



МОНГОЛБАНК
МОНГОЛ УЛСЫН ТӨВ БАНК

МОНГОЛ УЛСЫН ЗЭЭЛЖИХ ЗЭРЭГЛЭЛ, ТҮҮНИЙ АЧ ХОЛБОГДОЛ, ТООЦОХ АРГАЧЛАЛ

Улаанбаатар хот
2018 он





МОНГОЛБАНК

**МОНГОЛ УЛСЫН ЗЭЭЛЖИХ
ЗЭРЭГЛЭЛ, ТҮҮНИЙ АЧ ХОЛБОГДОЛ,
ТООЦОХ АРГАЧЛАЛ**

Санхүүгийн тогтвортой байдлын зөвлөлийн

Ажлын алба

2018 оны 9 дүгээр сар

Эдийн засагч Б.Батбаяр. Цахим шуудан: batbayar_b@mongolbank.mn

Эдийн засагч М.Дэнзэнтавхай. Цахим шуудан: denzentavkhai.m@mongolbank.mn

АГУУЛГА

I. ЕРӨНХИЙ МЭДЭЭЛЭЛ	5
I.1 Монгол улсын зээлжих зэрэглэлийн тухай	5
II. ЗЭЭЛЖИХ ЗЭРЭГЛЭЛИЙН АЧ ХОЛБОГДОЛ	6
III. ЗЭЭЛЖИХ ЗЭРЭГЛЭЛИЙН ҮНЭЛГЭЭ ХИЙХ АРГАЧЛАЛ	9
III.1 Фитч агентлагийн үнэлгээ хийх аргачлал	9
III.2 Мүүдис агентлагийн үнэлгээ хийх аргачлал	14
III.3 Эс энд Пи агентлагийн үнэлгээ хийх аргачлал	17
IV. ХАМГИЙН СҮҮЛД ХИЙСЭН ЗЭЭЛЖИХ ЗЭРЭГЛЭЛИЙН ҮНЭЛГЭЭНҮҮД.....	19
IV.1 Фитч агентлагийн үнэлгээ /2018.07.09/	19
IV.2 Мүүдис агентлагийн үнэлгээ /2018.01.18/	21
IV.3 Эс энд Пи агентлагийн үнэлгээ /2018.04.20/	23
V. ДҮГНЭЛТ	26
VI. АШИГЛАСАН МАТЕРИАЛ	27
VII. ХАВСРАЛТ	28

I. ЕРӨНХИЙ МЭДЭЭЛЭЛ

Улсын зээлжих зэрэглэл гэдэг нь гадаад, дотоодын хөрөнгө оруулагчдаас тухайн улсад олгосон зээллэгийн хүүгийн болон үндсэн төлбөрийг эргэн төлөх чадвар, зээлдэгчийн ерөнхий эрсдэлийг илтгэдэг үзүүлэлт юм. Зээлжих зэрэглэл тогтоогч агентлагууд нь улс төр, нийгэм, эдийн засаг, санхүү, төсвийн болон шаардлагатай бусад асуудлаар албан болон албан бус, олон нийтэд ил тод болгосон мэдээллүүдэд үндэслэн өөрсдийн үнэлгээний аргачлалын дагуу улсын зээлжих зэрэглэлийг тогтоодог. Олон улсад Эс энд Пи (S&P), Фитч (Fitch), Мүүдис (Moody's) гэсэн зэрэглэл тогтоогч 3 агентлаг нийт зах зээлийн 95 орчим хувийг хамран үйл ажиллагаагаа явуулдаг байна¹.

Зээлжих зэрэглэл нь “Эрсдэлгүй/дээд зэрэглэлийн” ангиллаас “Маш өндөр хөрөнгө оруулалтын эрсдэлтэй” гэсэн хөрөнгө оруулалтын үндсэн 7 ангилал, “Дефолт болоход ойрхон” болон “Төлбөрийн чадваргүй” гэсэн дефолтын үеийн 2 ангилалтай байдаг. (Хавсралт 2)

I.1. Монгол Улсын зээлжих зэрэглэлийн тухай

Монгол Улсын зээлжих зэрэглэлийг 1999 оноос эхлэн Сангийн яам болон Монголбанкны зүгээс олон улсад нэр хүндтэй, бие даасан зээлжих зэрэглэл тогтоогч Стандарт энд Пүүрс (Эс энд Пи), Фитч рэйтингс (Фитч) болон Мүүдис Инвесторс Сервис (Мүүдис) агентлагуудтай гэрээ байгуулсны үндсэн дээр тогтоолгож эхэлсэн юм.

Улмаар Эс энд Пи агентлаг 2007-2013 онуудад Монгол Улсын зээлжих зэрэглэлийг түүхэндээ хамгийн өндөр буюу “BB-” түвшинд үнэлж байсан. Харин 2016-2017 онд Мүүдис агентлаг түүхэндээ хамгийн муу буюу “Caa1” түвшинд Монгол улсыг үнэлж байв.

Зээлжих зэрэглэлийг урт болон богино хугацааны, гадаад валютын болон үндэсний мөнгөн тэмдэгтийн гэж ангилан тогтоодог. Түүнчлэн гадаад валютын урт хугацаат зээлжих зэрэглэл нь тухайн улсын ерөнхий зээлжих зэрэглэлийг илтгэдэг бол зээлжих зэрэглэлийн төлөв нь цаашид зэрэглэлийг өсгөх, эсхүл бууруулах магадлалыг илэрхийлдэг.

¹ Эх сурвалж: Council on Foreign Relations (2015). *The Credit Rating Controversy*.

Хамгийн сүүлийн байдлаар Монгол Улсын зээлжих зэрэглэлийг Фитч агентлаг 2018.07.09-ний өдөр “В”, төлөвийг “тогтвортой”, Эс энд Пи агентлаг 2018.04.20-ны өдөр “В-”, төлөвийг “тогтвортой”, Мүүдис агентлаг 2018.01.18-ны өдөр “ВЗ”, төлөвийг “тогтвортой” гэж тус тус үнэлсэн байна. (Хүснэгт 1)

Хүснэгт 1. Улсын зээлжих зэрэглэл /2018.09.10-ны өдрийн байдлаар/

	Moody's		S&P		Fitch	
Огноо	2017-11-30	2018-01-18	2017-04-18	2018-04-20	2017-11-17	2018-07-09
Урт хугацаат	Caal	B3 ▲	B-	B-	B-	B ▲
Богино хугацаат	NP	NP	B	B	B	B
Төлөв	Тогтвортой	Тогтвортой	Тогтвортой	Тогтвортой	Эерэг	Тогтвортой
Тайлбар	Зэрэглэл дээшилсэн ▲		Өөрчлөлтгүй		Зэрэглэл дээшилсэн ▲	

Одоогоор зээлжих зэрэглэл үнэлүүлэх ажлын хүрээнд дээрх 3 агентлагийн албаны хүмүүсийн Монгол улсын холбогдох байгууллагуудтай хийх албан болон албан бус уулзалт, шаардлагатай тоон мэдээлэл бэлтгэх ажлыг Монголбанк болон Сангийн яам хамтран зохион байгуулж байна.

Монгол улсын зээлжих зэрэглэлийн үнэлгээний өөрчлөлтийг 2005-2018 оны хооронд түүхэн байдлаар Хавсралт 1-т харуулав. Харин зээлжих зэрэглэл, хөрөнгийн оруулалтын ангиллын хүснэгт болон Монгол улсын одоогийн зээлжих зэрэглэлийн ангиллыг Хавсралт 2-т харуулав.

II. ЗЭЭЛЖИХ ЗЭРЭГЛЭЛИЙН АЧ ХОЛБОГДОЛ

Монгол улсын хувьд дэлхийн санхүүгийн зах зээлд идэвхтэй оролцож, хөрөнгө босгох, эдийн засгийг хөгжлийг дэмжиж, тогтвортой өсөлтийг бий болгох, цаашлаад зээлийн хүүг бууруулах зэрэгт зээлжих зэрэглэл нь чухал ач холбогдолтой үнэлгээ юм.

Учир нь аливаа улсын ААН, санхүүгийн байгууллага хичнээн сайн үзүүлэлттэй байлаа ч зээлжих зэрэглэл нь улсынхаа зээлжих зэрэглэлээс өндөр тогтоогдох боломжгүй гэсэн бодлого (**sovereign**

ceiling policy) улс орнуудад үйлчилсээр байна. (Almeida et al., 2017) Энэ нь улсын зээлжих зэрэглэл улс орны эдийн засаг, хувийн салбарын хөрөнгө оруулалтын орчинд шууд нөлөөтэйг харуулж байна.

Гэвч манай улсын хөрөнгө оруулалтын зэрэглэл “эрсдэлтэй” ангилалд багтаж, зээлжих чадвар сул байгаагаас хөрөнгө оруулалтын зардал нь бусад хөгжиж буй улс орнуудтай харьцуулахад өндөр байна².

Иймд цаашид гадаад сектор, төсөв, банк санхүүгийн салбарын үзүүлэлтүүд болон хууль эрхзүйн орчинг сайжруулснаар улсын зээлжих зэрэглэл дээшилж, хөрөнгө оруулалтын зардал буурах, цаашлаад хувийн салбарын хөрөнгө оруулалт, зээлжих зэрэглэлийн үнэлгээнд ихээхэн эерэг нөлөөтэй юм.

Хүснэгт 2. 2012 оноос хойш олон улсад гаргасан Засгийн газрын бондууд

№	Бондын нэр	Гаргасан огноо	Хугацаа	Валютын төрөл	Хэмжээ	Хүү	Дуусах огноо
1	Чингис /Mongol 2018/	2012-12-05	5 жил	USD	500 сая ам.доллар	4.13%	2018-01-05
2	Чингис /Mongol 2022/	2012-12-05	10 жил	USD	1 тэрбум ам.доллар	5.13%	2022-12-05
3	Дим Сам бонд	2015-06-30	3 жил	CNY	1 тэрбум юан	7.50%	2018-06-30
4	Мазаалай	2016-04-06	5 жил	USD	500 сая ам.доллар	10.88%	2021-04-06
5	Хуралдай	2017-03-09	7 жил	USD	600 сая ам.доллар	8.75%	2024-03-09
6	Гэрэгэ	2017-10-25	5.5 жил	USD	800 сая ам.доллар	5.63%	2023-05-01

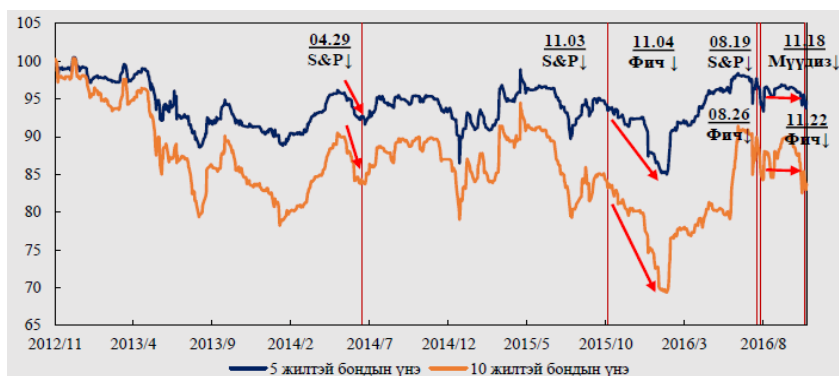
Түүнчлэн зээлжих зэрэглэлийн үнэлгээ буурах болгонд санхүүжилт босгох зардал өсдөг. Тухайлбал Монгол улсын зээлжих зэрэглэл эрчимтэй буурсан үе болох 2014-2016 онуудад Засгийн газраас шинээр гаргасан бондуудын хүү дараалан өсч, 2016 оны 4 дүгээр сард арилжаалсан 5 жилийн хугацаатай Мазаалай бондын хүү

² Эх сурвалж: “Sovereign Ratings List”. Standard & Poor’s. January 6, 2017.

гэхэд 10.875 хувьд буюу түүхэн өндөр түвшинд хүрч байв. Харин зээлжих зэрэглэл түүхэндээ хамгийн сайн буюу “BB-” үнэлгээтэй байсан 2012 онд 5 жилийн хугацаатай “Чингис” бондыг 4.13 хувийн хүүтэй гаргаж байжээ. (Хүснэгт 2)

Монгол улсын зээлжих зэрэглэл эрчимтэй буурсан үе болох 2014-2016 онуудад 5 болон 10 жилийн хугацаатай Чингис бондын үнийн өөрчлөлтийг харьцуулж харвал зээлжих зэрэглэл буурах үеүдэд бондын үнэ ихэвчлэн уналттай байжээ. Энэ нь бондын өгөөж нэмэгдэх буюу эрсдэл өсч байсныг харуулж байна. (Зураг 1)

Зураг 1. Чингис бондын үнэ /2012-2016 он/



Эх сурвалж: Монголбанк (2016). Монгол улсын зээлжих зэрэглэлд хийсэн шинжилгээ, цаашид сайжруулах арга хэмжээний санал

Эцэст нь дүгнэхэд зээлжих зэрэглэл өндөртэй улс орон, ААН-үүдэд хөрөнгө оруулалт ихээр хийгдэж, зээлийн хүү бага түвшинд тогтох давуу талтай байдаг бол доогуур зээлжих зэрэглэлтэй улсын хувьд тухайн оронд хөрөнгө оруулагчид итгэх итгэл багасаж, зээлийн хүү өндрөөр тогтох сөрөг нөлөөтэй байна. Иймд Монгол улсын хувьд бодлого боловсруулагчид улсынхаа зээлжих зэрэглэлийг нэмэгдүүлэхэд анхаарч, хувийн салбарынхан үйл ажиллагаагаа өргөжүүлж, чадавхжуулах замаар дэлхийн санхүүгийн зах зээлээс ашиг хүртэх нь зүйтэй юм.

III. ЗЭЭЛЖИХ ЗЭРЭГЛЭЛИЙН ҮНЭЛГЭЭ ХИЙХ АРГАЧЛАЛ /ФИТЧ, МҮҮДИС, ЭС ЭНД ПИ/

III.1. Фитч агентлагийн зээлжих зэрэглэлийн үнэлгээ хийх аргачлал

Фитч агентлаг нь улсын зээлжих зэрэглэлийг тогтоох аргачлалыг 2018 оны 03 сард шинэчилсэн бөгөөд уг аргачлалын дагуу аливаа улсын зээлжих зэрэглэлийг (i) бүтцийн онцлог, (ii) макро эдийн засгийн гүйцэтгэл, бодлого болон хэтийн төлөв (iii) төрийн санхүүжилт (iv) гадаад санхүүжилт гэсэн үндсэн 4 хүчин зүйлсээр тогтоодог байна. Түүнчлэн Фитч агентлаг улсын зээлжих зэрэглэлийг тогтоох шинжилгээндээ тоон үнэлгээ болон чанарын давхар тохируулгыг хослуулан ашигладаг. Тус үнэлгээний аргачлалыг дэлгэрүүлэн авч үзье.

А. Зээлжих зэрэглэл тогтооход ашиглагдах гол шалгуур хүчин зүйлс:

Фитч агентлаг улсын зээлжих зэрэглэлийн шинжилгээндээ зөвхөн улсын өр төлбөрөө төлөх санхүүгийн чадавхыг илэрхийлэх хүчин зүйлсүүдийг хамруулах бус дараах өргөн хүрээний хүчин зүйлсийг харгалзаж үздэг байна. Үүнд:

- Бүтцийн онцлог (structural features) - Санхүүгийн салбар, улс төрийн болон засаглалын зэрэг хүчин зүйлсээс шалтгаалан үүсэх гэнэтийн сөрөг шокт өртөмтгий байдлыг нэмэгдүүлдэг бүтцийн онцлог байдал
- Макро эдийн засгийн гүйцэтгэл, бодлого болон хэтийн төлөв - эдийн засгийн өсөлтийн хэтийн төлөв, эдийн засгийн тогтвортой байдал, бодлогын уялдаатай болон найдвартай байдал
- Төрийн санхүүжилт (public finance) - төсвийн тэнцэл, улсын өр, төсвийн санхүүжилтийн бүтэц ба тогтвортой байдал
- Гадаад санхүүжилт (external finance) - урсгал тэнцэл, хөрөнгийн урсгалын тогтвортой байдал, мөн улсын ба хувийн секторын гадаад өрийн хэмжээ болон бүтэц

В. Зээлжих зэрэглэлийн загвар (Sovereign rating model)

Зээлжих зэрэглэлийн загвар нь Фитч агентлагийн зээлжих зэрэглэлийн үнэлгээг хийхэд ашигладаг гол хэрэгсэл юм. Фитч агентлагаар зээлжих зэрэглэлийн үнэлгээ хийлгэдэг бүх улсуудын Хүснэгт 4-т туссан 18 гол хувьсагчдын түүхэн, одоогийн болон таамагласан тоон өгөгдөлд үндэслэн олон хувьсагчтай регрессийн загвар үнэлэх бөгөөд үнэлгээний үр дүнд зээлдэгчийн урт хугацаат, гадаад валютын өртөлбөрөө төлөх чадварыг илтгэх (issuer default rating³ /IDR/) оноог тооцдог байна. IDR-н утгад харгалзах зээлжих зэрэглэлийн түвшнүүдийг Хүснэгт 3-т харууллаа.

Хүснэгт 3. IDR-н утгад харгалзах зээлжих зэрэглэлийн түвшин

LT FC IDR	IDR Score
AAA	16
AA+	15
AA	14
AA-	13
A+	12
A	11
A	10
BBB+	9

BBB	8
BBB-	7
BB+	6
BB	5
BB-	4
B+	3
B	2
B-	1
CCC-D	0

С. Чанарын үзүүлэлтээр давхар тохируулга хийх (Qualitative overlay)

Улс өр төлбөрөө хугацаандаа бүрэн бүтэн эргэн төлөх чадавхад нөлөөлөх бүх хүчин зүйлсийг дээрх зээлжих зэрэглэлийн загварт бүрэн багтаах боломжгүй юм. Иймд Фитч агентлаг ирээдүйд чиглэсэн (forward-looking) чанарын үзүүлэлтээр дахин тохируулга хийдэг байна. Ингэхдээ зээлжих зэрэглэлийн загвараас гарсан IDR оноонд дараах байдлаар тохируулга хийдэг байна. Үүнд:

Макро эдийн засгийн төлөв байдал, бодлого, хэтийн төлөв:

- Макро эдийн засгийн бодлогын тогтолцоо мөнгөний болон төсвийн бодлогын уялдаа холбоо, найдвартай байдал болон уян хатан байдал,

³ Энэ нь зээлдэгч өр төлбөрөө хугацаандаа бүрэн бүтэн төлөх чадавхыг үнэлэх урьдчилсан (forward looking) үнэлгээ юм.

- Дунд хугацаанд ДНБ-ий өсөлтийн төлөв байдал,
- Ажилгүйдлийн түвшин болон чиг хандлага, эдийн засгийн салбаруудын өсөлтөд нөлөөлж буй макро эдийн засгийн тогтвортой байдлын бодлого,

Бусад орнуудтай харьцуулахад маш сайн макро эдийн засгийн өсөлт, бодлого болон хэтийн төлөв. **(+2 оноо)**

Бусад орнуудтай харьцуулахад сайн макро эдийн засгийн өсөлт, бодлого болон хэтийн төлөв. **(+1 оноо)**

Бусад орнуудтай харьцуулахад дундаж макро эдийн засгийн өсөлт, бодлого болон хэтийн төлөв. **(0 оноо)**

Бусад орнуудтай харьцуулахад сул макро эдийн засгийн өсөлт, бодлого болон хэтийн төлөв. **(-1 оноо)**

Бусад орнуудтай харьцуулахад маш сул макро эдийн засгийн өсөлт, бодлого болон хэтийн төлөв. **(-2 оноо)**

Төрийн санхүүжилт:

- Төсвийн санхүүжилтийн уян хатан байдал, үүнд: зах зээлийн хандалтын бүртгэл; өрийн үйлчилгээний бүртгэл; орон нутгийн хөрөнгийн зах зээлийн чадвар; санхүүжилтийн бусад боломжит эх үүсвэрт хандах чадвар; их хэмжээний гадаад хадгаламж/ гадаад баялгийн сангийн нөөц.
- Улсын өрийн тогтвортой байдал,
- Болзошгүй өр төлбөр, (жишээ нь, банкны салбар, төрийн өмчит аж ахуйн нэгжүүд эсвэл олон улсын үүрэг амлалтуудаас)
- Төсвийн сахилга бат, орлогын хүрээг төвлөрүүлэх, орлогын эх үүсвэрийн төвлөрөл / төрөлжилт, төсвийн сахилга батын түвшинг одоогийн зарцуулалтын хувьд авч үзэх

Бусад орнуудтай харьцуулахад маш сайн төрийн санхүүжилт. **(+2 оноо)**, сайн **(+1 оноо)**, дундаж **(0 оноо)**, сул **(-1 оноо)**, маш сул **(-2 оноо)**.

Гадаад санхүүжилт:

- Гадаад санхүүжилтийн уян хатан байдал,
- Гадаад өрийн тогтвортой байдал,
- Гэнэтийн шоконд өртөх эмзэг байдал,

Бусад орнуудтай харьцуулахад маш сайн гадаад санхүүжилт. (+2 оноо), сайн (+1 оноо), дундаж (0 оноо), сул (-1 оноо), маш сул (-2 оноо).

Бүтцийн онцлогууд:

- Улс төрийн эрсдэл, үүнд улс төрийн тогтвортой байдлын түвшин, үндсэн дэглэмийн өөрчлөлт ба / эсвэл цэргийн зөрчилдөөн, гео-улстөрийн эрсдэлийн өргөн хүрээтэй, төлбөр хийх хүсэл эрмэлзэл гэх мэт эрсдэлүүд)
- Санхүүгийн секторын эрсдэлүүд,
- Хөрөнгө оруулалт, зохицуулалтын орчин, гэмт хэргийн түвшин, гол салбарууд дахь өрсөлдөөний түвшинг татах чадвартай бизнесийн орчин.

Бусад орнуудтай харьцуулахад маш сайн бүтцийн онцлогууд. (+2 оноо), сайн (+1 оноо), дундаж (0 оноо), сул (-1 оноо), маш сул (-2 оноо).



Хүснэгт 4. Улсын зээлжих зэрэглэлийг үнэлэх шалгуур үзүүлэлтүүд ба аргачлалын хураангуй

Аналитик тулгуур	Бүтэц	Макро эдийн засгийн гүйцэтгэл, бодлого, хэтийн төлөв	Төрийн санхүүжилт	Гадаад санхүүжилт
Орц (Input)	Гол шалгуур хүчин зүйлүүд	- Засаглалын чанар - Эдийн засгийн баялаг ба уян хатан байдал - Улс төрийн эрсдэл	- Бодлогын хүрээ - ДНБ-ий өсөлт - Инфляци - Бодит үр дүнтэй ханш	- Засгийн газрын өр - Төсвийн тэнцэл - Өрийн динамик - Төсвийн бодлого чадвар
Зээлжих зэрэглэл үнэлэх модел (Sovereign Rating Model)	Эдгээр 18 хувьсагчдыг хамруулан регрессийн тэгшитгэл үнэлж, зээлдэгчийн дампуурах магадлалын утгыг олно.	- Засаглалын үзүүлэлт - Нэг хүнд ногдох ДНБ - Дэлхийн ДНБ-д эзлэх хувь - Сүүлийн дампуурал зарласнаас өнгөрсөн жилүүдийн тоо - Мөнгөний нийлүүлэлт	- ДНБ-ий бодит өсөлтийн хэлбэлзэл - Х-эрэгтэний үнийн индексийн өсөлт - ДНБ-ий бодит өсөлт	- Нийт засгийн газрын өрийн/ДНБ - Ерөнхий төсвийн тэнцэл/ДНБ - Зээлийн хүүгийн төлбөр - Улсын гадаад валютгаарх өр төлбөр - Гадаад хөрөнгө оруулалтын хүү - Урсгал дансны тэнцэл + ГНХО
Чанарын үзүүлэлтээр давхар тохируулга хийх (Qualitative Overlay)	- Зээлжих зэрэглэлийг үнэлэх загвар - тусгайлаагүй хүчин зүйлийн нөлөөг тусгах зорилгоор ирээдүйд чиглэсэн зохицуулалт хийдэг	- Улс төрийн эрсдэл - Банкны салбар ба макро зохистой эрсдэлүүд - Бизнесийн орчин, эдийн засгийн уян хатан байдал - Тохируулга хийх боломжит утгууд (-2-оос 2)	- Макро эдийн засгийн бодлогын тогтолцоо - ДНБ-ий өсөлт (5 жил) - Макро эдийн засгийн тогтвортой байдал - Тохируулга хийх боломжит утгууд (-2-оос 2)	- Төсвийн санхүүжилтийн уян хатан байдал - Улсын өрийн тогтвортой байдал - Гэзгэний шоконд орох эмзэг байдал - Тохируулга хийх боломжит утгууд (-2-оос 2)

Эх сурвалж: FitchRatings (2018.03.23). Sovereign Rating Criteria.

III.2. Мүүдис агентлагийн зээлжих зэрэглэлийн үнэлгээ хийх аргачлал

Мүүдис агентлаг нь улсын зээлжих зэрэглэлийг тогтоох аргачлалыг 2016 оны 12 сард шинэчилсэн бөгөөд уг аргачлалын дагуу аливаа улсын зээлжих зэрэглэлийг (i) эдийн засгийн чадавх (ii) институцийн чадавх (iii) төсвийн чадавх (iv) эрсдэлд мэдрэмтгий байдал гэсэн үндсэн 4 хүчин зүйлсээр тогтоодог байна.

Хүснэгт 5. Зээлжих зэрэглэл тооцох аргачлал

Зэрэглэлийн ерөнхий хүчин зүйлс	Зэрэглэлийн дэд хүчин зүйлс	Дэд хүчин зүйлсийн хувийн жин	Дэд хүчин зүйлсийг тодорхойлогч үзүүлэлт
Хүчин зүйл 1: Эдийн засгийн чадавх	Өсөлтийн динамик	50%	ДНБ-ий бодит өсөлтийн дундаж $_{[t-4; t+5]}$
			ДНБ-ий бодит өсөлтийн хэлбэлзэл $_{[t-9; t]}$
			Дэлхийн эдийн засгийн форумын Дэлхийн өрсөлдөх чадварын индекс _t
	Эдийн засгийн багтаамж	25%	Нэрлэсэн ДНБ (USD) _t
	Үндэсний орлого	25%	Нэг хүнд ногдох ДНБ (PPP, USD) _t
Хүчин зүйл 2: Институцийн чадавх	Тохируулга хүчин зүйлс	0-6 оноо	Зээлийн хэт өсөлт
			Бусад
	Институцийн тогтолцоо, үр ашигт байдал	75%	Дэлхийн банкны "Засгийн газрын үр ашигт ажиллагааны индекс"
			Дэлхийн банкны "Хууль, эрх зүйн индекс"
	Бодлогын нэр хүнд, үр нөлөөтэй байдал	25%	Дэлхийн банкны "Авилгалын хяналтын индекс"
			Инфляцийн түвшин $_{[t-4; t+5]}$
	Тохируулга хүчин зүйлс	0-6 оноо	Инфляцийн хэлбэлзэл $_{[t-9; t]}$
			Төлбөрийн чадваргүй болж байсан эсэх зээлийн түүх, Бусад

Хүчин зүйл 3: Төсвийн чадавх	Өрийн дарамт	50%	Засгийн газрын өр/ДНБ _t
			Засгийн газрын өр/Орлого _t
	Зээл төлөх чадвар	50%	Засгийн газрын зээлийн хүүгийн төлбөр/Орлого _t
			Засгийн газрын зээлийн хүүгийн төлбөр/ДНБ _t
	Тохируулга хүчин зүйлс	0-6 оноо	Өрийн хандлага _[t-4; t+1]
			ЗГ-ын гадаад валютаарх өр/ЗГ-ын өр _t
			Улсын секторын бусад зээл/ДНБ _t
			Улсын секторын санхүүгийн хөрөнгө эсвэл Баялгийн сан/Засгийн газрын өр _t
Хүчин зүйл 4: Эрсдэлд мэдрэмтгий байдал	Улс төрийн эрсдэл	Максимум функц*	Дотоодын улс төрийн эрсдэл
			Геополитикийн эрсдэл
	Засгийн газрын төлбөрийн чадварын эрсдэл	Максимум функц*	Үндсэн хэмжигдэхүүн
			Зах зээлийн санхүүжилтийн дарамт
	Банкны салбарын эрсдэл	Максимум функц*	Банкны системийн чадавх
			Банкны системийн хэмжээ
			Санхүүжилтийн эмзэг байдал
	Гадаад секторын эмзэг байдлын эрсдэл	Максимум функц*	(Урсгал данс+ГШХО)/ДНБ _t
			Гадаад секторын эмзэг байдлын үзүүлэлт _{t+2}
			Гадаад хөрөнгө оруулалтын цэвэр позиц/ДНБ _t

* хамгийн өндөр эрсдэлээр тухайн улсын эрсдэл (Хүчин зүйл 4)-ийг үнэлнэ.

Дэд хүчин зүйл бүрийн оноог тооцоолсны дараагаар гарсан үр дүнг “Маш өндөр (+)” - ээс (very high plus) “Маш бага (-)” (very low minus) гэсэн 15 категорит ангилах ба тухайн хүчин зүйлд дундаж оноог онооно. Үүний дараагаар дэд хүчин зүйлс бүрийн оноог хувийн

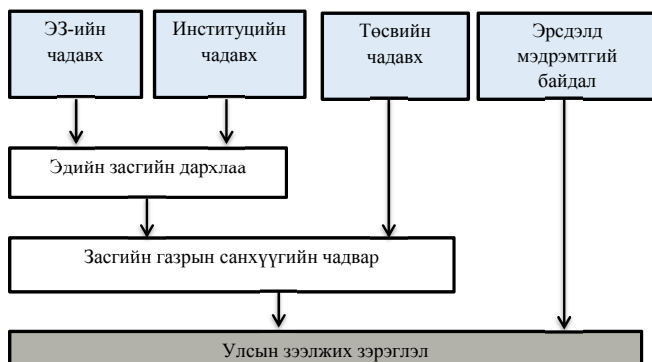
жингээр тооцож ерөнхий хүчин зүйлийн оноог гаргана. Эцэст нь дахиж ангиллын хүснэгтийн дагуу 15 категорит ангилж, ангиллыг тодорхойлно. Зөвхөн Хүчин зүйл 4-ийн хувьд Максимум функц ашиглах буюу дэд хүчин зүйлсийн хамгийн өндөр эрсдэлийн оноогоор тооцож, ангиллыг тодорхойлно. (Зураг 2)

Зураг 2

Категори	VH+	VH	VH-	H+	H	H-	M+	M	M-	L+	L	L-	VL+	VL	VL-
Онооны хүрээ	100-85	85-80	80-75	75-70	70-65	65-60	60-55	55-50	50-45	45-40	40-35	35-30	30-25	25-20	20-1
Дундаж оноо	92.5	82.5	77.5	72.5	67.5	62.5	57.5	52.5	47.5	42.5	37.5	32.5	27.5	22.5	10.5

Харин ерөнхий зээлжих зэрэглэлийг тогтоохдоо доорх хүснэгтийн дагуу эдийн засаг болон институцийн чадавхаар “эдийн засгийн дархлаа”-г тодорхойлж, үүнийг төсвийн чадавхын үнэлгээтэй хослуулснаар “засгийн газрын санхүүгийн чадвар”-ыг тооцож, улмаар хамгийн сүүлд гарсан үр дүнг эрсдэлд мэдрэмтгий байдалтай уялдуулснаар тухайн улсын зээлжих зэрэглэлийг тогтоодог байна. (Зураг 3)

Зураг 3



Эх сурвалж: Moody's Investors Service (2016.12.22). Sovereign Bond Ratings.

III.3. Эс энд Пи агентлагийн зээлжих зэрэглэлийн үнэлгээ хийх аргачлал

Эс энд Пи агентлаг нь улсын зээлжих зэрэглэлийг тогтоох аргачлалаа 2017 оны 12 сард шинэчилсэн бөгөөд уг аргачлалын дагуу аливаа улсын зээлжих зэрэглэлийг (i) интитуцийн үнэлгээ, (ii) эдийн засгийн үнэлгээ, (iii) гадаад сектор, (iv) төсвийн сектор, (v) мөнгөний секторын үнэлгээ гэсэн үндсэн 5 хүчин зүйлсд оноо өгөх зарчмаар тогтоодог байна. Үүнийг доорх хүснэгтэд дэлгэрэнгүй харуулав.

Хүснэгт 6. Зээлжих зэрэглэлд нөлөөлөгч 5 хүчин зүйлсийн үнэлгээ



Эх сурвалж: S&P Global Ratings (2017.12.18). Sovereign Rating Methodology.

Алхам 1: Зээлжих зэрэглэл тогтоохдоо дээрх хүчин зүйл тус бүрт 1-6 хүртэл оноо (1 оноо нь хамгийн сайн, 6 оноо нь хамгийн сул байдлыг илтгэнэ) өгнө.

Алхам 2: Институцийн үнэлгээ болон Макро эдийн засгийн хүчин зүйлсийн онооны дунджаар “Эдийн засаг, засаглалын хэв шинж”-ийн оноог, харин Гадаад сектор, Төсөв, Мөнгөний секторын хүчин зүйлсийн онооны дунджаар “Уян хатан байдал, үр дүнгийн хэв шинжийн оноо”-г тус тус тооцно. (Хүснэгт 6)

Алхам 3: Дээрх 2 хэв шинжийн оноог “Зээлжих зэрэглэлийн үнэлгээний матриц”-ийн харгалзах мөр, баганаас олно. Огтлолцол дахь үнэлгээ нь тухайн улсын зээлжих зэрэглэлийн үнэлгээ болно. (Хүснэгт 7)

Улсын зээлжих зэрэглэлийг тогтоосны дараагаар гадаад валютаар зээлжих зэрэглэлийг онцгой нөхцөл байдалд үндэслэн өөрчлөх тохиолдол бий. Үүнд гадаад төлбөр гүйцэтгэх чадварын огцом буурах, төсвийн туйлын хүнд нөхцөл байдал үүсэх, улс төрийн тогтворгүй байдлын өндөр эрсдэлтэй, байгалийн гамшиг тохиолдсон зэрэг онцгой нөхцөл байдалд улсын зээлжих зэрэглэл 1 шатаар дээд/доош өөрчлөгдөж болно.

Харин дотоод валютаар зээлжих зэрэглэл нь гадаад валютын зэрэглэлээс 0-1 ангиллаар өндөр тогтоогдож болох бөгөөд эдгээр тохиргоо нь ихэвчлэн тухайн улсын эдийн засаг, улс төрийн хэтийн чиг хандлагад суурилсан байна.

Хүснэгт 7. Зээлжих зэрэглэлийн үнэлгээний матриц

Уян хатан байдал, үр дүнгийн хэв шинж	Эдийн засаг, засаглалын хэв шинж											
	Ангилал	Superior	Extremely strong	Very strong	Strong	Moderately strong	Intermediate	Moderately weak	Weak	Very weak	Extremely weak	Poor
Ангилал	Оноо	1	1.5	2	2.5	3	3.5	4	4.5	5	5.5	6
Extremely strong	1 - 1.7	aaa	aaa	aaa	aa+	aa	a+	a	a-	bbb+	bb+	bb-
Very strong	1.8 - 2.2	aaa	aaa	aa+	aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb-
Strong	2.3 - 2.7	aaa	aa+	aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb	b+
Moderately strong	2.8 - 3.2	aa+	aa	aa-	a+	a-	bbb	bbb-	bb+	bb	bb-	b+
Intermediate	3.3 - 3.7	aa	aa-	a+	a	bbb+	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	b
Moderately weak	3.8 - 4.2	aa-	a+	a	bbb+	bbb+	bb+	bb	bb-	b+	b	b
Weak	4.3 - 4.7	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb	bb-	b+	b	b-	b-
Very weak	4.8 - 5.2	bbb	bbb	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	b	b	b-	b-
Extremely weak	5.3 - 6	bb+	bb+	bb	bb-	b+	b	b	b-	b-	b-	b-

Эх сурвалж: S&P Global Ratings (2017.12.18). Sovereign Rating Methodology.

IV. ХАМГИЙН СҮҮЛДХИЙСЭН ЗЭЭЛЖИХ ЗЭРЭГЛЭЛИЙН ҮНЭЛГЭЭНҮҮД /ФИТЧ, МҮҮДИС, ЭС ЭНД ПИ/

IV.1. Фитч агентлагийн хамгийн сүүлд хийсэн үнэлгээ /2018.07.09/

2018 оны 7 дугаар сарын 9-ний өдөр Фитч агентлагаас Монгол Улсын урт хугацааны зээлжих зэрэглэлийн үнэлгээг “В-” байсныг “В” болгон дээшлүүлж, төлөвийг “тогтвортой” гэж үнэлэв. Үүнд дараах хүчин зүйлс голлон нөлөөлсөн байна.

- Төсвийн гүйцэтгэл, тоон үзүүлэлтүүд 2017 оны 11 дүгээр сараас хойш тогтмол сайжирсаар байна. Тухайлбал:
 - 2018 оны 5 дугаар сарын байдлаар төсвийн орлого өмнөх оны мөн үеэс 26 хувиар өссөн.
 - Төсвийн зарлагын жилийн өсөлт 6 хувьтай байгаа нь 2018 оны зорилтод түвшинд хадгалагдаж байна.
 - Фитч агентлагийн үзэж байгаагаар төсвийн алдагдал 2018 оны эцэст ДНБ-ий 3.9 хувьд хүрч буурах төсөөлөлтэй байна. (Төсвийн алдагдал 2018 онд ДНБ-ий 5.9 хувь байхаар батлагдсан.)
- Засгийн газрын нийт өрийн хэмжээ буурах хандлагатай байна.
 - Тус агентлагийн үзэж байгаагаар 2018 онд Засгийн газрын нийт өр ДНБ-ий 75.3 хувьд хүрч буурна гэсэн төсөөлөлтэй байна. (2016 онд 91.4%, 2017 онд 81.2% байсан.)
 - 2020 оны эцэст Засгийн газрын нийт өр ДНБ-ий 70 хувьд хүрч буурах хүлээлттэй байна.
- Өргөтгөсөн санхүүжилтийн хөтөлбөрийг амжилттай хэрэгжүүлснээр нийтдээ 5.5 тэрбум ам.долларын санхүүжилтийг ОУВС болон донор орнуудаас татах нөхцөл бүрдээд байна.
 - ОУВС-гийн Захирлуудын зөвлөл Өргөтгөсөн санхүүжилтийн хөтөлбөрийн хэрэгжилтийн дөрөв дэх шатны үнэлгээг энэ оны 6 дугаар сард хэлэлцэж баталсан ба 3 дугаар сарын эцсийн байдлаар бүх тоон үзүүлэлтүүд амжилттай хангагдсан, хөтөлбөрийн хэрэгжилт сайн байгааг онцолжээ.

Хүснэгт 8. Фитч агентлагаас гаргасан цаашид зээлжих зэрэглэлд өөрчлөлт орох боломжит хувилбарууд:

Хувилбар	Урьдач нөхцөл
Зээлжих зэрэглэлийн төлөвийг дээшлүүлэх (сайн)	- Төсвийн орлогын суурийг нэмэгдүүлэхийн зэрэгцээ төсвийн сахилга батыг сайжруулах, улмаар Засгийн газрын өр/ДНБ-ий харьцаа үргэлжлэн буурах; - Үр нөлөө, харилцан уялдаа бүхий макро эдийн засгийн бодлогыг үргэлжлүүлэн хэрэгжүүлэх, улмаар түүхий эдийн үнэ болон гадаад орчноос хамаарах хамаарлыг бууруулах;
Зээлжих зэрэглэлийн төлөвийг бууруулах (муу)	- ОУВС-гийн нөхцөлийг хангаж чадахгүй байх, улмаар хөтөлбөрөөс гарах; - Засгийн газрын өр ба ДНБ-ий харьцаа буцаад өсөх хандлага руу орох, энэ нөхцөлийг бүрдүүлсэн төсвийн бодлогыг хэрэгжүүлэх; - ГШХО-ын орох урсгал болон стратегийн уул уурхайн төслүүдийг тасалдуулах хэмжээний улс төрийн тогтворгүй байдал бий болох;

- Монгол улсын гадаад валютын нөөц 2017 оны эхээр 1 тэрбум ам.доллартай тэнцэж байсан бол ОУВС-гийн хөтөлбөртэй холбоотойгоор орох урсгал нэмэгдэж, 2018 оны 5 дугаар сарын байдлаар 3.3 тэрбум ам.долларт хүрч өсөөд байна.
- Уул уурхайн салбартай холбоотой хөрөнгө оруулалтууд нэмэгдсэнээр эдийн засгийн өсөлт үргэлжлэн сайжирч 2018 оны 1 дүгээр улиралд 6.1 хувьд хүрэв.
- Банкны салбарт Активын чанарын үнэлгээ (AQR)-г хийснээр банкны системийн өөрийн хөрөнгийн хүрэлцээтэй холбоотой тодорхойгүй байдал буурсан.
 - Тус үнэлгээний үр дүнгээр банкны системийн өөрийн

хөрөнгийн дутагдлын хэмжээ ДНБ-ий 1.9 хувьтай тэнцэхээр гарсан нь ОУВС-гийн урьдчилсан тооцоо болох 7.0 хувиас нэлээд доогуур байна.

- Шинээр батлагдсан хууль эрхзүйн шинэчлэлүүд нь Монголбанкны хувьд макро зохистой бодлогуудыг хэрэгжүүлэх боломжийг нэмэгдүүлсэн.

IV.2. Мүүдис агентлагийн хамгийн сүүлд хийсэн үнэлгээ /2018.01.18/

2018 оны 1 дүгээр сарын 18-ны өдөр Мүүдис агентлагаас Монгол Улсын зээлжих зэрэглэлийн үнэлгээг “Саал”- ээс “В3” болгон дээшлүүлж, хэтийн төлөвийг “тогтвортой” гэж үнэлсэн. Үүнд дараах хүчин зүйлс голлон нөлөөлөв.

1. Тулгамдаад байсан хөрвөх чадварын дарамт буурлаа:

- 2017 оны 10 дугаар сард Монгол улс 2018 онд төлөх ёстой байсан бондын эргэн төлөлтийг дахин санхүүжүүлсэн юм. Дахин санхүүжилт нь засгийн газрын төлбөр түргэн гүйцэтгэх чадварын дарамтыг бууруулж, Засгийн газрын гадаад өрийн дараагийн эргэн төлөлтийг 2021 он хүртэл хойшлуулсныг онцолжээ.
- Түүнчлэн дэлхийн зах зээл дээрх түүхий эдийн үнэ өссөн, улмаар төсвийн орлого нэмэгдэн төсвийн алдагдал буурсан нь Монгол улсын нийт зээлийн хэрэгцээг 2018 онд ДНБ-ий 17.7 хувьтай тэнцэх хүртэл бууруулахаар байна (2017 онд ДНБ-ий 30.0 хувьтай тэнцэж байсан). Мөн Мүүдис агентлагийн үзэж байгаагаар Монгол улсын санхүүжилтийн хэрэгцээ аажмаар буурч байгаа боловч өндөр хэвээр байгааг онцолжээ.
- Урсгал дансны алдагдал 2018 онд ДНБ-ий 4.6 хувь болж буурах төсөөлөлтэй байгаа бол ОУВС болон бусад олон улсын байгууллагууд, донор орнуудаас олгох зээл, гадаадын шууд хөрөнгө оруулалтын өсөх төлөвтэй байгаа нь гадаад валютын нөөцийг нэмэгдүүлэхээр байна.
- Ирэх онд эргэн төлөгдөх урт болон богино хугацаат гадаад өр төлбөрийн нийт гадаад валютын улсын нөөцөд харьцуулсан

харьцаа 2018 онд 144.5 хувьд хүрч буурах, цаашид ч уг үзүүлэлт буурах төлөвтэй байна.

2. Эдийн засгийн болон төсвийн суурийг сайжруулах зорилгоор өргөн хэмжээний реформууд хийгдэв:

- Мүүдис агентлаг МУ-ын ДНБ-ий өсөлтийг 2017 онд 4.2 хувь, 2018 онд 3.3 хувь байхаар төсөөлж байна. Энэ нь эдийн засгийн гадаад таатай нөхцөл байдлыг дотоод эдийн засаг шингээх чадавхтай байгааг илтгэхийн зэрэгцээ, төсвийн хумих, мөнгөний хатуу бодлогын үед ч дотоодын эдийн засаг тооцоолж байснаас илүүтэйгээр өсөх чадавхтай байгааг харуулж байна.
- Төсвийн алдагдал, өрийн дарамт төсөөллөөс илүү хурдацтайгаар буурч байна. Энэ нь нэг талаар эдийн засгийн өсөлт болон түүхий эдийн үнийн таатай нөхцөл байдлаас шалтгаалсан. Гэсэн хэдий ч түүхий эдээс хараат эдийн засгийн хувьд МУ-ын эдийн засаг түүхий эдийн үнийн савлагаанаас өндөр хамааралтай хэвээр байна.
- Бидний суурь төсөөллөөр нэрлэсэн ДНБ-ий өсөлт нь төсвийн болон гадаад секторын тогтвортой байдалд эерэгээр нөлөөлсөн. Үүний үр дүнд макро эдийн засгийн харьцангуй таатай орчин нь Засгийн газарт шинэчлэлийн бодлого хэрэгжүүлэх боломжийг бүрдүүлж байна.
- ОУВС-гийн өргөтгөсөн санхүүжилтийн хөтөлбөрийн хүрээнд тавьсан шалгуур үзүүлэлтүүд нь Засгийн газрын бодлогын үндсэн зорилт болж байна. Тус шинэчлэл нь төсвийн зарцуулалтыг хязгаарлах, хариуцлагатай байдлыг нэмэгдүүлэх, татварын бүрдүүлэлтийг үр дүнтэй болгох ба улирлын чанартай зардлыг бууруулах замаар төсвийн сахилга батыг сайжруулна. Түүнчлэн банкны системийг бэхжүүлэн, мөнгөний бодлогын хараат бус байдал болон үр дүнг нэмэгдүүлнэ.

Зэрэглэлийн үнэлгээний төлөвийг “тогтвортой” хэвээр үлдээхэд дараах хүчин зүйлс голлон нөлөөлөв. Үүнд:

- Төлөв тогтвортой байгаа нь Монгол Улсын эрсдэлийн хүчин



зүйлс тэнцвэртэй байгааг илтгэж байна.

- МУ бодлогын шинэчлэл хийснээр дэлхийн зах зээл дээрх түүхийн эдийн үнийн мөчлөг дагасан мэдрэмж буурч, төсвийн чадамж, гадаад төлбөрийн чадвар сайжрах боломжтой.

Хүснэгт 9. Мүүдис агентлагаас гаргасан цаашид зээлжих зэрэглэлд өөрчлөлт орох боломжит хувилбарууд:

Хувилбар	Урьдач нөхцөл
Зээлжих зэрэглэлийн төлөвийг дээшлүүлэх (сайн)	- Түүхий эдийн үнэ буурсан үед ч макро эдийн засгийн тогтвортой байдлыг ханган, төсвийн мөчлөг дагасан байдлыг бууруулж, бүтцийн өөрчлөлтийн бодлогыг үр дүнтэй, тогтвортой хэрэгжүүлсэн тохиолдолд зээлжих зэрэглэлийг сайжруулах боломжтой. - Түүнчлэн гадаад төлбөрийн чадавх /ГВАН/ нэмэгдэж, төсвийн алдагдал болон өрийн дарамт дорвитой, тогтвортойгоор буурсан тохиолдолд зэрэглэлийг сайжруулах боломжтой.
Зээлжих зэрэглэлийн төлөвийг бууруулах (муу)	- Эдийн засгийн реформ удаашрах эсвэл үр дүнгүй болох, - Төсвийн алдагдал нэмэгдэх, - Гадаад худалдааны алдагдал нэмэгдэх эсвэл хөрөнгийн дотогшлох урсгал буурч гадаад валютын нөөц буурах зэрэг тохиолдолд МУ-ын зээлжих зэрэглэлийг бууруулж болзошгүй.

IV.3. Эс энд Пи агентлагийн хамгийн сүүлд хийсэн үнэлгээ /2018.04.20/

2018 оны 4 дүгээр сарын 20-ны өдөр Стандарт энд Пүүрс агентлагаас Монгол Улсын урт хугацааны зээлжих зэрэглэлийн үнэлгээг “В-” хэвээр, хэтийн төлөвийг “тогтвортой” хэвээр үлдээв. Үүнд дараах хүчин зүйлс нөлөөлөв.

- Зээлжих чадавх сүүлийн үед сайжирсан хэдий ч институцийн болон бодлогын орчноос шалтгаалан сул хэвээр байна.
 - Монгол улсын эдийн засгийн өсөлт 2017 онд хурдацтай өссөн, мөн хөрөнгө оруулалт болон уул уурхайн үйл ажиллагаа эрчимжихийн хэрээр ирэх жилүүдэд бодит ДНБ-ий өсөлт өндөр гарах хүлээлттэй байгааг Эс энд Пи агентлаг дурджээ;
 - Гэсэн хэдий ч Монгол Улсын бодлого боловсруулагч байгууллагууд сайн төлөвшөөгүй байгаа болон харьцангуй бага орлогын түвшин нь үнэлгээнд сөргөөр нөлөөлж байна;
 - Монгол Улсын эдийн засгийн хэлбэлзэмтгий шинж байдал нь бодлого боловсруулагчдад ихээхэн бэрхшээл учруулдаг.
- Монгол Улсын Засгийн газар 2017 оны 4 дүгээр улиралд өр төлбөрийн менежментийг амжилттай хэрэгжүүлж, 2018 оны 1 дүгээр сард төлөх бондын төлбөрийн эргэн төлөлтийн асуудлаа шийдвэрлэсэн. Энэ нь Монгол Улс сүүлийн жилүүдэд тулгараад байгаа хүндрэл бэрхшээлийг үл харгалзан дэлхийн зах зээлээс санхүүжилт босгох чадвартай (strong market access) байгааг харуулж байна гэж тус агентлаг онцолжээ.
- Төсвийн байдал сайжирсан хэдий ч эмзэг хэвээр байна.
 - Монгол улсын төсвийн гүйцэтгэл 2017 онд дорвитой сайжирсан.
 - Гэсэн хэдий ч төсвийн байдал нь түүхий эдийн үнээс өндөр хамааралтай, яаралтай хэрэгжүүлэх шаардлагатай дэд бүтцийн асуудал зэргээс шалтгаалан эмзэг хэвээр байна.
 - Засгийн газрын болон гадаад өрийн хэмжээ өндөр байгаа нь зээлжих зэрэглэлд сөргөөр нөлөөлж байна.
- Монгол Улсын гадаад секторын нөхцөл байдал эмзэг хэвээр байна
 - Тус агентлагийн үзэж байгаагаар Монгол улсын урсгал дансны алдагдлын ДНБ-д эзлэх хувь 2018-2020 оны хооронд хоёр оронтой тоонд хүрэхээр байна
- Активын чанарын үнэлгээ (AQR)-ний үр дүнг ашиглан банкны секторын шаардлагатай хөрөнгийн хэмжээг тогтоосон нь ахиц



дэвшил хэмээн тус агентлаг үнэлсэн байна.

- Гэсэн хэдий ч банкны салбарын зохицуулалтын орчин болон ил тод байдалд сул талууд байсаар байгааг анхааруулсан байна.
- 2017 онд Төв банкны ГВАН их хэмжээгээр өссөн. Үүнд:
 - Гадаад эрэлт сэргэсэн;
 - Гадаад худалдааны нөхцөл (terms of trade)-ийн индекс өссөн;
 - Донор орнуудаас орж ирэх санхүүгийн урсгал зэрэг нь нөлөөлснийг онцолжээ.

Хүснэгт 10. Эс энд Пи агентлагаас гаргасан цаашид зээлжих зэрэглэлд өөрчлөлт орох боломжит хувилбарууд:

Хувилбар	Урьдач нөхцөл
Зээлжих зэрэглэлийн төлөвийг дээшлүүлэх (сайн)	- Оюу толгой, Таван толгой зэрэг уул уурхайн мега төслүүдийн хэрэгжилт хүлээлтээс хурдасч, түүхий эдийн үнэ өсөх, гадаад эрэлт их байх зэргээс шалтгаалан эдийн засгийн өсөлт дараагийн 1 жилийн хугацаанд тус агентлагийн төсөөллөөс давсан тохиолдолд зээлжих зэрэглэлийг сайжруулах боломжтой.
Зээлжих зэрэглэлийн төлөвийг бууруулах (муу)	- Монгол Улсын макро эдийн нөхцөл байдал бодитоор муудсан тохиолдолд, зээлжих зэрэглэлийн үнэлгээг бууруулах эрсдэлтэй. Тухайлбал, гадаад секторын болон төсвийн байдал ихээхэн муудвал ЗГ-ын өрийн эргэн төлөх дарамтыг нэмэгдүүлнэ. Тус агентлаг зээлжих зэрэглэлийн үнэлгээг хийхдээ ирэх 12 сарын хугацаанд дээрх сөрөг сценари үүсэх магадлал маш бага гэж үзсэн байна.

V. ДҮГНЭЛТ

Олон улсын зээлжих зэрэглэлийн агентлагууд Монгол Улсын улсын зээлжих зэрэглэлийг өөрчлөн тогтооход дараах хүчин зүйлсийг голлон авч үзэж байна. Үүнд:

- Гадаад секторын үзүүлэлтүүд
- Төсвийн үзүүлэлтүүд
- Макро бодлогын орчин, хууль эрх зүйн нөхцөл байдал
- Эдийн засгийн ерөнхий төлөв байдал, төрөлжилт
- Банк санхүүгийн салбарын тогтвортой байдал
- Бусад үзүүлэлтүүд

Зээлжих зэрэглэлийн (эерэг, сөрөг, тогтвортой) төлөвийг дээрх хүчин зүйлсийн цаашдын чиг хандлага, эрсдэлд үндэслэн өөрчилдөг ба шалгуур үзүүлэлтүүдэд дорвитой ахиц гараагүй тохиолдолд зэрэглэлийг бууруулж, харин тодорхой ахиц гарсан тохиолдолд зэрэглэлийг сайжруулан үнэлдэг байна.

VI. АШИГЛАСАН МАТЕРИАЛ

1. Монголбанк (2014). Монгол улсын зээлжих зэрэглэл, түүнд нөлөөлсөн хүчин зүйлсийн шинжилгээ (Танилцуулга)
2. Монголбанк (2016). Монгол улсын зээлжих зэрэглэлд хийсэн шинжилгээ, цаашид сайжруулах арга хэмжээний санал (Танилцуулга)
3. Монголын Банкны Холбоо. (2016). Зээлжих зэрэглэлийн нөлөө ба Монгол Улсын эдийн засаг.
4. Almeida, Heitor, et al. (2017). The real effects of credit ratings: The sovereign ceiling channel. The Journal of Finance, 72(1), pp.249-290.
5. Council on Foreign Relations (2015). The Credit Rating Controversy.
6. FitchRatings (2018.03.23). Sovereign Rating Criteria.
7. Moody's Investors Service (2016.12.22). Sovereign Bond Ratings.
8. S&P Global Ratings (2017.12.18). Sovereign Rating Methodology.

VII. ХАВСРАЛТ

Хавсралт 1. Монгол Улсын зээлжих зэрэглэлийн өөрчлөлтүүд (2005-2018)

Огноо	Moody's		Fitch		S&P	
	Үнэлгээ	Төлөв	Үнэлгээ	Төлөв	Үнэлгээ	Төлөв
2005	VII/18		B+	●		
	X/4	B1	●			
	XI/1				B	●
2006	XII/29				B	(+)
	XII/26				B+	▲ (+)
2007	XII/13				BB-	▲ ●
	IX/20		B+	(+)		
2008	VI/2		B+	●		
	XII/9		B+	(-)		
	XII/19				BB-	(-)
2009	I/18		B	▼ (-)		
	VI/10	B1	(-)			
	X/30	B1	●			
	X/11		B	●		
	XI/20				BB-	●
2010	XI/23		B+	▲ ●		
2011	XII/19				BB-	(+)
2012	X/29				BB-	●
	IV/16				BB-	(-)
2013	XII/13		B+	(-)		
	IV/29				B+	▼ ●
2014	V/26	B1	(-)			
	VII/17	B2	▼ (-)			
	XII/11		B+	(-)		
2015	IV/29				B+	(-)
	XI/03				B	▼ ●
	XI/04		B	▼ ●		
	XI/24		B	●		
2016	I/14	B2	(-)	B	●	
	III/31	B2	(-)			
	IV/28				B	●
	VII/21		B	●		
	VIII/19				B-	▼ ●
	VIII/26	B3	▼			
	XI/18	Caa1	▼	●		
	XI/21		B-	▼ ●		
2017	II/15	Caa1	●			
	II/20		B-	●		
	III/30	Caa1	●			
	IV/18				B-	●
	XI/17		B-	(+)		
	XI/30	Caa1	●			
2018	I/18	B3	▲	●		
	IV/20				B-	●
	VII/9		B	▲ ●		

Зэрэглэлийн өөрчлөлт ▲▼

Төлөв: (+)-эсрэг, ●-тогтвортой, (-)-сөрөг

Хавсралт 2. Зээлжих зэрэглэл, хөрөнгө оруулалтын ангилал

Ангилал	Moody's	Fitch	S&P
Дээд зэрэглэл	Aaa	AAA	AAA
Өндөр зэрэглэл	Aa1	AA+	AA+
	Aa2	AA	AA
	Aa3	AA-	AA-
Дундаас дээгүүр зэрэглэл	A1	A+	A+
	A2	A	A
	A3	A-	A-
Дундаас доогуур зэрэглэл	Baa1	BBB+	BBB+
	Baa2	BBB	BBB
	Baa3	BBB-	BBB-
Хөрөнгө оруулалтын бус эрсдэлтэй	Ba1	BB+	BB+
	Ba2	BB	BB
	Ba3	BB-	BB-
Өндөр эрсдэлтэй	B1	B+	B+
	B2	B	B
	B3	B-	B-
Маш өндөр эрсдэлтэй	Caa1	CCC	CCC+
Туйлын өндөр эрсдэлтэй	Caa2		CCC
Төлбөрийн чадваргүй, сэргэх магадлал бага	Caa3		CCC-
	Ca		CC
			C
Төлбөрийн чадваргүй	C	DDD	D
		DD	
		D	

Тайлбар: Монгол улсын одоогийн зээлжих зэрэглэлийн ангиллыг шар өнгөөр тэмдэглэв.

This image shows a single sheet of white paper with horizontal ruling lines. The lines are evenly spaced and run across the width of the page. There are no margins, text, or other markings on the paper.



This image shows a single sheet of white paper with horizontal ruling lines. The lines are evenly spaced and run across the width of the page. There are no margins, text, or other markings on the paper.

