

Ghi chú Bài giảng 22

Các chọn lựa chính sách vĩ mô

Tăng trưởng ở các nước đang phát triển chủ yếu xuất phát từ việc chuyển dịch đất, lao động, và vốn từ hoạt động có năng suất thấp sang hoạt động có năng suất cao. Đặc tính này làm cho các nước đang phát triển khác với các nước phát triển, nơi tăng trưởng chủ yếu nhờ đổi mới sáng tạo (ở các nước giàu qui mô chuyển dịch con người ra khỏi những việc làm năng suất thấp là hạn chế hơn nhiều). Một đặc tính quan trọng khác của các nước đang phát triển là những giao dịch quốc tế là lớn so với qui mô của nền kinh tế. Trong thập niên 1960 đến 1980, các nhà kinh tế quan ngại về tác động của dòng thương mại lên sự ổn định kinh tế vĩ mô. Nếu tỉ lệ trao đổi thương mại - terms of trade (tỉ lệ giá xuất khẩu trên giá nhập khẩu) chuyển hướng bất lợi cho các nước đang phát triển, thì họ phải sản xuất nhiều hơn để thu được cùng một lượng ngoại hối. Trong những năm gần đây, như thập niên vừa qua, các dòng vốn vào thế giới đang phát triển đã tăng lên qui mô trở thành yếu tố gây bất ổn quan trọng hơn cả thương mại. Khi các dòng vốn lớn xét theo qui mô GDP (như ở Việt Nam), thì việc quản lý dòng vốn và tác động của chúng lên tỉ giá hối đoái, lãi suất và giá cả nội địa là rất quan trọng để đảm bảo sự ổn định vĩ mô.

Chính phủ các nước đang phát triển phải đề ra các chính sách kinh tế vĩ mô sao cho khuyến khích được đầu tư nhưng bảo vệ đất nước khỏi những tình huống bất ổn do lạm phát, bong bóng tài sản và biến động tỉ giá hối đoái gây ra.

Vay ròng

Để khám phá những chọn lựa mà các nước đang phát triển đối mặt, ta nên nhìn vấn đề từ khía cạnh đi vay ròng ở bất kỳ nền kinh tế mở nào.¹ Bắt đầu bằng tổng cung nội địa (X) tiền đồng (VND), sẽ bằng với sản lượng nội địa (Y) cộng nhập khẩu (M^*), qui đổi từ đô-la sang VND bằng tỉ giá e :

$$X = Y + M^*e. \quad (1)$$

Sử dụng nguồn cung này chính là tiêu dùng, đầu tư, chi tiêu của chính phủ và xuất khẩu, do đó $X = C + I + G + E$. Nhớ rằng dấu sao có nghĩa là giá trị tính bằng ngoại tệ (trường hợp này là \$).

¹ Phần thảo luận này chủ yếu dựa theo Ocampo, Rada và Taylor (2009), trang 114-119.

Chi tiêu của khu vực tư nhân (ngoài chính phủ) được phân bổ cho đầu tư, tiêu dùng và thuế (T), cùng các khoản chuyển giao tư nhân cho phần còn lại của thế giới (Z_p), ví dụ trả lãi và cổ tức. Các khoản kiều hối đi vào (incoming) là các khoản chuyển giao tư nhân âm ($-eZ_p^*$). Nếu khu vực tư nhân chi tiêu nhiều hơn thu nhập có được, thì mức vay ròng của khu vực này (N_p) là dương:

$$N_p = I + C + T + Z_p - Y. \quad (2)$$

Tiết kiệm tư nhân (S_p) là thu nhập cộng các khoản chuyển giao, trừ cho chi tiêu phi đầu tư, sao cho mức vay ròng tư nhân bằng với đầu tư trừ tiết kiệm ($N_p = I - S$).

Mức vay ròng của chính phủ bằng chi tiêu của chính phủ trừ thuế cộng các khoản chuyển giao của chính phủ cho phần còn lại của thế giới (Z_g):

$$N_g = G + Z_g - T. \quad (3)$$

Như trong trường hợp chuyển giao tư nhân, khoản chuyển giao ra ngoài âm là một dòng vào. Viện trợ nước ngoài dưới dạng không hoàn lại được thể hiện là $-eZ_g^*$. Viện trợ nước ngoài bằng vốn vay là một phần trong vay ròng của chính phủ. Mức vay ròng của phần còn lại của thế giới là bằng với thặng dư tài khoản vãng lai của đất nước hay:

$$N_r = E - eM^* - Z, \quad (4)$$

Z = tổng các khoản chuyển giao ($Z = Z_p + Z_g$).

Tổng mức vay ròng (N) bằng tổng vay ròng của chính phủ, của khu vực tư nhân và phần còn lại của thế giới. Theo định nghĩa, tổng vay ròng phải cộng lại thành zero (phải vay nơi khác đắp vào!).

$$N = N_p + N_g + N_r = 0 \quad (5)$$

Vay ròng là lưu lượng, tích tụ trong bảng cân đối tài sản theo thời gian dưới dạng tổng tài sản và nợ. Nợ tăng hay tài sản giảm khi vay ròng là dương. Khi vay ròng là âm, tài sản tăng hay nợ giảm. Ví dụ, khi vay nợ ròng tư nhân lớn hơn zero, thì khu vực tư nhân tăng vốn vay nội địa và/hoặc nước ngoài, hoặc phát hành vốn chủ sở hữu mới, hoặc giảm khối lượng trái phiếu hay tiền gởi, hay kết hợp các điều chỉnh này.

Thặng dư tài khoản vãng lai sẽ làm tăng dự trữ ngoại hối, giảm vay tư nhân và/hoặc chính phủ hoặc việc mua lại cổ phiếu từ người nước ngoài, hoặc kết hợp những điều

chính này. Thâm hụt tài khoản vãng lai tạo ra tác động ngược lại: giảm dự trữ ngoại hối, vay nợ nước ngoài của tư nhân và/hoặc chính phủ nhiều hơn hoặc bán cổ phiếu cho người nước ngoài. Bỏ qua giá trị dấu, ta thấy:

$$CAD = \Delta \text{dự trữ} + \Delta \text{nợ vay} + \Delta \text{nước ngoài sở hữu cổ phiếu nội địa.} \quad (6)$$

Mức cổ phiếu định ra một giới hạn lên những điều chỉnh lưu lượng. Dự trữ ngoại hối thấp khi tồn tại thâm hụt tài khoản vãng lai lớn có thể buộc trữ lượng nợ vay (công và tư) tăng nhanh, vượt qua cả năng lực trả nợ của khu vực tư nhân hay chính phủ.

Ví dụ hãy xem điều gì xảy ra ở Mỹ. Trong giai đoạn hậu Thế chiến thứ II “thời vàng son”, các hộ gia đình là đơn vị tiết kiệm ròng, trong khi doanh nghiệp là đơn vị vay ròng và quốc gia đạt thặng dư tài khoản vãng lai. “Thâm hụt kép” (vay ròng của chính phủ và thâm hụt tài khoản vãng lai) xuất hiện vào giữa thập niên 1980 khi chính phủ cắt giảm thuế, tăng chi tiêu quốc phòng và tiết kiệm ròng của hộ gia đình (cho vay ròng âm) bắt đầu giảm. Chú ý rằng thâm hụt ngân sách lớn tồn tại không có nghĩa là phải có thâm hụt tài khoản vãng lai lớn. Sự điều chỉnh có thể xảy ra thông qua tiết kiệm ròng của hộ gia đình và/hoặc doanh nghiệp. Có một sự chuyển dịch quan trọng xảy ra vào cuối thập niên 90. Lần đầu tiên, hộ gia đình là những đơn vị vay ròng. Sự thay đổi này, kết hợp với thâm hụt ngân sách lớn, được cân đối bởi khoản thâm hụt tài khoản vãng lai rất lớn. Như chúng ta biết các khoản thâm hụt tài khoản vãng lai này được tài trợ bởi Trung Quốc, khi nước này mua khối lượng lớn nợ chính phủ Mỹ. Nguồn gốc của tình trạng bất cân đối toàn cầu, nhìn từ góc độ này, là dễ xác định: hộ gia đình Mỹ thôi không tiết kiệm, và bắt đầu vay mượn quá nhiều. Tại sao họ làm điều này? Nhiều nhà kinh tế tin rằng phân phối thu nhập là một phần nguyên nhân. Mức lương trung vị đã không tăng từ thập niên 70. Để duy trì mức sống, hộ gia đình Mỹ vay tiền. Họ vay từ ngân hàng để mua nhà đẹp, ô tô mới, và họ sử dụng thẻ tín dụng để mua hàng tiêu dùng và đi nghỉ mát. Giới ngân hàng tìm cách đáp ứng sức cầu vay nợ tăng thêm này. Tự do hóa hệ thống tài chính đã cởi bỏ các biện pháp kiểm soát cho vay cầm cố, do đó ngân hàng và công ty tài chính thực hiện các khoản vay ngày càng rủi ro cho những hộ gia đình đang tìm cách vốn hóa giá nhà đang tăng. Trong hai năm cuối trước khủng hoảng 2008, doanh nghiệp cũng là đơn vị vay ròng. Sau đổ vỡ, hộ gia đình và doanh nghiệp bắt đầu tiết kiệm để điều chỉnh bảng cân đối tài sản của họ. Chỉ còn lại chính phủ là hình thức vay ròng duy nhất. Và thâm hụt ngân sách đã tăng lên mức chưa từng có trong lịch sử.

Số liệu của Việt Nam không cho phép chúng ta tách vay nợ của doanh nghiệp khỏi hộ gia đình, do đó con số này kết hợp lại thành khu vực tư nhân. Con số này cho thấy sự thay đổi lớn đến với Việt Nam năm 2007 và 2008. Trong năm đó, các dòng vốn vào khổng lồ đã làm cung tiền gia tăng, đẩy mạnh hoạt động cho vay ngân hàng và đầu cơ

vào thị trường chứng khoán và đất. Doanh nghiệp và hộ gia đình tăng vay nợ để mua tài sản, tạo nên bong bóng đất và cổ phiếu. Đến 2008, lạm phát tăng cao và chính phủ phải hành động để làm nguội nền kinh tế, chủ yếu là tăng lãi suất và tăng dự trữ bắt buộc của ngân hàng. Chính sách hoàn toàn chạy theo chu kỳ. Ngay cả hộ gia đình và doanh nghiệp cũng thuộc số vay ròng lớn, chính phủ cũng bị thâm hụt ngân sách. Cân đối với việc vay ròng của hộ gia đình, doanh nghiệp và chính phủ là khoản thâm hụt tài khoản vãng lai to lớn. Khi khủng hoảng toàn cầu bắt đầu năm 2009, chính phủ chịu thâm hụt ngân sách lớn vì kích thích nền kinh tế. Mặc dù khu vực tư nhân nhìn chung là cho vay ròng, doanh nghiệp có lẽ vẫn đi vay vì chính phủ trợ cấp lãi suất cho họ. Phần lớn tiết kiệm đều thuộc hộ gia đình năm 2009 và 2010.

Thêm một bất đẳng thức nữa cũng hữu ích trong bối cảnh này. Vay ròng của hệ thống ngân hàng là bằng với tăng trưởng cung tiền trừ thay đổi trong vốn vay, trái phiếu thuộc sở hữu của hệ thống ngân hàng (ngân hàng trung ương và ngân hàng thương mại) và dự trữ ngoại hối:

$$N_b = \Delta \text{tiền} - \Delta(\text{vốn vay} + \text{trái phiếu trong ngân hàng} + \text{dự trữ ngoại hối}) = 0. \quad (7)$$

Theo định nghĩa vay ròng của hệ thống ngân hàng là bằng zero. Nếu dự trữ ngoại hối tăng, thì cung tiền sẽ tăng trừ khi ngân hàng trung ương hóa giải dòng vốn vào bằng cách bán trái phiếu. Trong thị trường trái phiếu thì không có gì chắc chắn rằng hệ thống ngân hàng nắm giữ đủ trái phiếu để hóa giải được dòng vốn vào lớn. Đồng tiền mất giá cũng làm tăng cung tiền, có nghĩa là giá trị của dự trữ ngoại hối bằng đồng nội tệ tăng lên (nhiều VND trên mỗi \$ hơn). Do đó, nếu ngân hàng trung ương nắm một lượng lớn dự trữ ngoại hối và phá giá đồng tiền, thì ngân hàng trung ương phải bán trái phiếu để hóa giải “dòng vào” để ngăn cung tiền tăng lên. Con số này cũng chỉ rõ rằng năm 2009 và 2010 SBV thay thế dự trữ ngoại hối bằng trái phiếu chính phủ để ngăn cung tiền thu hẹp vì dự trữ đã dùng hết.

Chính sách ngân sách chạy theo chu kỳ

Hoạt động cho vay ròng theo ngành cho chúng ta cách thức đo lường quan điểm chính sách của chính phủ ở mỗi giai đoạn trong chu kỳ kinh tế. Nhớ lại rằng chính sách không theo chu kỳ giúp các nước đạt ổn định kinh tế vĩ mô. Khi tăng trưởng kinh tế chậm đi, chính phủ bơm cầu hiệu dụng vào bằng cách chấp nhận thâm hụt ngân sách, nhưng khi tăng trưởng nhanh hơn, chính phủ có thặng dư để đảm bảo rằng nền kinh tế không hoạt động quá nóng và để tăng cường bảng cân đối tài sản của mình (trả bớt nợ).

Chính sách ngân sách chạy theo chu kỳ là một vấn đề phổ biến ở các nước xuất khẩu tài nguyên thiên nhiên. Khi nền kinh tế toàn cầu tăng trưởng nhanh chóng, giá nguyên liệu

tăng, mang lại nhiều doanh thu hơn cho các quốc gia xuất khẩu. Có nhiều áp lực chính trị muốn chính phủ tăng chi tiêu tiền, vì ai cũng biết ngân sách thu về nhiều hơn. Chính phủ tung ra những dự án đầu tư mới, cam kết dài hạn trên cơ sở dòng thu ngân sách ngắn hạn. Khi giá hàng nguyên liệu giảm, chính phủ phải nhanh chóng chuyển hướng và cắt giảm chi tiêu để tránh thâm hụt ngân sách lớn. Kết quả, chi tiêu chậm lại ngay đúng thời điểm cần phải tăng để thay thế cho nguồn thu xuất khẩu mất đi và mức tiêu dùng và đầu tư giảm.

Một cách để tránh chính sách chạy theo chu kỳ là đề ra nguyên tắc ngân sách đơn giản. Ví dụ, chính phủ phải đạt được mức cân bằng ngân sách “cơ cấu” nhỏ khoảng 1% GDP. Cân bằng ngân sách “cơ cấu” có nghĩa là trạng thái ngân sách phải là thặng dư trong điều kiện giá hàng nguyên liệu (hoặc các biến số chu kỳ phù hợp khác) là không đổi. Chile đã thông qua luật nguyên tắc ngân sách giống như vậy. Khi giá đồng tăng cao, Chile phải có thặng dư ngân sách, và khi giá thấp thì chính phủ có thể chịu thâm hụt để bơm cầu vào nền kinh tế. Đối với chu kỳ kinh tế nhìn chung (từ đỉnh xuống đáy) thì chính phủ phải đạt thặng dư nhỏ, *xét bình quân*.

Chính sách tiền tệ chạy theo chu kỳ

Ở các nước đang phát triển chính sách tiền tệ thường chạy theo chu kỳ vì phí chênh lệch rủi ro ở các nước này giảm trên thị trường quốc tế trong giai đoạn bùng nổ và tăng trong giai đoạn suy thoái. Ví dụ, trước khủng hoảng tài chính toàn cầu, chênh lệch lãi suất trái phiếu thị trường mới nổi (đo bằng Chỉ số trái phiếu thị trường mới nổi của JP Morgan) giảm xuống mức thấp kỷ lục. Các nước đang phát triển có thể vay trên thị trường vốn quốc tế với giá rẻ, và các mức lãi suất thấp này định sẵn cho lãi suất nội địa. Nếu ngân hàng trung ương của một nước đang phát triển cố gắng thắt chặt chính sách tiền tệ nội địa trong giai đoạn bùng nổ toàn cầu, người vay nội địa sẽ thay nợ trong nước bằng nợ nước ngoài. Hơn nữa, nếu ngân hàng trung ương tăng lãi suất nội địa, các dòng vốn nước ngoài chảy vào sẽ tăng để tận dụng lợi suất cao hơn. Với trường hợp tỉ giá hối đoái linh hoạt, thì điều này sẽ có tác động làm cho nội tệ tăng giá, giúp cho nhà đầu tư nước ngoài có được lợi suất còn cao hơn từ đầu tư. Với trường hợp tỉ giá hối đoái cố định, thì dòng vốn nước ngoài chảy vào sẽ làm tăng cung tiền trong nước, đẩy lãi suất trở xuống.

Việc vay mượn trở nên đắt đỏ hơn khi có khủng hoảng toàn cầu vì thị trường vốn trở nên kém thanh khoản. Nhưng đây chính là thời điểm khi các nước đang phát triển cần lãi suất thấp hơn vì cầu hàng xuất khẩu của họ đang giảm đi. Tuy nhiên, nếu ngân hàng trung ương cố gắng kéo lãi suất xuống thấp hơn mức toàn cầu, thì vốn nội địa sẽ chảy ra khỏi nước (vốn tháo chạy), buộc lãi suất trong nước phải tăng trở lại. Với cơ chế tỉ giá

linh hoạt, dòng vốn chảy ra sẽ dẫn đến đồng tiền mất giá, và làm tăng cung tiền trong nước. Ngân hàng trung ương có thể thấy áp lực phải tăng lãi suất để khắc chế tác động lạm phát của việc đồng tiền mất giá. Nếu ngân hàng trung ương cố gắng giảm lãi suất trong cơ chế tỉ giá cố định, thì tiền sẽ rời bỏ đất nước với kết quả tổn thất dự trữ ngoại hối.

Tóm lại, mức phí rủi ro đối với các nước đang phát triển là không cố định trong suốt chu kỳ kinh tế. Nó sẽ thấp hơn trong giai đoạn tăng trưởng mạnh và cao hơn trong thời kỳ đổ vỡ. Điều này làm cho chính sách tiền tệ phải chạy theo chu kỳ ở các nước đang phát triển, với kết quả là tỉ lệ lạm phát cao hơn trong giai đoạn tăng trưởng nhanh, và suy thoái dài hơn, sâu hơn trong thời kỳ tăng trưởng chậm. Hoạt động cho vay ròng của khu vực tư nhân cũng có tác động của việc đi vay ròng theo chu kỳ (thâm hụt ngân sách) của khu vực công, và thậm chí có thể quan trọng hơn chính sách ngân sách chạy theo chu kỳ vì quy mô các dòng vốn có khả năng lớn hơn và sự dịch chuyển có thể diễn ra nhanh chóng.

Điểm qua các xu hướng tiền tệ chạy theo chu kỳ ở Việt Nam trong thập niên vừa qua cho thấy, hoạt động vay ròng của khu vực doanh nghiệp và hộ gia đình luôn đi kèm với giai đoạn lạm phát giá cả. Thật vậy, có vẻ như không có mối quan hệ mật thiết giữa chính sách ngân sách và lạm phát giá ở Việt Nam.

Quản lý dự trữ ngoại hối

Quản lý dự trữ ngoại hối theo hướng ngược chu kỳ có thể giúp giảm nhẹ tác động các dòng vốn vào và ra lên tỉ giá hối đoái. Trong giai đoạn vốn đổ vào, ngân hàng trung ương tích lũy dự trữ ngoại hối để ngăn chặn tỉ giá gia tăng và tập trung dự trữ cho các giai đoạn khi dòng vốn vào chậm đi hay đổi chiều. Khi ngân hàng trung ương mua ngoại hối, họ phải hóa giải dòng vào bằng cách bán trái phiếu mệnh giá nội tệ. Khoản này chắc chắn từ bảng cân đối tài sản của ngân hàng trung ương. Sự gia tăng dự trữ ngoại hối bên phía tài sản được cân đối bằng sự gia tăng cung tiền ở phía nợ. Khi thị trường trái phiếu trong nước không có thanh khoản, sẽ khó cho ngân hàng trung ương đạt được mục tiêu này mà không đẩy lãi suất nội tệ lên, từ đó càng thu hút nhiều vốn ngoại chảy vào trong nước. Chọn lựa khác là tăng dự trữ bắt buộc của ngân hàng, nhưng sẽ khiến các ngân hàng giảm lợi nhuận và họ sẽ tìm cách phản đối động thái này nếu được.

Đa số các nước châu Á phản ứng với khủng hoảng tài chính khu vực 1997 bằng cách tích lũy dự trữ ngoại hối. Họ làm như vậy để giữ cho nội tệ cạnh tranh bất kể các dòng vốn ồ ạt chảy vào, và để “tự bảo hiểm” trước những tác động của sự chấm dứt đột ngột (vốn bỗng nhiên chảy ra trong giai đoạn bất ổn). Kinh nghiệm các gói giải cứu của IMF

là đau đớn khiến họ không muốn lặp lại. Chính sách này cũng phải trả giá, vì ngân hàng trung ương thu được suất sinh lợi rất thấp từ lượng dự trữ ngoại hối của mình, nhưng phải trả lãi cao hơn cho chính trái phiếu của chính phủ bán ra cho công chúng để hóa giải các dòng vốn vào. Các nước Đông Á thường quyết định rằng việc áp đặt những tổn thất này lên ngân hàng trung ương sẽ ít tổn kém hơn trong dài hạn so với việc phải gánh chịu một cuộc khủng hoảng tiền tệ khác.

Kiểm soát vốn

Từ phần thảo luận trên có thể thấy rõ rằng các dòng vốn chuyển dịch với khối lượng lớn chính là nguyên nhân gây ra bất ổn kinh tế vĩ mô ở các nước đang phát triển. Các dòng vốn có qui mô lớn so với các nền kinh tế này, do đó những biến động có thể dẫn đến bất ổn tỉ giá hối đoái, lạm phát, bong bóng tài sản và biến động lãi suất. Chúng ta cũng cần xem xét tác động lên bảng cân đối tài sản của dòng vốn ngoại. Trong thời kỳ kinh tế bùng nổ, khu vực công và tư có thể tích tụ nợ ngoại tệ với số lượng lớn, đến khi kinh tế đi xuống thì khó có thể trả được. Đây chính là bản chất vấn đề dẫn đến khủng hoảng tài chính Đông Á 1997.

Biện pháp kiểm soát vốn có thể mang lại không gian chính sách cần thiết để chính phủ thực thi các chính sách vĩ mô đi ngược chu kỳ. Mục tiêu chính của các chính sách này là dòng vốn ngắn hạn (dưới một năm), vì loại vốn “trôi dạt” kiểu này tạo ra những vấn đề điều chỉnh tức thời nhiều hơn là đầu tư dài hạn, ví dụ như đa số các dự án đầu tư trực tiếp nước ngoài.

Vấn đề với biện pháp kiểm soát vốn là nó làm tăng chi phí vốn đối với nhà đầu tư nội địa và tạo cơ hội cho tham nhũng. Vấn đề đầu không nghiêm trọng bằng vấn đề thứ hai, vì tăng chi phí vốn trong giai đoạn kinh tế bùng nổ là tốt.

Chính phủ và/hoặc ngân hàng trung ương phải thận trọng giám sát việc vay mượn nước ngoài trong khu vực doanh nghiệp, cả sở hữu nhà nước lẫn tư nhân. Thất bại trong giám sát có thể dễ dàng dẫn đến tai họa, vì các công ty tích lũy nợ ngoại tệ nhưng không thể trả trong thời kỳ tăng trưởng kinh tế chậm. Như đã thấy trong khủng hoảng tài chính Đông Á, sự thất vọng của chủ nợ doanh nghiệp có thể lan qua hệ thống ngân hàng nội địa.

Nên sử dụng các công cụ có nền tảng giá cả để định lượng những hạn chế khi có thể. Yêu cầu ký quỹ không tính lãi - Unremunerated Reserve Requirement (URR), là một hình thức thuế áp đặt lên các dòng vốn ngắn hạn. Các nhà đầu tư ngoại buộc phải ký gởi một tỉ lệ định trước lượng đầu tư ngoại tệ của mình ở ngân hàng trung ương trong tài khoản không tính lãi. Tài khoản này hoạt động như dự trữ của ngân hàng, theo đó

việc tăng qui mô ký gởi bắt buộc sẽ làm tăng thuế lên các khoản đầu tư ngắn hạn. Chile và Colombia đã sử dụng URR thành công để chuyển dịch xu hướng cấu trúc nợ nước ngoài khỏi các khoản đầu tư ngắn hạn sang đầu tư dài hạn. Nó cũng giúp các ngân hàng trung ương tăng lãi suất khi kinh tế phát triển tốt mà không thu hút thêm dòng vốn ngắn hạn. Chính sách tiền tệ có thể chuyển dịch từ chạy theo chu kỳ sang đi ngược chu kỳ.

Một chọn lựa khác, cũng đạt được kết quả tương tự là áp thuế lên tất cả hóa đơn ngoại hối thông qua hệ thống ngân hàng. Tuy nhiên, các nhà xuất khẩu sẽ phải được bù đắp thông qua hệ thống thuế (ví dụ thông qua hoàn thuế VAT hay thuế doanh nghiệp), do đó chọn lựa này khó quản lý hơn.²

Kết luận

Trong thập niên 60-70, các nhà kinh tế lo ngại về tác động gây bất ổn khi tỉ lệ trao đổi thương mại chuyển dịch ở các nước đang phát triển. Sự biến động mạnh giá hàng nguyên liệu được xem là nguyên nhân khiến cho các chính sách tiền tệ và ngân sách chạy theo chu kỳ. Các dòng vốn là nhỏ so với qui mô GDP và dòng vốn chính thức là lớn hơn dòng vốn tư nhân. Điều này hoàn toàn thay đổi trong thập niên vừa qua. Các dòng vốn tư nhân đã lớn hơn vốn chính thức, và hiện nay cũng lớn hơn so với qui mô của nền kinh tế, đặc biệt là ở các nước châu Á.

Chính sách kinh tế vĩ mô phải quản lý những dòng vốn khổng lồ này để tránh tình huống các nước bị rơi vào chu kỳ bùng phát – đổ vỡ. Chính sách tiền tệ và ngân sách phải luôn tỉnh táo đi ngược chu kỳ. Điều này đòi hỏi nguyên tắc ngân sách, việc quản lý hoạt động ngân hàng cẩn trọng và mạnh mẽ, và một số biện pháp kiểm soát các dòng vốn.

² Howell H. Zee (2000) “Retarding Short-Term Capital Inflows Through Withholding Tax,” IMF Working Paper 00/40, March, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp0040.pdf>.