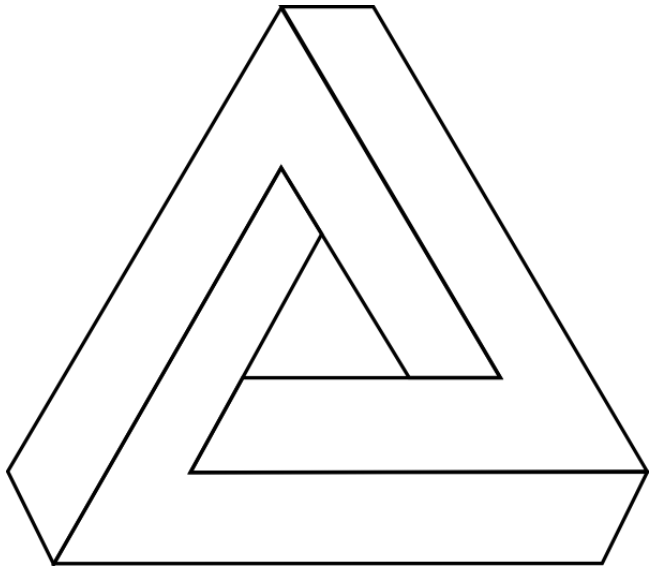
BÀI GIẢNG 16:
BỘ BA BẤT KHẢ THI VÀ CHÍNH SÁCH VÔ HIỆU HÓA

ĐỖ THIÊN ANH TUẤN

TRƯỜNG CHÍNH SÁCH CÔNG VÀ QUẢN LÝ

ĐẠI HỌC FULBRIGHT VIỆT NAM



Kỷ luật tiền tệ cũng sẽ rang buộc kỷ luật tài khóa đối với các chính trị gia.

Rober Mundell

NHẮC LẠI 4 GÓC NHÌN VỀ CÂN BẰNG BÊN NGOÀI

$$Y = C + I + G + X - M$$

- **Góc nhìn 1:**

$$\boldsymbol{CA = X - M}$$

- **Góc nhìn 2:**

$$Y = C + S + T$$

$$=> S + T = I + G + CA$$

$$=> CA = (S - I) + (T - G)$$

$$\boldsymbol{CA = (S - I) + (T - G)}$$

- **Góc nhìn 3:**

$$Y = C + I + G + CA$$

$$A = C + I + G$$

$$\boldsymbol{CA = Y - A}$$

- **Góc nhìn 4:**

$$CA + FA + EO + \Delta FR = 0$$

$$\boldsymbol{CA = -[FA + EO + \Delta FR]}$$

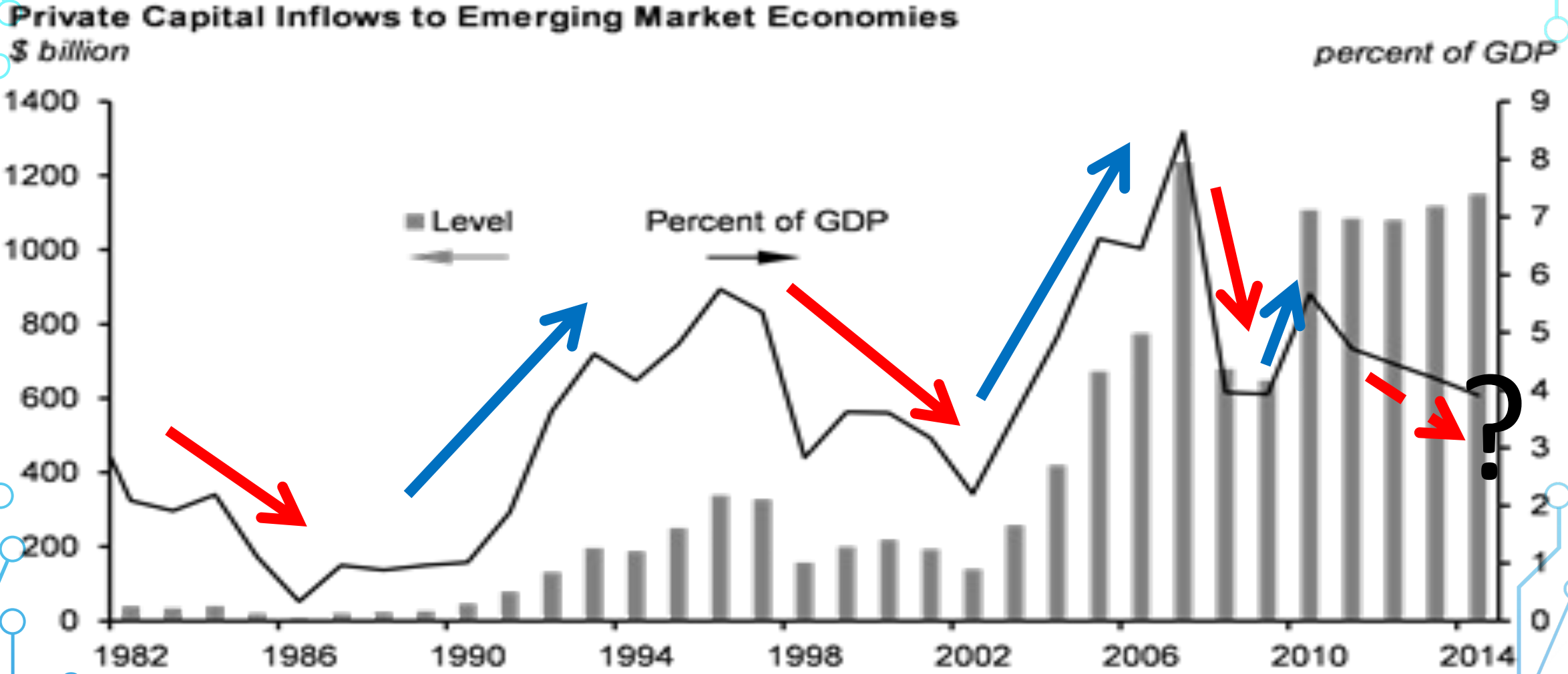
CÁC YẾU TỐ ĐỊNH HÌNH DÒNG VỐN QUỐC TẾ VÀO CÁC NỀN KINH TẾ MỚI NỔI

- Các yếu tố kéo (trong nước): Cải cách kinh tế ở bán cầu Nam
  - Tự do hóa kinh tế => môi trường kinh tế tiền thị trường
  - Tư nhân hóa => bán tài sản cho tư nhân
  - Ổn định tiền tệ => lợi tức cao hơn (nhờ giảm rủi ro và tăng thu nhập)
  - Nới lỏng kiểm soát vốn => mở cửa cho dòng vốn vào
- Yếu tố đẩy (bên ngoài): môi trường tài chính toàn cầu
  - Có quá nhiều danh mục đầu tư nằm trong các quỹ đầu tư ở bán cầu Bắc => tìm nơi đa dạng hóa danh mục đầu tư
  - Lãi suất thấp ở bán cầu Bắc => tìm nơi sinh lợi cao hơn
  - Bùng nổ thị trường hàng hóa toàn cầu => tìm kiếm cơ hội mới

CÁC CHU KỲ DÒNG VỐN VÀO CÁC NỀN KINH TẾ MỚI NỔI

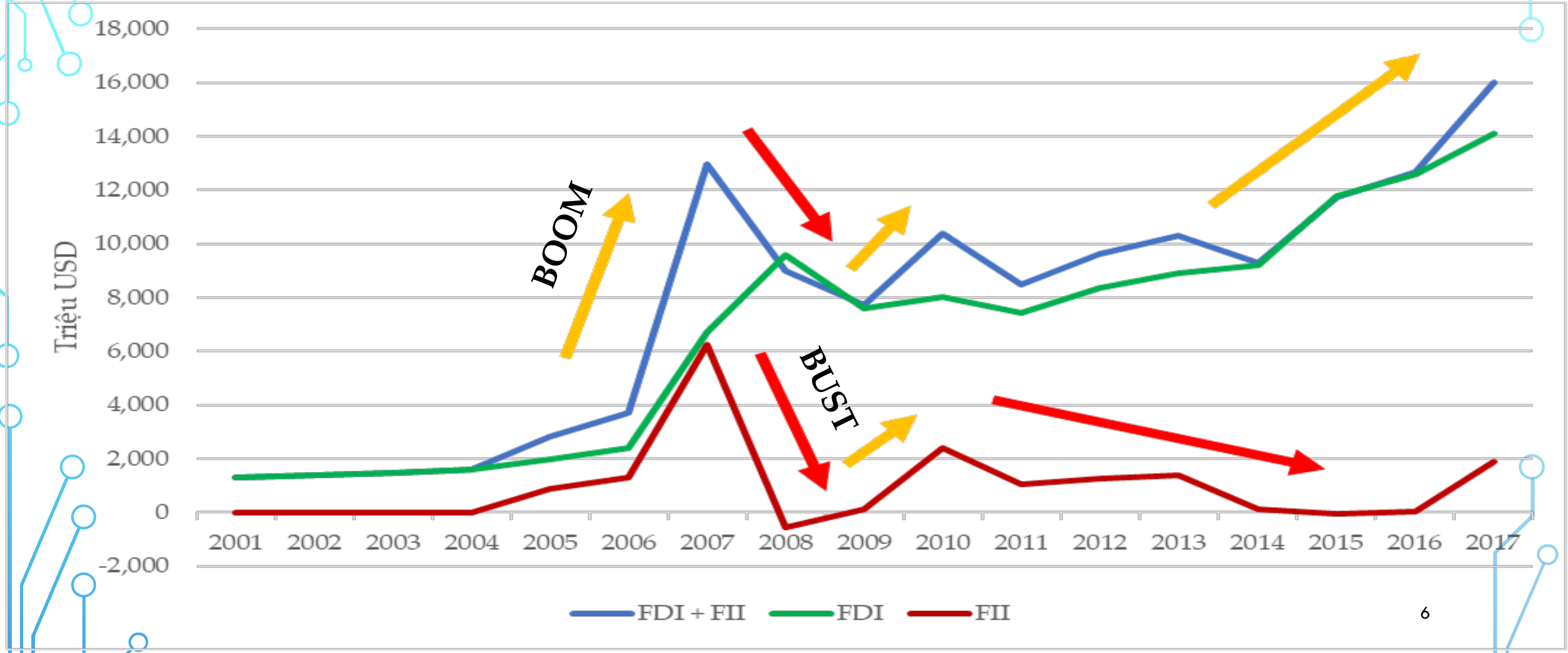
- **Chu kỳ thứ 1: Bùng nổ vay mượn ở các nước đang phát triển ("chu kỳ đồng đô-la dầu lửa"): 1975-1981**
  - Kết thúc bằng khủng hoảng nợ quốc tế 1982 ở Mexico và sau đó lan rộng sang nhiều nước Mỹ La tinh khác
  - Thập niên mất mát ("Lost Decade"): 1982-1989 xảy ra ở các nước châu Mỹ La tinh
- **Chu kỳ thứ 2: Bùng nổ vay mượn ở EMs: 1990-96**
  - Khủng hoảng đồng peso Mexico 1994
  - Kết thúc bằng khủng hoảng Đông Á 1997-98 (Thái Lan, Indonesia, Malaysia, Korea…)
  - 1998: Khủng hoảng ở Nga
  - 2001: Thổ Nhỉ Kỳ bỏ chính sách neo tỷ giá
  - 2002: Argentina bỏ kế hoạch chuyển đổi đồng tiền và tuyên bố thả nổi
- **Chu kỳ thứ 3: Bùng nổ dòng vốn vào EMs giai đoạn 2003-2008**
  - Kết thúc bằng khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008
- **Chu kỳ lần 4: Bùng nổ giai đoạn 2010-2012**
  - Kết thúc vào năm 2013 và 2015 (Trung Quốc)?

TÍNH CHU KỲ CỦA DÒNG VỐN VÀO CÁC NỀN KINH TẾ MỚI NỔI



Source: http://www.iif.com/press/press+406.php

CHU KỲ DÒNG VỐN Ở VIỆT NAM



Nguồn: IFS, Đỗ Thiên Anh Tuấn 2018

“FINANCIAL GLOBALIZATION CAN BOTH BE A BLESSING BUT CAN ALSO BE A CURSING“
(TOÀN CẦU HÓA TÀI CHÍNH CÓ THỂ LÀ LỜI BAN PHÚC NHƯNG CŨNG CÓ THỂ LÀ LỜI NGUYỀN)

- Dòng vốn quốc tế có thể hỗ trợ cho tăng trưởng thu nhập dài hạn của một quốc gia nhờ sự phân bổ nguồn lực tốt hơn giữa tiết kiệm và đầu tư trên bình diện toàn cầu.
- Tuy nhiên, tự do hóa dòng vốn cũng có thể đặt ra những thách thức trong việc quản lý nền kinh tế. Sự dịch chuyển nhanh chóng của dòng vốn quốc tế mà hệ quả là làm tăng rủi ro, sự bùng nổ và sụp độ có tính chu kỳ của giá tài sản và tín dụng thường là hệ quả của sự đổ vào rồi bốc hơi của các dòng vốn quốc tế.

RỦI RO VÀ THÁCH THỨC CỦA DÒNG VỐN QUỐC TẾ

- Dòng vốn vào lớn thường gây ra sự bùng nổ tín dụng và làm suy giảm chất lượng tín dụng.
- Dòng vốn vào lớn thường thổi bùng giá tài sản tài chính và bất động sản, gây ra hiệu ứng của cải đối với nền kinh tế (Reinhart and Reinhart, 2008).
- Rủi ro của sự phân bổ sai lệch dòng vốn nước ngoài rất quan trọng, đặc biệt khi thị trường tài chính trong nước chưa phát triển và không được điều tiết tốt. Ngay cả ở các nước phát triển, điều này vẫn xảy ra.
- Furceri et al. (2011): 60% trong số 268 trường hợp đối mặt với dòng vốn vào lớn đã kết thúc bằng cú dừng đột ngột, khoảng 1/10 kết thúc với một cuộc khủng hoảng ngân hàng hoặc là khủng hoảng tiền tệ.

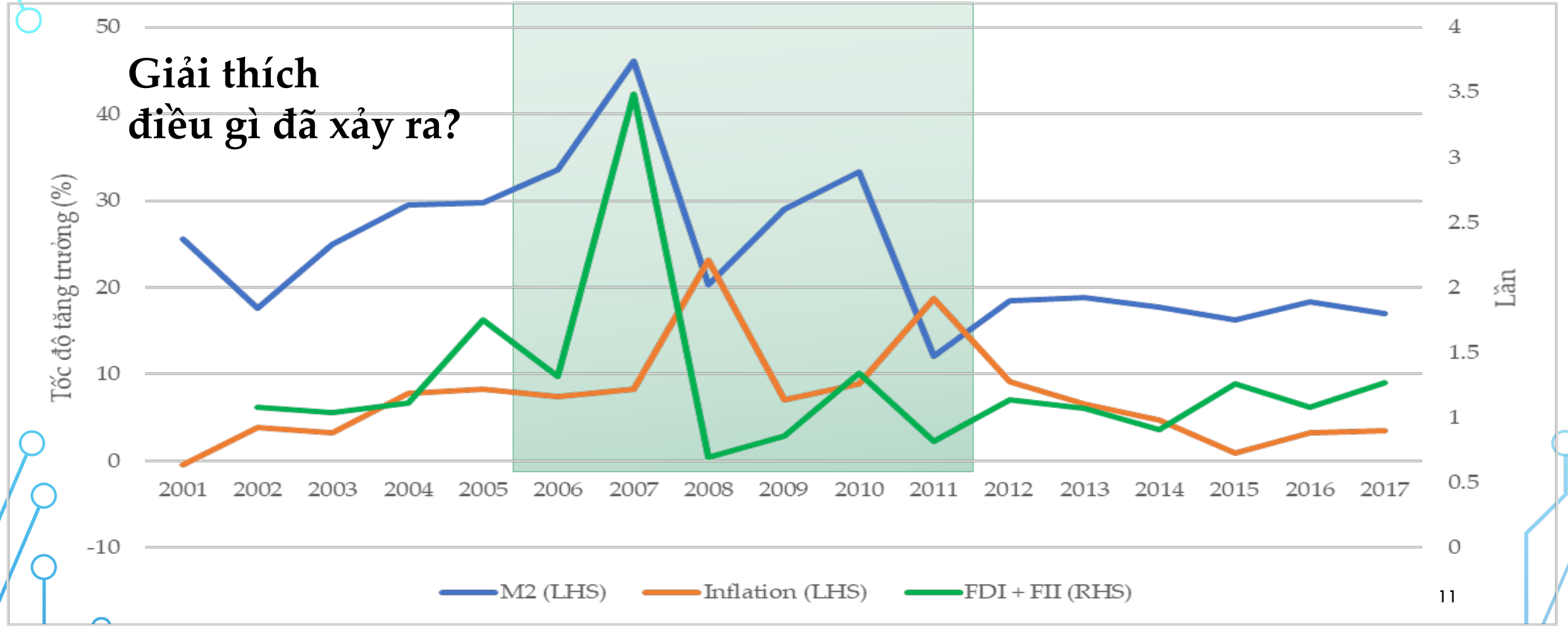
RỦI RO VÀ THÁCH THỨC CỦA DÒNG VỐN QUỐC TẾ (TT)

- Biến động dòng vốn ròng lớn hơn nhiều ở các nước mới nổi so với các nước phát triển.
- Mô thức chữ V ngược của dòng vốn ròng ở EMEs vượt tầm kiểm soát của các nhà chính sách.
- Các dòng đầu tư tài chính thường biến động nhiều hơn so với sự biến động của dòng vốn đầu tư trực tiếp và sự biến động này càng gia tăng gần đây.
- Các dòng vốn ngân hàng thường ít biến động nhưng cũng thay đổi mạnh ở thời kỳ khủng hoảng.
- FDI ổn định hơn nhiều ở các nền kinh tế mới nổi, nhưng cũng gia tăng biến động gần đây do sự tăng tốc vay mượn của các công ty con ít vốn.

RỦI RO VÀ THÁCH THỨC CỦA DÒNG VỐN QUỐC TẾ (TT)

- Sự dịch chuyển của dòng vốn quốc tế có thể làm gia tăng các rủi ro và tính dễ tổn thương lên nền kinh tế vĩ mô
- Nhiều thách thức đặt ra trong việc quản lý nền kinh tế, chẳng hạn như khi dòng vốn vào rất lớn sẽ gây áp lực lên giá của đồng nội tệ. Điều này tạo ra tình thế tiến thoái lưỡng nan:
  - Nếu để mặc cho đồng tiền lên giá sẽ làm suy yếu sức cạnh tranh của hàng hóa trong nước;
  - Nếu can thiệp tiền tệ để giữ tỷ giá sẽ làm cho nền kinh tế nóng lên, gây áp lực lạm phát;
  - Nếu sử dụng biện pháp trung hòa sẽ càng thu hút thêm dòng vốn bên ngoài đổ vào nhiều hơn.

VẤN ĐỀ DÒNG VỐN VÀ BẤT ỔN VĨ MÔ CỦA VN



Nguồn: IFS, Đỗ Thiên Anh Tuấn 2018

TẠI SAO VIỆC THEO ĐUỔI 3 MỤC TIÊU SAU LÀ QUAN TRỌNG?

- **Ổn định tỷ giá**
  - Đảm bảo sức mua đối ngoại của đồng tiền,
  - Nghĩa vụ nợ quốc tế
  - Hỗ trợ đầu tư và thương mại quốc tế
  - Ổn định tâm lý và lợi ích của nhà đầu tư
- **Tự do hóa tài khoản vốn**
  - Hội nhập kinh tế
  - Bổ sung vốn đầu tư
  - Đa dạng hóa rủi ro và tìm kiếm lợi nhuận mới
- **Chính sách tiền tệ độc lập**
  - Theo đuổi các mục tiêu chính sách tiền tệ
  - Kiểm soát lạm phát, thúc đẩy tăng trưởng, gia tăng việc làm
  - Ổn định hóa nền kinh tế và hệ thống tài chính

Có đạt được cả 3 mục tiêu cùng lúc không?

TÌNH HUỐNG TRUNG QUỐC (RIEDEL 2016)

- Trung Quốc thực thi can thiệp được vô hiệu hóa trong khoảng một thập niên, từ 2001 đến khoảng 2010, trong giai đoạn này Trung Quốc đã tích lũy được hàng ngàn tỷ USD tài sản dự trữ ngoại hối chính thức.
- Thặng dư thương mại lớn và ngày càng tăng của Trung Quốc, cùng với tích lũy dự trữ gia tăng, đã đặt ra nhiều câu hỏi và chỉ trích từ các nước đối tác thương mại:
  - 1. Có phải Trung Quốc đã "điều khiển" đồng tiền?
  - 2. Có phải Trung Quốc đã thực thi chính sách bảo hộ ở tầm vĩ mô?
  - 3. Có phải trữ lượng ngoại hối khổng lồ của Trung Quốc đã góp phần đáng kể vào sự "dư thừa tiết kiệm toàn cầu"?
  - 4. Nếu là vậy, có phải dòng tiết kiệm ồ ạt chảy ra nước ngoài của Trung Quốc (thông qua tích lũy dự trữ nước ngoài) đã góp phần vào khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2009-10?
- Để trả lời cho những câu hỏi trên đòi hỏi phải có kiến thức về chính sách can thiệp được vô hiệu hóa và chi phí cũng như lợi ích của chính sách này

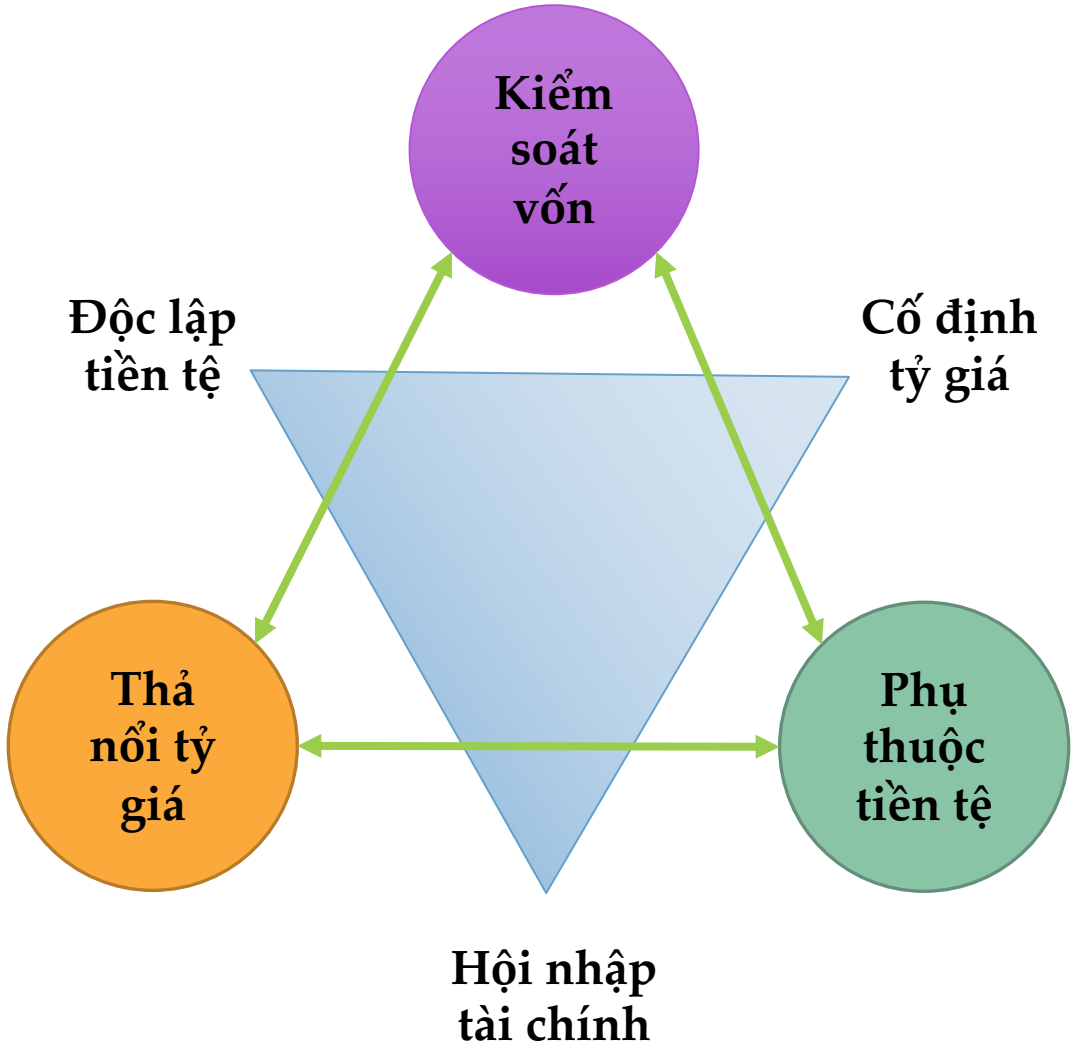
BỘ BA BẤT KHẢ THI (TRILEMMA)

- Bộ ba bất khả thi chính sách cho thấy một quốc gia mở cửa cho ngoại thương và đầu tư quốc tế và muốn cố định hoặc quản lý tỷ giá phải chấp nhận từ bỏ một chính sách tiền tệ độc lập. Cố định tỷ giá là một chính sách tiền tệ và một quốc gia chỉ có thể thực hiện một chính sách tiền tệ tại một thời điểm.
- Một số quốc gia lại muốn thực hiện theo hai cách—vừa cố định tỷ giá vừa thực thi chính sách tiền tệ độc lập. Một chính sách tiền tệ không thống nhất với tỷ giá cố định sẽ đòi hỏi ngân hàng trung ương can thiệp mạnh vào thị trường ngoại hối.
- Những can thiệp như vậy có thể tạo ra hậu quả lớn về tiền tệ (và lạm phát/giảm phát) trừ phi những can thiệp đó được "vô hiệu hóa" ("sterilized"). Thông thường một can thiệp được vô hiệu hóa, đặc biệt ở những nước có đồng tiền bị định giá quá cao, chỉ có tác dụng làm đẩy nhanh quá trình đi đến khủng hoảng cán cân thanh toán và đầu cơ tiền tệ.
- Quốc gia có đồng tiền bị định giá thấp (thặng dư từ cán cân thanh toán tổng quát) có nhiều dư địa hơn để thực thi can thiệp được vô hiệu hóa, nhưng luôn có chi phí và lợi ích. Trung Quốc, và trong chừng mức thấp hơn Việt Nam, là ví dụ tốt nhất cho một chính sách như vậy. **(Riedel 2016)**

BỘ BA BẤT KHẢ THI

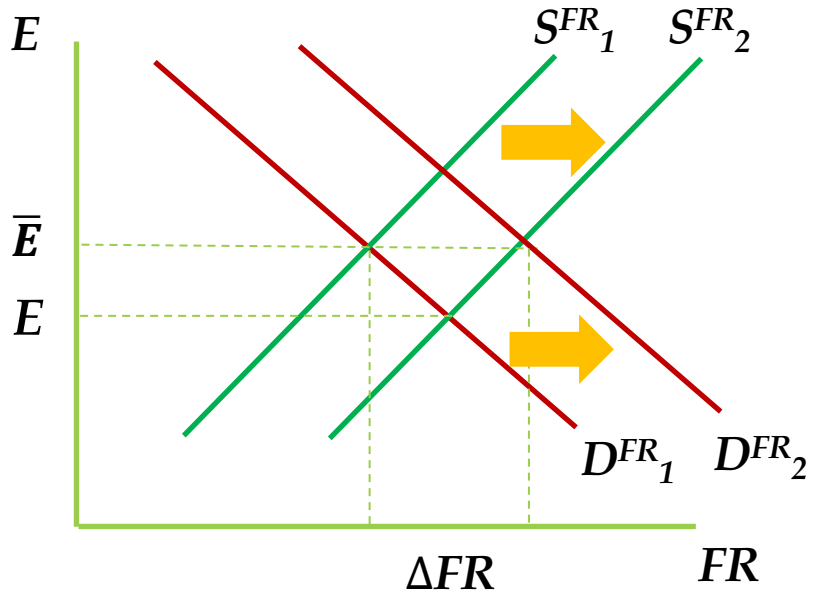
Nếu mong muốn hội nhập vào thị trường tài sản và hàng hóa, thì một quốc gia phải chọn một trong hai:

1. Cố định tỷ giá và từ bỏ chính sách tiền tệ độc lập
2. Thả nổi tỷ giá và duy trì chính sách tiền tệ theo những mục tiêu chính sách trong nước.



MỘT TÌNH HUỐNG MINH HỌA

- Tự do hóa dòng vốn
- $CF \uparrow \Rightarrow S^{FR} \uparrow \Rightarrow E \downarrow < \bar{E} \Rightarrow$ Tỷ giá biến động
- Để giữ tỷ giá cố định: NHTW sẽ mua ngoại tệ vào
- $\uparrow D^{FR}\ (+\uparrow \boldsymbol{M} \Rightarrow \downarrow r) \Rightarrow E \uparrow = \bar{E}$



CHÍNH SÁCH VÔ HIỆU HÓA (STERILIZTION POLICY)

- NHTW có thể can thiệp bằng một số công cụ chính sach để trung hòa lượng cung tiền đã bơm ra nền kinh tế
- Các công cụ trung hòa:
  - Bán ra trái phiếu chính phủ trên thị trường mởi (OMO)
  - Tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc
  - Tăng lãi suất
  - Kiểm soát tăng trưởng tín dụng
- Các công cụ bổ sung:
  - Nới lỏng biên độ tỷ giá
  - Chấp nhận nâng giá nội tệ
  - Giảm tiết kiệm nội địa
  - Hạn chế đầu tư tư nhân
  - Chấp nhận thâm hụt ngân sách
  - Chấp nhận thâm hụt thương mại
  - Khuyến khích nắm giữ các tài sản ở nước ngoài

VÔ HIỆU HÓA LÀ CÁCH THOÁT KHỎI BỘ BA BẤT KHẢ THI CHÍNH SÁCH

- Vô hiệu hóa là một phương cách để thoát khỏi bộ ba bất khả thi chính sách, nếu chỉ là tạm thời.
- Một quốc gia với dư cầu ngoại tệ (nghĩa là đồng tiền được định giá quá cao) có thể vô hiệu hóa chỉ cho đến khi mà thị trường nhận thức rằng quốc gia đó có đủ dự trữ để bảo vệ tỷ giá.
- Nếu điều đó không thành, sẽ có tấn công đầu cơ lên đồng tiền và cuộc chơi sẽ kết thúc. Nhưng, còn các nước có dư cung ngoại tệ thì sao (nghĩa là đồng tiền bị đánh giá quá thấp)?
- Đó là trương hợp Trung Quốc?
- **Câu chuyện của Việt Nam thế nào?**