

## Улсын өрийн дефолтын эдийн засаг, улс төрийн зардал

Доожавын Ган-Очир<sup>1</sup>

### 1. Удиртгал

Сүүлийн 30 гаруй жилд хөгжиж буй орнууд улсын өр дээр дефолт зарлах нь нэмэгдсэн. Ялангуяа олон улсын хөрөнгийн зах зээл дээр бонд арилжаалж эх үүсвэр бүрдүүлсэн хөгжиж буй орны хувьд дефолт зарлах эрсдэл байнга оршин байдаг.

Монгол улсын хувьд Хөгжлийн банк 2012 онд 580 сая ам.долларын засгийн газрын баталгаатай бонд гаргаснаас хойш Засгийн газар 2.2 тэрбум ам.долларын бондыг олон улсын хөрөнгийн зах дээр гаргаад байна. Эдгээр бондын хугацаа энэ оноос дуусч эхлэн, Монгол улс олон улсын хөрөнгө оруулагчдын өмнө хүлээсэн үүргээ биелүүлэхээр байна.

Эдийн засаг нь түүхий эдийн үнийн бууралт, гадаадын шууд хөрөнгө оруулалт огцом зогсох зэрэг гадаад сөрөг шоконд өртөж, төсвийн алдагдал үргэлжилж, гадаад өрийн ДНБ-д эзлэх хувь өсч, зээлжих зэрэглэл шат дараалан буурч, бондын эргэн төлөлтийн хугацаа ойртож байгаа зэргээс Монгол улс олон улсад гаргасан бонд дээр дефолт зарлах эсэх эргэлзээ байна.

Энэхүү өгүүллэгээр улсын өрийн дефолтын зардлын төрөл, хэмжээ болон бусад орны туршлагаас авах сургамжийг олон улсын судалгаанууд дээр үндэслэн танилцуулж байна. Ялангуяа улсын өрийн дефолтын үндсэн дөрвөн зардал болох (i) нэр хүндийн зардал, (ii) гадаад худалдаа хумигдах зардал, (iii) эрх баригчдын улс төрийн зардал болон (iv) санхүүгийн хямралын зардлыг тус бүрт нь авч үзэв.

Дефолтын эдгээр зардлууд өндөр байх нь тухайн улс дефолтоос зайлсхийх шаардлагыг бий болгох бөгөөд аль төрлийн зардал өндөр байгаа нь хямралаас зайлсхийхэд юун дээр илүү анхаарах хэрэгтэйг тодорхойлоход тусална.

---

<sup>1</sup> Австралийн үндэсний их сургуулийн Эдийн засгийн ухааны доктор (PhD).

## 2. Улсын өрийн дефолт, түүний сөрөг нөлөө

Улсын өрийн дефолт нь олон улсын санхүүгийн зах зээл дээр эртнээс байсан. Reinhart et al. (2003) нар Франц улс 1500-1800 оны хооронд улсын өр дээр нийт 8 удаа, харин Испани улс 1500-1900 оны хооронд 13 удаа дефолт зарлаж байсныг дурьдсан.

Засгийн газруудын дефолтоос зайлсхийх боломж нь өрийн хэмжээ, түүний эргэн төлөлтийн хуваарь болон тухайн эдийн засаг сөрөг шок (худалдааны нөхцөл муудах, эдийн засгийн уналт, өрөө дахин санхүүжүүлэх зардал өсөх)-нд өртөж байгаа эсэхээс хамаардаг.

Хүчтэй сөрөг шок байхгүй тохиолдолд засгийн газрууд төсвийн бодлогод тохируулга хийх замаар өрийн тогтвортой байдал хангагдах нөхцлийг бүрдүүлдэг. Үндэсний мөнгөн тэмдэгтээр авсан өр нийт өр, төлбөрт давамгайлж байгаа тохиолдолд санхүүжилтийн хүнд байдалд орсон засгийн газар өрийн бодит утгыг бууруулах (өндөр инфляци бодит өрийг бууруулна)-ын тулд мөнгөний нийлүүлэлтийг богино хугацаанд хүчтэй нэмэгдүүлдэг. Харин гадаад валютын өр төлбөр ихтэй орнуудын хувьд валютын хямралтай нүүр тулахад бодлогын сонголт хязгаарлагдмал юм.

Дефолт зарлах нь сайн дурын үйлдэл тул тухайн улс богино давтамжтай дефолт зарлаж болзошгүй гэж хүлээх боломжтой<sup>2</sup>. Дефолт зарлах эсвэл өрийн дахин бүтэцлэлт хийх нь өртэй улсын хувьд өр төлбөрийн хэмжээг бууруулах, хугацааг сунгах боломжийг олгодог бөгөөд одоогийн хэрэглээг түр хугацаанд нэмэгдүүлдэг гэж үздэг.

Гэхдээ дефолт зарлах нь олон тооны сөрөг үр дагавар, зардлыг дагуулж болзошгүй байдаг:

- *Нэр хүндийн зардал*: Гадаад зээлдүүлэгчдээс бий болох бөгөөд дефолт зарласан улс ирээдүйд олон улсын зах зээлээс эх үүсвэр татах боломжгүйд хүрэх, татах тохиолдолд зардал нь өндөр байхад хүрдэг.

---

<sup>2</sup> Улс орон (компаниас ялгаатай нь) устаж үгүй болохгүй бөгөөд гэрээн дэх төлбөрийг хүчээр төлүүлдэггүй (жишээ нь, өртэй орны хөрөнгийг зээлдүүлэгчид шилжүүлэх) тул зарим тохиолдолд сайн дурын дефолт хийдэг.

Иймээс өнөөдрийн хэрэглээгээ нэмэгдүүлэх нь ирээдүйн хэрэглээгээ бууруулах зардалтай юм.

- *Олон улсын худалдаа хумигдах зардал:* Дефолтыг даган худалдааны санхүүжилтээ алдахад хүрэх бөгөөд энэ нь гадаад худалдаа буурахад хүргэнэ.
- *Эрх баригчдын улс төрийн зардал:* Дефолт зарлах нь эрх баригчдын нэр хүндэд сөргөөр нөлөөлж, албан тушаалаас буухад хүргэдэг.
- *Санхүүгийн хямралын зардал:* Дефолт зарлах нь дотоод эдийн засагт санхүүгийн хямралыг бий болгох (эдийн засгийн идэвхижил болон үйлдвэрлэл богино хугацаанд уналтанд орно) тохиолдолд дефолт зарлах замаар одоогийн хэрэглээг түр хугацаанд нэмэгдүүлэх оролдлого нь амжилтанд хүрэхгүй.

Эдгээр зардлуудаас үүдэн өртэй улсууд өр төлбөрөө хугацаанд нь төлөхөд хүрдэг. Зардлуудын талаар дараах хэсэгт дэлгэрэнгүй авч үзье.

***Нэр хүндийн зардал.*** Дефолт зарласан улс санхүүгийн зах зээлээс эх үүсвэр татах боломжоо алдаж болзошгүй. Гэхдээ онолын хувьд тухайн улс дефолт зарласнаар олон улсын зах зээлээс эх үүсвэр татах боломжоо алдах эсвэл дефолт зарлаж дотоод хэрэглээгээ түр хугацаанд нэмэгдүүлэх сонголтын хувьд нэгдсэн хариулт байдаггүй. Eaton болон Gersovitz (1981) нар хэрэв зах зээлээс эх үүсвэр татах боломжоо алдсанаас бий болох ирээдүйн хэрэглээний хүлээгдэж буй бууралт нь дефолт зарласнаар бий болох өнөөгийн хэрэглээний нэмэгдэлээс өндөр тохиолдолд тухайн улс өр төлбөрөө хугацаанд нь төлөх шаардлагатай гэж үзсэн. Эсрэгээр нь, Vulow болон Rogoff (1989) нар хэрэв засгийн газар зээлж авсан одоо байгаа эх үүсвэрээ олон улсын зах зээл дээр хөрөнгө оруулалт хийж чадах бол энэ нь одоогийн хэрэглээг хадгалахад туслахын дээр сайн дурын дефолт зарласнаас дахин олон улсын захаас зээл авч чадахгүй байсан ч гадаад эх үүсвэрийн хувьд асуудалд орохгүйг онцолсон.

Эмпирик үр дүнгүүд нь дефолт зарлах болон зах зээлээс эх үүсвэр татах боломж хооронд хамаарал байхгүй буюу эх үүсвэр татах боломжгүйд хүрэх айдас нь дефолт зарлахад хориг саад болохгүйг харуулдаг. Lindert болон Morton (1989) нар 1930-аад болон 1980-аад оны эхэн үед буюу улс орнууд ихээр дефолт зарласан үеүдэд дефолт зарласан улсууд дефолтгүй улсуудтай

харьцуулахад гадаад зээлд хамрагдаж чадахгүй байсан тохиолдол ажиглагдаагүйг харуулсан. Jorgensen болон Sachs (1989) нар 1930-аад оны өрийн хямралын дараах 20 жилд Латин Америкийн орнуудын олон улсын хөрөнгийн зах зээлээс эх үүсвэр татах байдал нь дефолт зарласан, зарлаагүй орнуудын аль алинд нь хүнд хязгаарлалттай байсныг харуулсан. Хөрөнгийн зах зээл 1960-аад онд сэргэн идэвхижсэнээр дефолт зарласан улсууд нь зарлаагүй улсуудтай адилаар зах зээлээс эх үүсвэр татаж байжээ. Сүүлийн үеийн буюу 1980-аад оноос хойших дефолтуудыг авч үзвэл Medeiros et al. (2005) нар дефолтын дараа зах зээлээс эх үүсвэр татах боломжоо эргүүлэн олж авах магадлал нь тухайн улсын дефолт зарлах үе дэх гадаад нөхцөл байдал, дотоод макро эдийн засгийн сэргэлтээс хамаарахыг харуулсан. Gelos et al. (2004) нар дефолт зарласан орнууд зах зээлээс эх үүсвэр татах байдал дефолтоос хойш дунджаар 3.5 сар (1990-ээд онд), 4.5 сар (1980-аад онд)-ын дараа сэргэж байсныг харуулсан.

Эмпирик судалгаанууд дефолт нь зах зээлээс ирээдүйд эх үүсвэр татах байдлыг хаахгүйг харуулж байгаа хэдий ч засгийн газрын ирээдүйд авах санхүүжилтийн зардал нэмэгддэг болохыг харуулдаг. Ozler (1933) 1970-аад онд зээлдүүлэгчдийн өмнө нь дефолт зарласан (1930 оноос хойш) улсад олгох зээлийн хүү нь жилийн 0.5 нэгж хувиар өндөр болохыг тооцсон. Reinhart et al. (2003) өмнө нь дефолт зарлаж байсан түүхтэй хөгжиж буй орнууд 1979-2000 онуудад дефолт зарлаагүй хэдий ч ойролцоо санхүүгийн чадавхитай орнуудтай харьцуулахад доогуур зээлжих зэрэглэл тогтоолгож байсныг нотолсон.

***Олон улсын худалдаа хумигдах зардал.*** Дефолт нь худалдаа санхүүжилтийг бууруулах замаар гадаад худалдааг бууруулдаг баримт бий. Rose (2005) дефолт нь худалдаанд сөрөг нөлөөтэй гэсэн таамаглалыг Парис Клуб өрийн хэлэлцээрийг гол хувьсагч болгон 1948-1997 оны 200 орны тоон мэдээ ашиглан судалсан. Тэрээр Парис Клуб өрийн хэлэлцээрт орох нь тухайн орны худалдааг бууруулдаг болохыг харуулсан. Borensztein болон Panizza (2006) салбарын түвшний өгөгдөл ашиглан улсын өрийн дефолт нь экспортод чиглэсэн салбаруудад сөрөг нөлөөтэйг тогтоосон бөгөөд экспортод үзүүлэх нөлөө нь түр хугацаанд л илэрдэг болохыг онцолсон.

***Эрх баригчдын улс төрийн зардал.*** Улс төрчид болон эрх мэдэлтнүүд заримдаа зайлшгүй дефолтыг удаан хугацаагаар хойшлуулах сонирхолтой байдаг. Дефолт зарлах нь засгийн газрын гишүүд болон нөлөө бүхий улс төрчид албан тушаалдаа үлдэхэд бэрхшээлтэй болгодог байна (Boresztein болон Panizza 2008).

Энэхүү улс төрийн өндөр зардал нь сайн, муу хоёр талтай. Сайн тал нь, улс төрийн өндөр зардал нь тухайн улс өрөө төлөхөд хүргэх, улмаар улсын өрийг тогтвортой түвшинд байлгахад нөлөөлнө. Сөрөг тал нь дефолт зарлахаас зайлсхийж, өөр арга хайж цаг алдаснаар дефолтын эдийн засгийн зардлыг улам нэмэгдүүлэх эрсдэлтэй. Дефолт зарлахгүй цаг алдах нь дараах 3 сөрөг нөлөөтэй: (i) бодит үр дүнд хүрэх итгэл үнэмшилгүй төсвийн бодлогын хязгаарлалт нь дефолтоос зайлсхийхэд үр дүнгүй бөгөөд үйлдвэрлэлийг илүү бууруулдаг; (ii) хойшлуулсан дефолт нь тодорхой бус байдал болон хүүний өндөр түвшинг удаан хугацаанд бий болгох тул хөрөнгө оруулалт болон банкны балансад сөргөөр нөлөөлдөг; (3) хойшлуулсан дефолт нь санхүүгийн салбарт сөрөг нөлөө үзүүлдэг. Учир нь дефолтоос зайлсхийх гэж оролдож байх үед засгийн газар банкуудыг өөрийн бондыг эзэмшихийг шаардаж болох бөгөөд сүүлдээ тус бонд нь дефолт болох эрсдэлтэй. Түүнчлэн тодорхой бус байдал болон банкуудын санхүүгийн сул позиц нь хадгаламж эзэмшигчид банкууд дахь хадгаламж богино хугацаанд татахад хүргэж болзошгүй байдаг.

***Санхүүгийн хямралын зардал.*** Засгийн газрууд дефолтоос үүдэн дотоод эдийн засгийн байдал сулрах (гадаад зээлдүүлэгчдийн зээлийн нөхцөл, шалгуураа чангаруулахаас гадна өөр олон хүчин зүйлсээс үүдэн)-аас зайлсхийхийн тулд өр төлбөрөө хугацаанд нь төлөхийг илүүд үздэг. Олон судалгаанууд (i.e., Cohen 1992, Sturzenegger болон Zettelmeyer 2006) дефолт нь эдийн засгийн өсөлтийг бууруулдаг болохыг харуулсан. Dooley (2000) үйлдвэрлэлийн уналт (засгийн газар, аж ахуйн нэгжүүд дефолтын дараа дотоод болон гадаад зах зээлээс эх үүсвэр татаж чадахгүй)-аас зайлсхийх нь өрийг төлөх хамгийн чухал сэдэл болохыг харуулсан. Alfaro болон Kanczuk (2005) калибраци хийсэн улсын өрийн динамик тэнцвэрийн загвар ашиглан хүүний зардал өндөр болох айдас нь дангаараа тухайн улс дефолт хийхээс зайлсхийх нөхцөл болж чадахгүйг харуулсан. Харин дефолт нь хүүний

түвшинг өндөр болгож, ‘үйлдвэрлэл бууралтын нэмэлт гарз, хохирол’ бий болгох тохиолдолд өрийг төлөх нь дээр сонголт болдогийг харуулсан.

Гэхдээ тухайн улс дефолт зарласнаар дотоодын үйлдвэрлэл яагаад буурдаг вэ? гэсэн асуулт гарна. Үүний хариултыг Зураг 1-д нэгтгэсэн харууллаа.

**Зураг 1. Улсын өрийн дефолт, банкны болон ханшийн хямралуудын хоорондын хамаарал**



Тэмдэглэгээ: Сумнууд нь нөлөөллийн чиглэлийг, +/- нь нөлөөлөл нь эерэг/сөрөг болохыг илэрхийлнэ.

Эх сурвалж: De Paoli et al. (2006).

Дефолт зарласнаас үүдэн ДНБ буурдаг нэг механизм нь дотоодын санхүүгийн зах зээлээр дамждаг. Ихэнх хөгжиж буй орнуудад дотоодын банкууд нь засгийн газрын гол зээлдүүлэгчид байдаг. Иймд засгийн газар өөрийн өр төлбөрт дефолт зарлах эсвэл дахин бүтэцлэлт хийх тохиолдолд банкуудын үйл ажиллагаа доголдоно. Энэ тохиолдолд банкууд эдийн засгийг эх үүсвэрээр хангах, зээл олгох санхүүгийн зуучлалын үүргээ зогсооход хүрч

болно. ОХУ 1998 оны хавар дотоод өр, төлбөртөө гэнэт дефолт зарлах үед ийм байдал үүсч байв.

Дефолтын банкны системд үзүүлэх нөлөө нь дотоодын банкууд засгийн газрын өрийн бичгийг ихээр эзэмшдэг (засгийн газар гадаад зах зээлээс эх үүсвэр татахад хүнд эсвэл зардал өндөртэй байснаас дотоод бонд ихээр арилжаалсан) тохиолдолд илүү тод илэрдэг. Банкны хүндрэл бий болсон үед төсвийн байдал муудах нь эргээд засгийн газраас үүсч буй хямралыг дарахад чиглэсэн арга хэмжээ авах чадамжийг сулруулдаг. Тухайлбал, хадгаламж зугаталтыг зогсоох зорилгоор өндөр өртэй засгийн газар хадгаламжид баталгаа гаргавал түүнд олон нийт итгэхгүй тул үүсч буй хүндрэлийг шийдвэрлэж чадахгүй (Hoelscher болон Quintyn 2003).

Тухайн улс гадаад өр төлбөр дээр дефолт зарлах тохиолдолд хөрөнгө оруулагчид эргүүлэн татах нөхцөлтэй олгосон зээлээ засгийн газар, банкууд болон аж ахуйн нэгжүүдээс эргүүлэн татаж эхэлнэ. Үүний дүнд төлбөрийн тэнцэл эрс муудаж, дотоод валютын захад эх үүсвэрийн хомсдол бий болж валютын ханш суларна. Түүнчлэн гадаад болон дотоодын хөрөнгө оруулагчдын хувьд засгийн газар үндэсний валютын ханшийг хамгаалахуйц хангалттай гадаад валюттай эсэхэд эргэлзэж эхэлнэ.

Гадаад валютын их хэмжээний зээлтэй засгийн газар, банкууд болон аж ахуйн нэгжийн хувьд валютын ханш сулрах нь үндэсний мөнгөн тэмдэгтээрх гадаад валютын өр, төлбөрийн дүнг нэмэгдүүлэхэд хүрнэ. Мөнгөний бодлогын чангаралт нь валютын ханшийн сулралт эрчимжихээс сэргийлэх хэдий ч дотоод эрэлт, санхүүгийн салбар дахь эх үүсвэр богино хугацаанд буурахад хүргэнэ. Тиймээс гурвалсан буюу өрийн, банкны болон ханшийн хямрал бий болж, банкны системээс эх үүсвэр гадагшлах, үндэсний мөнгөн тэмдэгтийг гадаад валют руу хөрвүүлэх байдал нэгэн зэрэг үүсэх эрсдэлтэй. Гэхдээ ханшийн сулралт нь тодорхой хугацааны хоцролттой худалдааны өрсөлдөх чадварыг сайжруулах тул цэвэр экспорт, үйлдвэрлэл сэргэнэ. Гэхдээ энэ нөлөө нь худалдаалагддаг бүтээгдэхүүний салбар тухайн эдийн засагт хэр хөгжсөн, чухал үүрэгтэй болон экспортлогчид худалдааны санхүүжилт авч чадах эсэхээс голлон хамаарна (Frankel 2005).

De Paoli et al. (2009) нар дефолт зарлах нь банкны болон ханшийн хямралтай хэрхэн давхцдаг болохыг Reinhart (2002)-ын аргачлал ашиглан тооцсон. Тэдний тооцоогоор өрийн хямрал бий болох тохиолдолд ханшийн хямрал болох магадлал 77 хувь, банкны хямрал болох магадлал 64 хувь, харин эдгээрийн гурвалсан хямрал болох магадлал 0.46 хувь байдаг байна.

### **3. Өрийн хямралын зардлын тооцоо**

#### ***3.1 Дефолтыг тодорхойлох нь***

Зардлын тооцоог хийхийн тулд улсын өрийн дефолтыг тодорхойлох шаардлагатай. Харамсалтай нь албан ёсны тодорхойлолт байдаггүй. Улсын дефолтыг ерөнхийд нь өрөө хугацаандаа төлөөгүй эсвэл өрийн бүтцийн өөрчлөлт хийх явдал гэж үздэг.

Reinhart et al. (2003) нийт гадаад өр дээр дефолт зарлах эсвэл бүтцийн өөрчлөлт хийх гэсэн энгийн тодорхойлолт ашигласан. Тэдний тооцоогоор 1970-2001 оны хооронд нийт 36 дефолт (1970-аад онд 4, 1980-аад онд 23, 1990-ээд онд 8) болсон. Харин Detragianche болон Spilimbergo (2001) нар дефолтыг үндсэн эсвэл хүүний төлбөрийг зээлдүүлэгчид төлөөгүй дүн нь тухайн улсын нийт гадаад өрийн 5 хувиас хэтрэх эсвэл өрийн эргэн төлөлтийн гэрээ хийх гэж тодорхойлсон. Тэд 1971-1998 оны хооронд нийт 54 удаа (1970-аад онд 11, 1980-аад онд 33, 1990-ээд онд 10) дефолт бий болсон гэж тооцсон. De Paoli (2006) улсын өрийн хямралыг үндсэн төлбөрийн төлөөгүй дүн нь тухайн улсын нийт гадаад өрийн 15 хувиас хэтрэх эсвэл хүүний төлбөрийн төлөөгүй дүн нь тухайн улсын нийт гадаад өрийн 5 хувиас эсвэл эргэн төлөлтийн хуваарийг шинэчлэх гэрээ байгуулах гэж тодорхойлсон. Энэ тодорхойлолтын дагуу 1970-2000 оны хооронд нийт 40 удаа (1970-аад онд 3 удаа, 1980-аад онд 29 удаа, 1990-ээд онд 8 удаа) дефолт зарлагдсан гэж үзсэн. Эдгээрээс үзэхэд өрийн хямрал 1980-аад онд хамгийн их тохиолджээ.

Өрийн хямрал тохиолдох үед макро эдийн засагт илэрдэг нийтлэг шинж нь дараах байдалтай байдаг (De Paoli et al., 2006):

- Өрийн хямрал эдийн засгийн уналтын үед бий болдог;



- Засгийн газрын болон/эсвэл гадаад өр өндөр буюу ДНБ-ий 60 хувиас өндөр. Нийт өрийн үлдэгдэлд гадаад валютын өрийн эзлэх хувь өндөр бөгөөд энэ нь ханшийн хямралыг давхар бий болгох эрсдлийг нэмэгдүүлдэг;
- Төсвийн алдагдал нь ДНБ-ий 2 хувиас дээш бөгөөд засгийн газар дотоодын банкуудад их хэмжээний өртэй;
- Зарим тохиолдолд өндөр инфляцитай (Индонез 1998, Эквадор 1999 оны хямралын үед 50-иас дээш хувь байв) эсвэл сөрөг, маш бага инфляцитай (Аргентин 2001, Уругвай 2001);
- Өрийн хямрал нь дийлэнхдээ банкны болон/эсвэл ханшийн хямралтай хамт илэрдэг (Аргентин 2001, Эквадор 1999, Индонез 1998, ОХУ 1998, Украин 1998, Уругвай 2001).

### ***3.2 Өрийн хямралын зардлын тооцоо***

Өмнөх хэсэгт өрийн дефолтоос үүдэлтэй 4 төрлийн зардал гарч болохыг авч үзсэн. Энэ хэсэгт эдгээр зардлын үнэлгээг авч үзэв.

*Нэр хүндийн зардал.* Ozler (1993), Reinhart et al. (2003) болон De Paoli et al. (2006) нар гадаад өр, ДНБ-ий харьцаа ижил орнуудын хувьд дефолт хийж байгаагүй орнуудтай харьцуулахад дефолт зарласан орны бондын хүү нь өндөр, зээлжих зэрэглэл нь бага байдгийг харуулсан. Тэд энэ үр дүн нь дефолт зарласан орны гадаад өр, ДНБ-ий харьцаа дефолт зарлаж байгаагүй орноос бага байсан ч ажиглагдаж байгааг онцолсон. Энэ нь дефолт ирээдүйд гадаад зах зээлээс эх үүсвэр татах зардлыг нэмэгдүүлдэг болохыг баталдаг.

Borensztein болон Panizza (2008) нар дефолт нь зээлжих зэрэглэлд урт хугацаанд нөлөөгүй болохыг эмпирикээр нотолсон.

*Олон улсын худалдаа хумигдах зардал.* Borensztein болон Panizza (2008) нар 1980-2003 оны хоорондын өгөгдөл ашиглан дефолт болон гадаад худалдаа хоорондын хамаарлыг судалсан. Тэд улсын өрийн дефолт нь гадаад худалдааг бууруулдаг гэсэн Rose (2005) үр дүнг баталгаажуулсан бөгөөд худалдааны зээл нь гадаад худалдаанд эерэг нөлөөтэй болохыг тогтоосон.

*Эрх баригчдын улс төрийн зардал.* Улсын өрийн дефолтын улс төрийн зардлыг тооцсон эмпирик судалгаа маш цөөн байдаг. Borensztein болон

Panizza (2008) нар дефолтын улс төрийн зардлыг анх тооцсон. Тэд дефолт зарлах тохиолдолд эрх барьж буй засгийн газар сонгуульд саналаа дунджаар 16 хувиар алддаг бөгөөд нийт дефолтын талд нь төрийн гүйцэтгэх удирдагч дефолт зарласан жил эсвэл түүний дараа жил өөрчлөгддөг болохыг харуулсан. Түүнчлэн тэд тухайн улсын ОУВС-г хариуцсан захирагч нь өөрчлөгддөг эсэхийг судалж, дефолт болох тохиолдолд тус албан тушаалтан өөрчлөгдөх магадлал 19-26 хувиар нэмэгддэг болохыг тогтоосон.

*Өрийн хямралын санхүүгийн зардал.* De Paoli et al. (2006, 2009) нарын улсын өрийн дефолтын үйлдвэрлэлд үзүүлэх сөрөг нөлөөг тооцсон үр дүнг Хүснэгт 1-д нэгтгэн харуулав.

**Хүснэгт 1. Дефолтын хямралын үе дэх үйлдвэрлэлийн алдагдал (1 жилд), 1970-2000**

Дефолтын төрөл	Хямралын тоо	Хямралын үргэлжлэх дундаж хугацаа (жилээр)	Медиан алдагдал, 1 жилд <sup>(a)</sup>	Дундаж зардал, 1 жилд <sup>(a)</sup>
Дан ганц дефолт	4	3	-5.2 <sup>(d)</sup>	-1.0 <sup>(d)</sup>
Дефолт болон ханшийн хямрал <sup>(b)</sup>	13	5	6.5	10.3
Дефолт болон банкны хямрал <sup>(b)</sup>	7	8	10.8	13.2
Гурвалсан хямрал <sup>(b)</sup>	21	10	22.1	21.7
Бүх хямрал	45	8	6.9	15.1
Өрийн дахин бүтэцлэлт хийсэн <sup>(c)</sup>	15	8	2.8	8.3
Өрийн дахин бүтэцлэлт хийгээгүй	30	8.5	10.9	18.5

Тэмдэглэгээ:

(a) Потенциаль болон бодит үйлдвэрлэлийн 1 жилийн хуримтлагдсан ялгавар. Потенциаль үйлдвэрлэл нь тухайн улсын хямралаас өмнөх (НР фильтр) тренд.

(b) Өрийн хямрал үргэлжилж байх үед ханшийн эсвэл банкны хямрал илэрсэн тохиолдлыг авсан.

(c) Өмнөх болон дараах өрийн дахин бүтэцлэлтийг авч үзсэн.

(d) Сөрөг зардал нь бодит үйлдвэрлэл хямралын үед хямралын өмнө трендээс өндөр байсан болохыг илэрхийлнэ. Гэхдээ дан ганц дефолт ангилалд маш цөөн түүвэр байгааг тэмдэглэх шаардлагатай.

Эх сурвалж: De Paoli et al. (2006, 2009).

Тэдний үр дүнгээс үзэхэд:

- Улсын өрийн дефолтоос үүдэх үйлдвэрлэлийн алдагдал маш өндөр буюу сөрөг нөлөө нь 8 жил үргэлжлэх бөгөөд 1 жилд хамаарах сөрөг нөлөө нь потенциал үйлдвэрлэлийн 6.9 хувьтай тэнцүү байдаг.
- Өрийн дефолт дан ганцаар илрэх нь цөөн буюу ихэнхдээ банкны болон/эсвэл ханшийн хямралтай хамт илэрдэг. Гурвалсан хямрал тохиолдсон үед үйлдвэрлэлийн алдагдал нь хамгийн өндөр байдаг.
- Үйлдвэрлэлийн алдагдлын хувьд өрийн хямрал, банкны хямралтай хамт илрэх нь өрийн хямрал, ханшийн хямралтай хамт илрэхээс илүү

өндөр байдаг. Банкны хямралын үед хувийн секторын зээл хүчтэй буурч, энэ байдал удаан үргэлжилдэг. Харин үндэсний валютын ханшийн хүчтэй сулралт нь банк, аж ахуйн нэгжийн балансыг сулруулах сөрөг нөлөөтэй хэдий ч цэвэр экспортыг нэмэгдүүлдэг. Нийт дефолтын 2/3-г ДНБ-д эзлэх дотоод эрэлтийн хувь буурч, цэвэр экспортын эзлэх хувь нэмэгдсэн.

- Үйлдвэрлэлийн 1 жилд хамаарах алдагдал хямралын хугацаа уртсахад даган нэмэгддэг. Энэ нь дахин бүтэцлэлтийг удаан хийхийн хэрээр үйлдвэрлэл потенциал түвшнээс унасаар байхыг илэрхийлнэ.
- Өрийн дахин бүтэцлэлт хийж, хугацааг хойшлуулсан орнуудын үйлдвэрлэлийн алдагдал нь дахин бүтэцлэлт хийгээгүй орнуудаас бага байна. Энэ нь өрийн эргэн төлөлтийн хугацааг дахин тохирсон орнуудын хувьд гадаад санхүүжилт эргэн татахад үүсэх зардал харьцангуй бага, зах зээлээс илүү хурдан эх үүсвэр татах боломжтойг илтгэнэ.

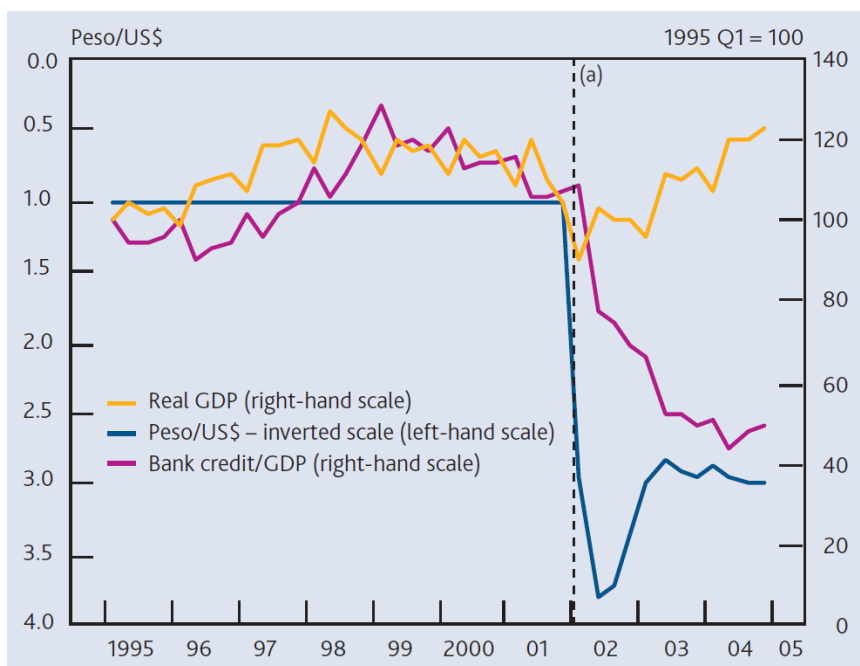
Borensztein болон Panizza (2008) нар улсын өрийн дефолтын эдийн засгийн зардлууд нь өндөр, дефолт нь банкны хямрал болох магадлалыг нэмэгдүүлэх хэдий ч зээлийн тасалдал бий болгоно гэсэн таамаглал нотлогдохгүй байгааг харуулсан. Levy Yeyati болон Panizza (2011) нар дефолт нь ажилгүйдэлд сөрөг нөлөөтэй бөгөөд ажилгүйдэл дефолт болохоос өмнө илэрч эхэлдэг болохыг онцолсон.

*Аргентины гурвалсан санхүүгийн хямрал.* Аргентин улсын 2001 оны санхүүгийн хямрал нь эдийн засгийн секторууд хэрхэн харилцан нөлөөлж, өрийн хямралын зардлыг нэмэгдүүлдэг болохыг харуулсан сонгодог жишээ юм. Аргентин улс 2002 оны 1 дүгээр сар (2001 оны 6 болон 11 дугаар сард өрийн солилцоо хийсний дараа)-д гадаад өр төлбөртөө дефолт зарласан. Үүнээс өмнө эдийн засаг нь уналтанд орж, төсвийн алдагдал бий болж, өрийн байдал эрс муудсан байв. Эдийн засгийн энэхүү байдлаас үүдэн гадаад зах дээрх бондын хүү нь өсөөд байв: 2000 оны сүүлээр бондын хүү нь АНУ-ын үнэт цаасны хүүнээс 0.1 нэгж хувиар өндөр байсан бол 2001 оны сүүл гэхэд бараг 0.5 нэгж хувиар өндөр болсон.

Иймд засгийн газар төсвийн алдагдлаа дотоодын банкуудаас авсан эх үүсвэрээр санхүүжүүлж байв. Энэ нь банкны зээлийн эрсдэлийг

нэмэгдүүлсэн. Түүнчлэн 2001 оны 6 болон 11 дүгээр сард дотоодын санхүүгийн байгууллагуудын засгийн газраас авах авлагын хугацааг уртасгасан өрийн солилцоо нь банкуудын баланс дахь актив, пассивын хугацааны зөрүү (maturity mismatch)-ийг нэмэгдүүлсэн. Банкны систем үргэлжлэн суларснаас 2001 оны туршид хадгаламж эзэмшигчид хадгаламжаа татсан бөгөөд 11 дүгээр сард хамгийн их хадгаламж гадагшилсан буюу банкуудын хадгаламж 20 хувиар буурчээ. Иймээс 12 дугаар сард банкнаас мөнгө авахад олон тооны хязгаарлалт тавьсан.

Зураг 2. Аргентин: Банкны зээл, валютын ханш болон ДНБ, 1995-2005



Эх сурвалж: De Paoli et al. (2006).

Шинэ засгийн газар 2002 оны 1 дүгээр сарын эхээр 81.8 тэрбум ам.долларын гадаад өр дээр дефолт зарлахтай зэрэгцэн валютын ханшийг тогтвортой байлгах зөвлөл (currency board)-өө татан буулгаж байгаагаа мэдэгдсэн. Үүний дүнд 1 песо=1 ам.доллар байсан ханш 2002 оны 3 дугаар сарын сүүлээр 3.9 дахин унав. Нийт гадаад өр нь бүхэлдээ ам.долларын өр байсан тул үндэсний валютаар илэрхийлэгдэх гадаад өрийн хэмжээ эрс нэмэгдсэн. 2002 оны 2 дугаар сард ам.долларын өртэй аж ахуйн нэгжүүд болон өрхүүдийг ханшийн алдагдлаас хамгаалахын тулд засгийн газар хувийн сектор банкны баланс дахь гадаад өрөө зах зээлийн ханшаар бус, 1 песо=1 ам.доллар ханшаар

эргүүлэн төлөхөөр болсныг зарласан. Харин банкууд гадаад валютын өр төлбөрөө 1.4 песо=1 ам.доллар ханшаар тооцож эргүүлэн олгосон. Энэхүү ялгаатай песогийн ханш нь банкны салбарт 28 тэрбум песогийн алдагдлыг бий болгосон. Энэ алдагдлын хэмжээ банкны системийн нийт өөрийн хөрөнгөөс өндөр байв. Гэхдээ зарим депозит эзэмшигчид гадаад валютын харилцах, хадгаламжаа 1.4 песогоос өндөр буюу зах зээлийн ханшаар тооцон эргүүлэн авах ёстой гэж шүүхдэж ялсан. Энэ нь банкуудын алдагдлыг нэмж 8.8 тэрбум песогоор нэмэгдүүлсэн.

Эдгээр арга хэмжээ нь банкны систем эдийн засагт эх үүсвэр нийлүүлж, зээл олгох үүргээ биелүүлж чадахгүйд хүргэсэн. Хувийн секторын зээл, ДНБ-ий харьцаа 2001 оны төгсгөлд 20.8 хувь байсан бол 2003 оны төгсгөлд 10.8 хувь болж буурсан. Эдийн засгийн идэвхижил сулрахын хэрээр засгийн газрын төсөв хүндэрсэн. Түүнчлэн эдийн засгийн уналт гүнгийрэхийн хэрээр банкуудын чанаргүй зээлийн хэмжээ эрс нэмэгдсэн.

Үйл ажиллагаа нь доголдож, муудсан банкуудад засгийн газрын зүгээс баримталж байсан үндсэн стратеги нь зохицуулалтын хөнгөлөлт (хөнгөлөлт өөрийн хөрөнгийн хүрэлцээ болон муу зээлийн ангилал дээр) үзүүлэх явдал байв. Түүнчлэн Аргентины төв банкны эцсийн зээлдүүлэгчийн үүргийн хүрээнд санхүүгийн системд эх үүсвэрийн дэмжлэг үзүүлсэн. Эдгээрийн үр дүнд банкны систем аажмаар сэргэж эхэлсэн. Засгийн газар банкуудын алдагдлын зарим хэсгийг өөрийн бондыг олгох замаар нөхөн олгосон. Эдгээр засгийн газрын арга хэмжээний дүнд 2003 оны сүүл гэхэд банкны салбарын нийт хөрөнгийн 50-иас илүү хувь нь засгийн газрын хөрөнгө байв.

Улсын өрийн дефолт, банкны зуучлалын алдагдсан байдал нь ДНБ 2001 оны 2 дугаар улирлаас 2002 оны 1 дүгээр улирлын хооронд их хэмжээгээр унахад хүргэсэн.

#### **4. Дүгнэлт, анхаарах асуудлууд**

Энэхүү өгүүллэгт улсын өрийн дефолтын зардлуудыг авч үзлээ. Өмнө нь хийгдсэн судалгаанууд улсын өрийн дефолт нь олон сувгаар дамжин эдийн засагт зардал, сөрөг нөлөө бий болгохыг харуулжээ. Эдгээр судалгаануудаас харахад дефолт нь гадаад зах зээлээс эх үүсвэр татах хүүг өсгөдөг, зээлжих зэрэглэлийг бууруулдаг, гадаад худалдааг хумьдаг, банкны системийг

сулруулж, үндэсний валютын ханшийг сулруулж, эцэстээ үйлдвэрлэлийн өндөр алдагдлыг бий болгодог байна. Эдгээр эдийн засгийн зардлуудаас гадна өрийн хямрал нь улс төрийн сөрөг үр дагавартай буюу засгийн газрын гишүүд албан тушаалаа өгөхөд хүртэл хүргэдэг болохыг эмпирик судалгаанууд харуулж байна. Эдгээр эдийн засгийн болон улс төрийн зардлууд нь улс орнууд яагаад дефолт зарлахаас зайлсхийхэд хүрдэг үндсэн шалтгаан юм.

Энд дурьдсан судалгааны үр дүнгүүд нь олон орны дундаж дээр суурилсан бөгөөд тухайн орны онцлогоос хамаарч сөрөг нөлөө нь сул эсвэл илүү хүчтэй байх боломжтой. Монгол улсын хувьд засгийн газрын нийт өр, төлбөрт гадаад валютын өрийн эзлэх хувь өндөр (80 гаруй хувь), банкуудын баланс дахь засгийн газрын өр төлбөр өндөр, төсөв, төлбөрийн тэнцлийн хос алдагдал үргэлжилж байгаа энэ үед улсын өрийн дефолт зарласнаас бий болох сөрөг нөлөө, зардал нь туйлын өндөр байх магадлалтай. Иймд дефолт болох эрсдэлээс эн тэргүүнд зайлсхийж, шаардлагатай арга хэмжээг авах шаардлагатай юм. Энэ хүрээнд хямралаас сэргийлэх, шаардлагатай гадаад эх үүсвэрийг олон улсын санхүүгийн байгууллагуудын туслалцаатай бүрдүүлэх, эдийн засгийн тогтвортой өсөлтийг хангах макро эдийн засгийн ‘эрүүл’ бодлого, бүтцийн шинэчлэлийг хэрэгжүүлэх нь чухал юм. Хямралын дохиог урьдчилж таних систем (early warning system)-ийг хөгжүүлэх шаардлагатай байна.

Дунд хугацааны бодлого, бүтцийн шинэчлэлийн хувьд үүсч болзошгүй хямралаас өөрийгөө хамгаалах дархлааг бүрдүүлэх нь чухал байна. Үүний тулд гадаад валютын нөөцийг нэмэгдүүлэх, нийт өр, төлбөрт гадаад валютын эзлэх хувь болон богино хугацааны өрийн эзлэх хувийг шат дараатай бууруулах, төсвийн сахилга батыг хангаж, алдагдлыг бууруулах (тус алдагдлыг засгийн газрын бондын дотоодын банкуудад арилжаалах байдлаар бүрдүүлэх байдал буурна) зэрэгт анхаарах нь зүйтэй байна.

## Ашигласан материал

- Alfaro, L and Kanczuk, F 2005, 'Sovereign debt as a contingent claim: a quantitative approach', *Journal of International Economics*, vol. 65, no.2, pp. 297-314.
- Borensztein, E and Panizza, U 2006, 'Do sovereign defaults hurt exporters?' IDB Working Paper no. 553, Inter-American Development Bank.
- Borensztein, E and Panizza, U 2008, 'The costs of sovereign default', IMF Working Paper no. 238, International Monetary Fund.
- Bulow, J and Rogoff, K 1989, 'Sovereign debt: is to forgive forget?', *American Economic Review*, vol. 79, pp. 43-50.
- Cohen, D 1992, 'The debt crisis, a post-mortem', NBER macroeconomics annual, pp. 65-105.
- De Paoli, B, Hoggarth, G and Saporta, V 2006, 'Costs of sovereign default', *Quarterly Bulletin* 2006 Q3, The Bank of England.
- De Paoli, B, Hoggarth, G and Saporta, V 2009, 'Output costs of sovereign crises: some empirical estimates', Working Paper no. 362, The Bank of England.
- Detragiache, E and Spilimbergo, A 2001, 'Crises and liquidity: evidence and interpretation', IMF Working Paper no. WP/01/2, International Monetary Fund.
- Dooley, M 2000, 'International financial architecture and strategic default: can financial crises be less painful?', *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 53, pp. 361-377.
- Eaton, J and Gersovitz, M 1981, 'Debt with potential repudiation: theory and estimation', *Review of Economic Studies*, vol. 48, pp. 289-309.
- Frankel, J 2005, 'Contractionary currency crashes in developing countries', NBER Working Paper No. 11508, National Bureau of Economic Research.
- Gelos, R, Sahay, R and Sandleris, G 2004, 'Sovereign borrowing by developing countries: what determines market access?' IMF Working Paper no. WP/04/221, International Monetary Fund.
- Jorgensen, E and Sachs, J 1989, 'Default and renegotiation of Latin American foreign bonds in the interwar period', in Eichengreen, B and Lindert, P (eds), *International debt crisis in historical perspective*, MIT Press.
- Hoelscher, D and Quintyn, M 2003, 'Managing systematic banking crises', IMF Occasional Paper no. 224, International Monetary Fund.

Lindert, P and Morton, P 1989, 'How sovereign debt has worked', in Sachs, J (ed), *Developing country debt and the world economy*, The National Bureau of Economic Research.

Medeiros, C, Gapen, M and Zanforlin, L 2005, 'Assessing the determinants and prospects for the pace of market access by countries emerging from crisis-further considerations', IMF, International and Capital Markets Department.

Ozler, S 1933, 'Have commercial banks ignored history?', *American Economic Review*, vol. 83, pp. 608-620.

Reinhart, C 2002, 'Default, currency crises and sovereign debt crises', NBER Working Paper no.8738, National Bureau of Economic Research.

Reinhart, C, Rogoff, K and Savastano, M 2003, 'Debt intolerance', NBER Working Paper no. 9908, The National Bureau of Economic Research.

Rose, AK 2005, 'One reason countries pay their debts: renegotiation and international trade', *Journal of Development Economics*, vol. 77, no. 01, pp. 189-206.

Sturzenegger, F and Zettelmeyer, J 2006, *Debt defaults and lessons from a decade of crises*, Cambridge, Massachusetts, MIT Press.