

Bài giảng 5

Dòng vốn, bộ ba bất khả thi và chính sách tiền tệ vô hiệu hóa

Trường Chính sách Công và Quản lý Fulbright
Đại học Fulbright Việt Nam
Học kỳ Thu 2018-2019

Đỗ Thiên Anh Tuấn

Nội dung

- Tự do hóa tài khoản vốn: lợi ích và rủi ro
- Bộ ba bất khả thi là gì?
- Mô hình Mundell – Flemming
- Vai trò của chính sách tài khóa và tiền tệ

Nhắc lại 4 góc nhìn về cân bằng bên ngoài

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

- Góc nhìn 1:

$$CA = X - M$$

- Góc nhìn 2:

$$Y = C + S + T$$

$$\Rightarrow S + T = I + G + CA$$

$$\Rightarrow CA = (S - I) + (T - G)$$

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

- Góc nhìn 3:

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

$$A = C + I + G$$

$$CA = Y - A$$

- Góc nhìn 4:

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

$$CA = KA + EO + \Delta FR$$

Các yếu tố định hình dòng vốn quốc tế vào các nền kinh tế mới nổi

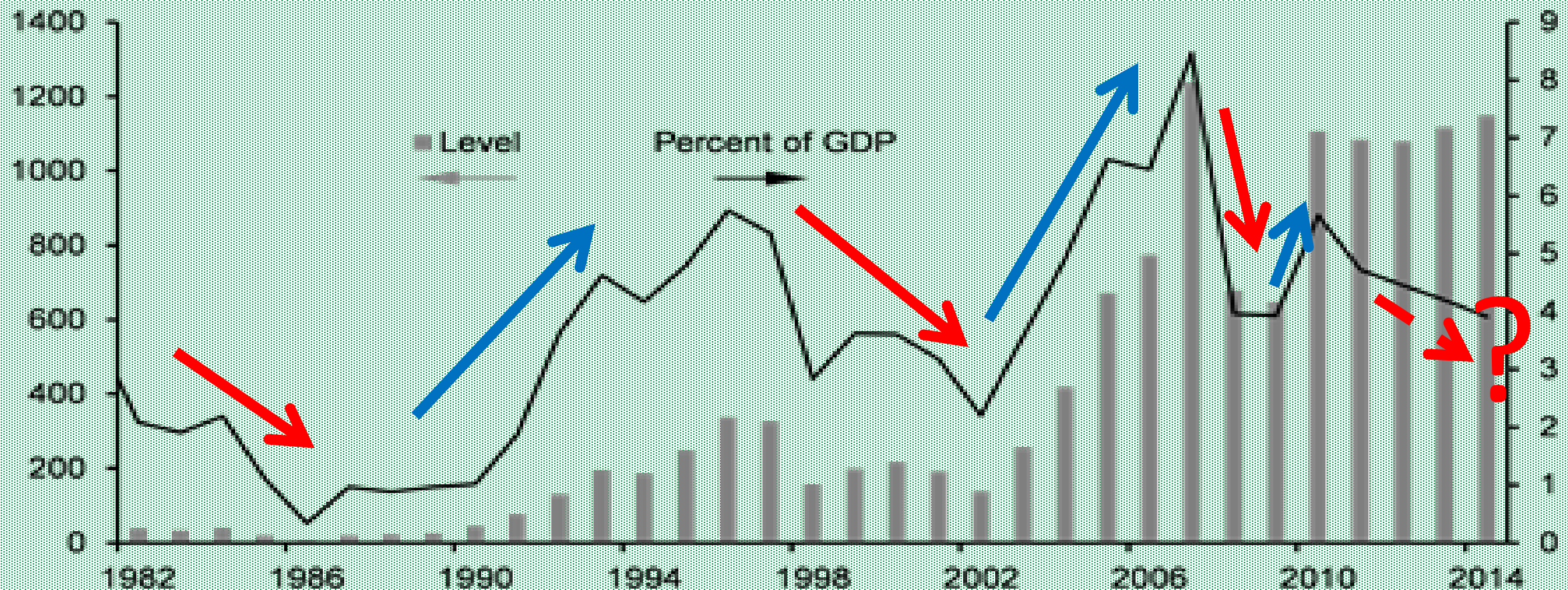
- Các yếu tố kéo (trong nước): Cải cách kinh tế ở bán cầu Nam
 - Tự do hóa kinh tế => môi trường kinh tế tiên thị trường
 - Tư nhân hóa => bán tài sản cho tư nhân
 - Ổn định tiền tệ => lợi tức cao hơn (nhờ giảm rủi ro và tăng thu nhập)
 - Nới lỏng kiểm soát vốn => mở cửa cho dòng vốn vào
- Yếu tố đẩy (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 đầu 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 Nhĩ 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)?

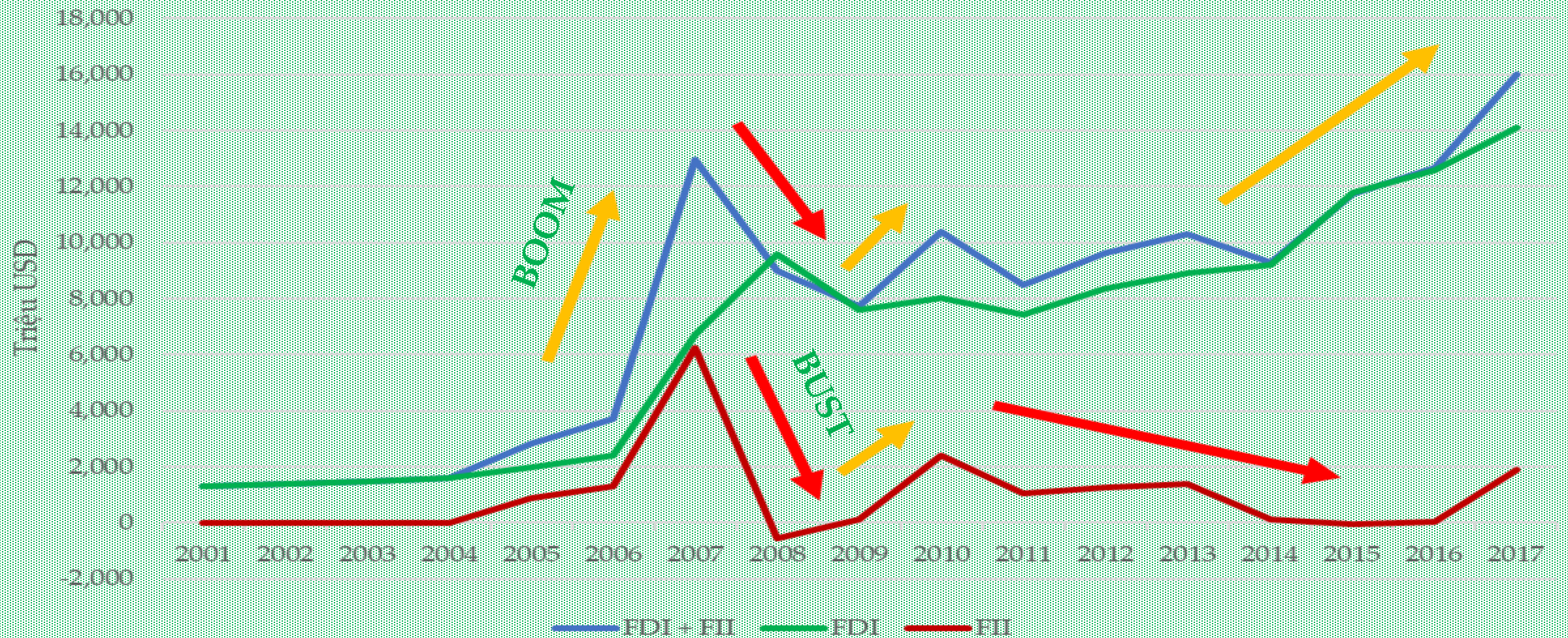
Tính chu kỳ của dòng vốn vào các nền kinh tế mới nổi

Private Capital Inflows to Emerging Market Economies
\$ billion



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 đổ 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 cái** đối với nền kinh tế (Reinhart and Reinhart, 2008).
- Rủi ro của sự **phân bố 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.

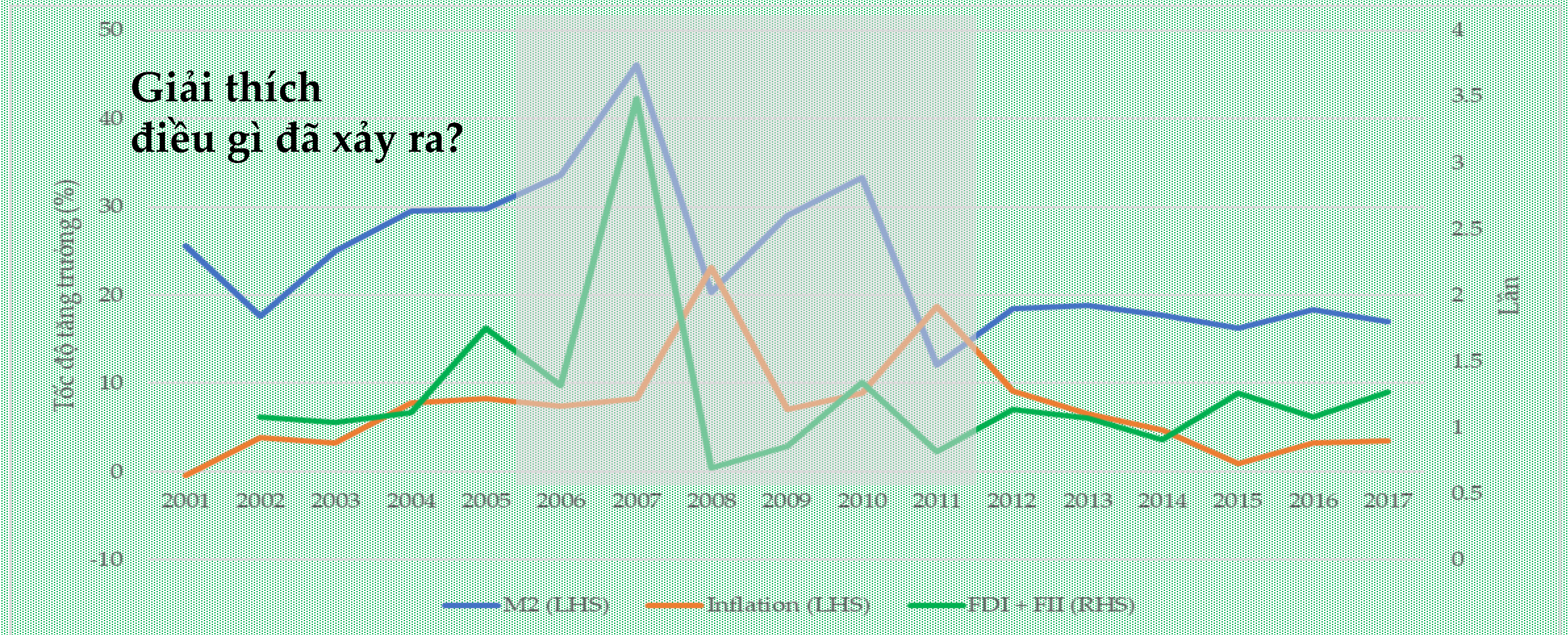
Rủi ro và thách thức của dòng vốn quốc tế (tt)

- **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



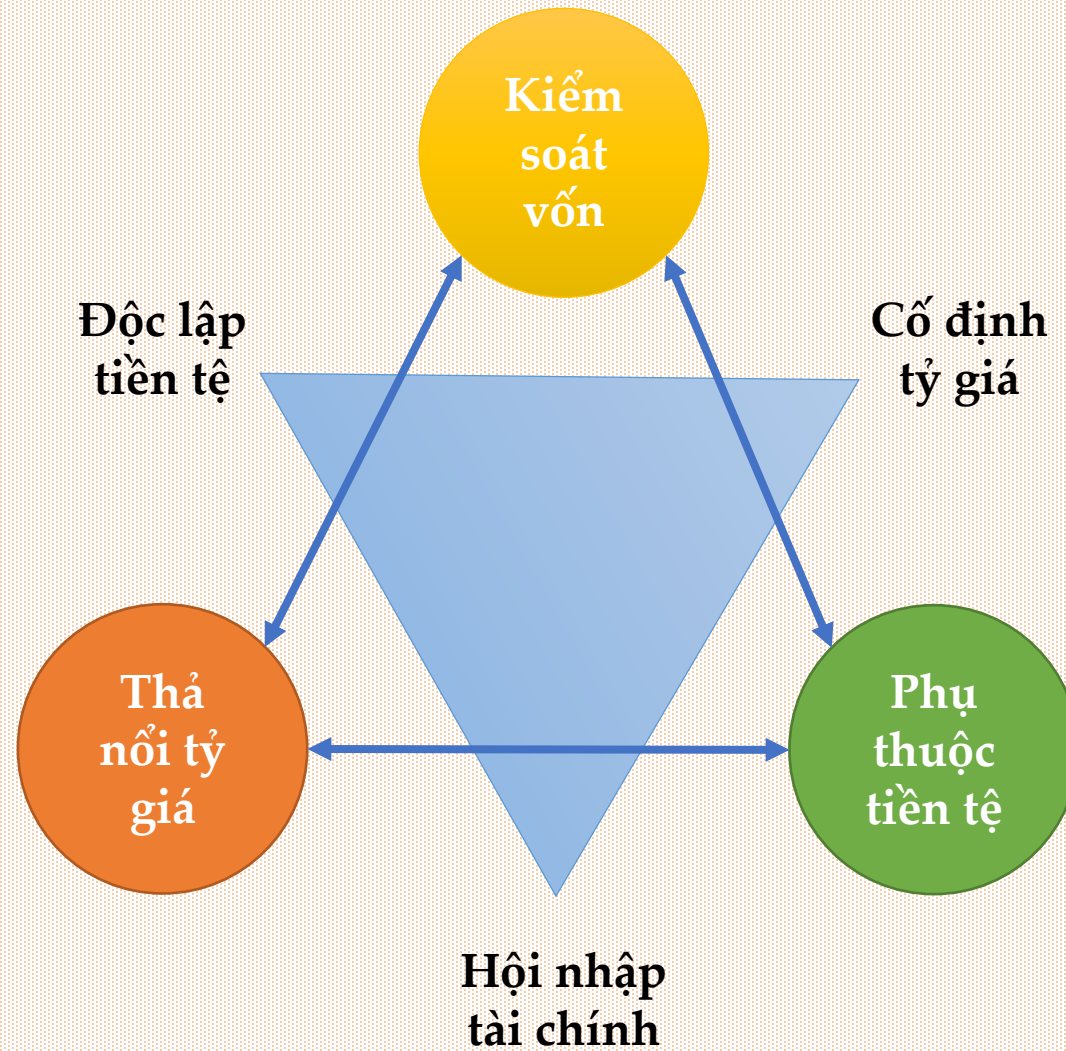
Nguồn: IFS, Đỗ Thiên Anh Tuấn 2018

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

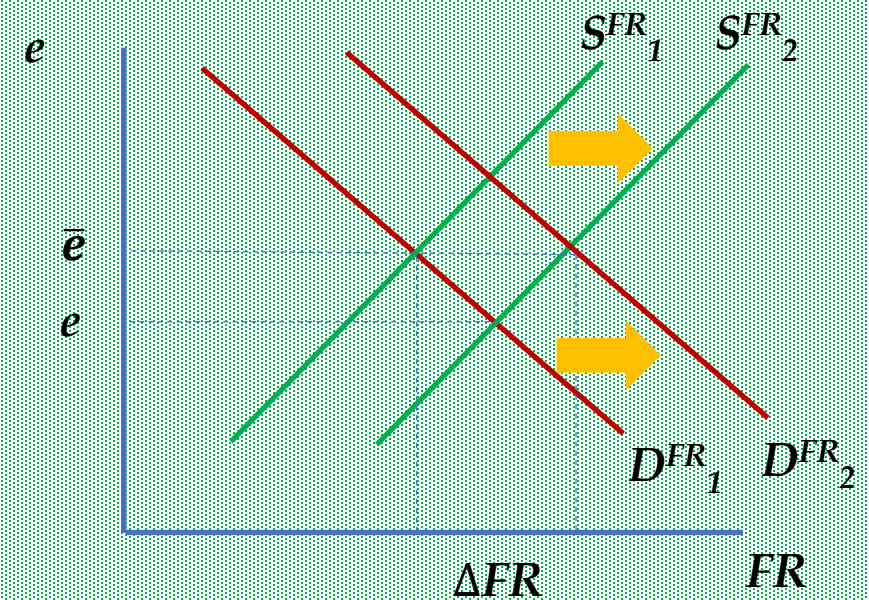
*Có đạt được
cả 3 mục tiêu
cùng lúc
không?*

Bộ ba bất khả thi



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
- $\uparrow D^{FR} (+\uparrow \textcolor{red}{M} \Rightarrow \downarrow \textcolor{red}{r}) \Rightarrow e \uparrow = \bar{e}$



Mô hình Mundell - Flemming

Phiên bản IS-LM-BP

- IS:

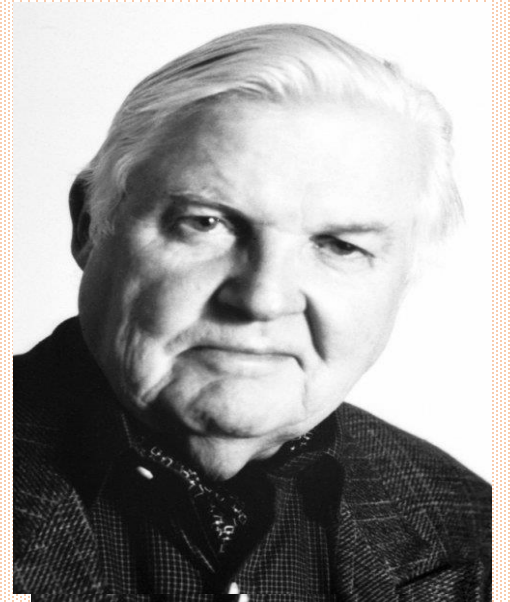
$$Y = C(Y - T) + I(r) + G + NX(e)$$

- LM:

$$\frac{M}{P} = L(Y, r)$$

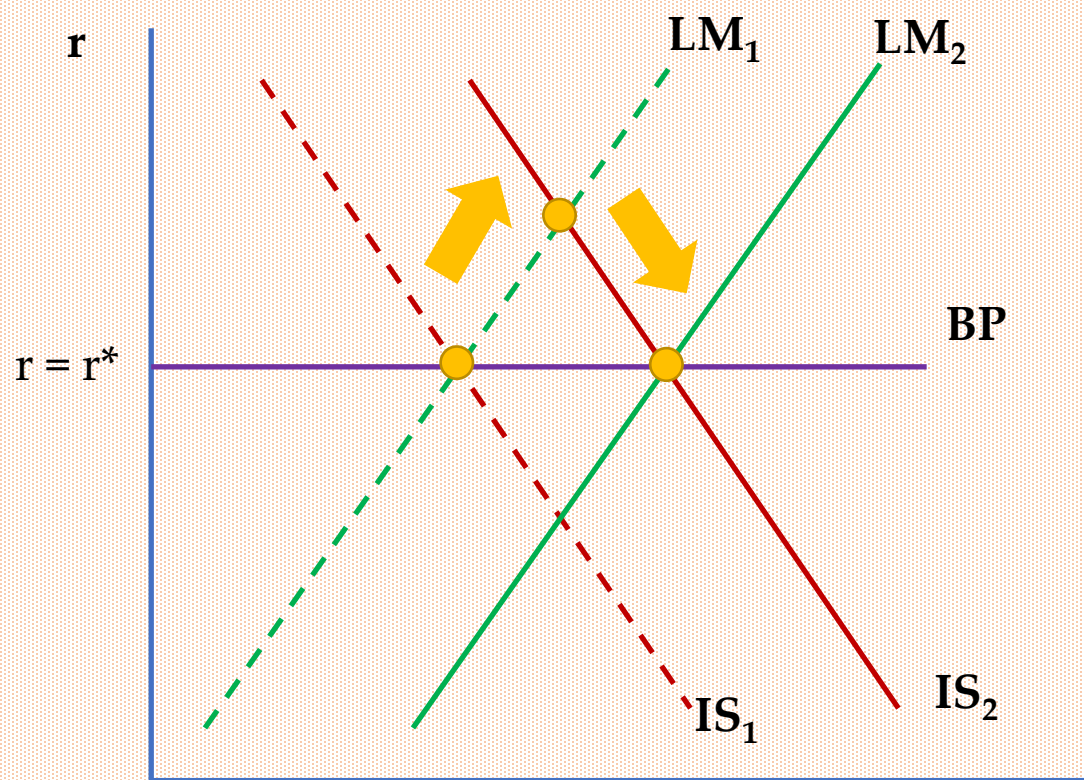
- BP:

$$r = r^*$$



Chính sách tài khóa

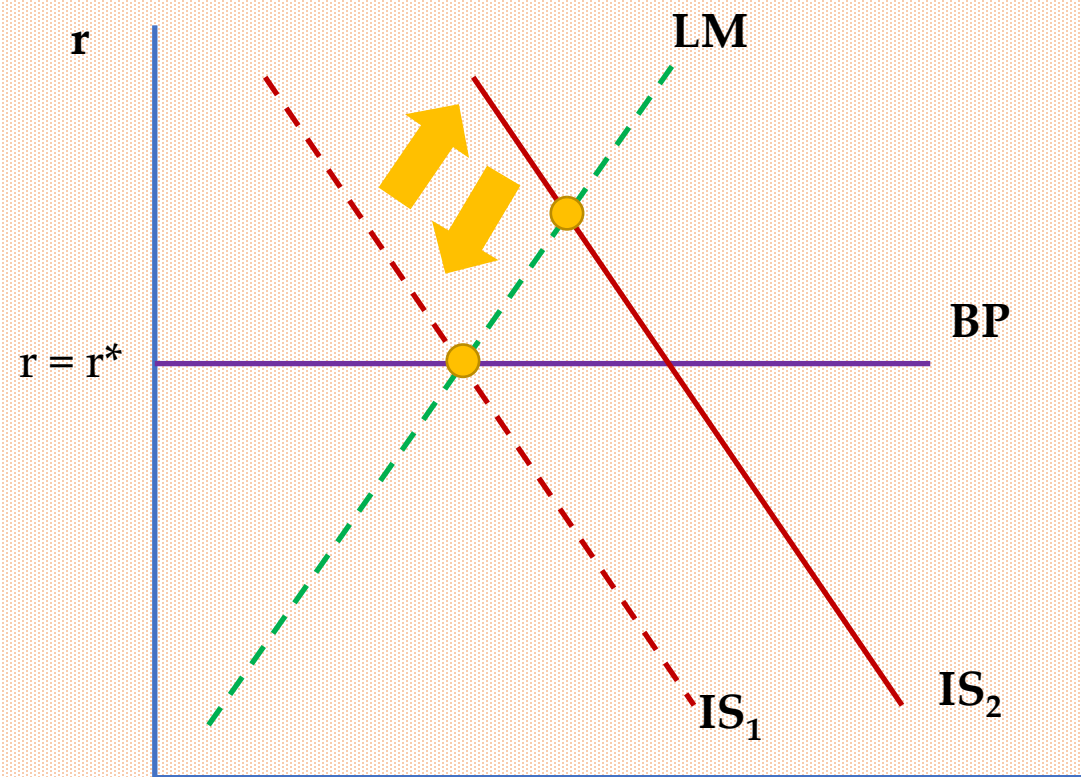
Tỷ giá cố định



$\uparrow G \Rightarrow IS \rightarrow \Rightarrow r \uparrow > r^* (+Y \uparrow) \Rightarrow CF \uparrow \Rightarrow e \downarrow < \bar{e} \quad Y$

Để giữ tỷ giá cố định $\Rightarrow \uparrow M \Rightarrow \downarrow r = r^* \Rightarrow LM \rightarrow \Rightarrow Y \uparrow$

Tỷ giá thả nổi

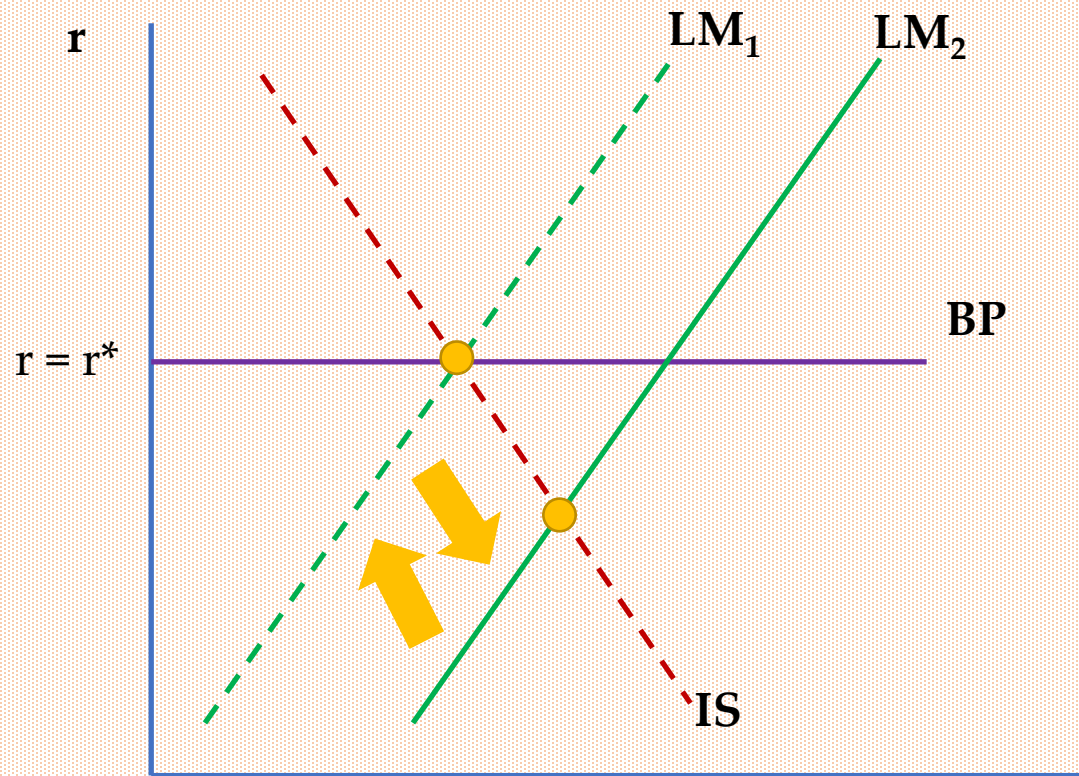


$\uparrow G \Rightarrow IS \rightarrow \Rightarrow r \uparrow > r^* (+Y \uparrow) \Rightarrow CF \uparrow \Rightarrow e \downarrow \quad Y$

$\Rightarrow NX \downarrow \Rightarrow IS \leftarrow = +Y \downarrow$

Chính sách tiền tệ

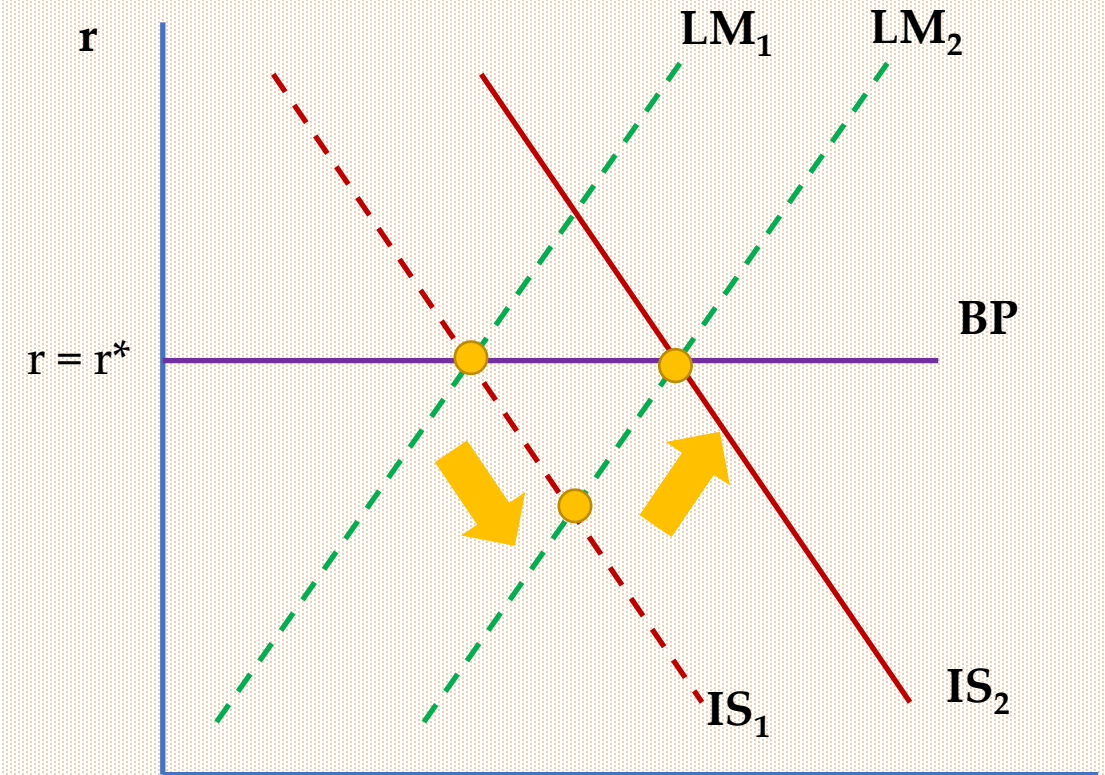
Tỷ giá cố định



$\uparrow M \Rightarrow LM \rightarrow r \downarrow < r^* (+Y \uparrow) \Rightarrow CF \downarrow \Rightarrow e \uparrow > \bar{e}$

Để giữ tỷ giá cố định $\Rightarrow \downarrow M \Rightarrow LM \leftarrow = Y \downarrow$

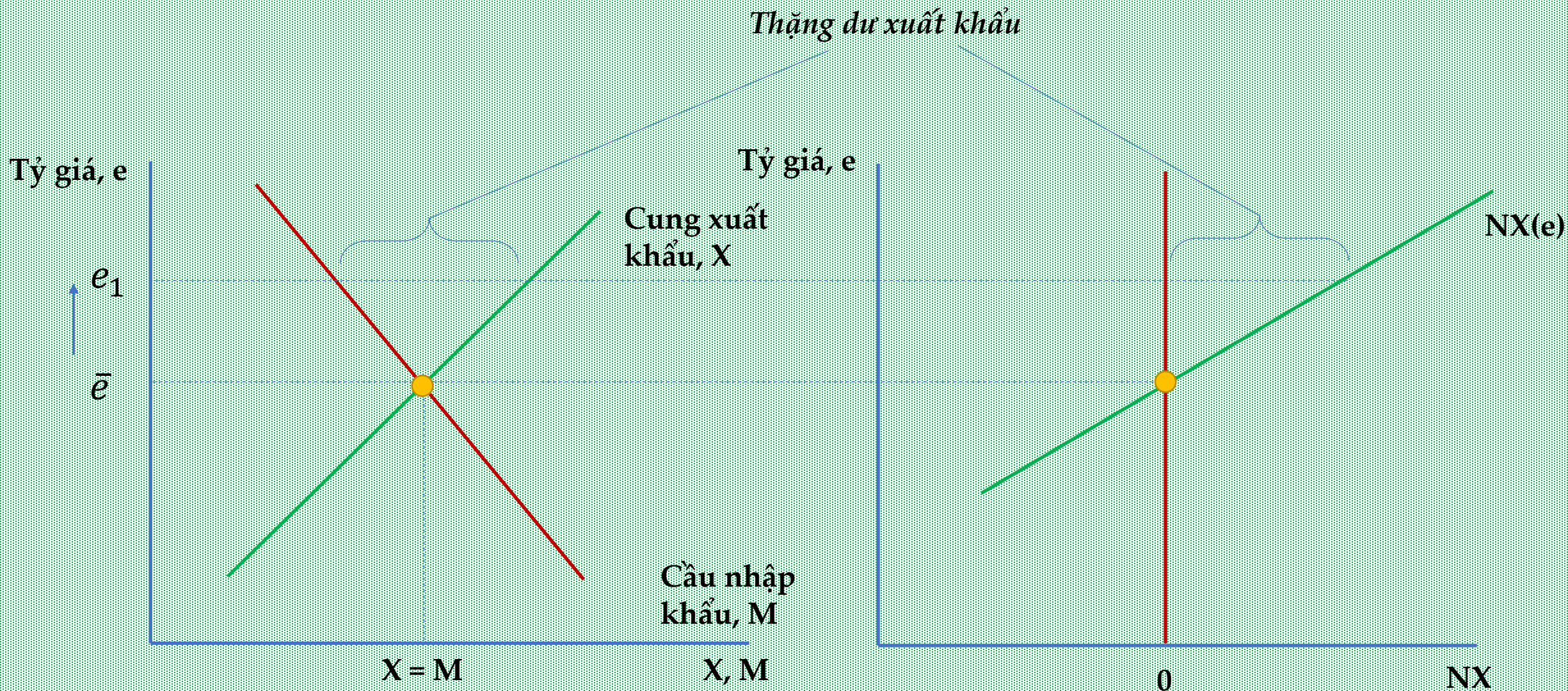
Tỷ giá thả nổi



$\uparrow M \Rightarrow LM \rightarrow r \downarrow < r^* (+Y \uparrow) \Rightarrow CF \downarrow \Rightarrow e \uparrow > \bar{e}$

$\Rightarrow NX \uparrow \Rightarrow IS \rightarrow = Y \uparrow$

Tỷ giá và cán cân thương mại



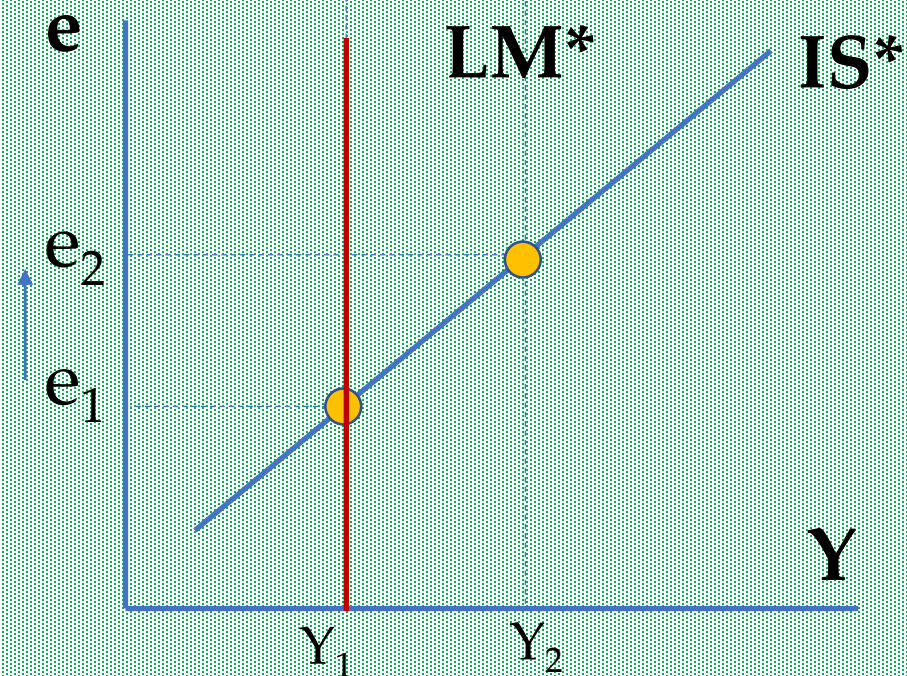
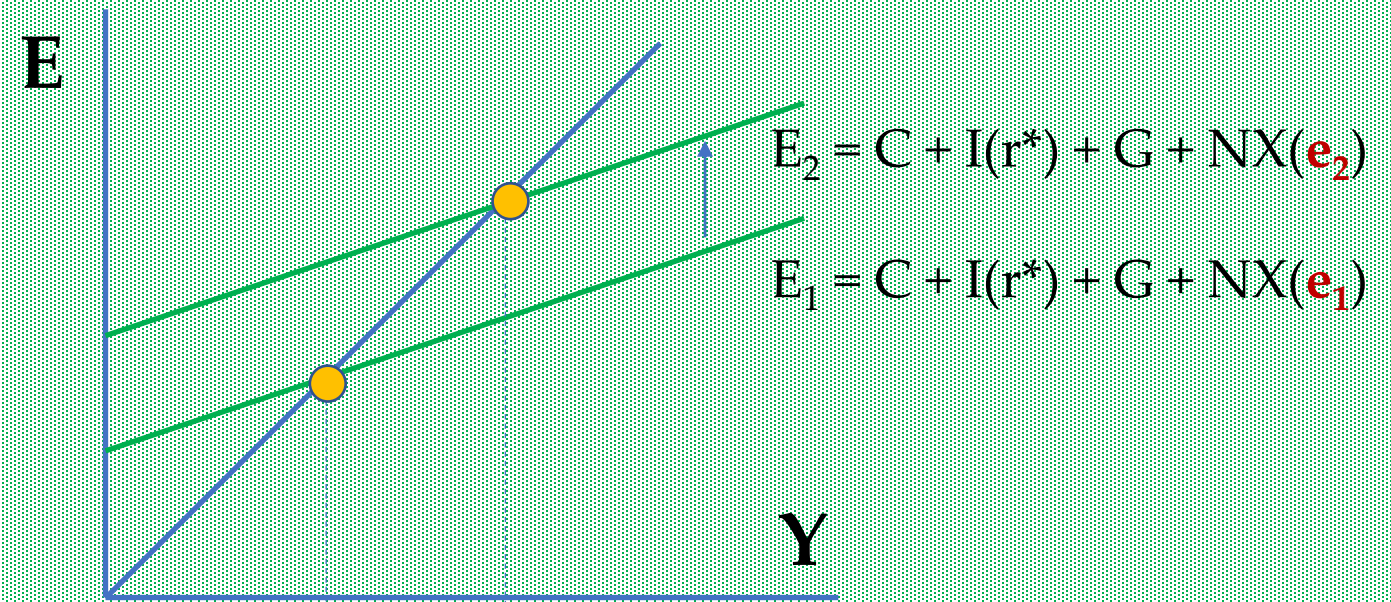
Mô hình IS*-LM*

- Đường IS*:

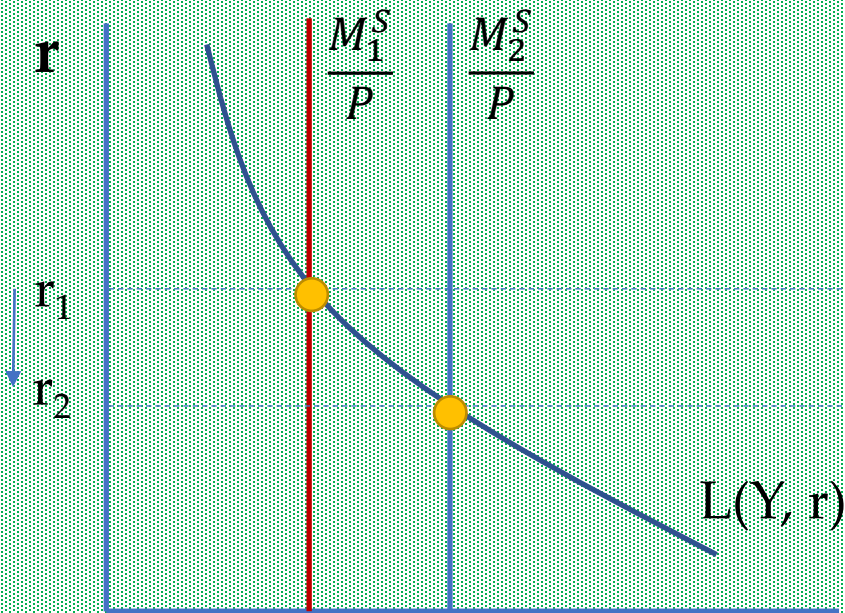
$$Y = C(Y - T) + I(r^*) + G + NX(e)$$

- Đường LM*:

$$\frac{M}{P} = L(Y, r^*)$$



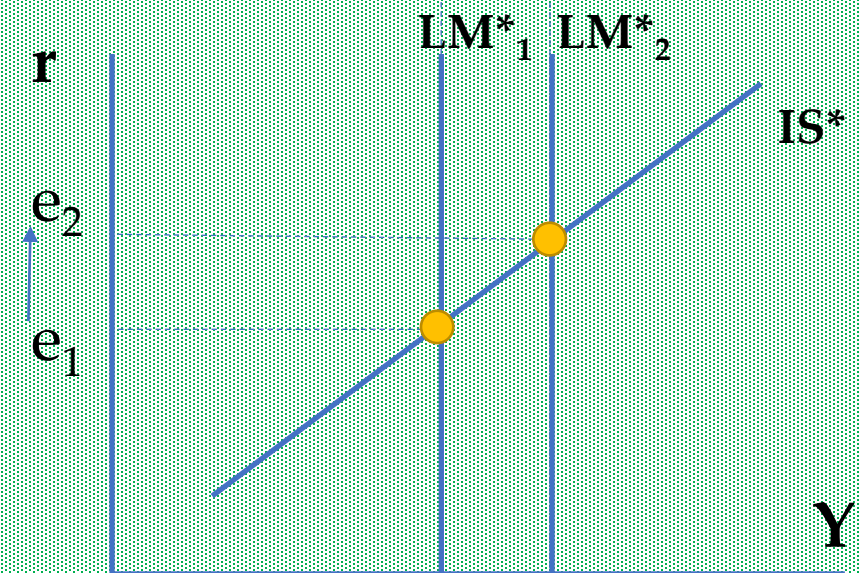
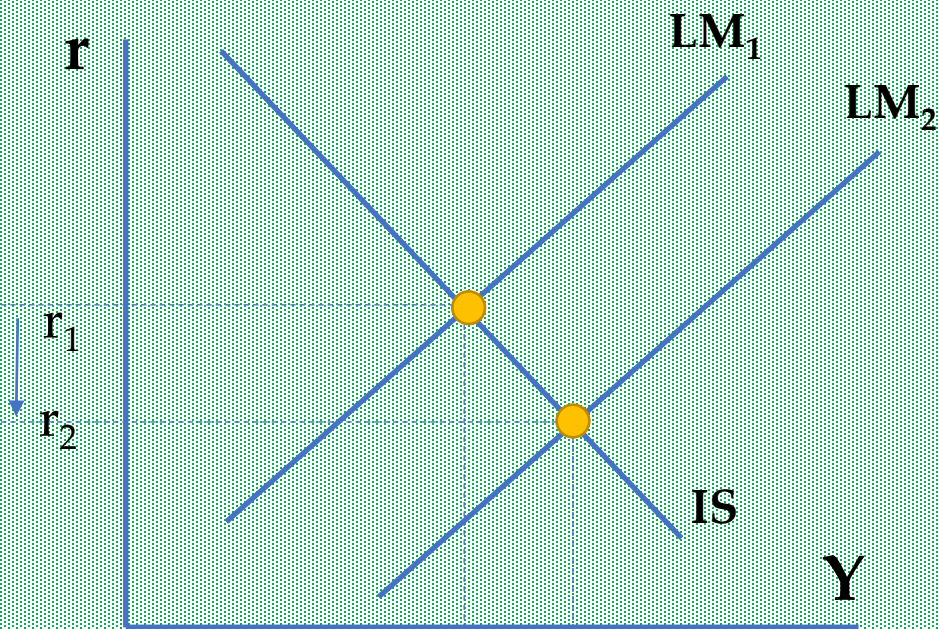
Chính sách tiền tệ



- Tỷ giá thả nổi

$$\uparrow M \Rightarrow \downarrow r \Rightarrow e \uparrow \Rightarrow NX \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

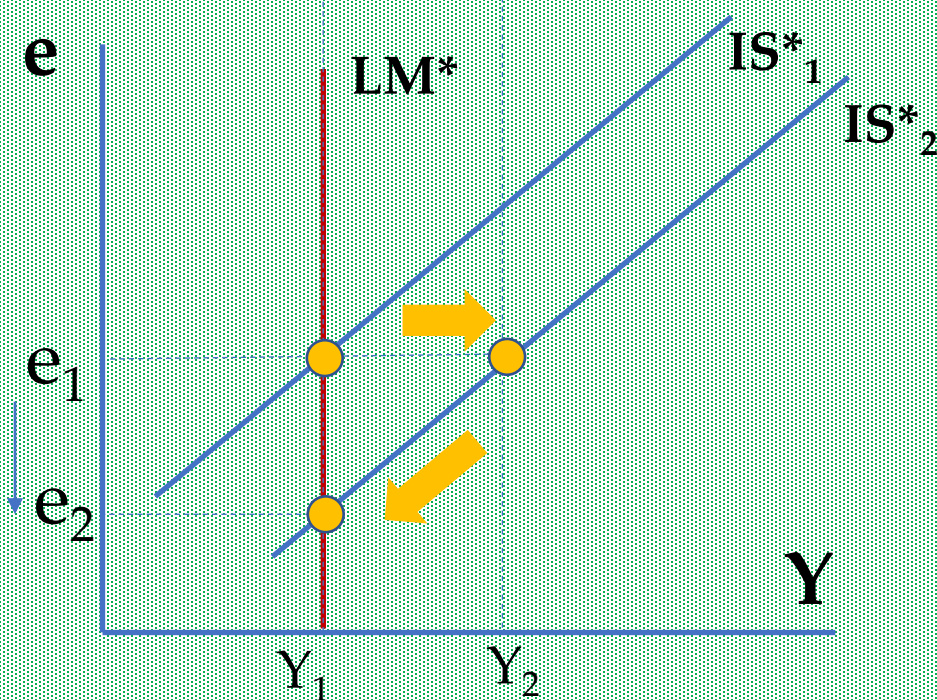
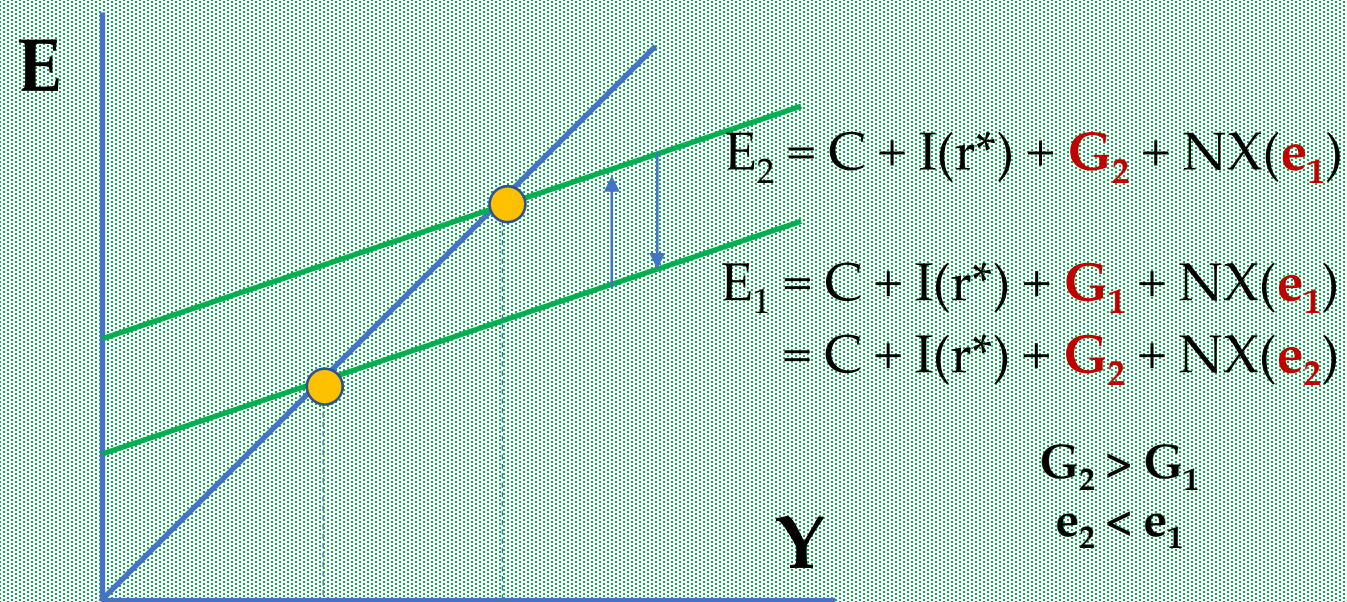
Thử giải thích nếu tỷ giá cố định thì thế nào?



Lấn át hoàn toàn (100% crowding out)

$$\begin{aligned} \uparrow G &\Rightarrow \uparrow E \Rightarrow \uparrow Y \Rightarrow L \uparrow \Rightarrow r \uparrow > r^* \\ &\Rightarrow CF \uparrow \Rightarrow e \downarrow \Rightarrow NX \downarrow \Rightarrow Y \downarrow \end{aligned}$$

Dưới chế độ tỷ giá thả nổi,
mở rộng tài khóa không giúp
kích thích tăng Y do hiệu ứng
lấn át hoàn toàn

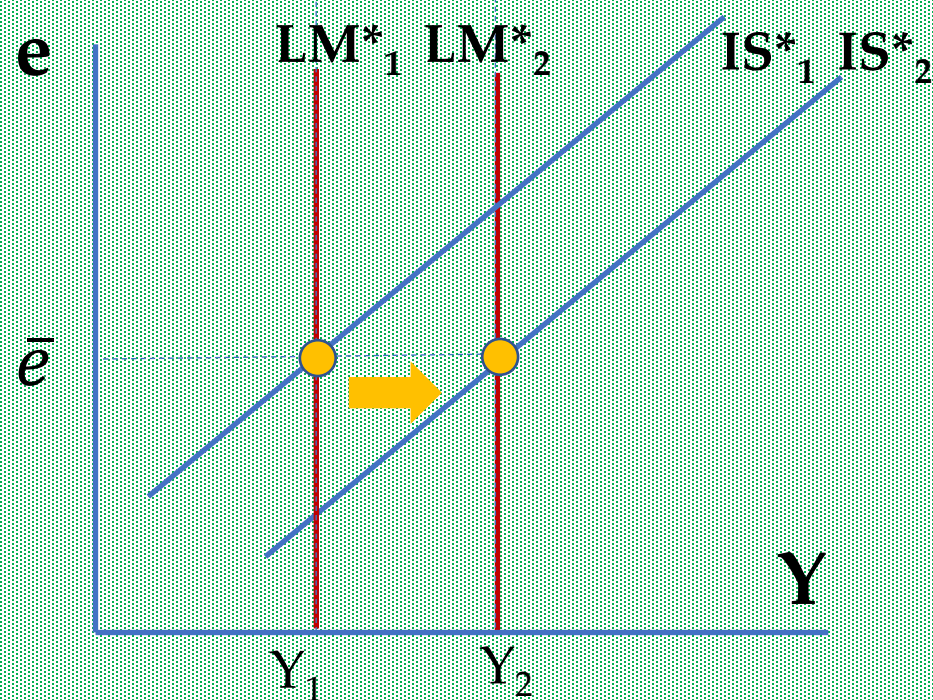
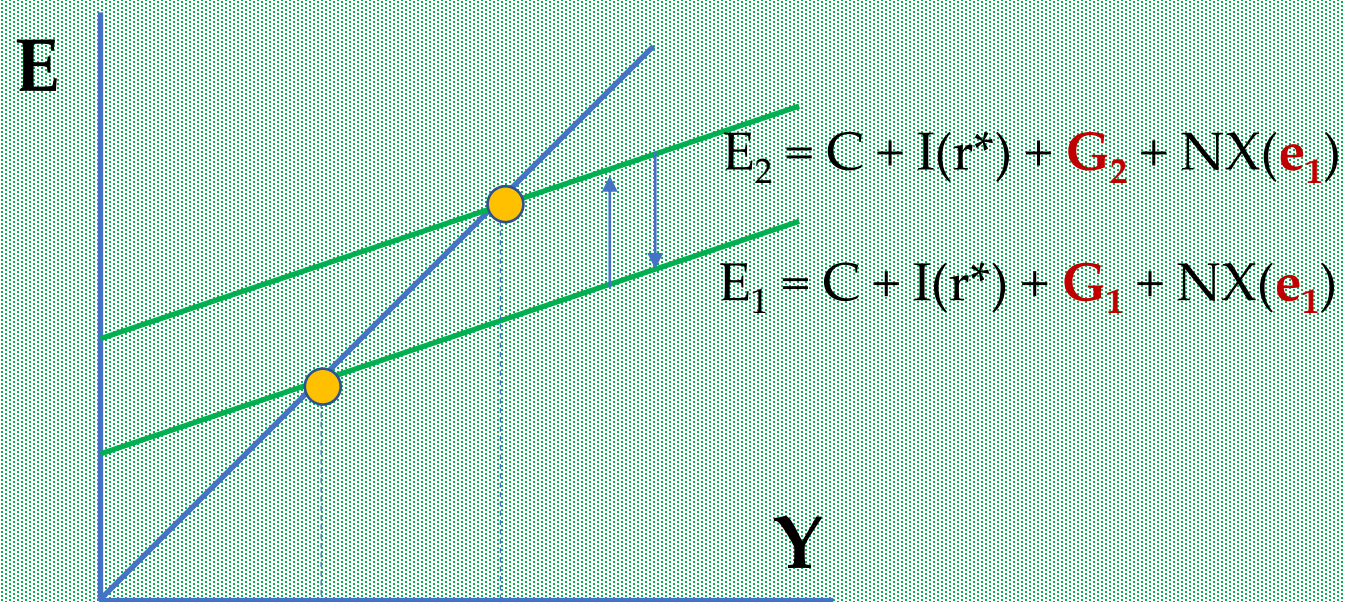


Chính sách tài khóa dưới chế độ tỷ giá cố định

$$\bullet \uparrow G \Rightarrow \uparrow E \Rightarrow \uparrow Y \Rightarrow IS^* \rightarrow \Rightarrow e \downarrow < \bar{e}$$

Để duy trì tỷ giá cố định thì NHTW sẽ phải giảm lãi suất bằng cách tăng cung tiền M^S

$$\uparrow M \Rightarrow r \downarrow \Rightarrow CF \downarrow \Rightarrow e \uparrow \Rightarrow \bar{e}$$

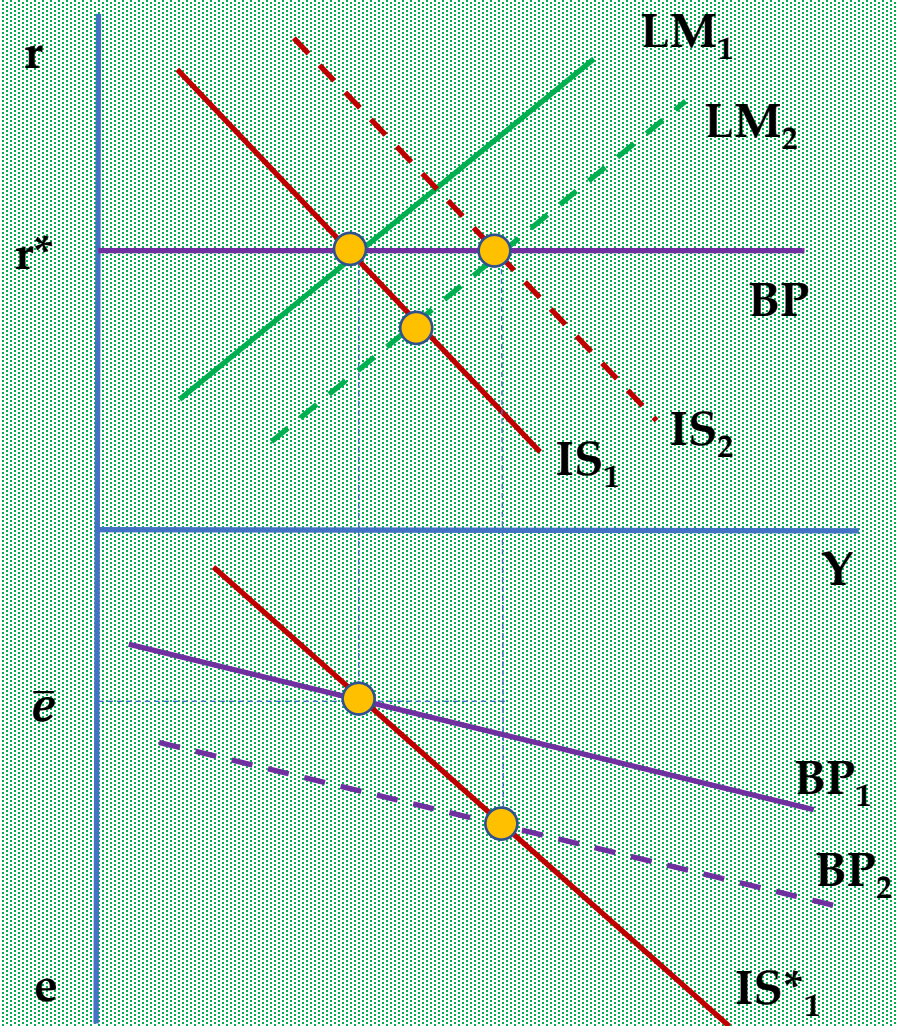


Chính sách vô hiệu hóa (Sterilization policy)

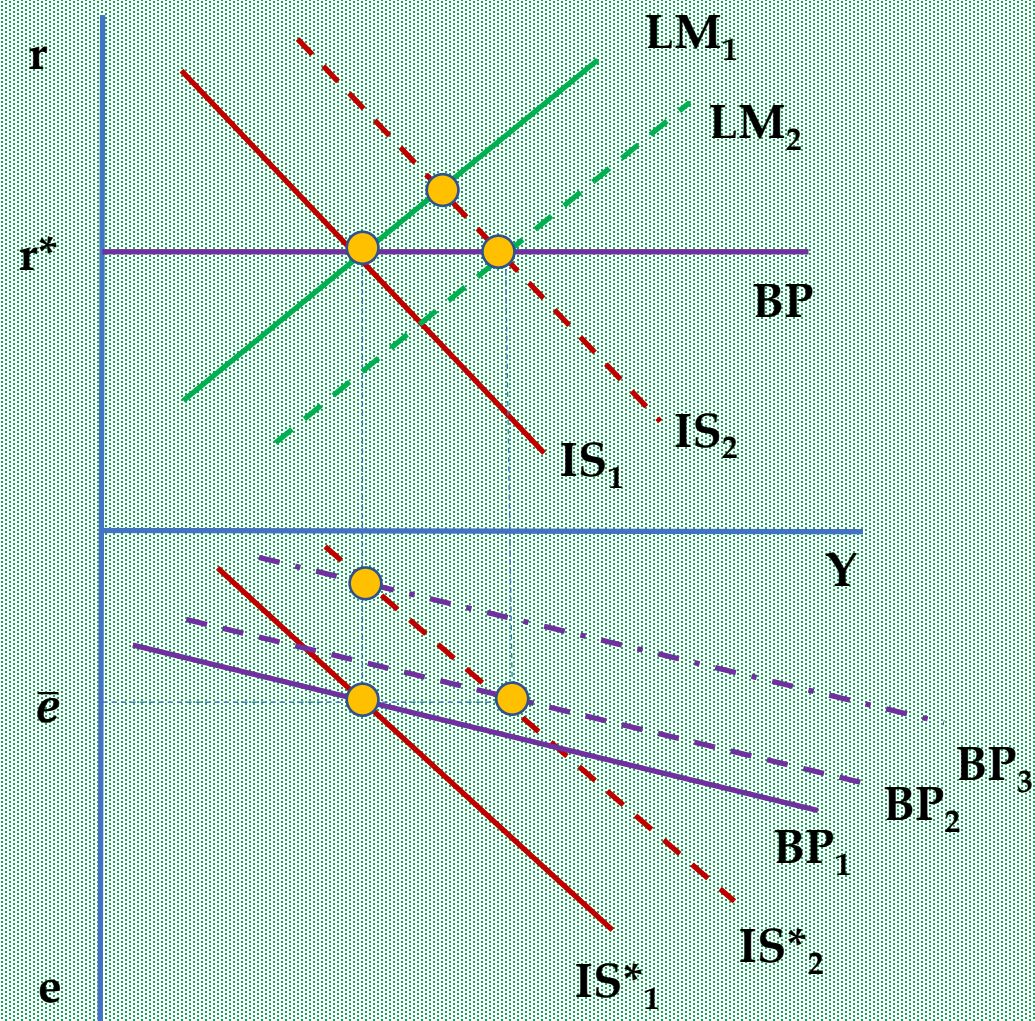
- NHTW có thể can thiệp bằng một số công cụ chính sách để trung hòa lượng cung tiền đã bơm ra nền kinh tế
- Các công cụ trung hòa:
 - Bán ra trái phiếu chính phủ trên thị trường mở (OMO)
 - Tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc
 - Tăng lãi suất
 - Kiểm soát tăng trưởng tín dụng
- Các công cụ bổ sung
 - Nới lỏng 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

Dòng vốn và chính sách vô hiệu hóa

Chính sách tiền tệ



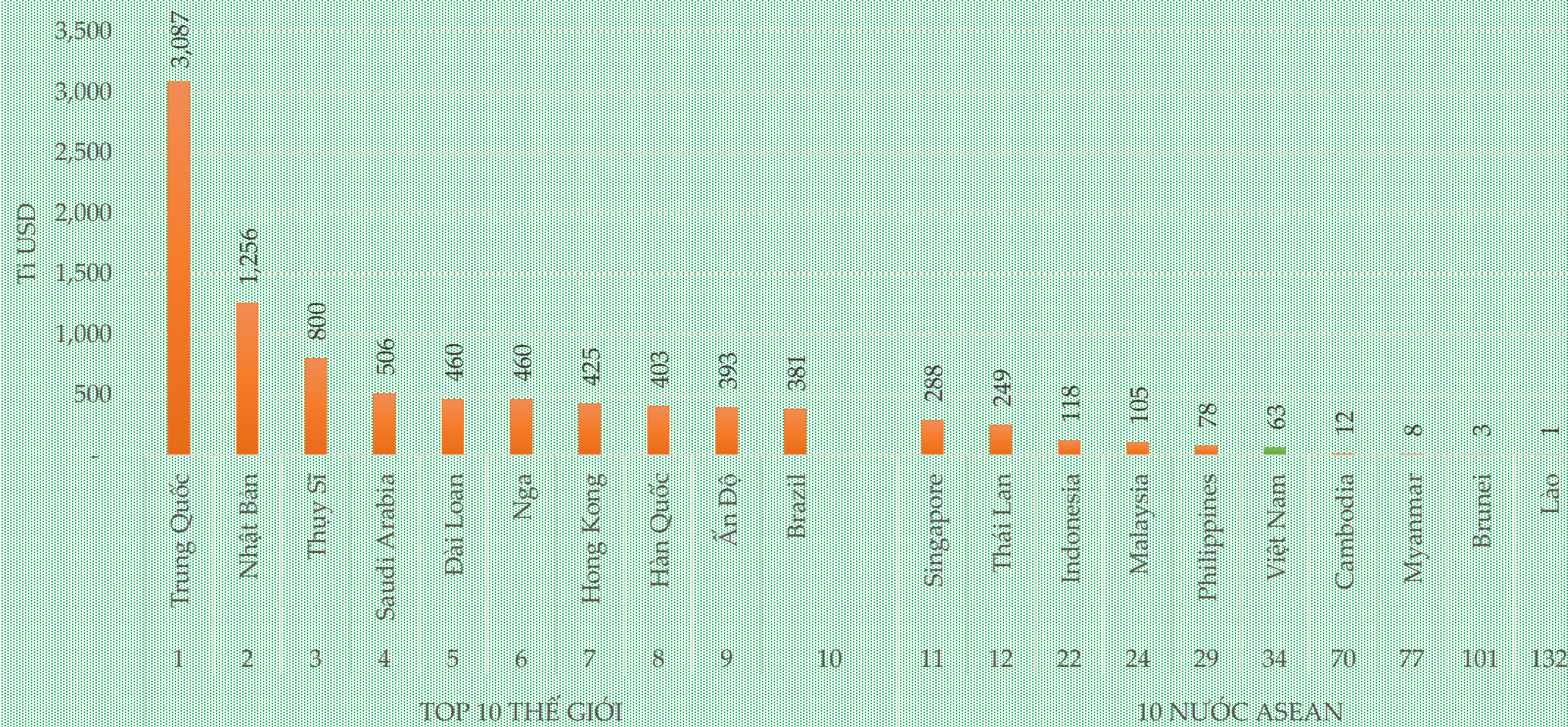
Chính sách tài khóa



Vai trò của dự trữ ngoại tệ

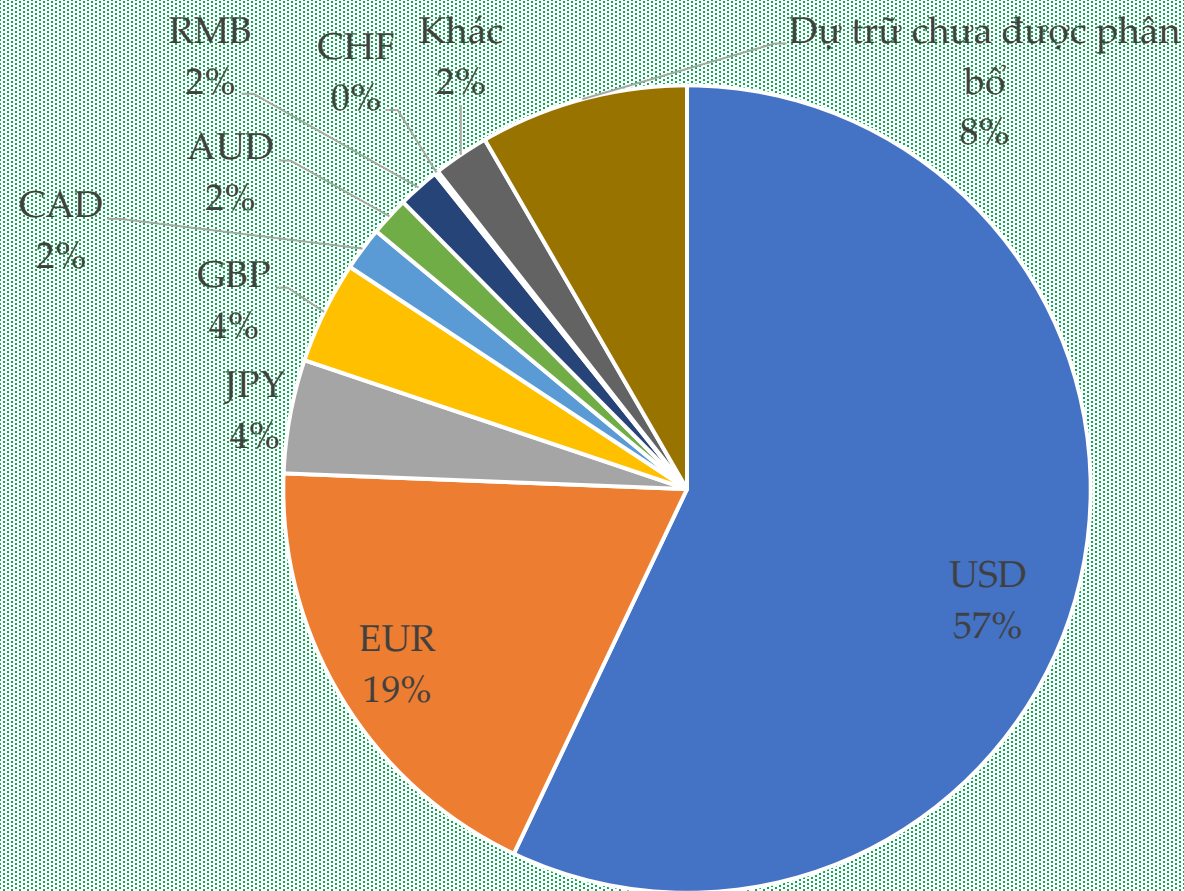
- Tổng dự trữ ngoại tệ mà các nước đang nắm giữ đã tăng từ mức 6% GDP của thế giới năm 1999 lên gần 15% GDP thế giới năm 2009, chủ yếu tập trung vào các nước châu Á và các nước xuất khẩu dầu.
- Dự trữ quốc tế có thể giúp các quốc gia tự bảo vệ mình trước các nguy cơ khủng hoảng tiền tệ do sự tháo chạy của dòng vốn.
- Tuy nhiên, mức tích lũy ngoại tệ của một số quốc gia đã vượt xa các giới hạn dự trữ cần thiết, làm mất cân bằng dòng chảy vốn quốc tế và cán cân thương mại của các nước.
- Trừ khi mức dự trữ ngoại tệ vẫn chưa đủ theo quan điểm tự vệ, việc tích lũy dự trữ ngoại tệ để bình ổn tỷ giá thường là tốn kém mà không phải bao giờ cũng hiệu quả.
- Theo truyền thống, việc tích lũy ngoại tệ nhằm để trang trải nhu cầu nhập khẩu của quốc gia. Sau khủng hoảng 1997, sự quan tâm tập trung vào việc ứng phó với các khoản nợ ngắn hạn.
- Có 2 nguyên nhân làm gia tăng dự trữ ngoại tệ của các nước:
 - Hệ quả trực tiếp của chiến lược tăng trưởng dựa vào xuất khẩu và việc duy trì giá trị thực thấp của đồng nội tệ. Dự trữ cũng được tích lũy như là hệ quả của nỗ lực giảm nhẹ sự biến động tỷ giá ngắn hạn.
 - Phương tiện tự bảo vệ chống lại nguy cơ khủng hoảng tiền tệ hay còn gọi là khủng hoảng cán cân thanh toán của các nước, bao gồm cả việc đối phó với cú dừng đột ngột, hay chỉ là giảm nhẹ tác động của sự tháo ra tạm thời của dòng vốn.

Quy mô dự trữ của các nước 2018



Source: IMF database

Cơ cấu đồng tiền dự trữ (Q2/2018)



Điều gì đã xảy ra ở Việt Nam?

