

Trời mưa, nước trút: Chính sách kinh tế vĩ mô và các dòng vốn thuận chu kỳ*

Graciela L. Kaminsky <i>Đại học George Washington và NBER</i>	Carmen M. Reinhart <i>Đại học Maryland, College Park và NBER</i>	Carlos A. Végh <i>UCLA và NBER</i>
--	---	---------------------------------------

Tóm tắt

Dựa trên mẫu nghiên cứu 104 nước, chúng tôi dẫn chứng bốn sự kiện thực tế định hình một kiểu cách/mô thức về sự tương tác giữa các dòng vốn, chính sách ngân sách, và chính sách tiền tệ. Thứ nhất, các dòng vốn vào ròng có tính thuận chu kỳ (nghĩa là vay mượn bên ngoài tăng lên trong những thời kỳ thuận lợi và giảm xuống vào những thời kỳ khó khăn) tại hầu hết các nước OECD và các nước đang phát triển. Thứ hai, chính sách thu chi ngân sách có tính thuận chu kỳ (nghĩa là chi tiêu chính phủ tăng lên vào những thời kỳ thuận lợi và giảm xuống trong những thời kỳ khó khăn) đối với đa số các nước đang phát triển. Thứ ba, đối với các thị trường mới nổi, chính sách tiền tệ xem ra có tính thuận chu kỳ (nghĩa là các mức lãi suất chính sách giảm thấp hơn vào những thời kỳ thuận lợi và tăng vào những thời kỳ khó khăn). Thứ tư, tại các nước đang phát triển, và đặc biệt đối với các thị trường mới nổi, thời kỳ có các dòng vốn vào thường gắn liền với các chính sách kinh tế vĩ mô mở rộng và thời kỳ các dòng vốn ra đi kèm với các chính sách kinh tế vĩ mô thu hẹp. Do đó, tại những nước này, quả thật chẳng khác gì hiện tượng lâu lắm không mưa, khi trời mưa nước đổ như trút.

I. DẪN NHẬP

Bất kỳ một chuyên gia nào về khủng hoảng tài chính tại các thị trường mới nổi cũng có thể trích dẫn các bằng chứng phong phú để hỗ trợ quan điểm cho rằng các chính sách kinh tế vĩ mô có tính thuận chu kỳ cao, ít nhất là trong những thời điểm khó khăn bức bách. Vào những lúc hoạt động kinh tế đang thu hẹp (thường là đáng kể) giữa một cuộc khủng hoảng, cơ quan chịu trách nhiệm tài khoá cắt giảm thâm hụt ngân sách trong khi ngân hàng trung ương tăng lãi suất – có thể làm trầm trọng thêm sự thu hẹp về kinh tế. Tuy nhiên, các chính sách thuận chu kỳ xem ra không phải chỉ giới hạn trong những thời kỳ khủng hoảng tại nhiều nước đang phát triển. Thực ra, cội rễ của phần lớn các cuộc khủng hoảng nợ tại các thị trường mới nổi cũng thường được tìm thấy ở việc chính phủ những nước này vung tay chi tiêu và vay mượn nhiều khi tình hình thuận lợi và nguồn vốn quốc tế dồi dào.¹

* Được phép in lại cho báo cáo thường niên NBER MACROECONOMICS ANNUAL 2004 và nhà xuất bản MIT. Kaminsky đang tham quan tại Viện nghiên cứu của IMF và Végh là học giả thăm niên ở Phòng Nghiên cứu của IMF khi viết bài này. Cả hai tác giả vô cùng biết ơn lòng hiếu khách của IMF. Kaminsky và Végh cũng xin cảm ơn sự hỗ trợ tài chính của Viện Chính sách công ở trường đại học George Washington và ban giám hiệu UCLA. Các tác giả xin cảm ơn Peter Benczur, Mark Gertler, Gita Gopinath, Ayhan Kose, Pablo Lopez Murphy, Attila Raftai, Raghu Rajan, Alessandro Rebucci, Vincent R. Reinhart, Roberto Rigobon, Kenneth S. Rogoff, Evan Tanner, và Guillermo Tolosa vì những nhận xét và đề xuất bổ ích, và xin cảm ơn Eric Bang và đặc biệt là Ioannis Tokatlidis vì công việc trợ lý nghiên cứu xuất sắc. Bài viết này được soạn thảo cho hội nghị lần thứ 19 của NBER về Kinh tế vĩ mô do Mark Gertler và Kenneth S. Rogoff tổ chức. Các quan điểm trình bày ở đây là quan điểm của riêng các tác giả, chứ không phải của IMF.

¹ Tìm đọc nghiên cứu của Reinhart, Rogoff và Savastano (2003) phân tích về chu kỳ vay mượn/ vỡ nợ.

Gavin và Perotti (1997) lần đầu tiên kêu gọi sự chú ý đến hiện tượng chính sách ngân sách thuận chu kỳ thông qua việc chứng minh rằng chính sách ngân sách ở châu Mỹ Latinh có xu hướng mở rộng vào những thời kỳ thuận lợi và thu hẹp vào những thời kỳ khó khăn. Talvi và Végh (2000) lập luận rằng, chẳng phải là một hiện tượng đặc thù của châu Mỹ Latinh, chính sách ngân sách thuận chu kỳ xem ra là thông lệ trong thế giới đang phát triển cũng giống như chính sách ngân sách không theo chu kỳ tại các nền kinh tế tiên tiến. Sử dụng một tiếp cận kinh tế lượng khác, Braun (2001) đi đến một kết luận tương tự cho các nước đang phát triển, mặc dù ông phát hiện các bằng chứng cho thấy chính sách ngân sách có tính nghịch chu kỳ tại các nước OECD. Lane (2003b) cũng trình bày bằng chứng về tính thuận chu kỳ của chính sách ngân sách tại các nước đang phát triển so với các nước OECD. Trong cùng một mạch nghiên cứu, Gupta và những người khác (2004) tìm thấy bằng chứng kinh tế lượng hỗ trợ cho tính thuận chu kỳ của chi tiêu chính phủ tại các nước đang phát triển, tuy nhiên mức độ thuận chu kỳ thay đổi theo các loại chi tiêu khác nhau.

Người ta đã đưa ra một số cách giải thích cho tính thuận chu kỳ của chính sách ngân sách tại các nước đang phát triển so với các quốc gia công nghiệp. Cùng với những người khác, Favín và Perotti (1997) lập luận rằng các nước đang phát triển đứng trước sự ràng buộc tín dụng ngăn họ không thể vay mượn vào những thời kỳ khó khăn. Vì thế, họ “buộc” phải hoàn trả nợ vào những thời kỳ khó khăn, điều đó đòi hỏi một chính sách ngân sách thu hẹp. Ngược lại, Tornell và Lane (1999) triển khai một mô hình kinh tế chính trị trong đó việc tranh giành một nguồn vốn chung giữa các đơn vị khác nhau (các bộ, các tỉnh) dẫn đến cái gọi là “hiệu ứng khao khát/tham lam” (voracity effect), trong đó chi tiêu ngân sách có thể thật sự vượt quá nguồn thu cho trước (hay từ một nguồn từ trên trời rơi xuống – windfall). Ứng với sự biến dạng chính trị như vậy, Talvi và Végh (2000) chứng minh rằng các nhà hoạch định chính sách có thể tìm thấy việc duy trì ít thặng dư ngân sách cơ bản là tối ưu trong những thời kỳ thuận lợi bằng cách gia tăng chi tiêu chính phủ và cắt giảm thuế suất. Cuối cùng, Riascos và Végh (2003) trình bày cách thức các thị trường không hoàn chỉnh có thể giải thích cho chính sách ngân sách thuận chu kỳ như một kết quả của trục trặc Ramsey mà không phải bổ sung thêm bất kỳ yếu tố cọ xát nào.

Trên phương diện chính sách tiền tệ, trong khi chắc chắn ta có ấn tượng rằng các nước đang phát triển thường thắt chặt các ràng buộc tiền tệ vào những lúc khó khăn (tìm đọc nghiên cứu của Lane 2003b), nhưng các công trình nghiên cứu thực nghiệm một cách có hệ thống vẫn còn hiếm hoi.² Điều này có lẽ do những khó khăn mà ai cũng biết (thậm chí ngay cả ở các nước tiên tiến) trong việc mô tả những đặc điểm thực nghiệm về quan điểm của chính sách tiền tệ.³

Dựa vào số liệu 104 quốc gia giai đoạn 1960-2003, bài viết này xem xét lại bằng chứng về tính thuận chu kỳ của chính sách ngân sách, và trong phạm vi hiểu biết của chúng tôi, bài viết này cũng trình bày một nỗ lực có hệ thống đầu tiên để chứng minh bằng tư liệu thực nghiệm các thuộc tính chu kỳ của chính sách tiền tệ tại các nước đang phát triển. Nghiên cứu này bắt đầu từ những nỗ lực trước đây tìm hiểu về các chu kỳ chính sách ngân sách trên nhiều phương diện. Thứ nhất, nghiên cứu này cung cấp một khung phân tích về cách lý giải động thái của nhiều chỉ báo ngân sách có tính bao quát, dẫn tới việc diễn giải lại một số kết quả nghiên cứu trước đây trong tư liệu. Thứ hai, nghiên cứu này phân tích các nước được phân loại theo các mức thu nhập

² Lẽ dĩ nhiên, nếu thời kỳ khó khăn ở đây được định nghĩa riêng biệt là các cuộc khủng hoảng tiền tệ hay khủng hoảng ngân hàng, thì có một khối lượng tư liệu tuy ít nhưng đang ngày càng gia tăng về chính sách tiền tệ nói chung và sự bảo vệ lãi suất nói riêng (ví dụ như nghiên cứu của Aghion, Bacchetta, và Banerjee (2001), Flood và Jeanne (2000), và Lahiri và Végh (2003)). Tuy nhiên, bằng chứng thực nghiệm trong lĩnh vực này tương đối không có tính chất kết luận dứt khoát.

³ Tìm đọc thảo luận về một số thử thách trong việc ước lượng các quy tắc chính sách tiền tệ của các nước công nghiệp trong nghiên cứu của Clarida, Gali và Gertler (1999).

nhằm phản ánh sự kiện là trong khi các nước giàu liên tục được tiếp cận các thị trường vốn quốc tế, thì các nước thu nhập thấp gần như luôn luôn bị đóng cửa, và các nước thu nhập trung bình có mối quan hệ bấp bênh và biến động với nguồn vốn quốc tế. Thứ ba, nghiên cứu này xem xét kỹ lưỡng mối tương tác giữa chu kỳ kinh tế, các dòng vốn quốc tế, và chính sách kinh tế vĩ mô.⁴ Tiền đề của chúng tôi là chu kỳ dòng vốn gắn chặt với chu kỳ kinh tế và thậm chí có thể ảnh hưởng đến các chính sách kinh tế vĩ mô, đặc biệt tại các nước thu nhập trung bình. Thứ tư, nghiên cứu này đưa ra một tiếp cận có tính chiết trung (dựa vào nhiều nguồn khác nhau) hướng đến định nghĩa thời kỳ “thuận lợi” (good times) và “khó khăn” (bad times), và đo lường quan điểm của chính sách tiền tệ và chính sách ngân sách thông qua triển khai nhiều chỉ báo. Thứ năm, nghiên cứu này phân chia mẫu điều tra theo nhiều bình diện, thông qua (i) phân biệt các tình huống khủng hoảng khác nhau so với thời kỳ thanh bình, (ii) xem xét các cơ chế tỷ giá hối đoái cố định một cách tách biệt với các cơ chế linh hoạt, và (iii) so sánh các thời kỳ trước đây và các thời kỳ gần đây hơn để đánh giá xem mức độ hội nhập thị trường vốn có làm thay đổi các mô thức và các mối quan hệ có tính chu kỳ hay không. Cuối cùng, phân tích này đưa ra một kết quả nghiên cứu ở tầm quốc gia có tính toàn diện hơn so với những nỗ lực trước đây.

Bài viết này được tiếp tục như sau. Phần tiếp theo thảo luận khung khái niệm cơ bản sử dụng để lý giải số liệu về các dòng vốn, chính sách ngân sách và chính sách tiền tệ, cũng như mô tả tiếp cận theo đó xác định các chu kỳ kinh tế. Phần III trình bày nhận định tổng quan về các phát hiện chính của chúng tôi, phần IV nêu chi tiết hơn các sự kiện được định hình chính thông qua phân loại các nước theo các mức thu nhập đầu người, loại hình cơ chế tỷ giá hối đoái, và các phân nhóm mẫu nghiên cứu có liên quan khác. Phần V trình bày nhận xét kết luận.

II. KHUNG KHÁI NIỆM

Phần này xây dựng khung khái niệm sử dụng để lý giải các phát hiện thực nghiệm của chúng tôi trong các phần sau. Một cách cụ thể, chúng tôi sẽ thảo luận cách suy nghĩ về các thuộc tính chu kỳ của các dòng vốn, chính sách ngân sách, và chính sách tiền tệ. Việc tìm hiểu xuyên suốt tư liệu nghiên cứu đang nở rộ trong lĩnh vực tìm hiểu về chu kỳ chính sách tại các nước đang phát triển đã cho thấy một cách tiếp cận ít nhiều lỏng lẻo trong việc định nghĩa các khái niệm cơ bản; điều này thường làm cho việc thảo luận trở nên tương đối kém chính xác. Ví dụ, chính sách ngân sách nghịch chu kỳ thường được định nghĩa là có thâm hụt ngân sách vào những thời kỳ khó khăn và thặng dư ngân sách vào những thời kỳ thuận lợi (nghĩa là có mối tương quan đồng biến giữa thay đổi sản lượng và thay đổi số dư ngân sách). Tuy nhiên, như chúng tôi sẽ lập luận, đây là một cách định nghĩa khái niệm thật đáng tiếc vì thâm hụt ngân sách vào những thời kỳ khó khăn có thể nhất quán với các tiếp cận khác nhau để ổn định hoá ngân sách. Cũng theo mạch lập luận này, việc xem xét các biến số ngân sách như một tỉ phần của GDP – như đa số thường làm trong tư liệu nghiên cứu này – có thể mang lại những kết quả gây hiểu lầm vì quan điểm chu kỳ của chính sách ngân sách có thể bị chi phối bởi động thái có tính chu kỳ của sản lượng.

Trên tinh thần của những vấn đề khái niệm cơ bản này, và với rủi ro có lẽ đôi khi xuất hiện một cách hiển nhiên, chúng tôi sẽ trình bày cụ thể về cách thức định nghĩa tính nghịch chu kỳ, thuận chu kỳ và không theo chu kỳ như thế nào.

II. 1 Các dòng vốn

Chúng tôi định nghĩa thuộc tính chu kỳ của các dòng vốn như sau (bảng 1):

⁴ Trong toàn bộ bài viết này, “chu kỳ kinh tế” có nghĩa là chu kỳ GDP thực.

Bảng 1. Các dòng vốn: Mỗi tương quan lý thuyết với chu kỳ kinh tế

	Các dòng vốn vào ròng	Dòng vốn vào ròng/GDP
Nghịch chu kỳ	-	-
Thuận chu kỳ	+	+/-
Không theo chu kỳ	0	-

- i. Các dòng vốn chảy vào một đất nước được gọi là có tính nghịch chu kỳ khi mỗi tương quan giữa các cấu phần mang tính chu kỳ của dòng vốn vào ròng và sản lượng là âm (hay nghịch biến). Nói cách khác, nền kinh tế vay mượn từ nước ngoài trong những thời kỳ khó khăn (tức là vốn chảy vào), và cho vay/trả nợ trong những thời kỳ thuận lợi (tức là vốn chảy ra).
- ii. Các dòng vốn có tính thuận chu kỳ khi mỗi tương quan giữa các cấu phần mang tính chu kỳ của dòng vốn vào ròng và sản lượng là dương (hay đồng biến). Như vậy, nền kinh tế vay mượn từ nước ngoài trong những thời kỳ thuận lợi (tức là vốn chảy vào) và cho vay/ trả nợ trong những thời kỳ khó khăn (tức là vốn chảy ra).
- iii. Các dòng vốn không theo chu kỳ khi mỗi tương quan giữa các cấu phần mang tính chu kỳ của dòng vốn vào ròng và sản lượng không có ý nghĩa thống kê. Như vậy, mô thức vay và cho vay quốc tế không có quan hệ một cách hệ thống với chu kỳ kinh tế.

Trong khi các định nghĩa này tự nó đã thể hiện rõ ràng, thì phức tạp giữa các thuộc tính có tính chu kỳ của các dòng vốn vào ròng tính theo tỷ phần so GDP (một số đo được sử dụng phổ biến) và chu kỳ kinh tế lại không được rõ ràng. Như cột 3 của bảng 1 cho thấy, trong trường hợp dòng vốn vào có tính nghịch chu kỳ, tỉ lệ này có tương quan âm với sản lượng vì trong thời kỳ thuận lợi (khó khăn), dòng vốn vào ròng giảm (tăng) và GDP tăng (giảm). Tuy nhiên, trong trường hợp dòng vốn vào ròng có tính thuận chu kỳ, tỉ lệ này có thể có dấu bất kỳ vì trong thời kỳ thuận lợi (khó khăn), dòng vốn vào ròng tăng (giảm) và GDP cũng tăng (giảm). Trong trường hợp dòng vốn vào không theo chu kỳ, tỉ lệ này cũng chịu ảnh hưởng của sự thay đổi GDP và do đó có tương quan âm. Như vậy, tỉ lệ dòng vốn vào trên GDP chỉ mang lại một chỉ báo mơ hồ về tính chu kỳ của dòng vốn vào ròng, vì nếu nó có dấu dương (hay bằng không), trong trường hợp đó, nó sẽ biểu thị dòng vốn có tính thuận chu kỳ. Tuy nhiên, nếu nó có dấu âm, ta sẽ không thể phân biệt được liệu nó có tính thuận chu kỳ, nghịch chu kỳ, hay không theo chu kỳ.

Như vậy, định nghĩa của chúng tôi về các thuộc tính có tính chu kỳ của các dòng vốn chú trọng vào việc xem xét liệu các dòng vốn có xu hướng tăng cường hay “bình ổn” chu kỳ kinh tế. Để làm rõ ý tưởng này, ta hãy xem xét mô hình nguồn lực tiêu chuẩn của một nền kinh tế mở nhỏ (không có tiền tệ). Khi không có bất kỳ sự biến dạng liên thời gian nào, các hộ gia đình sẽ muốn duy trì việc tiêu dùng của họ đều đặn theo thời gian. Vì thế, để phản ứng trước một cú sốc nguồn lực tiêu cực nhất thời, nền kinh tế sẽ vay mượn từ nước ngoài để duy trì mức tiêu dùng lâu dài. Trong suốt những thời kỳ thuận lợi, nền kinh tế sẽ hoàn trả nợ vay. Như vậy, tiết kiệm có tương quan dương với chu kỳ kinh tế. Vì thế, trong mô hình tiêu chuẩn không có đầu tư, dòng vốn vào sẽ có tính nghịch chu kỳ và sẽ có xu hướng giúp bình ổn chu kỳ kinh tế. Lẽ tự nhiên, trong mô hình thực tiêu chuẩn, đối ứng với việc vay mượn nghịch chu kỳ là tài khoản vãng lai thuận chu kỳ.

Ngược lại, nếu nền kinh tế vay mượn trong những thời kỳ thuận lợi và cho vay vào những thời kỳ khó khăn, các dòng vốn sẽ có tính thuận chu kỳ vì các dòng vốn có xu hướng tăng cường chu kỳ kinh tế. Trong trường hợp này, đối ứng sẽ là tài khoản vãng lai có tính nghịch chu kỳ. Cách giải thích lý thuyết có vẻ hợp lý cho các dòng vốn thuận chu kỳ này là như sau. Thứ nhất, giả sử nguồn vốn vật chất được bổ sung vào mô hình cơ bản được mô tả trên đây và chu kỳ kinh tế chịu

ảnh hưởng của cú sốc năng suất. Khi đó, cú sốc năng suất tích cực và nhất thời sẽ dẫn đến sự gia tăng tiết kiệm (vì động cơ điều hoà tiêu dùng như mô tả trên đây) và dẫn đến tăng đầu tư (vì sinh lợi của vốn gia tăng). Nếu hiệu ứng đầu tư lấn lướt, thì việc vay mượn sẽ có tính thuận chu kỳ vì nhu cầu tài trợ việc đầu tư có khả năng sinh lợi sẽ bù trừ nhiều hơn hiệu ứng tiết kiệm.

Cách giải thích thứ hai - đặc biệt phù hợp với các nước thị trường mới nổi – là do sự biến dạng liên thời gian trong việc tiêu dùng xảy ra do các chính sách nhất thời (như các chương trình bình ổn lạm phát hay các chính sách tự do hoá nhất thời; tìm đọc nghiên cứu của Calvo, 1987 và Calvo và Végh 1999). Một hệ quả ngoài ý muốn của các chính sách nhất thời như thế là làm cho việc tiêu dùng trở nên tương đối rẻ hơn trong những thời kỳ thuận lợi (thông qua giảm giá tiêu dùng hiệu dụng), vì thế dẫn đến bùng nổ tiêu dùng, được tài trợ bằng vay mượn từ nước ngoài. Trong trường hợp này, tiết kiệm giảm vào những thời kỳ thuận lợi, làm cho các dòng vốn có tính thuận chu kỳ.⁵

Khả năng thứ ba – cũng phù hợp với các nước thị trường mới nổi – là tình trạng sẵn có của dòng vốn quốc tế thay đổi theo chu kỳ kinh tế. Nếu các nhà đầu tư nước ngoài phản ứng trước bằng chứng về tình hình sự cải thiện của nền kinh tế địa phương bằng cách giảm phí đền bù rủi ro quốc gia (country risk premiums) (có thể được khuyến khích bởi lãi suất thấp tại các trung tâm tài chính), dân cư của một nền kinh tế nhỏ có thể xem đây là một cơ hội nhất thời để tài trợ cho việc tiêu dùng rẻ hơn và do đó họ sẽ giảm tiết kiệm.⁶ Ta cũng nên nhớ rằng bùng nổ tiêu dùng được tài trợ bởi các dòng vốn vào tại nhiều nền kinh tế thị trường mới nổi vào nửa đầu thập niên 90, vào thời đó đã được xem là một ví dụ về “vấn nạn dòng vốn vào”, như trong nghiên cứu của Calvo, Leiderman, và Reinhart (1993, 1994).

Cuối cùng, lưu ý rằng trên thực tế, sự thay đổi dự trữ quốc tế có thể phá vỡ mối liên kết giữa vay mượn thuận chu kỳ và thâm hụt tài khoản vãng lai (hay vay mượn nghịch chu kỳ và thặng dư tài khoản vãng lai) phát sinh trong mô hình liên thời gian thực cơ bản. Quả thật, ta hãy nhớ lại đồng nhất thức hạch toán cân bằng thanh toán cơ bản:

$$\text{Thay đổi dự trữ quốc tế} = \text{Số dư tài khoản vãng lai} + \text{Số dư tài khoản vốn}.$$

Vì thế, lấy ví dụ, dòng vốn vào ròng dương (thặng dư tài khoản vốn) sẽ không nhất thiết gắn liền với số dư tài khoản vãng lai âm (thâm hụt tài khoản vãng lai) nếu dự trữ quốc tế đang tăng. Do đó, thuộc tính chu kỳ của tài khoản vãng lai là một chỉ báo không hoàn hảo về thuộc tính chu kỳ của dòng vốn.

II.2. Chính sách ngân sách

Vì khái niệm tính chu kỳ của chính sách có ý nghĩa quan trọng do nó có thể giúp chúng ta hiểu được hay hướng dẫn chính sách thực tế, cho nên cách duy nhất có ý nghĩa để định nghĩa tính chu kỳ của chính sách là định nghĩa theo các công cụ chính sách, chứ không phải các kết quả được tạo ra (nghĩa là các biến nội sinh). Vì thế, ta sẽ định nghĩa tính chu kỳ của chính sách ngân sách theo chỉ tiêu chính phủ (g) và thuế suất (τ) (thay vì định nghĩa theo số dư ngân sách hay số thu thuế chẳng hạn). Ứng với định nghĩa này, sau đó ta sẽ xem xét ý nghĩa về mặt chu kỳ đối với các biến nội sinh quan trọng như số dư ngân sách cơ bản, số thu thuế, và các biến ngân sách tính theo tỉ lệ phần trăm của GDP. Chúng ta định nghĩa tính chu kỳ của chính sách như sau (xem bảng 2).

⁵ Lane và Tornell (1998) trình bày các bằng chứng thực nghiệm cho thấy tiết kiệm ở các nước châu Mỹ Latinh thường có tính nghịch chu kỳ (nghĩa là tiết kiệm giảm vào những thời kỳ tốt đẹp và ngược lại).

⁶ Phần IV trình bày bằng chứng hỗ trợ cho giả thiết này. Đọc thêm nghiên cứu của Neumeyer và Perri (2004) xem xét tầm quan trọng của rủi ro quốc gia tác động đến chu kỳ kinh tế tại các nền kinh tế mới nổi.

Bảng 2. Các chỉ báo thu chi ngân sách: Mỗi tương quan lý thuyết với chu kỳ kinh tế

	g	τ	Số thu thuế	Số dư ngân sách cơ bản	g/GDP	Số thu thuế/GDP	Số dư ngân sách cơ bản/GDP
Nghịch chu kỳ	-	+	+	+	-	+0/-	+0/-
Thuận chu kỳ	+	-	+0/-	+0/-	+0/-	+0/-	+0/-
Không theo chu kỳ	0	0	+	+	-	+0/-	+0/-

- i. Một chính sách ngân sách sẽ có tính nghịch chu kỳ khi nó liên quan đến chi tiêu chính phủ thấp hơn (cao hơn) và thuế suất cao hơn (thấp hơn) vào những thời kỳ thuận lợi (khó khăn). Chúng tôi gọi chính sách đó là nghịch chu kỳ vì nó có xu hướng giúp bình ổn chu kỳ kinh tế (nghĩa là chính sách ngân sách thu hẹp vào những thời kỳ thuận lợi và chính sách ngân sách mở rộng vào những thời kỳ khó khăn).
- ii. Một chính sách ngân sách sẽ có tính thuận chu kỳ khi nó liên quan đến chi tiêu chính phủ cao hơn (thấp hơn) và thuế suất thấp hơn (cao hơn) vào những thời kỳ thuận lợi (khó khăn). Ta gọi chính sách đó là thuận chu kỳ vì nó có xu hướng tăng cường cho chu kỳ kinh tế (nghĩa là chính sách ngân sách mở rộng vào những thời kỳ thuận lợi và thu hẹp vào những thời kỳ khó khăn).⁷
- iii. Một chính sách ngân sách được gọi là không theo chu kỳ khi nó liên quan đến chi tiêu chính phủ không đổi và thuế suất không đổi trong chu kỳ (hay nói chính xác hơn, trong trường hợp của một thế giới ngẫu nhiên, chi tiêu chính phủ và thuế suất không thay đổi một cách hệ thống cùng với chu kỳ kinh tế). Chúng ta gọi chính sách đó là chính sách không theo chu kỳ vì nó không tăng cường mà cũng không bình ổn chu kỳ kinh tế.

Các mối tương quan thể hiện qua các định nghĩa này được trình bày trong hai cột đầu của bảng 2.

Kế đến chúng ta chuyển sang ý nghĩa của định nghĩa tính chu kỳ của chính sách ngân sách này đối với động thái của số thu thuế, số dư ngân sách cơ bản, cũng như tỉ lệ chi tiêu chính phủ trên GDP, số thu thuế trên GDP, và số dư ngân sách cơ bản trên GDP.⁸ Để làm điều này, ta sẽ sử dụng hai định nghĩa dưới đây:

$$\text{Số thu thuế} = \text{Thuế suất} \times \text{Cơ sở thuế}$$

$$\text{Số dư ngân sách cơ bản} = \text{Số thu thuế} - \text{Chi tiêu chính phủ (không kể chi thanh toán lãi vay)}$$

⁷ Điều quan trọng cần lưu ý là theo định nghĩa này, chính sách ngân sách thuận chu kỳ ngầm thể hiện mối tương quan âm giữa thuế suất và sản lượng trong chu kỳ kinh tế. Vì thế, thuật ngữ của chúng tôi khác với thuật ngữ trong tư liệu nghiên cứu về chu kỳ kinh tế thực, trong đó một biến số bất kỳ tương quan dương (nghịch biến) với sản lượng đều được gọi là thuận chu kỳ (nghịch chu kỳ).

⁸ Cũng nên lưu ý rằng khi suy ra mối tương quan lý thuyết dưới đây, giả định duy nhất là cơ sở thuế (thuế thu theo sản lượng hay thu theo tiêu dùng) là cao vào những thời kỳ thuận lợi và thấp vào những thời kỳ khó khăn. Trong trường hợp thu thuế theo sản lượng, điều này là đúng theo định nghĩa; còn trong trường hợp thuế thu theo tiêu dùng, điều này đã được chứng minh bằng tư liệu nghiên cứu đồ sộ. Ngoài giả định cơ bản này, những điều suy ra tiếp theo là một bài tập hạch toán mà không phụ thuộc vào một mô hình cụ thể nào.

Trước tiên, ta hãy xem xét một chính sách ngân sách không theo chu kỳ. Vì thuế suất không đổi theo chu kỳ kinh tế, đồng thời cơ sở thuế tăng lên vào những thời kỳ thuận lợi và giảm xuống vào những thời kỳ khó khăn, nên số thu thuế sẽ có tương quan dương với chu kỳ kinh tế. Điều này tiếp đến ngụ ý rằng số dư ngân sách cơ bản cũng sẽ tương quan dương với chu kỳ kinh tế. Tỷ lệ chi tiêu chính phủ (không kể thanh toán lãi vay) trên GDP sẽ tương quan âm với chu kỳ kinh tế vì chi tiêu chính phủ không thay đổi, và theo định nghĩa, GDP cao (thấp) vào những thời kỳ thuận lợi (khó khăn). Ứng với số thu thuế cao hơn (thấp hơn) vào những thời kỳ thuận lợi (khó khăn), mối tương quan giữa tỷ lệ số thu thuế trên GDP và chu kỳ kinh tế sẽ có tính mơ hồ (nghĩa là, nó có thể là tương quan dương, bằng không, hay tương quan âm như biểu thị trong bảng 2). Vì thế, mối tương quan giữa tỷ lệ số dư ngân sách cơ bản trên GDP với chu kỳ kinh tế cũng mơ hồ.

Bây giờ ta hãy xem xét một chính sách ngân sách thuận chu kỳ. Vì theo định nghĩa, thuế suất giảm xuống (tăng lên) trong những thời kỳ thuận lợi (khó khăn), nhưng cơ sở thuế thay đổi theo hướng ngược lại, nên mối tương quan của số thu thuế với chu kỳ kinh tế sẽ không rõ ràng. Vì g tăng lên vào những thời kỳ thuận lợi, nên trên nguyên tắc, mối tương quan của g/GDP có thể có giá trị bất kỳ. Ứng với động thái mơ hồ về tính chu kỳ của số thu thuế, tính chu kỳ của tỷ lệ số thu thuế trên GDP cũng mơ hồ. Tính chu kỳ của tỷ lệ số dư ngân sách trên GDP cũng mơ hồ.

Cuối cùng, ta xem xét một chính sách ngân sách nghịch chu kỳ. Theo định nghĩa, thuế suất cao vào những thời kỳ thuận lợi và thấp vào những thời kỳ khó khăn; điều này có nghĩa là số thu thuế thay đổi đồng biến với chu kỳ kinh tế. Điều tương tự cũng đúng với số dư ngân sách cơ bản khi số thu thuế tăng (giảm) và chi tiêu chính phủ giảm (tăng) trong những thời kỳ thuận lợi (khó khăn). Tỷ lệ g/GDP sẽ thay đổi nghịch biến với chu kỳ kinh tế vì g giảm (tăng) vào những thời kỳ thuận lợi (khó khăn). Vì số thu thuế tăng trong những thời kỳ thuận lợi, nên động thái của tỷ lệ số thu thuế trên GDP sẽ trở nên mơ hồ và vì thế, động thái của tỷ lệ số dư ngân sách cơ bản trên GDP cũng mơ hồ.

Ta suy ra một số quan sát quan trọng từ bảng 2 về sự hữu ích của các chỉ báo khác nhau khi phân biệt giữa ba trường hợp:

- i. Nhìn từ góc độ lý thuyết, các chỉ báo tốt nhất để ta xem xét là chi tiêu chính phủ và số thu thuế. Theo định nghĩa, các chỉ báo này phân biệt rõ ràng giữa ba trường hợp. Như thể hiện rõ qua bảng 2, không một chỉ báo nào khác có khả năng phân biệt đó. Tuy nhiên, trên thực tế, không có số liệu hệ thống về thuế suất (có lẽ ngoài thuế suất lạm phát (inflation tax rate)), cho nên ta chỉ còn chi tiêu chính phủ là chỉ báo tốt nhất.
- ii. Động thái có tính chu kỳ của số thu thuế sẽ hữu ích chỉ trong phạm vi khi nó có mối tương quan âm hay zero với chu kỳ kinh tế. Khi đó, nó sẽ là một chỉ báo không còn mơ hồ về chính sách ngân sách có tính thuận chu kỳ. Nó sẽ cho thấy trường hợp, trong đó mức độ thuận chu kỳ trở nên cực đoan đến nỗi trong những thời kỳ khó khăn chẳng hạn, tăng thuế suất được tuyên bố sẽ hoặc là bù trừ hoặc là lấn át sự giảm sút của cơ sở thuế.
- iii. Động thái có tính chu kỳ của số dư ngân sách cơ bản sẽ hữu ích trong phạm vi nó có mối tương quan âm hay zero với chu kỳ kinh tế. Khi đó, chỉ báo này sẽ trở nên không còn mơ hồ về chính sách ngân sách có tính thuận chu kỳ. Nó sẽ cho thấy trường hợp, trong đó, vào những thời kỳ thuận lợi, chi tiêu chính phủ gia tăng hoặc là bù trừ thậm chí lấn át nhiều hơn sự gia tăng số thu thuế, hay trường hợp mà trong đó, vào những

thời kỳ thuận lợi, số thu thuế giảm sẽ giúp tăng cường ảnh hưởng của chi tiêu chính phủ cao hơn đối với số dư ngân sách cơ bản. Ứng với định nghĩa của chúng tôi về tính chu kỳ của chính sách ngân sách, sẽ không chính xác nếu suy luận rằng thâm hụt ngân sách cơ bản vào những thời kỳ khó khăn sẽ là tín hiệu cho thấy chính sách ngân sách có tính nghịch chu kỳ. Trên nguyên tắc, thâm hụt ngân sách cơ bản vào những thời kỳ khó khăn nhất quán với bất kỳ trường hợp nào trong ba trường hợp (thuận, nghịch, hoặc không theo chu kỳ).⁹

- iv. Tỷ lệ số dư ngân sách cơ bản trên GDP sẽ không bao giờ giúp ta hiểu được một cách rõ ràng thuộc tính chu kỳ của chính sách ngân sách. Điều thú vị là, phần lớn tư liệu nghiên cứu (Gavin và Perotti (1997), Braun (2001), Dixon (2003), Lane (2003b) và Calderon và Schmidt Hebbel (2003)) lại rút ra kết luận thông qua xem xét chỉ báo này. Ví dụ, Gavin và Perotti (1997) tìm thấy rằng phản ứng của tỉ lệ thặng dư ngân sách trên GDP trước sự gia tăng 1 điểm phần trăm của tỉ lệ tăng trưởng sản lượng thì không khác không về mặt thống kê ở châu Mỹ Latinh, và xem đây là chỉ báo về chính sách ngân sách thuận chu kỳ. Ngược lại, Calderon và Schmidt Hebbel (2003b) tìm thấy ảnh hưởng nghịch biến của hồ cách sản lượng đối với sự sai lệch của số dư ngân sách so với trung bình mẫu và lý giải điều này là chính sách ngân sách nghịch chu kỳ. Tuy nhiên, ứng với định nghĩa của chúng tôi, ta không thể rút ra kết luận gì (như thể hiện rõ qua cột cuối cùng của bảng 2).
- v. Tỷ số g/GDP sẽ hữu ích chỉ trong phạm vi mà nó có tương quan dương hay zero với chu kỳ kinh tế. Chỉ khi đó, nó mới là một chỉ báo rõ ràng là chính sách ngân sách có tính thuận chu kỳ. Nói cách khác, việc phát hiện rằng tỷ số này có tương quan âm với chu kỳ kinh tế sẽ không cho phép chúng ta phân biệt được ba trường hợp. Một lần nữa, điều này cho thấy ta cần thận trọng trong việc lý giải một số tư liệu nghiên cứu hiện tại mà dựa vào chỉ báo này để rút ra kết luận.
- vi. Cuối cùng, động thái có tính chu kỳ của tỉ lệ số thu thuế trên GDP sẽ không đặc biệt hữu ích trong việc chỉ báo cho chúng ta về các thuộc tính chu kỳ của chính sách ngân sách khi động thái lý thuyết của số đo này mơ hồ trong cả 3 trường hợp.

Tóm lại, thảo luận của chúng tôi cho thấy rằng cần phải hết sức thận trọng khi rút ra kết luận về tính chu kỳ của chính sách dựa vào hoặc là số dư ngân sách cơ bản hay các tỉ lệ của số dư ngân sách cơ bản, chi tiêu chính phủ và số thu thuế trên GDP. Trên tinh thần này, chúng tôi sẽ chỉ dựa vào những chỉ báo mà theo định nghĩa về tính thuận chu kỳ, giúp mang lại một số đo không mơ hồ về quan điểm chính sách ngân sách: chi tiêu chính phủ và thuế suất lạm phát (được dung như biến đại diện cho thuế suất).¹⁰

Nhìn từ góc độ lý thuyết, có nhiều mô hình khác nhau có thể hợp lý hoá các quan điểm khác nhau về chính sách ngân sách trong chu kỳ kinh tế. Chính sách ngân sách nghịch chu kỳ có thể được hợp lý hoá thông qua sử dụng mô hình Keynes truyền thống (cũ và mới) với một hàm mục tiêu mà thể hiện việc sản lượng biến thiên hay tách rời xu hướng khi tăng (giảm) chi tiêu chính

⁹ Cũng vì lẽ đó, xem ra thật không khôn ngoan khi định nghĩa chính sách ngân sách thuận chu kỳ là tương quan âm giữa sản lượng và số dư ngân sách (như đôi khi người ta vẫn làm trong tư liệu nghiên cứu) vì tương quan dương và bằng không vẫn có thể nhất quán với chính sách ngân sách thuận chu kỳ, như định nghĩa trên đây.

¹⁰ Lẽ dĩ nhiên, chúng tôi hoàn toàn ý thức được rằng chắc chắn không có sự nhất trí về việc thuế lạm phát có được xem là “một loại thuế khác”, trong khi cơ sở lý thuyết để làm điều này liên quan đến nghiên cứu của Phelps (1973) và đã được cải tiến từ bấy giờ (ví dụ, tìm đọc nghiên cứu của Chati và Kehoe (1999)), ý nghĩa thực nghiệm của lạm phát như một khoản thuế tối ưu chỉ nhận được sự hỗ trợ lẫn lộn (tìm đọc thảo luận của Calvo và Végh (1999)).

phủ và/hay giảm (tăng) thuế suất sẽ làm mở rộng (thu hẹp) sản lượng. Một chính sách ngân sách không theo chu kỳ có thể được hợp lý hoá bằng các mô hình tân cổ điển về chính sách ngân sách tối ưu, trong đó kêu gọi thuế suất không đổi theo chu kỳ kinh tế (tìm đọc nghiên cứu của Chari và Kehoe (1999)). Nếu chỉ tiêu chính phủ được nội sinh trong mô hình (như là bằng cách cung cấp độ thỏa dụng trực tiếp), nó sẽ có động thái tối ưu theo cách tương tự như tiêu dùng tư nhân và vì thế sẽ không theo chu kỳ khi có các thị trường hoàn chỉnh (Riascos và Végh (2003)). Chính sách ngân sách thuận chu kỳ có thể được hợp lý hoá thông qua viện dẫn sự biến dạng chính trị (Tornell và Lane (1999) và Talvi và Végh (2000)), các điều kiện ràng buộc vay mượn (Gavin và Perotti (1997) và Aizeman, Gavin và Hausmann (1996)), hay các thị trường không hoàn chỉnh (Riascos và Végh (2003)).

III.3. Chính sách tiền tệ

Thực hiện một nghiên cứu khái niệm tương tự như vậy cho chính sách tiền tệ thì khó khăn hơn nhiều bởi vì (i) các công cụ chính sách tiền tệ có thể phụ thuộc vào cơ chế tỷ giá hối đoái hiện tại và (ii) chứng minh các kết quả (nghĩa là xác định động thái của các biến nội sinh) đòi hỏi phải sử dụng một số mô hình (ngầm ẩn).

Vì mục đích của nghiên cứu này, chúng tôi thấy chỉ cần định nghĩa hai cơ chế tỷ giá hối đoái là đủ: tỷ giá hối đoái cố định hay xác định trước, và tỷ giá hối đoái linh hoạt (mà chúng tôi định nghĩa là bao gồm mọi cơ chế trong đó tỷ giá hối đoái được phép có ít nhiều tính linh hoạt). Theo định nghĩa, cơ chế tỷ giá hối đoái linh hoạt bao gồm cơ chế thả nổi hoàn toàn (clean floats) (khá hiếm) và thả nổi có kiểm soát (dirty floats) (phổ biến hơn, như được chứng minh bằng tư liệu trong nghiên cứu của Reinhart và Rogoff (2004)).

Với những giả định nhất định, một công cụ chính sách phổ biến trong bối cảnh hai cơ chế tỷ giá hối đoái này sẽ thể hiện qua mức lãi suất ngắn hạn. Ví dụ nổi bật nhất là lãi suất tiền tệ liên bang ở Hoa Kỳ (federal funds rate); đây là lãi suất liên ngân hàng qua đêm thiết lập mục tiêu chính sách chính của Cục dự trữ liên bang. Nhìn từ góc độ lý thuyết, dưới cơ chế tỷ giá hối đoái linh hoạt, chính sách tiền tệ chắc chắn có thể được nghĩ đến dưới hình thức một số mức lãi suất ngắn hạn vì thay đổi cung tiền sẽ trực tiếp ảnh hưởng đến lãi suất. Trong cơ chế tỷ giá hối đoái cố định hay xác định trước, giả định duy nhất cần thiết để một mức lãi suất ngắn hạn được xem là một công cụ chính sách tiền tệ là có sự thay thế không hoàn hảo giữa tài sản trong nước và tài sản nước ngoài (tìm đọc nghiên cứu của Flood và Leanne (2000) và Lahiri và Végh (2003)). Thật ra, thông lệ phổ biến của ngân hàng trung ương các nước là tăng lãi suất ngắn hạn để bảo vệ một cơ chế tỷ giá hối đoái cố định.

Vậy thì, trên nguyên tắc, việc quan sát mối tương quan giữa lãi suất ngắn hạn được kiểm soát bằng chính sách và chu kỳ kinh tế sẽ giúp ta xác định liệu chính sách tiền tệ có tính nghịch chu kỳ (lãi suất tăng vào những thời kỳ thuận lợi và giảm vào những thời kỳ khó khăn, hàm ý mối tương quan dương hay đồng biến), thuận chu kỳ (lãi suất giảm vào những thời kỳ thuận lợi và tăng vào những thời kỳ khó khăn, hàm ý mối tương quan âm hay nghịch biến), hay không theo chu kỳ (lãi suất không được sử dụng một cách có hệ thống trong chu kỳ kinh tế, thể hiện không có tương quan), như được trình bày trong bảng 3.

Bảng 3. Các chỉ báo tiền tệ: Mối tương quan lý thuyết với chu kỳ kinh tế

	Lãi suất ngắn hạn	Tỉ lệ tăng trưởng tín dụng nội địa của ngân hàng trung ương	Số dư tiền thực (M1 và M2)	Lãi suất thực
Nghịch chu kỳ	+	-	+/0/-	+/0/-

Thuận chu kỳ	-	+	+	-
Không theo chu kỳ	0	0	+	-

Mối tương quan kỳ vọng với các biến số tiền tệ khác thì phức tạp hơn. Khi không có một chính sách lãi suất chủ động, chúng ta kỳ vọng số dư tiền thực (thể hiện qua tổng khối tiền) sẽ cao vào những thời kỳ thuận lợi và thấp vào những thời kỳ khó khăn (nghĩa là tương quan dương với chu kỳ kinh tế) và lãi suất thực sẽ thấp hơn vào những thời kỳ thuận lợi và cao vào những thời kỳ khó khăn (nghĩa là tương quan âm với chu kỳ kinh tế).¹¹ Chính sách lãi suất thuận chu kỳ là chính sách giúp tăng cường xu hướng chu kỳ kinh tế.¹² Một chính sách lãi suất nghịch chu kỳ trên nguyên tắc sẽ dẫn đến số dư tiền thực thấp hơn và lãi suất cao hơn vào những thời kỳ thuận lợi so với mức so sánh của chính sách không chủ động. Trên nguyên tắc, chính sách “ngược chiều gió” (leaning-against-the wind policy) này có thể hữu hiệu đến mức làm cho mối tương quan giữa số dư tiền thực và sản lượng trở nên bằng không hoặc thậm chí trở nên âm và mối tương quan giữa lãi suất thực và chu kỳ kinh tế trở nên bằng không hoặc thậm chí trở nên dương (như trình bày trong bảng 3). Tóm lại – và như thể hiện rõ ràng qua bảng 3- động thái chu kỳ của số dư tiền thực và lãi suất thực sẽ chỉ mang tính chất chỉ báo về tính chu kỳ trong một số ít trường hợp:

- i. Mối tương quan âm hay zero giữa (các cấu phần mang tính chu kỳ của) số dư tiền thực và sản lượng sẽ cho thấy chính sách tiền tệ có tính nghịch chu kỳ. Trong trường hợp này, số dư tiền thực sẽ giảm vào những thời kỳ thuận lợi và tăng vào những thời kỳ khó khăn. Ngược lại, trên nguyên tắc, mối tương quan dương của số dư tiền thực và sản lượng có thể nhất quán với bất kỳ quan điểm chính sách tiền tệ nào.
- ii. Mối tương quan dương hay zero giữa (các cấu phần mang tính chu kỳ của) lãi suất thực và sản lượng sẽ cho thấy chính sách tiền tệ có tính nghịch chu kỳ. Trong trường hợp này, tính nghịch chu kỳ của chính sách lên đến mức cực đoan đến nỗi lãi suất thực tăng lên vào những thời kỳ thuận lợi và giảm xuống vào những thời kỳ khó khăn. Ngược lại, trên nguyên tắc, mối tương quan âm giữa lãi suất thực và sản lượng có thể nhất quán với bất kỳ quan điểm chính sách tiền tệ nào.

Đáng tiếc thay, trên thực tế, thậm chí những cơ sở dữ liệu lớn cũng thường chỉ chứa đựng thông tin về lãi suất qua đêm hay lãi suất rất ngắn hạn của một số rất ít các nước mà thôi. Vì thế, lãi suất mà ta quan sát trên thực tế là lãi suất dài hạn hơn, và vì thế, bao gồm cấu phần mang tính chu kỳ nội sinh (ví dụ, sự thay đổi kỳ vọng về lạm phát, phí đền bù thời hạn, hay phí đền bù rủi ro trong chu kỳ). Nếu tỉ lệ lạm phát theo hướng có tương quan dương đôi chút với chu kỳ kinh tế tại các nước công nghiệp và có tương quan âm với chu kỳ kinh tế tại các nước đang phát triển, sẽ có sự thiên lệch hướng tới kết luận cho rằng chính sách tiền tệ có tính nghịch chu kỳ tại các nước công nghiệp và thuận chu kỳ tại các nước đang phát triển. Để giảm sự thiên lệch này, chúng ta sẽ chọn lãi suất qua đêm hay lãi suất liên ngân hàng bất kỳ khi nào có thể.

¹¹ Tương quan âm giữa lãi suất thực và sản lượng sẽ phát sinh trong mô hình nguồn lực kinh tế tiêu chuẩn (nghĩa là mô hình có sản lượng ngoại sinh) trong đó lãi suất thực cao hiện tại là tín hiệu cho thấy sự khan hiếm hàng hoá hiện tại so với tương lai. Tuy nhiên, trong một nền kinh tế sản xuất chịu ảnh hưởng của các cú sốc công nghệ, mối quan hệ này có thể có dấu ngược lại. Ngoài ra, các cú sốc cầu sẽ dẫn đến lãi suất thực cao hơn trong những thời kỳ thuận lợi, và ngược lại. Ứng với những khả năng khác nhau này, bất kỳ suy luận nào về quan điểm chu kỳ của chính sách tiền tệ rút ra từ động thái của lãi suất nên được xem xét hết sức thận trọng.

¹² Nếu, như một phần của một chính sách tiền tệ thuận chu kỳ, các nhà hoạch định chính sách giảm yêu cầu dự trữ bắt buộc, điều này sẽ dẫn đến số dư tiền thực thậm chí còn cao hơn.

Một công cụ chính sách thứ hai là tỉ lệ tăng trưởng tín dụng nội địa của ngân hàng trung ương trong bất kỳ cơ chế tỷ giá hối đoái nào. Lẽ tự nhiên, mức độ ảnh hưởng của một sự thay đổi tín dụng nội địa cụ thể đối với cơ sở tiền, và vì vậy đối với lãi suất sẽ phụ thuộc vào cơ chế tỷ giá hối đoái cụ thể. Trong cơ chế tỷ giá hối đoái xác định trước (cố định) và có sự thay thế hoàn hảo giữa tài sản nội địa và tài sản nước ngoài, cách tiếp cận tiền tệ đối với cán cân thanh toán cho ta biết rằng sự thay đổi tín dụng nội địa sẽ được bù trừ chính xác bằng sự thay đổi ngược lại trong dự trữ. Tuy nhiên, khi có sự thay thế không hoàn hảo giữa tài sản trong nước và nước ngoài, sự gia tăng tín dụng nội địa sẽ có ảnh hưởng lên cơ sở tiền. Điều đó cũng đúng trong cơ chế tỷ giá thả nổi có kiểm soát, vì sự thay đổi dự trữ sẽ không bù trừ hoàn toàn cho sự thay đổi tín dụng nội địa.

Trong bối cảnh này, một chính sách tiền tệ nghịch chu kỳ sẽ có ý nghĩa làm giảm tỉ lệ tăng trưởng tín dụng nội địa trong thời kỳ thuận lợi và ngược lại (nghĩa là tương quan âm giữa tỉ lệ tăng trưởng tín dụng nội địa và chu kỳ kinh tế). Một chính sách tiền tệ thuận chu kỳ sẽ có ý nghĩa làm tăng tỉ lệ tăng trưởng tín dụng nội địa trong những thời kỳ thuận lợi và ngược lại (nghĩa là tương quan dương). Một chính sách không theo chu kỳ sẽ không làm thay đổi tỉ lệ tăng trưởng tín dụng một cách hệ thống theo chu kỳ kinh tế.¹³ Dĩ nhiên, sự thay đổi tăng trưởng tín dụng nội địa có thể được xem là đối ứng với sự thay đổi lãi suất ngắn hạn, với một sự giảm đi (tăng lên) của tăng trưởng tín dụng nội địa dẫn đến một sự tăng lên (giảm đi) của lãi suất ngắn hạn.

Ngoài việc tính toán mối tương quan trình bày trong bảng trên, chúng tôi sẽ cố gắng tìm hiểu xem chính sách tiền tệ có tính thuận chu kỳ, không theo chu kỳ, hay nghịch chu kỳ thông qua ước lượng quy tắc Taylor cho từng nước mà chúng tôi có số liệu (tìm đọc nghiên cứu của Taylor (1993)). Theo Clarida, Gali và Gertler (1999), chúng tôi xem xét hàm số có dạng như sau:

$$i_t = \alpha + \beta_1 (\pi_t - \bar{\pi}) + \beta_2 y_t^c \quad (1)$$

trong đó i_t là lãi suất ngắn hạn được kiểm soát bằng chính sách, $(\pi_t - \bar{\pi})$ là khoảng cách giữa lạm phát thực tế và trung bình mẫu $\bar{\pi}$, và y_t^c là hồ cách sản lượng, được đo bằng cấu phần mang tính chu kỳ của sản lượng (nghĩa là sản lượng thực tế trừ đi xu hướng) chia cho sản lượng thực tế. Hệ số β_2 trong phương trình (1) sẽ biểu thị quan điểm của chính sách tiền tệ theo chu kỳ kinh tế (xem bảng 4) – ngoài mối quan ngại của cơ quan giám sát tiền tệ về lạm phát, đã được thể hiện bằng hệ số β_1 .

Bảng 4. Quy tắc Taylor

Bản chất của chính sách tiền tệ	Dấu kỳ vọng của β_2
Nghịch chu kỳ	+ và có ý nghĩa thống kê
Thuận chu kỳ	- và có ý nghĩa thống kê
Không theo chu kỳ	Không có ý nghĩa thống kê

Ta có một vài nhận xét về phương trình (1). Thứ nhất, ta giả định rằng lạm phát hiện tại là công cụ dự báo tốt cho lạm phát tương lai. Thứ hai, ta giả định rằng tỉ lệ lạm phát trung bình là điểm hình tốt cho mục tiêu lạm phát ngầm ẩn hay công khai trên cơ sở là xét bình quân mà ngân hàng trung ương sẽ điều hành tỉ lệ lạm phát theo mục tiêu họ mong muốn. Thứ ba, ứng với vấn đề tính

¹³ Tuy nhiên, trên thực tế, sử dụng tín dụng nội địa để đo lường quan điểm chính sách tiền tệ phức tạp hơn nhiều vì lạm phát (đặc biệt tại các nước đang phát triển) có xu hướng cao và biến thiên. Vì thế, tỉ lệ tăng trưởng cao không luôn luôn phản ánh các chính sách mở rộng. Vì lý do này, trong phần thực nghiệm chúng tôi sẽ hạn chế việc nghiên cứu trong phạm vi xem xét lãi suất danh nghĩa ngắn hạn như một công cụ chính sách mà thôi.

nội sinh tiềm tàng, mối quan hệ thể hiện trong phương trình (1) có lẽ tốt nhất nên được lý giải là mối quan hệ hợp nhất dài hạn (long-run cointegrating relationship). Thứ tư, vì ước lượng của chúng tôi dựa trên số liệu hàng năm, nên phương trình (1) không tính đến khả năng có sự hiệu chỉnh dần của lãi suất danh nghĩa về một mức lãi suất mục tiêu. Thứ năm, thông qua ước lượng phương trình (1), chúng tôi chắc chắn không có ý muốn nói rằng mọi nước trong mẫu đều tuân theo cùng một loại quy tắc Taylor xuyên suốt mẫu nghiên cứu. Đúng hơn, chúng tôi xem đây là một cách hữu ích để mô tả mối tương quan giữa lãi suất ngắn hạn và hồ cách sản lượng một khi ta kiểm soát mục tiêu lạm phát ngầm ẩn hay công khai của cơ quan giám sát tiền tệ.

Cho đến giờ đã có vô số nghiên cứu ước lượng các quy tắc Taylor, dù vậy, phần lớn đều giới hạn trong phạm vi các nước phát triển. Ví dụ, đối với nước Mỹ, Nhật Bản, và Đức, Clarida, Gali và Gertler (1997) tường thuật rằng trong thời kỳ sau năm 1979, hệ số của biến số lạm phát lớn hơn 1 và có ý nghĩa thống kê (cho thấy rằng, phản ứng trước sự gia tăng lạm phát kỳ vọng, ngân hàng trung ương đã tăng lãi suất danh nghĩa đủ để làm tăng lãi suất thực) và hệ số của hồ cách sản lượng có giá trị dương và có ý nghĩa thống kê, ngoại trừ đối với nước Mỹ. Nói cách khác, và sử dụng thuật ngữ trình bày trong bảng 4, từ năm 1979, Nhật Bản và Đức đã theo đuổi chính sách tiền tệ nghịch chu kỳ (hạ lãi suất vào những thời kỳ khó khăn và tăng lãi suất vào những thời kỳ thuận lợi) nhưng chính sách tiền tệ ở nước Mỹ thì không theo chu kỳ. Tuy nhiên, trong thời kỳ trước năm 1979, Cục Dự trữ liên bang cũng theo đuổi chính sách tăng trưởng nghịch chu kỳ (tìm đọc nghiên cứu của Clarida, Gertler và Gali (1999)). Đối với Peru, sử dụng sự thay đổi cơ sở tiền như một biến phụ thuộc và bổ sung thêm một số hạng liên quan đến sự biến thiên của tỷ giá hối đoái thực so với xu hướng, Moron và Castro (2000) nhận thấy rằng chính sách tiền tệ có tính nghịch chu kỳ. Đối với Chile, Corbo (2000) phát hiện rằng chính sách tiền tệ không phản ứng trước sản lượng (nghĩa là không theo chu kỳ).

Theo tư liệu lý thuyết, có những nghiên cứu sâu rộng về cách thức làm thế nào suy ra quy tắc Taylor về mặt lý thuyết trong bối cảnh các mô hình Keynes (ví dụ, tìm đọc nghiên cứu của Clarida, Gertler và Gali (1999)). Tư liệu này sẽ hợp lý hoá chính sách tiền tệ nghịch chu kỳ trên cơ sở sự gia tăng (giảm sút) của hồ cách sản lượng (nghĩa là sản lượng thực tế trừ đi xu hướng) kêu gọi lãi suất cao hơn (thấp hơn) để giảm (tăng) tổng cầu. Chính sách tiền tệ không theo chu kỳ có thể được hợp lý hoá theo mô hình tân cổ điển về chính sách tiền tệ tối ưu, kêu gọi duy trì lãi suất danh nghĩa gần bằng không (tìm đọc nghiên cứu của Chari và Kehoe (1999)). Chi phí thu thuế thông thường có thể giúp giải thích một cách tối ưu cho mức thuế suất danh nghĩa có giá trị dương, nhưng vẫn không đổi theo chu kỳ kinh tế (tìm đọc nghiên cứu của Calvo và Végh (1999) và các tài liệu tham khảo trong đó). Một vài câu chuyện được đưa ra nhằm giải thích chính sách ngân sách thuận chu kỳ đề cập trên đây cũng có thể được sử dụng để giải thích chính sách tiền tệ thuận chu kỳ nếu lãi suất danh nghĩa là một phần của hệ thống chính sách sẵn có đối với nhà lập kế hoạch Ramsey. Cách giải thích chính sách tiền tệ thuận chu kỳ mà không dựa vào chính sách ngân sách có thể bao gồm nhu cầu bảo vệ nội tệ trong cơ chế tỷ giá hối đoái linh hoạt (Lahiri và Végh (2004)) – mà trong những thời kỳ khó khăn sẽ kêu gọi lãi suất cao hơn nhằm bảo vệ nội tệ không bị mất giá thêm – và các mô hình trong đó lãi suất cao hơn có thể mang lại một tín hiệu về dự định của các nhà hoạch định chính sách (tìm đọc nghiên cứu của Drazen (2000)). Trong các mô hình này, việc xây dựng “độ tin cậy” vào những thời kỳ khó khăn có thể kêu gọi lãi suất cao hơn.

II.4. Đo lường những thời kỳ “thuận lợi” và “khó khăn”

Không phải tất cả các nền kinh tế tiên tiến đều xác định các điểm ngoặt của chu kỳ kinh tế một cách rõ ràng như định nghĩa của Văn phòng Nghiên cứu kinh tế quốc gia (NBER) của nước Mỹ. Đối với các nền kinh tế đang phát triển, nơi mà số liệu hàng quý của tài khoản thu nhập quốc gia

trong điều kiện tốt nhất cũng chỉ mới gần đây và thường không có, thậm chí người ta còn biết ít hơn về các biến động kinh tế và các điểm uốn của chu kỳ kinh tế. Vì thế, để theo đuổi mục tiêu đánh giá quan điểm chu kỳ của các dòng vốn và chính sách kinh tế vĩ mô, chúng tôi phải xây dựng một số tiêu chí nhằm phân loại tình hình kinh tế thành những thời kỳ “thuận lợi” và “khó khăn”. Sử dụng một tiếp cận chiết trung để phân loại, chúng tôi sẽ tiến hành theo ba kỹ thuật khác nhau: một tiếp cận phi thông số và hai kỹ thuật sàng lọc thường được sử dụng trong tư liệu nghiên cứu.

Tiếp cận phi thông số cốt yếu là chia mẫu nghiên cứu ra thành những thời kỳ, trong đó tăng trưởng GDP thực hàng năm cao hơn trung vị (“thời kỳ thuận lợi”) và những thời kỳ trong đó tăng trưởng giảm xuống dưới mức trung vị (“thời kỳ khó khăn”). Trung vị phù hợp là điểm ngưỡng giới hạn được tính trên cơ sở từng nước. Sau đó, chúng tôi tính “biên độ” của chu kỳ theo các biến số khác nhau thông qua so sánh động thái của biến số đang xem xét vào thời kỳ thuận lợi và thời kỳ khó khăn. Chúng tôi cũng lưu ý rằng, cho dù tăng trưởng dưới mức trung vị không nhất thiết là tín hiệu của sự suy thoái, nhưng việc giới hạn định nghĩa suy thoái trong phạm vi chỉ liên quan đến những thời kỳ tăng trưởng GDP âm là một định nghĩa quá hẹp về thời kỳ khó khăn đối với những nước có tỉ lệ tăng trưởng dân số nhanh (chiếm đa số trong mẫu nghiên cứu), tăng trưởng năng suất nhanh, hay những nước ít khi gặp suy thoái theo tiêu chuẩn của NBER. Tiếp cận có điểm hấp dẫn là nó không sử dụng thông số và không gặp phải những vấn đề ước lượng thông thường vẫn phát sinh khi tất cả các biến số xem xét là các biến nội sinh tiềm năng.

Hai tiếp cận khác bao gồm việc tách chuỗi số liệu theo thời gian thành xu hướng ngẫu nhiên và cấu phần mang tính chu kỳ thông qua sử dụng hai bộ lọc phổ biến: bộ lọc Hodrick- Prescott (HP) thường gặp và bộ lọc dải thông (band-pass) đã được triển khai trong nghiên cứu của Baxter và King (1999). Sau khi tách hai chuỗi số liệu này thành xu hướng và cấu phần mang tính chu kỳ, chúng tôi báo cáo các mối tương quan từng đôi giữa cấu phần mang tính chu kỳ của GDP, dòng vốn vào ròng, và các chỉ báo ngân sách và tiền tệ cho từng nhóm trong bốn nhóm thu nhập. Các mối tương quan này được sử dụng để thiết lập sự thay đổi đồng thời cùng một lúc, nhưng có một lĩnh vực màu mỡ cho các nghiên cứu tương lai là phân tích các mô thức nhân quả tiềm ẩn về mặt thời gian.

III. BỨC TRANH TỔNG QUÁT

Phần này trình bày tổng quan về các sự kiện định hình kiểu cách/mô thức chính mà chúng tôi đã phát hiện, việc phân tích chi tiết hơn các kết quả sẽ được thực hiện trong các phần tiếp theo.¹⁴ Mục đích của chúng tôi ở đây là so sánh các nước OECD và các nước đang phát triển (nghĩa là các nước ngoài OECD) và tổng hợp các phát hiện theo dạng các sự kiện định hình kiểu cách/mô thức chính. Cần nhấn mạnh rằng chúng tôi không cố gắng xác định các thông số “cơ cấu” nền tảng hay các “cú sốc” có thể dẫn tới những sự kiện đều đặn về thực nghiệm này, mà chỉ cố gắng tìm hiểu mối tương quan “dưới dạng rút gọn” ẩn dấu trong số liệu mà thôi. Các phát hiện của chúng tôi có thể được tóm tắt theo bốn sự kiện định hình kiểu cách hay mô thức sau đây:

Sự kiện số 1. Các dòng vốn vào ròng có tính thuận chu kỳ tại hầu hết các nước OECD và các nước đang phát triển.

¹⁴ Số liệu của chúng tôi bao gồm 104 nước trong giai đoạn 1960-2003 (ngày bắt đầu của từng chuỗi số liệu khác nhau giữa các nước và các chỉ báo). Xem nguồn số liệu trong phụ lục bảng 1 và danh sách các nước trong phụ lục bảng 2.

Điều này được minh họa trong hình 1, biểu thị mối tương quan giữa các cấu phần mang tính chu kỳ của các dòng vốn vào ròng và GDP. Như thể hiện qua biểu đồ, phần lớn các nước biểu thị mối tương quan dương, cho thấy rằng các nước có xu hướng vay mượn vào những thời kỳ thuận lợi và hoàn trả vào những thời kỳ khó khăn.

Sự kiện số 2. Chính sách ngân sách của các nước OECD nhìn chung hoặc có tính nghịch chu kỳ, hoặc không theo chu kỳ. Ngược lại rất rõ ràng, chính sách ngân sách của các nước đang phát triển chủ yếu có tính thuận chu kỳ.

Các hình 2-4 minh họa sự khác biệt quan trọng trong chính sách ngân sách của các nước tiên tiến và các nước đang phát triển. Hình 2 mô tả mối tương quan giữa các cấu phần mang tính chu kỳ của GDP thực và chi tiêu chính phủ thực. Như thể hiện rõ qua biểu đồ, phần lớn các nước OECD có tương quan âm trong khi phần lớn các nước đang phát triển có tương quan dương. Hình 3 trình bày sự khác biệt giữa thay đổi phần trăm của chi tiêu chính phủ khi tăng trưởng GDP trên mức trung vị (thời kỳ thuận lợi) và khi tăng trưởng GDP dưới mức trung vị (thời kỳ khó khăn). Đồ thị này mang lại một số đo *biên độ* của chu kỳ chính sách ngân sách: những con số âm lớn cho thấy rằng tăng trưởng chi tiêu chính phủ thực cao hơn đáng kể vào những thời kỳ khó khăn (và như vậy chính sách rất nghịch chu kỳ), trong khi những con số dương lớn cho thấy tăng trưởng chi tiêu chi phí thực thấp hơn đáng kể vào những thời kỳ khó khăn (và như vậy chính sách rất thuận chu kỳ). Trong mẫu của chúng tôi, trường hợp cực đoan nhất về tính thuận chu kỳ là ứng với Liberia; ở nước này, tăng trưởng chi tiêu chính phủ thực vào những thời kỳ thuận lợi cao hơn 32,4 điểm phần trăm so với những thời kỳ khó khăn, trong khi những trường hợp cực đoan nhất về tính nghịch chu kỳ là Sudan và Đan Mạch, ở đó, tăng trưởng chi tiêu chính phủ thực trong những thời kỳ suy thoái thấp hơn 7 điểm phần trăm. Hơn nữa, ngoài một chu kỳ biến động hơn – và như Aguiar và Gopinath (2004) chứng minh đối với một số nước thị trường mới nổi lớn hơn – chính bản thân cấu phần xu hướng của sản lượng cũng biến động mạnh, mà điều này cũng thể hiện trong số đo biên độ này. Cuối cùng, hình 4 trình bày mối tương quan giữa các cấu phần mang tính chu kỳ của sản lượng và thuế lạm phát. Mối tương quan âm cho thấy rằng chính sách ngân sách có tính thuận chu kỳ vì nó ngầm thể hiện rằng thuế suất lạm phát thấp hơn vào những thời kỳ thuận lợi. Hình 4 cho thấy rõ ràng hầu hết các nước OECD có tương quan dương (chính sách nghịch chu kỳ) trong khi hầu hết các nước đang phát triển có tương quan âm (chính sách thuận chu kỳ).

Sự kiện số 3. Chính sách tiền tệ tại hầu hết các nước OECD có tính nghịch chu kỳ, trong khi chính sách tiền tệ của các nước đang phát triển phần lớn có tính thuận chu kỳ hoặc không theo chu kỳ.

Điều này được minh họa trong hình 5 thông qua lãi suất cho vay danh nghĩa. Kết quả cũng phù hợp với các lãi suất danh nghĩa khác (bao gồm các số đo khác nhau của lãi suất chính sách), như sẽ được mô tả trong phần tiếp theo. Chúng tôi sử dụng lãi suất cho vay vì nó tương quan mạnh với lãi suất chính sách, đồng thời mức độ bao trùm của số liệu toàn diện hơn.

Sự kiện số 4. Tại các nước đang phát triển, chu kỳ dòng vốn và chu kỳ chính sách kinh tế vĩ mô tăng cường lẫn nhau (chúng tôi gọi mối quan hệ đồng biến này là hiện tượng “trời mưa , nước trút”).

Nói cách khác, các chính sách kinh tế vĩ mô có tính chất mở rộng khi dòng vốn đang chảy vào và thu hẹp khi dòng vốn đang chảy ra. Điều này được minh họa trong các hình từ 6 đến 8. Hình 6 cho thấy rằng phần lớn các nước đang phát triển có tương quan dương giữa các cấu phần mang tính chu kỳ của chi tiêu chính phủ và dòng vốn vào ròng, nhưng mối tương quan này xem ra

không phải là xu hướng chung cho các nước OECD. Theo cùng một mạch nhận định tương tự, hình 7 cho thấy rằng tại các nước đang phát triển, tương quan giữa các cấu phần mang tính chu kỳ của dòng vốn vào ròng và thuế lạm phát hầu hết đều là tương quan âm, trong khi không có xu hướng rõ rệt tại các nước OECD. Cuối cùng, hình 8 thể hiện chủ yếu là mối tương quan âm giữa các cấu phần mang tính chu kỳ của dòng vốn vào ròng và lãi suất cho vay danh nghĩa đối với các nước đang phát triển, cho thấy rằng dòng vốn và chu kỳ chính sách tiền tệ tăng cường lẫn nhau. Điều này xem ra ngược lại tại các nước OECD.

IV. BẢNG CHỨNG THÊM VỀ CHU KỲ KINH TẾ, CHU KỲ DÒNG VỐN VÀ CHU KỲ CHÍNH SÁCH

Phần này xem xét sâu xa hơn bốn sự kiện trình bày trong phần trên thông qua xem xét các định nghĩa khác nhau về chính sách tiền tệ và ngân sách, sử dụng các phương pháp khác nhau để xác định các mô thức có tính chu kỳ trong hoạt động kinh tế, các dòng vốn quốc tế, và chính sách kinh tế vĩ mô, và phân chia mẫu theo một số bình diện. Nói cụ thể ra, và như đã thảo luận trong phần II trên đây, chúng tôi sẽ sử dụng ba tiếp cận khác nhau để định nghĩa thời kỳ thuận lợi và thời kỳ khó khăn: một tiếp cận phi thông số cho phép chúng tôi định lượng *biên độ* của các chu kỳ và hai kỹ thuật lọc tiêu chuẩn hơn: bộ lọc Hodrick- Prescott và bộ lọc dải thông.

IV. 1 Các dòng vốn

Các bảng từ 5 đến 7 trình bày những bằng chứng bổ sung về *sự kiện số 1* (nghĩa là các dòng vốn vào ròng có tính thuận chu kỳ tại hầu hết các nước OECD và các nước đang phát triển).

Bảng 5. Biên độ của chu kỳ dòng vốn

Các nước	Dòng vốn vào ròng/GDP		
	Thời kỳ thuận lợi (1)	Thời kỳ khó khăn (2)	Biên độ (1)-(2)
OECD	0,5	0,4	0,1
Các nước thu nhập trung bình cao	4,4	3,0	1,4
Các nước thu nhập trung bình thấp	4,2	3,0	1,2
Các nước thu nhập thấp	3,9	3,6	0,3

Chú thích: Dòng vốn vào ròng/GDP được biểu thị theo tỉ lệ phần trăm.

Thời kỳ thuận lợi (khó khăn) được định nghĩa là những năm mà tăng trưởng GDP cao hơn (thấp hơn) trung vị.

Nguồn: IMF, Triển vọng kinh tế thế giới.

Bảng 5 cho thấy tỉ lệ các dòng vốn vào ròng trên GDP vào những thời kỳ thuận lợi có xu hướng lớn hơn so với những thời kỳ khó khăn đối với tất cả các nhóm nước; điều này biểu thị các dòng vốn vào ròng có tính thuận chu kỳ (nhớ lại bảng 1 rằng tương quan dương giữa tỉ lệ dòng vốn vào trên GDP và GDP thực có nghĩa là dòng vốn vào ròng có tính thuận chu kỳ).^{15 16} Tỉ lệ dòng vốn vào trên GDP trong những thời kỳ khó khăn giảm nhiều nhất ở các nền kinh tế thu nhập trung bình cao (1,4 phần trăm GDP). Điều này xem ra không có gì ngạc nhiên vì ta đã lưu ý rằng nhóm nước này tiếp cận với các thị trường vốn tư nhân quốc tế một cách không liên tục, một phần do lịch sử vỡ nợ hàng loạt của họ.¹⁷

¹⁵ Dựa vào số liệu của 33 nước nghèo trong khoảng thời gian 25 năm, Pallage và Robe (2001) kết luận rằng viện trợ nước ngoài cũng có tính thuận chu kỳ; điều này nhất quán với thông điệp chung của chúng tôi.

¹⁶ Chúng tôi cũng nhận thấy rằng, đối với hai nhóm nước thu nhập trung bình, thâm hụt tài khoản vãng lai trong những thời kỳ thuận lợi cũng lớn hơn so với những thời kỳ khó khăn; điều này cũng nhất quán với dòng vốn vào có tính thuận chu kỳ.

¹⁷ Tìm đọc nghiên cứu của Reinhart, Rogoff và Savastano (2003).

Xu hướng của thứ hạng tín dụng quốc tế như Chỉ số nhà đầu tư thể chế (Institutional Investor Index), cũng giúp ta hiểu thêm về sự tiếp cận thị trường vốn.¹⁸ Như thảo luận trong nghiên cứu của Reinhart, Rogoff và Savastano (2003), ở những thứ hạng rất thấp (các nước thu nhập thấp), xác suất vỡ nợ đủ cao để các nước hoàn toàn bị đóng cửa trước thị trường vốn tư nhân quốc tế, trong khi thứ hạng cao là dấu hiệu của sự tiếp cận thị trường không bị gián đoạn. Các quan sát này được xác nhận trong bảng 6 và 7. Bảng 6 cho thấy thực chất không có sự khác biệt về thứ hạng tín dụng trong thời kỳ thuận lợi và thời kỳ khó khăn đối với các nền kinh tế OECD giàu có và các nước thu nhập thấp. Sự khác biệt lớn nhất về thứ hạng tín dụng giữa thời kỳ thuận lợi và thời kỳ khó khăn là đối với các nước thu nhập trung bình; ở những nước này thứ hạng tín dụng có tính thuận chu kỳ (nghĩa là thứ hạng cao vào những thời kỳ thuận lợi và thứ hạng thấp vào những thời kỳ khó khăn).

Bảng 6. Thứ hạng tín dụng quốc tế

Các nước	Thứ hạng nhà đầu tư thể chế		
	Thời kỳ thuận lợi (1)	Thời kỳ khó khăn (2)	Biên độ (1)-(2)
OECD	78,5	78,4	0,1
Các nước thu nhập trung bình cao	42,2	40,4	1,8
Các nước thu nhập trung bình thấp	32,9	30,8	2,1
Các nước thu nhập thấp	24,2	24,2	0,0

Chú thích: Thời kỳ thuận lợi (khó khăn) được định nghĩa là những năm có tăng trưởng GDP cao hơn (thấp hơn) trung vị.

Nguồn: Nhà đầu tư thể chế và IMF, Triển vọng kinh tế thế giới.

Mô thức “chữ U” cũng thể hiện rõ trong tính biến động của thứ hạng tín dụng. Bảng 7 trình bày số liệu thống kê mô tả cơ bản về tăng trưởng và thứ hạng nhà đầu tư thể chế. Ta không ngạc nhiên khi thấy thứ hạng của các nền kinh tế OECD ổn định hơn nhiều (hệ số biến thiên là 0,06) nhưng sự tăng trưởng cũng ổn định như thế, với hệ số biến thiên là 0,8. Bất chấp sự kiện sản lượng biến động nhất trong nhóm nền kinh tế thu nhập thấp (với hệ số biến thiên 1,6, gấp hai lần của nhóm nước OECD), thứ hạng tín dụng của nhóm nước này ổn định hơn nhiều so với hai nhóm nước thu nhập trung bình (với hệ số biến thiên lần lượt là 0,18 và 0,23).

Bảng 7. Thứ hạng tín dụng và GDP thực: Số liệu thống kê mô tả

Số liệu thống kê	Các nước			
	OECD	Thu nhập trung bình cao	Thu nhập trung bình thấp	Thu nhập thấp
Chỉ số nhà đầu tư có tổ chức: 1979-2003				
Hệ số biến thiên	0,06	0,22	0,23	0,18
Trung bình	79,9	41,5	32,0	21,8
Tăng trưởng GDP thực: 1960-2003				
Hệ số biến thiên	0,80	1,20	1,20	1,60
Trung bình	3,90	4,90	4,70	3,30

Nguồn: Nhà đầu tư thể chế và IMF, Triển vọng kinh tế thế giới.

¹⁸ Thứ hạng nhà đầu tư có tổ chức, được biên soạn hai năm một lần, dựa vào thông tin được cung cấp bởi các nhà kinh tế học và các nhà phân tích rủi ro quốc gia tại các công ty chứng khoán và các ngân hàng toàn cầu hàng đầu. Việc xếp hạng này sẽ đánh giá từng quốc gia theo thang điểm từ không đến 100; trong đó điểm 100 được chấm cho những nước có nguy cơ vỡ nợ thấp nhất đối với các nghĩa vụ nợ chính phủ.

Cuối cùng, bảng 8 trình bày các mối tương quan (sử dụng hai bộ lọc khác nhau) giữa cầu phần mang tính chu kỳ của GDP thực và các dòng vốn vào ròng.¹⁹ Các mối tương quan này là đồng biến và có ý nghĩa thống kê đối với tất cả bốn nhóm nước và cả hai bộ lọc. Ta không ngạc nhiên khi thấy sự tương quan thể hiện mạnh nhất đối với các nước OECD và thu nhập trung bình cao, và thể hiện yếu nhất đối với các nước thu nhập thấp. Các kết quả này khẳng định ý tưởng là các dòng vốn vào quả thật có tính thuận chu kỳ đối với cả các nước công nghiệp và các nước đang phát triển.

Bảng 8. Mối tương quan giữa các cầu phần mang tính chu kỳ của các dòng vốn vào ròng và GDP thực

Các nước	Mối tương quan	
	Bộ lọc HP	Bộ lọc dài thông
OECD	0,30*	0,25*
Các nước thu nhập trung bình cao	0,35*	0,26*
Các nước thu nhập trung bình thấp	0,24*	0,20*
Các nước thu nhập thấp	0,16*	0,10*

Chú thích: Dấu sao (*) thể hiện ý nghĩa thống kê ở mức 10 phần trăm.

Nguồn: IMF, Thống kê tài chính quốc tế và Triển vọng kinh tế thế giới.

IV.2. Chính sách ngân sách

Về *sự kiện số 2* (nghĩa là chính sách ngân sách tại các nước OECD nói chung hoặc có tính nghịch chu kỳ, hoặc không theo chu kỳ, trong khi tại các nước đang phát triển, chính sách ngân sách chủ yếu có tính thuận chu kỳ), bảng 9 cho ta một số đo biên độ chu kỳ chính sách ngân sách thông qua trình bày sự chênh lệch giữa thay đổi chi tiêu chính phủ thực khi GDP tăng trưởng trên mức trung vị và khi GDP tăng trưởng dưới mức trung vị, ứng với sáu số đo khác nhau về chi tiêu chính phủ. Theo định nghĩa này, biên độ dương cho thấy chi tiêu chính phủ có tính thuận chu kỳ. Thuế lạm phát cũng được bao gồm như một chỉ báo ngân sách còn lại, với biên độ âm thể hiện một thuế suất thuận chu kỳ. Như đã lập luận trong phần 2, chi tiêu chính phủ và thuế suất lạm phát là những chỉ báo tốt nhất để xem xét khả năng phân biệt giữa các quan điểm khác nhau về tính chu kỳ của chính sách (nhớ lại bảng 3). Các chỉ báo khác, như số dư ngân sách hay số thu thuế, truyền đạt ít thông tin hơn.

Khía cạnh ấn tượng của bảng 9 là, như thể hiện qua cột cuối cùng, biên độ của chu kỳ chi tiêu ngân sách tại các nước ngoài OECD lớn đáng kể ứng với mọi số đo chi tiêu ngân sách. Điều này cho thấy rằng, đặc biệt với hai nhóm nước thu nhập trung bình, chính sách ngân sách chẳng những thuận chu kỳ, mà còn thuận chu kỳ một cách rõ rệt. Ngược lại, số liệu tương ứng của các nước OECD tương đối nhỏ, dù vẫn có giá trị dương; xét bình quân, điều đó thể hiện một chính sách ngân sách không theo chu kỳ.

Hơn nữa, dựa vào tính toán biên độ chu kỳ chi tiêu ngân sách theo từng nước làm nền tảng cho bảng 9 (được minh họa trong hình 3), kết luận rằng chính sách ngân sách của các nước ngoài OECD có tính thuận chu kỳ cũng được xác nhận. Ví dụ, đối với chi tiêu của chính phủ trung ương thực, 94% các nước thu nhập thấp có biên độ dương. Đối với các nước thu nhập trung bình thấp, con số này là 91%. Ấn tượng hơn, mọi nước trong nhóm nước thu nhập trung bình cao đều

¹⁹ Bảng 8, 10, 12, và 14 trình bày mối tương quan quốc gia bình quân cho nhóm nước đã nêu. Chúng tôi sử dụng phép kiểm định t để xác nhận những nơi giá trị bình quân khác không có ý nghĩa thống kê.

có chính sách ngân sách thuận chu kỳ. Ngược lại, với các nước OECD, có sự chia đều giữa các nước thuận chu kỳ và nghịch chu kỳ.

Bảng 9. Biên độ của chu kỳ chính sách ngân sách

Các chỉ báo ngân sách	Tăng các chỉ báo ngân sách		
	Thời kỳ thuận lợi (1)	Thời kỳ khó khăn (2)	Biên độ (1)-(2)
Các nước OECD			
Chính phủ trung ương:			
Chi tiêu (WEO)	3,4	3,1	0,3
Chi hiện hành trừ thanh toán lãi vay	4,2	2,8	1,4
Chi hàng hoá và dịch vụ	3,0	2,0	1,0
Chi tiền lương và tiền công	2,6	1,3	1,3
Ngân sách chính phủ hợp nhất			
Chi tiêu (WEO)	3,6	3,2	0,4
Chi hiện hành trừ thanh toán lãi vay	4,1	3,5	0,6
Thuế lạm phát, $\pi/(1 + \pi)$	4,5	5,4	-0,9
Các nước thu nhập trung bình cao			
Chính phủ trung ương:			
Chi tiêu (WEO)	8,1	0,0	8,1
Chi hiện hành trừ thanh toán lãi vay	9,6	-0,1	9,7
Chi hàng hoá và dịch vụ	8,1	-0,3	8,4
Chi hàng hoá và dịch vụ	8,3	0,4	7,9
Ngân sách chính phủ hợp nhất			
Chi tiêu (WEO)	6,9	-0,1	7,0
Chi hiện hành trừ thanh toán lãi vay	7,6	1,8	5,8
Thuế lạm phát, $\pi/(1 + \pi)$	10,9	13,1	-2,2
Các nước thu nhập trung bình thấp			
Chính phủ trung ương:			
Chi tiêu (WEO)	6,7	2,7	4,0
Chi hiện hành trừ thanh toán lãi vay	9,3	3,1	6,2
Chi hàng hoá và dịch vụ	9,7	3,6	6,1
Chi hàng hoá và dịch vụ	8,9	4,2	4,7
Ngân sách chính phủ hợp nhất			
Chi tiêu (WEO)	6,4	2,5	3,9
Chi hiện hành trừ thanh toán lãi vay	8,5	-2,1	10,6
Thuế lạm phát, $\pi/(1 + \pi)$	8,7	10,1	-1,4
Các nước thu nhập thấp			
Chính phủ trung ương:			
Chi tiêu (WEO)	8,3	-0,2	8,5
Chi hiện hành trừ thanh toán lãi	5,0	0,5	4,5
Chi hàng hoá và dịch vụ	5,1	0,6	4,5
Chi tiền lương và tiền công	4,0	0,8	3,2
Ngân sách chính phủ hợp nhất			
Chi tiêu (WEO)	7,3	-0,5	7,8
Chi hiện hành trừ thanh toán lãi vay	5,7	-0,4	6,1
Thuế lạm phát, $\pi/(1 + \pi)$	9,4	12,4	-3,0

Chú thích: Tất cả số liệu được lấy từ Quỹ Tiền tệ Quốc tế, *Thống kê tài chính chính phủ* trừ khi có ghi chú khác. Sự gia tăng các chỉ báo chỉ tiêu ngân sách là tỉ lệ phần trăm tăng trưởng thực bình quân hàng năm. Số liệu thuế lạm phát được nhân cho 100. Sự gia tăng thuế lạm phát tiêu biểu cho sự thay đổi bình quân của chỉ báo này.

Thời kỳ thuận lợi (khó khăn) được định nghĩa là những năm có tăng trưởng GDP trên (dưới) mức trung vị.

Nguồn: IMF, Thống kê tài chính chính phủ, và Triển vọng kinh tế thế giới (WEO).

Chuyển sang thuế suất lạm phát, $\pi/(1 + \pi)$, cả bốn nhóm nước đều thể hiện chính sách ngân sách thuận chu kỳ. Biên độ lớn nhất là đối với nhóm nước thu nhập thấp (3 điểm phần trăm) và nhỏ nhất là đối với nhóm nước OECD (0,9 điểm phần trăm).²⁰ Ta không ngạc nhiên khi thấy sự gia tăng thuế suất lạm phát đạt cao nhất trong những thời kỳ suy thoái (13,1 phần trăm) tại các nước thu nhập trung bình cao (bao gồm những nước lạm phát cao kinh niên như Argentina, Bazil, và Uruguay) và đạt thấp nhất tại các nước OECD ở mức 5,4 phần trăm.

Bảng 10. Mối tương quan giữa chính sách ngân sách, GDP thực, và các dòng vốn vào ròng

Các nước	Chính phủ trung ương				Chi tiêu chính phủ hợp nhất	Chi chính phủ hợp nhất trừ thanh toán lãi vay	Thuế lạm phát
	Chi tiêu	Chi tiêu trừ thanh toán lãi vay	Chi hàng hoá dịch vụ	Chi tiền lương và tiền công			
Bộ lọc HP							
Tương quan với GDP thực							
OECD	-0,13*	-0,05	-0,06	-0,15*	-0,06	-0,07	0,16*
Thu nhập trung bình cao	0,38*	0,10	0,08	0,01	0,43*	0,10	-0,15*
Thu nhập trung bình thấp	0,22*	0,13	0,07	0,03	0,20*	0,12	-0,09*
Thu nhập thấp	0,38*	0,24*	0,54*	0,59*	0,37*	0,17*	-0,20*
Tương quan với các dòng vốn vào ròng							
OECD	0,03	0,05	0,04	0,04	0,09	0,03	0,04
Thu nhập trung bình cao	0,25*	0,22*	0,28*	0,27*	0,25*	0,20*	-0,31*
Thu nhập trung bình thấp	0,16*	0,11	0,13	0,12	0,18*	0,13	-0,14*
Thu nhập thấp	0,20*	0,05	0,20	0,37	0,24*	-0,16	-0,09*
Bộ lọc dài thông							
Tương quan với GDP thực							
OECD	-0,05	-0,15*	-0,11	-0,20*	-0,02	-0,12	0,15*
Thu nhập trung bình cao	0,53*	0,19*	0,23*	0,13	0,44*	0,23*	-0,13*
Thu nhập trung bình thấp	0,29*	0,29*	0,26*	0,23*	0,23*	0,23*	-0,10*
Thu nhập thấp	0,46*	0,42*	0,53*	0,59*	0,34*	0,32*	-0,16*
Tương quan với dòng vốn vào ròng							
OECD	0,07	0,08	0,05	0,04	0,14*	0,00	0,02
Thu nhập trung bình cao	0,19*	0,12	0,28*	0,25*	0,16*	0,09	-0,25*
Thu nhập trung bình thấp	0,14*	0,08	0,05	0,10	0,16*	0,11	-0,10*
Thu nhập thấp	0,19*	0,25*	0,27*	0,39*	0,22*	0,13	-0,07*

Chú thích: Dấu sao (*) biểu thị ý nghĩa thống kê ở mức 10 phần trăm.

Nguồn: IMF, Triển vọng kinh tế thế giới.

²⁰ Các con số về thuế suất lạm phát được nhân cho 100.

Bảng 10 trình bày tương quan từng đôi cho các số đo chỉ tiêu đã trình bày trong bảng 9 cũng như cho thuế suất lạm phát. Về mối tương quan giữa các cấu phần mang tính chu kỳ của GDP và chỉ tiêu chính phủ, đặc điểm đáng chú ý nhất của các kết quả trình bày trong bảng 10 là: đối với ba nhóm nước đang phát triển, toàn bộ 36 mối tương quan trình bày trong bảng 10 (18 mối tương quan trên một bộ lọc) đều là tương quan dương bất kể sử dụng chuỗi số liệu chỉ tiêu nào hay loại bộ lọc nào. Ngược lại, toàn bộ 12 mối tương quan của các nước OECD đều là tương quan âm (cho dù thấp). Điều này không phải ý muốn nói rằng mối quan hệ giữa chỉ tiêu ngân sách và chu kỳ kinh tế là một mối quan hệ cực kỳ chặt chẽ (một vài số liệu trong bảng 10 cho thấy tương quan thấp, khác không và không có ý nghĩa thống kê, nhất quán với xu hướng không theo chu kỳ như định nghĩa trong bảng 2). Tuy nhiên, khi ta xem xét các kết quả này, ta thấy rõ ràng là đối với các nước ngoài OECD (chỉ ít căn cứ theo bài tập thực nghiệm này), chính sách ngân sách dứt khoát là có tính thuận chu kỳ.²¹

Về thuế lạm phát, các kết quả ứng với cả hai bộ lọc đều trùng nhau: mối tương quan giữa các cấu phần mang tính chu kỳ của GDP và thuế lạm phát đều là tương quan dương và có ý nghĩa thống kê đối với các nước OECD (cho thấy chính sách ngân sách nghịch chu kỳ), là tương quan âm và có ý nghĩa thống kê đối với tất cả nước nhóm nước đang phát triển (cho thấy chính sách ngân sách thuận chu kỳ).

Bảng 10 cũng trình bày bằng chứng về mối quan hệ giữa các dòng vốn và chính sách ngân sách. Tiền đề của chúng tôi là: chu kỳ dòng vốn có thể ảnh hưởng đến các chính sách kinh tế vĩ mô tại các nước đang phát triển, đặc biệt tại các nền kinh tế biến động cao, bao gồm các nước thu nhập trung bình cao. Vì mục đích này, sử dụng hai bộ lọc HP và dải thông, chúng tôi trình bày các mối tương quan của các cấu phần mang tính chu kỳ của các biến số ngân sách và dòng vốn vào ròng. Điểm nổi bật là, tất cả ngoại trừ một trong 36 mối tương quan (18 mối tương quan trên một bộ lọc) của các nước ngoài OECD đều là tương quan dương, trong số đó có 21 mối tương quan khác không đáng kể. Đây là bằng chứng rõ ràng hỗ trợ cho ý tưởng là chu kỳ chỉ tiêu ngân sách quan hệ đồng biến với chu kỳ dòng vốn vào (*sự kiện số 4.*) Bằng chứng này đặc biệt mạnh đối với các nước thu nhập trung bình cao (với 10 trong số 12 mối tương quan là có ý nghĩa thống kê). Dĩ nhiên chúng tôi không có ý muốn rút ra suy luận về tính nhân quả từ các mối tương quan đôi này, nhưng chẳng phải là không hợp lý khi kỳ vọng rằng một mối quan hệ nhân quả xem ra hợp lý có thể đi từ dòng vốn sang chỉ tiêu ngân sách - một vấn đề rõ ràng cần được tìm hiểu nhiều hơn. Ngạc nhiên hơn là bằng chứng cho thấy mối quan hệ giữa chu kỳ chỉ tiêu ngân sách và dòng vốn cũng quan trọng đối với các nước thu nhập thấp (phần lớn những nước này ít được tiếp cận với thị trường vốn quốc tế). Xem ra rất bổ ích nếu ta tìm hiểu xem thử kết quả này là nhờ ở mối quan hệ giữa các chu kỳ trong giá hàng hoá và chỉ tiêu chính phủ đến mức độ nào.²² Ngược hẳn với các nước đang phát triển, các mối tương quan của các nước OECD không bao giờ có ý nghĩa thống kê và khác không, ngoại trừ một ngoại lệ; điều này cho thấy không có quan hệ gì giữa chu kỳ dòng vốn và chỉ tiêu ngân sách.

Bảng 10 cũng cho thấy rằng thuế lạm phát có ý nghĩa thống kê và tương quan âm với chu kỳ dòng vốn đối với tất cả các nước đang phát triển (và cả hai bộ lọc). Phỏng đoán của chúng tôi là: thuế lạm phát mang lại một hình thức tài trợ khác khi tình hình thị trường vốn xấu đi. Đối với các nước OECD, mối tương quan này không có nghĩa thống kê và khác không.

²¹ Về việc tính toán theo từng nước làm cơ sở cho bảng 10, ta cũng nên lưu ý rằng, ví dụ như đối với chỉ tiêu chính phủ trung ương thực, 91% các mối tương quan tại các nước đang phát triển là tương quan dương (cho thấy chính sách ngân sách thuận chu kỳ), trong khi 65% các mối tương quan tại các nước OECD là tương quan âm (cho thấy chính sách ngân sách nghịch chu kỳ), như được minh hoạ trong hình 2.

²² Về lĩnh vực này, tìm đọc nghiên cứu của Cuddington (1989).

IV.3. Chính sách tiền tệ

Để chứng minh qua tư liệu *sự kiện số 3* (nghĩa là chính sách tiền tệ có tính nghịch chu kỳ tại hầu hết các nước OECD trong khi phần lớn có tính thuận chu kỳ tại các nước đang phát triển), chúng tôi thực hiện cùng những công việc như đối với các chỉ báo ngân sách, nhưng ngoài ra, chúng tôi cũng ước lượng các biến thể của quy tắc Taylor, như mô tả trong phần II.

Bảng 11 trình bày cùng một bài tập thực nghiệm như đã thực hiện trong bảng 9 ứng với năm chuỗi lãi suất danh nghĩa sử dụng trong nghiên cứu này. Như đã thảo luận trong phần II, một công cụ chính sách ngắn hạn, như lãi suất liên ngân hàng (hoặc ở một số nước là lãi suất tín phiếu kho bạc hay suất chiết khấu), là chỉ báo tốt nhất về quan điểm chính sách tiền tệ. Trong trường hợp này, biên độ âm có nghĩa là chính sách tiền tệ thuận chu kỳ. Sự khác nhau giữa các nước OECD và các nhóm nước khác thật là ấn tượng. Đối với các nước OECD, lãi suất giảm vào những thời kỳ suy thoái và tăng vào những thời kỳ mở rộng (ví dụ, lãi suất liên ngân hàng giảm bình quân 0,7 phần trăm hay 70 điểm cơ bản trong những thời kỳ suy thoái). Ngược hẳn lại, ở các nước ngoài OECD, phần lớn lãi suất danh nghĩa giảm vào những thời kỳ mở rộng và tăng vào những thời kỳ suy thoái (ví dụ, lãi suất liên ngân hàng tại các nước thu nhập trung bình cao tăng thêm 2,3 phần trăm hay 230 điểm cơ bản vào những thời kỳ suy thoái). Như vậy, xu hướng của các nước ngoài OECD nhìn chung cho thấy chính sách tiền tệ thuận chu kỳ.²³

Bảng 12 trình bày các mối tương quan giữa các cấu phần mang tính chu kỳ của GDP thực, các dòng vốn vào, và năm mức lãi suất danh nghĩa trong bảng trên. Về quan điểm chu kỳ của chính sách tiền tệ, bằng chứng xem ra thuyết phục nhất đối với các nước OECD (chính sách tiền tệ nghịch chu kỳ), trong đó, toàn bộ 10 mối tương quan đều là tương quan dương và có 7 mối tương quan có ý nghĩa thống kê. Cũng có bằng chứng về chính sách tiền tệ thuận chu kỳ tại các nước thu nhập trung bình cao (toàn bộ 10 mối tương quan đều là tương quan âm và có 4 mối tương quan có ý nghĩa thống kê). Đối với hai nhóm nước còn lại, bằng chứng có tính chất lẫn lộn hơn; ở đây tình trạng thiếu ý nghĩa thống kê phản ánh sự kiện là chuỗi số liệu lãi suất có thời gian ngắn hơn.²⁴

Chuyển sang các mối tương quan giữa các dòng vốn vào ròng và lãi suất trong bảng 12, một lần nữa, bằng chứng cũng mạnh nhất đối với các nước OECD (với toàn bộ 10 mối tương quan đều là tương quan dương có nghĩa thống kê), rõ ràng cho thấy lãi suất cao hơn gắn liền với dòng vốn vào. Đối với các nước thu nhập trung bình cao, 8 trong số 10 mối tương quan là tương quan âm nhưng không có ý nghĩa thống kê và khác không (một lần nữa, chuỗi số liệu thời gian ngắn lại là một nhược điểm quan trọng). Tuy nhiên, chúng ta chấp nhận điều này như một bằng chứng gợi ý về hội chứng “trời mưa, nước trút”.

Bảng 11. Biên độ của chu kỳ chính sách tiền tệ

²³ Phụ lục bảng 3 và 4 trình bày các kết quả tương tự với các kết quả trong bảng 11 cho lãi suất thực và biến số tổng tiền tệ thực. Nói khái quát, lãi suất thực của các nước OECD có tương quan dương với chu kỳ (nghĩa là lãi suất thực nhìn chung tăng vào những thời kỳ thuận lợi và giảm vào những thời kỳ khó khăn). Trên nguyên tắc, điều này nhất quán với chính sách tiền tệ nghịch chu kỳ (nhớ lại bảng 3). Ngược lại, với các nước thu nhập trung bình cao và trung bình thấp, lãi suất thực xem ra có tương quan âm với chu kỳ. Các kết quả này nhất quán với kết quả của Neumeyer và Perri (2004). Các kết quả của các nước thu nhập thấp khó lý giải hơn vì chúng tương tự hơn với các nước OECD. Các kết quả của số dư tiền thực trong phụ lục bảng 4 phù hợp với các kết quả trước đây của chúng tôi: vào những thời kỳ thuận lợi, số dư tiền thực tăng nhiều hơn so với trong những thời kỳ khó khăn. Tuy nhiên, tương quan dương này không cho phép chúng ta rút ra bất kỳ dự đoán gì về quan điểm của chính sách tiền tệ (nhớ lại bảng 3).

²⁴ Điều quan trọng cần cảnh báo độc giả là số liệu về lãi suất của các nước ngoài OECD thì không đồng nhất và tương đối không hoàn chỉnh. Vì thế, các kết quả của chúng tôi nên được lý giải một cách thận trọng và chỉ có tính chất gợi ý.

Các chỉ báo ngân sách	Tăng lãi suất danh nghĩa		
	Thời kỳ tốt đẹp (1)	Thời kỳ khó khăn (2)	Biên độ (1)-(2)
Các nước OECD			
Lãi suất liên ngân hàng	0,3	-0,7	1,0
Lãi suất tín phiếu kho bạc	0,2	-0,4	0,6
Suất chiết khấu	0,5	-0,5	1,0
Lãi suất cho vay	0,0	-0,3	0,3
Lãi suất tiền gửi	0,1	-0,3	0,4
Các nước thu nhập trung bình cao			
Lãi suất liên ngân hàng*	-2,2	2,3	-4,5
Lãi suất tín phiếu kho bạc	-2,6	-1,5	-1,1
Suất chiết khấu	-1,5	2,7	-4,2
Lãi suất cho vay	-4,0	2,1	-6,1
Lãi suất tiền gửi*	0,7	1,0	-0,3
Các nước thu nhập trung bình thấp			
Lãi suất liên ngân hàng	-0,8	-0,1	-0,7
Lãi suất tín phiếu kho bạc	-0,7	1,1	-1,8
Suất chiết khấu	0,5	0,5	0,0
Lãi suất cho vay	-1,0	0,4	-1,4
Lãi suất tiền gửi	-0,5	-0,5	0,0
Các nước thu nhập thấp			
Lãi suất liên ngân hàng	-1,3	1,5	-2,8
Lãi suất tín phiếu kho bạc	-1,0	0,5	-1,5
Suất chiết khấu	-0,8	0,2	-1,0
Lãi suất cho vay	-4,7	0,2	-4,9
Lãi suất tiền gửi	-1,6	0,2	-1,8

Chú thích: Tăng lãi suất được xác định theo sự thay đổi bình quân hàng năm của lãi suất (với lãi suất được biểu thị bằng điểm phần trăm). Thời kỳ thuận lợi (khó khăn) được định nghĩa là những năm có tăng trưởng GDP trên (dưới) mức trung vị.

* Trung vị được báo cáo thay cho giá trị bình quân, vì giá trị bình quân bị biến dạng bởi một hay nhiều thời kỳ lạm phát rất cao (hay siêu lạm phát).

Nguồn: IMF, Triển vọng kinh tế thế giới và Thống kê tài chính quốc tế.

Ứng với những khó khăn rất hiển nhiên (thậm chí đối với những nước tiên tiến như Hoa Kỳ) trong việc mô tả bằng thực nghiệm quan điểm chính sách tiền tệ, chúng tôi thực hiện một công việc bổ sung để kiểm tra độ mạnh cho tất cả các nhóm nước. Một cách cụ thể, chúng tôi ước lượng quy tắc Taylor nêu trong phần II. Bảng 13 trình bày các kết quả cho ba mức lãi suất danh nghĩa mà ít nhất trên nguyên tắc, cũng đóng vai trò như các công cụ chính sách (lãi suất liên ngân hàng, lãi suất tín phiếu kho bạc, và suất chiết khấu). Hãy nhớ lại rằng chính sách nghịch chu kỳ đòi hỏi phải có B_2 dương và có ý nghĩa thống kê, các kết quả chính như sau.²⁵ Thứ nhất, chính sách tiền tệ tại các nước OECD xem ra có tính nghịch chu kỳ (thể hiện qua hệ số dương và có ý nghĩa thống kê của hai trong ba yếu tố). Thứ hai, có bằng chứng về tính thuận chu kỳ của chính sách tiền tệ tại các nước thu nhập trung bình (thể hiện qua hệ số âm và có nghĩa thống kê đối với các phép hồi qui lãi suất tín phiếu kho bạc). Như vậy, thông điệp chung này nhất quán với kết quả của bảng 11 và 12.

²⁵ Ngoài ra, lưu ý rằng hệ số của hồ cách lạm phát luôn luôn dương và có ý nghĩa thống kê.

Bảng 12. Các mối tương quan giữa chính sách tiền tệ, GDP thực, và các dòng vốn vào ròng

Các nước	Lãi suất danh nghĩa				
	Liên ngân hàng	Tín phiếu kho bạc	Chiết khấu	Cho vay	Tiền gửi
Bộ lọc HP					
Tương quan với GDP thực					
OECD	0,28*	0,39*	0,37*	0,23*	0,21*
Thu nhập trung bình cao	-0,24*	-0,09	-0,02	-0,24*	-0,21*
Thu nhập trung bình thấp	0,02	0,00	0,04	0,07	0,01
Thu nhập thấp	-0,12	-0,02	0,04	-0,02	-0,10
Tương quan với dòng vốn vào ròng					
OECD	0,14*	0,25*	0,20*	0,19*	0,11*
Thu nhập trung bình cao	-0,11	-0,24	0,11	-0,13	-0,09
Thu nhập trung bình thấp	0,04	0,03	0,07	0,05	0,00
Thu nhập thấp	0,01	0,06	0,03	-0,11	0,05
Bộ lọc dải thông					
Tương quan với GDP thực					
OECD	0,12	0,13*	0,23*	0,01	0,06
Thu nhập trung bình cao	-0,23	-0,14	-0,10	-0,10	-0,13*
Thu nhập trung bình thấp	0,19*	0,00	-0,03	0,03	-0,03
Thu nhập thấp	-0,09	-0,04	-0,07	-0,07	-0,08
Tương quan với dòng vốn vào ròng					
OECD	0,16*	0,28*	0,19*	0,16*	0,13*
Thu nhập trung bình cao	-0,05	-0,17	0,08	-0,18	-0,11
Thu nhập trung bình thấp	0,30*	-0,03	0,11	0,00	-0,07
Thu nhập thấp	0,12	0,07	0,02	-0,11	0,04

Chú thích: Dấu sao (*) biểu thị ý nghĩa thống kê ở mức 10 phần trăm.

Nguồn: IMF, Triển vọng kinh tế thế giới, và Thống kê tài chính quốc tế.

Bảng 13. Quy tắc Taylor

Hồi qui $i_t = \alpha + \beta_1 (\pi_t - \pi) + \beta_2 y_t^c + u_t$ i_t = Lãi suất ngắn hạn. Định nghĩa lãi suất được cho dưới đây. $\pi_t - \pi$ = Tỷ lệ lạm phát trừ đi trung bình mẫu. y_t^c = Cầu phần mang tính chu kỳ của GDP thực (bộ lọc HP) chia cho sản lượng thực tế.			
Biến phụ thuộc (số quan sát)	β_1	β_2	R^2
Các nước OECD			
Lãi suất liên ngân hàng (663)	0,56*	0,02	0,27
Lãi suất tín phiếu kho bạc (503)	0,60*	0,12*	0,39
Suất chiết khấu (758)	0,49*	0,15*	0,25
Các nước thu nhập trung bình cao			
Lãi suất liên ngân hàng (187)	4,84*	-0,31	0,48
Lãi suất tín phiếu kho bạc (152)	0,32*	-0,12*	0,04
Suất chiết khấu (413)	0,43*	-0,11	0,01
Các nước thu nhập trung bình thấp			
Lãi suất liên ngân hàng (250)	0,81*	-0,19	0,34
Lãi suất tín phiếu kho bạc (218)	0,44*	-0,27*	0,11
Suất chiết khấu (686)	1,21*	0,26	0,42
Các nước thu nhập thấp			
Lãi suất liên ngân hàng (282)	0,38*	0,18*	0,09
Lãi suất tín phiếu kho bạc (258)	0,29*	0,11	0,17
Suất chiết khấu (951)	6,03*	1,59	0,22

Chú thích: Các phương trình được ước lượng bằng số liệu nhóm với hiệu ứng cố định.

Dấu sao (*) biểu thị ý nghĩa thống kê ở mức 10 phần trăm.

Nguồn: IMF, Triển vọng kinh tế thế giới, và Thống kê tài chính quốc tế.

IV.4. Các cơ chế tỷ giá hối đoái, hội nhập thị trường vốn, và các cuộc khủng hoảng

Trong phần này, chúng tôi chia mẫu ra theo ba bình diện khác nhau nhằm đánh giá xem các kết quả của chúng tôi có bị hay không bị ảnh hưởng bởi khả năng lưu chuyển vốn trên thị trường thế giới, cơ chế tỷ giá hối đoái hiện tại, và sự hiện diện của các cuộc khủng hoảng. Trước tiên, để xem thử sự hội nhập thị trường vốn gia tăng trong quá khứ gần đây có ảnh hưởng đến xu hướng chu kỳ của các biến số hay không, chúng tôi chia mẫu ra làm hai giai đoạn (1960-1979 và 1980-2003) và thực hiện tất cả các công việc thực nghiệm vừa mô tả trên đây trong phần này. Kế đến, chúng tôi chia mẫu ra theo số đo về tính linh hoạt của tỷ giá hối đoái trên thực tế. Cuối cùng, chúng tôi chia mẫu ra thành các thời kỳ thanh bình và thời kỳ khủng hoảng tiền tệ. Điều này giúp chúng tôi khẳng định liệu các kết quả về tính thuận chu kỳ có chịu ảnh hưởng ở mức độ nào đó bởi các tình huống khủng hoảng cực đoan hơn không. Các kết quả cho từng phần này được trình bày trong bảng 14 và sẽ được thảo luận lần lượt.²⁶

a. Giai đoạn 1960-1979 so với giai đoạn 1980-2003

Bốn kết quả chính đạt được khi ta chia mẫu ra hai giai đoạn 1960-1979 và 1980-2003 như sau. Thứ nhất, một cách nhất quán ở các nước thu nhập trung bình cao, các dòng vốn có tính thuận chu kỳ trong cả hai giai đoạn, với mối tương quan tăng lên trong giai đoạn sau. Thứ hai, quan điểm chu kỳ của chi tiêu chính phủ xem ra không thay đổi giữa hai giai đoạn ở các nước ngoài

²⁶ Để tiết kiệm chỗ, bảng 14 chỉ trình bày các kết quả cho một số đo chỉ tiêu chính phủ và một loại lãi suất sử dụng bộ lọc HP mà thôi. Các kết quả còn lại có thể được cung cấp khi có yêu cầu.

OECD (nghĩa là chính sách ngân sách có tính thuận chu kỳ trong cả hai giai đoạn) nhưng các nước OECD xem ra không theo chu kỳ trong giai đoạn trước 1980 và chuyển sang nghịch chu kỳ trong giai đoạn sau năm 1980. Thứ ba, thuế lạm phát xem ra không theo chu kỳ trong giai đoạn trước 1980 và chuyển sang nghịch chu kỳ rõ rệt đối với các nước OECD và thuận chu kỳ đối với các nhóm còn lại sau năm 1980. Thứ tư, chính sách tiền tệ xem ra đã chuyển từ tính chất không theo chu kỳ sang nghịch chu kỳ với các nước OECD. Do thiếu số liệu về các nước đang phát triển nên ta không so sánh được với giai đoạn trước.

Bảng 14. Các đặc điểm về chu kỳ của các dòng vốn vào ròng, chính sách ngân sách và chính sách tiền tệ

Các nước	Tương quan với GDP thực							
	Dòng vốn vào ròng		Chính sách ngân sách				Chính sách tiền tệ	
			Chi ngân sách trung ương		Thuế lạm phát		Lãi suất cho vay	
	Trước 1980	Sau 1980	Trước 1980	Sau 1980	Trước 1980	Sau 1980	Trước 1980	Sau 1980
OECD	Kcsl	0,38*	-0,19	-0,14*	0,11	0,22*	0,04	0,25*
Thu nhập trung bình cao	0,25*	0,38*	0,43*	0,33*	-0,04	-0,16*	Kcsl	-0,23*
Thu nhập trung bình thấp	0,28*	0,26*	0,39*	0,19*	-0,01	-0,12*	Kcsl	0,03
Thu nhập thấp	0,20*	0,17*	0,43*	0,38*	-0,08	-0,23*	Kcsl	0,03
	Cố định	Linh hoạt	Cố định	Linh hoạt	Cố định	Linh hoạt	Cố định	Linh hoạt
OECD	0,35*	0,40*	-0,09	-0,19	0,11	0,26*	0,13	0,38*
Thu nhập trung bình cao	0,39*	0,35*	0,39*	0,22*	-0,15*	-0,26*	-0,12	-0,06
Thu nhập trung bình thấp	0,21*	0,34*	0,24*	0,31*	0,04	-0,15*	0,06	0,29*
Thu nhập thấp	0,27*	0,20*	0,40*	0,28*	-0,13*	-0,21*	-0,01	0,01
	Kh. hoảng	Th. bình	Kh. hoảng	Th. bình	Kh. hoảng	Th. bình	Kh. hoảng	Th. bình
OECD	Kcsl	0,37*	Kcsl	-0,13*	Kcsl	0,17*	Kcsl	0,23*
Thu nhập trung bình cao	0,56*	0,36*	0,38*	0,41*	-0,41*	-0,14*	Kcsl	-0,22*
Thu nhập trung bình thấp	0,57*	0,28*	0,05	0,24*	-0,15	-0,06*	Kcsl	0,08
Thu nhập thấp	0,14	0,14*	0,30*	0,32*	-0,09	-0,09*	Kcsl	-0,06

Chú thích: Tất cả các mối tương quan được tính thông qua sử dụng bộ lọc HP.

Trước 1980: Bao gồm các quan sát từ năm 1960 đến 1979.

Sau 1980: Bao gồm các quan sát từ năm 1980 đến 2003.

Cố định: Bao gồm những năm có cơ chế tỷ giá hối đoái cố định và cố định có điều chỉnh.

Linh hoạt: Bao gồm những năm có cơ chế thả nổi có quản lý và thả nổi tự do.

Khủng hoảng: Bao gồm những năm có tỉ lệ mất giá đồng tiền hàng tháng 25 phần trăm hay cao hơn mà ít nhất cũng cao hơn 10 phần trăm so với tỉ lệ mất giá của tháng trước đó cũng như hai năm sau phá giá.

Thanh bình: Bao gồm những năm không được xác định là năm khủng hoảng.

Dấu sao (*) biểu thị ý nghĩa thống kê ở mức 10 phần trăm.

Kcsl: Không có số liệu.

Nguồn: IMF, Triển vọng kinh tế thế giới và Thống kê tài chính quốc tế.

b. Cơ chế tỷ giá hối đoái cố định so với thả nổi

Trong cách chia mẫu thứ hai, chúng tôi đánh giá xem xu hướng chu kỳ của các dòng vốn vào ròng và chính sách kinh tế vĩ mô có khác nhau theo các cơ chế tỷ giá hối đoái (theo định nghĩa rộng) hay không. Để xác định ảnh hưởng này, chúng tôi chia mẫu thành ba nhóm (một dạng thô sơ hơn của cách phân loại theo 5 loại *thực tế* của Reinhart và Rogoff, 2004). Nhóm tỷ giá hối đoái cố định bao gồm các cơ chế tỷ giá 1 và 2 (cố định và cố định có điều chỉnh- pegs and crawling pegs) trong 5 phân loại loại vừa nêu. Nhóm tỷ giá hối đoái linh hoạt bao gồm loại cơ chế 3 (thả nổi có quản lý-managed floating) và 4 (thả nổi tự do-freely floating). Cơ chế “rơi tự do-freely falling” trong phân loại Reinhart và Rogoff (loại 5) được tách riêng ra khỏi phân tích này.

Các kết quả chính của phân tích này như sau. Thứ nhất, không có sự khác biệt rõ về tương quan giữa các dòng vốn vào ròng và chu kỳ GDP thực giữa hai nhóm cơ chế tỷ giá. Thứ hai, ta cũng không tìm thấy khác biệt đối với chi tiêu chính phủ. Thứ ba, thuế lạm phát xem ra có tính nghịch chu kỳ hơn với các nước OECD và có tính thuận chu kỳ hơn với các nước ngoài OECD trong cơ chế tỷ giá linh hoạt. Cuối cùng, chính sách tiền tệ có tính nghịch chu kỳ hơn đối với nhóm nước OECD trong cơ chế tỷ giá linh hoạt.

c. Thời kỳ khủng hoảng so với thời kỳ thanh bình

Chúng tôi định nghĩa thời kỳ khủng hoảng tiền tệ là thời kỳ tỉ lệ mất giá đồng tiền hàng tháng 25% hay cao hơn mà ít nhất cũng cao hơn 10% so với tỉ lệ mất giá tháng trước. Những năm này (cũng như hai năm tiếp theo khủng hoảng) được xem xét tách riêng so với thời kỳ thanh bình. Ý tưởng là để kiểm tra xem các kết quả chính của chúng tôi có bị ảnh hưởng bởi khủng hoảng hay không. Bảng 14 cho thấy rằng điều này dứt khoát là không. Quả thật, các kết quả xem ra vẫn như thế - nếu không mạnh hơn - trong những thời kỳ thanh bình. Vì thế, chúng tôi kết luận rằng thông điệp của bài viết này không phụ thuộc vào việc có những thời kỳ khủng hoảng trong mẫu nghiên cứu của chúng tôi.

V. NHẬN XÉT ĐÚC KẾT

Chúng tôi nghiên cứu các thuộc tính chu kỳ của các dòng vốn vào, chính sách tiền tệ và chính sách ngân sách cho 104 nước trong giai đoạn 1960-2003. Cần phải tiến hành nhiều nghiên cứu hơn để hiểu rõ hơn về những mối liên kết giữa chu kỳ kinh tế, các dòng vốn vào và các chính sách kinh tế vĩ mô, cụ thể là giữa các nhóm nước khác nhau và các tình huống khác nhau (và đặc biệt là trong sự hạn chế về số liệu của địa phương). Với những cân nhắc này, các phát hiện của chúng tôi có thể được tóm tắt như sau:

- i) Các dòng vốn vào ròng có tính thuận chu kỳ tại phần lớn các nước OECD và các nước đang phát triển.
- ii) Chính sách ngân sách có tính thuận chu kỳ đối với hầu hết các nước đang phát triển và đặc biệt rõ rệt tại các nước thu nhập trung bình cao.
- iii) Cho dù vẫn còn hết sức sơ bộ, chúng tôi tìm thấy bằng chứng về tính thuận chu kỳ của chính sách tiền tệ tại các nước đang phát triển, đặc biệt là các nước thu nhập trung bình cao. Cũng có bằng chứng về chính sách tiền tệ nghịch chu kỳ đối với các nước OECD.
- iv) Đối với các nước đang phát triển, và đặc biệt đối với các nước thu nhập trung bình cao, chu kỳ dòng vốn và chu kỳ kinh tế vĩ mô tăng cường lẫn nhau (hội chứng “trời mưa, nước trút”).

Nhìn từ góc độ chính sách, ý nghĩa của các phát hiện này xem ra có tầm quan trọng thực tiễn to lớn. Trong khi chính sách kinh tế vĩ mô tại các nước OECD xem ra hầu hết đều nhằm mục tiêu bình ổn chu kỳ kinh tế (hay ít nhất cũng có tính chất trung tính), các chính sách kinh tế vĩ mô tại các nước đang phát triển xem ra lại càng tăng cường hơn nữa chu kỳ kinh tế, khiến cho những ngày nắng nóng càng trở nên thiêu đốt hơn, và những ngày mưa lại càng lầy lội hơn (“trời mưa, nước trút”). Tuy có thể có nhiều sự cò xát giúp giải thích cho hiện tượng này (ví dụ như sự biến dạng chính trị, thể chế yếu kém, và tình trạng không hoàn hảo của thị trường vốn), kết luận

không thể tránh khỏi là: các nước đang phát triển, và đặc biệt là các nền kinh tế thị trường mới nổi, cần tìm những cơ chế giúp cho các chính sách vĩ mô được thực hiện một cách trung tính hay có tính bình ổn chu kỳ kinh tế hơn. Thật ra, có những bằng chứng cho thấy các thị trường mới nổi được tiếng là biết hoạch định chính sách một cách khéo léo (ta nhớ ngay ra trường hợp Chile) đã có thể “dần dần” kết thúc những chính sách thuận chu kỳ và chuyển sang thực hiện các chính sách ngân sách trung tính hoặc nghịch chu kỳ (tìm đọc nghiên cứu của Calderon và Schmidt-Hebbel (2003)).

Trong trường hợp cụ thể của Chile, việc ban hành các luật ngân sách được thiết kế đặc biệt để khuyến khích tiết kiệm chính phủ vào những thời kỳ thuận lợi xem ra đã có ích trong nỗ lực này. Cuối cùng, cũng đáng để nhấn mạnh rằng mục tiêu thực nghiệm của chúng tôi cốt ở chỗ tính toán các mối tương quan “dạng rút gọn” (trên tinh thần tư liệu chu kỳ kinh tế thực) và *không phải là* xác định các quy tắc chính sách hay thông số cơ cấu. Các kiểu ma sát mà người ta cần đưa vào các mô hình cân bằng tổng thể nhằm giải thích hội chứng “trời mưa, nước trút” được xác nhận qua nghiên cứu này sẽ là chủ đề của những nghiên cứu sâu xa hơn. Tóm lại, chúng tôi hy vọng rằng những điểm hợp thức về mặt thực nghiệm nhận thấy trong bài viết này sẽ thôi thúc các nhà lý thuyết xem xét lại những mô hình hiện tại mà có thể không còn phù hợp với sự kiện thực tế, và thôi thúc các nhà thực hành xem xét lại số liệu bằng những kỹ thuật tinh xảo hơn.

Tài liệu tham khảo

- Aghion, Phillipe, Philippe Bacchetta and Abhijit Banerjee, “Currency Crises and Monetary Policy in an Economy with Credit Constraints,” *European Economic Review*, Vol. 45 (2001), pp. 1121-1150.
- Aizenman, Joshua, Michael Gavin, and Ricardo Hausmann, «Optimal Tax Policy with Endogenous Borrowing Constraints,» NBER Working Paper No. 5558 (1996).
- Aguiar, Mark, and Gita Gopinath, “Emerging Market Business Cycles: The Cycle is the Trend,” mimeo (University of Chicago, 2004).
- Baxter, Marianne, and Robert G. King. “Measuring Business Cycles: Approximate Band-Pass Filters for Economic Time Series.” *Review of Economics and Statistics* 81 (1999): 575–93.
- Braun, Miguel, “Why Is Fiscal Policy Procyclical in Developing Countries” (mimeo, Harvard University, 2001).
- Calderon, Cesar and Klaus Schmidt-Hebbel, “Macroeconomic Policies and Performance in Latin America,” *Journal of International Money and Finance*, Vol. 22 (2003), pp. 895-923.
- Calvo, Guillermo A. «On the Costs of Temporary Policy,» *Journal of Development Economics*, Vol. 27 (1987), pp. 245-262.
- Calvo, Guillermo A., Leonardo Leiderman, and Carmen M. Reinhart, “Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors,” *IMF Staff Papers*, Vol. 40 (1993), pp. 108-151.
- Calvo, Guillermo A., Leonardo Leiderman, and Carmen M. Reinhart, “The Capital Inflows Problem: Concepts and Issues,” *Contemporary Economic Policy*, Vol. XII (1994), pp. 54-66.
- Calvo, Guillermo A. and Carlos A. Végh, «Inflation Stabilization and BOP Crises in Developing Countries» in John Taylor and Michael Woodford, eds., *Handbook of Macroeconomics* (Volume C; North Holland, 1999), pp. 1531-1614.
- Chari, V.V. and Patrick Kehoe, “Optimal Fiscal and Monetary Policy,” NBER Working Papers No. 6891 (1999).
- Clarida, Richard, Jordi Gali, and Mark Gertler, “Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence,” NBER Working Paper No. 6254 (1997).
- Clarida, Richard, Jordi Gali, and Mark Gertler, “The Science of Monetary Policy; A New Keynesian Perspective,” *Journal of Economic Literature*, Vol. 37 (1999), pp. 1161-1707.
- Corbo, Vittorio, “Monetary Policy in Latin America in the 90s,” Central Bank of Chile Working Paper No. 78 (2000).
- Cuddington, John, “Commodity Export Booms in Developing Countries” *The World Bank Research*

- Observer*, Vol. 4, No. 2, July 1989, 143-165.
- Dixon, Jay, "Voracity, Volatility, and Growth" (mimeo, UCLA, 2003).
- Drazen, Alan, "Interest Rate and Borrowing Defense Against Speculative Attack," *Carnegie-Rochester Series on Public Policy*, Vol. 53 (2000).
- Flood, Robert P. and Olivier Jeanne, "An Interest Rate Defense of a Fixed Exchange Rate?" IMF Working Paper No. 00/159 (2000).
- Gavin, Michael, and Roberto Perotti, "Fiscal Policy in Latin America," *NBER Macroeconomics Annual* (Cambridge, Mass.: MIT Press, 1997), pp. 11-61.
- Gupta, Sanjeev, Benedict Clements, Bernardin Akitoby, and Gabriela Inchauste, "The Cyclicity of Government Spending in Developing Countries" (mimeo, IMF, 2004).
- Lahiri, Amartya and Carlos A. Végh, "Delaying the Inevitable: Interest Rate Defense and BOP Crises," *Journal of Political Economy*, Vol. 111 (2003), pp. 404-424.
- Lahiri, Amartya and Carlos A. Végh, "On the Non-Monotonic Relation between Interest Rates and the Exchange Rate," mimeo (New York Fed and UCLA, 2004).
- Lane, Philip, "The Cyclical Behavior of Fiscal Policy: Evidence from the OECD" *Journal of Public Economics*, Vol. 87 (2003a), pp. 2661-2675.
- Lane, Philip, "Business Cycles and Macroeconomic Policy in Emerging Market Economies" (mimeo, Trinity College, Dublin, 2003b).
- Lane, Philip and Aaron Tornell, "Why Aren't Latin American Savings Rates Procyclical?" *Journal of Development Economics*, Vol. 57 (1998), pp. 185-200.
- Moron, Eduardo and Juan Francisco Castro, 2000, "Uncovering Central Bank's Monetary Policy Objective: Going Beyond the Fear of Floating," (mimeo, Universidad del Pacifico).
- Neumeyer, Pablo A., and Fabrizio Perri, "Business Cycles in Emerging Economies: The Role of Interest Rates," NBER Working Paper No. 10837 (2004).
- Pallage, Stephane, and Michel A. Robe, "Foreign Aid and the Business Cycle," *Review of International Economics*, Vol. 9 (2001), pp. 637-668.
- Phelps, Edmund (1973), "Inflation in the Theory of Public Finance," *Swedish Journal of Economics*, Vol. (75), pp. 67-82.
- Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff. "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation." *Quarterly Journal of Economics*, Vol. CXIX No. 1, February 2004, 1-48
- Reinhart, Carmen M., Kenneth S. Rogoff, and Miguel A. Savastano. "Debt Intolerance," in William Brainard and George Perry, eds., *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol.1 Spring 2003, 1-74.
- Riascos, Alvaro and Carlos A. Végh, "Procyclical Fiscal Policy in Developing Countries: The Role of Incomplete Markets" (mimeo, UCLA and Banco Republica, Colombia, 2003).
- Talvi, Ernesto, and Carlos A. Végh, "Tax Base Variability and Procyclical Fiscal Policy," NBER Working Paper No. 7499 (2000), forthcoming *Journal of Development Economics*.
- Taylor, John, "Discretion versus Policy Rules in Practice," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 39 (1993), pp. 195-214.
- Tornell, Aaron and Philip Lane, "The Voracity Effect," *American Economic Review*, Vol. 89 (1999), pp. 22-46.
- World Bank, various issues. *Global Development Finance*. (Washington DC: The World Bank).

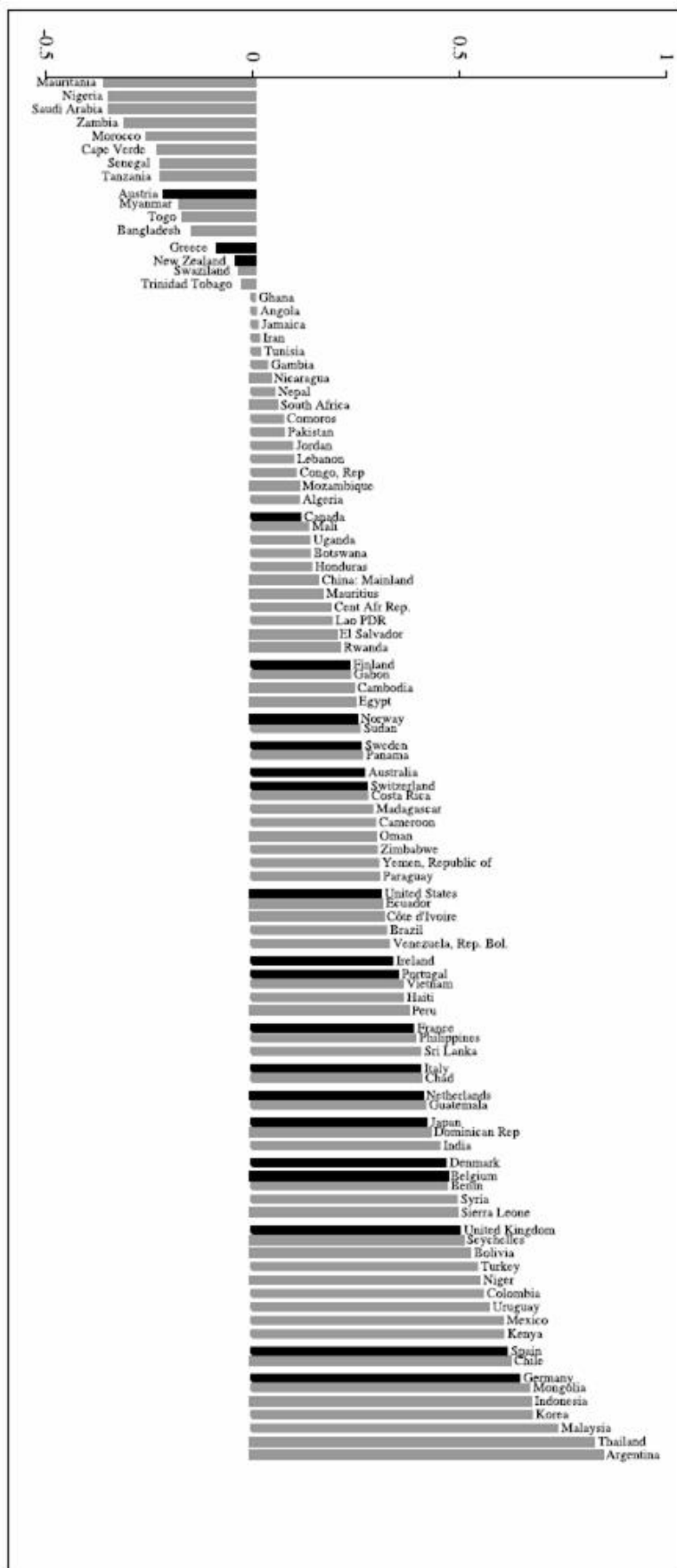
PHỤ LỤC: CHỈ SỐ VỀ TÍNH CHU KỲ CỦA CHÍNH SÁCH NGÂN SÁCH

Bài viết này tìm hiểu về thuộc tính chu kỳ của nhiều chỉ báo chính sách ngân sách. Bây giờ chúng ta xây dựng một số đo tóm tắt về các thuộc tính chu kỳ của chính sách ngân sách. Chỉ số tổng hợp này có thể được sử dụng để xếp hạng các nước theo quan điểm chính sách của từng nước và trong các nghiên cứu thực nghiệm tương lai, có thể giúp giải thích sự biến thiên giữa các nước thông qua sử dụng nhiều biến số kinh tế, chính trị, và thể chế. Tuy việc chọn lọc các cấu phần của chỉ số tổng hợp và trọng số của từng cấu phần nhất thiết sẽ mang tính tùy ý, các chỉ báo được chọn trên cơ sở là sẽ giúp ta nhận thức rõ ràng về quan điểm chu kỳ của chính sách. Chỉ số chính sách ngân sách tổng hợp được ký hiệu là c_f và được xây dựng như sau (xem phụ lục bảng 5):

$$c_f = 0,40 \rho_g + 0,40 \text{ Percentile } \{a_g - b_g\} - 0,20 \rho_\pi$$

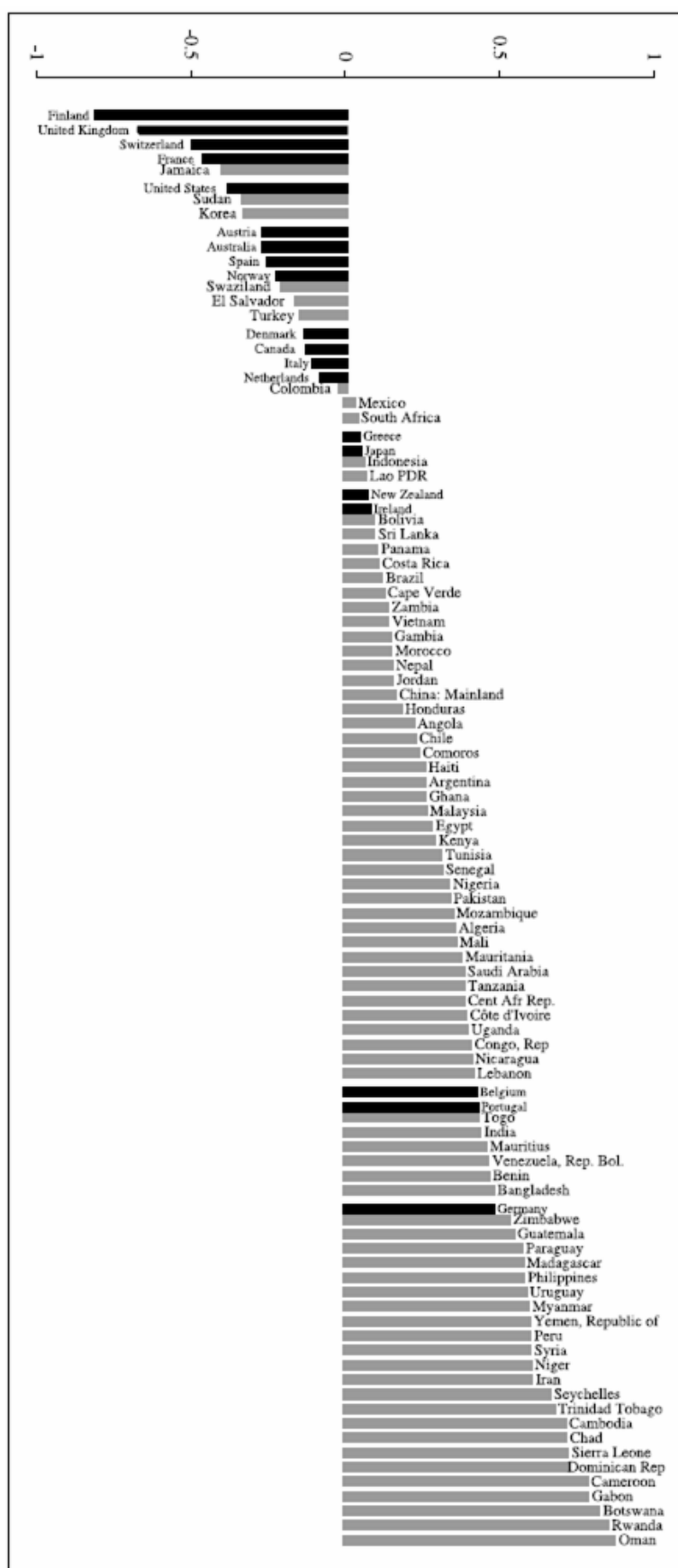
trong đó ρ_g là tương quan (HP) giữa các cấu phần mang tính chu kỳ của GDP thực và chi tiêu của chính phủ trung ương, a_g là tăng trưởng bình quân của chi tiêu chính phủ trung ương khi GDP trên mức trung vị, b_g là tăng trưởng bình quân của chi tiêu chính phủ trung ương khi GDP dưới mức trung vị (như trình bày trong bảng 9), và ρ_π là tương quan (HP) giữa GDP thực và thuế lạm phát, $\pi/(1 + \pi)$ (như trình bày trong bảng 9). Như vậy, $a_g - b_g$ cho ta một số đo về biên độ của chu kỳ chi tiêu ngân sách mà các mối tương quan không bộc lộ ra. Để chuẩn hoá số đo biên độ này – sao cho nó nằm trong khoảng từ -1 đến +1 và có cùng đơn vị như các mối tương quan – chúng tôi phân phối các quan sát giá trị dương và giá trị âm vào các nhóm số thập phân (percentile) rồi sau đó gán giá trị bằng số thập phân này cho đất nước đang quan sát. Ví dụ, như thể hiện qua phụ lục bảng 5, Argentina có biên độ 5,35 điểm phần trăm (nghĩa là tỉ lệ tăng trưởng chi tiêu chính phủ vào thời kỳ tốt đẹp cao hơn 5,35 điểm phần trăm so với trong thời kỳ khó khăn). Quan sát này tương ứng nhóm thứ 17 trong tất cả các quan sát có giá trị dương. Vì thế, chúng tôi gán cho Argentina giá trị 0,17.

Hai cấu phần đầu tiên được cho một trọng số cao hơn (0,40) trong chỉ số tổng hợp, vì nhiều nước trong mẫu nghiên cứu của chúng tôi (gồm các nước phát triển và đang phát triển) không dựa nhiều vào thuế lạm phát, cho nên thuế lạm phát chỉ được gán trọng số 0,20. Vì thế, mỗi cấu phần của chỉ số c_f được giới hạn trong các giá trị từ -1 đến +1, trong đó +1 là thuận chu kỳ nhiều nhất và -1 là nghịch chu kỳ nhiều nhất.



Chú thích: Các thanh đậm màu là các nước OECD và các thanh sáng màu là các nước ngoài OECD. Các cấu phần mang tính chu kỳ được ước lượng thông qua sử dụng bộ lọc Hodrick Prescott (HP). Tương quan dương biểu thị dòng vốn thuận chu kỳ. Nguồn: IMF. Triển vọng kinh tế thế giới.

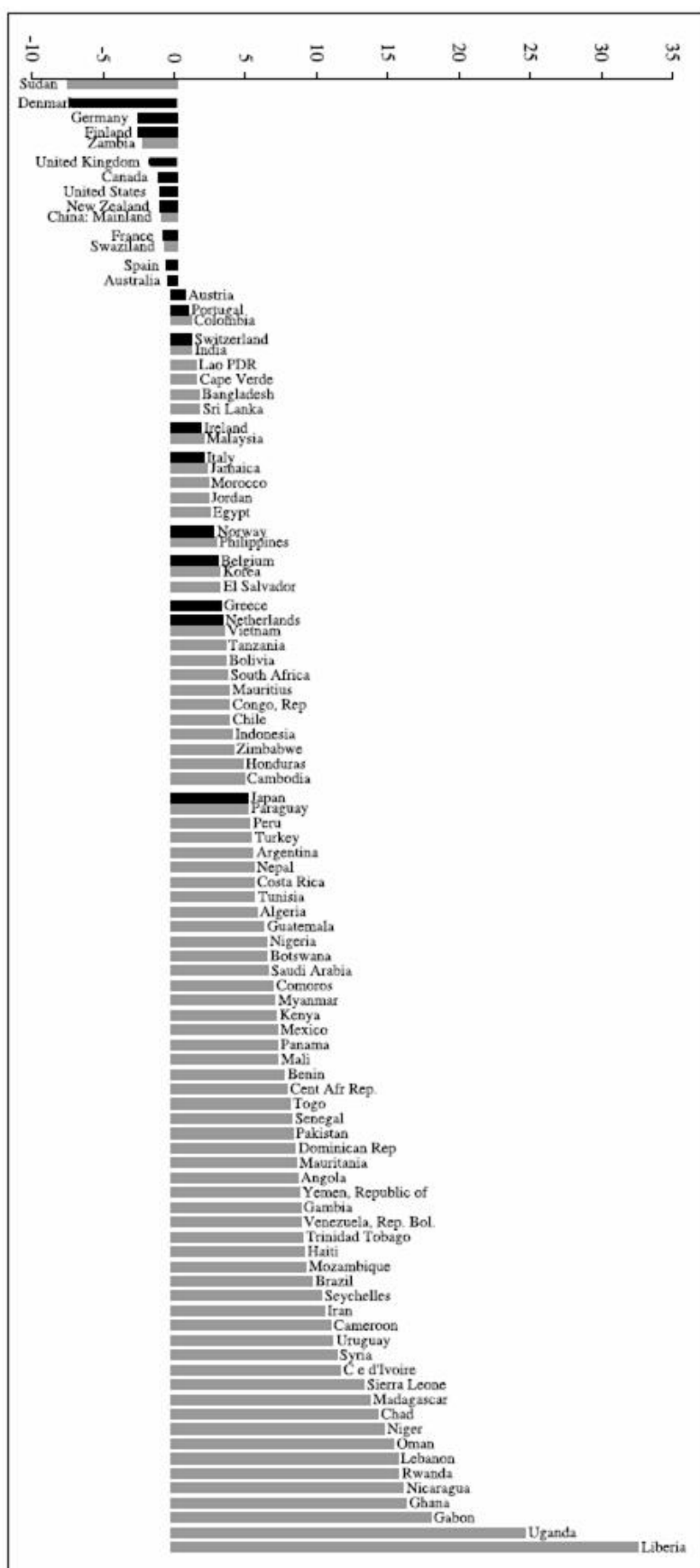
Hình 1. Các mối tương quan quốc gia giữa cấu phần mang tính chu kỳ của các dòng vốn vào ròng và GDP thực, 1960-2003.



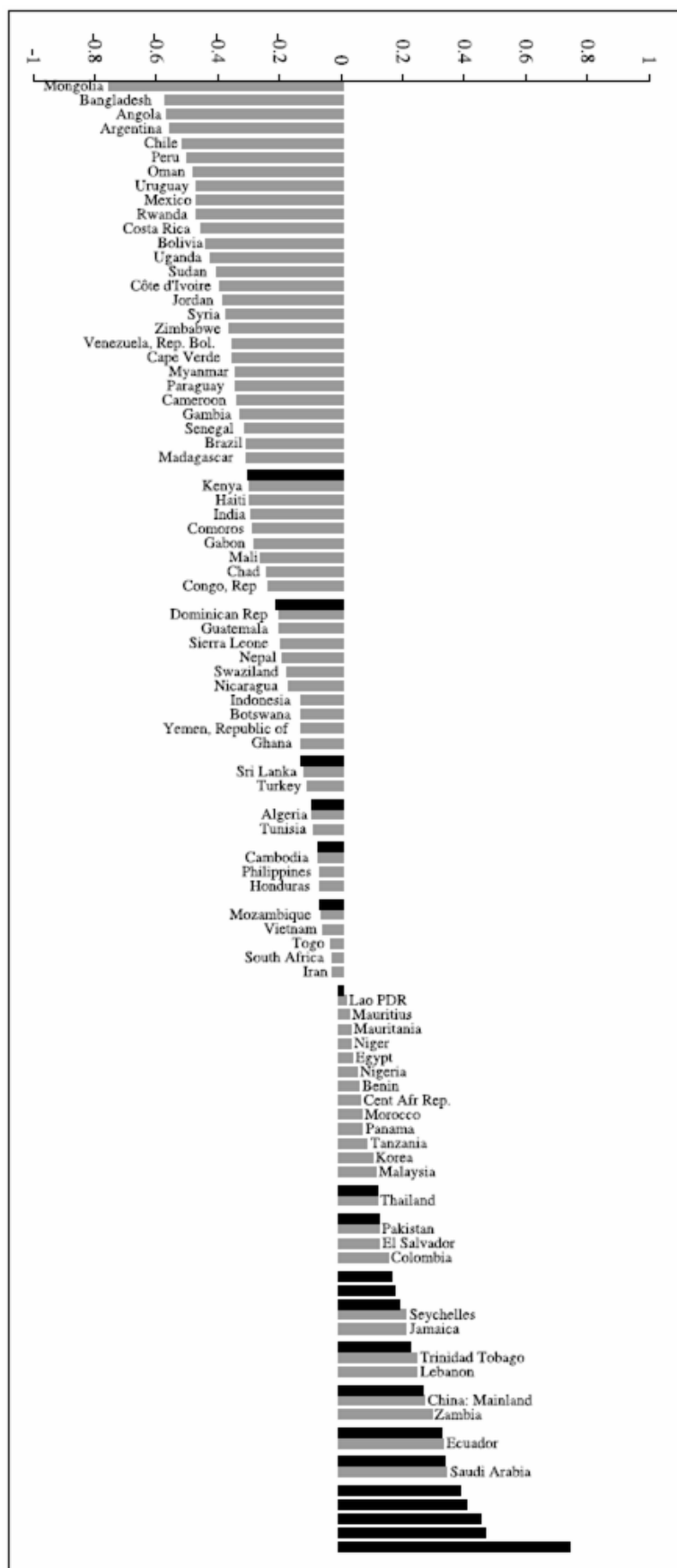
Chú thích: Các thanh đậm màu là các nước OECD và các thanh sáng màu là các nước ngoài OECD. Các cấu phần mang tính chu kỳ được ước lượng thông qua sử dụng bộ lọc Hodrick Prescott (HP). Tương quan dương biểu thị chính sách ngân sách thuận chu kỳ. Chi tiêu chính phủ thực được định nghĩa là chi tiêu của chính phủ trung ương, được giảm phát theo hệ số giảm phát GDP.

Nguồn: IMF, Triển vọng kinh tế thế giới.

Hình 2. Các mối tương quan quốc gia giữa cấu phần mang tính chu kỳ của chi tiêu chính phủ thực và GDP thực, 1960-2003.

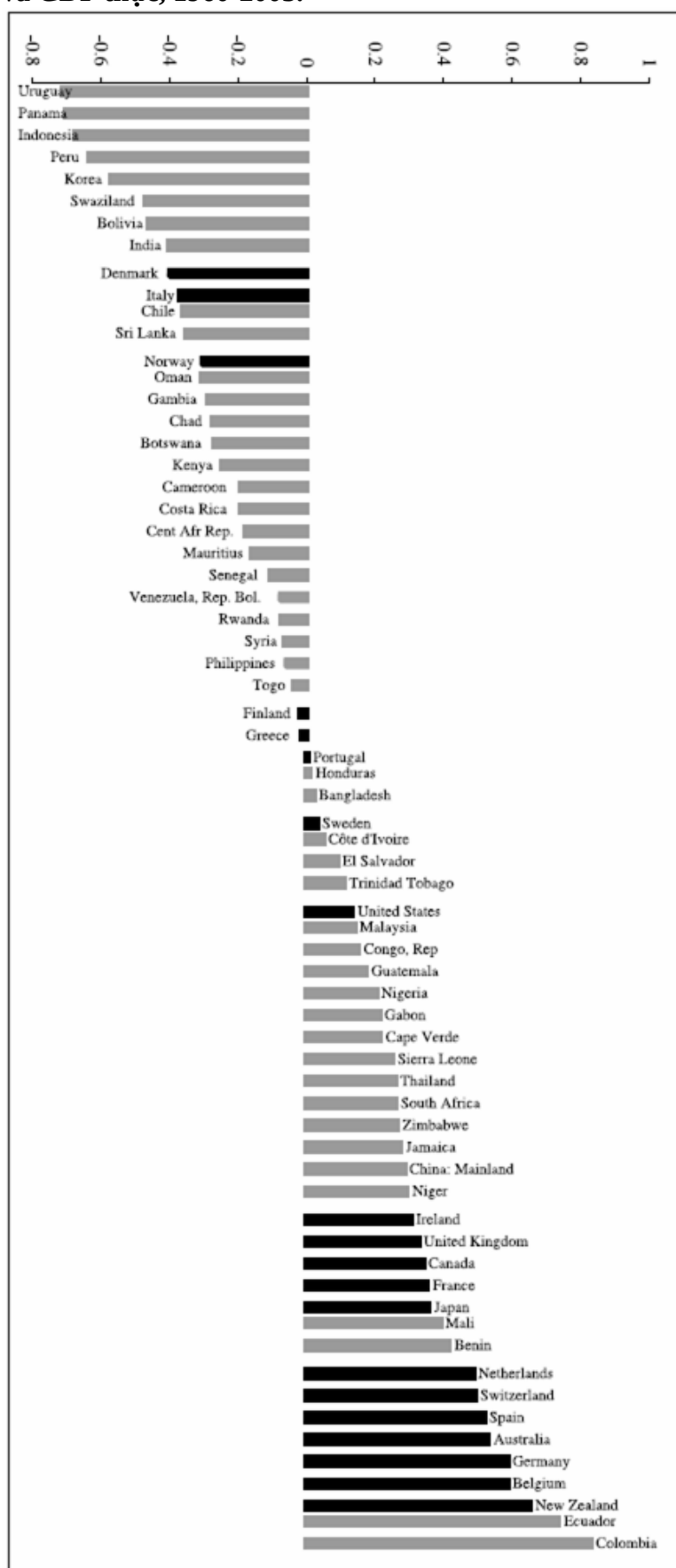


Chú thích: Các thanh đậm màu là các nước OECD và các thanh sáng màu là các nước ngoài OECD. Các cấu phần mang tính chu kỳ được ước lượng thông qua sử dụng bộ lọc Hodrick Prescott (HP). Biên độ của chu kỳ chính sách ngân sách được biểu thị bằng chênh lệch (tính bằng điểm phần trăm) giữa tăng trưởng chi tiêu chính phủ thực trong thời kỳ thuận lợi và thời kỳ khó khăn. Chi tiêu chính phủ thực được định nghĩa là chi tiêu của chính phủ trung ương, được giảm phát theo hệ số giảm phát GDP. Thời kỳ thuận lợi (khó khăn) được định nghĩa là những năm có tăng trưởng GDP trên (dưới) mức trung vị. Biên độ có giá trị dương biểu thị chính sách ngân sách thuận chu kỳ. Nguồn: IMF. Triển vọng kinh tế thế giới.

Hình 3. Biên độ của chu kỳ chính sách ngân sách, 1960-2003.

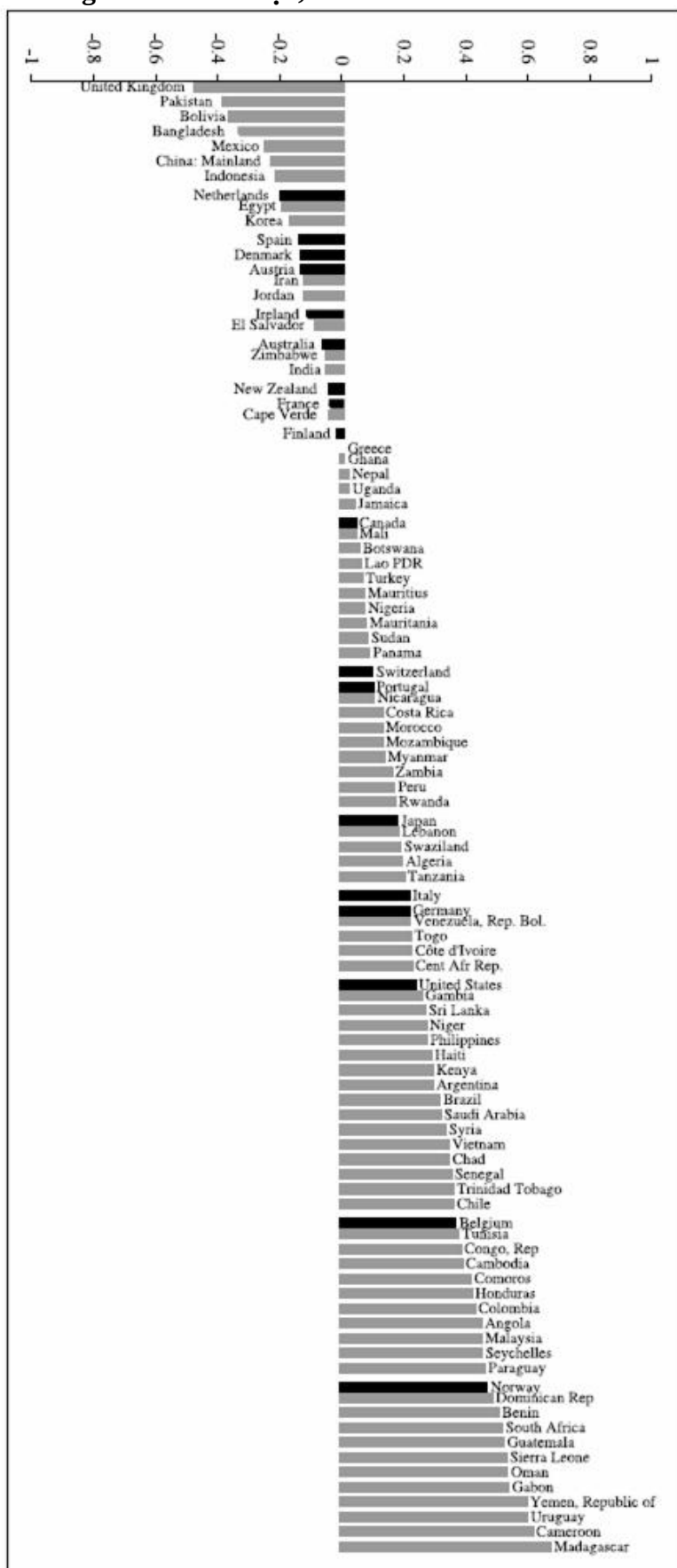
Chú thích: Các thanh đậm màu là các nước OECD và các thanh sáng màu là các nước ngoài OECD. Các cấu phần mang tính chu kỳ được ước lượng thông qua sử dụng bộ lọc Hodrick Prescott (HP). Tương quan dương biểu thị chính sách ngân sách thuận chu kỳ.

Nguồn: IMF. Triển vọng kinh tế thế giới, và Thống kê tài chính quốc tế.

Hình 4. Các mối tương quan quốc gia giữa cấu phần mang tính chu kỳ của thuế lạm phát và GDP thực, 1960-2003.

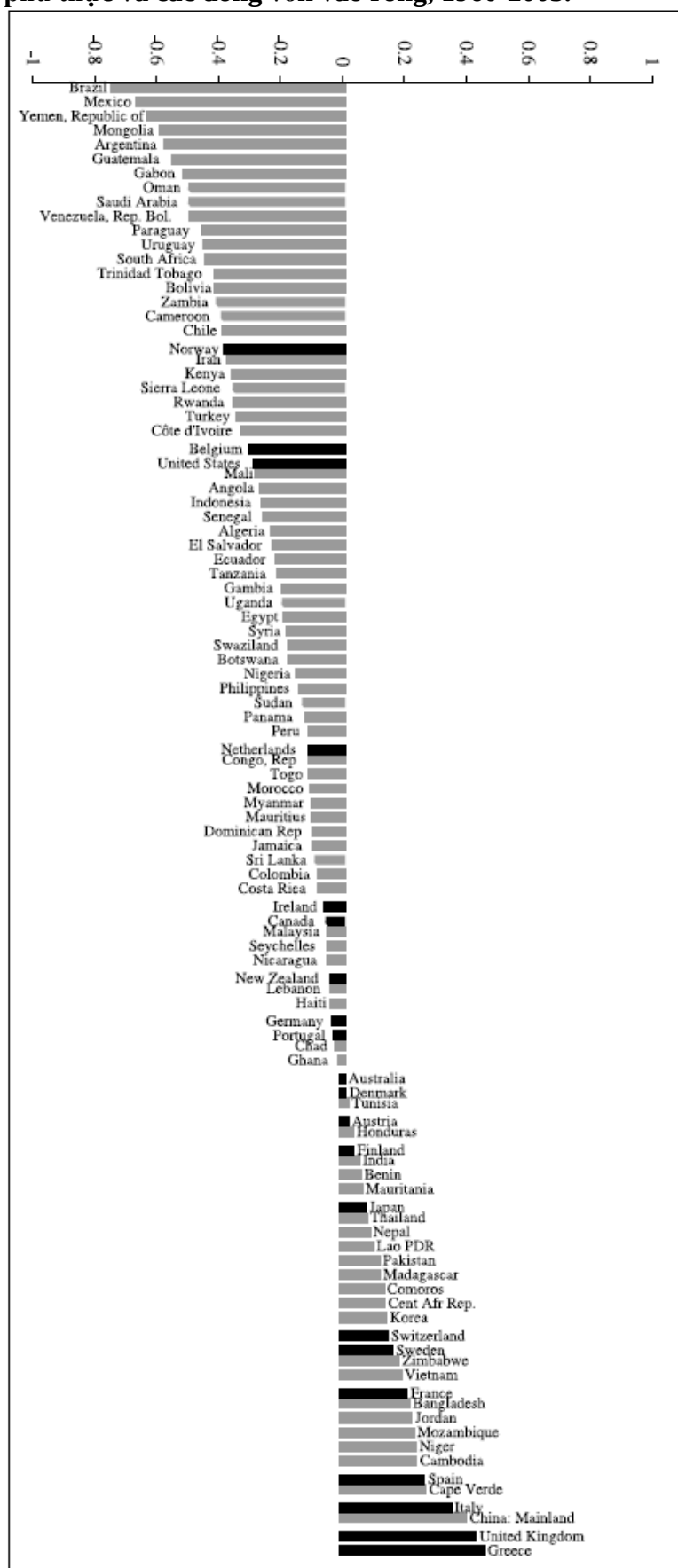
Chú thích: Các thanh đậm màu là các nước OECD và các thanh sáng màu là các nước ngoài OECD. Các cấu phần mang tính chu kỳ được ước lượng thông qua sử dụng bộ lọc Hodrick Prescott (HP). Tương quan dương biểu thị chính sách tiền tệ nghịch chu kỳ.

Nguồn: IMF, Triển vọng kinh tế thế giới, và Thống kê tài chính quốc tế.

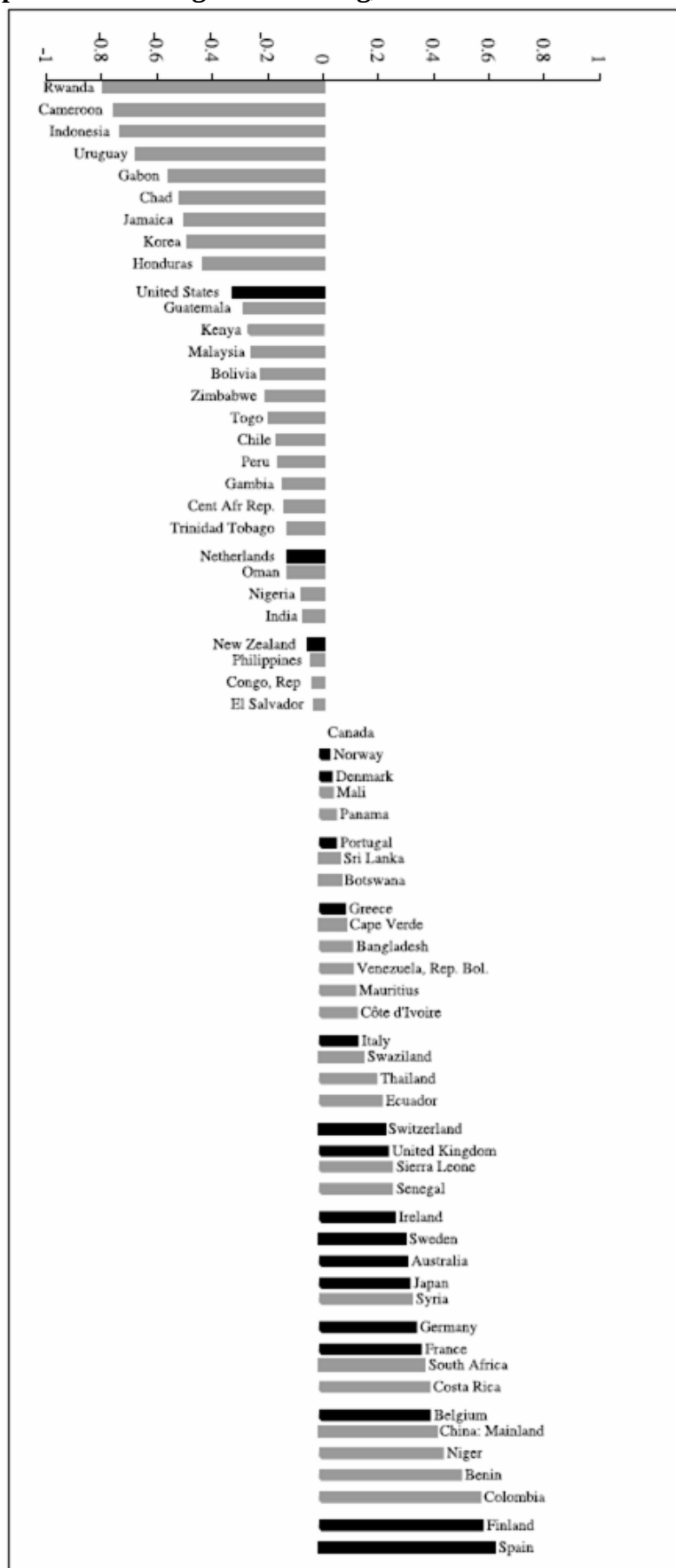
Hình 5. Các mối tương quan quốc gia giữa cấu phần mang tính chu kỳ của lãi suất cho vay danh nghĩa và GDP thực, 1960-2003.

Chú thích: Các thanh đậm màu là các nước OECD và các thanh sáng màu là các nước ngoài OECD. Các cấu phần mang tính chu kỳ được ước lượng thông qua sử dụng bộ lọc Hodrick Prescott (HP). Chỉ tiêu chính phủ thực được định nghĩa là chỉ tiêu chính phủ trung ương, được giảm phát theo hệ số giảm phát GDP.

Nguồn: IMF, Triển vọng kinh tế thế giới, và Thống kê tài chính quốc tế

Hình 6. Các mối tương quan quốc gia giữa cấu phần mang tính chu kỳ của chi tiêu chính phủ thực và các dòng vốn vào ròng, 1960-2003.

Chú thích: Các thanh đậm màu là các nước OECD và các thanh sáng màu là các nước ngoài OECD. Các cấu phần mang tính chu kỳ được ước lượng thông qua sử dụng bộ lọc Hodrick Prescott (HP).
 Nguồn: IMF. Triển vọng kinh tế thế giới.

Hình 7. Các mối tương quan quốc gia giữa các cấu phần mang tính chu kỳ của thuế lạm phát và các dòng vốn vào ròng, 1960-2003.

Chú thích: Các thanh đậm màu là các nước OECD và các thanh sáng màu là các nước ngoài OECD. Các cấu phần mang tính chu kỳ được ước lượng thông qua sử dụng bộ lọc Hodrick Prescott (HP).
 Nguồn: IMF. Triển vọng kinh tế thế giới.

Hình 8. Các mối tương quan quốc gia giữa cấu phần mang tính chu kỳ của lãi suất cho vay danh nghĩa và các dòng vốn vào ròng, 1960-2003.**Phụ lục bảng 1. Nguồn số liệu**

Chỉ báo	Nguồn
1. Bên ngoài	
Tài khoản tài chính (dòng vốn vào ròng)	IMF, Triển vọng kinh tế thế giới (WEO)
Thứ hạng nhà đầu tư thể chế	Nhà đầu tư thể chế
2. Ngân sách	
Chính phủ trung ương:	
Chi tiêu	IMF, WEO
Chi hiện hành, chi hiện hành trừ thanh toán lãi vay, chi hàng hoá dịch vụ, chi tiền lương và tiền công	IMF, Thống kê tài chính chính phủ (GFS)
Chính phủ hợp nhất:	
Chi tiêu	IMF, WEO
Chi hiện hành, chi hiện hành trừ thanh toán lãi vay, chi hàng hoá dịch vụ, chi tiền lương và tiền công	IMF, GFS
Thuế lạm phát, $\pi/(1 + \pi)$	IMF, Thống kê tài chính quốc tế (IFS)
3. Tiền tệ	
Tín dụng nội địa, M0, M1, M2, Lãi suất liên ngân hàng, lãi suất tín phiếu kho bạc, suất chiết khấu, lãi suất cho vay, lãi suất tiền gửi	IMF, IFS
4. Số liệu khác	
GDP thực	IMF, WEO
Hệ số giảm phát GDP	IMF, WEO
Chỉ số giá tiêu dùng	IMF, IFS

Chú thích: WEO sử dụng khái niệm chi tiêu chính phủ trung ương và chi tiêu chính phủ hợp nhất, trong khi GFS sử dụng tài khoản ngân sách chính phủ trung ương và tài khoản chính phủ hợp nhất.

Phụ lục bảng 2. Các nước trong mẫu nghiên cứu

Các nước thu nhập thấp (40)	Các nước thu nhập trung bình thấp (25)	Các nước thu nhập trung bình cao (18)	Các nước OECD (21)
Angola Bangladesh Benin Burma (now Myanmar) Cambodia Cameroon Central African Republic Chad Comoros Congo (Republic of) Côte D'Ivoire The Gambia Ghana Haiti India Indonesia Kenya Laos Liberia Madagascar Mali Mauritania Mongolia Mozambique Nepal Nicaragua Niger Nigeria Pakistan Rwanda Senegal Sierra Leone Sudan Tanzania Togo Uganda Vietnam Yemen Zambia Zimbabwe	Algeria Bolivia Cape Verde China Colombia Dominican Republic Ecuador Egypt El Salvador Guatemala Honduras Iran Iraq Jamaica Jordan Morocco Paraguay Peru Philippines South Africa Sri Lanka Syria Thailand Tunisia Turkey	Argentina Botswana Brazil Chile Costa Rica Gabon Korea, Rep. of Lebanon Malaysia Mauritius Mexico Oman Panama Saudi Arabia Seychelles Trinidad and Tobago Uruguay Venezuela	Australia Austria Belgium Canada Denmark Finland France Germany Greece Japan Ireland Italy Netherlands New Zealand Norway Portugal Spain Sweden Switzerland United Kingdom United States

Chú thích: Tổng số nước là 104.

Iceland và Luxembourg không được bao hàm trong mẫu các nước OECD và Hàn Quốc được bao hàm trong các nước thu nhập trung bình cao.

Phụ lục bảng 3. Biên độ của chu kỳ lãi suất thực

Lãi suất thực	Tăng lãi suất thực		
	Thời kỳ thuận lợi (1)	Thời kỳ khó khăn (2)	Biên độ (1) – (2)
Các nước OECD			
Lãi suất liên ngân hàng	0,1	-0,2	0,3
Lãi suất tín phiếu kho bạc	0,4	-0,2	0,6
Suất chiết khấu	0,3	-0,4	0,7
Lãi suất cho vay	-0,1	0,1	-0,2
Lãi suất tiền gửi	0,0	0,0	0,0
Các nước thu nhập trung bình cao			
Lãi suất liên ngân hàng*	2,2	3,1	-0,9
Lãi suất tín phiếu kho bạc	-2,8	1,6	-4,4
Suất chiết khấu	-1,0	2,6	-3,6
Lãi suất cho vay	-2,5	1,7	-4,2
Lãi suất tiền gửi*	1,1	0,8	0,3
Các nước thu nhập trung bình thấp			
Lãi suất liên ngân hàng	-0,4	0,4	-0,8
Lãi suất tín phiếu kho bạc	-0,6	1,1	-1,7
Suất chiết khấu	0,4	-0,4	0,8
Lãi suất cho vay*	-0,6	1,0	-1,6
Lãi suất tiền gửi*	-0,4	-0,1	-0,3
Các nước thu nhập thấp			
Lãi suất liên ngân hàng	1,3	0,1	1,2
Lãi suất tín phiếu kho bạc	4,8	-0,9	5,7
Suất chiết khấu*	1,1	-2,3	3,4
Lãi suất cho vay*	-1,4	-0,2	-1,2
Lãi suất tiền gửi*	0,4	-1,0	1,4

Chú thích: Tăng lãi suất thực được định nghĩa là thay đổi bình quân hàng năm của lãi suất thực (với lãi suất thực được biểu thị bằng điểm phần trăm).

Thời kỳ thuận lợi (khó khăn) được định nghĩa là những năm có tăng trưởng GDP trên (dưới) mức trung vị.

* Trung vị được báo cáo thay cho giá trị bình quân, vì giá trị bình quân bị biến dạng do lạm phát rất cao (hay siêu lạm phát).

Nguồn: IMF, Triển vọng kinh tế thế giới và Thống kê tài chính quốc tế.

Phụ lục bảng 4. Biên độ của chu kỳ tổng tiền thực

Tổng tiền thực	Tăng tổng tiền thực		
	Thời kỳ thuận lợi (1)	Thời kỳ khó khăn (2)	Biên độ (1) – (2)
Các nước OECD			
M0	3,2	0,8	2,4
M1	5,4	4,0	1,4
M2	6,6	3,3	3,3
Các nước thu nhập trung bình cao			
M0	7,7	3,0	4,7
M1	8,3	1,0	7,3
M2	11,5	3,3	8,2
Các nước thu nhập trung bình thấp			
M0	6,2	2,4	3,8
M1	5,9	2,4	3,5
M2	8,2	4,5	3,7
Các nước thu nhập thấp			
M0	4,3	0,8	3,5
M1	3,2	0,9	2,3
M2	6,7	1,4	5,3

Chú thích: Tăng tổng tiền thực là tỉ lệ tăng trưởng thực bình quân hàng năm (biểu thị bằng tỉ lệ phần trăm).
 Thời kỳ thuận lợi (khó khăn) được định nghĩa là những năm có tăng trưởng GDP trên (dưới) mức trung vị.
 Nguồn: IMF, Thống kê tài chính quốc tế.

Phụ lục bảng 5. Chỉ số về tính chu kỳ của chính sách ngân sách

Các nước	Tương quan giữa các cấu phần mang tính chu kỳ của GDP thực và		Biên độ của chu kỳ chỉ tiêu chính phủ trung ương		Chỉ số tính chu kỳ của chính sách ngân sách $0,4*(1)+0,4*(4)-0,2*(2)$
	Chỉ tiêu chính phủ trung ương thực (1)	Thuế lạm phát (2)	Mức (điểm phần trăm) (3)	Dạng số thập phân (4)	
Algeria	0.35	-0.08	5.58	0.18	0.23
Angola	0.21	-0.56	8.46	0.27	0.30
Argentina	0.25	-0.55	5.35	0.17	0.28
Australia	-0.26	0.17	-0.31	-0.04	-0.15
Austria	-0.26	0.46	0.56	0.02	-0.19
Bangladesh	0.47	-0.57	1.53	0.05	0.32
Belgium	0.42	-0.20	2.86	0.09	0.24
Benin	0.46	0.05	7.56	0.24	0.27
Bolivia	0.09	-0.43	3.43	0.11	0.16
Botswana	0.82	-0.12	6.33	0.20	0.43
Brazil	0.11	-0.30	9.50	0.30	0.22
Cambodia	0.71	-0.06	4.70	0.15	0.36
Cameroon	0.78	-0.33	10.79	0.34	0.51
Canada	-0.12	0.32	-0.88	-0.11	-0.16
Cape Verde	0.12	-0.34	1.38	0.05	0.14
Cent Afr Rep.	0.38	0.05	7.73	0.24	0.24
Chad	0.71	-0.23	14.12	0.44	0.51
Chile	0.22	-0.51	3.69	0.12	0.24
China: Mainland	0.16	0.26	-0.66	-0.09	-0.03
Colombia	-0.01	0.14	0.99	0.04	-0.02
Comoros	0.23	-0.28	6.76	0.21	0.23
Congo, Rep	0.40	-0.23	3.67	0.12	0.25
Costa Rica	0.10	-0.44	5.41	0.17	0.20
Cote d'Ivoire	0.39	-0.38	11.49	0.36	0.38
Denmark	-0.13	-0.29	-7.18	-0.97	-0.38
Dominican Rep	0.72	-0.19	8.32	0.26	0.43
Ecuador	na	0.32	na	na	na
Egypt	0.27	0.03	2.31	0.08	0.14
El Salvador	-0.16	0.12	3.05	0.10	-0.05
Finland	-0.80	0.33	-2.31	-0.31	-0.51
France	-0.45	0.11	-0.62	-0.08	-0.24
Gabon	0.78	-0.28	17.82	0.55	0.59
Gambia	0.14	-0.32	8.67	0.27	0.23
Germany	0.47	0.40	-2.40	-0.32	-0.02
Ghana	0.25	-0.12	16.11	0.50	0.33
Greece	0.04	0.15	3.07	0.10	0.03
Guatemala	0.54	-0.19	6.13	0.19	0.33
Haiti	0.25	-0.29	8.95	0.28	0.27
Honduras	0.17	-0.06	4.62	0.15	0.14
India	0.43	-0.29	1.04	0.04	0.25
Indonesia	0.05	-0.12	3.86	0.12	0.09
Iran	0.60	-0.02	10.35	0.32	0.37
Ireland	0.07	-0.09	1.67	0.06	0.07
Italy	-0.10	0.26	1.86	0.06	-0.07
Jamaica	-0.40	0.20	2.11	0.07	-0.17
Japan	0.04	0.18	4.93	0.16	0.05
Jordan	0.15	-0.38	2.17	0.07	0.16
Kenya	0.28	-0.29	7.00	0.22	0.26
Korea	-0.32	0.09	3.00	0.10	-0.11
Lao PDR	0.06	0.01	1.31	0.05	0.04
Lebanon	0.41	0.24	15.51	0.48	0.31
Liberia	0.00	0.00	32.42	1.00	0.40

Chú thích: Chỉ số biên độ của chính sách ngân sách là một chỉ số tổng hợp bao gồm hai số đo mỗi tương quan giữa các cấu phần mang tính chu kỳ của các công cụ chính sách ngân sách (chỉ tiêu chính phủ trung ương thực và thuế lạm phát) và GDP thực (tìm được thông qua sử dụng bộ lọc HP) và một số đo biên độ chu kỳ chỉ tiêu chính phủ trung ương thực được biểu thị bằng chênh lệch tăng trưởng chỉ tiêu chính phủ trung ương thực giữa các thời kỳ “thuận lợi” và thời kỳ “khó khăn”. Biên độ chu kỳ chỉ tiêu của chính phủ trung ương thực được đưa về thành một chỉ báo nằm trong khoảng từ -1 đến +1 (có thể so sánh giá trị với các chỉ báo tương quan sử dụng các số thập phân của phân phối các biên độ âm và dương).