Chương 7

Các lựa chọn chính sách kinh tế vĩ mô

Các cơ quan quản lý kinh tế ở các nước đang phát triển có những lựa chọn gì để xây dựng chính sách ở cấp độ vĩ mô và khu vực? Các hạn chế về khả năng điều hành chính sách hết sức khác biệt nhau giữa các nước. Trong chương này, chúng ta cố gắng phân loại các khả năng quản lý điều tiết kinh tế vĩ mô, sau đó trong chương 8, chúng ta sẽ xem xét đến tăng trưởng và chính sách khu vực).

Chúng ta bắt đầu bằng cách xem xét cách thức các dòng vay mượn ròng của tư nhân và chính phủ và cán cân tài khoản vãng lai tương tác với nhau như thế nào từ ngắn hạn đến trung hạn. Phần toán đại số hỗ trợ được trình bày trong phụ lục 7.1, xem xét các mô hình hố cách, các mối quan hệ giữa các biến số dòng (lưu lượng) và mức (trữ lượng), và các lý thuyết về tỷ giá hối đoái.

Các gói chính sách kinh tế vĩ mô phù hợp với sự kết hợp giữa các giai đoạn tài chính và các hố cách ràng buộc cũng được xem xét đến. Sau đó, việc thảo luận sẽ chuyển sang các kỹ thuật quản lý vốn, bao gồm kiểm soát các dòng vốn quốc tế và quản lý điều tiết các thị trường tài chính nội địa, và các vấn đề trọng tâm về phát triển tài chính. Chương này kết thúc với những cân nhắc liên quan đến viện trợ nước ngoài.

Điều chỉnh kinh tế vĩ mô thuận chu kỳ và ba hố cách

Các mô thức vay mượn ròng trình bày trong chương 5 là một điểm khởi đầu hữuích để phân tích sự phát triển kinh tế vĩ mô. Như chi tiết trong phần phụ lục 7.1, các lưu lượng này tích luỹ thành những thay đổi trong bảng cân đối kế toán được phân loại như trình bày trong bảng 6.1, nối kết với nhau thành một mạng lưới chặt chẽ giữa khía cạnh thực và khía cạnh tài chính của nền kinh tế.

Nếu một khu vực có vay mượn ròng dương, khu vực đó bổ sung thêm cho cầu hiệu dụng vì tại khu vực này chi tiêu vượt quá thu nhập. Mặt khác, tổng vay mượn ròng của tất cả các khu vực phải bằng không như một điều kiện cân bằng kinh tế vĩ mô, nghĩa là:

Vay mượn ròng tư nhân + Vay mượn của chính phủ + Cán cân tài khoản vãng lai = 0.

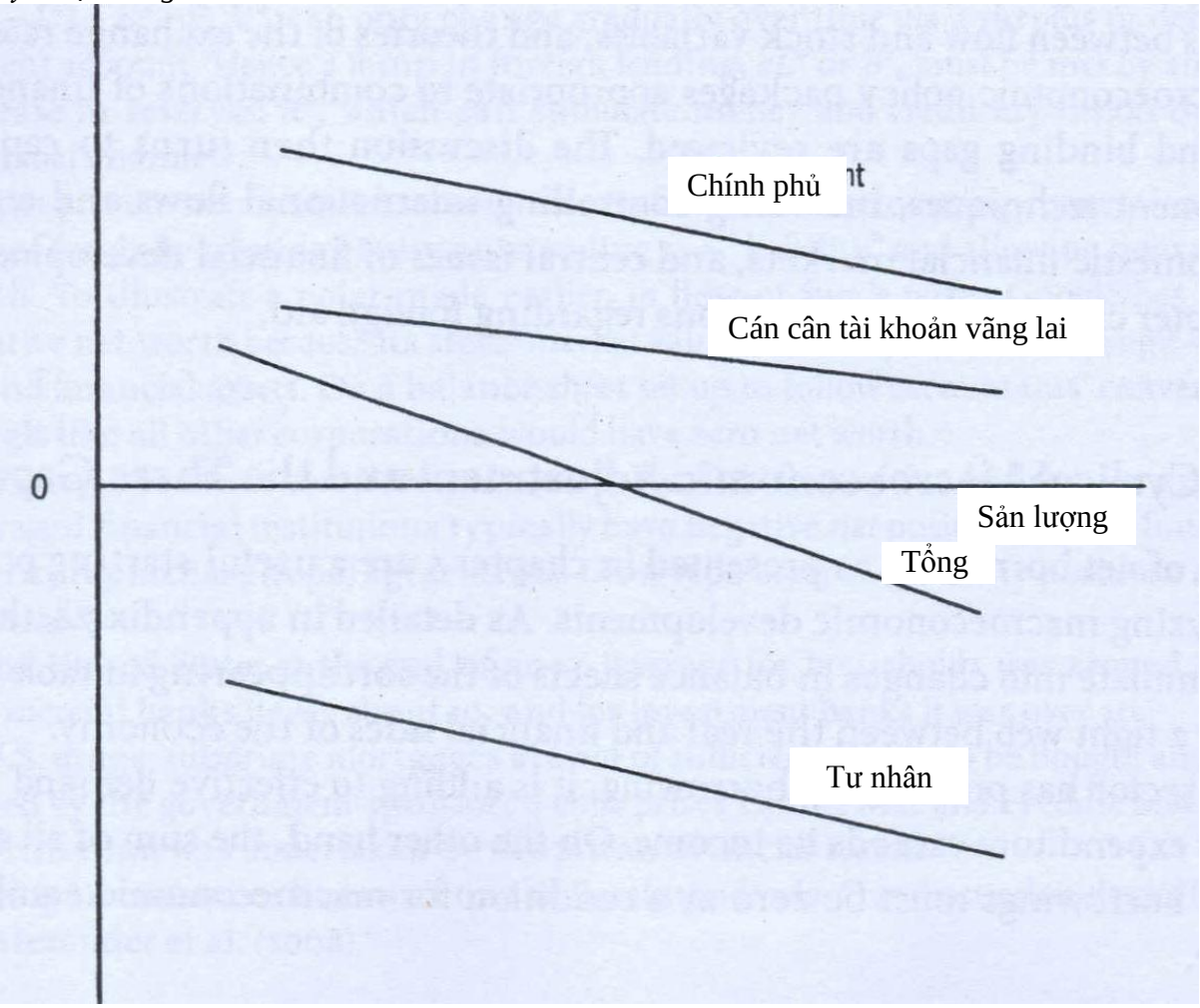
(Lẽ dĩ nhiên, tài khoản vãng lai cũng là 'vay mượn ròng nước ngoài' – nghĩa là, vay mượn ròng bởi phần còn lại của thế giới từ đất nước có những tài khoản mà chúng ta đang xem xét.)

Việc xem xét cách thức các dòng vay mượn ròng có động thái như thế nào ngoài trạng thái cân bằng cũng rất có ích. Ví dụ, sự gia tăng thu nhập tư nhân sẽ làm cho chi tiêu tư nhân tăng ít hơn hay nhiều hơn so với mức tăng thu nhập của họ? Tăng chi tiêu nhiều hơn tăng thu nhập có nghĩa là khu vực tư nhân hành động 'thuận chu kỳ'; tăng chi tiêu ít hơn tăng thu nhập là một hành vi 'nghịch chu kỳ'. Một suy nghĩ tức thời cho ta thấy rằng nếu *tổng* vay mượn ròng ngoài trạng thái cân bằng đều có hành vi thuận chu kỳ, thì hệ thống vĩ mô sẽ gặp trục trặc. Sự gia tăng đôi chút của thu nhập sẽ kích thích chi tiêu một lượng nhiều hơn, điều này có thể cho là sẽ kích thích sản lượng và thu nhập nhiều hơn nữa, và v.v… Người ta không bao giờ quan sát thấy kiểu bất ổn

này, vì thế ta có thể kết luận một cách khá chắc chắn rằng tổng vay mượn ròng thật ra có tính nghịch chu kỳ.

Hình 7.1 Vay mượn ròng nghịch chu kỳ

Vay mượn ròng



Hình 7.1 minh họa một tình huống trong đó cả ba dòng vay mượn ròng theo khu vực đều nghịch chu kỳ - nghĩa là khi thu nhập tăng, chi tiêu tư nhân tăng một lượng ít hơn (hay đầu tư tăng ít hơn tiết kiệm), xuất khẩu tăng ít hơn nhập khẩu (vì thế cán cân tài khoản vãng lai bị xấu đi), và thuế tăng nhiều hơn chi tiêu chính phủ. Đường biểu thị tổng vay mượn ròng là tổng theo chiều dọc của ba đường biểu thị theo khu vực. Điểm cắt trục hoành là mức sản lượng ở trạng thái cân bằng.

Khu vực tư nhân trong hình 7.1 có thặng dư (vay mượn ròng có giá trị âm) và cho chính phủ và phần còn lại của thế giới vay. Nếu đường vay mượn ròng tư nhân dịch chuyển hướng lên (thặng dư tư nhân giảm do đầu tư tăng chẳng hạn), thì đường tổng vay mượn ròng cũng dịch chuyển hướng lên. Nền kinh tế sẽ đạt trạng thái cân bằng mới với mức tổng sản lượng *cao hơn* (một điểm nằm phía bên phải của trạng thái cân bằng ban đầu), gắn liền với cán cân tài khoản vãng lai và thâm hụt ngân sách *thấp hơn*.

Trên thực tế, không phải mọi mức vay mượn ròng của khu vực mà ta quan sát được đều có tính nghịch chu kỳ. Ví dụ, trong số liệu của Hoa Kỳ với khu vực tư nhân được tách ra thành các hộ gia đình và các doanh nghiệp, chỉ có chính phủ có hành vi nghịch chu kỳ, còn hai khu vực tư nhân đều có hành vi thuận chu kỳ, và tài khoản vãng lai về cơ bản là theo chu kỳ (Barbosa-Filho và những người khác 2008). Một số vùng như minh họa trong chương 5 cũng có hiện tượng tương tự: vay mượn ròng tư nhân có xu hướng tăng lên trong những thời kỳ đi lên trong chu kỳ kinh tế.

Các ý nghĩa kinh tế vĩ mô được phác thảo ở hình 7.2, trong đó khu vực tư nhân có hành vi thuận chu kỳ và hai khu vực kia có hành vi nghịch chu kỳ. Đường biểu thị tổng vay mượn ròng vẫn có độ dốc âm, nhưng không nghiêng nhiều. Một lần nữa, sự gia tăng vay mượn tư nhân sẽ làm dịch chuyển đường tổng vay mượn ròng lên trên, dẫn đến sản lượng cao hơn. Vì độ dốc của đường tổng vay mượn ròng không nghiêng nhiều, nên sản lượng sẽ tăng rất nhiều và có thể chạm phải giới hạn nguồn lực, kích thích lạm phát hay khủng hoảng bên ngoài; khủng hoảng bên ngoài xảy ra là do tình trạng xấu đi nhiều của tài khoản vãng lai. Nói vắn tắt, chi tiêu thuận chu kỳ của khu vực tư nhân tạo ra sự đi lên mạnh mẽ trong chu kỳ kinh tế và tạo ra thêm rủi ro lạm phát và/hay khủng hoảng cán cân thanh toán.

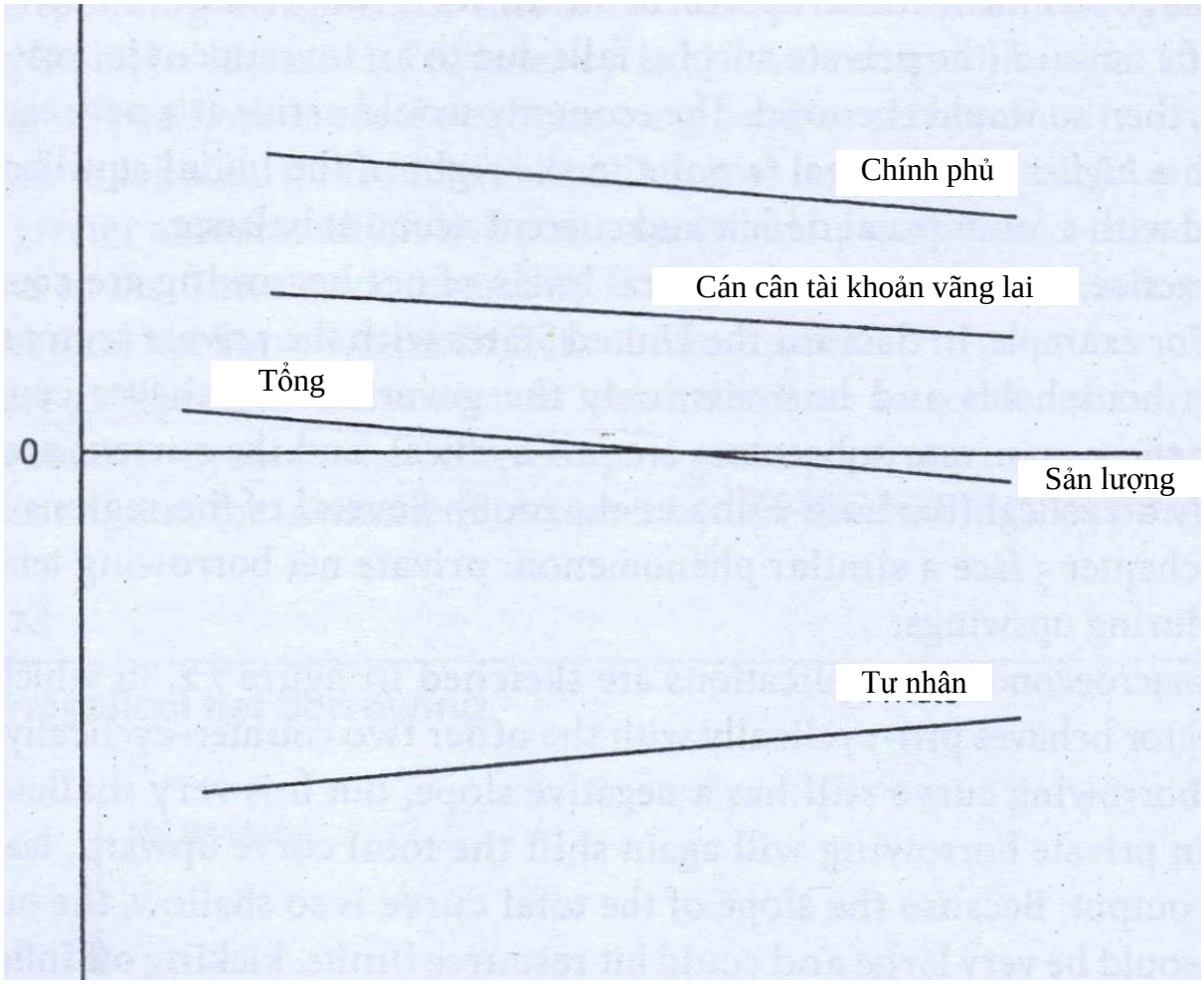
Tình huống đáng sợ trong hình 7.2 thậm chí còn có nhiều khả năng xảy ra hơn nếu chính bản thân chính phủ cũng có hành vi thuận chu kỳ, như đã thảo luận trong chương 1. Các chính sách bù trừ vẫn khả thi nhưng thật khó khăn, như sẽ thảo luận sau trong chương này.

Bắt nguồn từ nghiên cứu của Hollis Chenery (ví dụ như Chenery và Bruno 1962), trong kinh tế học phát triển đã có một truyền thống lâu dài là dốc sức phân tích các hàm vay mượn ròng dưới dạng'các hố cách'.[1] Thuật ngữ này nhằm cho thấy mức vay mượn ròng có giá trị dương quá cao của khu vực tư nhân ('hố cách nguồn' hay 'hố cách tiết kiệm') hay của chính phủ ('hố cách ngân sách') hay sự thâm hụt tài khoản vãng lai lớn ('hố cách bên ngoài') có thể đưa nền kinh tế đến chỗ trục trặc. Phân tích hố cách thực nghiệm đối với các dòng vay mượn ròng như đã thảo luận trong chương 5 nối tiếp trực tiếp quan điểm này của Chenery.

Ví dụ, chúng ta có thể xem xét cú sốc lãi suất vào khoảng năm 1980 như đã thảo luận trong chương 2, đi kèm với sự cắt giảm cho vay mới từ nước ngoài. Một đất nước như Brazil, mà trước đây vốn có thâm hụt tài khoản vãng lai lớn và vay mượn nhiều nợ hơn, thậm chí là vay để tài trợ cho các nghĩa vụ thanh toán nợ hiện hành,[2] đã phải chuyển giao nghĩa vụ thanh toán nợ ngoại tệ mạnh nước ngoài bằng các nguồn lực riêng của đất nước. Hơn nữa, từ hệ lụy của cú sốc, hầu hết các nước đã quốc hữu hoá nợ từng được vay bởi khu vực tư nhân (hay các doanh nghiệp nhà nước) và dịch chuyển gánh nặng nợ sang cho chính phủ.

Hình 7.2 Trạng thái gần bất ổn có tính thuận chu kỳ

Các hố cách



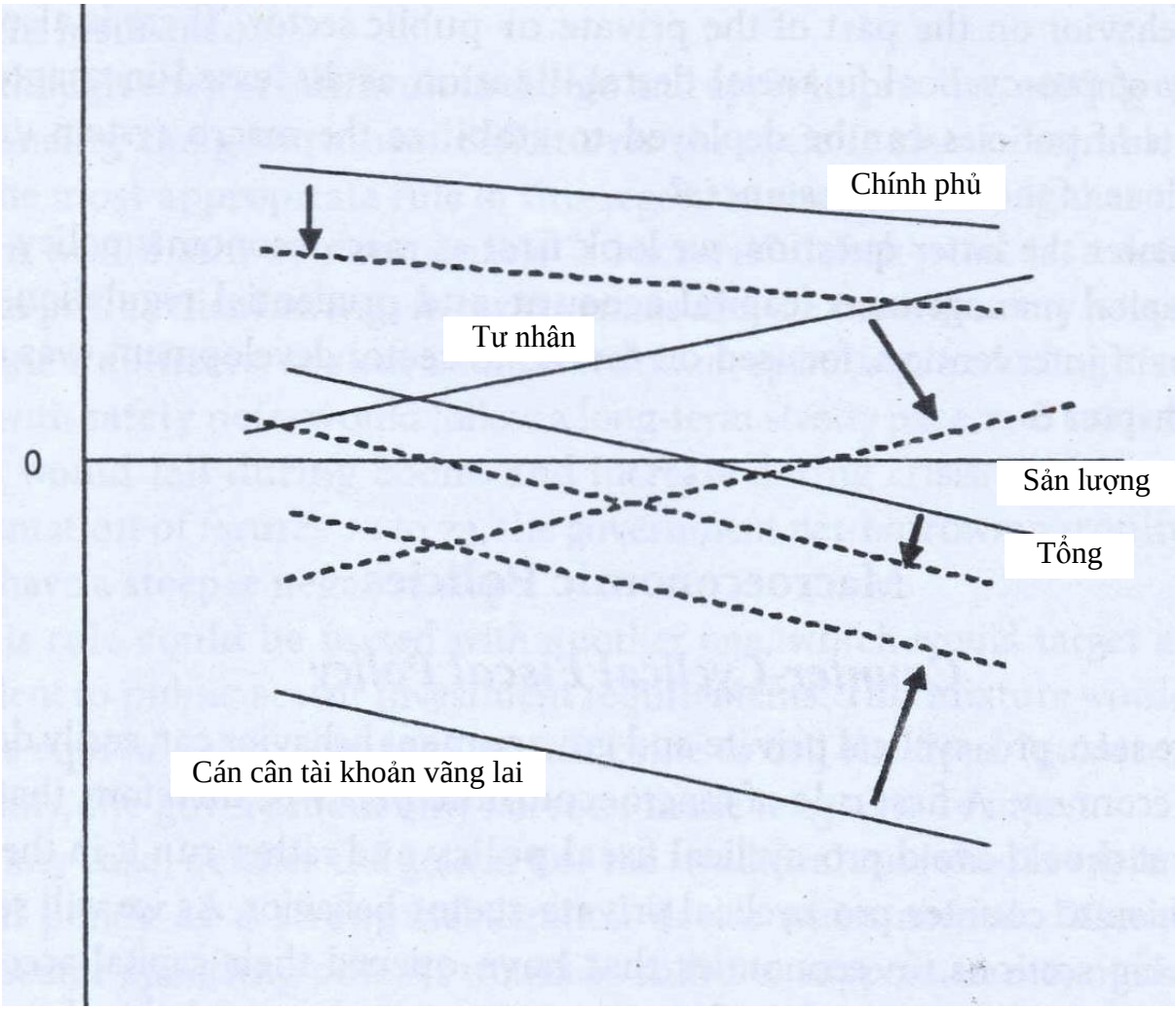
Những tác động mang tính hệ quả dội ngược này thậm chí còn phức tạp hơn, nhưng các ảnh hưởng điển hình có thể được mô tả trong hình 7.3. Điều kiện ban đầu bao gồm vay mượn ròng tư nhân thuận chu kỳ quá cao và các hố cách ngân sách cũng như hố cách bên ngoài đều lớn. Đường biểu thị tài khoản vãng lai dịch chuyển hướng lên vì vay mượn ròng mới từ bên ngoài trở nên bất khả thi (ngoài các khoản vay 'phi chính thức' dưới hình thức khất nợ thanh toán tăng lên). Nhìn bề ngoài, điều này có vẻ như sự cải thiện cán cân bên ngoài mà sẽ dẫn đến tăng cầu hiệu dụng, nhưng trong trường hợp này, bề ngoài thật ra chỉ là đánh lừa. Xuất khẩu ròng không tăng; mà đúng hơn, điều bắt buộc là sự chuyển giao nguồn lực ra nước ngoài nhiều hơn. Về cơ bản, sự chuyển giao đó được thực hiện bằng cách cắt giảm nhập khẩu để thoả điều kiện ràng buộc về hạn chế ngoại hối, cho dù việc phá giá thực và chính sách định hướng cũng có thể làm giảm cầu nhập khẩu ứng với mức sản lượng cho trước và làm tăng cung xuất khẩu.

Biện pháp hữu hiệu nhất để giảm nhập khẩu là thông qua thu hẹp tổng cầu. Vấn đề trước mắt là việc giảm tổng cầu sẽ được phân bổ như thế nào giữa các hố cách ngân sách và hố cách nguồn của khu vực tư nhân. Một yếu tố phức tạp là: nhập khẩu hàng hóa vốn có thể là một cấu phần quan trọng của tổng đầu tư, nên giảm hố cách nguồn của khu vực tư nhân thông qua cắt giảm

hình thành vốn mới có thể là một phương tiện hữu hiệu để thoả điều kiện ràng buộc bên ngoài.Dĩ nhiên, với đầu tư giảm, triển vọng tăng trưởng tương lai sẽ bị tổn hại.

Hình 7.3 Các phản ứng trước cú sốc bên ngoài bất lợi

Các hố cách



Như mô tả trong hình 7.3, vay mượn ròng của chính phủ giảm nhẹ vì chính phủ nhận lãnh việc thanh toán dịch vụ nợ (lãi và vốn vay) của khu vực tư nhân. Phần còn lại của gánh nặng điều chỉnh được đảm nhận bởi khu vực tư nhân, mà có thể diễn ra thông qua giảm tiêu dùng bị áp đặt bởi thuế lạm phát. Sự cắt giảm tiền lương theo giá trị thực do lạm phát gây ra (tạo thành 'tiết kiệm ép buộc') cũng có thể đóng vai trò trọng tâm trong việc giảm tiêu dùng tư nhân thực. Như được vẽ ra trong biểu đồ, khu vực tư nhân dịch chuyển từ người vay mượn ròng thành người cho vay ròng. Hố cách ngân sách giảm nhưng vẫn còn có giá trị dương. Vì đường tổng vay mượn ròng có độ dốc âm và không nghiêng nhiều, nên sản lượng sụt giảm rất mạnh.

Nếu xem xét theo chiều ngược lại, hình 7.3 cho thấy sự đáp ứng khả dĩ trước một vận may về ngoại hối cho phép có được thâm hụt bên ngoài lớn hơn nhiều. Câu hỏi thực tế là, điều kiện thuận lợi này có thể kéo dài được bao lâu?

Nói tóm lại, hai vấn đề bình ổn then chốt mà các nước đang phát triển có thể phải đương đầu là hố cách bên ngoài ràng buộc (có thể phát sinh do một diễn tiến phát triển bất lợi như tỷ lệ trao đổi ngoại thương giảm mạnh làm xấu đi tài khoản vãng lai hay do các dòng lưu chuyển vốn bất ổn như vẫn xảy ra phổ biến hơn trong những năm gần đây) và hành vi thuận chu kỳ về phía khu vực tư nhân hay nhà nước. Cũng có khả năng xảy ra sự mất ổn định tài chính có tính thuận chu kỳ như đã thảo luận trong chương 6. Ta có thể triển khai những loại chính sách gì để bình ổn hệ thống vĩ mô khi có sự xuất hiện của các kết hợp tình huống này?

Để trả lời câu hỏi trên, trước tiên ta xem xét chính sách kinh tế vĩ mô rồi sau đó xem xét việc quản lý vốn (tài khoản vốn và các qui định thận trọng). Hình thức can thiệp thứ ba, tập trung vào phát triển khu vực tài chính, như đã được phân tích trong chương 6.

Các chính sách kinh tế vĩ mô

Chính sách ngân sách nghịch chu kỳ

Như chúng ta đã thấy, hành vi thuận chu kỳ của chính phủ và tư nhân có thể dễ dàng làm mất ổn định nền kinh tế. Do đó, quy tắc thứ nhất của chính sách kinh tế vĩ mô là chính phủ nên tránh chính sách ngân sách thuận chu kỳ và thay vì thế, nên điều hành chính sách theo chiều ngược lại để đối ứng với hành vi thuận chu kỳ của khu vực tư nhân. Như chúng ta sẽ thấy trong các phần tiếp theo, ở những nền kinh tế mở cửa đối với tài khoản vốn, chính sách tiền tệ nghịch chu kỳ đối mặt với những ràng buộc nghiêm ngặt, và do đó, nhu cầu phải có chính sách ngân sách nhằm cố gắng điều hoà chu kỳ kinh tế càng trở nên bức thiết hơn. Tuy nhiên, thực hiện các chính sách ngân sách nghịch chu kỳ không phải là một nhiệm vụ dễ dàng.

Một khả năng khả dĩ là sử dụng quỹ bình ổn ngân sách để 'dự trữ' nguồn gia tăng thu ngân sách có tính tạm thời từ thuế đánh vào nguyên liệu thô xuất khẩu tăng giá nhanh và bất ngờ. Những hệ thống thuế được thiết kế tốt, thu hút được một phần đáng kể tiền thuế từ sự gia tăng thu nhập (ví dụ như các biểu thuế thu nhập luỹ tiến) là một cấu phần thiết yếu trong việc quản lý nghịch chu kỳ như vậy, dĩ nhiên là với điều kiện các khoản thu này không được dùng cho chi tiêu. Khi đó, quỹ bình ổn này có thể được tích luỹ như dự trữ ngoại hối, hay như nguồn của cải quốc gia mà ta sẽ thấy trong các phần tiếp theo, có thể giúp đất nước 'tự bảo hiểm' trước những hiện tượng dừng đột ngột của các dòng tài trợ bên ngoài cũng như sự sụp đổ giá xuất khẩu. Các chính sách nghịch chu kỳ tích cực hơn có thể có hình thức thuế đánh vào hàng xuất khẩu và các dòng vốn vào (qui định dự trữ bắt buộc không sinh lợi đối với các dòng vốn vào do ngân hàng trung ương ban hành, mà chúng ta sẽ thảo luận sau, cũng có ảnh hưởng tương tự).

Cũng có thể điều chỉnh chi tiêu của chính phủ một cách nghịch chu kỳ, nhưng cuộc tranh luận lâu nay về 'sự điều chỉnh sao cho chính xác' cho thấy rằng sự thay đổi tuỳ nghi trong chi tiêu công có thể khó được sử dụng một cách hữu hiệu, vì chúng liên quan đến độ trễ đáng kể trong quá trình phê duyệt và thực hiện. Các nhân tố bình ổn *tự động* thì tốt hơn nhiều. Một mạng lưới an sinh được thiết kế tốt để bảo vệ những nhóm người dễ bị tổn thương trong các cuộc khủng hoảng (được ưa chuộng như một phần của hệ thống bảo vệ xã hội lâu dài của chính phủ) là một nhân tố bình ổn tự động có thể đóng vai trò xã hội và kinh tế vĩ mô có lợi. Mạng lưới an sinh này là cơ chế chủ yếu ở các nước công nghiệp dưới hình thức bảo hiểm thất nghiệp.

Mặc dù khó thiết kế và áp dụng trên thực tế, việc thiết lập các quy tắc cân đối thâm hụt chính phủ trong chu kỳ kinh tế cũng là một mục tiêu chính sách đáng mong đợi. Quy tắc phù hợp nhất trên phương diện này là một quy tắc định hướng theo đó chính phủ nhắm vào mục tiêu thâm hụt

ngân sách 'cơ cấu' bền vững – nghĩa là thâm hụt được điều chỉnh theo các dao động thuận chu kỳ của số thu thuế và chi phí mạng lưới an sinh được sử dụng như các nhân tố bình ổn tự động. Nếu tuân theo quy tắc như vậy, thì chi tiêu, bao gồm chi tiêu gắn liền với mạng lưới an sinh sẽ có một nhịp độ đều đặn dài hạn và thâm hụt ngân sách hiện hành sẽ giảm trong những thời kỳ bùng phát kinh tế và tăng lên trong những thời kỳ khủng hoảng. Như thể hiện bằng biểu đồ trong hình 7.1 đến 7.3, các yêu cầu vay mượn ròng của chính phủ sẽ có độ dốc âm dốc đứng hơn.

Quy tắc này có thể được kết hợp với một quy tắc khác, nhắm mục tiêu thâm hụt tương đương với yêu cầu đầu tư khu vực công. Sự kết hợp này sẽ làm cho quy tắc này tương đương với điều mà người Anh gọi là 'quy tắc vàng' về ngân sách – thực chất là chính phủ chỉ vay mượn trong dài hạn để đầu tư.

Trong bất luận trường hợp nào, cả quy tắc vàng lẫn quy tắc cơ cấu đều không tránh được việc sử dụng chính sách ngân sách như một công cụ bình ổn mạnh khi cần thiết. Các chính sách chi tiêu khu vực công tuỳ nghi sẽ được kêu gọi để hỗ trợ cho việc phục hồi kinh tế khi cầu tư nhân rất yếu cũng như để cắt giảm chi tiêu nhằm điều hoà tổng cầu khi chi tiêu tư nhân sinh sôi nảy nở. Cắt giảm thuế và tăng thuế cũng đóng vai trò này trong chu kỳ kinh tế. Tuy nhiên, thay đổi chi tiêu khu vực công có ảnh hưởng trực tiếp đến tổng cầu, trong khi sự thay đổi thuế chỉ có ảnh hưởng gián tiếp.

Lãi suất

Như đã lập luận trong chương 1, lãi suất thực thấp và ổn định có thể hỗ trợ đầu tư vào công suất sản xuất và tăng trưởng. Tuy nhiên, một thử thách to lớn của chính sách tiền tệ là các thị trường vốn mở cửa thực chất đặt ra một mức sàn đối với lãi suất trong nước và tạo ra hành vi thuận chu kỳ.

Lý do nằm ở các hoạt động tài chính hưởng chênh lệch đơn giản. Ta hãy xem một nhà đầu tư so sánh chi phí vay mượn trên thị trường nước nhà và trên thị trường nước ngoài. Theo giá trị bằng nội tệ, chi phí vốn thực của những khoản vay từ nước ngoài sẽ là lãi suất vay mượn ngoại tệ gốc (ví dụ như lãi suất LIBOR tính bằng USD ở mức tiền khủng hoảng 'thông thường' khoảng 3 phần trăm một năm vào giữa năm 2008) *cộng* với phí bù rủi ro thị trường đối với đất nước đang xem xét (khoảng 2 phần trăm) *cộng* với tỷ lệ mất giá *kỳ vọng*, làm tăng chi phí nội tệ để trả dứt khoản vay bằng USD.[3]

Đối với một đất nước 'điển hình', tổng ba khoản mục này trước cuộc khủng hoảng 2007-08 có thể bằng 8-10 phần trăm, nhưng trong quá khứ không xa lắm, hay sau tình trạng tan chảy tài chính vào tháng 9-2008, nó có thể dễ dàng lên đến hơn 20 phần trăm, vì cả phí bù rủi ro và tỷ lệ mất giá kỳ vọng đều cao hơn. Chi phí vay mượn này đóng vai trò như một mức sàn đối với lãi suất bằng nội tệ, mà ta có thể gọi là lãi suất 'ngang bằng'. Tình trạng cạnh tranh không hoàn hảo trong khu vực ngân hàng và qui định dự trữ bắt buộc cao đối với tiền gửi có thể cùng phát huy tác dụng làm tăng lãi suất cho vay lên trên mức sàn này và gây sức ép đối với lãi suất tiền gửi ngay bên dưới nó.

Điểm phức tạp chính là: phí bù rủi ro đối với các nước đang phát triển có xu hướng tăng lên trong suốt thời kỳ khủng hoảng, cùng lúc đó, tình trạng khan hiếm ngoại hối khiến cho nội tệ bị mất giá. Hậu quả là mức sàn đối với lãi suất trong nước có xu hướng tăng lên vào những lúc nền kinh tế bước vào suy thoái, làm tình hình càng tệ hơn. Đổi lại, khi tài trợ nước ngoài dồi dào, phí bù rủi ro có xu hướng giảm và sự mất giá nội tệ gây sức ép vừa phải hay được thay thế bằng sự

lên giá. Vì thế, lãi suất 'ngang bằng' có xu hướng giảm khi nền kinh tế mở rộng nhanh chóng. Nếu xu hướng đó lan truyền trong nước, nó sẽ như tiếp thêm nhiên liệu cho thời kỳ bùng phát kinh tế. Những dao động thuận chu kỳ của lãi suất 'ngang bằng'[4] này là lý do chủ yếu khiến đường biểu thị hố cách khu vực tư nhân có xu hướng có độ dốc dương như thể hiện trong hình 7.2 và 7.3 chứ không có độ dốc âm như trong hình 7.1. Như ta đã thấy, hệ quả là: hoạt động kinh tế lại càng dao động nhiều hơn thông qua chu kỳ kinh tế.

Chọn mục tiêu lạm phát

Những dao động lãi suất thuận chu kỳchính là sự đối nghịch của mệnh lệnh quản lý tiền tệ có tính nghịch chu kỳ tiêu chuẩn. Theo nguyên tắc quản lý tiền tệ nghịch chu kỳ, cơ quan quản lý tiền tệ nên giảm lãi suất trong thời kỳ khủng hoảng và nên tăng lãi suất trong thời kỳ bùng phát kinh tế. Trong một nền kinh tế ở vào giai đoạn tài chính II (hay cao hơn), các nghiệp vụ thị trường mở của ngân hàng trung ương là công cụ chọn lựa.

Học thuyết chính thống hiện nay đã từ bỏ các mô hình lạm phát đơn giản theo thuyết trọng tiền để thiên về việc 'chọn mục tiêu lạm phát' (inflation targeting). Lý thuyết này xuất hiện lần đầu tiên trong các nền kinh tế công nghiệp. Nó chẳng qua chỉ là một đoạn lặp lại mới mẻ hơn và mượt mà hơn (*bossa nova)* của định luật Say.[5] Trạng thái toàn dụng lao động bây giờ được gọi là NAIRU (non-accelerating inflation rate of unemployment: tỷ lệ thất nghiệp không làm gia tăng lạm phát), một từ viết tắt mà chỉ có các nhà kinh tế học mới có thể ưa thích. Ước lượng NAIRU bằng kinh tế lượng hoá ra thật khó khăn, không chỉ vì nó là số hạng tung độ gốc trong một phương trình hồi qui tỷ lệ lạm phát. Điều đầu tiên mà người ta học được trong kinh tế lượng cơ bản là các số hạng tung độ gốc là những số hạng thay đổi đột ngột.

Thậm chí nếu quả đúng là như thế, thì theo 'quy tắc Taylor' hiện được chấp nhận một cách rộng rãi, ngân hàng trung ương được cho là sẽ giảm lãi suất ngắn hạn khi lạm phát giảm dưới mức mục tiêu ngầm định hay mục tiêu đã được công bố trước; và trong trường hợp ngược lại, ngân hàng trung ương sẽ tăng lãi suất khi lạm phát cao hơn mức mục tiêu.[6] Nếu lạm phát được xác định chỉ bởi phía cầu, điều này hoá ra là một quy tắc nghịch chu kỳ. Trong một mô hình đơn giản hoá, lạm phát sẽ tăng khi thất nghiệp giảm xuống dưới mức NAIRU và sẽ giảm khi thất nghiệp tăng lên trên mức NAIRU. Do đó, quy luật này có xu hướng bình ổn tỷ lệ thất nghiệp xung quanh mức NAIRU. Một ngân hàng trung ương 'độc lập' (về cơ bản có nghĩa là ngân hàng trung ương không trực tiếp báo cáo cho Bộ Tài chính) được cho là sẽ giúp việc định mục tiêu lạm phát thêm đáng tin cậy.

Ảnh hưởng nghịch chu kỳ không chắc xảy ra nếu nguồn gốc tăng lạm phát không phải là do cầu nội địa mà là một cú sốc cung, như sự tăng mạnh giá dầu và giá lương thực vào nửa đầu năm 2008. Một quy tắc đơn giản sẽ là: ngân hàng trung ương nên làm ngơ trước cú sốc này như thể chỉ là nhất thời. Nhưng nếu ngân hàng trung ương lo sợ rằng các cú sốc sẽ làm tăng tiền lương và giá cả hơn nữa (cái gọi là 'ảnh hưởng đợt hai') với rủi ro chuyển hóa cú sốc giá cả thành sự gia tốc lạm phát lâu dài, thì ngân hàng trung ương sẽ cố gắng chống lại tình trạng tăng giá thông qua tăng lãi suất. Hệ quả là ngân hàng trung ương sẽ chuyển hóa cú sốc cung thành việc giảm các hoạt động kinh tế.

Ở các nước đang phát triển, người ta không chú ý nhiều đến NAIRU, và bất kỳ phân tích tiền tệ nào cũng phải xem xét đến tỷ giá hối đoái và các dòng vốn trong bức tranh tổng thể. Điều này tạo ra hai điểm phức tạp chính. Thứ nhất và như đã lưu ý trên đây, chính sách lãi suất *nghịch* chu kỳ đi ngược lại với logic dao động *thuận* chu kỳ của lãi suất ngang bằng. Bằng cách cố gắng tăng

lãi suất nội địa trong thời kỳ bùng phát kinh tế, khi lãi suất ngang bằng có xu hướng giảm, ngân hàng trung ương sẽ tạo ra sự khích lệ to lớn đối với các dòng vốn chảy vào thêm nữa, điều này tiếp đến sẽ củng cố xu hướng lên giá nội tệ. Điều ngược lại sẽ xảy ra trong thời kỳ khủng hoảng, khi lãi suất ngang bằng tăng, việc giảm lãi suất nội địa có thể khuyến khích hiện tượng tháo chạy vốn.

Điểm phức tạp thứ hai là tỷ giá hối đoái tham gia vào sự hình thành giá nội địa, một cách trực tiếp thông qua hàng hóa tiêu dùng nhập khẩu và xuất khẩu, và một cách gián tiếp thông qua cơ cấu chi phí của những hãng nhập khẩu nguyên liệu đầu vào cho việc sản xuất của họ. Những mối liên kết này thuộc về loại cú sốc cung đối với mức giá như đã thảo luận trên đây, vốn có tính chất thuận lợi trong những thời kỳ bùng phát kinh tế. Đồng tiền mạnh hơn dẫn đến làm chậm tình hình lạm phát và giúp ngân hàng trung ương đạt được mục tiêu của mình. Kết hợp giữa nội tệ lên giá và dòng vốn vào có thể dẫn đến bùng phát kinh tế với lạm phát thấp, nhưng cái giá phải trả là thâm hụt bên ngoài gia tăng, tạo ra tình trạng dễ bị tổn thương trước hiện tượng dừng đột ngột của tài trợ bên ngoài.

Ngược lại, trong thời kỳ kinh tế đi xuống, những nỗ lực giảm lãi suất sẽ có xu hướng củng cố áp lực mất giá nội tệ và dẫn đến dòng vốn ra thêm nữa. Ảnh hưởng mất giá nội tệ đối với giá cả trong nước bây giờ có tác dụng như một cú sốc cung bất lợi và có thể dẫn đến việc cơ quan quản lý tiền tệ chọn mục tiêu lạm phát nhằm gia tăng thay vì cắt giảm lãi suất, vì thế sẽ làm tăng tình trạng suy thoái.

Do đó, khi logic lãi suất ngang bằng có tính thuận chu kỳ, thì năng lực quản lý lãi suất một cách nghịch chu kỳ của ngân hàng trung ương sẽ chỉ có hạn và thật ra có thể làm tăng tính thuận chu kỳ của dòng vốn – và do đó cũng là tính thuận chu kỳ của vay mượn ròng khu vực tư nhân và chi tiêu đi kèm – và dẫn đến sự biến động tỷ giá. Do ảnh hưởng của tỷ giá hối đoái đối với mức giá trong nước, cơ quan quản lý tiền tệ trên thực tế (như ở Brazil và Mexico chẳng hạn[7]) có thể chống lại sự mất giá nội tệ trong thời kỳ khủng hoảng nhưng phải chịu đựng sự lên giá nội tệ trong thời kỳ bùng phát kinh tế. Điều này có xu hướng dẫn đến lãi suất bình quân cao và tỷ giá hối đoái mạnh trong chu kỳ kinh tế, phương hại đến hoạt động kinh tế thực.

Tóm lại, sự dao động thuận chu kỳ của lãi suất ngang bằng làm giảm khả năng điều hành của cơ quan quản lý tiền tệ trong việc thực hiện chính sách nghịch chu kỳ một cách thật sự. Mặt trái của vấn đề là cơ quan quản lý tiền tệ có thể dịch chuyển trục trặc sang tỷ giá hối đoái. Trong tài khoản vãng lai, sự lên giá nội tệ trong thời kỳ bùng phát kinh tế có xu hướng dẫn đến thâm hụt lớn làm cho nền kinh tế trở nên cực kỳ dễ bị tổn thương trước sự đảo ngược mạnh mẽ tình trạng sẵn có nguồn vốn bên ngoài và/hay chi phí của các nguồn vốn bên ngoài. Như lưu ý trên đây, kết quả có thể là độ dốc dương của đường biểu thị vay mượn ròng khu vực tư nhân; và điều đó tiếp đến sẽ gây ra những dao động mạnh trong hoạt động kinh tế.

Cách duy nhất để thoát khỏi tình trạng bế tắc là một tổ hợp hai chính sách bổ trợ lẫn nhau. Thứ nhất là điều hoà những dao động của tỷ giá hối đoái, thông qua can thiệp mạnh vào thị trường ngoại hối. Thứ hai là bẻ gãy ít nhất một phần sự kết nối giữa lãi suất trong nước và lãi suất ngang bằng thông qua điều tiết tài khoản vốn. Bây giờ chúng ta sẽ chuyển sang những vấn đề này.

Quản lý dự trữ ngoại hối

Nhìn từ góc độ bình ổn, lý do cơ bản của sự can thiệp mạnh vào thị trường ngoại hối rõ ràng xuất phát từ thảo luận trên đây: nó giúp điều hoà ảnh hưởng của những cú sốc mạnh bên ngoài được

hình thành bởi những dao động của các nguồn tài trợ bên ngoài (nghĩa là những cú sốc kéo dài đối với đường biểu thị tài khoản vãng lai trong các hình từ 7.1 đến 7.3) và cụ thể là giúp tránh những dao động mạnh của lãi suất ngang bằng, khi mà tỷ giá hối đoái là một trong những yếu tố quyết định. Thêm vào đó, việc can thiệp mạnh còn được biện minh nhìn từ góc độ phát triển.

Do đó, việc tích luỹ dự trữ vào những thời kỳ bùng phát kinh tế giúp điều hoà ảnh hưởng của dòng vốn thuận chu kỳ đối với tỷ giá hối đoái. Nếu được bù trừ thoả đáng, những chính sách như thế có thể giúp đạt được *cả hai* mục tiêu tỷ giá hối đoái và lãi suất, nhờ đó tránh được tình thế 'ba điều không thể xảy ra đồng thời' của các nền kinh tế mở.[8] Một logic đơn giản áp dụng cho những nước xuất khẩu hàng hóa sơ khai đứng trước các cú sốc tỷ lệ trao đổi ngoại thương. Thật vậy, tiết kiệm một phần doanh thu xuất khẩu cao và thu ngân sách gắn liền với nó là một cách thực hành tốt, như lưu ý trên đây. Nói khái quát hơn, người ta có thể lập luận rằng những dao động có tính chu kỳ của doanh thu xuất khẩu nên được quản lý thông qua những dao động theo chu kỳ của dự trữ ngoại hối (hay của cải quốc gia) nhằm tích luỹ nguồn cung ngoại hối dư thừa vào những thời kỳ bùng phát kinh tế để sử dụng trong các cuộc khủng hoảng sau đó.

Những cuộc khủng hoảng rất dữ dội vào cuối thập niên 90 đã khiến các nước đang phát triển tích cực sử dụng công cụ chính sách này và trong một số trường hợp còn sử dụng hết sức tích cực. Các nước châu Á dẫn đường, nhưng xu hướng còn bao quát hơn và đại trà hơn.[9] Việc sử dụng công cụ chính sách này cũng là một phản ứng trước các cuộc khủng hoảng châu Á và nước Nga vào năm 1997 và 1998, bộc lộ tình trạng thiếu các thể chế thoả đáng để quản lý những cuộc khủng hoảng bắt nguồn từ hiện tượng dừng đột ngột của tài trợ bên ngoài, cũng như việc áp đặt những điều kiện gắn liền với những dòng vốn có sẵn, chủ yếu là các chương trình tài chính khẩn cấp của IMF. Nói cách khác, khi không có bảo hiểm tập thể được cung ứng bởi một tổ chức quốc tế (loại bảo hiểm mà chính phủ các nước và các ngân hàng trung ương cung ứng cho hệ thống tài chính trong nước), 'tự bảo hiểm' trở thành phương án duy nhất sẵn có để quản lý những dao động mạnh trong tài trợ nước ngoài.

Việc tự bảo hiểm trước các cuộc khủng hoảng tài chính đòi hỏi đất nước phải duy trì dự trữ ngoại hối ít nhất tương đương với các nghĩa vụ nợ bên ngoài ngắn hạn, vốn có thể dễ dàng tháo chạy trong thời kỳ khủng hoảng (điều này được gọi là quy tắc Guidotti-Greenspan). Nhưng chắc chắn còn đòi hỏi hơn thế nữa, vì các dòng vốn dài hạn cũng có thể bị cắt giảm mạnh trong những cuộc khủng hoảng. Do đó, nhu cầu dự trữ ngoại hối thận trọng tỷ lệ với *tổng* nghĩa vụ nợ nước ngoài; tỷ lệ này càng lớn nếu tài khoản vốn càng mở cửa.[10]

Can thiệp vào tỷ giá hối đoái còn có mục tiêu phát triển vượt lên trên sự điều hoà ảnh hưởng biến động tài khoản vốn (và rõ ràng cũng bao gồm các động cơ 'trọng thương'). Như ta sẽ thấy trong chương 8 và chương 9, một tỷ giá hối đoái cạnh tranh có thể có những ảnh hưởng tích cực đối với tăng trưởng. Tránh những biến động mạnh trong tỷ giá hối đoái thực cũng là điều then chốt để mang lại động cơ khuyến khích ổn định cho các nhà sản xuất và xuất khẩu hàng hóa và dịch vụ cạnh tranh với hàng nhập khẩu – nghĩa là ổn định cho các nhà sản xuất hàng hóa và dịch vụ có thể ngoại thương. Lẽ dĩ nhiên, hai động cơ này có quan hệ qua lại với nhau, vì giảm biến động giá đối với hàng hóa có thể ngoại thương sẽ khuyến khích đầu tư vào các khu vực này. Nói cụ thể ra, điều quan trọng là tránh đừng để cho sự bùng phát tài nguyên thiên nhiên và tài khoản vốn dẫn đến lên giá mạnh nội tệ làm tàn phá khu vực sản xuất và xuất khẩu ngoài tài nguyên thiên nhiên (lại là căn bệnh Hà Lan).

Lẽ dĩ nhiên, nhược điểm của sự can thiệp vào thị trường ngoại hối là: việc tích luỹ dự trữ thì tốn kém, vì việc các nước đang phát triển đầu tư vào dự trữ các chứng khoán bằng đồng tiền mạnh

phi rủi ro mang lại lãi suất thực rất thấp và phụ thuộc vào sự biến động tỷ giá hối đoái giữa các đồng tiền lớn. Hơn nữa, dự trữ gia tăng thường phải được bù trừ để tránh những biến động mạnh trong cung tiền nội địa và cho vay (xem chương 6). Nếu trái phiếu ngân hàng trung ương hay trái phiếu chính phủ được sử dụng làm công cụ bù trừ, thì lãi suất đi kèm thường cao hơn so với sinh lợi từ đầu tư vào dự trữ ở nước ngoài, và vì thế tạo ra thua lỗ cho ngân hàng trung ương (thường được gọi là hiện tượng 'gần như thâm hụt ngân sách' 'quasi-fiscal' deficits).

Các kỹ thuật quản lý vốn

Sự chuyển đổi thanh khoản như đã thảo luận trong chương 6 là một nguồn cơ bản gây bất ổn ở các nền kinh tế đang phát triển. Cùng với những tài sản thanh khoản như dự trữ quốc tế, cơ cấu nợ của các nước đóng vai trò then chốt khi có các điều kiện ràng buộc bên ngoài. Nói cụ thể ra, nếu có hiện tượng dừng đột ngột của tài trợ bên ngoài, vốn ngắn hạn có thể sẽ tháo chạy ra khỏi đất nước rất nhanh. Điều đó cũng ảnh hưởng đến hành vi của yêu cầu vay mượn ròng khu vực tư nhân, có xu hướng làm cho hành vi này có tính thuận chu kỳ. Dự trữ ngoại hối có thể đóng vai trò như một cơ chế bảo vệ để quản lý những dao động này, nhưng đó là một cơ chế tốn kém, như đã trình bày trước đây. Khi đó, sự quản lý điều tiết tài khoản vốn trở thành một công cụ chính sách thiết yếu để quản lý các ảnh hưởng bất ổn này.

Các qui định về tài khoản vốn

Được xem là một công cụ quản lý nợ, các biện pháp kiểm soát vốn được xây dựng trên sự kiện là thị trường sẽ trừng phạt những hồ sơ nợ nước ngoài không vững chắc. Do đó, trong những thời kỳ bùng phát kinh tế, các qui định nên nhắm vào mục đích cải thiện hồ sơ thời hạn nợ của các nghĩa vụ nợ nước ngoài ở cả khu vực tư nhân lẫn nhà nước. Là một nghĩa vụ nợ (không được nêu rõ trong bảng 6.1), đầu tư trực tiếp nước ngoài FDI xem ra đỡ biến động hơn so với các dòng đầu tư gián tiếp và các dòng nợ, đồng thời tạo ra sự chia sẻ rủi ro giữa các nhà đầu tư trong nước và nước ngoài. Mặt khác, FDI nói chung có chi phí cao hơn các hình thức tài trợ bên ngoài khác.

Với vai trò như là một công cụ chính sách kinh tế vĩ mô, việc quản lý điều tiết tài khoản vốn nhằm mục đích giảm dòng tài chính quốc tế bất ổn, thường là nguyên nhân cội rễ của các chu kỳ bùng phát - đổ vỡ, và nhằm mục đích tăng phạm vị điều hành của các cơ quan quản lý tiền tệ. Việc quản lý điều tiết tài khoản vốn có thể giúp 'đi ngược chiều gió' trong thời kỳ kinh tế đi lên thông qua cho phép thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt và giảm áp lực lên giá nội tệ. Việc vô hiệu hóa hay bù trừ dòng vốn và việc tích luỹ dự trữ tốn kém nhờ đó cũng được kìm giữ. Trong một cuộc khủng hoảng, các biện pháp kiểm soát vốn có thể tạo ra phạm vi cho chính sách tiền tệ mở rộng. Bất kỳ trong trường hợp nào, việc quản lý điều tiết cũng có thể giúp cơ quan quản lý tiền tệ kết hợp chính sách tiền tệ nghịch chu kỳ với việc chọn mục tiêu tỷ giá hối đoái tích cực vì mục đích phát triển.

Trên thực tế, việc quản lý điều tiết thị trường vốn tạo ra *phân khúc* thị trường vốn trong nước và quốc tế, nhưng điều này phản ánh sự kiện là các thị trường tự bản thân chúng đã phân khúc rồi. Dòng vốn thuận chu kỳ mạnh hướng tới các nước đang phát triển quả thật là hệ quả của sự phân khúc, trong đó các nước đang phát triển được xem là những người vay 'rủi ro' và vì thế nhận được dòng vốn vào lớn trong những thời kỳ mà các tác nhân thị trường tài chính 'thèm khát rủi ro' nhưng rồi sau đó các dòng vốn này bất thình lình dừng lại khi có một tâm lý 'tháo chạy theo chất lượng' (xem chương 1).

Các biện pháp kiểm soát 'số lượng' truyền thống thuộc loại như được sử dụng ở Trung Quốc và Ấn Độ (nhưng dần dần được bãi bỏ tại các nước này cũng như các nước khác trước đây), thường phân biệt giữa người cư trú và phi cư trú, và trong người cư trú cũng phân biệt giữa doanh nghiệp và phi doanh nghiệp. Các qui định cấm hay hạn mức trần có thể được ban hành đối với việc vay mượn nước ngoài của người cư trú trong nước, hay đối với các nhà đầu tư nước ngoài nhận vị thế đầu tư chứng khoán trong nước. Cũng có thể có các qui định giới hạn các hình thức vay và cho vay khác nhau bằng ngoại tệ của các ngân hàng.

Các biện pháp kiểm soát 'dựa vào thị trường', được thực hiện trong những thập niên gần đây ở châu Mỹ Latin và Malaysia, bao gồm thuế hay qui định dự trữ bắt buộc không sinh lợi (unremunerated reserve requirement, URR) đối với các dòng vốn vào, và thuế thoát ra đối với các dòng vốn ra. Các công cụ dựa vào thị trường có xu hướng ít tuỳ nghi hơn so với các phương pháp trực tiếp.

Tiếp bước nghiên cứu của Ocampo (2008), một tư liệu nghiên cứu lớn về các kinh nghiệm này dẫn đến năm kết luận chính:

1. Các biện pháp kiểm soát đối với cả các dòng vốn vào và vốn ra có thể có tác dụng, nhưng các cơ quan quản lý tiền tệ phải có khả năng quản lý thực hiện qui định đồng thời khép lại các khe hở của luật pháp và đặc biệt là tránh tham nhũng. Những cơ chế điều tiết *lâu dài* có thể được thắt chặt hay nới lỏng nhằm đáp ứng trước tình hình thị trường, bao gồm chu kỳ kinh tế, xem ra đáng được ưa chuộng hơn so với việc nhiều lần đặt ra các quy tắc rồi lại rút lại.
2. Các biện pháp kiểm soát ngoại hối và hạn chế định lượng có thể là phương tiện tốt nhất để kìm giữ sự nhạy cảm trong nước trước các dòng vốn quốc tế (bằng chứng là việc tránh được khủng hoảng châu Á của Trung Quốc và Ấn Độ vào cuối thập niên 90[11]). Trái lại, qui định dự trữ bắt buộc không sinh lợi và các biện pháp tương tự có thể chỉ có ảnh hưởng nhất thời đối với các dòng vốn vào (nhất là nếu chúng không được chống xóc khi đang trên đà gia tăng), nhưng ảnh hưởng đến chênh lệch lãi suất và theo ý nghĩa này, đây là một công cụ bổ trợ hữu ích cho các chính sách kinh tế vĩ mô nghịch chu kỳ.
3. Qui định dự trữ bắt buộc không sinh lợi và các qui định dự trữ khác giúp kìm chế nợ ngắn hạn, vốn hết sức biến động và vì thế là nguồn gốc đáng kể gây ra tình trạng dễ tổn thương.
4. Để bảo đảm hiệu lực của các qui định thị trường vốn, một số can thiệp vào các giao dịch tài khoản vãng lai cũng có thể cần thiết. Qui định nghĩa vụ bán ngoại tệ thu từ xuất khẩu cho nhà nước hay các qui định phân luồng giao dịch thương mại thông qua các trung gian được phê duyệt là các ví dụ về vấn đề này.
5. Có lẽ quan trọng hơn cả, các biện pháp kiểm soát là một công cụ bổ trợ cho các chính sách vĩ mô khác, để bình ổn và duy trì mức giá vĩ mô vững chắc, chứ không phải thay thế cho các chính sách đó.

Các biện pháp kiểm soát vốn hiển nhiên phải có cái giá của nó. Kiểm soát vốn làm tăng chi phí tài trợ trong thời kỳ bùng phát, nhưng đó chính xác là điều mà ta cho là sẽ phải làm. Trong dài hạn, kiểm soát vốn có thể cản trở sự phát triển các thị trường phái sinh và không khuyến khích hoạt động của những nhà đầu tư tổ chức nước ngoài vốn có thể hành động như những người kiến tạo thị trường nội địa. Sự đánh đổi giữa hiệu lực ngắn hạn của các biện pháp kiểm soát vốn và ảnh hưởng dội lại dài hạn không thuận lợi thì không đơn giản và ta cần phải lưu ý.

Các qui định thận trọng

Sự phân biệt giữa quản lý điều tiết tài khoản vốn và các qui định thận trọng ảnh hưởng đến dòng vốn xuyên biên giới thì không hoàn toàn rạch ròi. Cả hai công cụ đều nhằm mục đích làm cho hệ thống tài chính ổn định và hữu hiệu hơn.

Một lĩnh vực đáng quan tâm là việc vay mượn ngoại tệ bởi những công ty phi tài chính không có nguồn thu bằng ngoại tệ - nghĩa là những công ty sản xuất hàng hóa và dịch vụ phi ngoại thương.[12] Có thể tưởng tượng ra nhiều qui định hạn chế khác nhau, nhưng có lẽ đơn giản nhất là cấm những công ty không có doanh thu bằng ngoại tệ không được vay mượn nước ngoài hay vay mượn ngoại tệ trong nước. Như một sự lựa chọn, có thể ban hành các biện pháp trừng phạt dựa vào giá đối với việc vay mượn như vậy.

Các rủi ro kinh tế vĩ mô mà chúng ta đã phân tích cũng là một mối quan ngại chính của qui định thận trọng, vì chúng ảnh hưởng đến sức khỏe của hệ thống tài chính. Theo truyền thống, quản lý rủi ro trong kinh tế học vi mô được chỉ đạo hướng tới việc giảm những rủi ro phụ thuộc vào các đặc điểm của những người vay riêng lẻ. Nhưng còn có những nguồn rủi ro gắn liền với sự thay đổi chính sách kinh tế (ví dụ như thay đổi lãi suất và tỷ giá hối đoái), sự biến động tài trợ bên ngoài, và hành vi thụân chu kỳ của khu vực tư nhân, nhất là trong những thời kỳ kinh tế bùng phát.

Tình hình còn trở nên tệ hơn bởi tính thuận chu kỳ của các công cụ điều tiết truyền thống, bao gồm các tiêu chuẩn quốc tế được ban hành bởi Uỷ ban giám sát ngân hàng Basel. Để bổ sung cho phần thảo luận về đòn bẩy tài chính thuận chu kỳ trong chương 6, ta sẽ xem xét một ví dụ liên quan đến quỹ dự phòng thua lỗ cho vay (hay dự trữ), vốn có xu hướng gắn liền với nợ không trả đúng kỳ hạn hiện hành hay các kỳ vọng ngắn hạn về giá trị nợ này. Trong thời kỳ bùng phát kinh tế, giá trị nợ không trả đúng kỳ hạn thường thấp; sự kiện này và nhu cầu dự phòng rủi ro có hạn có thể khuyến khích người ta chấp nhận rủi ro. Trong một cuộc khủng hoảng, sự tăng vọt nợ không trả đúng hạn nhanh chóng làm cạn kiệt quỹ dự phòng hiện hữu. Các tổ chức tài chính sẽ phải sử dụng vốn để bù đắp thua lỗ, nhưng khi đó, ứng với các qui định quản lý điều tiết vốn, công suất cho vay của họ sẽ bị hạn chế và do đó có thể châm ngòi cho tình trạng siết chặt tín dụng. Họ cũng có thể bán phần nào tài sản, nhưng cách làm này xem ra không phải là một giải pháp khi nhiều tổ chức tài chính muốn làm điều đó cùng một lúc. Việc bán tháo tài sản trong tình thế này sẽ gây ra thua lỗ đáng kể và hiện tượng siết chặt tín dụng sẽ lan rộng. Không cần phải nói thêm, những vấn đề này có thể đặc biệt nghiêm trọng tại những nước đang phát triển chỉ vừa mới bước vào nền tài chính giai đoạn IV và V.

Hầu hết các ngân hàng và các tổ chức tài chính khác có xu hướng thực hiện việc dự phòng ngay sát vào lúc các khoản vay sắp đến hạn và không kỳ vọng sẽ được hoàn trả. Tuy nhiên, ngành bảo hiểm thực hiện dự phòng khi một hợp đồng bảo hiểm được ký kết. Sự tương đồng đối với ngân hàng là hãy kỳ vọng xây dựng quỹ dự phòng khi các khoản vay được *giải ngân* chứ đừng chờ đến khi được hoàn trả (hay nói đúng hơn là không được hoàn trả). Kiểu hành động này nghịch với chu kỳ tài chính, vì nó chẳng qua là tăng nguồn vốn riêng của ngân hàng (Ω_{comm} trong bảng 6.1) trong thời kỳ bùng phát, mà sẽ cho họ nhiều cơ hội điều hành quản lý thua lỗ trong thời kỳ khủng hoảng.

Trong hệ thống này, vốn dự phòng tích luỹ trong thời kỳ kinh tế đi lên và có thể được đưa vào một quỹ (cùng với dự phòng đặc biệt đối với tài sản xấu hay những người vay bị nguy kịch tài chính). Quỹ này có thể được rút ra trong thời kỳ khủng hoảng để bù đắp thua lỗ cho vay và thua

lỗ tài sản khác. Hệ thống này chỉ có tính trung tính với chu kỳ, vì thực chất nó thuận chu kỳ trong hoạt động cho vay, nhưng vẫn tiến bộ đáng kể so với thông lệ thực hành hiện nay. Cách làm này được áp dụng ở Tây Ban năm 2000. Một phương án khác, mà một số nhà phân tích đề xuất gần đây, là tăng yêu cầu vốn trong thời kỳ bùng phát kinh tế, nghĩa là buộc các tổ chức tài chính phải tăng Ω_{comm} thông qua bơm thêm vốn chính thức chứ không phải thông qua vốn dự phòng.[13]

Các quy tắc nghịch chu kỳ trực tiếp hơn về việc thay đổi liên lụy rủi ro tín dụng của các tổ chức tài chính cũng đáng mong đợi. Nói cụ thể ra, có thể bắt buộc gia tăng dự phòng chung hay dự phòng theo ngành cụ thể đối với các tác nhân tài chính khi có sự tăng trưởng tín dụng thái quá so với tiêu chuẩn, hay khi có tình trạng thiên lệch cho vay hướng tới những ngành phụ thuộc vào các dao động theo chu kỳ kinh tế, và (một lần nữa) khi có sự tăng trưởng cho vay ngoại tệ trong những ngành sản xuất hàng hóa và dịch vụ phi ngoại thương. Thật vậy, mọi biểu hiện mất cân xứng về tiền tệ trong bảng cân đối kế toán cũng như trong các dòng thu nhập và thanh toán kỳ vọng đều nguy hại và nên có quỹ dự phòng.[14]

Vấn đề sau cùng và quan trọng đối với quản lý nghịch chu kỳ là việc định giá tài sản điều chỉnh theo thị trường. Thông lệ thực hành này là tốt nhìn từ góc độ minh bạch của bảng cân đối kế toán của các tác nhân tài chính, nhưng có ảnh hưởng thuận chu kỳ rất mạnh, vì giá tài sản (đối với cổ phiếu và bất động sản) có tính chất hết sức thuận chu kỳ. Một ảnh hưởng tương tự cũng gắn liền với giá của những tài sản dùng làm tài sản thế chấp cho vay. Nếu không có sẵn một thị trường phù hợp (như đối với những công cụ phức tạp như là các nghĩa vụ nợ chứng khoán hoá) các qui định thường yêu cầu rằng giá phải được xây dựng bằng các mô hình, với những hệ lụy như mô tả trong chương 6. Trong những thời kỳ bùng phát kinh tế, cả hai thông lệ này đều góp phần cho hiện tượng bùng phát tín dụng dựa vào lợi tức vốn, mang tính chu kỳ cao. Trong những thời kỳ khủng hoảng, thua lỗ vốn đi kèm buộc các tổ chức tài chính phải bán ra một số tài sản, nhưng việc bán tháo những tài sản như vậy sẽ làm vấn đề trở nên tồi tệ hơn, như đã vạch ra trước đây.

Như vậy, ngay cả nếu việc điều chỉnh theo thị trường tiếp tục được ưa chuộng vì những lý do minh bạch, cần phải có một số cơ chế nhất định nhằm tránh đừng để cho tình trạng bùng phát giá theo chu kỳ góp phần cho đòn bẩy tài chính, chẳng hạn như các qui định hạn chế đối với giá trị tài sản có thể sử dụng để bảo đảm tín dụng hay phát hành trái phiếu. Đối với những tổ chức gặp trục trặc trong thời kỳ khủng hoảng, 'sự dung túng của luật pháp' - theo ý nghĩa là không áp đặt việc điều chỉnh theo thị trường trong thời kỳ kinh tế đi xuống - có thể phù hợp, cho dù điều đó cũng có mặt trái của nó.[15] Trong bất luận trường hợp nào, những qui định có tác dụng nghịch chu kỳ trong thời kỳ kinh tế sa sút (như sự dung túng của luật pháp chẳng hạn) và không làm gì cả trong thời kỳ kinh tế bùng phát sẽ không khuyến khích hành vi thận trọng của khu vực tư nhân. Vì thế, việc thiết kế qui định phải có tính đối xứng.

Viện trợ nước ngoài

Để kết thúc thảo luận này và đặt nền móng cho phân tích trong chương 6, thật có lý khi ta xem xét vấn đề viện trợ nước ngoài. Viện trợ thường chảy vào các nền kinh tế có cơ cấu tài chính giai đoạn I (hay nhiều lắm là giai đoạn II). Trong bảng 6.1, điều đó cho phép chính phủ nhận thêm nhiều khoản vay nước ngoài eL_G^* hơn và giảm vay mượn từ các ngân hàng B_{comm} và B_{cent}, có thể cho là đúng với các hệ quả bình ổn tiền tệ.

Ta có thể thấy tác động kinh tế vĩ mô tức thời của viện trợ nước ngoài trong hình 7.1 và 7.2. Nguồn lực thêm vào này cho phép đường vay mượn ròng của chính phủ dịch chuyển hướng lên

thông qua chi tiêu nhiều hơn hay cắt giảm thuế. Việc cắt giảm thuế cũng kích thích vay mượn ròng tư nhân một cách trực tiếp. Hai sự dịch chuyển hướng lên này sẽ dẫn đến nhập khẩu nhiều hơn và đường tài khoản vãng lai sẽ dịch chuyển xuống dưới để giữ cho tổng bằng không. Đường tổng vay mượn mới sẽ dịch chuyển hướng lên, dẫn đến mức sản lượng cao hơn về phía bên phải của trạng thái cân bằng ban đầu.

Thực chất, nền kinh tế định hình lại để hấp thu một dòng tài chính vào liên tục. Lẽ dĩ nhiên, những rủi ro như tình trạng bộc phát căn bệnh Hà Lan hình thành bởi sự lên giá nội tệ do ngoại hối vào nhiều là một kết quả tiềm năng có thể xảy ra. Thậm chí nếu có thể tránh được những rủi ro như vậy, thì ý nghĩa của sự đóng góp tài trợ gia tăng đối với tăng trưởng kinh tế trên đầu người là gì? Ta đã đi qua những vấn đề cơ bản, nhưng cũng thật hợp lý khi xem xét lại vấn đề dưới góc độ viện trợ, vốn có nhiều khía cạnh mâu thuẫn.

Có một câu châm ngôn nổi tiếng của Lão Tử giúp ta mô tả chính xác hai ý nghĩa: 'Cho người ta một con cá và bạn giúp nuôi sống họ trong một ngày' ngụ ý sự trợ giúp bên ngoài có thể là sự phát chẩn. Nhưng có thể cho rằng mục đích thật sự của viện trợ là 'dạy người ta (nền kinh tế quốc gia) câu cá và nuôi sống họ trọn đời'. Như đã trình bày trong chương 1, một quy tắc thực nghiệm để 'câu cá' thành công là nền kinh tế phải duy trì tăng trưởng sản lượng trên đầu người hàng năm ít nhất 2 phần trăm. Tạo ra công ăn việc làm phải theo kịp với đà tăng dân số.

Ngoài sự phân biệt của Lão Tử, viện trợ nước ngoài còn có những điểm phức tạp khác. Chắc chắn viện trợ nước ngoài đã giúp phát động kết quả tăng trưởng 2 phần trăm một năm hay nhanh hơn trong các môi trường chính sách đa dạng. Như đã nhấn mạnh nhiều lần, sự sẵn có của đồng tiền mạnh bị giới hạn thường là tình trạng thắt cổ chai nghiêm ngặt ở một nền kinh tế đang phát triển, làm kìm hãm cả cung lẫn cầu. Như thảo luận trước đây, nếu cầu hiệu dụng có thể gia tăng vì đất nước sẵn có ngoại tệ để chi trả cho hàng nhập khẩu đi kèm, điều đó có thể kích thích đầu tư và đổi mới của khu vực tư nhân. Đồng thời, nhập khẩu có thể mang lại những hàng hóa và công nghệ thiết yếu để tăng công suất sản xuất. Sau đây là các ví dụ:

Những nỗ lực viện trợ đầu tiên thành công nhất là Kế hoạch Marshall sau Chiến tranh thế giới II ở châu Âu và chương trình tái thiết song hành ở Nhật Bản. Các chương trình này chú trọng vào việc phá vỡ tình trạng thắt cổ chai về ngoại tệ ('thiếu hụt USD') thông qua các biện pháp can thiệp nhà nước và tư nhân phối hợp, trái với sự ám ảnh gần đây về tự do hoá thị trường. Điều đáng nhớ là người Mỹ đã giúp thực hiện công việc tái thiết là chương trình New Dealer (được thiết kế để đẩy mạnh phục hồi kinh tế và cải cách xã hội) một cách dễ dàng với một nhà nước theo chủ nghĩa can thiệp.

Trong thập niên 60 và 70, đất nước Hàn Quốc với bộ máy kế hoạch hoá và không tự do thông thoáng đã sử dụng các dòng vốn vào và sự tiếp cận thị trường được người Mỹ bảo đảm để tạo ra một cơ sở công nghiệp kinh khủng, bắt đầu bằng hàng dệt may rồi tiếp tục với các nhà máy thép hội nhập lớn nhất thế giới và tiến lên trong hoạt động sản xuất con chíp máy tính, ô tô và Internet băng thông rộng phủ sóng hơn 90 phần trăm đất nước. Tình hình kinh tế quốc tế của Hàn Quốc là hệ quả của chính trị chiến tranh lạnh, nhưng các nhà lập kế hoạch của đất nước đã tận dụng mọi cơ hội họ có được.

Trong 'thập niên bị đánh mất' 1980, Chile đã đạt được thành quả tốt hơn phần còn lại của châu Mỹ Latin nhờ nhận được viện trợ nước ngoài khổng lồ từ các tổ chức tài chính quốc tế ủng hộ quan điểm chính sách tân tự do của đất nước. Hàng xuất khẩu dựa vào tài nguyên thiên nhiên ngày càng tinh xảo đã hỗ trợ cho sự mở rộng kinh tế.

Một số nền kinh tế ở châu Phi cận Sahara hiện có tỷ lệ tăng trưởng đáng nể với sự hỗ trợ từ các nước tây bắc châu Âu (Nordic) và các nhà tài trợ khác cung ứng các dòng viện trợ đều đặn trong nhiều thập niên vì những lý do địa chính trị riêng.

Trong tất cả những nước này, sự dịch chuyển to lớn trong cơ cấu kinh tế đã hình thành bởi sự kết hợp giữa chính sách kỹ trị từ trên xuống dưới và đổi mới tự phát từ dưới lên trên. Ngay cả ở đất nước Chile tân tự do, chính phủ cũng nhất quán hỗ trợ việc mở rộng xuất khẩu nông sản và khoáng sản. Lẽ dĩ nhiên, ngày nay, quan điểm chính thống là quan điểm phản đối sự can thiệp của nhà nước, một quan điểm gần như bị bỏ qua vào thời Kế hoạch Marshall hay thời bộc phát tăng trưởng của Hàn Quốc.

Trong hai hay ba thập niên vừa qua, nhiều gói viện trợ và chương trình 'cải cách' kinh tế thấm nhuần tư tưởng 'đồng thuận Washington' đã không tạo ra được các mối liên kết giữa tăng trưởng cầu, năng suất, và việc làm. Mức thu nhập trên đầu người không tăng và người lao động bị mất việc bởi tự do hoá thương mại phải lẩn vào các hoạt động phi chính thức và chỉ vừa đủ sống. Trong tình hình này, viện trợ nước ngoài trong điều kiện tốt nhất cũng chỉ là một hình thức phát chẩn, và trong điều kiện tệ nhất là một ổ tham nhũng thối tha.

Viện trợ chắc chắn có thể có những tác động tích cực ở cấp độ vi mô. Sự bố thí từ nước ngoài có thể giúp cứu chữa bệnh đậu mùa hay xoá bỏ tình trạng suy dinh dưỡng trẻ em, nhưng đó chỉ là sự bố thí mà thôi. Như chương 3 cho thấy, trong những thập niên gần đây, nhiều nền kinh tế nghèo đã trải qua những cải thiện đáng kể trong giáo dục tiểu học (cũng như chăm sóc y tế) nhưng vẫn không thể tăng trưởng. Ngay cả nếu đáng khen ngợi và thành công theo các giá trị riêng của nó, sự hỗ trợ kỹ thuật định hướng con người ở cấp độ hộ gia đình (như được biện hộ bởi Sachs 2005) không chắc trực tiếp kích thích sự mở rộng trong toàn thể nền kinh tế và xoá đói giảm nghèo lâu dài.

Nhìn về tương lai, viện trợ nước ngoài chắc chắn chỉ có sẵn với số lượng hạn chế. Ước lượng chi phí cho chương trình Các mục tiêu thiên niên kỷ, vốn chú trọng vào các kết quả nhanh chóng, là hơn 150 tỷ USD một năm. Trên nguyên tắc, các dòng viện trợ hiện nay vào khoảng 100 tỷ USD bao gồm xoá nợ và hợp tác kỹ thuật mà thực chất không có chuyển giao nguồn lực cho nước nhận viện trợ. Quỹ Tiền tệ quốc tế không cho phép chính phủ các nước đưa giá trị xoá nợ vào việc chi tiêu gia tăng cho các hoạt động xóa nghèo do nỗi lo sợ ám ảnh (không có bằng chứng) rằng sự gia tăng chi tiêu ngân sách sẽ kích thích lạm phát không thể kiểm soát được.

Thậm chí nếu giá trị viện trợ, các mục tiêu nhân đạo và sự mủi lòng của IMF có thành hiện thực đi chăng nữa, thì nỗ lực Các mục tiêu thiên niên kỷ chỉ có thể thành công nếu nó đưa các nền kinh tế vào lộ trình tăng trưởng bền vững. Trong quá khứ, viện trợ đôi khi cũng khơi mào tăng trưởng, nhưng thường thì không làm được điều đó. Có nhiều thử thách phải vượt qua.

Ở cấp độ vi mô, chỉ riêng việc gia tăng nguồn vốn nhân lực không thôi sẽ không hỗ trợ tăng trưởng đều đặn trừ khi khởi động được các doanh nghiệp năng suất cao.

Tinh thần kinh doanh là yếu tố thiết yếu cho mục đích này và sẽ được đền đáp.

Nhưng điều đó sẽ không xảy ra một cách tự phát trong môi trường thị trường tự do hoá. Nhà nước phải đóng vai trò nâng đỡ mạnh mẽ. Không gian chính sách hiện có phải được mở rộng để các nước có thể sử dụng những công cụ như mức độ bảo hộ hợp lý, tín dụng mục tiêu, và trợ cấp

sản xuất nhằm định hướng nguồn lực hạn chế vào các mục đích sản xuất. Lợi thế kinh tế theo qui mô có tiềm năng sẵn có trong nhiều tuyến nỗ lực – nhiệm vụ của ta là nhận diện và hỗ trợ các lợi thế đó. Liên kết các điều kiện ràng buộc về chính sách phát triển để giải ngân viện trợ - thông lệ thực hành tiêu chuẩn của Ngân hàng Thế giới và Quỹ Tiền tệ quốc tế - hoàn toàn là phản tác dụng.

Trong những năm gần đây, nhiều nước châu Phi cận Sahara đã tìm được một giải pháp mới: viện trợ Trung Quốc. Dựa vào thành tích tăng trưởng mạnh riêng của mình, đất nước tài trợ này lẽ dĩ nhiên không phản đối một nhà nước theo chủ nghĩa phát triển. Họ chú trọng vào việc đưa các nền kinh tế này tăng trưởng, trên cơ sở khai thác các cơ hội xuất khẩu nguyên liệu thô mà bản thân Trung Quốc đã tạo ra, và cũng không ràng buộc với các điều kiện của các thể chế Bretton Woods.

Phụ lục 7.1: Vay mượn ròng, các bảng cân đối kế toán và kinh tế vĩ mô của nền kinh tế mở

Chủ đề đầu tiên trong phần phụ lục này nói về cách thức tương tác giữa tư nhân, chính phủ và cán cân tài khoản vãng lai. Sau đó, chúng ta sẽ trình bày cách thức các dòng vay mượn được tích luỹ vào trữ lượng tài sản như thế nào như minh họa trong bảng 6.1. Kế đến, chúng ta thảo luận về các mô hình Mundell-Fleming nổi tiếng (hay mô hình IS/LM/BP) và mô hình cán cân danh mục từ kinh tế vĩ mô của nền kinh tế mở, và cách thức chúng làm nền tảng cho tình thế 'bộ tam bất khả thi' hay 'ba điều không thể xảy ra đồng thời' (sai lầm) như đã trình bày trong chương 1. Phụ lục này kết thúc bằng phần thảo luận về những yếu tố động năng, kỳ vọng có thể ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái. Chúng ta sẽ làm việc với các dòng sản lượng hàng năm, vay mượn ròng, và các biến số khác từ các tài khoản sản xuất và thu nhập quốc gia và cùng với các trữ lượng tương ứng từ bảng cân đối kế toán. Các ký hiệu có thể được lý giải theo giá thị trường hiện hành hay giá 'thực' (ước lượng giá thị trường được khử lạm phát bằng một chỉ số giá) tuỳ bối cảnh.

Từ chương 1, ta nhớ lại rằng trong tài khoản quốc gia, thu nhập quốc gia được xác định bằng sản lượng quốc gia. Vì mục đích hiện thời, thật hợp lý khi ta mở rộng việc hạch toán đôi chút để bao gồm khía cạnh cung của nền kinh tế: 'cung' X bằng giá trị gia tăng Y (hay GDP) được tạo ra trong nền kinh tế cộng với nhập khẩu eM* biểu thị bằng nội tệ ứng với tỷ giá hối đoái e (M* là ký hiệu của kim ngạch nhập khẩu 'theo giá thế giới'):

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

Việc sử dụng cung được mô tả bằng phương trình:

$$C + I + G + E - X = 0 \quad (2)$$

Trong đó C là tiêu dùng tư nhân, I là đầu tư (tổng hình thành vốn cố định cộng với tích luỹ hàng tồn kho), G là chi tiêu chính phủ cho hàng hóa và dịch vụ, và E là xuất khẩu.

Báo cáo thu nhập-chi tiêu của khu vực tư nhân có thể được viết là:

$$N_P = I + C + T + Z_P - Y \quad (3)$$

Theo báo cáo này, vay mượn ròng của khu vực tư nhân N_P sẽ bằng chi tiêu trừ thu nhập. Nếu dòng chi tiêu lớn hơn dòng vào, khu vực này sẽ phải tăng nghĩa vụ nợ ròng với phần còn lại của nền kinh tế.[16]

Các khoản mục mới là thuế T và 'chuyển giao' Z_P cho phần còn lại của thế giới, biểu thị bằng giá trong nước. Các ví dụ về chuyển giao là chuyển lợi nhuận về nước và thanh toán lãi vay nước ngoài. Nếu một khoản chuyển giao như tiền của di dân chuyển về nước, nó sẽ làm tăng thu nhập và sẽ được viết là $-eZ_P^*$ trong đó Z_P^* là giá trị bằng ngoại tệ của dòng vào từ nước ngoài.

Tiết kiệm tư nhân S_P bằng thu nhập trừ đi chi tiêu phi đầu tư, nghĩa là trừ đi tiêu dùng, thuế và chuyển giao. Thay thế các số hạng trong phương trình (3), ta thấy vay mượn ròng bằng đầu tư trừ đi tiết kiệm:

$$N_P = I - S_P.$$

Vay mượn ròng của chính phủ N_G là:

$$N_G = G + Z_G - T \tag{4}$$

Trong đó Z_G là chuyển giao cho phần còn lại của thế giới (một số lượng âm, $-eZ_G^*$, có thể tiêu biểu cho viện trợ nước ngoài Z_G^* nhận được như ngoại tệ dưới hình thức viện trợ thuần tuý so với một khoản vay).

Vay mượn ròng của phần còn lại của thế giới N_R tương đương với việc nước nhà tiếp thu tài sản nước ngoài hay giảm nghĩa vụ nợ nước ngoài. Việc giao dịch phải xảy ra thông qua thặng dư tài khoản vãng lai của cán cân thanh toán.

$$N_R = E - eM^* - Z \tag{5}$$

Trong đó $Z = Z_P + Z_G$ (cộng các số hạng biểu thị cho các dòng vào nếu cần).

Gọi N là tổng vay mượn ròng. Để minh họa, giả sử vay mượn ròng của tư nhân và chính phủ và cán cân tài khoản vãng lai (dòng vay mượn ròng của phần còn lại của thế giới) đều phụ thuộc vào mức sản lượng Y. Khi đó, điều kiện then chốt cho cán cân kinh tế vĩ mô là:

$$N(Y) = N_P(Y) + N_G(Y) + N_R(Y) = 0 \tag{6}$$

Khi phương trình (6) được thỏa, xem xét hạch toán thu nhập-chi tiêu, ta thấy điều kiện 'cán cân vật chất' (2) cũng thoả.

Giả sử thoạt đầu Y thoả phương trình (6) nhưng sau đó 'bùng nổ' tăng lên. Nếu để đáp lại, N(Y) *giảm xuống,* thì tổng chi tiêu của nền kinh tế sẽ giảm xuống thấp hơn thu nhập (tổng vay mượn ròng trở nên âm) và người ta sẽ kỳ vọng Y sẽ quay lại mức xác định bởi phương trình (6). Kiểu đáp ứng 'nghịch chu kỳ' này giúp bình ổn hệ thống. Dĩ nhiên, một (hay hai) yếu tố bất kỳ trong ba yếu tố N_P, N_G hay N_R đều có thể đáp ứng 'thuận chu kỳ' trước Y, nhưng miễn là N(Y) đi xuống khi Y đi lên, thì nền kinh tế vẫn vận hành ổn thoả.

Khi tích luỹ theo thời gian, các dòng vay mượn ròng tạo thành các bảng cân đối kế toán như trình bày trong bảng 6.1. Thời đoạn phù hợp với thảo luận trình bày ở đây là 'ngắn hạn', ví dụ như một tháng, một quí hay nhiều nhất là một năm.

Để xem xét việc hạch toán một cách nhanh chóng, ta hãy ký hiệu delta (Δ) trước một biến số để biểu thị sự thay đổi theo thời gian. Ví dụ, tỷ lệ tăng trưởng của X khi đó sẽ là ΔX/X. Đồng thời lưu ý rằng chỉ số giá vốn sở hữu P_V và tỷ giá hối đoái e là 'các mức giá tài sản' mà có thể tăng vọt trong chốc lát hay di chuyển đều theo thời gian. Sự tăng trưởng của chúng hay tỷ lệ lạm phát là $\Delta P_V/P_V$ và Δe/e. Sự thay đổi của cải sẽ phụ thuộc vào lợi tức vốn hay lỗ vốn tương ứng.

Đầu tư (bỏ qua khấu hao vốn hiện hữu và cho thay đổi hàng tồn kho là bằng không) tương đương với sự thay đổi trữ lượng vốn:

$$\Delta K = I.$$

Thay đổi của cải tư nhân bằng với tiết kiệm trừ đi lỗ vốn đối với vốn vay nước ngoài đang lưu hành hay vốn sở hữu khi e hay P_V tăng:

$$\Delta\Omega_P = S_P - (\Delta e/e)e\, L_P^* - (\Delta P_V/P_V)P_V V.$$

Dòng vốn của khu vực tư nhân là:

$$N_P = I - S_P = \Delta(L_P + eL_G^*) + P_V\Delta V - \Delta(H + B_P).$$

Các nghĩa vụ nợ dưới hình thức vốn vay mới và/hay phát hành vốn sở hữu mới phải tăng lên, hoặc vị thế nắm giữ tiền tệ và trái phiếu chính phủ phải giảm khi $N_P > 0$.

Từ bảng cân đối kế toán của phần còn lại của thế giới trong bảng 6.1, tài sản nước ngoài ròng của nền kinh tế nước nhà là $-e\Omega_R^*$. Sử dụng phương trình (4), sự thay đổi *dòng* trong vị thế nước ngoài của nước nhà có thể được viết là:

$$e(\Delta R^* - \Delta L^*) - P_V\Delta V_R = N_R = E - eM^* - Z.$$

Đưa vào các khoản lỗ vốn đối với vốn vay và vốn sở hữu cho thấy rằng:

$$\Delta(-e\Omega_R^*) = N_R - (\Delta e/e)eL^* - (\Delta P_V/P_V)P_V V_R. \quad (7)$$

Phương trình (7) chỉ ra rằng, trên cơ sở *dòng*, thặng dư tài khoản vãng lai đi kèm với tăng trưởng dự trữ và giảm nợ bên ngoài của tư nhân và/haycủa chính phủ cùng với việc mua lại vốn sở hữu nước nhà từ nước ngoài. Như thảo luận trong chương này, nếu ta bỏ qua lợi tức vốn và lỗ vốn thì từ phương trình (7), tài sản nước ngoài ròng của phần còn lại của thế giới, $e\Omega_F^*$, trong tài khoản chữ T của phần còn lại của thế giới trong bảng 6.1, sẽ chỉ thay đổi dần dần theo thời gian. Một hệ quả là sự 'tăng vọt' hay 'giảm mạnh' của vốn vay nước ngoài L_P^* hay L_G^* phải được đáp ứng bằng sự thay đổi có cùng độ lớn (hay gần bằng) của dự trữ ngân hàng R*. Quan sát tương tự cũng được áp dụng cho việc mua vốn sở hữu nước ngoài gia tăng V_R ứng với mức giá P_V; trong ví dụ đầu, nguồn vốn vào sẽ đi vào dự trữ quốc tế.

Ba phương trình dòng vốn khác cũng thể hiện ngầm trong bảng 6.1. Giả định đơn giản nhất cho khu vực ngân hàng là vay mượn ròng của khu vực này, N_B, bằng không, từ đó cho ta:

$$N_B = \Delta H - \Delta(L + B_B + eR^*) = 0. \quad (8)$$

Phương trình này cho thấy rằng sự gia tăng cung tiền (nghĩa vụ nợ chính của ngân hàng) bằng tổng gia tăng của vốn vay của khu vực tư nhân và khu vực tài chính, vị thế nắm giữ trái phiếu chính phủ, và dự trữ quốc tế. Cũng như với tài khoản nước ngoài, sự tăng vọt một khoản mục bất kỳ trong tài khoản chữ T của ngân hàng trong bảng 6.1 cũng phải được đáp ứng bằng sự tăng vọt bù trừ về phía bên kia của bảng cân đối kế toán. Ví dụ, nếu dự trữ eR* tăng lên, cung tiền H cũng phải tăng (trừ khi các ngân hàng vô hiệu hóa hay bù trừ sự gia tăng dự trữ bằng cách bán trái phiếu chính phủ B_B).

Vay mượn ròng của chính phủ xảy ra dưới hình thức phát hành trái phiếu và vay nước ngoài nhiều hơn:

$$N_G = \Delta(B + eL_G^*).$$

Khu vực tài chính vay mượn từ các ngân hàng hay nước ngoài để mua vốn sở hữu:

$$P_V\Delta V_F - \Delta(L_F + eL_F^*) = 0.$$

Lợi tức vốn dưới hình thức $P_V > 0$ góp phần cho sự gia tăng của cải tài chính Ω_F, mà có thể được tái đầu tư vào việc mua vốn sở hữu trong 'kỳ kế tiếp'. Phá giá (sự gia tăng tỷ giá hối đoái e) làm giảm của cải ròng của khu vực tài chính Ω_F.

Cuối cùng, ta hãy xem xét nhanh việc xác định tỷ giá hối đoái – các mô hình Mundell- Fleming và mô hình cán cân danh mục, tình thế bộ tam bất khả thi, và cách thức ấn định lãi suất thông qua các mối liên kết tĩnh và động của nó với phần còn lại của hệ thống. Tiếp bước nghiên cứu của Taylor (2004, 2008b), những điểm chính là như sau:

Mô hình Mudell-Fleming (hay mô hình IS/LM/BP) qui định ba mối quan hệ kinh tế vĩ mô của nền kinh tế mở độc lập: (1) đường IS để xác định cầu hiệu dụng, (2) đường LM để mô tả hệ thống tài chính, và (3) mối quan hệ BP để xác định tài khoản vãng lai. Sản lượng, lãi suất, và tỷ giá hối đoái được cho là sẽ điều chỉnh để cân bằng ba cán cân này. Nhưng trên thực tế, phương trình (6) cho thấy rằng nếu nền kinh tế ở trạng thái cân bằng vĩ mô, tài khoản vãng lai cũng ở trạng thái cân bằng, ứng với giá trị tỷ giá hối đoái *bất kỳ*.

Một hệ quả tức thời là: tình thế bộ tam bất khả thi không thoả. Trong thế giới sách vở, câu chuyên vĩ mô chỉ cần tập trung vào mức độ hoạt động và lãi suất. Trong phân đoạn IS của mô hình IS/LM/BP, thu nhập trong nước và nước ngoài điều chỉnh để đảm bảo sự cân bằng trong phương trình (6). Vì thế sẽ có một thị trường vốn mở, chính sách tiền tệ sẽ ấn định lãi suất (có lẽ dọc theo đường LM), và tỷ giá hối đoái tuân theo các quy tắc riêng của nó – tình thế bộ tam bất khả thi không áp dụng. Tỷ giá hối đoái (hay một biến số khác như vị thế tài khóa) *sẽ* phải trở nên nội sinh để cho phép phương trình (6) cân bằng nếu tài khoản vãng lai được xác định một cách ngoại sinh hay bằng chính sách, nhưng tình thế bộ tam bất khả thi thường không được trình bày theo cách này. Phân tích hố cách cơ cấu trong chương 5 là một ví dụ thích hợp.

Quay lại với cán cân danh mục liên quan đến các biến số trữ lượng như trong bảng 6.1, có ba khả năng tiềm tàng được quan tâm để kết thúc một mô hình. Mỗi khả năng đều phản sự thật, minh họa cho những vấn đề trục trặc trong việc áp dụng các mô hình đơn giản vào các nền kinh tế hoạt động trong thế giới thực tế.

Trong một cách kết thúc khả dĩ, các cơ quan quản lý tiền tệ trong nền kinh tế nước nhà và phần còn lại của thế giới can thiệp vào thị trường để kiểm soát vị thế nắm giữ trái phiếu quốc tế và bên ngoài, và qua đó kiểm soát cung tiền ở giai đoạn tài chính II hay cao hơn. Người ta có thể thấy rằng lãi suất trong hai nền kinh tế có thể điều chỉnh để cân bằng thị trường trái phiếu và thị trường tiền tệ, không phụ thuộc vào tỷ giá hối đoái (không có tình thế bộ tam bất khả thi).[17]

Sự lưu chuyển vốn vào nền kinh tế nước nhà tiêu biểu cho sự thay đổi sở thích nước ngoài bằng cách từ bỏ trái phiếu nước ngoài và hướng tới trái phiếu nước nhà. Trên cơ sở lập luận tính ưa thích thanh khoản tiêu chuẩn với cung tiền không đổi, lãi suất nước nhà sẽ giảm và lãi suất nước ngoài sẽ tăng để thiết lập lại các trạng thái cân bằng trên thị trường tài chính địa phương. Thật ra, trong nhiều nền kinh tế đang phát triển, lãi suất đã tăng lên sau khi có dòng vốn vào, cho thấy rằng cơ quan quản lý tiền tệ đã theo đuổi chính sách tiền tệ thu hẹp hay cho thấy sự tăng mạnh hoạt động kinh tế làm tăng cầu tiền.

Trong khả năng kết thúc thứ hai, cơ quan quản lý tiền tệ cố định lãi suất so với cung tiền. Khả năng này cũng na ná như việc chọn mục tiêu lạm phát so với bối cảnh trọng tiền truyền thống trong khả năng kết thúc thứ nhất. Với lãi suất và tỷ giá hối đoái cố định, cầu tài sản so với cung tiền bây giờ được giữ không đổi. Sau khi có dòng vốn vào, cung tiền phải điều chỉnh lại để đáp ứng cầu không đổi – nói cách khác, sẽ có sự bù trừ hay vô hiệu hóa tự động 100 phần trăm dòng vốn lưu chuyển. Cho dù trên thực tế, các cơ quan quản lý tiền tệ vẫn ra sức thực hiện vô hiệu hóa ở nhiều nước, nhưng họ không hoàn toàn thành công vì cung tiền có xu hướng gia tăng sau khi dòng vốn vào. Một lần nữa, việc kết thúc một mô hình đơn giản không đạt được mục tiêu.

Cuối cùng, vẫn giả định rằng các cơ quan quản lý tiền tệ nước nhà nhắm mục tiêu lãi suất, họ *cũng* có thể chọn duy trì dự trữ cố định và cho phép tỷ giá được thả nổi. Trong bối cảnh này, ta có thể thấy rằng, thông qua ảnh hưởng của cải và ảnh hưởng thay thế, tỷ giá sẽ giảm hay nội tệ lên giá sau khi có dòng vốn vào.

Tóm lại đối với các thị trường mới nổi, khả năng kết thúc thứ nhất cho thấy rằng sự gia tăng lãi suất sau khi có dòng vốn vào phải được qui cho chính sách tiền tệ hạn chế hay hoạt động kinh tế cao hơn. Khả năng kết thúc thứ hai khẳng định rằng, với lãi suất được neo cố định, sẽ có một mức độ vô hiệu hóa hay bù trừ tự động sau khi dòng vốn vào. Nhưng khả năng kết thúc thứ ba nói rằng, sự bù trừ đó không hoàn chỉnh vì người ta thường quan sát thấy hiện tượng lên giá nội tệ.[18] Khi áp dụng các mô hình ngắn hạn đơn giản, các nhà hoạch định chính sách xem ra hoạt động ở đâu đó giữa ba khả năng kết thúc này.

Trong tình huống hiện tại ở các nền kinh tế thu nhập trung bình, điều hợp lý là vượt lên trên phân tích Mundell Fleming tĩnh hay phân tích cán cân danh mục và giả định rằng một mức tỷ suất (lãi suất, tỷ giá) ít nhiều thả nổi được xác định trên các thị trường tài sản tương lai và giao ngay. Thực chất, tỷ suất giao ngay thả nổi theo giá trị tương lai 'kỳ vọng'. Việc đánh dấu ngoặc kép có nghĩa là chúng ta cho rằng các kỳ vọng theo lập luận của Keynes được hình thành từ các ý kiến đa dạng của những người tham gia thị trường về cách thức tỷ suất có thể thay đổi như thế nào.

Quan điểm 'đầu cơ' cho rằng tỷ giá hối đoái sẽ *mất giá* khi lãi suất trong nước giảm. Quan điểm này có ý nghĩa trực giác vì lãi suất thấp sẽ làm cho các nghĩa vụ nợ quốc gia kém hấp dẫn hơn. Có lẽ nó được nêu lên lần đầu tiên trong kinh tế vĩ mô bởi Minsky (1983). Lịch sử kinh tế vĩ mô gần đây (Frenkel 2004) cho thấy rằng trong trung hạn, quan điểm đầu cơ giúp mô tả chính xác hơn hành vi tỷ giá hối đoái ở các nước thu nhập trung bình, nghĩa là lãi suất cao và đồng tiền mạnh có xu hướng song hành với nhau.

Chú thích

[1] Xem nghiên cứu của Taylor (1994) về lịch sử tóm tắt và cách giải thích khá khác biệt so với cách lý giải trong chương này.

[2] Theo thuật ngữ của Minsky (1982) như đã giới thiệu trong chương 1 và chương 6, nền kinh tế tham gia vào hoạt động tài chính kinh doanh đa cấp kiểu Ponzi (vay của người sau trả cho người trước) bị kết thúc đột ngột.

[3] Dưới hình thức toán đại số, gọi i là lãi suất cho vay trong nước, i* là lãi suất vay mượn nước ngoài, ρ là phí bù rủi ro, và $\hat{e}^E$ là tỷ lệ khấu hao kỳ vọng (dấu mũ là ký hiệu tỷ lệ tăng trưởng $\hat{e} = (de/dt)/e$). Khi đó, việc kinh doanh hưởng chênh lệch lãi suất (thường được gọi là 'ngang bằng lãi suất' trong tư liệu nghiên cứu) như mô tả trong bài sẽ dẫn đến phương trình $i = i^* + \rho + \hat{e}^E$.

[4] Lưu ý rằng chúng ta nhấn mạnh vào *ảnh hưởng* của những dao động lãi suất này, vốn có tính thuận chu kỳ. Theo mô tả truyền thống, lãi suất được xem là nghịch chu kỳ, theo ý nghĩa là lãi suất thay đổi theo chiều ngược lại với chu kỳ kinh tế (giảm trong thời kỳ bùng phát kinh tế và tăng trong thời kỳ khủng hoảng).

[5] Theo tiếng Brazil, vào thập niên 50, từ lóng 'bossa' ít nhiều tương đương với từ 'smooth' trong tiếng Anh. Vì thế, việc chọn mục tiêu lạm phát là một phiên bản mới hơn, mượt mà hơn của định luật Say.

[6] Xem nghiên cứu của John Taylor (1993). Vì mục đích thực tế, vào thập niên 1890, Wicksell đã đề xuất quy tắc tương tự dựa vào lãi suất 'tự nhiên.'

[7] Xem nghiên cứu của Barbosa-Filho (2008) và Galindo và Ros (2008).

[8] Tình thế bộ tam bất khả thi liên quan đến quan điểm cho rằng người ta không thể đồng thời nhắm mục tiêu lãi suất và tỷ giá hối đoái khi mở cửa tài khoản vốn. Xem tài liệu tham khảo tiêu chuẩn trong nghiên cứu của Mudell (1963), Fleming (1962) và bất kỳ sách giáo khoa nào về kinh tế vĩ mô cho nền kinh tế mở. Frenkel và Taylor (2007), Frenkel (2007), và Taylor (2008b) đã giải thích chi tiết các vấn đề này.

[9] Ví dụ, năm 2007, tích luỹ dự trữ ngoại hối của các nước đang phát triển tương đương với 8 phần trăm GDP, trong đó gần 6 phần trăm GDP là bắt nguồn từ tài khoản vốn.

[10] Thêm một lý do nữa cho việc can thiệp mạnh vào thị trường ngoại hối là vì động cơ 'ổn định tài chính' (Obstfeld, Shambaugh, và Taylor 2008). Lập luận chính là các nền kinh tế mở về mặt tài chính phải duy trì dự trữ chống lại hiện tượng tháo chạy vốn, đặc biệt là mong muốn qui đổi cán cân tiền tệ nội địa (theo nghĩa rộng) thành ngoại hối trong những thời kỳ khủng hoảng. Tuy nhiên, thật khó mà tách động cơ này ra khỏi động cơ 'tự bảo hiểm'.

[11] Cuộc khủng hoảng trước đó của Ấn Độ vào năm 1991 xảy ra do vị thế tài khoản vãng lai không bền vững trong sự kiểm soát vốn nghiêm ngặt.

[12] Một trường hợp tương tự là vay mượn của các công ty tài chính để mua trái phiếu phát hành bằng nội tệ bởi các doanh nghiệp sản xuất hàng hóa phi ngoại thương.

[13] Ví dụ, xem nghiên cứu của Goodhart và Persaud (2008).

[14] Các điều khoản qui định khác có thể được sử dụng để hạn chế các loại hình cho vay khác, ví dụ như qui định về khoản thanh toán trước cho các hợp đồng vay nợ thế chấp bất động sản hay tỷ lệ cho vay qua thẻ tín dụng phải được thanh toán hàng tháng.

[15] Một ví dụ nổi tiếng liên quan đến các ngân hàng lớn của Hoa Kỳ khi nổ ra cuộc khủng hoảng nợ châu Mỹ Latin. Nhiều ngân hàng phá sản về mặt kỹ thuật vì giá trị thị trường của các tài sản châu Mỹ Latin của họ rất thấp. Các cơ quan quản lý đành nhắm mắt làm ngơ, cho phép các ngân hàng trình bày các tài sản này trên các bảng cân đối kế toán của họ theo giá trị đáo hạn. Điều này là tốt đối với các ngân hàng, vì giúp tránh được một cuộc khủng hoảng tài chính mở rộng, nhưng cũng ngụ ý rằng 'giải pháp' cho cuộc khủng hoảng nợ là tái đàm phán nợ liên tục. Tổn thất

đối với châu Mỹ Latin thật kinh khủng: một thập niên đánh mất sự phát triển. Theo một ý nghĩa nào đó, châu Mỹ Latin đã trả giá đắt cho tình trạng thiếu minh bạch trong việc hạch toán của các ngân hàng Hoa Kỳ và sự dung túng của luật pháp gắn liền với nó.

[16] Nghĩa là, như minh họa sau đây, vị thế nắm giữ tài sản theo khu vực trong bảng 6.1 dưới hình thức tiền, trái phiếu, hay vốn sở hữu phải giảm xuống, và các khoản vay nước ngoài hay trong nước phải tăng lên.

[17] Kết quả này là sự tương đồng của nền kinh tế mở so với bối cảnh tính ưa thích thanh khoản của nền kinh tế đóng giai đoạn II trong đó lãi suất đơn điều chỉnh để cân bằng cả thị trường trái phiếu và thị trường tiền tệ.

[18] Thật vậy, như lưu ý trước đây, việc chọn mục tiêu lạm phát ở các thị trường mới nổi thường được vận hành bằng cách ấn định lãi suất cao để đưa dòng vốn vào, dẫn đến sự lên giá nội tệ chống lại lạm phát.