсагч ашиглаагүй
7	Тунис 2007-2012 он	(Wahiba, External Debt and Economic Growth in Tunisia, 2014)	Динамик шугаман,	ЗГХО/ДНБ, өрийн индикаторууд, өрийн дундаж хүүний түвшин, хүн амын өсөлт,
8	Нигери 1970-2011 он	(Impacts of external debt on economic growth in Nigeria: a VAR approach, 2015)	VAR	Гадаад өр, ЭЗ өсөлт /Өрийн өсөлт, Гадаад өр/ Экспорт, Инфляци, валютын бодит ханш, ЗГХО,

Гадаад өрийн макро эдийн засагт үзүүлэх нөлөөг тодорхойлох судалгаанд нийтлэг байдлаар “Өрийн динамик шинжилгээ”-ний аргачлалыг ашигладаг. (Solomon, 1977), (McDonald, 1982) Дээрх судалгааны ажлуудад ОУВС-ийн (Catherine Pattillo, Luca Ricci and Helene Poirson, 2002), (Benedict, R. Bhattacharya and T. Q. Nguyen, 2003) судалгааг онолын суурь загвар болгон тооцоолол хийсэн ажлууд олон байгаа ба мэдээлэл болон загварын хувьд олон улсад хүлээн зөвшөөрөгдсөн аргазүйг ашигласан тул уг судалгаанд динамик шугаман, шугаман бус загвараар үнэлгээ хийхийг зорилоо.

Орлого багатай 93 орны 1969-1998 оны панел тоон өгөгдөл ашиглан гадаад өр, эдийн засгийн өсөлтийн хамаарлыг тодорхойлсон судалгаанд гадаад өрийн түвшин нэг үеийн дараагаас эхлэн эдийн засгийн өсөлтөд сөргөөр нөлөөлөхийн зэрэгцээ, мөн гадаад өр/ДНБ-ий харьцаа 35-40%, гадаад өр/экспортын харьцаа 160-170%-иас дээш байх нь эдийн засгийн өсөлтөд сөрөг нөлөө үзүүлдэг гэсэн үр дүн гарчээ. (Catherine Pattillo, Luca Ricci and Helene Poirson, 2002)

Гадаад өр, эдийн засгийн өсөлтийн шугаман загвар

Гадаад өр, эдийн засгийн өсөлтийн хамаарлыг илэрхийлэх шугаман загварт ДНБ-ий өсөлтийг гадаад өр, бусад үзүүлэлтээс хамааруулан дараах байдлаар тодорхойлно.

$$y_{it} = \alpha_{(it)} + \beta X_{it} + \gamma D_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Энд:

y_{it} - Нэг хүнд ноогдох бодит ДНБ-ий өсөлтийн хувь

X_{it} - Хяналтын хувьсагчид

D_{it} - Өрийн индикатор

Өрийн индикаторт гадаад өр/экспортийн харьцаа, цэвэр өнөөгийн үнэ цэнээрх гадаад өр/экспортийн харьцаа, гадаад өр/ДНБ-ий харьцаа, цэвэр өнөөгийн үнэ цэнээрх гадаад өр/ДНБ-ий харьцаа гэсэн дөрвөн индикаторыг авч үзсэн. Өрийн индикаторууд нь эдийн засгийн өсөлтийг тайлбарлахад бүгд ач холбогдолтой гарчээ. (Catherine Pattillo, Luca Ricci and Helene Poirson, 2002)

Гадаад өр, эдийн засгийн өсөлтийн шугаман бус загвар

Их хэмжээний өр нь эдийн засгийн өсөлтийг бууруулдаг, харин зохистой хэмжээний гадаад өр нь эдийн засгийн өсөлтийг дэмждэг тул өрийн эдийн засагт үзүүлэх нөлөөллийг квадратлаг загвараар үнэлэх нь тайлбарлахад хялбар гэж үздэг. Өөрөөр хэлбэл зээл авч хөрөнгө оруулалт татдаг улсууд эхэндээ эдийн засгийн өсөлт нь маш өндөр байдаг ч тодорхой хугацааны дараа өрийн хэмжээ зохих түвшинээс хэтрэхэд өсөлтийн түвшин буурдаг. (Catherine Pattillo, Luca Ricci and Helene Poirson, 2002) Эдийн засгийн өсөлт, өрийн квадратлаг загварыг доор харууллаа.

$$y_{it} = \alpha_{(it)} + \beta X_{it} + \gamma D_{it} + \delta D_{it}^2 + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Өрийн хэмжээ ихтэй, орлого багатай улс орны эдийн засгийн өсөлтөд өрийн үзүүлэх нөлөөг квадратлаг загвараар үнэлэхэд өрийн индикаторууд эерэг хамааралтай, өрийн квадратлаг утга нь сөрөг хамааралтай гарчээ. Эндээс өрийн индикатор нь эдийн засагт үзүүлэх нөлөөллийг нарийвчлан тодорхойлохын тулд өрийн босго утгыг тодорхойлж, дамми хувьсагч оруулан загварыг боловсруулжээ.

$$y_{it} = \alpha_{(it)} + \beta X_{it} + \gamma D_{it} + \chi(D_{it} - D_{it}^*)Z + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Энд D_{it}^* -нь өрийн босго утга буюу зохистой түвшинг, Z нь дамми хувьсагч (Өрийн индикатор нь босго утгаас давсан бол 1, үгүй бол 0)-ыг илэрхийлнэ. Өрийн босго утгыг тодорхойлохдоо боломжит бүх хувилбараар регресс

үнэлэн, хамгийн бага стандарт алдааг зааж буй шалгуур үзүүлэлтийг эдийн засгийн өсөлтийг хамгийн их байлгах гадаад өрийн түвшин хэмээн авч үзжээ. Уг судалгаанд нэг хүнд ноогдох бодит ДНБ-ий өсөлтийг тайлбарладагч хувьсагч, өрийн индикатороос гадна эдийн засгийн өсөлтөд нөлөөлөх бусад хүчин зүйлсийг харуулах зорилгоор хяналтын хувьсагч болох худалдааны нөхцөл (гадаад шокуудыг харуулдаг), урсгал тэнцэл (санхүүгийн тогтвортой байдлыг төлөөлдөг), нээлттэй байдал (гадаад худалдааны тогтвортой байдлыг илтгэдэг), хүн амын өсөлт (хүмүүн капиталыг төлөөлдөг), хөрөнгө оруулалт, конвергенцийн нөлөөг харуулдаг дунд сургуульд хамрагдсан хувь, төсвийн орлого зэрэг индикаторуудыг үнэлгээндээ ашиглажээ.

Орлого багатай орнуудын эдийн засгийн өсөлтөд гадаад өрийн үзүүлэх нөлөөг ОУВС-ийн судлаачид (Benedict, R. Bhattacharya and T. Q. Nguyen, 2003) нарийвчлан судалжээ. Уг судалгаанд орлого багатай, өрийн хэмжээ ихтэй улсуудад гадаад өрийн хэмжээ мэдэгдэхүйц хувиар буурах нь эдийн засгийн өсөлтийг нэг хувиар өсгөдөг бөгөөд өрийн үйлчилгээний төлбөр буурах нь засгийн газрын хөрөнгө оруулалтыг нэмэгдүүлдэг гэсэн үр дүн гарчээ. Өрийн үйлчилгээний хагасыг хөнгөлсөн тохиолдолд төсвийн алдагдлыг бууруулдаг болохыг харуулжээ. Уг судалгаанд орлого багатай 55 орны 1970-1999 оны панел өгөгдөл ашиглан үнэлгээ хийгээд өрийн зохистой түвшин гадаад өр/ДНБ харьцаа 30-37%, гадаад өр/экспортын харьцаа 115-120%, хэрэв өнөөгийн үнэ цэнэрүү шилжүүлж үзвэл ДНБ-ий 20-25%, экспортын 100-105% болж буурна гэж үзжээ. Өрийн шугаман бус динамик загварыг дор харууллаа.

$$GRPCY_{it} = \alpha_r + \alpha_1 LYRPC(-1)_{it} + \alpha_2 TOTGR_{it} + \alpha_3 POPGR_{it} + \alpha_4 GSEC_{it} + \alpha_5 GROINV_{it} + \alpha_6 FISBAL_{it} + \alpha_7 OPEN_{it} + \alpha_8 DEBTSERX_{it} + \alpha_9 EXTDEBT_{it} + \alpha_{10} EXTDEBT_{it}^2 + \mu_{it} \quad (6)$$

Энд $GRPCY_{it}$ нь нэг хүнд ногдох ДНБ өсөлт, $LYRPC(-1)_{it}$ нь нэг хүнд ногдох бодит ДНБ өсөлтийн нэг хугацааны өмнөх нөлөөлөл, $TOTGR_{it}$ нь гадаад худалдааны өөрчлөлт, $POPGR_{it}$ нь хүн амын өсөлтийн хувь, $GSEC_{it}$ нь ерөнхий боловсролын сургуульд элсэгчдийн тооны өсөлтийн хувь, $GROINV_{it}$ нь ДНБ-д эзлэх дотоодын хөрөнгө оруулалт, $FISBAL_{it}$ нь ДНБ-д эзлэх төсвийн тэнцэл, $OPEN_{it}$ нь худалдааны нээлттэй байдал буюу ДНБ-д эзлэх экспорт, импортын хэмжээ, $DEBTSERX_{it}$ нь экспортод эзлэх өрийн үйлчилгээний хэмжээ, $EXTDEBT_{it}$ нь экспортод эзлэх өрийн хэмжээг илэрхийлнэ.

Европын төв банкны (Alfredo Schclarek and Francisco R. Ballester, 2005) судлаачид Латин америкийн 20 орны өрийн хямрал болж байсан 1970-2002 оны панел тоон өгөгдөлд тулгуурлан үнэлгээ хийжээ. Судалгаанд (Catherine Pattillo, Luca Ricci and Helene Poirson, 2002) нарын загварт тухайн улсын онцлог гэсэн индикаторыг нэмж, загварыг өргөтгөжээ.

$$y_{it} = \alpha_{(it)} + \beta X_{it} + \gamma D_{it} + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

Энд: y_{it} буюу эдийн засгийн өсөлтийг нэг хүнд ногдох ДНБ-ээр, X_{it} эдийн засгийн өсөлт, боловсрол, засгийн газрын хэмжээ, худалдааны нээлттэй байдал, инфляци, санхүүгийн зуучлагч байгууллагуудын хөгжлийн түвшин, хүн ам, хөрөнгө оруулалтын өсөлтийн хувь зэрэг макро эдийн засгийн индикаторууд, D_{it} нь өрийн индикаторууд, η_i нь тухайн улсын онцлогыг илэрхийлсэн индикатор байна. Судалгаанд дээрх шугаман загвараас гадна (Catherine Pattillo, Luca Ricci and Helene Poirson, 2002) нарын тодорхойлсон шугаман бус дамми хувьсагчтай загварыг ашиглан өрийн зохистой хэмжээг буюу өрийн босго утгыг тодорхойлжээ. Латин америкийн орнуудын хувьд өрийн босго утгыг өр/ДНБ харьцаа 60%, гадаад өр/экспортын харьцаа 250%, гадаад өр/засгийн газрын орлогын харьцаа 300% байна гэж дүгнэжээ.

$$y_{it} = \alpha_{(it)} + \beta X_{it} + \gamma D_{it} + \chi(D_{it} - D_{it}^*)Z + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

Европын төв банкны (Cristina Chercherita and Philip Rother, 2010) судлаачид европын холбооны улсуудын 1970-2010 оны тоон мэдээлэлд тулгуурлан өрийн эдийн засаг үзүүлэх нөлөөг шугаман бус загвараар үнэлжээ. 1913 онд европын холбооны улсуудын өр/ДНБ-ий харьцаа 12% байсан бол 1990 онд 43%, 2010 онд 65% байгааг тогтоосон байна. Шинжилгээнд төсвийн индикаторууд, эдийн засгийн нээлттэй байдлын индикаторууд, төсөв мөнгөний бодлогыг илэрхийлэх хүү, инфляцийн үзүүлэлтүүдийг ашиглажээ. Засгийн газрын гадаад өрийн хэмжээ ДНБ-ий 70-80%-иас давсан тохиолдолд эдийн засгийн өсөлтөд сөрөг нөлөө үзүүлдэг, европын холбооны буюу хөгжингүй орнуудын хувьд өрийн босго утгыг 90-100% байна гэж дүгнэжээ. Энэ нь хөгжиж буй улстай харьцуулахад өндөр үзүүлэлт юм. Мөн төсвийн алдагдал/ДНБ-ий харьцаа эдийн засгийн өсөлтөд сөрөг нөлөө үзүүлдэг, засгийн газрын өрийн өөрчлөлт нь хувийн хуримтлал, засгийн газрын хөрөнгө оруулалт, үйлдвэрлэлийн хэмжээ, засгийн газрын бондын нэрлэсэн болон бодит хүүний түвшинд нөлөөлдөг. Тиймээс урт хугацааны эдийн засгийн өсөлтийг бий болгохын тулд засгийн газрын өрийг бууруулах шаардлагатай гэсэн бодлогын зөвлөмж гаргажээ.

Орлого багатай, хөгжиж буй орнуудын өрийн эдийн засагт үзүүлэх нөлөөг тодорхойлохдоо кросс өгөгдөл ашиглан шугаман динамик загварыг түгээмэл ашигладаг. Пакистан, Танзани, Тунис улсуудын жишээн дээр өрийн эдийн засагт үзүүлэх нөлөөллийг тооцсон судалгаануудыг харьцуулж үзье. Пакистан улсын жишээн дээр 1980-2010 оны тоон мэдээллийг ашиглан өсөлтийн загвараар хоёр төрлийн үнэлгээ хийжээ. Үнэлгээг хийхдээ translog загварыг ашигласан буюу хувьсагчийн утгаас логарифм авчээ. (Rabia Atique and Kamran Malik, 2012)

$$\ln RGDPG_t = \beta_0 + \beta_1 \ln DD_t + \beta_2 \ln NTIG_t + \beta_3 \ln INF_t + \beta_4 \ln LPR_t + \beta_5 \ln CPI_t \quad (9)$$

Энд $RGDPG_t$ нь бодит ДНБ өсөлтийн хувь, DDt нь дотоод өрийн хэмжээ мөнгөн дүнгээр, $NTIGt$ нь ДНБ-д эзлэх нийт цэвэр хөрөнгө оруулалтын хэмжээ, $INFt$ нь инфляцийн түвшин, $LPRt$ нь ажил эрхлэлтийн түвшин, $CPIt$ нь авилгын индекс юм. Хоёр дахь загвар нь дотоод өрийн оронд гадаад өрийн хувьсагчийг орлуулж үзсэн. Шинжилгээнд VAR аргыг ашигласан ба өрийн хэмжээ өсөхөд эдийн засгийн өсөлтөд сөрөг нөлөө үзүүлдэг гэсэн үр дүн гарчээ.

$$\ln RGDPG_t = \beta_0 + \beta_1 \ln EDt + \beta_2 \ln NTIGt + \beta_3 \ln INFt + \beta_4 \ln LPRt + \beta_5 \ln CPIt \quad (10)$$

Танзани улсын жишээн дээр 1990-2010 оны тоон өгөгдлийг ашиглан эдийн засгийн өсөлтөд ДНБ-д эзлэх өр (ED), өрийн үйлчилгээ (DS) гэсэн хоёр хувьсагч бүхий шугаман загвараар үнэлгээ хийжээ. (Faraji Kasidi and A. Makame Said, 2013) Судалгаагаар өрийн хэмжээ эдийн засгийн өсөлтөд эерэг (өрийн хэмжээ нэгжээр өсөхөд ДНБ 0.37 нэгжээр өсдөг), өрийн үйлчилгээ нь эдийн засгийн өсөлтөд сөрөг нөлөө (өрийн үйлчилгээний харьцаа нэг нэгжээр өсөхөд ДНБ 28 нэгжээр буурна) үзүүлдэг гэсэн үр дүн гарчээ.

$$GDP = \alpha + \beta_1 ED + \beta_2 DS + \varepsilon \quad (11)$$

Тунис улсын жишээн дээр өрийн эдийн засагт үзүүлэх нөлөөг өсөлтийн загвар ашиглан тодорхойлжээ. (Wahiba, External debt and Economic growth in Tunisia, 2014) Шинжилээний үр дүнд өрийн хэмжээ нь эдийн засгийн өсөлтөд эерэг, өрийн квадрат үзүүлэлт нь сөрөг нөлөө үзүүлдэг болохыг тогтоож, өрийн хэмжээг зохих түвшинд барих хэрэгтэй гэсэн дүгнэлтэд хүрчээ.

$$PIB = C_1 + C_2 INV + C_3 DET + C_4 SDT + C_5 TIM + C_6 POP + C_7 DET_2 \quad (12)$$

Энд INV нь ДНБ-д эзлэх засгийн газрын хөрөнгө оруулалт, DET нь ДНБ-д эзлэх зээл, SDT нь ДНБ-д эзлэх өрийн үйчилгээ, AIR нь зээлийн дундаж хүүний түвшин, POP нь хүн амын өсөлтийн хувийг илэрхийлнэ.

Дээрх судалгааны ажлуудыг харьцуулан үзвэл шугаман бус динамик загварыг ашиглах нь тохиромжтой, өрийн хэмжээ өсөх нь эдийн засгийн өсөлтөд эерэг нөлөө үзүүлэх боловч тодорхой түвшнээс давсан тохиолдолд сөрөг нөлөө үзүүлдэг гэсэн онолын дүгнэлт гарч байна. Хөгжиж буй орнуудын хувьд өрийн босго утгыг дунджаар өр/ДНБ харьцааг 30-40%, өр/экспортын харьцааг 120-160% байх нь тохиромжтой гэж үзжээ. (Хүснэгт 8)

Хүснэгт 8. Хөгжиж буй орнуудын өрийн босго утгын харьцуулалт

№	Судлаачийн нэр	Өр-ДНБ	Өр-Экспорт
1	(Catherine Pattillo, Luca Ricci and Helene Poirson, 2002)	35-40%	160-170%
2	(Benedict, R. Bhattacharya and T. Q. Nguyen, 2003)	30-37% 20-25%*	115-120% 100-105%*

Тайлбар: * - өнөөгийн үнэ цэнэ рүү шилжүүлсэн харьцаа

Өрийн эдийн засагт үзүүлэх нөлөөллийн шинжилгээнд авч үзсэн хувьсагчдыг харьцуулбал нийтлэг байдлаар өрийн индикаторууд, гадаад худалдаа, төсвийн алдагдал, үнэ, инфляци, ажилгүйдлын түвшин, хүн амын өсөлт, боловсролын түвшин зэрэг үзүүлэлтүүдийг ашиглажээ. Тиймээс өрийн эдийн засагт үзүүлэх нөлөөг үнэлэхдээ динамик шугаман ба шугаман бус загварыг ашиглах ба (Benedict, R. Bhattacharya and T. Q. Nguyen, 2003), (Catherine Pattillo, Luca Ricci and Helene Poirson, 2002) нарын загварын дагуу шинжилгээ хийнэ.

3.3 Гадаад өрийн хямрал, бусад хямралын харилцан хамаарал

Хөгжиж буй орнуудад өрийн хэмжээ хэт өсөх нь өрийн дарамт нэмэгдэх, эдийн засгийн өсөлт удааших, төсвийн орлого буурах зэрэг таагүй нөхцөл байдлууд үүсч улмаар санхүүгийн хямрал болох нэг шалтгаалан болдог. Санхүүгийн хямралын талаар олон төрлийн тайлбар байдаг ба нийтлэг байдлаар санхүүгийн байгууллагууд нэг дор их хэмжээний хөрөнгөө гэнэт алдах буюу активуудын үнэ цэн эрс буурах үзэгдэл гэж үздэг. (Charles P. Kindleberger and Robert Aliber, 2005) ОУВС-ийн судлаач (Laeven, L. and Valencia, F, 2008) нар 37 улсын жишээн дээр 1970-2007 оны хооронд болсон банк, валют, гадаад өрийн хямралыг судлан хөрөнгийн зах зээлийн уналт, санхүүгийн активуудын үнийн хөөс, валютын ханшийн уналт, улсын их хэмжээний гадаад өр зэргээс санхүүгийн хямрал үүсдэг болохыг тогтоожээ.

Санхүүгийн хямралаас үүдэлтэй алдагдал нь бодит эдийн засгийн өсөлтөд нөлөөлөн эдийн засгийн хямралыг үүсгэдэг байна. Хямралын чиглэлээр хийгдсэн судалгаануудыг харьцуулан үзэхэд санхүүгийн хямралыг үүсгэж буй хүчин зүйл, түүний цар хүрээнээс хамааруулан санхүүгийн хямралыг хөрөнгийн зах зээлийн хямрал, банкны хямрал, олон улсын санхүүгийн зах зээл, нийт эдийн засгийн гэж ангилж байна. (Зураг 7)

Зураг 7. Санхүүгийн хямралын төрөл



Эх сурвалж: (Мөнхзаяа.Б, 2014)

Хөрөнгийн зах зээлийн хямрал нь санхүүгийн актив болох хувьцаа, бондуудын үнийн хөөсөөс үүдэн хөрөнгө оруулагчид алдагдал хүлээх нөхцөл байдлыг харуулдаг. (Garber, 2001) Банкны хямрал нь хадгаламж эзэмшигчид хөрөнгөө их хэмжээгээр татах, эдийн засгийн уналтаас хамааран чанаргүй зээлийн хэмжээ огцом нэмэгдснээр арилжааны банкууд өөрийн хөрөнгөө алдах, дампуурах нөхцөл байдлыг хэлнэ. (Diamond, D. W and Dybvig, P, 1983) Олон улсын санхүүгийн хямрал нь валютын ханшийн огцом өөрчлөлт, засгийн газрын гадаадын өрөө төлөх чадваргүй байдлаас үүсдэг. Валютын хямрал гэдэг нь валютын ханш нэрлэсэн дүнгээсээ 30 хувиар унах мөн оны эхэн үетэй харьцуулахад 10 хувиас хэтэрсэн өөрчлөлтийг хэлнэ. (Laeven, L. and Valencia, F, 2008). Харин ДНБ-ий өсөлт хоёр ба түүнээс дээш улирлаар сөрөг үзүүлэлттэй гарахыг эдийн засгийн уналт, түүнээс дээш улирлаар уналт үргэлжлэхийг эдийн засгийн хямрал гэнэ. Зарим тохиолдолд ДНБ-ий өсөлт сөрөг биш ч өсөлт хэвийн байдлаас доогуур байвал эдийн засгийн зогсонги байдал үүсдэг. (Schwartz, 1971)

Хүснэгт 9. Санхүүгийн хямрал үүсгэх хүчин зүйлс

Макро хүчин зүйл	Микро хүчин зүйл
Улсын өрийн өсөлт, төлбөрөө хойшлуулах	Банкны менежментийн тогтолцоо муу байх
Хөрөнгийн зах зээлийн үнийн хөөс үүсэх	Улс төрийн нөлөө, оролцоо их байх
Валютын ханшийн сулрах	Банкны зээлийн чанар муудах байх
Инфляци огцом өсөх	Банкнаас хадгаламж их хэмжээгээр татагдах
Экспорт буурах	Санхүүгийн байгууллагуудын засаглал муу байх
Эдийн засгийн мөчлөг унах	Луйвар, холбоотой зээл бий болгох
Зохицуулалт сулрах	
Голланд өвчин үүсэх	

Санхүүгийн хямралын гол шалтгаан нь эдийн засгийн мөчлөгийн уналт байдаг ч хямралыг зарим тохиолдолд үүсгэх шалтгаан нь төсөв, мөнгөний уялдаагүй бодлого байдаг. Тухайлбал: Милтон Фридман, Анна Шварц нар 1929 оны уналт, 1930 оны банкны хямрал (паник) зэрэг нь эдийн засгийн уналтад оруулаагүй, харин тухайн үеийн Холбооны нөөцийн банкны мөнгөний алдаатай бодлогоос их хямрал үүссэн гэж дүгнэсэн. (Schwartz, 1971) Санхүүгийн хямрал үүсэх шалтгааныг макро болон микро гэж хоёр ангилж үзэж болно. (Хүснэгт 9)

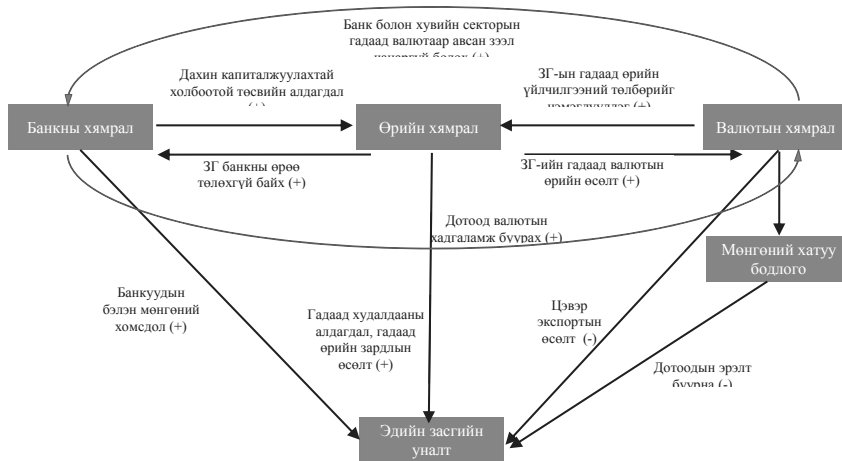
Санхүүгийн хямрал нь дангаараа эсвэл хоёр, гурван төрлийн хямрал зэрэг болох тохиолдол цөөнгүй байдаг. 1970-2000 оны өрийн хямралууд нь богино хугацаанд үргэлжилсэн байж болох ч банкны, валютын ханшийн гэх мэтээр бусад хямралыг үүсгэж нийт эдийн засагтаа хүндээр туссан байна. Нийт 45 удаагийн хямралыг харьцуулан судлахад хамгийн их тохиолдсон нь гурвалсан хямрал байгаа ба үргэлжлэх хугацаа нь 10 жил, үүнтэй холбоотой гарах зардал нь ДНБ-ий дунджаар 21.7 хувьтай тэнцдэг байна. (Хүснэгт 10)

Хүснэгт 10. 1970-2000 оны гадаад өрийн хямралын зардал

Хямарлын төрөл	Хямралын тоо	Үргэлжилсэн дундаж хугацаа	Жилийн дундаж зардал (ДНБ-д эзлэх хувиар)
Өрийн хямрал	4	3	1
Өрийн ба валютын ханшийн хямрал	13	5	10.3
Өрийн ба банкны хямрал	7	8	13.2
Гурвалсан хямрал	21	10	21.7
Нийт хямрал	45	8	15.1

Эх сурвалж: (Robert C.Feenstra and Alan M.Taylor, 2011, p. 878)

Гадаад өрийн хэмжээ, хөрөнгийн орох, гарах урсгал нэмэгдэх нь санхүүгийн хямралын шалтгаан болдог. (Radelet, Steven, and Jeffrey Sachs, 1998) Өрийн хэмжээ инфляцид, инфляци нь хүүд, хүү нь валютын ханшид тус тус сөрөг нөлөө үзүүлдэг. (Frankel, Jeffrey A. and Andrew K. Rose, 1996), (Berg, Andrew, and Catherine Patillo, 1999) Гадаад өрийн хямралыг үүсгэх хүчин зүйл нь улс орон бүрийн онцлогоос хамаарч харилцан адилгүй байдаг. (Зураг 8)

Зураг 8. Өрийн, банкны, валютын хямралуудын харилцан хамаарал

Эх сурвалж: (Paoli, 2006)

Өрийн хямрал нь бусад хямралыг үүсгэх шалтгаан болдог ба банкны, валютын хямрал нь мөн өрийн хямралыг үүсгэх шалтгаан болдог. Эдгээр хямралууд нь нийт эдийн засгийн хямралыг үүсгэх хүчин зүйл болдог байна. Тухайлбал; Засгийн газрын өрийн хэмжээ нэмэгдэж, төлбөрийн чадваргүй болбол арилжааны банкуудаас авсан зээлээ төлөхгүй банкны нийт активын чанарыг бууруулж, улмаар банкны хямрал үүсч болно.

Банкны систем уналтад ороход төрөөс санхүүгийн системийн тогтвортой байдлыг хангах зорилгоор нэмж зээл авч, өрийн хэмжээг нэмэгдүүлдэг. Банкны системийн тогтворгүй байдал нь санхүүгийн системийг бүхэлд нь тогтворгүй

байдалд оруулж, дотоод валютын ханш сулрах улмаар валютын ханшийн хямрал үүсгэж болно. Валютын ханш огцом өөрчлөгдөж, валютын хямрал үүсэхэд валютын зээл бодит хүүний зардал өсч, валютын зээлийн чанар муудах, банкны салбарын активын чанар муудах, төрийн гадаад өрийн дарамт ихсэх зэргээр бусад хямралыг үүсгэдэг. Банкны хямралын үед эдийн засагт бэлэн мөнгөний хомсдол үүсч, өрийн хямралын үед өрийн үйлчилгээнээс хамаарч дотоод хөрөнгө оруулалт хумигдаж, валютын хямралын үед гадаад худалдаа алдагдалтай гарч, эсвэл төв банкны мөнгөний хатуу бодлогын нөлөөгөөр дотоод эрэлт буурах замаар нийт эдийн засгийн хямралыг үүсгэдэг.

Бонд гаргасан улс бондын үндсэн болон хүүний төлбөрөө гэрээнд заасан хугацаа, нөхцөлийн дагуу төлөхгүй байх эсвэл хожимдуулж төлөх тохиолдлыг засгийн газрын төлбөрийн чадваргүй байдал⁶ гэнэ. (Chambers, John, and Daria Alexeeva, 2002) Төлбөрийн чадварыг тооцохдоо зээлийн хүүний түвшин болон зэрэглэл ойролцоо улс орнуудын төлбөрөө төлөхгүй байх магадлалыг ашигладаг. (Edwards, 1984) Төлбөрийн чадварыг зээлжих зэрэглэлээр төлөөлүүлэн авч үздэг ба зэрэглэл буурах нь зээлээ төлөхгүй байх магадлалыг нэмэгдүүлнэ. (Schumkler, 2001) Зээлжих зэрэглэлийг тодорхойлохдоо олон улсад хүлээн зөвшөөрөгдсөн Стандарт энд Пүүрс, Мүүдис, Фич зэрэг байгууллагуудын үнэлгээг ашигладаг. Улсын зэрэглэлийг тогтоохдоо улс төр, эдийн засгийн эрсдэлүүдийг хамтад нь авч үздэг. (Хүснэгт 11)

Хүснэгт 11. Улсын зээлжих зэрэглэл тогтооход ашигладаг хувьсагчид

Улс төрийн эрсдэл	Эдийн засгийн хүчин зүйлс
- Засгийн газрын хэлбэр ба улс төрийн институцуудын дасан зохицох чадвар - Иргэдийн оролцооны түвшин - Удирдлагын залгамж холбооны цэгцтэй байдал - Эдийн засгийн бодлогын зорилтын зөвшилцөл - Дэлхийн худалдаа, санхүүгийн системд нэгдсэн байдал - Дотоод гадаад аюулгүй байдлын эрсдэл	- Орлого ба эдийн засгийн бүтэц - Эдийн засгийн өсөлтийн хэтийн төлөв - Төсвийн уян хатан байдал - Засгийн газрын өрийн дарамт - Үнийн тогтвортой байдал - Төлбөрийн тэнцлийн уян хатан байдал - Гадаад өр ба хөрвөх чадвар

Эх сурвалж: (Standard & Poor's, 1998)

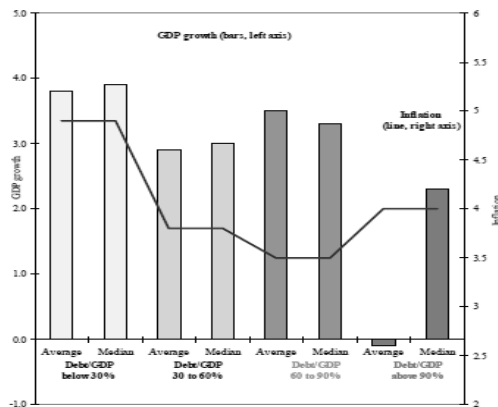
Стандарт энд Пүүрс, Мүүдис, Фич зэрэг зэрэглэл тогтоох байгууллагууд нь өөр өөрийн аргачлалд тулгуурлан үнэлгээ өгдөг ба зэрэглэлийг AAA-D хүртэл үсгээр тэмдэглэдэг. А зэрэглэл нь төлбөрөө хугацаанд нь төлөх магадлал өндөр, эрсдэл багатай, В зэрэглэл нь төлбөрөө хугацаандаа төлөх нь эргэлзээтэй, эрсдэл ихтэй, С зэрэглэл нь төлбөрөө хугацаанд нь төлөх магадлал багатай, эрсдэл хамгийн их, D нь төлбөрөө төлж чадахгүйг илэрхийлнэ. BBB-ээс дээших зэрэглэлийг хөрөнгө оруулалтын, түүнээс дооших зэрэглэлийг хөрөнгө оруулалтын бус зэрэглэл

⁶ Sovereign default

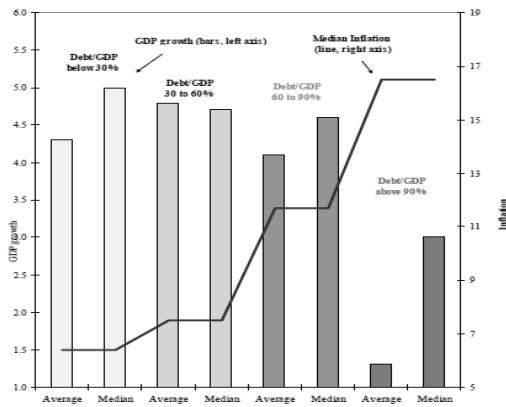
гэнэ. Гэрээнд заасан хугацаанд төлбөрөө төлж чадахгүй тохиолдолд төлбөрөө хойшлуулах, хүүгээ нэмэгдүүлэх, өөр төрлийн үнэт цаас, бэлэн мөнгө, биет хөрөнгө санал болгох зэргээр гэрээний нөхцөлд өөрчлөлт оруулдаг. (Moody's, 2014) Эдгээр арга хэмжээ нь хөрөнгө оруулагч талд алдагдалтай байдаг ч тухайн хугацаанд дампуурлаа зарлахгүй байх боломжийг олгоно. Гэхдээ төлбөрөө хойшлуулж, гэрээний нөхцөлийг өөрчлөх, өрөө төлөх зорилгоор татвараа нэмэгдүүлэх зэрэг арга хэмжээ авч байгаа тохиолдолд тухайн улсад өрийн хямрал болж болзошгүйг илэрхийлдэг.

Америкийн Үндэсний эдийн засгийн судалгааны институтын судлаачид (Carmen M.Reinhart and Kenneth S.Rogoff, 2010) 2007-2009 оны хооронд болсон санхүүгийн хямралын үед 40 гаруй орны өрийн өсөлтийн инфляцид үзүүлэх нөлөөг судалжээ. Судалгаанд гадаад өр/ДНБ харьцааг 30%-иас доош бол өрийн хэмжээ бага, 30-60% бол дунд, 60-90% бол их, 90%-иас дээш бол маш их өртэй гэж улс орнуудыг ангилжээ. Хөгжингүй орнуудын хувьд 38% нь өрийн хэмжээ бага, 37% нь өрийн хэмжээ дунд, 25 хувь нь их, маш их гэсэн ангилалд байна гэж тогтоожээ. Эдгээр орнуудад өрийн хэмжээ бага байх нь эдийн засгийн өсөлтийг илүү бий болгодог ба өсөлтөө дагаад инфляцийн түвшин өндөр байдаг байна. (Зураг 9) Харин хөгжиж буй орнуудын хувьд өрийн хэмжээ хэт их байх нь эдийн засгийн өсөлтийг бууруулдаг, өрийн өсөлт нь инфляцийн түвшинтэй шууд хамааралтай гэсэн үр дүн гарчээ. (Зураг 10)

Зураг 9 Хөгжингүй орнуудын эдийн засгийн өсөлт, гадаад өр, инфляцийн түвшин



Зураг 10 Хөгжиж буй орнуудын эдийн засгийн өсөлт, гадаад өр, инфляцийн түвшин



Эх сурвалж: (Carmen M.Reinhart and Kenneth S.Rogoff, 2010, хуудсд. 8-10)

Өрийн тогтвортой байдлын шинжилгээний загваруудыг авч үзвэл нийтлэг байдлаар ОУВС, Дэлхийн банкны аргачлалд тулгуурлаж байгаа ба улс орнуудын хөгжлийн түвшнөөс хамаарч өрийн тогтвортой түвшинг тогтоож, түүнээс хэтэрсэн тохиолдолд өр нь эдийн засагт дарамт, өрийн хямрал үүсгэдэг болохыг харуулж байна.

IV. МОНГОЛ УЛСЫН ГАДААД ӨРИЙН ШИНЖИЛГЭЭ, УЧИРЧ БОЛЗОШГҮЙ ЭРСДЭЛҮҮД

Монгол улсын гадаад өрийн шинжилгээний хэсэгт гадаад өрөөс үүсч болзошгүй эрсдэлүүдийг тодорхойлох зорилготой ба аргазүйн хэсэгт авч үзэсний дагуу өрийн тогтвортой байдлын шинжилгээ, гадаад өрийн эдийн засагт үзүүлэх нөлөөллийг тодорхойлох, гадаад өрийн хямрал болсон улс орнуудын кейсүүдийг харьцуулан судлах замаар эрсдэл үүсгэгч гол хүчин зүйлсийг тодорхойлж, Монголын эдийн засгийн нөхцөл байдалтай уялдуулан үүсч болзошгүй эрсдэлүүдийг тодорхойлно.

Тоон өгөгдөл

Судалгааны эмпирик хэсэгт тоон мэдээллийг Монголбанк, Сангийн яам, Арилжааны банкуудын нэгдсэн тайлан, Үндэсний статистикийн хорооноос гаргасан тайлангуудаас авч ашиглалаа. Монгол улсын нийт гадаад өрийг Монголбанкны өрийн тоймоос 2006-2014 оны өгөгдөлийг, 1990-2014 оны засгийн газрын өрийн мэдээллийг Сангийн яамнаас, 2006 оноос өмнөх төв банкны өрийн мэдээллийг Монголбанкны жилийн тайлангуудаас (гадаад пассивын дүнгээр), 2006 оноос өмнөх санхүүгийн байгууллагын гадаад өрийн талаарх мэдээллийг арилжааны банкуудын нэгдсэн тайлангаас (гадаадаас авсан зээлийн дүнгээр), 2006 оноос өмнөх гадаадын шууд хөрөнгө оруулалтыг Монголбанкны төлбөрийн тэнцэлийн нэгтгэлээс авч нэгтгэн тооцлоо. Засгийн газрын өрийн үйлчилгээний төлөлтийг 1991-2014 оноор, өрийн үйлчилгээний хуваарийг 2015-2024 оны байдлаар Сангийн яамны Өрийн удирдлагын хэлтэсээс авсан тоон мэдээлэл, макро эдийн засгийн болон бусад мэдээллийг Үндэсний статистикийн хороо, Монголбанкны статистикийн мэдээллүүдээс авч ашиглав.

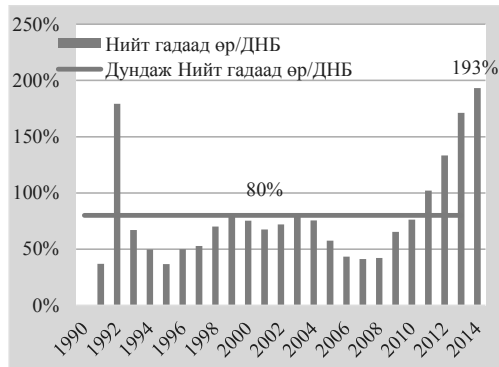
4.1 Монгол улсын гадаад өрийн тогтвортой байдлын шинжилгээ, харьцуулалт

Монгол улсын гадаад өрийн тогтвортой байдлын шинжилгээг хийхдээ нийт өр болон засгийн газрын гадаад өрийн дарамтыг илэрхийлэх индикаторуудыг ашиглан тооцооллыг хийлээ.

Монгол улсын нийт гадаад өр/ДНБ-ий харьцаа 2014 онд 193 хувь болж өмнөх оноос 13 хувиар өсчээ. 1991 оноос хойшхи үзүүлэлтийг нэгтгэн үзвэл дундажаар 80 хувь байгаа ба 2011 оноос дундаж үзүүлэлтээс давжээ. (Зураг 11) Нийт өрийг экспортод харьцуулж үзвэл 3,9 дахин өндөр үзүүлэлт гарч байгаа ба мөн 2010 оноос дундаж үзүүлэлтээс давсан нь өрийн хэмжээ огцом нэмэгдэж байгааг харуулж байна. Энд гадаадын хөрөнгө оруулалт голлох нөлөөг үзүүлж байгаагийн зэрэгцээ бусад салбаруудын гадаад өрийн хэмжээ ч тогтвортой өсч байгаа нь нөлөөлжээ. (Зураг 12)

2014 онд нийт гадаад өрийн ДНБ-ээс ойролцоогоор 2 дахин, экспортоос 4 дахин их хэмжээтэй гадаад өртэй байгаа нь өрийн хэмжээ эдийн засгийн даах чадвараас давж, өрийн дарамт ихсэх эрсдэлтэй байгааг харуулж байна.

Зураг 11 Нийт гадаад өр/ДНБ



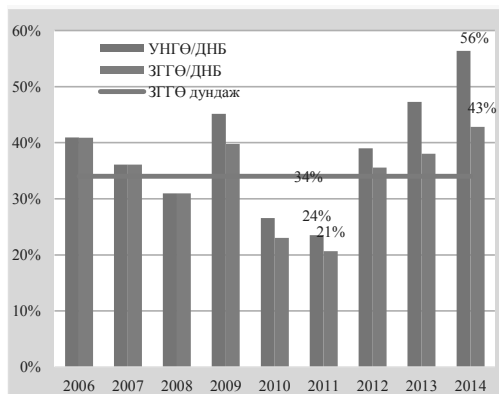
Зураг 12 Нийт гадаад өр/Экспорт



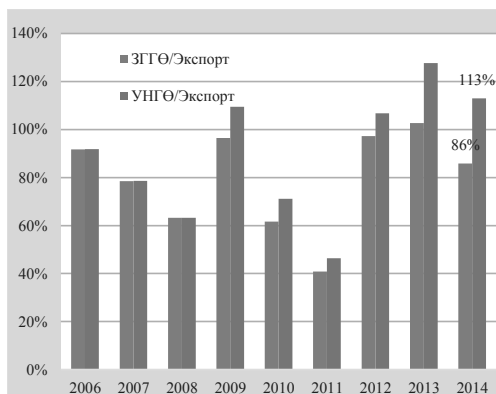
Эх сурвалж: (Монголбанк, 2014), (Сангийн Яам, 2014)

2011 онд засгийн газрын гадаад өр/ДНБ-ий харьцаа 21% байсан бол 2014 онд 43 хувь болж өсчээ. Улсын гадаад өрийн (төв банк болон засгийн газрын өрийн нийлбэр) хувьд ДНБ-ий харьцаа 24% байснаа 56 хувь болон 2 дахин өсчээ. Мөн засгийн газрын болон улсын гадаад өрийн экспортод харьцуулсан харьцааг авч үзвэл харгалзан 86%, 113 хувь байна. Энэ нь экспортын орлогын дийлэнх хэсгийг гадаад өрийн төлбөрт төлж, ирээдүйн дотоодын хөрөнгө оруулалт буурах эрсдэлтэйг харуулж байна. (Зураг 13, Зураг 14)

Зураг 13 ЗГ-ын гадаад өр/ДНБ, УГӨ/ДНБ



Зураг 14 ЗГ-ын гадаад өр/Экспорт, УГӨ/Экспорт



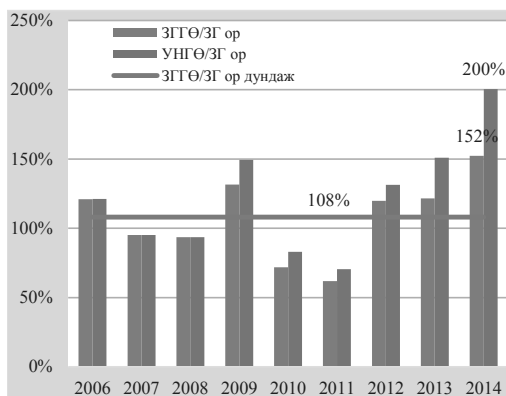
Эх сурвалж: (Монголбанк, 2014), (Сангийн Яам, 2014)

Засгийн газрын гадаад өрийн хэмжээ нь төсвийн орлогоос 1.5 дахин, улсын гадаад өр төсвийн орлогоос 2 дахин их хэмжээтэй байгаа нь өрийн дарамт ихсэж буйг харуулж байна. Өрийн үйлчилгээний төлбөр дундажаар засгийн газрын

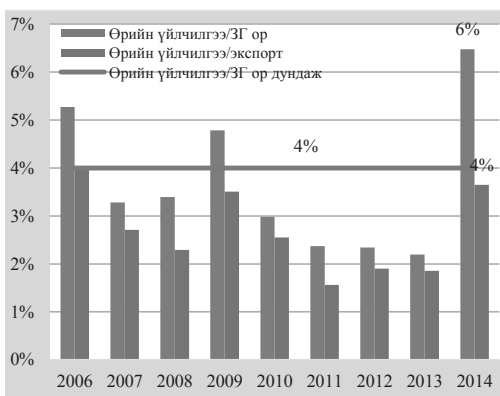
орлогын 3 хувийг эзэлж байсан бол 2014 онд 6 хувьд хүрсэн нь төсөвт ирэх дарамтын хэмжээ нэмэгдэж байгааг харуулж байна. Өрийн үйлчилгээнд төлсөн төлбөр засгийн газрын орлогын 6 хувь, экспортын 4 хувийг эзэлж байна. (Зураг 15)

Манай улсын засгийн газрын өрийн үйлчилгээ/экспортын харьцаа 2014 оны байдлаар 4%, өрийн үйлчилгээ/Засгийн газрын орлогын харьцаа 6% гарч байгаа нь өрийн өсөлтөөс хамааран өрийн үйлчилгээний төлбөр нэмэгдсэнийг харуулж байна. (Зураг 16)

Зураг 15. ЗГТӨ/ЗГ-ыг ор, УГӨ/ЗГ-ын ор



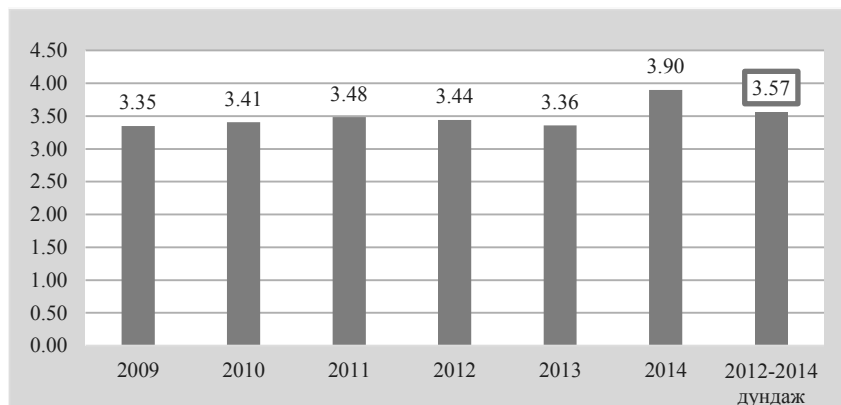
Зураг 16. Өрийн үйлчилгээ/Экспорт



Эх сурвалж: (Монголбанк, 2014), (Сангийн Яам, 2014)

ОУВС-аас улсын бодлого инстиутацийн үнэлгээний индексээр дундаж үнэлгээ авсан улсын хувьд ЗГ-ын гадаад өрийн босго утгыг ДНБ-ий 40%, экспортын 150%, ЗГ-ын орлогын 250%, ЗГ-ын өрийн үйлчилгээний хувьд экспортын 20%, ЗГ-ын орлогын 30% байхаар тогтоосон байдаг. Индексийн үнэлгээг сүүлийн 3 жилийн дундажаар авдаг ба манай улсын хувьд дундажаар 3.57 байна. (Зураг 17)

Зураг 17. Монгол улсын CPIA индексийн ангилал



Эх сурвалж: <http://knoema.com/CPI2014/corruption-perceptions-index-2014>

Өрийн индикаторуудыг Сангийн яамны өрийн үйлчилгээний мэдээлэлд тулгуурлан шаардлагатай өгөөжийг суурь түвшин болох 5 хувь⁷, мөн 1 хувиар хорогдуулан тооцвол тус бүрт харгалзан 38, 40 хувь гарч байна. Энэ нь босго утгаас даваагүй үзүүлэлт ба дансны үнээр харьцуулан тооцвол 43 хувь буюу босго утгаас давсан үзүүлэлт гарч байна. Манай улсын хувьд 5%-иас багаар тооцсон тохиолдолд өнөөгийн үнэ цэнэ нь дансны үнэтэй ойролцоо гарч байна. Энэ нь өрийн хүүний хэмжээ 5%-иас доогуур байгааг харуулна.

Харин өрийг экспорт, засгийн газрын орлогод харьцуулсан харьцаа болон өрийн үйлчилгээний индикаторууд нь босго утгыг даваагүй байна. (Хүснэгт 12)

Хүснэгт 12. Монгол улсын засгийн газрын гадаад өрийн индикатор, босго утга 2014 он

№	Хувьсагч	ЗГ-ын гадаад өр Дансны үнэ	ӨҮЦ-рх ЗГ-ын гадаад өр Шаардлагатай өгөөж 1%	ӨҮЦ-рх ЗГ-ын гадаад өр Шаардлагатай өгөөж 5%	Босго утга
1	ЗГӨ/ДНБ	43%	40%	38%	40%
2	ЗГӨ/Экспорт	86%	64%	79%	150%
3	ЗГӨ/ЗГор	152%	110%	135%	250%
4	ӨҮ/Экспорт	4%			20%
5	ӨҮ/ЗГ ор	6%			30%

Мөн засгийн газрын гадаад өр дээр төв банкны гадаад өрийг нэмж улсын нийт өрийн индикаторыг дансны үнээр тооцож үзвэл 56 хувь гарсан байгаа нь босго утгатай тэнцүү байгааг харуулж байна. Шаардлагатай өгөөжийн түвшинг 1 хувиар тооцоход харьцаа 51%, 5%-иар тооцоход харьцаа үзүүлэлт 45 хувь гарч байна. Хэрэв улсын хэмжээнд гадаад өрийг нэмэгдүүлсэн тохиолдолд өрийн босго утгыг давж, өрийн дарамтад орж болзошгүй эрсдэлтэй байна. (Хүснэгт 13)

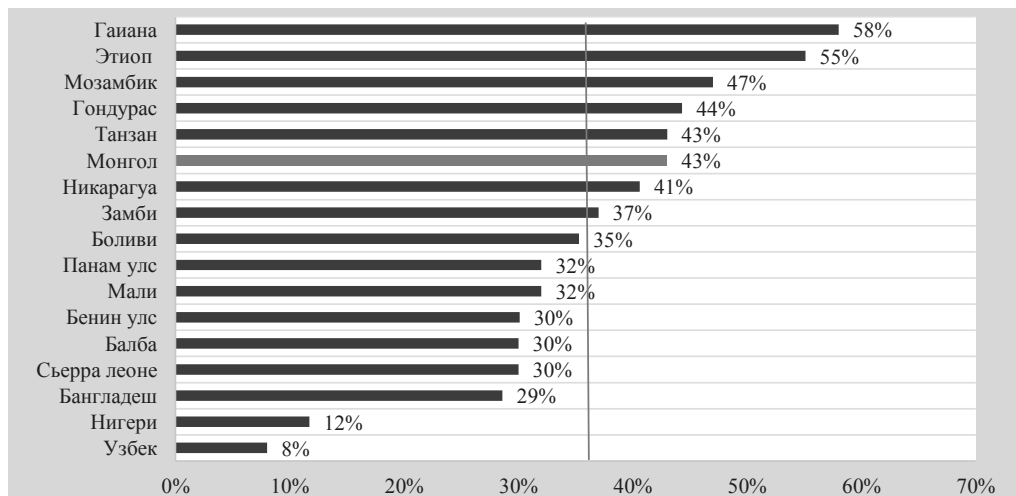
Хүснэгт 13. Улсын нийт гадаад, дотоод өрийн индикатор 2014 он

№	Хувьсагч	ҮӨ Дансны үнээрх	ӨҮЦ-рх ҮӨ Шаардлагатай өгөөж 5%	ӨҮЦ-рх ЗГ-ын гадаад өр Шаардлагатай өгөөж 1%	Босго утга
1	ҮНӨ/ДНБ	56%	45%	51%	56%
2	ҮНӨ/Экспорт	113%			
3	ҮНӨ/ЗГор	200%			

ОУВС нь Дэлхийн банктай хамтран өрийн тогтвортой байдлын шинжилгээний аргачлалаар бага орлоготой улсад нийт 74 орныг хамруулсан байна. Манай улс бодлогын чанарын үнэлгээгээр дундаж ангилалд багтаж байгаа учраас энэ ангилалд буй 20 орныг сонгон авч харьцуулалтыг Дэлхийн банкны 2014 оны жилийн эцсийн байдлаарх тоон өгөгдөлийг ашиглан хийлээ. (Зураг 18)

⁷ Олон улсын жишигээр шаардлагатай өгөөжийг 5% гэж тооцдог.

Зураг 18. Бага орлоготой 20 орны ЗГТӨ/ДНБ харьцуулалт

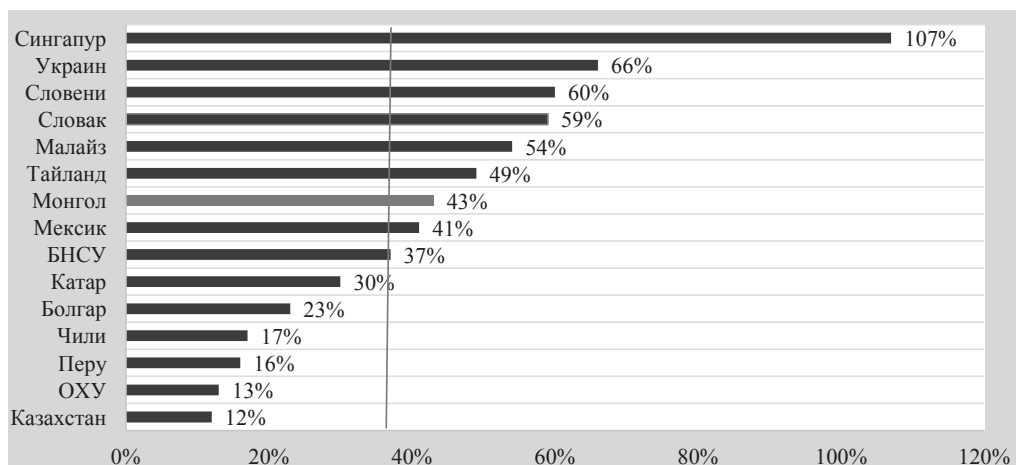


Эх сурвалж: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/hr.html>

Засгийн газрын гадаад өр/ДНБ-ий харьцааны дундаж утга 36 хувь байгаа ба Гаиана улс 58 хувь буюу хамгийн өндөр, Узбеки 8 хувь буюу хамгийн бага байна. Манай улсын харьцаа үзүүлэлт 43% гарсан нь бусад улсуудтай харьцуулахад дундажаас дээгүүр буюу 7-рт эрэмбэлэгдэж байна.

Мөн харьцуулалтыг Монгол улсын өрсөлдөх чадварын тайланд авч үздэг 14 оронтой харьцуулан (ЭЗБӨЧСТ, 2013) үзэхэд дундажаар 41 хувь байгаа ба Сингапур улс хамгийн их буюу 107%, Казахстан хамгийн бага буюу 12 хувь байна. Манай улсын хувьд 43% дундаж үзүүлэлтээс өндөр буюу 7-рт орж байна. (Зураг 19)

Зураг 19. Өрсөлдөх чадвараар харьцуулалт хийдэг 14 орны ЗГТӨ/ДНБ харьцуулалт



Эх сурвалж: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/hr.html>

Гадаад өрийн өсөлт нь эдийн засгийн даах чадвараас давж, өрийн дарамт ихсэх эрсдэлтэй байгааг харуулж байгаа бөгөөд энэ нь бусад улс орнуудтай харьцуулсан шинжилгээгээр нотлогдож байна.

4.2 Гадаад өр ба эдийн засгийн шинжилгээний үр дүн

Гадаад өрийн эдийн засагт үзүүлэх нөлөөг засгийн газрын болон нийт гадаад өрийн хувьд тооцож, өрийн оновчтой түвшинг онолын хэсэгт авч үзсэн динамик шугаман, шугаман бус загварын дагуу шинжилгээ хийлээ.

1. Гадаад өрийн эдийн засагт үзүүлэх нөлөө

Гадаад өрийн эдийн засагт үзүүлэх нөлөөллийг тооцохдоо ДНБ-д нөлөөлөгч хүчин зүйлээр (засгийн газрын болон нийт гадаад өрөөр) тайлбарлахыг зорьсон. Хувьсагчуудын түвшний нэрлэсэн утгаас натурал логарифм авч, тайлбарлагдагч хувьсагчаар нэрлэсэн ДНБ (GDP), тайлбарлагч хувьсагчаар нэрлэсэн ДНБ-ий өмнөх үеийн утга, хөрөнгө оруулалт (засгийн газрын хөрөнгө оруулалтаар төлөөлүүлж үзсэн бөгөөд (GINV)), гадаад худалдаанаас экспорт (EX), засгийн газрын гадаад өр (GED), өрийн үйлчилгээний төлбөр (DS), нийт гадаад өр (TED) тэгшитгэлд нэрлэсэн хувьсагчдыг авч үзсэн тул инфляцийг (INF) авч үзсэн.

$$\ln(GDP) = 0.37 \times \ln(GDP_{-1}) + 0.28 \times \ln(GINV) + 0.06 \times \ln(INF) + 0.15 \times \ln(EX) + 0.21 \times \ln(GED) + 0.06 \times \ln(DS)$$

Т-статистик	4.67***	4.19***	2.201**	1.95*	5.46***	2.53**
R квадрат= 0.99	DW=2.03					

Логарифмчилсан үнэлгээний үр дүнгээс засгийн газрын гадаад өр, өрийн үйлчилгээний эдийн засгийн өсөлтөд нөлөөлөх мэдрэмжийг харах боломжтой. ДНБ-ий өмнөх үеийн утга нь бусад хувьсагчдыг тайлбарлаж байгаа ба ДНБ-ний өсөлт дараа үедээ хадгалагддаг байна. Засгийн газрын хөрөнгө оруулалтын хэмжээ нэг нэгжээр өсөхөд ДНБ 0.28 нэгжээр, экспортын хэмжээ нэг нэгжээр өсөхөд ДНБ-ийг 0.15 нэгжээр өсгөх хандлагатай байна. (Хавсралт 2)

Засгийн газрын гадаад өрийн хэмжээ өнгөрсөн хугацаанд нэмэгдсэн нь эдийн засгийн өсөлтөд эерэгээр нөлөөлжээ. Харин өрийн үйлчилгээний төлбөр нь ДНБ-д хүчтэй нөлөө үзүүлээгүй ба өнгөрсөн хугацааны төлөлт нь ДНБ-нд сөрөг нөлөө үзүүлээгүй байна.

Нийт гадаад өрийн эдийн засагт үзүүлэх нөлөөг өмнөх хувьсагчдыг авч үнэлсэн ба ач холбогдолгүй гарсан хувьсагчдыг хассан. Өмнөх хугацаанд нийт гадаад өрийн хэмжээ өссөн нь ДНБ-ийг өсгөсөн ба засгийн газрын гадаад өртэй харьцуулахад илүү өндөр нөлөөг үзүүлжээ. Гадаадын шууд хөрөнгө оруулалт, хадгаламжийн байгууллага болон бусад секторын гадаад өрийн хэмжээ өссөнөөр хөрөнгө оруулалт нэмэгдэж, эдийн засгийн өсөлтөд эерэг нөлөөг үзүүлжээ.

$$\ln(GDP) = 0.43 \times \ln(GDP_{-1}) + 0.35 \times \ln(GINV) + 0.06 \times \ln(INF) + 0.31 \times \ln(TED)$$

T-статистик	5.46***	5.58***	2.41**	11.61***
R квадрат= 0.99	DW=1.75			

Эндээс засгийн газрын гадаад өр нь эдийн засгийн өсөлтийг дэмждэг ба нийт гадаад өр нь илүү эерэг нөлөө үзүүлдэг гэж дүгнэж болохоор байна.

2. Гадаад өрийн эдийн засагт үзүүлэх шугаман ба шугаман бус нөлөө

Гадаад өрийн хэмжээ нь эдийн засгийн өсөлтөд эерэг нөлөө үзүүлдэг ч, өрийн квадрат утга нь сөрөг нөлөө үзүүлдэг. Энэ нь өрийн хэмжээ хэт их болох нь эдийн засагт үзүүлэх дарамтыг нэмэгдүүлдэгтэй холбоотой. Гадаад өрийн эдийн засагт үзүүлэх шугаман бус нөлөөг тодорхойлохдоо аргазүйн хэсэгт авч үзсэний дагуу ОУВС-ийн (Catherine Pattillo, Luca Ricci and Helene Poirson, 2002), (Benedict, R. Bhattacharya and T. Q. Nguyen, 2003) судалгааны ажлыг онолын суурь загвар болгон авлаа. Тайлбарлагдагч хувьсагчаар нэг хүнд ногдох ДНБ-ий өсөлтийг (perscap_g), тайлбарлагч хяналтын хувьсагчаар нэг хүнд ногдох ДНБ-ий өмнөх үеийн утга, гадаад худалдааны нөхцөлийн өөрчлөлт (tot_g), хөрөнгө оруулалт/ДНБ (ginv_gdp), төсвийн тэнцэл/ДНБ (fb_gdp), гадаад худалдааны нээлттэй байдлыг (open), тайлбарлагч өрийн хувьсагчаар засгийн газрын гадаад өр/ДНБ (ged_gdp), нийт гадаад өр/ДНБ (ted_gdp) харьцааг тусад нь авч үнэлгээ хийсэн. Гадаад худалдааны нээлттэй байдлыг экспорт, импортын нийлбэрийг ДНБ-д харьцуулж тооцсон.

Шинжилгээнд авч үзсэн хувьсагчдын корреляцийн шинжилгээнээс харахад нэг хүнд ногдох ДНБ өсөлт нь гадаад худалдааны нөхцөлийн өөрчлөлт, засгийн газрын гадаад өр, нийт гадаад өр зэргээс эерэг хамааралтай, засгийн газрын гадаад өр нь засгийн газрын хөрөнгө оруулалт, төсвийн алдагдалтай сөрөг хамааралтай байна. (Хавсралт 3)

ДНБ-ий өсөлтийн өмнөх үеийн утга нь эдийн засгийн өсөлтөд эерэг нөлөөтэй буюу эдийн засгийн өсөлтөд нөлөөлдөг бусад хувьсагчдыг төлөөлөн тайлбарлаж байна. Гадаад худалдааны нөхцөлийн өөрчлөлт нь эдийн засгийн өсөлтөд эерэг нөлөө үзүүлж байгаа нь (Catherine Pattillo, Luca Ricci and Helene Poirson, 2002) нарын хийсэн судалгааны үр дүнтэй нийцтэй байна. Засгийн газрын хөрөнгө оруулалт, төсвийн тэнцлийн үзүүлэлт нь ач холбогдолгүй гарсан. Гадаад худалдааны нээлттэй байдал нь нэг хүнд ногдох ДНБ-ий өсөлтөд бага хэмжээний сөрөг нөлөө үзүүлж байна. Энэ нь (Benedict, R. Bhattacharya and T. Q. Nguyen, 2003) нарын судалгааны үр дүнтэй нийцэж байна. Онолын хоёр судалгаанд гадаад худалдааны нээлттэй байдал нь нэг хүнд ногдох ДНБ-д эерэг, сөрөг нөлөөг үзүүлсэн байна. (Хүснэгт 13)

Засгийн газрын гадаад өр нь эдийн засгийн өсөлтөд эерэг нөлөө үзүүлдэг бол түүний квадрат утга нь сөрөг нөлөө үзүүлж байна. Өрийн индикаторууд нь статистикийн хувьд ач холбогдолтой гарсан ба онолын судалгааны үр дүнтэй нийцэж байна. Онолын судалгаануудад засгийн газрын гадаад өрийг голчлон авч үздэг бол бид судалгааны ажилдаа нийт гадаад өрийн хувьд үнэлгээг нэмж хийсэн болно. Нийт гадаад өрийн шугаман бус үнэлгээнээс нийт гадаад өр нь нэг хүнд ногдох ДНБ-ий өсөлтөд эерэг нөлөө үзүүлдэг харин түүний квадрат утга нь сөрөг нөлөө үзүүлж байна. 1991 оноос хойшхи тоон мэдээллийг ашигласан тул бүтцийн нөлөөг Cusum тестээр шалгахад алдаа гараагүй болно. (Хавсралт 4)

Өрийн хувьсагчид нь статистикийн хувьд ач холбогдолтой гарсан тул гадаад өрийн хэмжээ эдийн засгийг өсгөдөг ч тодорхой түвшинд хүрэхээр бууруулах нөлөөг үзүүлдэг гэж дүгнэж болохоор байна. Тиймээс гадаад өрийн зохих түвшинг тодорхойлбол өрийн удирдлагыг хэрэгжүүлэх шийдвэр гаргалтад хэрэг болохуйц мэдээлэл болох боломжтой юм.

3. Гадаад өрийн зохих түвшинг тодорхойлох нь

Гадаад өрийг эдийн засагт шугаман бус нөлөөтэй буюу парабол хэлбэрийн тэгшитгэлээр үнэлдэг байна. ОУВС-ийн (Catherine Pattillo, Luca Ricci and Helene Poirson, 2002) нарын судалгаа болон ЭЗХАХБ-ийн (Égert, 2012) судлаачийн судалгаанд өрийн зохих түвшинг тодорхойлохдоо динамик шугаман загварыг ашигласан ба хяналтын хувьсагчийг хасч тооцсон байна. $(\Delta y_t = \alpha + \beta debt_t + \gamma debt_t^2 + \varepsilon_t)$ Тиймээс квадратлаг үнэлгээнээс хяналтын хувьсагчдыг хасч, зөвхөн өрийн хувьсагчаас хамаарсан квадрат тэгшитгэл зохиолоо. (Хавсралт 5) Тиймээс тайлбарлагч хувьсагчаар нэг хүнд ногдох ДНБ болон бодит ДНБ-ий өсөлтийн хувийг авч засгийн газрын гадаад өр, нийт гадаад өрийн эдийн засгийн өсөлтийг дэмжих зохих утгыг олохыг зорилоо. (Хүснэгт 14)

Хүснэгт 14. Гадаад өр, эдийн засгийн шугаман бус үнэлгээний үр дүн

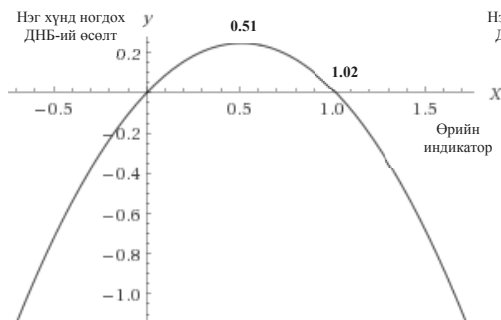
Хувьсагч	Засгийн газрын гадаад өрийн шугаман бус үнэлгээ	Нийт гадаад өрийн шугаман бус үнэлгээ
PERCAP_G НХН ДНБ-ны өсөлт	0.43 (3.93)***	0.73 (5.54)***
TOT_G Худалдааны нөхцөлийн өсөлт	0.57 (8.59)***	0.59 (6.15)***
GINV_GDP ЗГ-ын ХО ба ДНБ харьцаа	-0.01 (-0.14)	-0.25 (-0.15)
FB_GDP Төсвийн тэнцэл ба ДНБ	0.50 (1.50)	0.55 (1.42)
OPEN Нээлттэй байдал	-0.09 (-4.30)***	-0.08 (-4.57)**
GED_GDP ЗГ-ын гадаад өр ба ДНБ	0.87 (4.36)***	

GED_GDP^2 ЗГ-ын гадаад өр ба ДНБ-ний квадрат	-0.71 (-3.20)***	
TED_GDP Нийт гадаад өр ба ДНБ-ний харьцаа		0.47 (3.41)***
TED_GDP^2 Нийт гадаад өр ба ДНБ-ний квадрат		-0.19 (-2.82)***
R КВАДРАТ	0.89	0.83
DW	1.90	1.92

Тайлбарлагч хувьсагчаар нэг хүнд ногдох ДНБ-ээр авсан үнэлгээний хувьд засгийн газрын гадаад өрийн ДНБ-д харьцуулсан харьцаа үзүүлэлт 51 хувь хүртлээ эдийн засгийн өсөлтөд эерэг нөлөө үзүүлдэг, түүнээс дээш гарсан тохиолдолд эдийн засгийн өсөлтөд үзүүлэх нөлөө нь саарч, параболын х тэнхлэгтэй огтлох цэг буюу 102 хувиас давсан тохиолдолд эдийн засгийн өсөлтөд сөрөг нөлөө үзүүлэхээр байна. (Зураг 20) Харин нийт гадаад өрийн хувьд 104 хувь хүртлээ эдийн засгийн өсөлтөд эерэг нөлөө үзүүлж, 209 хувиас дээш гарсан тохиолдолд эдийн засгийн өсөлтөд сөрөг нөлөө үзүүлэхээр үр дүн гарлаа. (Зураг 21)

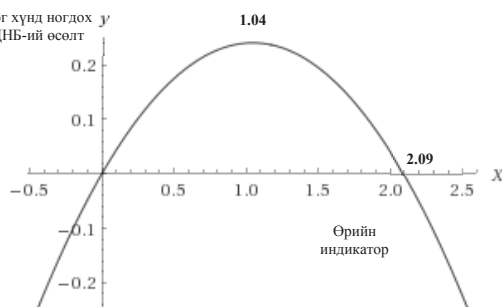
Зураг 20. ЗГГӨ, нэг хүнд ногдох ДНБ-ий өсөлтийн хамаарал

$$/y=0.97*x - 0.95*x^2/$$



Зураг 21. Нийт гадаад өр, нэг хүнд ногдох ДНБ-ий өсөлтийн хамаарал

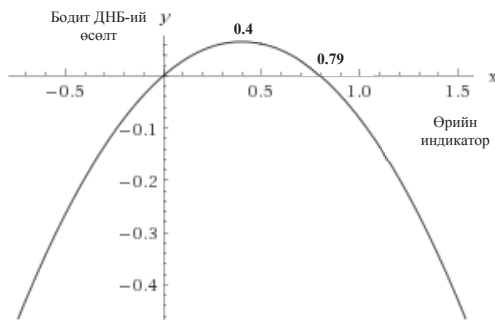
$$/y=0.46*x - 0.22*x^2/$$



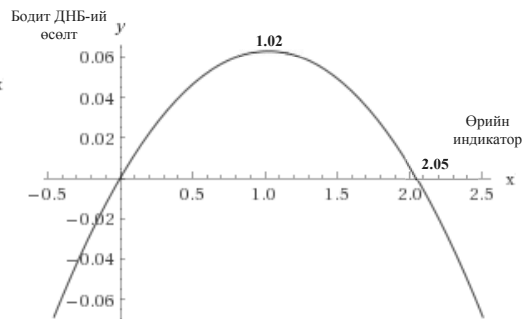
Тайлбарлагч хувьсагчаар бодит ДНБ-ийг авсан үнэлгээний хувьд засгийн газрын гадаад өрийн ДНБ-д харьцуулсан харьцаа үзүүлэлт 40 хувь хүртлээ эдийн засгийн өсөлтөд эерэг нөлөө үзүүлж, 79 хувиас давсан тохиолдолд эдийн засгийн өсөлт тэг болж, түүнээс дээш давсан тохиолдолд эдийн засгийн өсөлт сөрөг утга руугаа орохоор байна. (Зураг 22) Харин нийт гадаад өр/ДНБ харьцаагаар үнэлсэн загварын хувьд хамгийн их утга нь 102 хувь байгаа ба 205 хувиас давсан тохиолдолд эдийн засгийн өсөлт сөрөг утга руугаа орно гэдгийг харуулж байна. (Зураг 23)

Зураг 22. Засгийн газрын гадаад өр, бодит ДНБ-ий өсөлтийн хамаарал

$$/y=0.32*x - 0.41*x^2/$$

**Зураг 23. Нийт гадаад өр, бодит ДНБ-ий өсөлтийн хамаарал**

$$/y=0.12*x - 0.06*x^2/$$



Өрийн зохих түвшинг тодорхойлсон судалгааны үр дүнг бусад судлаачдын судалгааны дүнтэй харьцуулан үзвэл Засгийн газрын гадаад өр/ДНБ-ий зохих түвшинг (Catherine Pattillo, Luca Ricci and Helene Poirson, 2002) хөгжиж буй орнуудын 93 орны өгөгдөлд тулгуурлан 35-40 хувь, (Benedict, R. Bhattacharya and T. Q. Nguyen, 2003) орлого багатай, хөгжиж буй 55 орны өгөгдөлд тулгуурлан 30-37 хувь байна гэжээ. (Зураг 15) Дээрх судалгааны дүнд уг харьцаа үзүүлэлт 40-50 хувь байх нь тохиромжтой гэсэн дүн гарлаа.

Хүснэгт 15. Хөгжиж буй орнуудын өрийн босго утгын харьцуулалт

№	ЗГГӨ/ДНБ	ЗГГӨ/ Экспорт	НГӨ/ДНБ	Судлаачийн нэр
1	Хөгжиж буй 93 орны 1969-1998 оны панел тоон өгөгдөл ашигласан үнэлгээний үр дүн	35-40%	160-170%	(Catherine Pattillo, Luca Ricci and Helene Poirson, 2002)
2	Хөгжиж буй, орлого багатай 55 орны 1970-1999 оны панел өгөгдөл ашигласан үнэлгээний үр дүн	30-37%	115-120%	
3	ОУВС-ийн CPIA дундаж орны босго утга	40%	150%	(Benedict, R. Bhattacharya and T. Q. Nguyen, 2003)
4	Монголын 1991-2014 оны өгөгдөл ашигласан үнэлгээний үр дүн	40%-50%	102-104%	
5	Монголын өнөөгийн байдал (2014 он)	43%	86%	179%

ОУВС-аас засгийн газрын гадаад өр/ДНБ-ий зохих түвшинг манай улсын хувьд 40 хувь, засгийн газрын гадаад өр/экспортын зохих түвшинг 150 хувь гэж тогтоосон байдаг. 2014 оны байдлаар бусад судалгааны үр дүнтэй харьцуулахад засгийн газрын гадаад өрийн хэмжээ зохих түвшнөөс бага зэрэг давсан, манай судалгааны үр дүнтэй харьцуулахад зохих түвшинд байна гэсэн үр дүн гарлаа.

Монгол улсын нийт гадаад өрийн хувьд зохистой түвшин нь ДНБ-ий 102 хувь байгаа ба 2014 онд уг харьцаа үзүүлэлт 179 хувь гарсан нь эдийн засгийн өсөлтийн хурдыг сааруулах нөлөөллийг үзүүлж байна, уг харьцаа 205%-иас дээш гарсан тохиолдолд эдийн засгийн өсөлт сөрөг утга руугаа орж болзошгүйг харуулж байна.

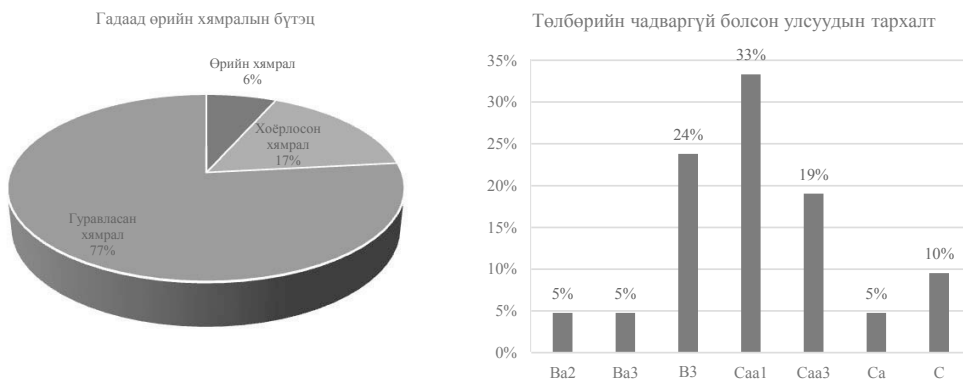
Эндээс одоогийн өрийн түвшин нь эдийн засгийн өсөлтийг дэмжих хэмжээнд байгаа ба засгийн газрын болон нийт гадаад өрийн хэмжээ цаашид өссөн тохиолдолд эдийн засгийн өсөлтийг бууруулах, өрийн дарамтад орох эрсдэлтэйг харуулж байна.

4.3 Гадаад өрийн хямралын кейс шинжилгээ

Гадаад өрийн кейс шинжилгээг хийхдээ Харвардын их сургуулийн профессор Рейнхарт, Рогофф нарын “This time is different: Eight Centuries of Financial Folly” номыг голлон ашиглалаа. (Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, 2012) Энд 1970-2012 оны хооронд нийтдээ 26 улсад гадаад өрийн хямралыг авч үзсэн бол мөн судалгааны Мүүдис агентлагын гадаад өрийн төлбөрийн чадваргүй болсон улсын судалгаанд 1983-2013 оны хооронд 23 улсыг авч үзжээ. (Moody's, 2014) Эдгээр судалгааны ажлуудыг нэгтгэн үзвэл 1970-2013 оны хооронд нийт 30 орны 42 удаагийн хямрал болсон байна. Өрийн хямрал болсон улсуудыг банкны болон гадаад валютын хямралтай зэрэг болсон эсэхийг тодорхойлох зорилгоор бусад хямрал болсон онуудыг (Frankel, Jeffrey A. and Andrew K. Rose, 1996), (Laeven, L. and Valencia, F, 2008) нарын судалгаанаас нэмж авч үзсэн. Хямрал болсон улсуудын жагсаалтыг хавсралт 6-аас харна уу.

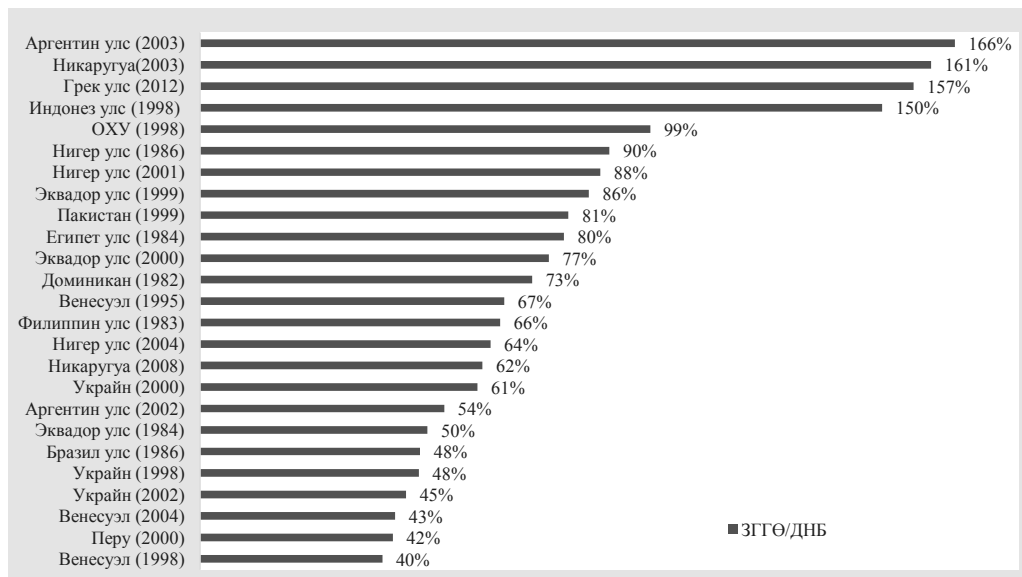
Өрийн хямрал дангаараа болсон тохиолдол 6 хувь, өрийн хямрал нь банкны болон валютын аль нэг хямралтай зэрэг болсон тохиолдол 17 хувь, гурвалсан хямрал болсон тохиолдол 77 хувь байна. Эндээс өрийн хямрал нь нийт эдийн засаг болон санхүүгийн системдээ их хэмжээний сөрөг үр дагавартай болох нь харагдаж байна. (Зураг 24) Мүүдисийн судалгааны тайланд дурьдагдсан гадаад бондын төлбөрөө төлж чадаагүй 27 улсын хувьд Ва2-оос С хүртэл зэрэглэлтэй улсууд байна. Үүнд В зэрэглэлтэй улсууд 34 хувийг, С-ээс доош зэрэглэлтэй улс 67 хувийг эзэлж байна. Эндээс хөрөнгө оруулалтын бус зэрэглэлд байгаа улсуудын төлбөрийн чадваргүй болох магадлал өндөр байдаг нь харагдаж байна.

Зураг 24. 1970-2013 оны гадаад өрийн хямралын харьцуулалт



Кейс шинжилгээнд авч үзсэн 25 удаагийн өрийн хямрал болсон тохиолдлуудад засгийн газрын гадаад өр/ДНБ-ий харьцааг харьцуулж үзэхэд дундажаар 81 хувь байна. (Зураг 25)

Зураг 25. Өрийн хямрал болсон улсуудын харьцуулалт (ЗГТӨ/ДНБ)



Дээрх харьцуулалтаас 1980-аад оны үеийн өрийн хямралын үед уг харьцаа үзүүлэлт 40-80 хувь, 1990-ээд оны сүүл, 2000 оны эхэн үеийн өрийн хямралын үед 40-150 хувь, 2000 оноос хойш болсон өрийн хямралын үед Грек, Никарагуа, Нигер, Венесуэл зэрэг улсууд өрийн харьцаа үзүүлэлт нь хамгийн өндөр буюу 150 хувиас дээш байна. Эндээс засгийн газрын гадаад өр/ДНБ харьцаа 40-өөс дээш хувь байгаа тохиолдолд өрийн хямрал болох магадлал нэмэгдэж байна.

Кейс шинжилгээнд авч үзсэн өрийн хямрал болсон улсуудад хямрал үүсгэсэн хүчин зүйл, хямралаас бий болох, үүсэх үр дагавар, хямралын үед авч хэрэгжүүлсэн арга хэмжээг харьцуулан судалж, Монголын эдийн засагт үүсч болох эрсдэлийг тодорхойлохыг зорилоо. Улс орнуудыг өрийн хямрал үргэлжилсэн хугацаа, түүний шалтгаан, үр дагавар, авч хэрэгжүүлсэн арга хэмжээг зураглан хавсралт 7-д харууллаа.

Гадаад өрийн хямрал үүсэх шалтгааныг харьцуулан судалж, 8 хэсэгт багцлан авч үзэж, нийт өрийн хямрал үүсгэх хүчин зүйлсийг эзлэх хувийн жингээр эрэмбэлэн тогтоолоо. Эндээс хамгийн их буюу төсөв, мөнгөний уялдаагүй бодлого нь, гадаад өрийн дахин санхүүжилт, түүхий эдийн үнийн уналтаас шалтгаалан экспорт буурч, эдийн засаг болон төсвийн орлогын бүрдүүлэлтэд сөрөгөөр нөлөө үзүүлэх, гадаад валютын албан нөөцийн уналт, дотоод валютын сулрал зэргээс өрийн үйлчилгээний дарамт нэмэгдэх, валютын ханшийн эрсдэл үүсэх зэрэг хүчин зүйлс нь өрийн хямралын гол шалтгаан болдог байна. Бусад хүчин зүйлс гэдэгт улс төрийн тогтворгүй байдал, дайн, импортоос хэт их хамааралтай байдал, мэдээллийн бодит бус байдал зэргийг авч үзсэн. (Зураг 26)

Зураг 26. Гадаад өрийн хямрал үүсгэх хүчин зүйлс



Зарим улс орнуудын гадаад өрийн хямрал үүсэх шалтгаан нь банкны салбарын уналтаас (Сүүлийн үеийн банкны хямрал үүсэх шалтгаан нь үл хөдлөх хөрөнгийн төвлөрөл) шалтгаалан гадаад, дотоод өрөөр дахин капиталжуулах арга хэмжээ авах, эдийн засгийн мөчлөгийн уналтын үед мөнгө болон сангийн хэт тэлэх бодлого барих, гадаадын шууд хөрөнгө оруулалтын уналтаас шалтгаалан урсгал тэнцэл алдагдах, түүнийг санхүүжүүлэх зорилгоор гадаад өрийн хэмжээг нэмэх, валютын гадагшлах урсгал нэмэгдсэнээс дотоод валютын ханш суларч, өрийн дарамт нэмэгдэх, эрх зүйн зохицуулалт орчин сул байх зэрэг нь эрсдэл үүсгэх хүчин зүйлс болж байна.

Гадаад өрийн дарамт нэмэгдэж, хямрал болсон тохиолдолд эдийн засгийн уналтад орж, ажилгүйдэл, инфляцийг нэмэгдүүлэх (магадлал 25 орчим хувь), энэ

нь банкны болон валютын хямрал үүсгэх шалтгаан болдог (магадлал 20 орчим хувь). Мөн өрийг өрөөр санхүүжүүлж, өрийн дарамтыг улам бүр нэмэгдүүлж, дараагийн өрийн хямрал болох шалтгаан нь болдог (магадлал 20 орчим хувь) байна. Эдгээр хүчин зүйлс нь гадаадын хөрөнгө оруулалт буурах, гадаад валютын албан нөөцийн хэмжээ буурах гол шалтгаан нь болдог.

Эдийн засгийн нөхцөл байдал хүндрэхийн хэрээр улсын зээлжих зэрэглэл буурч, хөрөнгө оруулалт багасах, улсын болон хувийн салбар гадаадаас өндөр хүүтэй хатуу нөхцөлтэй зээл авах зэргээр өрийн дарамтыг улам бүр нэмэгдүүлж, дахин гадаад өрийн хямрал үүсэх шалтгаан нь болдог. Мөн ажилгүйдэл, инфляцийн өсөлтийн улмаас нийгмийн эмх замбараагүй байдал үүсэх, гэмт хэрэг нэмэгдэх зэргээр эдийн засгаас гадна нийгэмд ихээхэн сөрөг үр дагаврыг авчирдаг байна. (Зураг 27)

Зураг 27. Гадаад өрийн хямралын үр нөлөө



Гадаад өрийн хямрал нь бусад хямралтай харьцуулахад урт хугацаанд үргэлжилдэгээрээ ихээхэн сөрөг нөлөөтэй ба кейс судалгаанд хамрагдсан улсуудад өрийн хямрал үргэлжилсэн хугацааг авч үзвэл хамгийн богино нь 1-2 жил, хамгийн урт нь 30 жил, дундажаар 5.86 жил үргэлжилсэн байна. (Хавсралт 8)

Өрийн хямралаас гарах зорилгоор авч хэрэгжүүлсэн арга хэмжээг 22 улсын кейсээс нэгтгэн авч үзвэл эерэг буюу хямралыг амжилттай даван туулсан, сөрөг буюу хямралыг улам даамжруулсан гэсэн дүгнэлтийг хийж болохоор байна. (Хүснэгт 16)

Хүснэгт 16. Гадаад өрийн хямралын үед авч хэрэгжүүлсэн арга хэмжээ

Эерэг	Сөрөг
Хууль эрхзүйн орчноо шинэчилсэн	Шинэ мөнгө хэвлэсэн
Хямралын үеийн Сангийн бодлого боловсруулж, төсвийн таналт хийсэн	Нэмж бонд гаргасан
Өмч хувьчлал хийсэн (Богино хугацаанд)	Өрийн бүтцэд өөрчлөлт оруулсан
Валютын ханшийг тогтворжуулах, экспорт импортын оновчтой бодлого боловсруулсан	Гадаад өрийн дахин санхүүжилт авсан
ЗГ-ын бүтцийн шинэчлэл хийж, нэгдэлт, хязгаарлалт хийсэн.	Татварын өөрчлөлт оруулсан
Нэмж зээл авахгүй хэрэглээний хязгаарлалт хийсэн	Өмч хувьчлал хийсэн (Урт хугацаа)

Эх сурвалж: Кейс судалгааны нэгтгэл

Эерэг үр дүн үзүүлсэн арга хэмжээнүүд: Хууль эрхзүйн орчны шинэчлэл хийж, өрийн удирдлагын механизмыг бүрдүүлсэн, хямралын үеийн сангийн бодлого боловсруулж, төсвийн зардлын таналт хийж чадсан, богино хугацаанд төрийн өмчийн хувьчлал амжилттай хэрэгжүүлсэн, валютын ханшийг тогтворжуулахад онцгой анхаарсан, Засгийн газрын бүтцийн шинэчлэл хийж, бүсээ чангалах бодлого барьсан, дахин өр үүсгэлгүй дотоод нөөц бололцоогоо ашигласан зэрэг авч болохуйц туршлага байхад, алдааг нь давтахгүй байх боломж манай улсын хувьд байна.

Сөрөг үр дүн үзүүлсэн арга хэмжээнүүд: Өрөө төлөх зорилгоор гүйлгээнд мөнгө хэвлэж гаргасан, өрийг бүтцийнх нь хувьд өөрчилсөн, нэмэлт үнэт цаас гаргах замаар дахин санхүүжилт авсан, татвараа нэмэх замаар төсвийн орлогыг бүрдүүлэх бодлого барьсан, өмч хувьчлалыг урт хугацаанд хийсэн зэрэг нь төсөв, эдийн засагт ирэх өрийн дарамтыг улам нэмэгдүүлж, өрийн хямралыг газар авахуулах нөхцөлийг бүрдүүлсэн шийдвэрүүд байжээ.

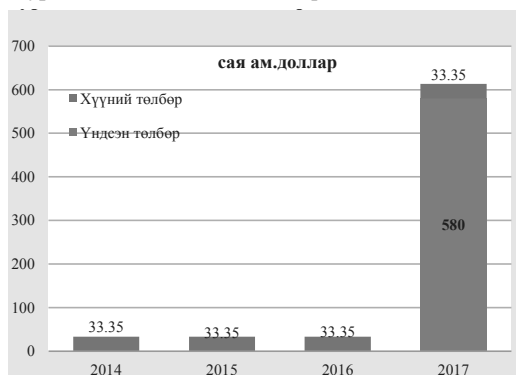
Кейс шинжилгээний үр дүнд гадаад өрийн хямрал үүсгэж байсан хүчин зүйлс Монголын өнөөгийн нөхцөл байдалд ямар байгааг судлан, дүгнэлт өгөхийг зорилоо.

1. Өрийн үйлчилгээний дарамт өсөх, гадаад өрийн дахин санхүүжилт авах

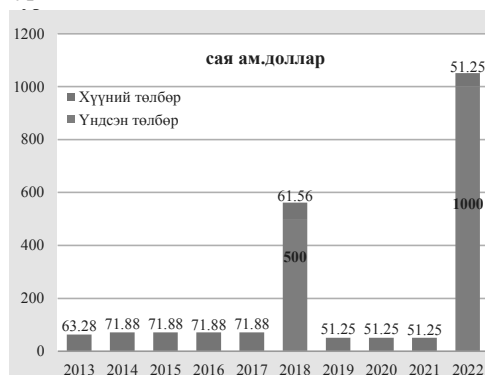
Энэ нь гадаад өрийн төлөлт хийх хугацаа болоход дахин гадаад зээл авах замаар өрөө төлөх нөхцөл байдлыг хэлнэ. Өрийн үйлчилгээний төлбөрт төлөх дарамт нэмэгдэх тохиолдолд улс орнууд дахин санхүүжилт авах арга хэмжээг эрэлхийлдэг байна. Үүнд: Ихэнх улс орнууд ОУВС, Дэлхийн банкнаас зээл авах, шинээр бонд гаргах боломжууд нь хязгаарлагдсан байдаг тул хатуу нөхцөлтэй зээл авдаг байна.

Манай улсын хувьд Хөгжлийн банкны 580.0 сая ам.долларын үнэт цаасны хүүний төлбөрт жил бүр 33.35 сая ам.доллар, 2017 онд үндсэн болон хүүний төлбөрт 613.35 сая ам.долларыг төлөхөөр байна. (Зураг 28) Чингис бондын төлбөрт 2013 онд 63.28 сая ам.доллар, 2014-2017 оны хооронд тус тус 71.88 сая ам.доллар, 2018 онд 500 сая ам.доллар үндсэн төлбөр, 2022 онд 1000 сая ам.долларын үндсэн төлбөрийг хүүний хамт төлөхөөр байна. (Зураг 29)

Зураг 28. Хөгжлийн банкны үнэт цаасны төлөлт



Зураг 29. Чингис бондын төлөлт



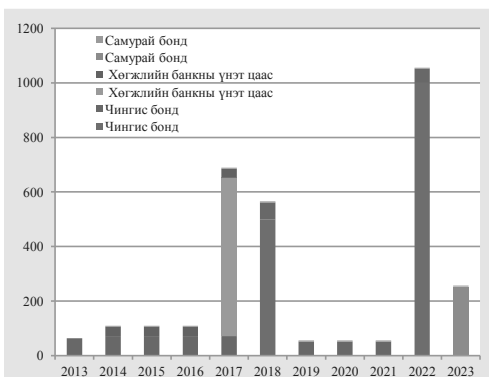
Эх сурвалж: (Сангийн Яам, 2014)

Самурай бондын хүүг жил бүр ижил хэмжээтэй, үндсэн төлбөр болох 30.0 тэрбум иен буюу 252.5 сая ам.долларыг 2023 онд төлөх хуваарьтай байна. (Зураг 30) Монгол Улсын засгийн газар Олон улсын санхүүгийн зах зээлээс бонд хэлбэрээр босгосон хөрөнгийн эх үүсвэрийг Улсын төсвөөс эргэн төлөгдөх нөхцөлтэйгөөр дэд бүтцийн салбарт, Төслийн орлогоос эргэн төлөгдөх нөхцөлтэйгөөр орлогоороо төлбөрөө буцаан төлөх боломжтой тээвэр, хөдөө аж ахуй, уул уурхай, барилгын салбарыг хөгжүүлэх төсөл хөтөлбөрүүдийг хэрэгжүүлснээс эх үүсвэрийн зарцуулалтад 2014 онд Чингис бондын эх үүсвэрээс 1,872.9 тэрбум төгрөгийг, Самурай бондын эх үүсвэрээс 407.3 тэрбум төгрөгийг тус тус зарцуулжээ. (Монгол улсын хөгжлийн банк, 2015)

Зураг 30. Самурай бондын эргэн төлөлт



Зураг 31. Засгийн газрын баталгаатай бондуудын нийт төлөлт



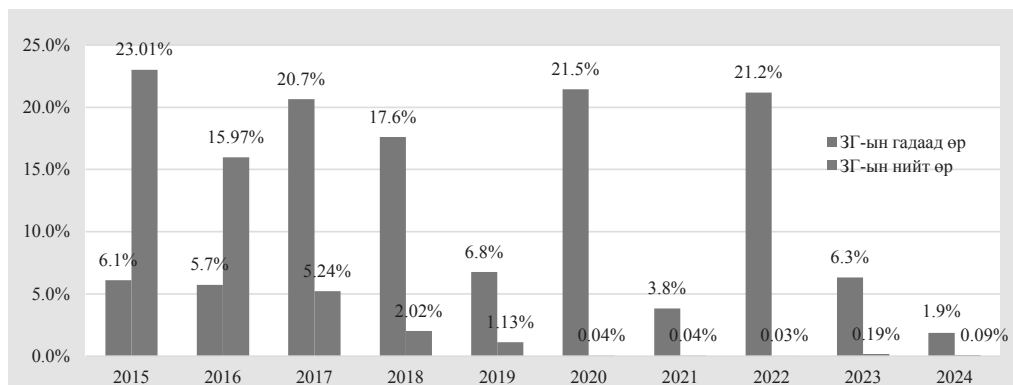
Эх сурвалж: (Сангийн Яам, 2014)

Засгийн газраас баталгаа гаргасан эдгээр үнэт цаасны өрийн үйлчилгээнд 2017 онд 689 сая ам.доллар, 2018 онд 565 сая ам.доллар, 2022 онд 1055 сая ам.доллар, 2023 онд 256 сая ам.долларын өндөр дүнтэй төлөлтүүд нь төсөвт ихээхэн хэмжээний дарамт учруулж болохоор байна. Эдгээр өрийн эх үүсвэрийг

оновчтой хөрөнгө оруулалт болгон хувиргаж чадвал урт хугацаатай, бага хүүтэй эх үүсвэрээс өгөөж хүртэх боломжтой. Харин ингэж чадахгүй бол өрийн дарамт нэмэгдэж, эдийн засагт томоохон эрсдэл учрах аюултай.

Засгийн газрын өрийн үйлчилгээ улсын төсвийн орлогод үзүүлэх дарамтыг 2015-2024 оны хооронд тооцов. Ирээдүйн төсвийн орлогыг 1991-2014 оны төсвийн орлогын мэдээлэлд үндэслэн өсөлтийн дундаж хувиар таамаглахад өрийн үйлчилгээний төлбөр нь ЗГ-ын орлогын 20-22%-ийг эзлэхээр байгаа нь одоогийн үзүүлэлтээс 4 дахин их ачаалал үүсэхийг харуулж байна. (Зураг 32)

Зураг 32. Ирээдүйн төсвийн орлогод эзлэх гадаад өрийн үйлчилгээний эзлэх хувь



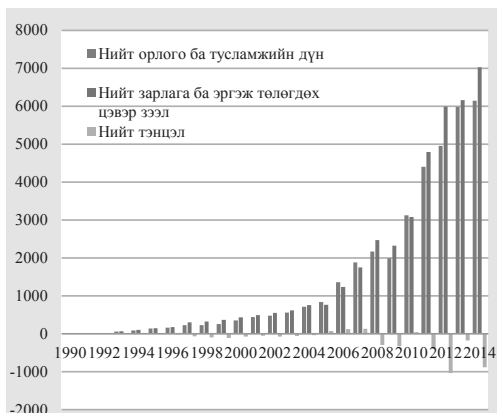
Эх сурвалж: Судлаачдын тооцооллоор

2. Төсөв, мөнгөний тэлэх бодлого, төсвийн алдагдал

2014 оны төсөв 886.3 тэрбум төгрөгийн алдагдалтай гарсан бөгөөд төсвийн зардлын 73%-ийг урсгал зардал, 27%-ийг хөрөнгийн зардал эзэлж байгаа нь үр ашиггүй зүйлд ихээхэн хэмжээний хөрөнгө оруулалт хийж, үргүй зардал гаргаж, төсвийн урсгал зардал тэлэлттэй байгааг харуулж байна. 2014 оны төсвийн орлогын 99.1%-ийг урсгал орлого, 0.3%-ийг тусламжийн орлого, 0.6%-ийг хөрөнгийн орлого бүрдүүлсэн байна. Төсвийн нийт орлого төлөвлөсөн хэмжээндээ орж ирээгүй 716.8 тэрбум төгрөгийн дутагдал үүссэн нь татварын орлогын төлөвлөлт оновчтой хийгддэггүй, зохион байгуулалт муутай, төрийн өмчит аж ахуйн нэгжүүдийн үр ашиггүй байдалтай холбоотой. (Үндэсний аудитын газар, 2015) Улсын төсвийн зардлыг авч үзвэл 82%-ийг урсгал зардал, 18%-ийг бусад зардал гаргасан байна. Урсгал зардалд цалин хөлс, бараа ажил үйлчилгээ, НДШ, хүү, урсгал шилжүүлгийг оруулсан.

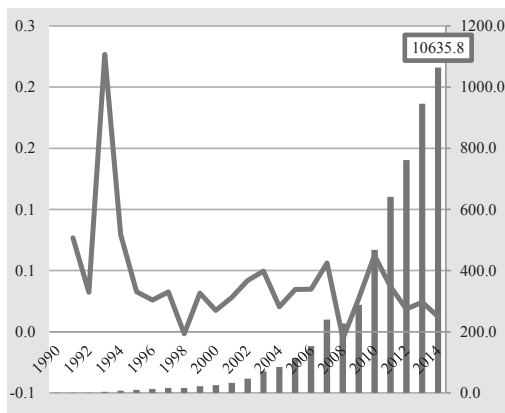
Харин төсвийн алдагдалд эдийн засгийн уналт, цэвэр экспорт, дэлхийн зах зээл дээрх голлох түүхий эдийн үнийн уналт, төрийн бүтэц, урсгал зардлын өсөлт нөлөөлж, төсвийн алдагдлыг хаах эх үүсвэр нь улсын өр болжээ. (Зураг 33, 34)

Зураг 33. Төсвийн тэнцэл



Эх сурвалж: (ҮСХ, 1990-2014)

Зураг 34. Мөнгөний нийлүүлэлт



2013 онд Засгийн газар Монголбанкт хамтран “Үнэ тогтворжуулах хөтөлбөр”, “Иргэдийг орон сууцжуулах хөтөлбөр”-ийг хэрэгжүүлэхийн тулд арилжааны банкуудаар дамжуулан зээл олголтыг нэмэгдүүлж, үүнтэй зэрэгцэн хүний хөгжил сан, оюутны тэтгэлэг, төсвийн ажилчдын цалин, тэтгэвэр тэтгэмж нэмэх зэргээр төсвийн тэлэх бодлогыг хэрэгжүүлсэн. 2013 онд 6,630 их наяд, 2014 онд 7,294 их наяд төгрөгийн төсөв баталсан нь 2011 оныхоос 1,3-1,6 дахин их үзүүлэлт юм. Энэхүү төсвөөс гадна Чингис бондын 1,5 тэрбум ам доллар, Самурай бондын 290 сая доллар, Хөгжлийн банкны 580 сая ам доллар, БНХАУ-ын Хөгжлийн банкнаас авсан 162 сая ам долларын зээл зэрэг улсын нэгдсэн төсөвтэй тэнцэхүйц хэмжээний мөнгийг төсвөөс гадуур зарцуулж, мөнгөний нийлүүлэлт сүүлийн таван жилийн хугацаанд дунджаар 31 хувиар өсч, 2014 онд 10635,8 тэрбум төгрөгт хүрч өссөн. Энэ нь эдийн засагт үнийн өсөлтийг нэмэгдүүлж, төгрөгийн худалдан авах чадварыг бууруулж, зах зээлд хүүний түвшин өсөх нөхцөлийг бүрдүүлсэн.

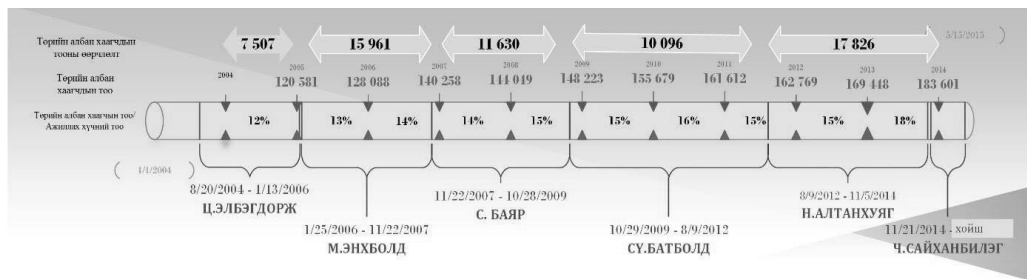
Төсвийн урсгал зардал хэт их байх нь төрийн нүсэр бүтэцтэй холбоотой бөгөөд цаашлаад авилга, хээл хахуультай ч холбогддог байна.

3. Төрийн нүсэр бүтэц, авилга хээл хахууль нэмэгдэх

2004 онд төрийн албан хаагчдын тоо 120581 байсан бол 2014 оны байдлаар 183601 болж арван жилийн хугацаанд 1.5 дахин өссөн байна. Төрийн албан хаагчдын тоо дунджаар Монгол улсын нийт ажиллах хүчний 13-14 хувийг эзлэж байсан бол одоо 18 хувь болж өссөн нь төр хэт нүсэр бүтэцтэй байгааг харуулж байна. Эндээс төрийн албан хаагчдын тоог өмнөх жилүүдийн дундаж түвшинд барина гэвэл төсвийн урсгал зардлаас жилд 300 тэрбум⁸ төгрөгийн хэмнэлт хийх боломжтой. (Зураг 35)

⁸ Төрийн албан хаагчдын тоог өмнөх жилүүдийн дундаж түвшинд барина гэвэл 35000-40000 албан хаагч илүүдэлтэй байна. Эндээс төрийн албан хаагчийн сарын дундаж цалин 688500 төгрөг (ҮСХ, 1990-2014) гэвэл жилд 300 тэрбум орчим төгрөг хэмнэгдэнэ.

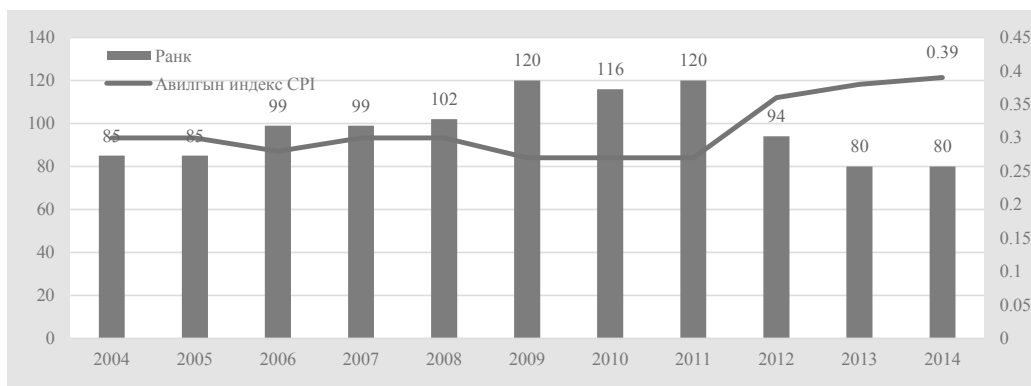
Зураг 35. Төрийн албан хаагчдын тоо 2005-2014



Эх сурвалж: Сангийн яам (2015)

Транспаренси интернeshионал байгууллага 1995 оноос хойш Авилгын Индексийг⁹ экспертүүдийн үнэлгээ болон санал асуулгад суурилан жил бүр жагсаадаг болжээ. Авилгын индекс нь авилгаар улсын эрх мэдлийг өөрийн хувийн эрх ашигт буруугаар ашиглах байдлыг илэрхийлэх ба одоогоор 177 улсыг 0-ээс 1 хооронд үнэлж, жагсаалтыг гаргаж байна. Индекс өндөр байх нь авилга багатайг илэрхийлнэ. (Transparency International, 2012)

Зураг 36. Монгол улсын авилгын индекс



Эх сурвалж: http://www.theglobaleconomy.com/Mongolia/transparency_corruption/

Авилгын индексээр Монгол улс дэлхийн 177 орноос 80-д эрэмбэлэгдэж байгаа бөгөөд авилгын индекс 0.39 байгаа нь авилга өндөр байгааг харуулж байна. (Зураг 36) Эндээс төрийн нүсэр бүтцээр дамжуулж завших, авилга ихээхэн байгааг харж болох бөгөөд энэ нь өрийн хямралд өртсөн улс орнуудын нөхцөл байдал манай улсын хувьд ч оршсоор байгааг харуулж байна.

4. Түүхий эдийн үнийн огцом уналт, экспортын бууралт

Уул уурхайн экспортоос хараат эдийн засагтай улс орнуудын хувьд дэлхийн зах зээл дээр түүхий эдийн үнэ огцом унаж, экспортын орлого буурч, эдийн засгийн өсөлт удаашран гадаад худалгааны тэнцэл алдагдалтай гардаг. Энэ нь

⁹ Transparency International (TI) байгууллагаас тооцдог.

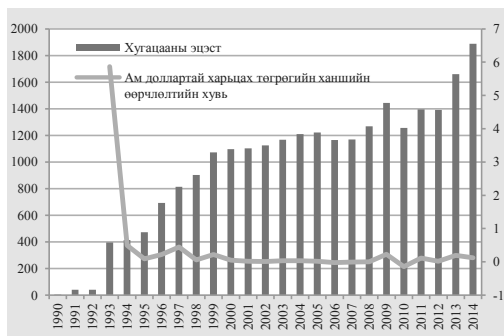
мөн татварын орлогыг бууруулахад нөлөөлж, төсвийн тэлэх бодлого барьж байсан засгийн газрын төсөвлөсөн орлогын хэмжээ хүрэхгүй, гадаад эх үүсвэрээр зардлаа санхүүжүүлэх, өмнөх гадаад өрийн үйлчилгээний төлбөрөө төлж чадахгүй зэрэг нөхцөл байдалд ордог.

Манай улсын хувьд 2014 онд нийт экспортын 89 хувийг ашигт малтмалын бүтээгдэхүүний экспорт эзлэж байгаа ба чулуун нүүрс, зэсийн баяжмал, төмрийн хүдэр ба баяжмал, боловсруулаагүй нефть гэсэн голлох 4 түүхий эдийн экспорт ашигт малтмалын экспортын 88%, нийт экспортын 78%-ийг тус тус эзэлж байгаа цөөн хэдэн бүтээгдэхүүний үнийн өөрчлөлтөөс экспортын хэмжээ хамаарч байгааг харуулж байна. (Монголбанк, 2014) Түүхий эдийн үнэ сүүлийн гурван жил дараалан унаж байгаа ба цаашид ч өсөх төлөв ажиглагдахгүй байгаа нь өрийн хямралд орох эрсдэлийг нэмэгдүүлж байна.

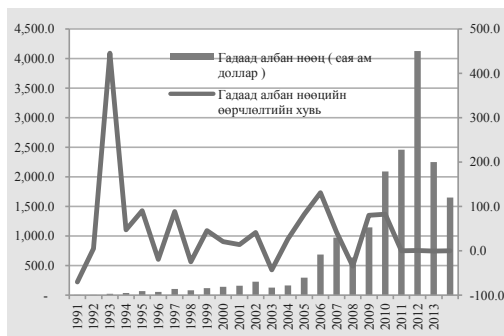
5. Валютын ханшийн уналт ба гадаад валютын албан нөөцийн бууралт

Гадаад өрийн хямрал нь дотоод валютын ханшийн уналтаас үүдэн өрийн үйлчилгээний дарамт ихсэх байдлаар гадаад валютын ханшийн эрсдэл нэмэгддэг. Тухайлбал; 2012 онд Чингис бондыг гаргаж байх үед ам.долларын ханш 1330 төгрөг байсан бол 2014 онд 1890 төгрөг болтлоо 40 гаруй хувиар өсчээ. Ханшийн энэ өөрчлөлтөөс шалтгаалан бодитоор төлж буй хүү нь нэрлэсэн дүнгээс 8 дахин нэмэгдээд байна. (Зураг 37) Үндэсний аудитын газрын тайлангаас харахад Сангийн яам 2014 оны 12 сарын 31-ний байдлаар 302.6 тэрбум төгрөгийн ханшийн эрсдэл хүлээхээр байгааг тооцжээ. (Үндэсний аудитын газар, Хөгжлийн банкны эх үүсвэрийн ашиглалтад хийсэн аудитын тайлан, 2015)

Зураг 37. Ам.долларын ханш



Зураг 38. Гадаад валютын албан нөөц

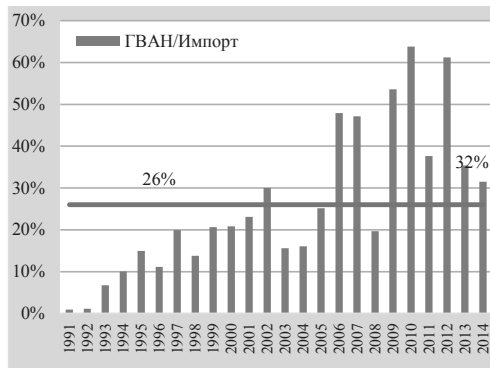


Эх сурвалж: (Монголбанк, 2014)

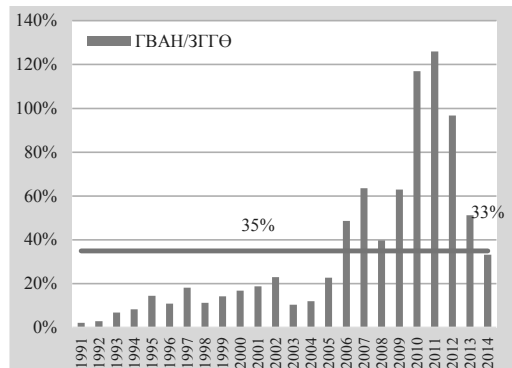
Гадаад өрийн үйлчилгээний төлбөрийг гадаад валютаар төлдөг тул гадаад валютын нөөц хэмжээг авч үзвэл 2012 онд гадаа валютын албан нөөцийн хэмжээ 4125.8 сая ам доллар байсан бол сүүлийн хоёр жил дараалан 30-40 хувь буураад байна. (Зураг 38) Гадаад валютын албан нөөц/импорт, гадаад валютын албан нөөц/ЗГГӨ гэсэн харьцаа үзүүлэлтээр гадаад валютаар өрөө төлөх валюттай

эсэхийг авч үзлээ. 2014 онд импортын 32 хувьтай тэнцэх гадаад валютын албан нөөцтэй ба сүүлийн жиүүдэд огцом буурч байна. (Зураг 39) Гадаад валютын албан нөөц/ ЗГТӨ харьцаа үзүүлэлт 33 хувь байгаа нь сүүлийн жилүүдэд нэг талаас гадаад өр өссөн нөгөө талаас гадаад валютын нөөцийн хэмжээ буурч, төгрөгийн ханш цаашид сулрах эрсдэлтэйг харуулж байна. (Зураг 40)

Зураг 39 ГВАН/Импорт



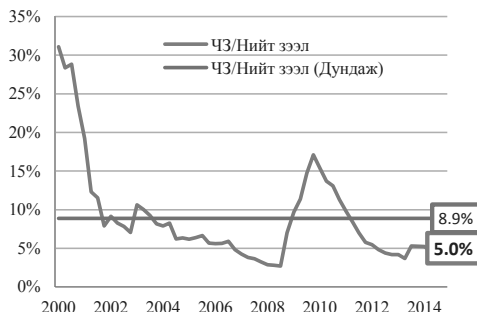
Зураг 40 ГВАН/ЗГТӨ



Эх сурвалж: (Монголбанк, 2014), (Сангийн Яам, 2014)

6. Банкны салбарын хямрал

Банкны салбарын хямрал нь өрийн хямралд ихээхэн нөлөө үзүүлдэг бөгөөд гаднаас авсан өрийн санхүүжилтийн эх үүсвэрийг нэг салбарт хэт төвлөрүүлснээр хөрөнгө оруулалтын багцын төвлөрлийн эрсдэл нь өрийн хямралыг үүсгэх шалтгаан болдог байна. Манай улсын хувьд банкны системийн хэмжээнд нийт зээлийн багцад эзлэх чанаргүй зээлийн хэмжээ өмнөх жилүүдийн дунджаас доогуур байгаа хэдий ч сүүлийн 2 жилд өсөх хандлагатай байна. (Зураг 41) Үүнд: банкны зээлийн багцын 86 орчим хувь нь 5-6 салбарт төвлөрч байгаа, мөн үнэ тогтворжуулах хөтөлбөрийн хүрээнд үл хөдлөх хөрөнгийн зах зээлд ихээхэн төвлөрөл үүссэн нь банкны салбарын зээлийн багцын чанар муудахад нөлөөлөх хүчин зүйл болжээ. (Зураг 42) Үндэсний аудитын газрын тайлангаас харахад Чингис бондын болон Хөгжлийн банкны эх үүсвэрээс 739.5 тэрбум төгрөгийг арилжааны банкуудад байршуулсан байгаа нь эрсдэлтэй хөрөнгө оруулалт бөгөөд өрөөр дамжуулж банкны системийг хямралд хүргэх, цаашлаад өрийн хямрал үүсэх эрсдэлийг дагуулж болзошгүй. (Үндэсний аудитын газар, 2015)

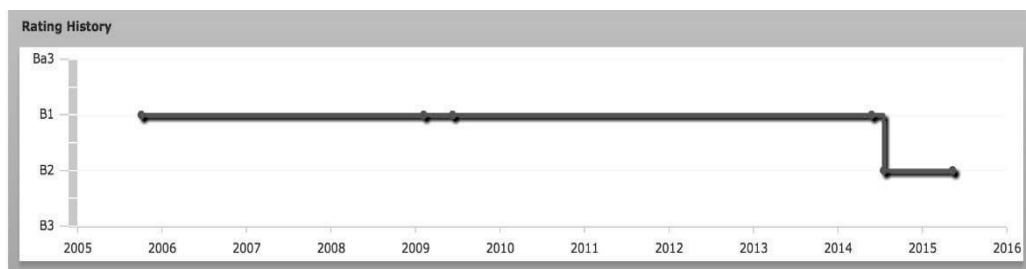
Зураг 41. Чанаргүй зээлийн нийт зээлд эзлэх хувь

Эх сурвалж: (Монголбанк, 2000-2014)

Зураг 42. Банкны салбарын зээлийн төвлөрөл

7. Улсын зэрэглэл буурах

Үнэлгээний Мүүдис агентлагаас жил бүр улсын зээлжих зэрэглэл, түүний чиг хандлагыг илэрхийлсэн тайлан гаргадаг бөгөөд манай улс 2006-2014 оны хүртэл B1 зэрэглэлд байсан бол 2014 оны 7-р сарын 17-ны өдрөөс эхлэн B1-ээс B2 зэрэглэл болгон бууруулжээ. (Зураг 43) Энэ нь манай улсын хувьд зээлийн төлбөрөө хугацаандаа төлөх магадлал буурч, эрсдэл үүсч байгааг харуулж байгааг харуулсан үнэлгээ юм. Мүүдис агентлаг зэрэглэл бууруулсан шалтгааныг Монголын гадаад валютын нөөцийн хомсдол, өрийн хэмжээ өнгөрсөн оноос хурдтай өссөнтэй холбон тайлбарласан байна.

Зураг 43. Монгол улсын зэрэглэл

Эх сурвалж: Moody's 2015

Үнэлгээний Мүүдис агентлаг жил бүр улсын бондын зээлжих зэрэглэл, түүний чиг хандлагыг илэрхийлсэн тайлан гаргадаг. Аливаа улсын засгийн газрыг эрсдэл багатай гэж үздэг ба 1983 онд бүх засгийн газрын бонд нь хөрөнгө оруулалтын зэрэглэлд үнэлэгдэж байсан бол сүүлийн жилүүдэд зэрэглэл нь тасралтгүй буурч 2013 онд хөрөнгө оруулалтын зэрэглэлийн нийт зэрэглэлд эзлэх хувийн жин 55%-д хүрчээ. (Хүснэгт 17)

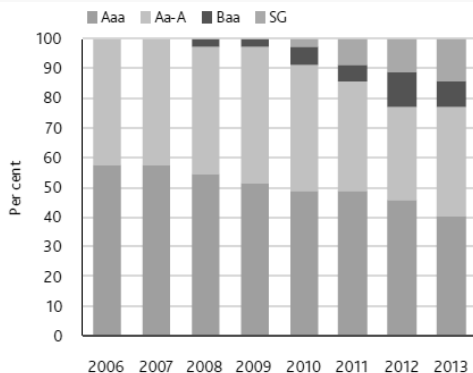
Хүснэгт 17. Засгийн газрын бондын зэрэглэлийн тархалт

Зэрэглэл	1983	1990	1995	2000	2005	2010	2012	2013
Aaa	75%	40%	20%	14%	20%	15%	13%	12%
Aa	25%	30%	26%	14%	5%	15%	12%	12%
A	0%	17%	20%	13%	24%	13%	8%	7%
Baa	0%	3%	13%	21%	14%	19%	26%	24
Ba	0%	7%	15%	17%	15%	16%	16%	17%
B	0%	3%	7%	16%	16%	22%	22%	21%
Саа-с	0%	0%	0%	5%	5%	1%	3%	7%
Хөрөнгө оруулалтын түвшин	100%	90%	78%	62%	64%	61%	59%	55%
Эрсдэлтэй түвшин	0%	10%	22%	38%	36%	39%	41%	45%

Эх сурвалж: (Moody's, 2014)

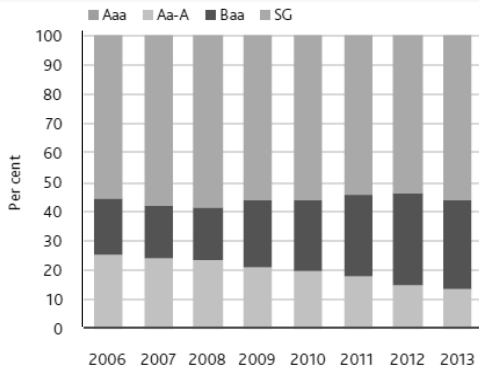
Дээрх тайланд засгийн газрын бондыг хөгжингүй болон хөгжиж буй орноор ялган харуулсан ба 2013 оны байдлаар хөгжингүй орнуудын засгийн газрын бондын 40 хувь AAA, 77 хувь нь А-ээс дээш зэрэглэлтэй байсан бол хөгжиж буй орнуудын хувьд AAA зэрэглэлтэй бонд байхгүй байна. Хөгжиж буй орнуудын 13 орчим хувь нь Аа-А зэрэглэлтэй, 30 орчим хувь нь BBB-В зэрэглэлтэй, 57 орчим хувь нь хөрөнгө оруулалтын бус зэрэглэлтэй байна. (Зураг 44, 45)

Зураг 44. Хөгжингүй орнуудын зээлжих зэрэглэл



Эх сурвалж: (Moody's, 2014)

Зураг 45. Хөгжиж буй орнуудын зээлжих зэрэглэл



Зэрэглэл шилжих матрицыг авч үзвэл засгийн газрын бонд нь 12 сарын дотор Ааа зэрэглэлтэй, засгийн газрын бондын дунджаар 3.03 нь зэрэглэл буурсан бол, В-ээс С рүү шилжих магадлал 2.74 хувь, төлбөрийн чадваргүй болох магадлал 3.24 хувь байна. Засгийн газрын бондыг компаний бондтой харьцуулахад зэрэглэл буурах магадлал бага байдаг ч төлбөрийн чадваргүй болох магадлал нь корпорацийн бондоос 2 дахин их байна. Энд засгийн газрын бондын төлбөрийн чадваргүй болох тохиолдол их байдгийг харуулж байна. (Хүснэгт 18)

Хүснэгт 18. Бондын шилжих матриц (1983-2013)

Зэрэглэл	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Саа-С	Төлбө- рийн чадвар- гүй болох	Татгалз- сан
Засгийн газрын бонд									
Aaa	96.79%	3.03%	0.04%	0.10%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.04%
Aa	3.86%	92.76%	1.69%	0.89%	0.13%	0.00%	0.00%	0.00%	0.67%
A	0.00%	4.52%	90.51%	3.49%	1.40%	0.08%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa	0.00%	0.00%	6.11%	89.10%	4.13%	0.61%	0.05%	0.00%	0.00%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	8.59%	84.93%	5.31%	0.34%	0.67%	0.15%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	5.64%	87.89%	2.74%	3.24%	0.50%
Саа-С	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	13.33%	48.33%	38.33%	0.00%

Эх сурвалж: (Moody's, 2014)

Эндээс хөгжингүй орноос илүү хөгжиж буй оронд төлбөрийн чадварын асуудал үүсдэг гэсэн дүгнэлт хийж болохоор байна. Манай улсын хувьд зэрэглэл нэг нэгжээр буурч B2 болоод байгаа ба В зэрэглэлдээ үлдэх магадлал 87.89 хувь, С зэрэглэл рүү шилжих магадлал 13.33 хувь байгаа ба төлбөрийн чадварын эрсдэл үүсч болзошгүйг харуулж байна.

8. Өрийн стратеги удирдлага тааруу байх

Манай улсад өрийн удирдлагын бодлого, зохицуулалтын хүрээнд өрийн зохистой түвшинг хангах, дунд хугацааны стратегийг хэрэгжүүлэх, Засгийн газар, орон нутаг зээллэг хийх замаар өр үүсгэх, дамжуулан зээлдүүлэх, Засгийн газрын өрийн баталгаа гаргах, тэдгээрийг бүртгэх, тайлагнах, хяналт тавихтай холбогдсон харилцааг зохицуулах зорилгоор “Өрийн тухай” хуулийг 2015 оны 2 сарын 18 өдөр Улсын их хурлаас батлан гаргасан. Энэхүү хууль нь Монгол Улсын Үндсэн хууль, Төсвийн тогтвортой байдлын тухай хууль, Төсвийн тухай хууль, Олон улсын гэрээний тухай хууль, Засгийн газрын тусгай сангийн тухай хууль, дээр дурдсан хууль болон эдгээр нэр бүхий хуультай нийцүүлэн гаргасан хууль тогтоомжийн бусад актаас бүрдэх бөгөөд эдгээр хуулиудаар өрийн асуудлыг зохицуулна (УИХ, 2015).

Нэгдсэн төсвийн тогтвортой байдлыг хангахад чиглэсэн төсвийн удирдлагын зарчим, төсвийн тусгай шаардлагыг тогтоох, хэрэгжүүлэх, түүнд хяналт тавихад төрийн байгууллагын эрх, үүрэг, хариуцлагыг тодорхойлох, эрдэс баялгийн орлогоор нөхөн сэргээгдэх баялаг бүтээх, эдийн засгийн хөгжлийг дэмжих хөрөнгө оруулалт хийх, санхүүгийн хуримтлал бүрдүүлэхтэй холбогдсон харилцааг зохицуулах зорилгоор “Төсвийн тогтвортой байдлын тухай” Монгол улсын хуулийг 2010 оны 6 сарын 24 өдөр Улсын их хурлаас батлан гаргасан байдаг (УИХ, 2010).

Төсөв, түүний зарчим, тогтолцоо, бүрэлдэхүүн, ангиллыг тогтоон, төсвийн тусгай шаардлагыг хэрэгжүүлэх, төсвийн харилцаанд оролцогчийн эрх, үүрэг, хариуцлагыг тодорхойлж, төсөв боловсруулах, батлах, зарцуулах, бүртгэх, тайлагнах, хяналт тавихтай холбогдсон харилцааг зохицуулах зорилгоор 2011 оны 12 сарын 23 өдөр “Төсвийн тухай” хуулийн шинэчилсэн найруулгыг Улсын их хурлаас батлан гаргасан (УИХ, 2011). Энэ хуулиар Засгийн газрын өр үүсгэх зорилгыг тодорхойлсон бөгөөд өр үүсгэж бүрдүүлсэн эх үүсвэрийг зөвхөн төсөвт тусган, баталсан хөтөлбөр төсөл, арга хэмжээг санхүүжүүлэхэд зарцуулахаар хуульчилсан болно.

Төсвийн тогтвортой байдлын тухай хуулийн 6.1.4-т заасан төсвийн тусгай шаардлагыг үе шаттайгаар хэрэгжүүлэх зорилгоор өнөөгийн үнэ цэнээр илэрхийлсэн Засгийн газрын өрийн дотоодын нийт бүтээгдэхүүнд эзлэх хувь хэмжээг 2015 оны төсвийн жилд одоо байгаа түвшинд нь буюу 58.3 хувиас, 2016 оны төсвийн жилд 55 хувиас, 2017 оны төсвийн жилд 50 хувиас, 2018 оны төсвийн жилээс эхлэн 40 хувиас тус тус хэтрүүлэхгүй байхаар хуульчилсан байна.

Эдгээрээс харвал цаашид өр тавьж асуудлаа шийдэн, өрийн босго утгыг тухайн жилдээ ахиулаад тавьчихдаг зуршил тогтож болзошгүй байгаа бөгөөд өрийн удирдлагыг хэрэгжүүлэх эрх зүйн орчны суурь тавигдсан хэдий ч хэрэгжүүлэх механизм, түүнд хөндлөнгийн хяналт тавих, мониторинг, үнэлгээ хийх системийг бүрдүүлэх хэрэгцээ, шаардлага тулгарч байна.

9. Засгийн газрын гадаад өрийн санхүүжилтээр хийж буй үр ашиггүй хөрөнгө оруулалт

Эдийн засгийн үр ашиг бүхий салбаруудад хөрөнгө оруулалтыг нэмэгдүүлэх нь ажилгүйдлийг бууруулж, тэр хэрээр ядуурал багасч, эдийн засгийг өсгөх давуу талтай. Гэтэл 2014 онд эх үүсвэрийн зарцуулалтыг авч үзвэл, нийт 3,6 их наяд төгрөгийн 53%-ийг улсын төсвөөс эргэн төлөгдөх нөхцөлтэйгээр, дэд бүтцийн салбарт хөрөнгө оруулалт хийсэн нь урт хугацаанд нийгэмд ашигтай ч, богино хугацаанд эдийн засагт үр ашиггүй хөрөнгө оруулалт болсон нь хүндхэн байгаа улсын төсөвт ачаалал болохоор харагдаж байна. Мөн төслийн орлогоос эргэн төлөгдөх нөхцөлтэй олгосон зээлийн 22 орчим хувь нь уул, уурхайд төвлөрч байгаа нь салбарын хувьд төвлөрөл үүсгэж, эрсдэлд орох нөхцөлийг бүрдүүлж байна. Өөрөөр хэлбэл, уул уурхайн экспортын бүтээгдэхүүний үнийн уналтаас хөрөнгө оруулалтын орлого олж чадахгүй байх, төслийн хөрөнгөөр зээлийг эргүүлэн төлж чадахгүй байх эрсдэлтэй.

Монгол улсын нийт гадаад өрийн дарамт, эдийн засагт үүсч болзошгүй эрсдэлийг илрүүлэхийн тулд өнөөгийн нөхцөл байдалд тулгуурлан өрийн эх үүсвэрийг юунд зарцуулж, хэдий хэмжээний орлого, үр ашгийг бий болгож

байгааг харуулахыг зорилоо. Ингэхдээ нийт гадаад өрийн бүтцээс улсын өрийг салгаж, шинжилсэн бөгөөд ирээдүйд төсөвт дарамт үзүүлж болзошгүй өр төлбөрүүдийг авч үзсэн болно. Шинжилгээг хийхдээ Монголбанк, Сангийн яам, Хөгжлийн банкны өрийн мэдээллүүдэд тулгуурлан Засгийн газрын гадаад өр, Төвбанкны гадаад өр гэсэн бүтцээр, Засгийн газрын гадаад зээл, үнэт цаас, баталгаа, татварын урьдчилгаа төлбөр, төсвөөс эргэн төлөх концессын үлдэгдэл болон төв банкинд гадаадын банкуудаас байршуулсан харилцах, хадгаламж, гадаад өрийн 2014 оны жилийн эцсийн бодит гүйцэтгэл, 2015 оны жилийн эцсийн байдлын төсөөлөлд үндэслэв.

Улсын гадаад өрийн зарцуулалтын тухай мэдээллийн олдоцоос харахад Засгийн газрын баталгаатай гаргасан Хөгжлийн банкны зээл, бондуудын талаарх мэдээлэл нээлттэй байгаа хэдий ч, хөрөнгө оруулалтын эдийн засгийн үр ашиг, өгөөжийг тооцох боломжгүй байна. Мөн хийсэн хөрөнгө оруулалтуудын 59% нь нийгмийн үр ашигтай салбарууд буюу дэд бүтэц, авто замын салбарт, 41% нь эдийн засгийн үр ашиг бүхий салбаруудад хийгдсэн байна (Хүснэгт 19).

Хүснэгт 19. МУ-ын гадаад өрийн эх үүсвэрийн зарцуулалт (тэрбум төгрөгөөр)

№	МУ-ын гадаад өрийн бүтэц	Хэлбэр	2014 оны 4-р улирал	2015 оны 4-р улирал*	Эх үүсвэр	Эдийн засгийн үр ашигтай салбаруудад хийсэн хөрөнгө оруулалт	Нийгмийн үр ашигтай салбаруудад хийсэн хөрөнгө оруулалт	Өрийн үйлчилгээний төлбөрт төлсөн**
1	ЗГ-ын гадаад өр	Зээл	3,979.1	4,565.4				267.2
		Үнэт цаас	2,828.4	3,013.2				135.5
					МУХБ зээл	660.3	602.2	
		Баталгаа	2,544.4	2,850.6	Чингис бонд	433.3	986.1	
					Самурай бонд	61.3	56.0	
		Татварын урьдчилгаа төлбөр	313.7	86.4				45.5
	Төсвөөс эргэн төлөх концессын үлдэгдэл		1,275.4					
2	Төв банкны гадаад өр	БТТХ	2,762.5	3,368.0				
		Зээл	225.4	196.8				
Нийт өр			12,653.5	15,455.8	-	1,154.8	1,644.3	448.2

Эх сурвалж: Монголбанк, Сангийн яам, Хөгжлийн банкны цахим хуудас

* Сангийн яамны урьдчилсан төсөөлөл

** 2014 оны жилийн эцсийн байдлаар

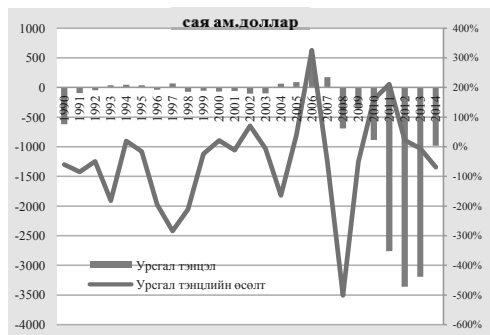
Эндээс үр ашиг бүхий салбаруудад хийсэн хөрөнгө оруулалт ямар ч эрсдэлгүй гэж үзвэл 1,644.3 тэрбум төгрөгийн гадаад өр дунд хугацаандаа төсөвт дарамт болж ирнэ. Харин үр ашиг бүхий салбаруудад хийсэн хөрөнгө оруулалт нь эрсдэлд орвол эрсдэлийн түвшинөөс хамаарч төсөвт ирэх дарамт нэмэгдэх нь тодорхой юм.

Нийгмийн үр ашигтай салбарт хийсэн хөрөнгө оруулалтууд нь бодитоор орлого оруулдаггүй учир улсын гадаад өрийн эх үүсвэрээс олох өгөөжийг эдийн засгийн үр ашиг бүхий салбаруудад хийсэн хөрөнгө оруулалтаас тооцох боломжтой. Энэ салбарт хийсэн хөрөнгө оруулалт нь 2014 оны жилийн эцсийн байдлаар 1,154.8 тэрбум төгрөг бөгөөд эдгээр нь барилгын материалын үйлдвэрлэл, жижиг дунд үйлдвэрлэл, хөнгөн үйлдвэрлэл болон орон сууцжуулах хөтөлбөрт орсон байна. Эдгээр хөрөнгө оруулалтуудын үр ашгийг тооцох боломж хязгаарлагдмал байгаа нь манай улсын хувьд өрийн удирдлагын нэгдсэн тогтолцоо сул, өрийн удирдлагын хяналт, аудит хийдэггүйтэй холбоотой бөгөөд энэ нь бодит мэдээлэлд тулгуурлан дүн шинжилгээ хийх, өрийн эх үүсвэрийн үр ашгийг тодорхойлох, үүсч болзошгүй эрсдэлүүдийг шинжлэх боломжийг хязгаарлаж байна. Хэрвээ 2014 оны байдлаар нөөц санд хуримтлагдаж буй хөрөнгөөр өрийн үндсэн төлбөрийг хийнэ гэвэл 2017 оны 689 сая ам.доллар, 2018 оны 500 сая ам.доллар, нийт 1,189.0 сая ам.доллларын төлбөрийн 13%-ийг л төлөх нөөц одоогоор бүрдсэн байна.

10. Гадаад шууд хөрөнгө оруулалт буурч, урсгал тэнцлийн алдагдал нэмэгдэх

Сүүлийн жилүүдэд Монголд орж ирэх гадаадын шууд хөрөнгө оруулалтын өсөлтийн хурд саарч, өнгөрсөн онд 80 орчим хувиар буурсан нь гадаад валютын нийлүүлэлтийг бууруулж, улмаар төлбөрийн тэнцэлд дарамт үзүүлж, урсгал тэнцэл 981 сая ам.долларын алдагдалтай гарчээ. (Зураг 46, 47) Энэ нь валютын нийлүүлэлтийг бууруулж, төгрөгийн гадаад валюттай харьцах ханш сулрахад нөлөөлсөн суурь хүчин зүйл болсон. Үүний нөлөөнөөр валютын албан нөөц өмнөх оны мөн үеэс 26.6%-иар буурч 1.649 тэрбум ам.долларт хүрсэн байна (Монголбанк, 2014). Төгрөгийн ханш 2 жилийн хугацаанд 45 хувь хүртэл суларч, төлбөрийн тэнцэл алдагдалтай, гадаадын хөрөнгө оруулалт саарснаар валютын орох урсгал хумигдаж, төгрөгийн ханш суларч байгаа нь манай улсын эдийн засагт үүсээд буй хүндрэлийг харуулж байна.

Зураг 46. Урсгал тэнцэл



Эх сурвалж: (Монголбанк, 2014)

Зураг 47. Гадаадын шууд хөрөнгө оруулалт



ДҮГНЭЛТ

Монгол улс өрийн нэгдсэн удирдлагагүй байсны улмаас нийт гадаад өрийн хэмжээ сүүлийн 3 жилийн хугацаанд 2 дахин нэмэгдэж, 20.9 тэрбум ам.доллар болсон байна. Эдгээр өрүүд нь тухайн хугацааны төлбөрийн тэнцлийн алдагдал, төсвийн алдагдлыг нөхөх, гадаад валютын албан нөөцийн хомсдолыг бууруулах зэрэгт зарцуулагдсанаас гадна эдийн засгийн үр ашиг бүхий салбаруудад бага хэмжээний хөрөнгө оруулалт хийсэн нь харагдаж байна. Засгийн газрын өр нь 2010 онд ДНБ-ий 23%, 2012 онд 36%, 2013 онд 38%, 2014 онд 43% болж тогтмол өсч байгаа нь ирээдүйд эдийн засаг, төсөвт үзүүлэх ачааллыг нэмэгдүүлэхээр байна.

Эмпирик шинжилгээний хэсэгт 1991-2014 оны макро эдийн засгийн болон гадаад өрийн мэдээлэлд тулгуурлан өрийн динамик шинжилгээг шугаман, шугаман бус загвараар үнэллээ. Сүүлийн гурван жилийн хугацаанд Засгийн газрын гадаад өрийн ДНБ, Засгийн газрын орлого, Экспортод эзлэх хувь тус тус өссөн, ОУВС-аас тавьсан босго утгыг давсан бөгөөд өрийн үндсэн төлбөр хийгдэх (2017, 2018, 2022, 2023) онуудад Засгийн газрын өрийн үйлчилгээнд төлөгдөх төлбөр нь Засгийн газрын орлогын 20-22 орчим хувийг эзэлж байгаа нь одоогийн түвшнээс даруй 4-5 дахин өндөр үзүүлэлт юм. Засгийн газрын гадаад өр, ДНБ-ий одоогийн түвшинг хөгжлийн түвшнээр ойролцоо улс орнуудтай харьцуулахад дундаж утга 36 хувь байхад Монгол улс 43 хувь байгаа нь 20 улсаас дээрээсээ 6 дугаарт, харин дэлхийн бусад улс орнуудтай харьцуулахад 7 дугаарт (дэлхийн улсуудын дундаж 42 хувь) байгаа зэргээс харахад өрийн түвшин өндөр байгааг харуулж байна.

Засгийн газрын гадаад өрийн хэмжээ өнгөрсөн хугацаанд нэмэгдсэн нь эдийн засгийн өсөлтөд эерэгээр нөлөөлж, харин өрийн үйлчилгээний төлбөр нь ДНБ-д

хүчтэй нөлөө үзүүлээгүй ба өнгөрсөн хугацааны хүүний төлөлт нь ДНБ-нд сөрөг нөлөө үзүүлээгүй байна. Өрийн индикаторууд нь статистикийн хувьд ач холбогдолтой гарсан ба онолын судалгааны дүнтэй нийцэж байна.

Нийт гадаад өрийн шугаман бус үнэлгээнээс нийт гадаад өр нь нэг хүнд ногдох ДНБ-ий өсөлтөд эерэг нөлөө үзүүлдэг ба түүний квадрат утга нь сөрөг нөлөө үзүүлж байна. Тайлбарлагч хувьсагчаар нэг хүнд ногдох ДНБ-ээр авсан үнэлгээний хувьд засгийн газрын гадаад өрийн ДНБ-д харьцуулсан харьцаа үзүүлэлт 51 хувь хүртлээ эдийн засгийн өсөлтөд эерэг нөлөө үзүүлдэг, түүнээс дээш гарсан тохиолдолд үзүүлэх нөлөө нь саарч, 102 хувиас давсан тохиолдолд эдийн засгийн өсөлтөд сөрөг нөлөө үзүүлэхээр байна. Харин нийт гадаад өрийн хувьд 104 хувь хүртлээ эдийн засгийн өсөлтөд эерэгээр нөлөөлж, 209 хувиас дээш гарсан тохиолдолд эдийн засгийн өсөлтөд сөрөг нөлөө үзүүлнэ гэж дүгнэж байна.

Дээрх судалгаанаас гадаад өр, ДНБ-ий харьцаа үзүүлэлт 40-50 хувь байх нь тохиромжтой гэсэн дүн гарсан бөгөөд эндээс одоогийн өрийн түвшин нь эдийн засгийн өсөлтийг дэмжих хэмжээнд байгаа ба засгийн газрын болон нийт гадаад өрийн хэмжээ цаашид өссөн тохиолдолд эдийн засгийн өсөлтийг бууруулах, өрийн дарамтад орох эрсдэлтэйг харуулж байна.

Кейс шинжилгээний дүнгээс харахад хууль эрхзүйн орчны шинэчлэл хийж, өрийн удирдлагын механизмыг бүрдүүлсэн, хямралын үеийн сангийн бодлого боловсруулж, төсвийн зардлыг танаж чадсан, төрийн өмчийн хувьчлалыг богино хугацаанд амжилттай хэрэгжүүлсэн, валютын ханшийг тогтворжуулахад онцгой анхаарсан, Засгийн газрын бүтцийн шинэчлэл хийж, хэмнэлтийн бодлого барьсан, дахин өр үүсгэлгүй дотоод нөөц бололцоогоо ашиглах арга хэмжээ авсан улсууд өрийн хямралаас амжилттай гарсан сайн туршлага байна. Харин өрөө төлөх зорилгоор гүйлгээнд мөнгө хэвлэж гаргасан, өрийг бүтцийнх нь хувьд өөрчилсөн, нэмэлт үнэт цаас гаргах замаар дахин санхүүжилт авсан, татвараа нэмэх замаар төсвийн орлогыг бүрдүүлэх бодлого барьсан, өмч хувьчлалыг урт хугацаанд хийсэн зэрэг нь төсөв, эдийн засагт ирэх өрийн дарамтыг улам нэмэгдүүлж, өрийн хямралыг газар авахуулах нөхцөлийг бүрдүүлсэн шийдвэрүүд байжээ.

Кейс шинжилгээний дүнд гадаад өрийн хямрал үүсгэж байсан хүчин зүйлс Монголын өнөөгийн нөхцөлд ямар байгааг 10 чухал хүчин зүйлээр нь эрэмбэлэн дүгнэвэл:

Улсын нэгдсэн төсөвтэй тэнцэхүйц хэмжээний мөнгийг төсвөөс гадуур зарцуулж, мөнгөний нийлүүлэлт сүүлийн таван жилийн хугацаанд дунджаар 31 хувиар өсч, 2014 онд 10635,8 тэрбум төгрөгт хүрч өссөн. Энэ нь эдийн засагт

үнийн өсөлтийг нэмэгдүүлж, төгрөгийн худалдан авах чадварыг бууруулж, зах зээлд хүүний түвшин өсөх нөхцөлийг бүрдүүлсэн.

Төрийн нүсэр бүтцээр дамжуулж, авилга ихээхэн байгааг харж болох бөгөөд энэ нь өрийн хямралд өртсөн улс орнуудын нөхцөл байдал манай улсын хувьд ч оршсоор байгааг харуулж байна.

Түүхий эдийн үнэ сүүлийн гурван жил дараалан унаж байгаа ба цаашид ч өсөх төлөв ажиглагдахгүй байгаа нь өрийн хямралд орох эрсдэлийг нэмэгдүүлж байна.

Гадаад валютын албан нөөц/ ЗГГӨ харьцаа үзүүлэлт 33 хувь байгаа нь сүүлийн жилүүдэд нэг талаас гадаад өр өссөн, нөгөө талаас гадаад валютын нөөцийн хэмжээ буурч, төгрөгийн ханш цаашид сулрах эрсдэлтэйг харуулж байна.

Чингис бондын болон Хөгжлийн банкны эх үүсвэрээс 739.5 тэрбум төгрөгийг арилжааны банкуудад байршуулсан байгаа нь эрсдэлтэй хөрөнгө оруулалт бөгөөд өрөөр дамжуулж банкны системийг хямралд хүргэх, цаашлаад өрийн хямрал үүсэх эрсдэлийг дагуулж болзошгүй.

Манай улсын хувьд зэрэглэл нэг нэгжээр буурч, В2 болоод байгаа ба В зэрэглэлдээ үлдэх магадлал 87.89 хувь, С зэрэглэл рүү шилжих магадлал 13.33 хувь байгаа ба төлбөрийн чадварын эрсдэл үүсч болзошгүйг ОУ-ын зэрэглэл тогтоогч байгууллагуудын судалгааны дүн харуулж байна.

Засгийн газрын өрийн дотоодын нийт бүтээгдэхүүнд эзлэх хувь хэмжээг 2015 оны төсвийн жилд одоо байгаа түвшинд нь буюу 58.3 хувиас, 2016 оны төсвийн жилд 55 хувиас, 2017 оны төсвийн жилд 50 хувиас, 2018 оны төсвийн жилээс эхлэн 40 хувиас тус тус хэтрүүлэхгүй байхаар хуульчилсан нь цаашид өр тавьж асуудлаа шийдэж, өрийн босго утгыг тухайн жилдээ ахиулаад тавьчихдаг зуршил тогтож болзошгүй байгаа бөгөөд өрийн удирдлагыг хэрэгжүүлэх эрх зүйн орчны суурь тавигдсан хэдий ч хэрэгжүүлэх механизм, түүнд хөндлөнгийн хяналт тавих, мониторинг, үнэлгээ хийх системийг бүрдүүлэх хэрэгцээ, шаардлага тулгарч байна.

Өрийн санхүүжилтийн эх үүсвэрээр үр ашиг бүхий салбаруудад хийсэн хөрөнгө оруулалт ямар ч эрсдэлгүй гэж үзвэл 1,644.3 тэрбум төгрөгийн гадаад өр дунд хугацаандаа төсөвт дарамт болж ирнэ. Харин үр ашиг бүхий салбаруудад хийсэн хөрөнгө оруулалт нь эрсдэлд орвол эрсдэлийн түвшнээс хамаарч төсөвт ирэх дарамт нэмэгдэх нь тодорхой юм. Өрийн эх үүсвэрээр хийгдсэн хөрөнгө оруулалтуудын үр ашгийг тооцох боломж хязгаарлагдмал байгаа нь манай улсын хувьд өрийн удирдлагын нэгдсэн тогтолцоо сул, өрийн удирдлагын хяналт, аудит хийдэггүйтэй холбоотой бөгөөд энэ нь бодит мэдээлэлд тулгуурлан дүн шинжилгээ хийх, өрийн эх үүсвэрийн үр ашгийг тодорхойлох, үүсч болзошгүй эрсдэлүүдийг шинжлэх боломжийг хязгаарлаж байна.

Төгрөгийн ханш 2 жилийн хугацаанд 45 хувь хүртэл суларч, төлбөрийн тэнцэл алдагдалтай, гадаадын хөрөнгө оруулалт саарснаар валютын орох урсгал хумигдаж, төгрөгийн ханш суларч байгаа нь манай улсын эдийн засагт үүсээд буй хүндрэлийг харуулж байна.

Судалгааг нэгтгэн дүгнэвэл өрийн хямралд орсон улс орнуудын хямралд хүргэсэн хүчин зүйлс манай улсын өнөөгийн нөхцөл байдалд илэрч байгааг харж болохоор байна.

Тиймээс цаашид өрийн хямралд орохгүйн тулд бодлогын түвшинд дараах зөвлөмжийг хүргүүлж байна.

САНАЛ, ЗӨВЛӨМЖ

1. Хууль эрхзүйн орчны шинэчлэлийн хүрээнд:
 - Өрийн тухай хууль батлагдсантай холбогдуулан хуулийн хэрэгжилтийг хангахад анхаарал хандуулах, дэмжлэг болох журам, заавар боловсруулах,
 - Засгийн газар өрийн хязгаараа нэмэгдүүлснээр богино хугацаанд үр ашигтай мэт байвч, тодорхой хязгаараас давахаараа хямрал болдог бодит кейсээс сургамж авах хэрэгтэй. Өөрөөр хэлбэл, хязгаарыг нэмснээр өрөө төлөх чадварыг сайжруулж чадахгүй тул хөрөнгө оруулалтын үр ашгийг нэмэгдүүлэх арга замыг эрэлхийлэх.
2. Өрийн удирдлагын механизмыг бүрдүүлэх ажлын хүрээнд:
 - Эдийн засагт ачаалал өгөхүйц дунд, урт хугацааны гадаад өрийн хэрэгцээг эдийн засаг, нийгмийн салбаруудаар нь ангилан тодорхойлж, гадаад өрийг зориулалтын дагуу үр ашигтай зарцуулах төлөвлөгөө гаргаж, түүний хэрэгжилтийг хянадаг, үнэлдэг системийг бий болгох,
 - Одоо байгаа эх үүсвэрийн зарцуулалтад мониторинг хийж, үр ашиггүй, зогсонги төсөл хөтөлбөрүүдийн санхүүжилтийг зогсоож, эх үүсвэрээ чөлөөлөх бодлого хэрэгжүүлэх,
 - Олгосон зээлийн багцад шинжилгээ хийж, зээлийн ангилал үүсгэн, эрсдэлийн сан бүрдүүлэх,
 - Эрсдэлд суурилсан хяналтын тогтолцоог нэвтрүүлэх.
3. Хямралын үеийн сангийн бодлого боловсруулж, төсвийн зардлыг танах ажлын хүрээнд:
 - Экспортын гол нэрийн бүтээгдэхүүнүүдийн дэлхийн зах зээлийн үнэ, ханш өсөх төлөв ажиглагдахгүй байгаа, гадаадын хөрөнгө оруулалт

- ойрын 2-3 жилд сэргэхгүй байдлыг бодитоор харж, төсвийн урсгал зардлыг боломжит хэмжээгээр танах, импортыг хязгаарлах,
- Эдийн засагт ирэх өрийн дарамтыг сааруулахын тулд богино хугацаандаа мөчлөг сөрсөн төсөв, мөнгөний бодлого явуулах, төсөв, мөнгөний бодлогыг уялдуулах.
4. Богино хугацаанд төрийн өмч хувьчлалыг хэрэгжүүлэх ажлын хүрээнд:
 - Төрийн өмчит, төрийн өмчийн оролцоотой аж ахуйн нэгж, байгууллагуудын хувьчлалыг богино хугацаанд явуулах,
 - Хувьчлалын шилдэг туршлагауудыг нэвтрүүлэх (менежментийн хувьчлал гэх мэт)
 5. Валютын ханшийг тогтворжуулах ажлын хүрээнд:
 - Мөнгөний хатуу бодлого явуулах,
 6. Засгийн газрын бүтцийн шинэчлэлийн хүрээнд:
 - Төрийн нүсэр бүтцийг цомхотгох,
 - Төсвийн зардлын хувьд хэмнэлтийн бодлого барих
 7. Дахин өр үүсгэлгүй дотоод нөөц бололцоогоо ашиглах арга хэмжээ авах
 - Өрийн үйлчилгээний төлбөрийг барагдуулах зорилгоор үүсгэж буй нөөц сангийн бүрдүүлэлтийг тогтмолжуулж, одоо байгаа нөөцийг 4 дахин өсгөх, удирдлагаар хангах.
 8. Өрийн хямралд өртсөн улс орнуудын гаргасан алдааг давтахгүйн тулд:
 - Өрөө төлөх зорилгоор гүйлгээнд мөнгө хэвлэж гаргахгүй, нэмэлт үнэт цаас гаргах замаар дахин санхүүжилт авахгүй, татвараа нэмэх замаар төсвийн орлогыг бүрдүүлэх бодлого барихгүй байх зэрэг нь эдийн засгийн уналттай үед өрийг удирдахад чухал ач холбогдолтой шийдвэр болно.

НОМ ЗҮЙ

- Alessina, Alberto, Alessandro Prati, and Guido Tabellini. (1989). *Public Confidence and Debt Management: A Model and a Case Study of Italy*. <http://www.nber.org/papers/w3135.pdf>.
- Alfredo Schelarek and Francisco R. Ballester. (2005). *External debt and Economic in Latin America*. Frankfurt: European central bank.
- B. Chenery and A.M. Strout. (1966). Foreign Assistance and Economic. *American review* 56(4), 679–733.
- Benedict, R. Bhattacharya and T. Q. Nguyen. (2003). *External Debt, Public Investment, and Growth in Low-Income Countries*. IMF Working Paper WP/03/249.
- Berg, Andrew, and Catherine Patillo. (1999). Are Currency Crises Predictable? *IMF Staff Papers*, No. 46, 107-38.
- Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff. (2012). *“This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton, N.J.: 463 pp.: Princeton University Press.
- Carmen M.Reinhart and Kenneth S.Rogoff. (2010). *Growth in a time of debt* . Massachusetts: NBER .
- Catherine Pattillo, Luca Ricci and Helene Poirson. (2002). *External debt and Growth*. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2002/06/pattillo.htm>: IMF working paper WP/02/69.
- Chambers, John, and Daria Alexeeva. (2002). *Rating Performance 2002, Default, Transition, Recovery, and Spreads*. Standard and Poor’s.
- Charles P. Kindleberger and Robert Aliber. (2005). *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*. Palgrave Macmillan, ISBN 978-1-4039-3651-6.
- Chinedu Samuel Okonkwo. (2010). *External debt, debt burden and economic growth nexus: empirical evidence and policy lessons from selected west African ststes*. Ghana.
- Cristina Chercherita and Philip Rother. (2010). *The impact of high and growing government debt on economic growth*. European central bank Working paper №1237.
- Diamond, D. W and Dybvig, P. (1983). Bank runs, deposit insurance and liquidity. *Journal of Political Economy*, No 91, 401-419.
- Edwards, S. (1984). LCD Foreign Borrowing and Default Risk: An Empirical Investigation, 1976–80. *American Economic Review*, Volume 74, 726-734, http://www.jstor.org/stable/1805136?seq=1#page_scan_tab_contents .
- Égert, B. (2012). *Public debt, economic growth and nonlinear effects: myth or reality? Economics department working papers no. 993* . <http://www.oecd.org/>

- officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=ECO/: Organisation for Economic Co-operation and Development.
- Faraji Kasidi and A. Makame Said. (2013). Impact of External Debt on Economic Growth: A Case Study of Tanzania. *Advances in Management & Applied Economics*, vol. 3, no.4, 59-82.
- Ferreira, C. (2009). *Public Debt and Economic Growth: a Granger Causality Panel Data Approach*.
- Fosu, K. (1996). The Impact of External Debt on Economic Growth in Sub-Saharan Africa. *Journal of Economic Development*, 93-117.
- François Painchaud and Tihomir (Tish) Stučka. (May, 2011). *Stress testing in the Debt Sustainability Framework (DSF) for Low-Income Countries*. <http://siteresources.worldbank.org/INTDEBTDEPT/Resources/468980-1172763902832/StressTestingDSF.pdf>: World bank.
- Frankel, Jeffrey A. and Andrew K. Rose. (1996). Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment. *Journal of International Economics*, No. 41, 351-366.
- Garber, P. (2001). *Famous First Bubbles: The Fundamentals of Early Manias*. MIT Press, ISBN 0262571536.
- Guillermo A. Calvo. (1988). Servicing the Public Debt: The Role of Expectations. *American Economic Review*, No. 78, 647–661.
- IMF. (2013). *Debt sustainability farmework for Low-Income countries*.
- IMF. (2013). *Public debt sustainability analysis in market-access countries*.
- IMF. (2015, 4 1). www.imf.org. Retrieved from <https://www.imf.org/external/pubs/ft/dsa/>
- IMF, IDA. (2006). *A Guide to LIC Debt Sustainability Analysis*.
- IMF, WB, OECD, BIS. (2014). *External debt statistics guide for compilers and users*. Washington.
- Janice Abilene S.Patenio and Agustina Tan-Cruz,. (2007). Economic Growth and External Debt Servicing Of the Philippines: 1981-2005. *10th National convention on statistics*.
- Laeven, L. and Valencia, F. (2008). *Systemic banking crises: a new database*. International Monetary Fund Working Paper 08/224.
- Ibi, Esor Egbe and Agansy, Alfred. (2015). Impacts of external debt on economic growth in Nigeria: a VAR approach. *Journal of Business Management and Administration Vol 3 (1)*, 1-5.
- M. Gohar, N. A. Bhutto and F. Butt. (2012). The Impact of External Debt Servicing on the growth of Low-Income Countries, . *Proceedings of 2nd International*

- Conference on Business Management (ISBN: 978-969-9368-06-6).* <http://www.umt.edu.pk/icobm2012/pdf/2C-85P.pdf> accessed on 15.01.2014.: Sukkur Institute of Business Administration.
- M.Vieira, L. (2004). *Public debt: the Brazilian experience*.
- Mc. Donald, and C. Donough. (1982). Debt Capacity and Developing Country Borrowing: A Survey of the Literature. *IMF Staff Papers*, No. 29, 603-646.
- McDonald, D. C. (1982). *Debt Capacity and Developing Country Borrowing: A Survey of the literature*. <http://www.palgrave-journals.com/imfsp/journal/v29/n4/pdf/imfsp198222a.pdf>: IMF Working Paper, W29 (4).
- Md. Hashibul Hassan and Tahmina Akhter. (2012). Impact of Public Debt Burden on Economic Growth: Evidence from Bangladesh. *Journal of Finance and Banking*, Vol. 10, No. 1 & 2, University of Dhaka, Bangladesh. , <http://ssrn.com/abstract=2577214>.
- Mehdi Safdari and Masoud Abouie Mehrizi,. (2011). External debt and economic growth in Iran. *Journal of Economics and International Finance* Vol.3(5), 322-327.
- Moody's. (2014). *Sovereign Default and Recovery Rates, 1983-2013*. New York: Moody's investor.
- OECD. (2010). *Central government debt statistics*. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264119239-en>: OECD publisher.
- Oliver Hart and John Moore . (1997). *Default and Renegotiation: A dynamic model of debt*. Cambridge: NBER Working paper .
- Paoli, B. D. (2006). Costs of sovereign default. *Research and analysis*, 297-307.
- Rabia Atique and Kamran Malik. (2012). Impact of domestic and external debt on the Economic growth of pakistan. *World applied sciences journal* 20 , 120-129.
- Radelet, Steven, and Jeffrey Sachs. (1998). The East Asian Financial Crises: Diagnosis Remedies, Prospects. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1-90.
- Robert C.Feenstra and Alan M.Taylor. (2011). *Globalization in an Age of Crisis: Multilateral Economic Cooperation in the Twenty-First Century*. Chicago: Worth Publishers.
- S. Malik, M. K. Hayat and M. U. Hayat. (2010). External Debt and Economic Growth: Empirical Evidence from Pakistan. *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 44, 88-97.
- Sachs, D. (1984). *Theoretical Issues in International Borrowing*. Princeton, New Jersey: Princeton University: International Finance No. 54.
- Schumkler, S. (2001). *Emerging Markets Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns?* World Bank: IMF: World Bank Working Paper No. 2678.

- Schwartz, M. F. (1971). *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton University Press, ISBN 0691003548.
- Siyan Wang and Burton A.Abrams. (2011). *Government outlays, economic grpwth and unemployment A VAR MODEL*. University of delaware, working paper 2011-13.
- Solomon, R. (1977). A Perspective on the Debt of Developing Countries. *Brookings, Paper on Economic Activity*, 479-510. http://www.brookings.edu/~media/Projects/BPEA/1977%202/1977b_bpea_solomon_greenSPAN_kareken_ohlin.PDF.
- Soludo, C. (2003). Debt Poverty and Inequality. *The debt trap in Nigeria, African World Press NJ*, 23-74.
- Standard & Poor's. (1998). *Sovereign Credit Ratings: A Primer*.
- T.K.Jayaraman and Chee-Keong Choong. (2006). Public debt and economic growth in the south pacific islands: A case study of FIJI. *Journal of economic development Vol 31*.
- Transparency International. (2012). *Corruption Perceptions Index 2012: In detail*. Transparency International.
- Ugo Panizza and Ander F.Presbitero. (2013). *Public debt and economic growth in advanced economies: A Survey*. Money and Finance research group.
- Wahiba, N. F. (2014). External debt and Economic growth in Tunisia. *Journal of Knowledge management, Economics and Information technology*, Volume IV, issue 6.
- Wahiba, N. F. (2014). *External Debt and Economic Growth in Tunisia*. www.scientificpapers.org.
- Were, M. (2001). *The Impact of External Debt on Economic Growth in Kenya: An Empirical Assessment*. <http://www.wider.unu.edu/stc/repec/pdfs/dp2001/dp2001-116.pdf>: World Institute for Economic Research, Paper No.2001/116.
- Worldbank. (2006). *How to do a Debt Sustainability Analysis for Low-Income Countries*. file:///C:/Users/Munkhzaya/Dropbox/debt%20crisis/Debt%20crisis/DSA%20LIC/DSAGUIDE_EXT200610.pdf: WB.
- Баярмаа, Д. (2014). *Монгол улсын 2015 оны төсвийн төсөл, тойм дүгнэлт*. Улаанбаатар: Нээлттэй нийгэм форум.
- Гангэрэл, Л. (2014). *Засгийн газрын гадаад өрийн тойм (2000-2015), ННФ-ын захиалгат судалгаа*. Улаанбаатар: Нээлттэй нийгэм форум.
- Дуту, Р. (2012). *Монгрл улсын урт хугацааны өсөлт, макро эдийн засгийн тогтвортой байдал*. Улаанбаатар: Сангийн яам, Дэлхийн банк, Олон салбарыг хамарсан техник туслалцааны төсөл.
- Дэлхийнбанк. (2014). *Монгол улсын эдийн засгийн тойм*. www.worldbank.org.

- Монгол улсын хөгжлийн банк, М. (2015, 5 07). *Монгол улсын хөгжлийн банк*. Retrieved from Монгол улсын хөгжлийн банк: <http://www.dbm.mn/development-bank-of-mongolia/>
- Монголбанк. (2000-2014). *Зээлийн нэгдсэн тайлан*. УБ.
- Монголбанк. (2014). *Гадаад худалдааны тойм*. <http://www.mongolbank.mn/documents/statistic/externalsector/tradebalancereview/2014/201412.pdf>.
- Монголбанк. (2014). *Монгол улсын гадаад секторын тойм*. Улаанбаатар: Монголбанк, 2014 оны 4-р улирал.
- Монголбанк. (2014, 12 31). Нийт гадаад өрийн статистик. Улаанбаатар, Улаанбаатар, Монгол.
- Монголбанк. (2014). *Төлбөрийн тэнцлийн статистик, 1990-2014*.
- Мөнхзаяа.Б. (2014). *Санхүүгийн хямралын үе дэх арилжааны банкны эрсдэлийн менежментийг боловсронгуй болгох аргазүй*. УБ хот: Соёмбо принт.
- Сангийн Яам. (2014). *Засгийн газрын өрийн тойм, IV улирал, №4*. Улаанбаатар: Сангийн яам.
- УИХ. (2010). *Төсвийн тогтвортой байдлын тухай Монгол улсын хууль*. Улаанбаатар: УИХ.
- УИХ. (2011). *Төсвийн тухай Монгол улсын хууль, шинэчилсэн найруулга*. Улаанбаатар: УИХ.
- УИХ. (2015). *Өрийн удирдлагын тухай, Монгол улсын хууль*. Улаанбаатар: УИХ.
- Үндэсний аудитын газар, Ү. (2015). *Монгол улсын 2014 оны нэгдсэн төсвийн гүйцэтгэлд хийсэн аудитын тайлан*. Улаанбаатар: ҮАГ.
- Үндэсний аудитын газар, Ү. (2015). *Хөгжлийн банкны эх үүсвэрийн ашиглалтад хийсэн аудитын тайлан*. Улаанбаатар: ҮАГ.
- ҮСХ. (1990-2014). *Монгол улсын статистикийн эмхтгэл*. УБ.
- ЭЗБӨЧСТ. (2013). *Мног улсын өрсөлдөх чадварын тайлан*. Улаанбаатар: Соёмбо .
- Энхбаяр, Ч. (2013). *Монгол улсын 2014 оны нэгдсэн төсвийн төсөлд хийсэн тойм дүгнэлт*. Улаанбаатар: Нээлттэй нийгэм форум.
- Эрдэнэбат, Б. (2012). *Монгол улсын ойрын үед учирч болзошгүй макро эдийн засгийн эрсдэлүүд*. Улаанбаатар: Сангийн Яам, Дэлхийн банк, Олон салбарыг хамарсан техникийн туслалцааны төсөл.

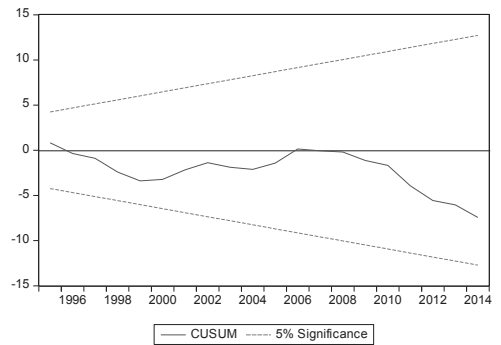
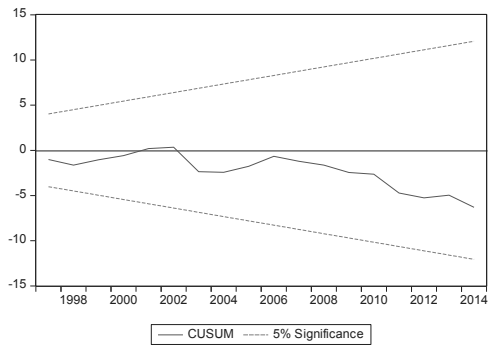
ХАВСРАЛТ

Хавсралт 1. Индикаторуудын тайлбар

Харьцаа үзүүлэлт	Тайлбар
3Г өр/ДНБ харьцаа	Тухайн оны сүүлд хүлээгдэж буй гадаад өрийг тухайн жилийн ДНБ-д харьцуулсан харьцаагаар илэрхийлэгдэнэ. ДНБ-г хуваагчид авч үзсэнээр харьцаа нь магадгүй дотоодын бүтээгдэхүүний нөөцийг экспортын бүтээгдэхүүн болгон өөрчлөх зарим нэг тодорхойлолтыг бүрдүүлдэг. Эдийн засгийн чадавх нь бүтээгдэхүүн үйлдвэрлэл, экспортоос хамаарах тул өрийн хэмжээ нь экспорттой харьцуулахад ижил түвшинд байх шаардлагатай. Үүнтэй адилаар гадаад өрийн хэмжээ нь ДНБ-тэй харьцуулахад тогтвортой байх хэрэгтэй. Гадаад өрийн үйлчилгээний төлбөрийг(зээлийн хэмжээ болон хүү) аль нэг жилд гадагш экспортолсон бүтээгдэхүүн болон үйлчилгээний хэмжээнд харьцуулсан харьцаагаар илэрхийлэгдэнэ. Энэ нь улсын экспортын орлогын хэдий хэмжээ нь өрд зарцуулагдах, өрийн үйлчилгээний төлөлт хэр эрсдэлтэй байгаа зэргийг харуулдаг. Өр-экспортын харьцааны үед хөнгөлөлттэй болон хөнгөлөлтгүй өрийн талаар бодолцож үзэх хэрэгтэй. (нэрлэсэн болон одоогийн үнэ цэнэтэй тодорхойлогчдыг авч үзэх г.м).
3Г өр/экспортын харьцаа	Өмнөх хугацаанд төлсөн төлбөрийг төлөхөд ашигласан дотоодын нийт бүтээгдэхүүний хэмжээг харуулдаг. Уг харьцаа өндөр байх тусам өрийн тогтворгүй байдал үүсч байгааг илэрхийлдэг. Гадаад өрийн үйлчилгээний төлбөрийг (зээлийн хэмжээ болон хүү) аль нэг жилд гадагш экспортлосон бүтээгдэхүүний хэмжээнд харьцуулсан харьцаагаар илэрхийлэгдэнэ. Энэ нь улсын экспортын орлогын хэдий хэмжээ нь өрөнд зарцуулагдах, өрийн үйлчилгээний төлөлт хэр эрсдэлтэй байгаа зэргийг харуулдаг.
Өрийн үйлчилгээ/ДНБ-ий харьцаа:	Энэ нь Засгийн газрын орлоготой холбоотой гадаад өрийн үйлчилгээний бэрхшээлийг хэмждэг. Өрийн үйлчилгээ/экспорт, өрийн үйлчилгээ/ДНБ харьцаанууд нь өнгөрсөн хугацаанд экспорт болон нийт үйлдвэрлэлээс өрийн төлбөрт төлсөн төлбөрийн эзлэх хувийг илэрхийлнэ. Өрийн үйлчилгээ/экспорт нь хөрвөх чадварыг илэрхийлэх ба уг харьцаа өсөхөд хөрвөх чадвар муудаж, буурахад хөрвөх чадвар сайжирдаг.
Өрийн үйлчилгээ/Экспортын харьцаа:	Өрийн тогтвортой байдлын харьцаа биү боловч гадаад өрийг төлөхөд валютын нөөцийг хэр удаан ашиглах боломжтой байна гэдгийг харуулдаг. Уг харьцаа өндөр байх нь төлбөрөө төлөх чадвартай байгааг илэрхийлнэ.
Гадаад валютын нөөц/өрийн харьцаа	Улсын импортод гадаад валютын төлбөр хийх чадавхийг хэмждэг. Өрийн дарамтын индикаторууд нь тухайн улсын л төлөвийг илэрхийлэх сул талтай. Тухайлбал; Өр/ДНБ-ий харьцаа бага байсан ч ДНБ-д эзлэх экспортын хэмжээ нь бага бол гадаад өрийн тогтворгүй байдал үүсэхийг илэрхийлнэ. Гадаад өрийг төлөхөд валютын эх үүсвэр хүрэлцэхгүй байх хүндрэл үүсч болно.
Гадаад валютын нөөц/импортын харьцаа	Засгийн газрын орлоготой холбоотой гадаад өрийн үйлчилгээний бэрхшээлийг хэмждэг. Энэ нь зээлдэгч улс санхүүгийн нөөцөд хэрхэн арга хэмжээ авахыг тодорхойлдог.
Өр/төсвийн орлогын харьцаа:	

Хавсралт 2. Гадаад өр, эдийн засгийн өсөлтийн логарифм тэгшитгэлийн үр дүн

Dependent Variable: LOGGDP Method: Least Squares Date: 06/24/15 Time: 14:21 Sample (adjusted): 1991 2014 Included observations: 24 after adjustments					Dependent Variable: LOGGDP Method: Least Squares Date: 06/24/15 Time: 14:18 Sample (adjusted): 1991 2014 Included observations: 24 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOGGDP (-1)	0.374828	0.080169	4.675446	0.0002	LOGGDP (-1)	0.433354	0.079240	5.468860	0.0000
LOGGINV	0.284597	0.067850	4.194489	0.0005	LOGGINV	0.351843	0.063034	5.581811	0.0000
LOG(INF)	0.065039	0.029438	2.209391	0.0403	LOG(INF)	0.068419	0.028360	2.412549	0.0256
LOG(EX)	0.151024	0.077145	1.957675	0.0660	LOGTED	0.306492	0.026389	11.61452	0.0000
LOGGED	0.218872	0.040061	5.463432	0.0000					
LOG(DS)	0.061142	0.024162	2.530451	0.0209					
R-squared	0.997518	Mean dependent var	7.496753		R-squared	0.996909	Mean dependent var	7.496753	
Adjusted	0.996829	S.D. dependent var	1.742915		Adjusted	0.996445	S.D. dependent var	1.742915	
R-squared	0.998154	Akaike info criterion	-1.592250		R-squared	0.998154	Akaike info criterion	-1.539497	
S.E. of regression	0.173414	Schwarz criterion	-1.297736		S.E. of regression	0.103914	Akaike info criterion	-1.539497	
Sum squared resid	25.10700	Hannan-Quinn criter.	-1.514115		Sum squared resid	0.215962	Schwarz criterion	-1.343155	
Log likelihood	2.038131				Log likelihood	22.47396	Hannan-Quinn criter.	-1.487407	
Durbin-Watson stat					Durbin-Watson stat	1.757857			



Хавсралт 3. Хувьсагчдын корреляцийн матриц

	PERCAP_G	TOT_G	GINV_GDP	FB_GDP	OPEN	GED_GDP	TED_GDP
PERCAP_G	1.00	0.95	(0.34)	0.03	(0.29)	0.31	0.43
TOT_G		1.00	(0.21)	(0.03)	(0.36)	0.31	0.60
GINV_GDP			1.00	0.08	0.57	(0.75)	0.08
FB_GDP				1.00	(0.30)	(0.52)	0.05
OPEN					1.00	(0.33)	(0.18)
GED_GDP						1.00	0.01
TED_GDP							1.00

Хавсралт 4. Гадаад өр, эдийн засгийн өсөлтийн шугаман бус үнэлгээний үр дүн

Dependent Variable: PERCAP_G
Method: Least Squares
Date: 06/25/15 Time: 21:56
Sample (adjusted): 1992 2014
Included observations: 23 after adjustments

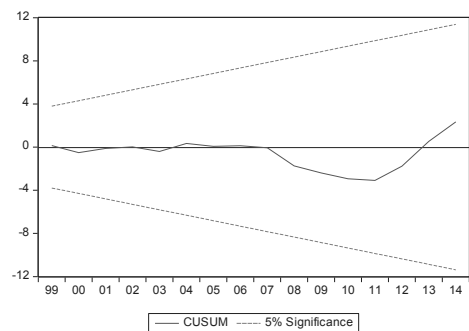
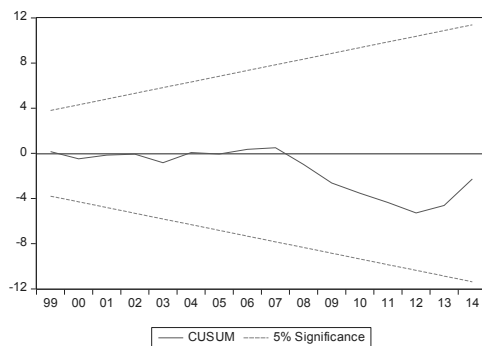
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PERCAP_G(-1)	0.439632	0.111651	3.937559	0.0012
FB_GDP	0.507123	0.335979	1.509390	0.1507
TOT_G	0.577317	0.067136	8.599175	0.0000
OPEN	-0.097932	0.022761	-4.302524	0.0005
GED_GDP	0.873567	0.200186	4.363769	0.0005
GED_GDP^2	-0.718945	0.224437	-3.203328	0.0055
GINV_GDP	-0.014546	0.100197	-0.145175	0.8864

R-squared	0.894711	Mean dependent var	0.212250
Adjusted R-squared	0.855227	S.D. dependent var	0.144108
S.E. of regression	0.054832	Akaike info criterion	2.723303
Sum squared resid	0.048104	Schwarz criterion	2.377718
Log likelihood	38.31799	Hannan-Quinn criter.	2.636390
Durbin-Watson stat	1.902356		

Dependent Variable: PERCAP_G
Method: Least Squares
Date: 06/25/15 Time: 22:04
Sample (adjusted): 1992 2014
Included observations: 23 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PERCAP_G(-1)	0.735412	0.132572	5.547249	0.0000
TOT_G	0.593562	0.096413	6.156446	0.0000
GINV_GDP	-0.259187	0.165539	-1.565720	0.1370
FB_GDP	0.558955	0.392001	1.425903	0.1731
OPEN	-0.084478	0.032819	-2.574091	0.0204
TED_GDP	0.474686	0.138850	3.418690	0.0035
TED_GDP^2	-0.190285	0.067459	-2.820734	0.0123

R-squared	0.832699	Mean dependent var	0.212250
Adjusted R-squared	0.769962	S.D. dependent var	0.144108
S.E. of regression	0.069118	Akaike info criterion	2.260224
Sum squared resid	0.076436	Schwarz criterion	1.914639
Log likelihood	32.99258	Hannan-Quinn criter.	2.173311
Durbin-Watson stat	1.929158		



Хавсралт 5. Эдийн засгийн өсөлт, өрийн индикаторын квадратлаг загвар

Dependent Variable: PERCAP_G

Method: Least Squares

Date: 06/24/15 Time: 15:45

Sample (adjusted): 1991 2014

Included observations: 24 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GED_GDP	0.970856	0.205378	4.727173	0.0001
GED_GDP^2	-0.955601	0.312533	-3.057596	0.0058
R-squared	0.153080	Mean dependent var	0.206365	
Adjusted squared	0.114583	S.D. dependent var	0.143858	
S.E. of regression	0.135366	Akaike info criterion	-1.082015	
Sum squared resid	0.403127	Schwarz criterion	-0.983844	
Log likelihood	14.98418	Hannan-Quinn criter.	-1.055970	
Durbin-Watson stat	1.103019			

Dependent Variable: PERCAP_G

Method: Least Squares

Date: 06/24/15 Time: 15:41

Sample (adjusted): 1991 2014

Included observations: 24 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TED_GDP	0.464765	0.100900	4.606193	0.0001
TED_GDP^2	-0.222839	0.077981	-2.857626	0.0092
R-squared	-0.192984	Mean dependent var	0.206365	
Adjusted squared	-0.247210	S.D. dependent var	0.143858	
S.E. of regression	0.160659	Akaike info criterion	-0.739409	
Sum squared resid	0.567850	Schwarz criterion	-0.641237	
Log likelihood	10.87290	Hannan-Quinn criter.	-0.713364	
Durbin-Watson stat	0.918733			

Dependent Variable: GDP_G

Method: Least Squares

Date: 06/08/15 Time: 16:40

Sample (adjusted): 1991 2014

Included observations: 24 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GED_GDP	0.326554	0.093958	3.475531	0.0021
GED_GDP^2	-0.409576	0.142981	-2.864558	0.0090
R-squared	0.065983	Mean dependent var	0.048295	
Adjusted R-squared	0.023528	S.D. dependent var	0.062670	
S.E. of regression	0.061928	Akaike info criterion	-2.646018	
Sum squared resid	0.084373	Schwarz criterion	-2.547847	
Log likelihood	33.75222	Hannan-Quinn criter.	-2.619973	
Durbin-Watson stat	0.666791			

Dependent Variable: GDP_G

Method: Least Squares

Date: 06/08/15 Time: 10:59

Sample (adjusted): 1991 2014

Included observations: 24 after adjustments

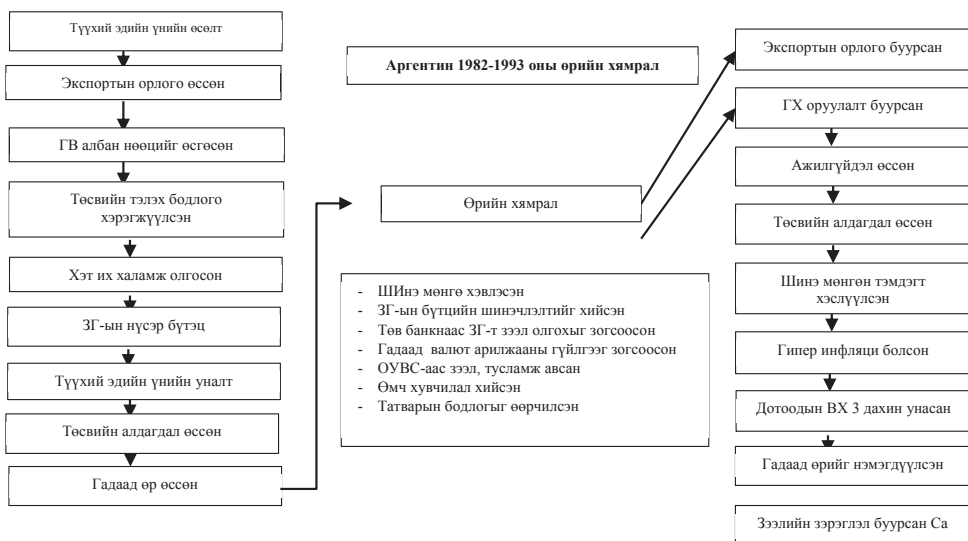
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TED_GDP	0.123372	0.038473	3.206713	0.0041
TED_GDP^2	-0.060149	0.029734	-2.022911	0.0554
R-squared	0.086070	Mean dependent var	0.048295	
Adjusted R-squared	0.044528	S.D. dependent var	0.062670	
S.E. of regression	0.061259	Akaike info criterion	-2.667758	
Sum squared resid	0.082558	Schwarz criterion	-2.569587	
Log likelihood	34.01310	Hannan-Quinn criter.	-2.641714	
Durbin-Watson stat	0.596724			

Хавсралт 6. Өрийн, валютын, банкны хямрал болсон улсын жагсаалт

№	Улсын нэр	Өрийн хямрал	Валютын хямрал	Банкны хямрал (Системийн хямрал)	Хямралын төрөл
1	Аргентин	1982, 1989, 2001	1980, 1982, 1984, 1987, 1989, 2002	1980, 1989, 1994, 2001	Гурвалсан
2	Кипр улс	2006, 2012			
3	Белиги улс	1982, 2005	1982	2008	Хоёрлосон
4	Бразил улс	1983, 1986, 1990	1976, 1979, 1983, 1986, 1991, 1999, 2002	1990	Гурвалсан
5	Чили улс	1983	1974, 1976, 1982, 1985	1976, 1981	Гурвалсан
6	Кот-Дивуар Улс	1983, 2000	1981, 1994	1988	Гурвалсан
7	Кипр улс	2013			
8	Доминикан	1982, 2005	1985, 1990, 2002	2003	Гурвалсан
9	Эквадор	1984, 1999, 2000, 2008	1982, 1984, 1987, 1995, 1998	1981, 1996, 1998	Гурвалсан
10	Египт улс	1984	1979, 1989, 2003	1980	Гурвалсан
11	Эль Сальвадор	1981	1986, 1990		Хоёрлосон
12	Грек улс	2012	1983, 1985	2008	Гурвалсан
13	Индонез улс	1998	1978, 1983, 1986, 1997, 2000	1997	Гурвалсан
14	Ямайка улс	1978, 2010, 2013	1978, 1983, 1991	1996	Гурвалсан
15	Жордан улс	1989	1988	2008, 2011	Хоёрлосон
16	Мексик улс	1982	1976, 1982, 1985, 1994	1981, 1994	Гурвалсан
17	Морокко улс	1980	1985	1990	Гурвалсан
18	Никрагуа улс	2003, 2008			
19	Нигери улс	1982, 1986, 2001, 2004	1985, 1989, 1992, 1999	1992, 2009, 2011	Гурвалсан
20	Пакистан улс	1999	1982		Хоёрлосон
21	Панам улс	1983, 1987, 1989		1988	Хоёрлосон
22	Перу улс	1978, 1980, 1984, 1985, 2000	1976, 1978, 1980, 1982, 1985, 1990	1983, 1999	Гурвалсан
23	Филиппин улс	1983	1983, 1997	1983, 1997	Гурвалсан
24	Румын улс	1982	1990, 1995	1990	Гурвалсан
25	ОХУ	1991, 1998	1998	1998, 2008	Гурвалсан
26	Өмнөд Африк	1985, 1989, 1993	1975, 1981, 1984, 1989, 1996, 2001	1978, 1989	Гурвалсан
27	Шри-Ланка улс	1980, 1996	1977	1989	Гурвалсан
28	Турк улс	1978	1977, 1981, 1984, 1988, 1994, 1999, 2000	1981, 1994	Гурвалсан
29	Украйн улс	1998, 2000	1998	1997, 2008	Гурвалсан
30	Унгар улс	1983, 1987, 1990, 2003	1974, 1982, 1987, 1990, 2002	1981, 2002	Гурвалсан
31	Венесуэл улс	1983, 1990, 1993, 1995, 2004, 1998	1983, 1989, 1992, 1995, 2002, 2004	1993	Гурвалсан

Хавсралт 7. Гадаад өрийн хямрал болсон улс орнуудын кейсүүд

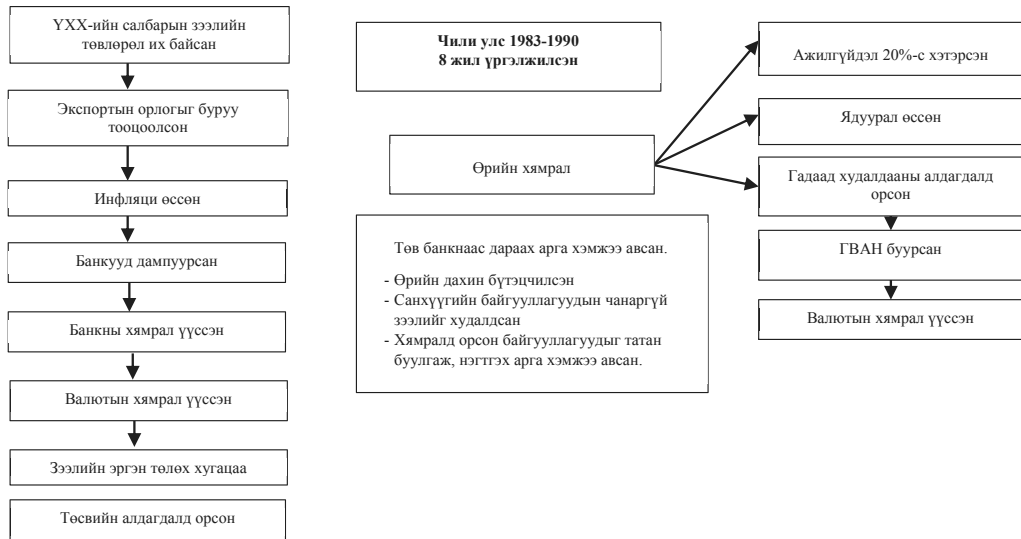
1. Аргентин улсын хямрал



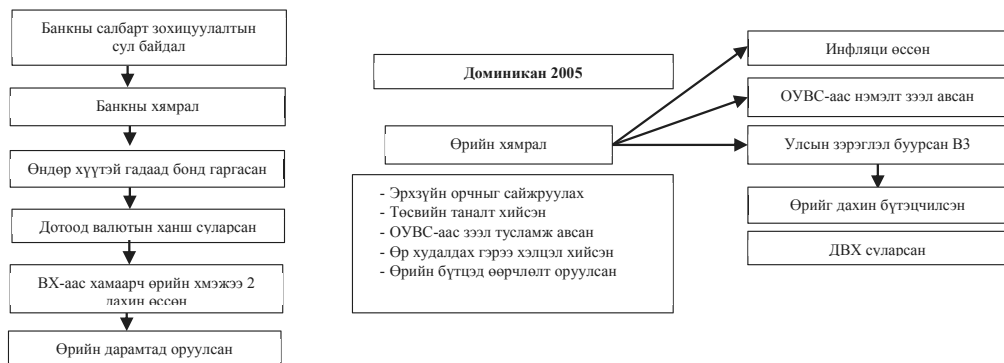
2. Бразил улсын хямрал

Бразил улс 1983, 1986, 1990 онуудад өрийн хямрал болсон. Сүүлийн хямрал нь валютын болон банкны хямрал үүсгэх шалтгаан болсон. 1960-1970 оны хооронд ЗГ-аас бонд гаргаж, ЭЗ-ийн өсөлтийг нэмэгдүүлэх зорилгоор үйлдвэрлэл, дэд бүтцийн салбарт хөрөнгө оруулалт хийсэн. Байгалийн баялагтай орон 1973 онд газрын тосны үнэ огцом өсч валютын орох урсгалыг ихээр нэмэгдүүлсэн. 1983 онд ЗГөр/ДНБ 60% хүрсэн байдаг. 1994 онд энэ харьцаа 30% болж буурч хямралыг даван туулах зорилгоор хууль эрх зүйн орчноо шинэчлэн, өрийн удирдлагын үеийг хэрэгжүүлсэн.

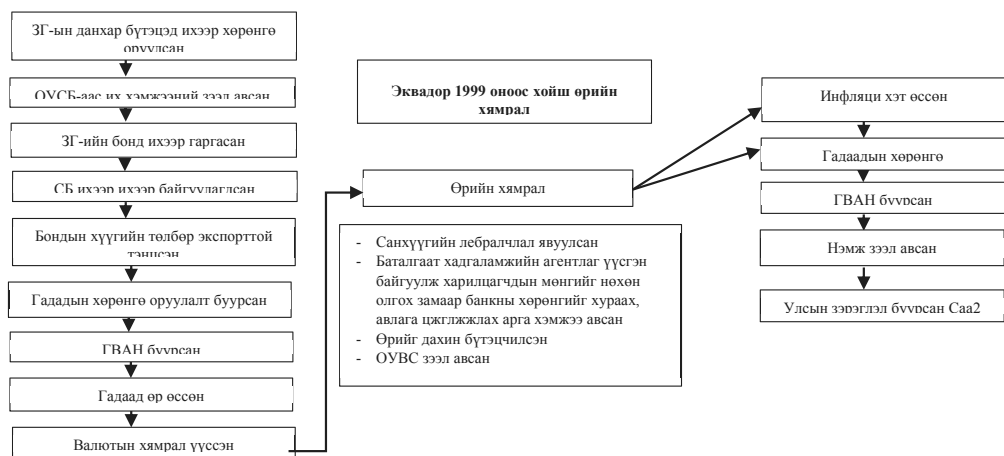
3. Чили улсын хямрал



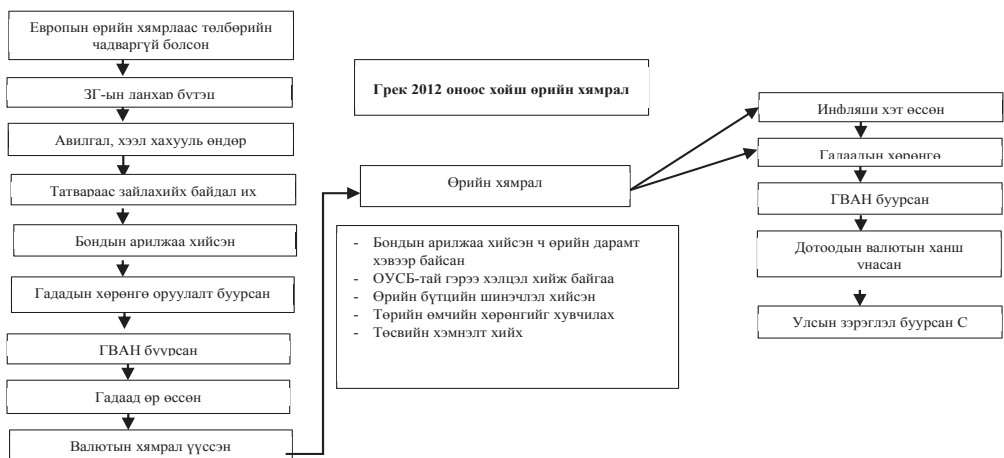
4. Доминикан улсын хямрал



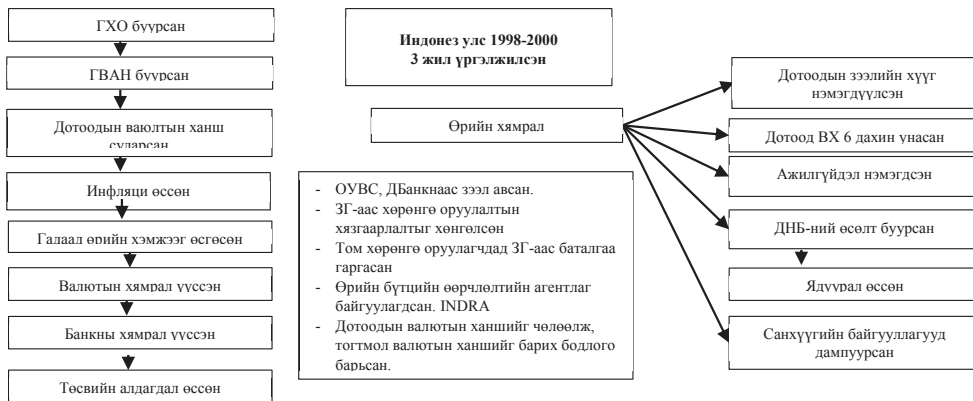
5. Эквадор улсын хямрал



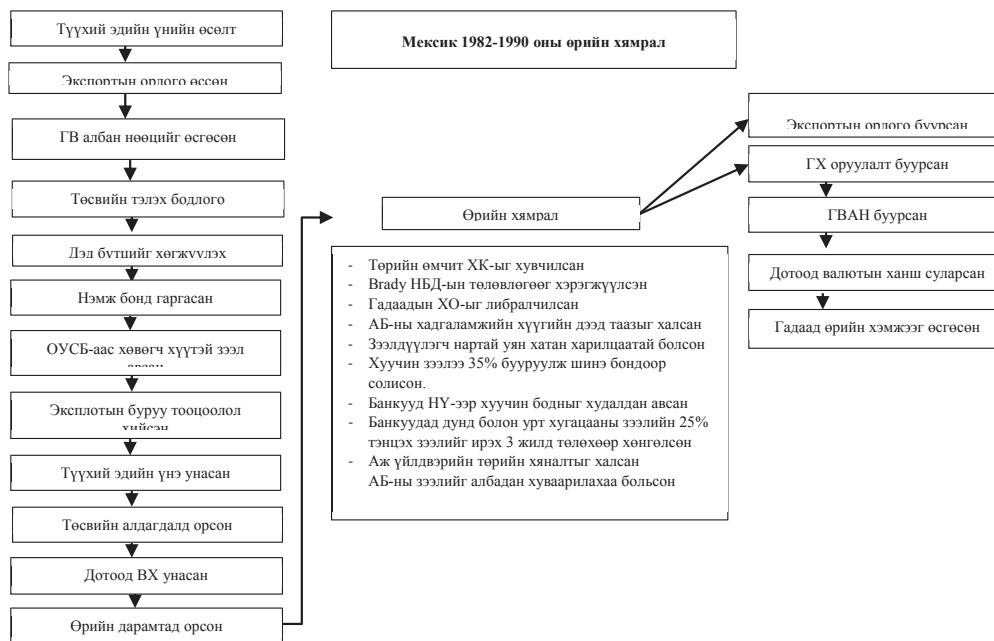
6. Грек улсын хямрал



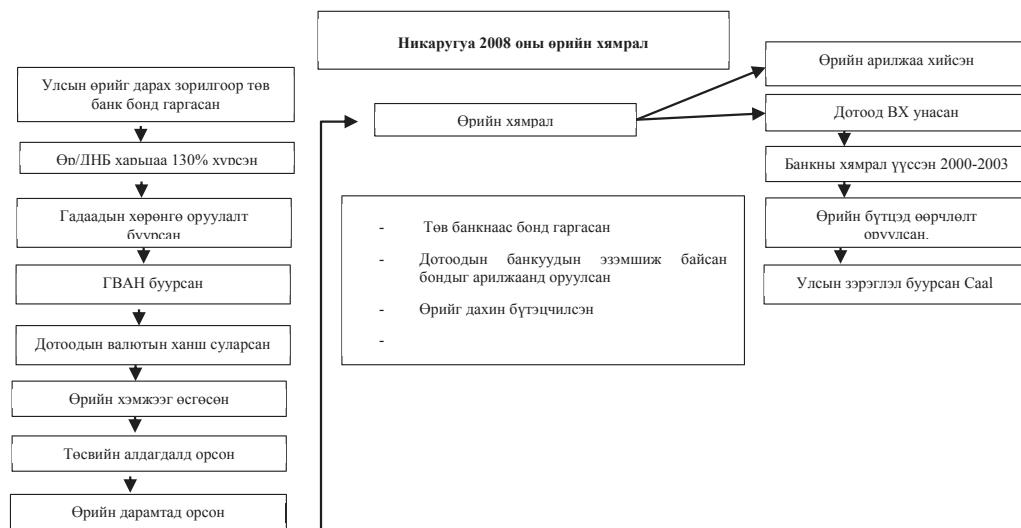
7. Индонез улсын хямрал



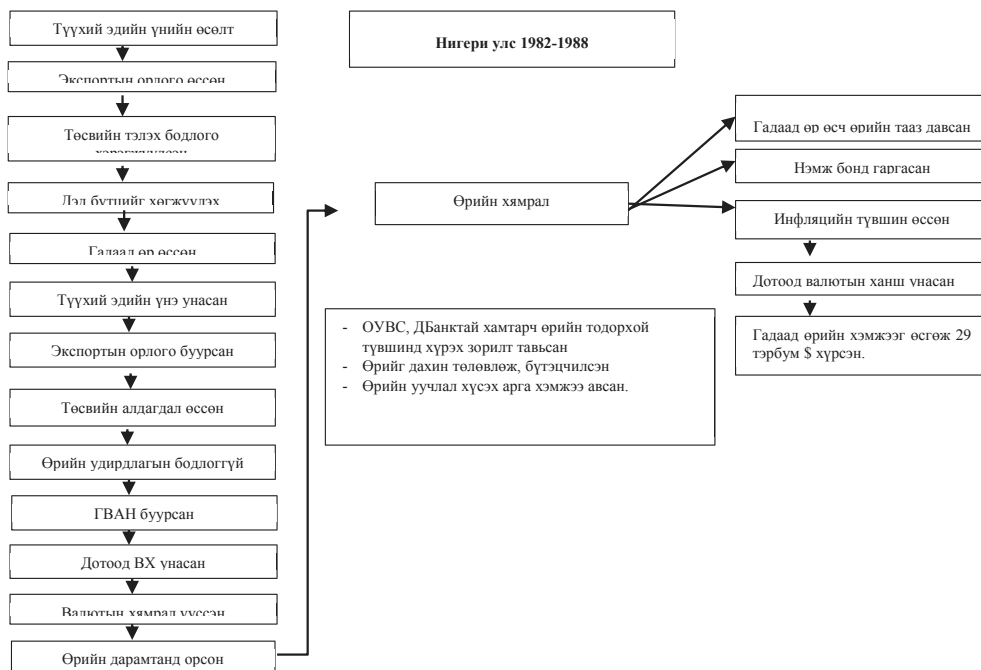
8. Мексик улсын хямрал



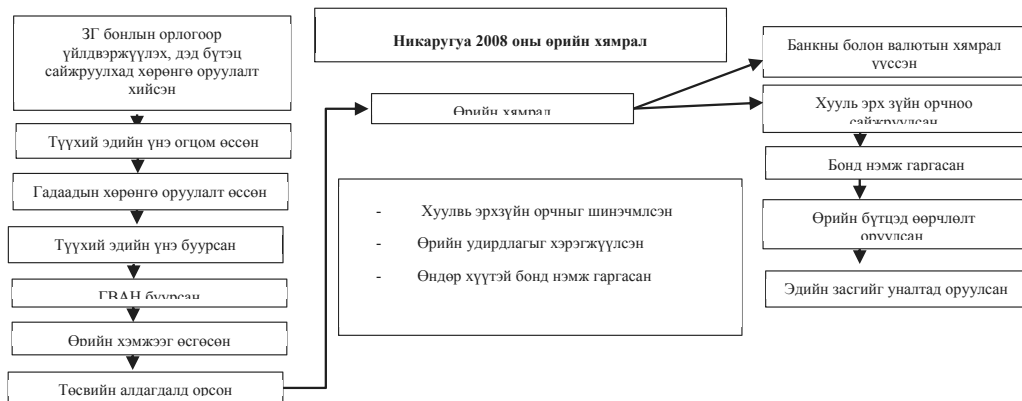
9. Никаругуа улсын хямрал



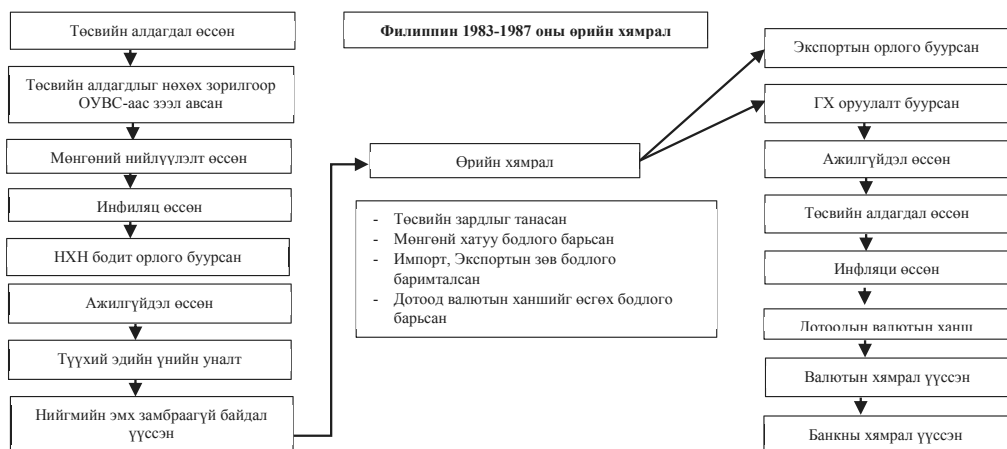
10. Нигери улсын хямрал



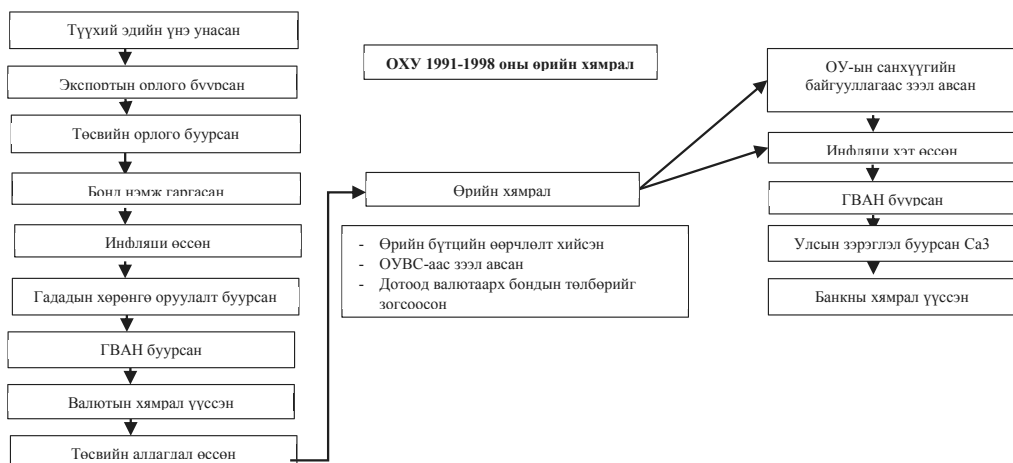
11. Бразил улсын хямрал



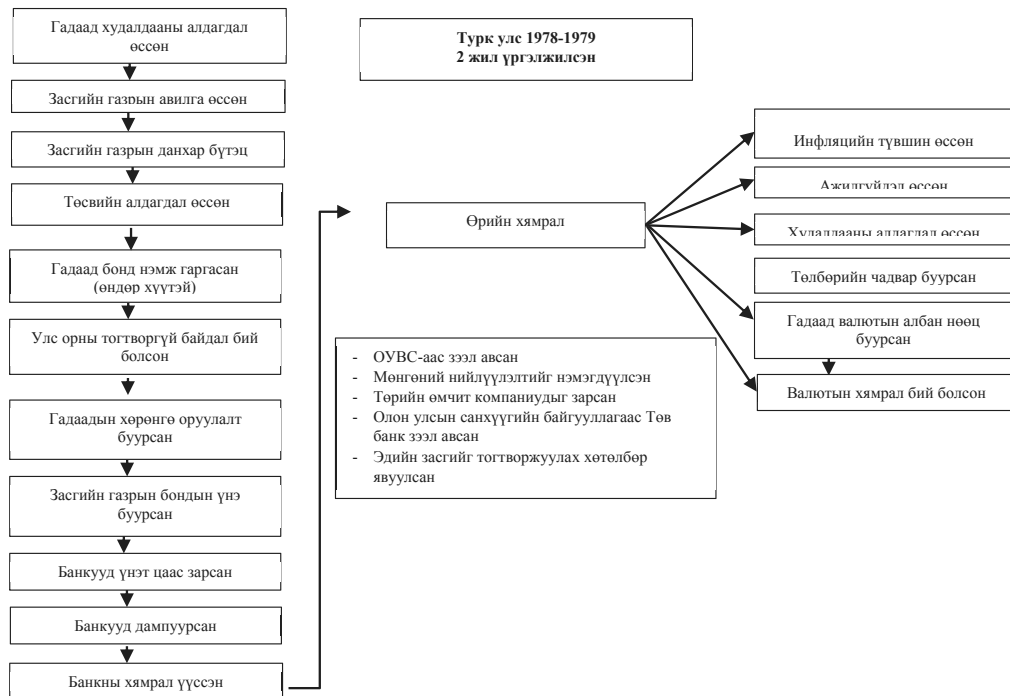
12. Филиппин улсын хямрал



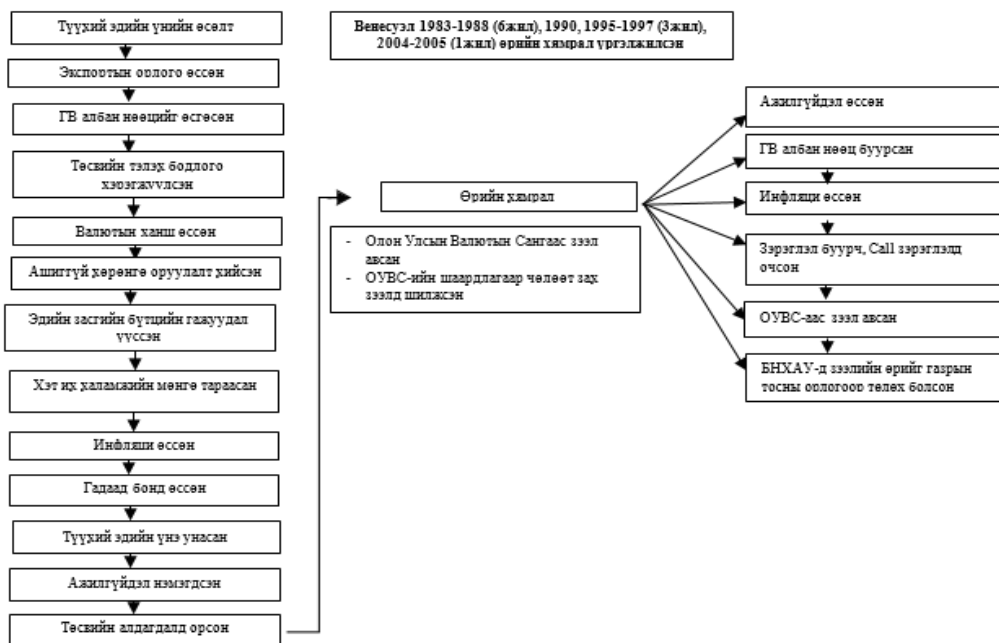
13. ОХУ-ын өрийн хямрал



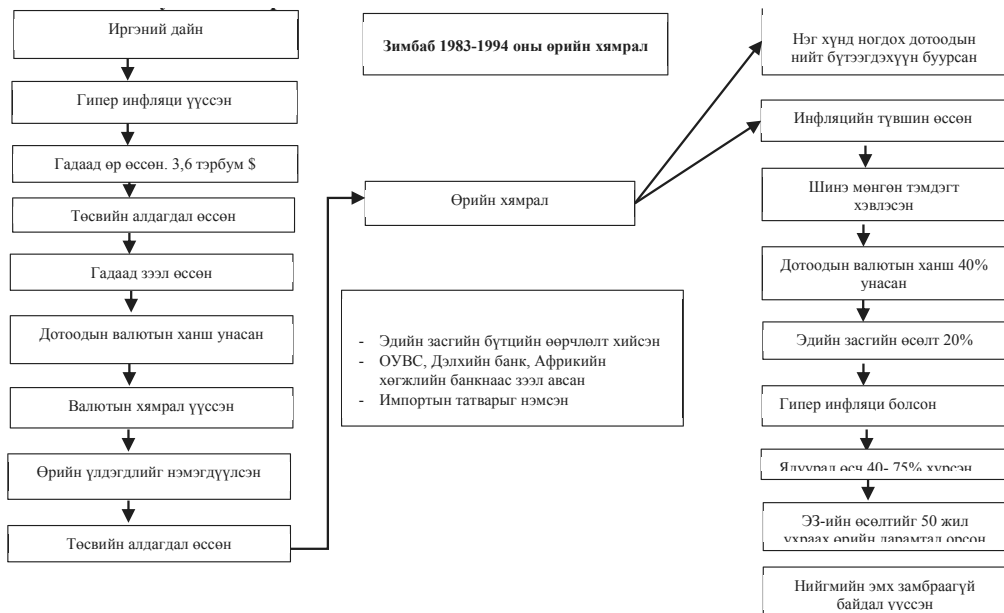
14. Турк улсын хямрал



15. Венесуэл улсын хямрал



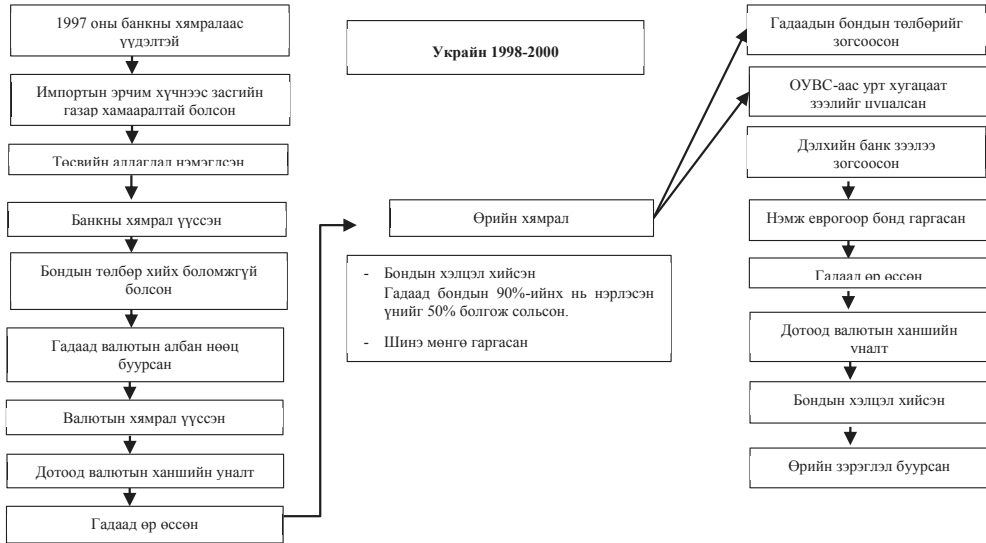
16. Зимбабве улсын хямрал



17. Румын улсын өрийн хямрал



18. Украин улсын өрийн хямрал



Хавсралт 8. Өрийн хямралын үргэлжлэх хугацаа

