

FETP/MPP8/Macroeconomics/Riedel

Bộ ba bất khả thi chính sách, Can thiệp được vô hiệu hóa và Bảo vệ tỷ giá

Giới thiệu

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 khai thác đồng tiền.

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.

Giới thiệu -tt

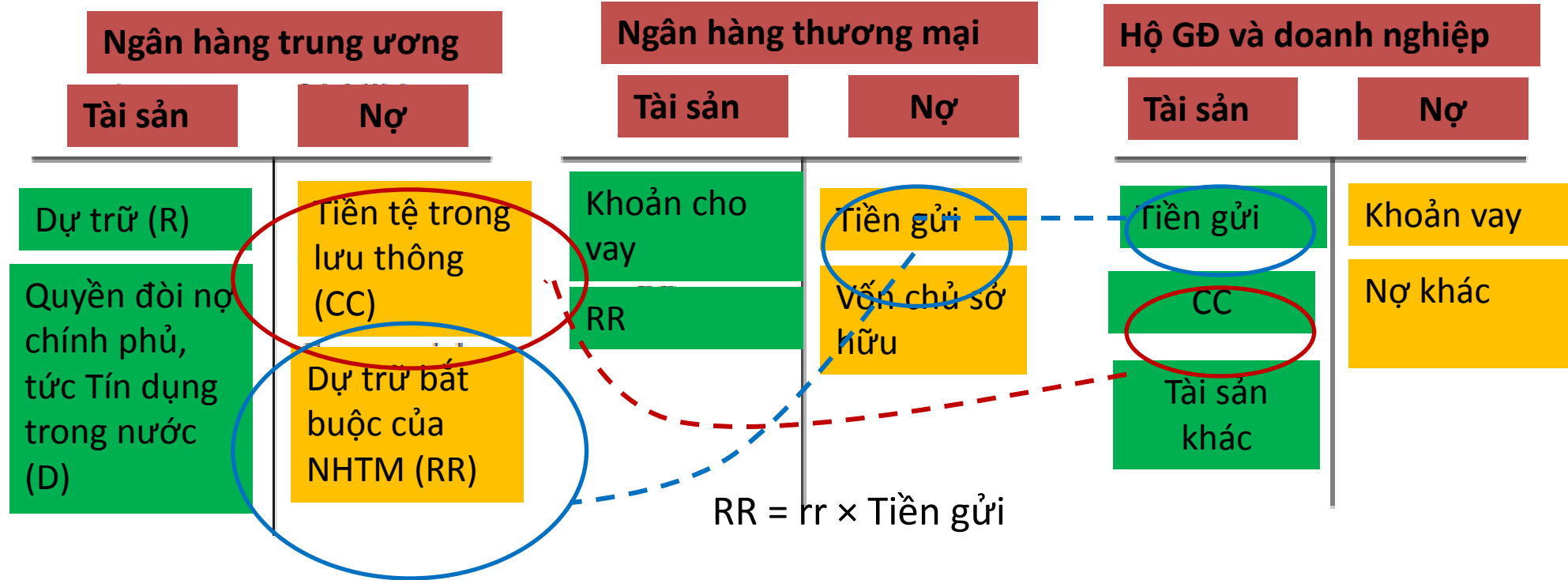
Trung Quốc thực thi can thiệp được vô hiệu hóa trong khoảng một thập niên, từ 2001 đến khoảng 2010, trong giai đoạn này Trung Quốc đã tích lũy được hàng ngàn tỷ USD tài sản dự trữ ngoại hối chính thức.

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.

Một số điểm cơ bản: Quá trình cung tiền



$$MS = CC + \text{Tiền gửi} = CC + RR/rr = h(CC+RR) = h(R+D) = h(B)$$

(rr) Tỷ lệ dự trữ bắt buộc là phân số của tiền gửi mà ngân hàng thương mại bị yêu cầu phải nắm giữ như là dự trữ đặt tại ngân hàng trung ương: $rr = RR/\text{Tiền gửi}$

(h) Số nhân tiền (h) là tỷ lệ của cung tiền (v.d.M2) chia cho tài sản (= nợ) của ngân hàng trung ương, còn được gọi là “tiền dự trữ” hay “tiền cơ sở”: $h = M^S/B$

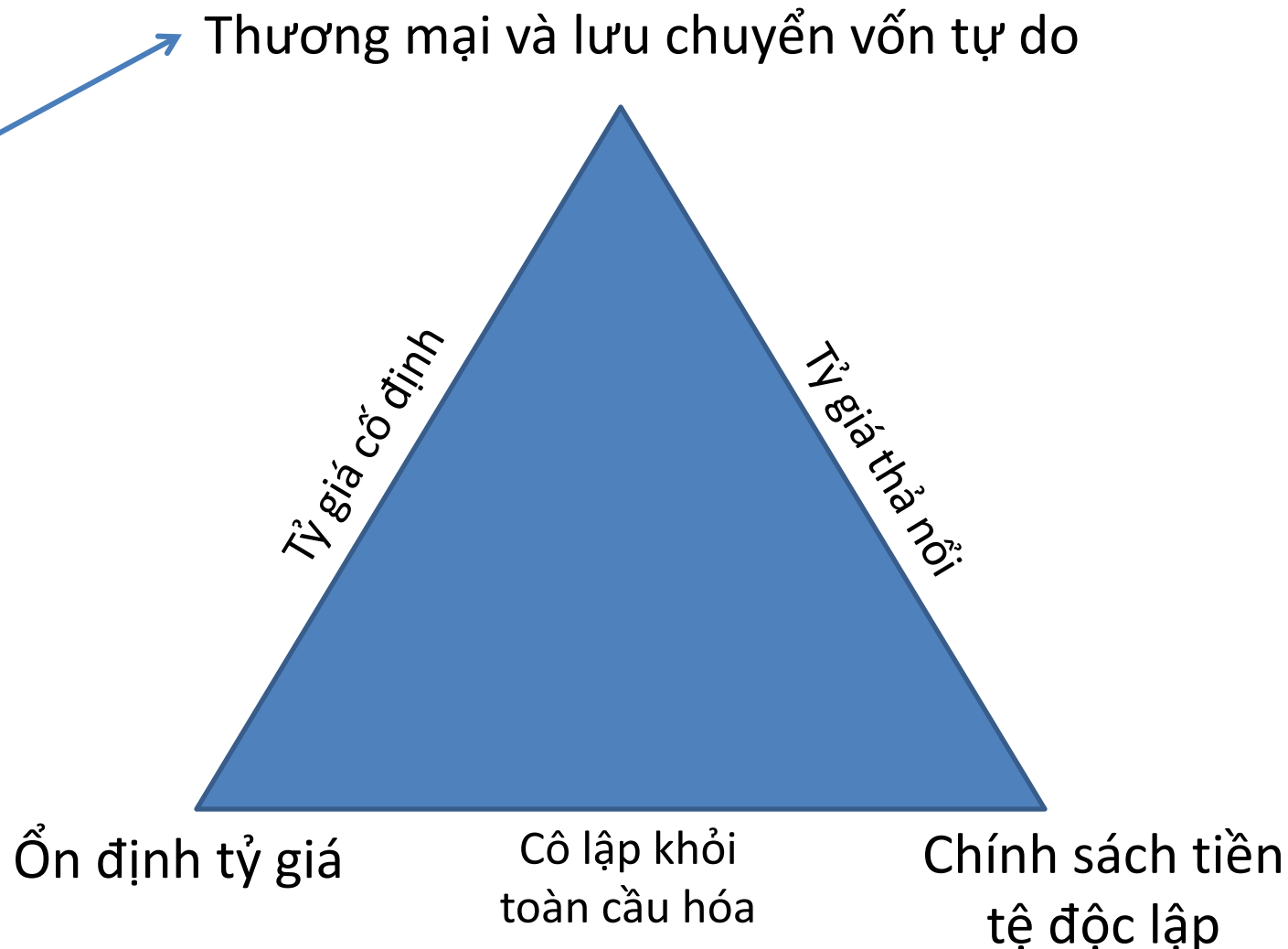
Ngân hàng trung ương thay đổi cung tiền bằng cách thay đổi B (mua và bán tài sản trong nước và nước ngoài) và/hoặc thay đổi h bằng cách thay đổi rr: $\Delta M^S = h \cdot \Delta B + b \cdot \Delta h$

Một số điểm cơ bản: Bộ ba Bất khả thi Chính sách

Đây là nội dung chuẩn mực của Bộ ba Bất khả thi Chính sách, nhưng với một phiên bản đơn giản...

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

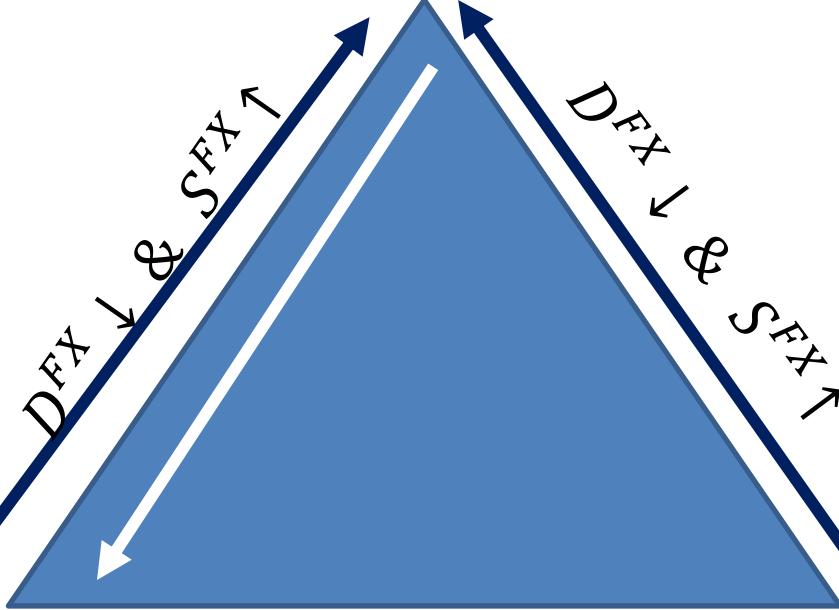
1. Cố định tỷ giá và từ bỏ chính sách tiền tệ độc lập
2. Thả nổi tỷ giá và duy trì chính sách tiền tệ theo những mục tiêu chính sách trong nước



Can thiệp vào thị trường ngoại hối và vô hiệu hóa

Dư cầu ngoại hối
(đồng tiền được định giá quá cao)

$$D_{FX} > S_{FX}$$



Đồng tiền mất giá

Hay

NHTW
Bán tài sản nước ngoài

Cung tiền $\downarrow$
Lãi suất $\uparrow$
Mức giá $\downarrow$

NHTW
Mua tài sản trong nước

Cung tiền $\uparrow$
Lãi suất $\downarrow$
Mức giá $\uparrow$

Hai hoạt động của Ngân hàng Trung ương (bán tài sản nước ngoài và mua tài sản trong nước) triệt tiêu lẫn nhau và không có điều chỉnh về tiền tệ xảy ra ...

Bất cân bằng trên thị trường ngoại hối vẫn duy trì, đòi hỏi phải có thêm can thiệp ...

Cho đến khi quốc gia cạn kiệt trữ lượng dự trữ ngoại hối và khi đó...

Vô hiệu hóa can thiệp trên thị trường ngoại hối

Vô hiệu hóa là cách thoát khỏi Bộ ba Bất khả thi Chính sách

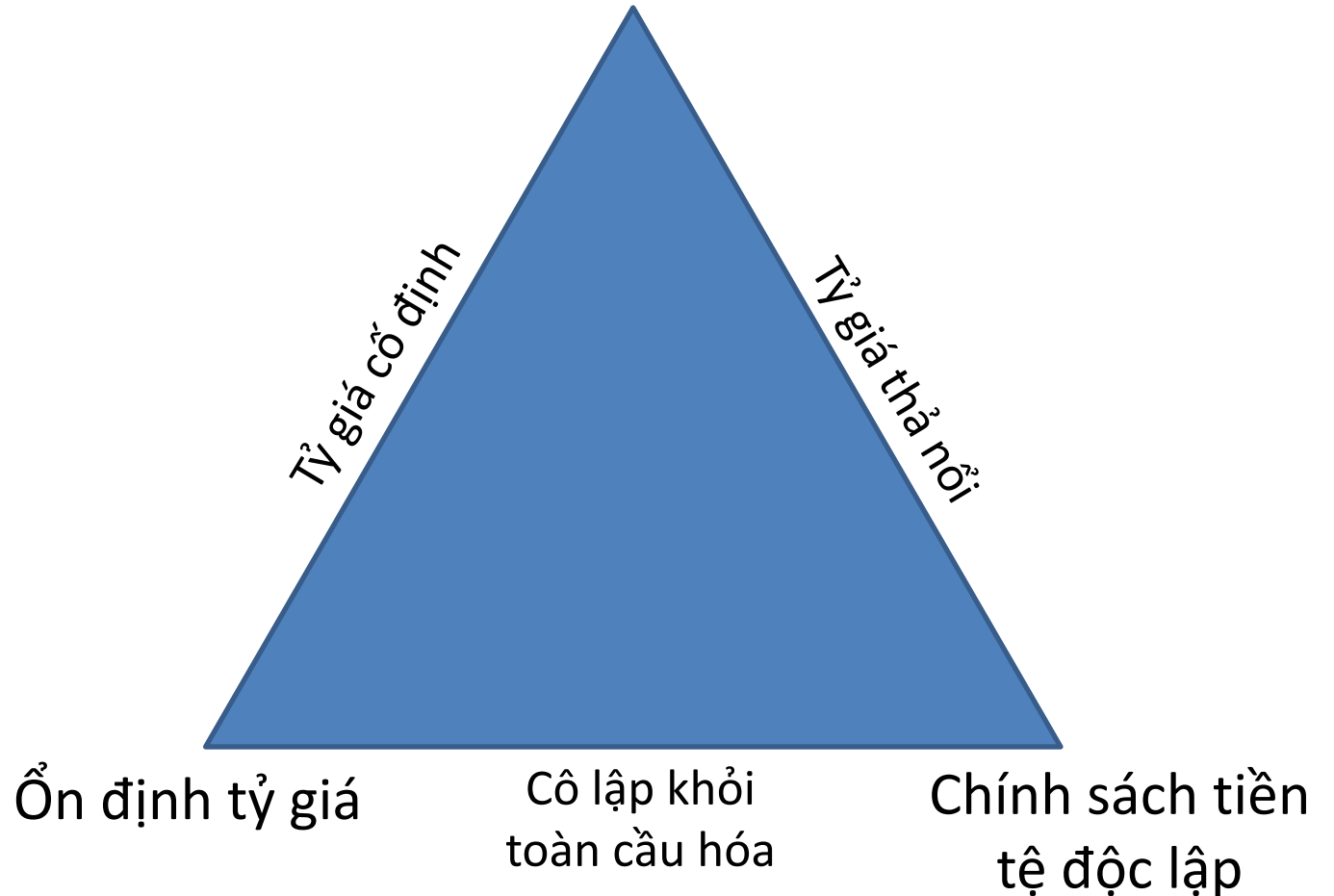
Vô hiệu hóa là một phương cách để thoát khỏi bộ ba bất khả thi chính sách, nếu chỉ là tạm thời.

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.

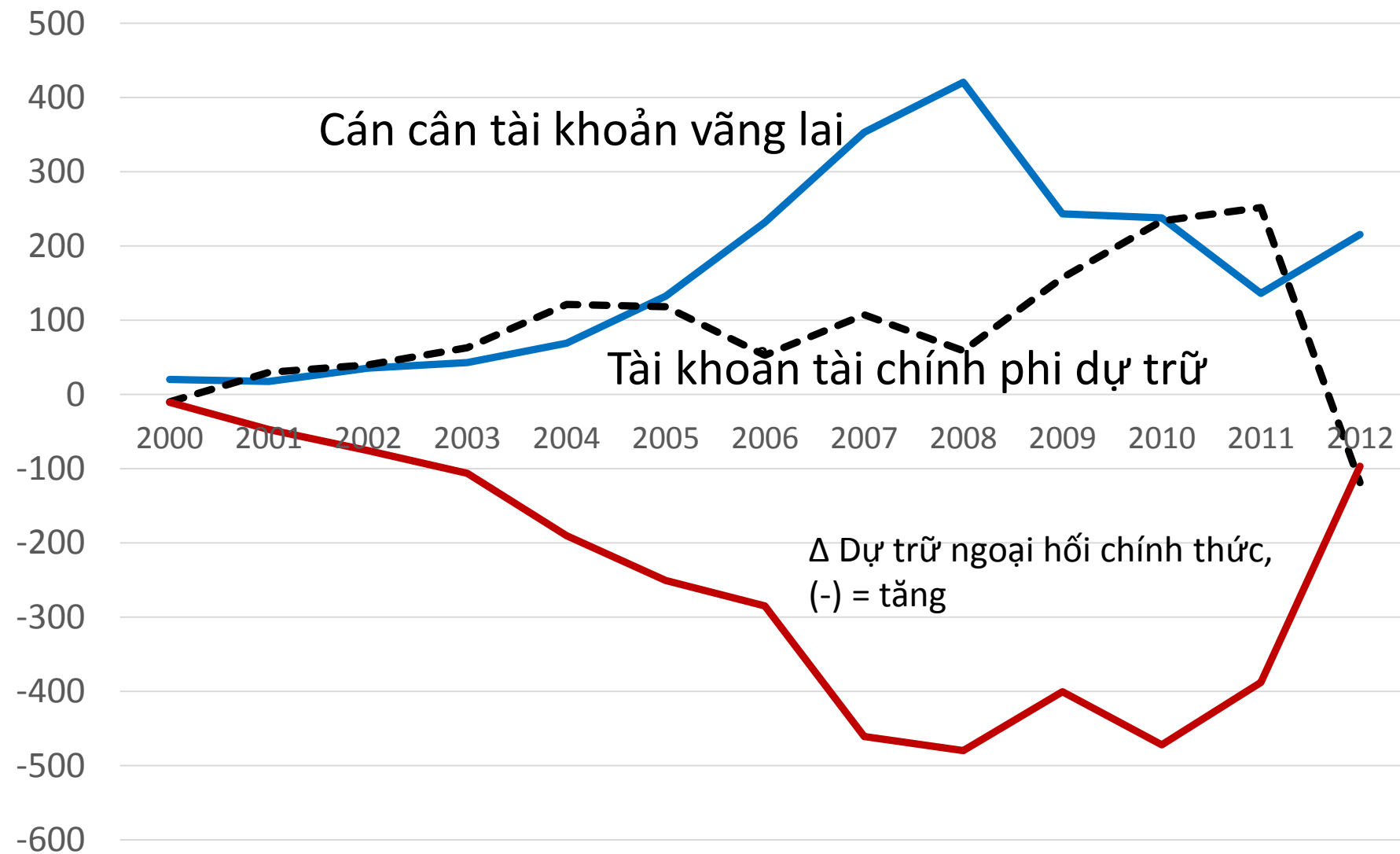
Nhưng, còn các nước có dư cung ngoại tệ thì sao (nghĩa là đồng tiền bị đánh giá quá thấp)?

Đó là trường hợp của Trung Quốc ...

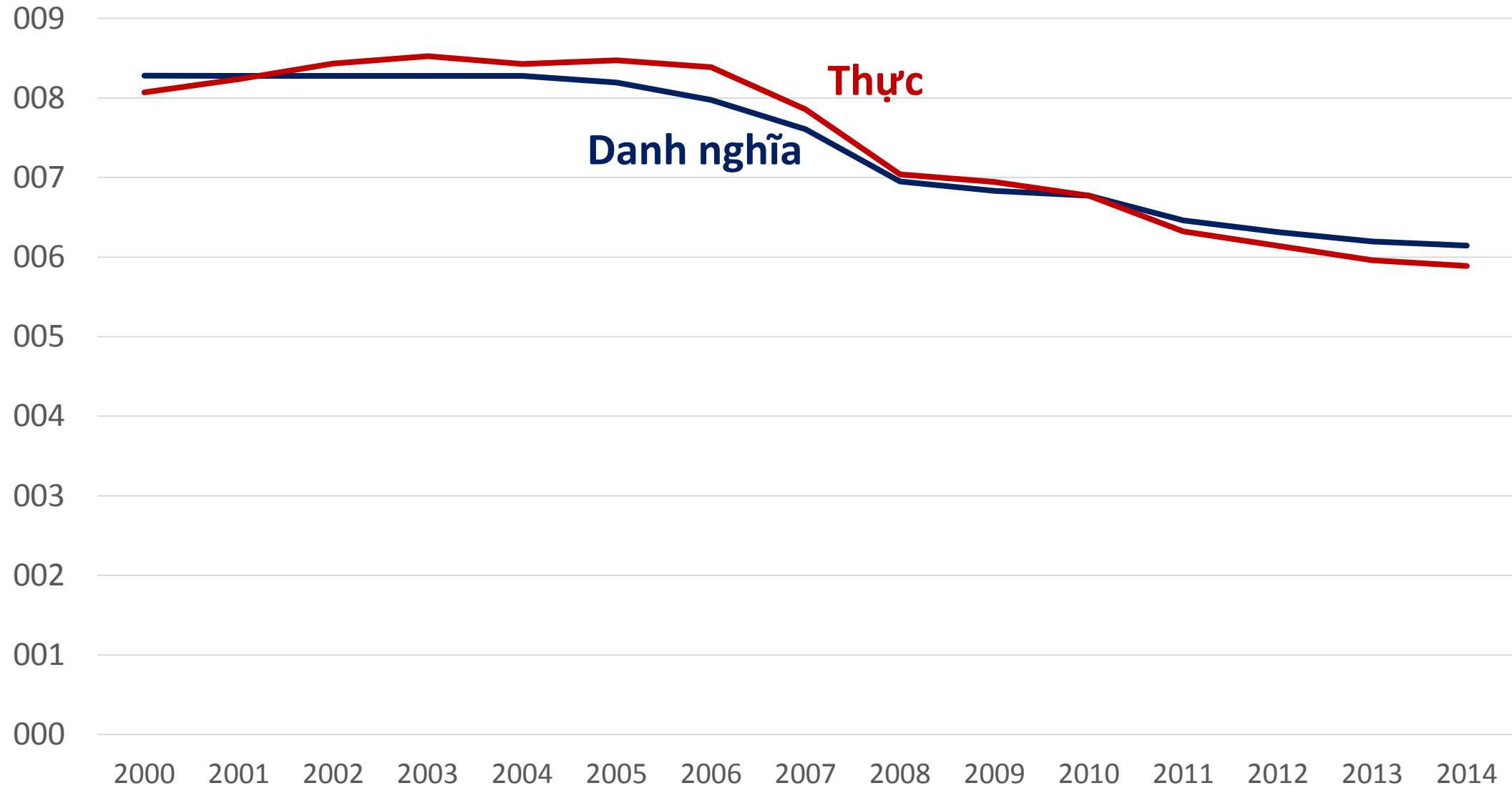
Thương mại và lưu chuyển vốn tự do



Cán cân thanh toán của Trung Quốc: 2000-2012 (tỷ USD)

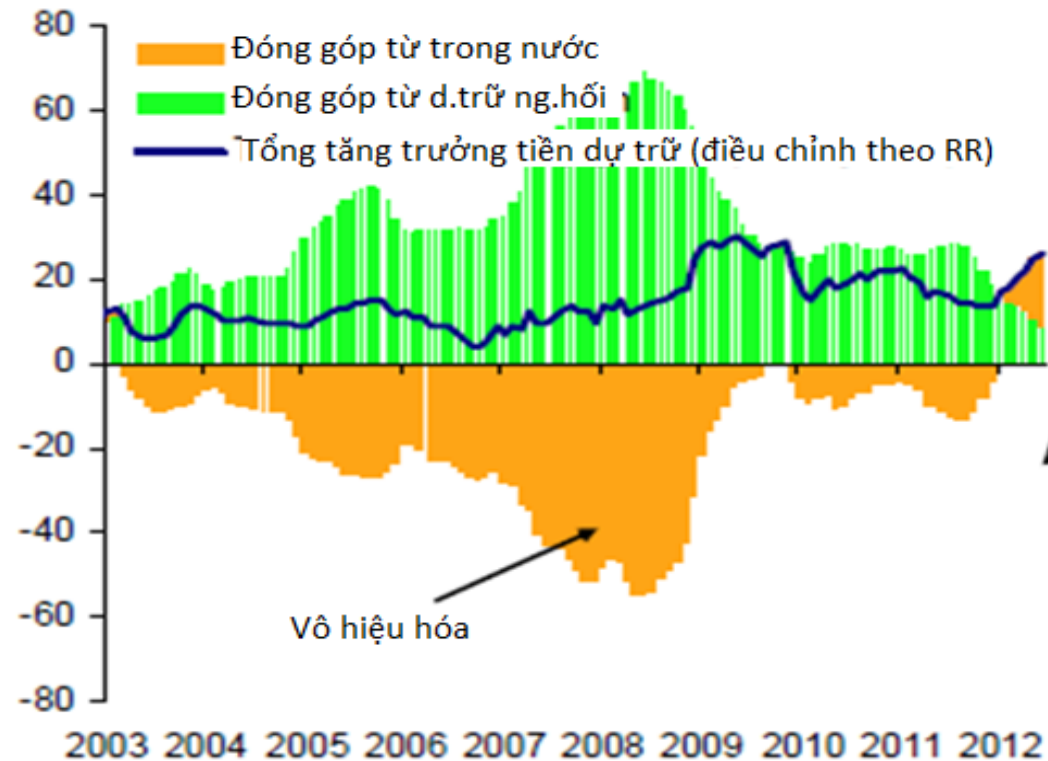


Tỷ giá RMB/USD danh nghĩa và thực



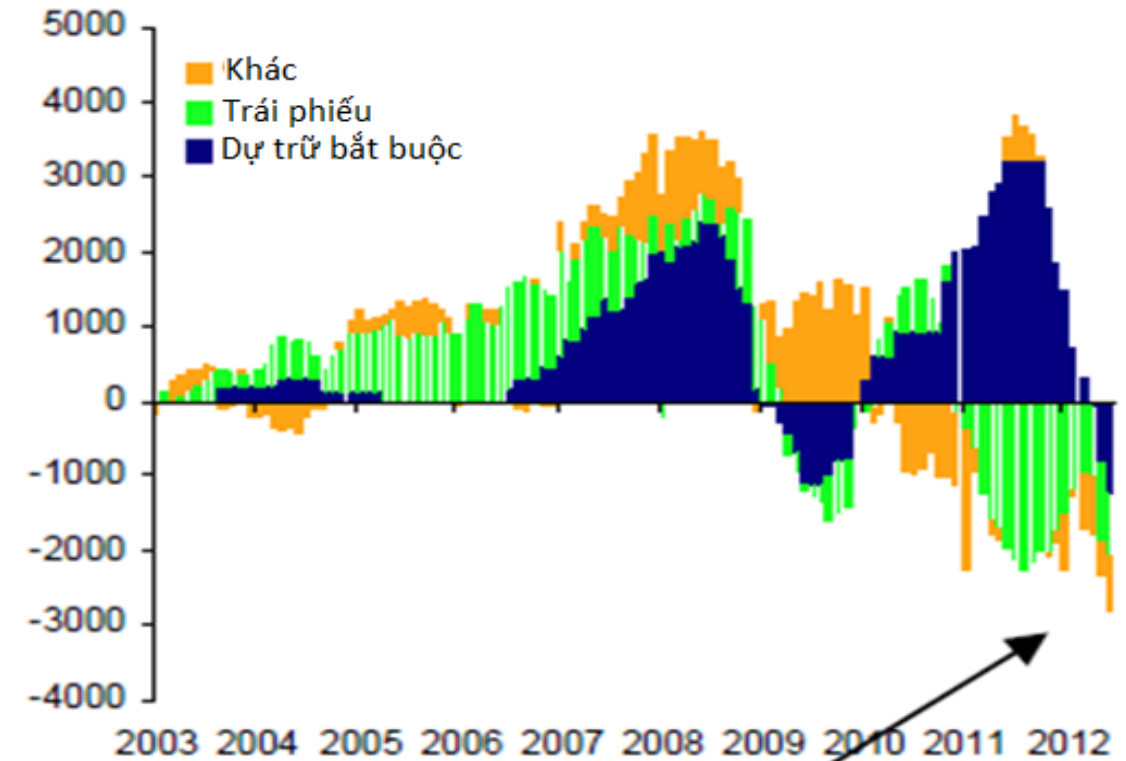
Từ 2003 đến 2009, Ngân hàng trung ương Trung Quốc PBC đã can thiệp mạnh mẽ vào thị trường ngoại hối, tích lũy hơn 2 ngàn tỷ USD dự trữ ngoại hối, nhưng đã tránh những hậu quả tiền tệ thông qua mua dự trữ bù trừ bằng cách đồng thời bán “trái phiếu vô hiệu hóa” và tăng dự trữ bắt buộc của ngân hàng.

Tốc độ tăng trưởng (%/năm, trung bình động 3 tháng)



Source: CEIC, UBS estimates

Vô hiệu hóa tích lũy 12 tháng (tỷ RMB)



Source: CEIC, UBS estimates

Ngân hàng trung ương Trung Quốc đã giảm quy mô vô hiệu hóa khi tích lũy ngoại hối yếu đi.

Câu hỏi

- Cơ sở nào cho chính sách can thiệp được vô hiệu hóa của Trung Quốc
- Chi phí và lợi ích của chính sách này là gì?

Những giả thiết đối lập

- Bảo vệ tỷ giá trọng thương (mercantilist) (Riedel, 2009)
- Ngoại tác tích cực ở khu vực hàng hóa ngoại thương (tradable) (Rodrik, 2008)
- Va chạm về tài chính làm giới hạn khả năng đi vay của doanh nghiệp ở khu vực hàng hóa ngoại thương (Song, et. al., 2011)

W. Max Corden, "Exchange Rate Protection," *Protection, Growth and Trade: Essays in International Economics*, Basil Blackwell, 1981

James Riedel, "Overvaluation, Exchange Rate Protection, and External Imbalance in China," mimeo, 2009

Yi Huang, "From World factory to World Creditor: The External Wealth of China and Excess Returns," 2011

Dani Rodrik, "The Real Exchange Rate and Economic Growth," *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall 2008.

Zhen Song, Kieth Storesletten and Fabrizio Zilibotti, "Growing Like China," *American Economic Review*, 101 (February 2011).

Bảo vệ tỷ giá: giả thiết

Bảo vệ tỷ giá hình thành khi một quốc gia bảo vệ khu vực hàng hóa ngoại thương (tradable) so với khu vực hàng hóa phi ngoại thương (non-tradable) bằng cách:

- Phá giá (devalue) tỷ giá,
- Cho phép đồng tiền được mất giá cao hơn là trường hợp mất giá tự nhiên không can thiệp,
- hoặc ngăn chặn đồng tiền tăng giá, điều sẽ xảy ra nếu không can thiệp (Corden, 1981,..)

Đây là mô hình được trình bày để giải thích và minh họa rằng yếu tố then chốt cho chính sách bảo vệ tỷ giá là **CAN THIỆP ĐƯỢC VÔ HIỆU HÓA** ...nếu không có can thiệp được vô hiệu hóa chính sách bảo vệ tỷ giá sẽ không có tác dụng!

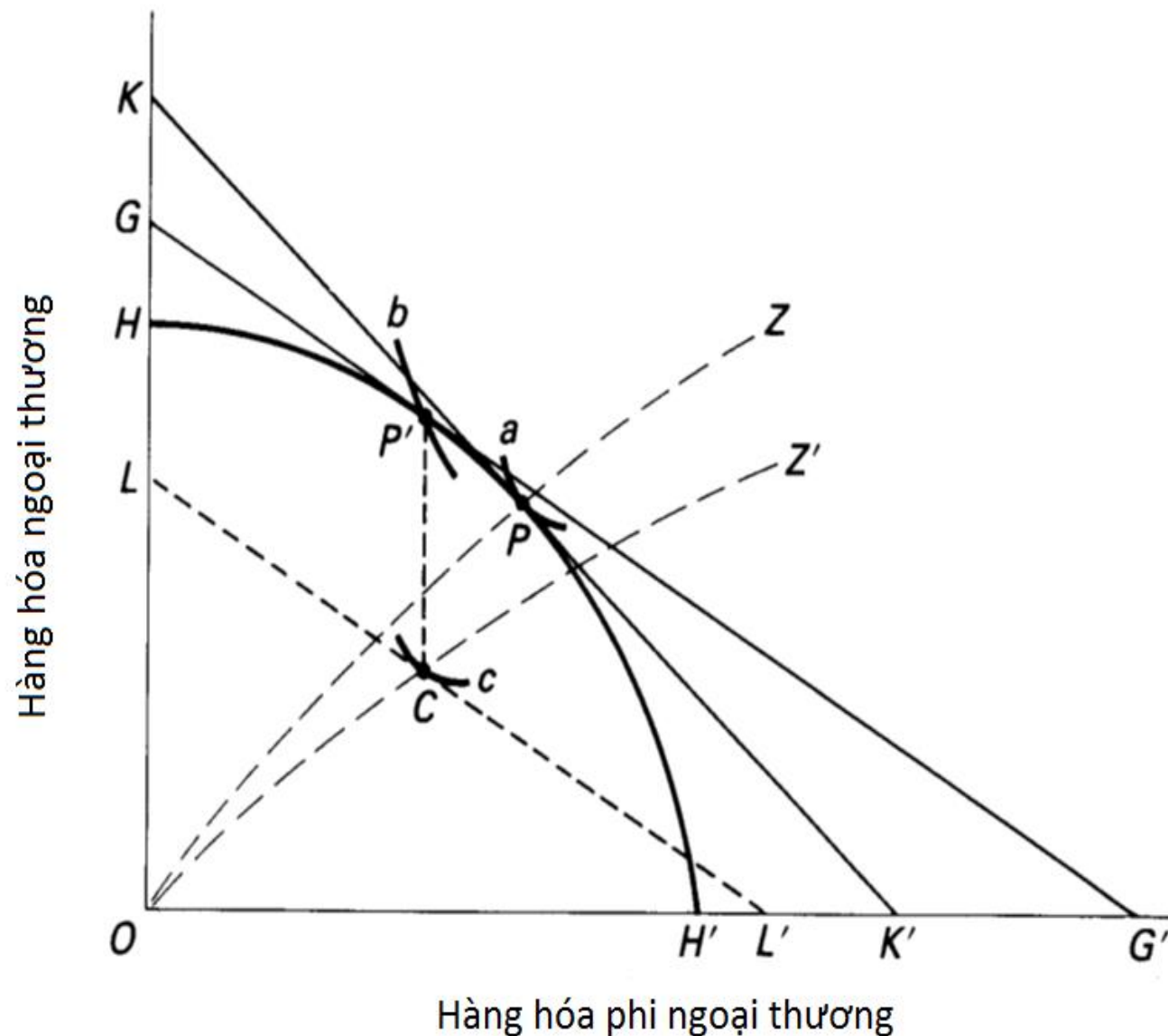
Bảo vệ tỷ giá

Mô hình

- HH' là đường giới hạn khả năng sản xuất
- P là điểm cân bằng tự nhiên, với phúc lợi của người tiêu dùng được thể hiện bằng đường đẳng dụng (a)
- Độ dốc của đường KK' và GG' là tỷ giá thực (e) tại P và P' tương ứng

$$e = P_N / E \cdot P_T$$

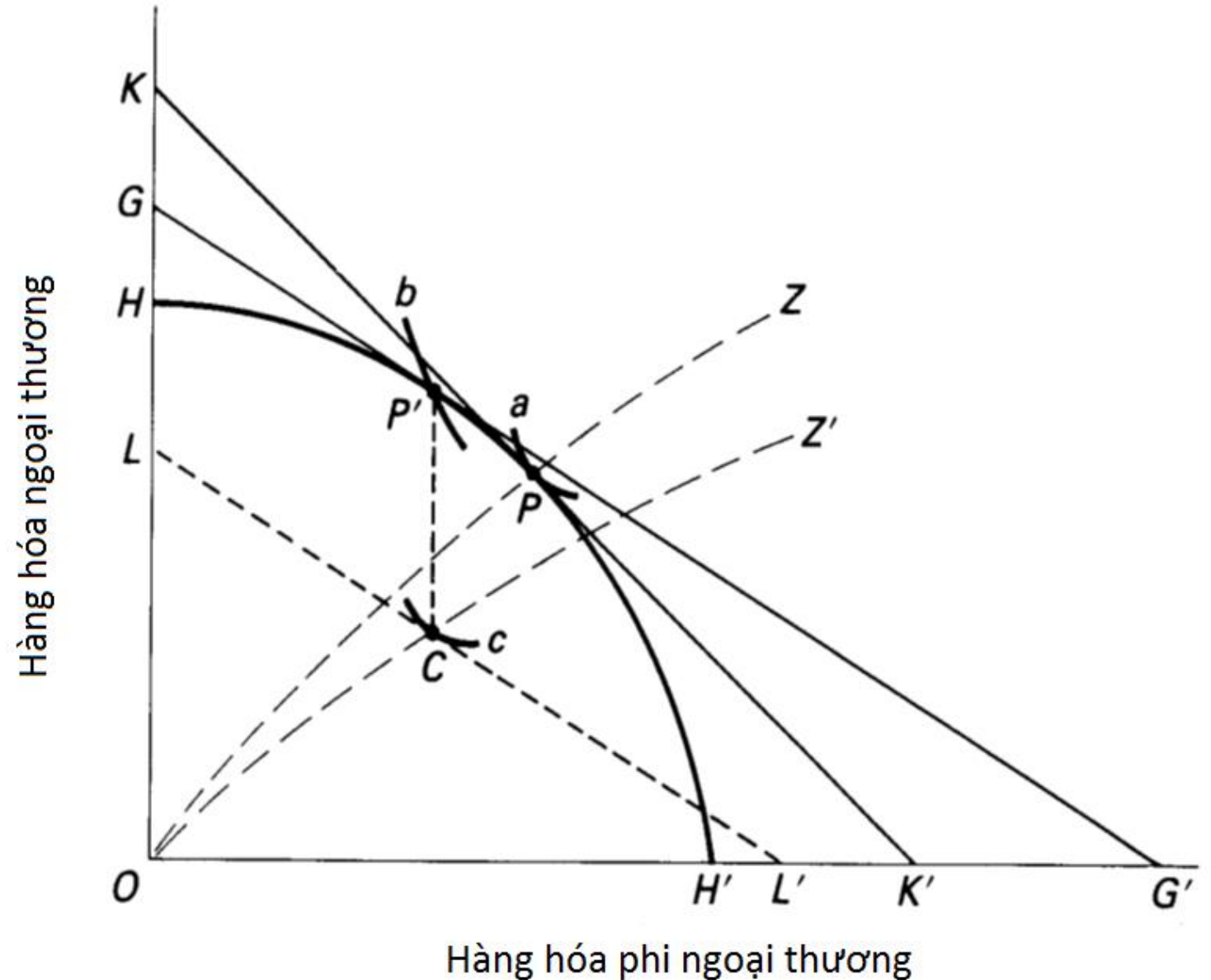
- E là tỷ giá danh nghĩa
- P' là sản lượng do chính sách lựa chọn
- Z và Z' là đường Engels cho hai tỷ giá thực



Bảo vệ tỷ giá

Các lựa chọn chính sách để đạt P'

1. Trợ cấp sản xuất cho hàng hóa ngoại thương cộng với thuế tiêu dùng đánh lên hàng hóa phi ngoại thương. Không phá giá E, với cả sản xuất và tiêu dùng tại P', với phúc lợi người tiêu dùng được thể hiện bằng đường đẳng dụng (b)
2. Phá giá danh nghĩa cộng giảm độ hấp thụ với đường LL', với sản xuất tại P' và tiêu dùng tại C và thặng dư thương mại $P'C = GL =$ thu nhập trừ chi tiêu, với phúc lợi người tiêu dùng hiện tại được thể hiện bằng đường đẳng dụng (c)

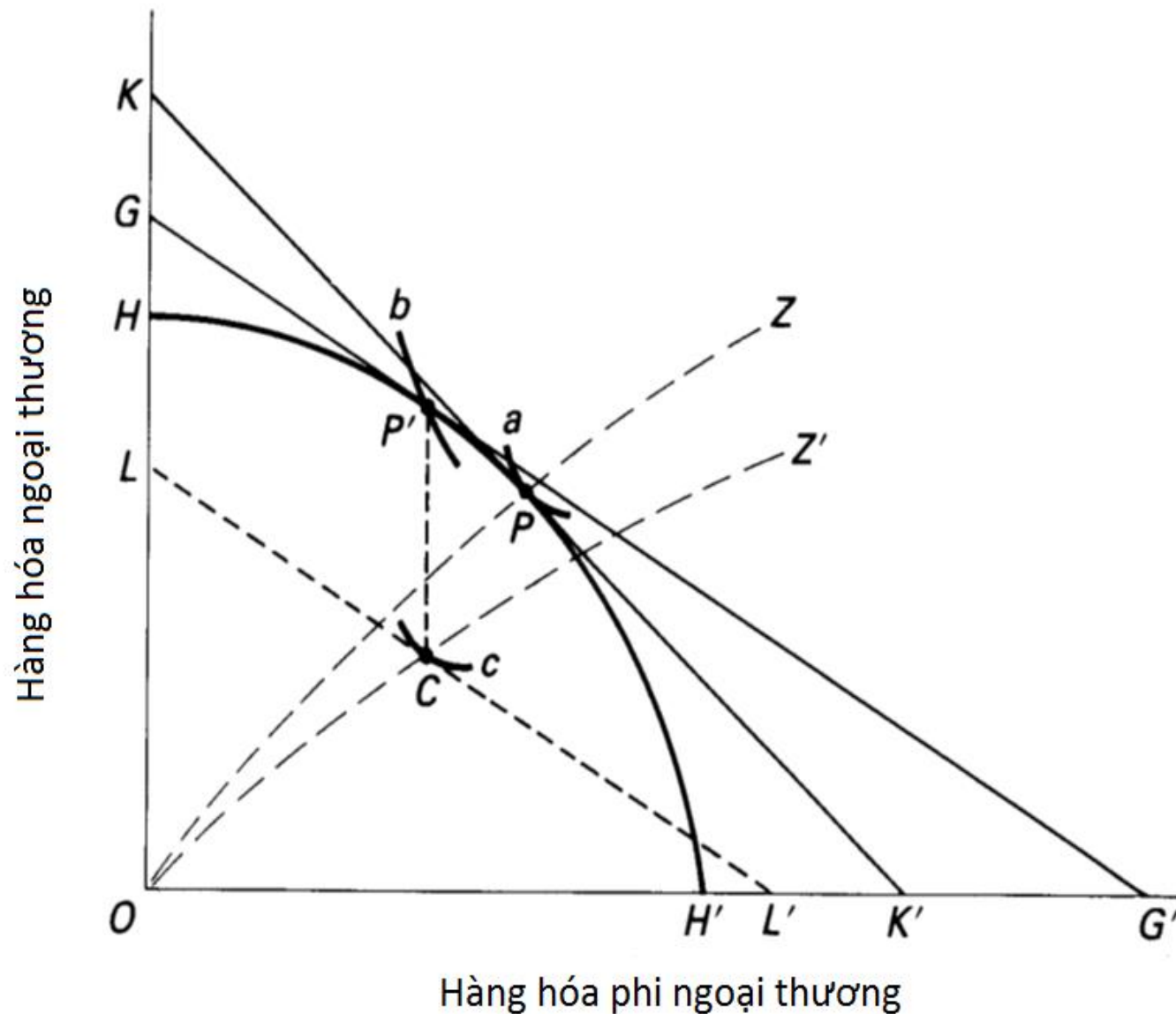


Để có thể duy trì chính sách bảo vệ tỷ giá, cần phải gia tăng dự trữ tương ứng với $P'C$ và để ngăn không cho điều này dẫn đến tăng cung tiền và mức giá, dự trữ gia tăng cần phải được vô hiệu hóa.

Phá giá danh nghĩa chỉ có tác dụng nếu :

1. Chi tiêu giảm tương đối so với thu nhập.
2. Ngân hàng trung ương mua ngoại tệ tạo ra do thặng dư thương mại.
3. Ngân hàng trung ương vô hiệu hóa tác động lên cung tiền từ việc mua ngoại tệ.

Bảo vệ tỷ giá



Bảo vệ tỷ giá

Hai điểm then chốt

1. Nội dung trên minh họa trường hợp mà mục tiêu của chính phủ là gia tăng quy mô của khu vực hàng hóa ngoại thương (từ P lên P') nhưng phân tích cũng như trường hợp chính phủ muốn ngăn chặn sự suy giảm khu vực hàng hóa ngoại thương. Ví dụ, một cân bằng tại P' sẽ dẫn đến tăng giá thực, làm di chuyển điểm cân bằng sang P . Nếu chính phủ sử dụng một trong hai chính sách trên để ngăn chặn tăng giá thực, thì lúc đó chính phủ mới đang thực hiện chính sách bảo vệ tỷ giá.
2. Giả sử có một sự gia tăng ngoại sinh đối với suất sinh lợi đã điều chỉnh rủi ro của tài sản nước ngoài. Giá tương đối của hàng hóa ngoại thương sẽ tăng và thặng dư tài khoản vãng lai cũng như cán cân tiết kiệm-đầu tư tương ứng sẽ phát sinh. Cân bằng khi đó sẽ thể hiện chính xác như phân tích trên, cho thấy có thể chính sách bảo vệ tỷ giá được áp dụng, nhưng vì không có can thiệp được vô hiệu hóa nên không có bảo vệ tỷ giá.

Đồng tiền mất giá và thặng dư tài khoản vãng lai kéo dài chỉ thể hiện có một chính sách bảo vệ tỷ giá khi những kết quả này được kéo dài bằng một can thiệp được vô hiệu hóa.

Bảo vệ tỷ giá

Chi phí và lợi ích

Bảo vệ tỷ giá, giống như các hình thức bảo vệ khác, làm giảm phúc lợi của các quốc gia áp dụng chính sách này.

Khi được thực hiện bằng thuế và chính sách trợ cấp, phúc lợi (thể hiện bằng đường đẳng dụng b) thấp hơn là mức tự nhiên (thể hiện bằng đường đẳng dụng a).

Khi được thực hiện bằng những chính sách vô hiệu hóa – kiêm – hấp thụ, phúc lợi hiện hành vẫn thấp hơn (thể hiện bằng đường đẳng dụng c). Nhưng sự khác nhau giữa phúc lợi thể hiện bằng đường b và c được bù trừ bởi sự gia tăng của tài sản nước ngoài.

Nếu sự nắm giữ tài sản nước ngoài ban đầu (tự nhiên) của một quốc gia là tối ưu, chi phí giảm hấp thụ (absorption contraction cost) (bc) phải lớn hơn lợi ích mang lại từ tài sản nước ngoài tăng, điều này có nghĩa là vô hiệu hóa – kiêm – hấp thụ là chính sách tốt thứ hai sau chính sách trợ cấp – thuế để bảo vệ tỷ giá.

Vì vậy, bảo vệ tỷ giá có thể được điều chỉnh chỉ khi có một thất bại thị trường làm cho kết quả tự nhiên không tối ưu.

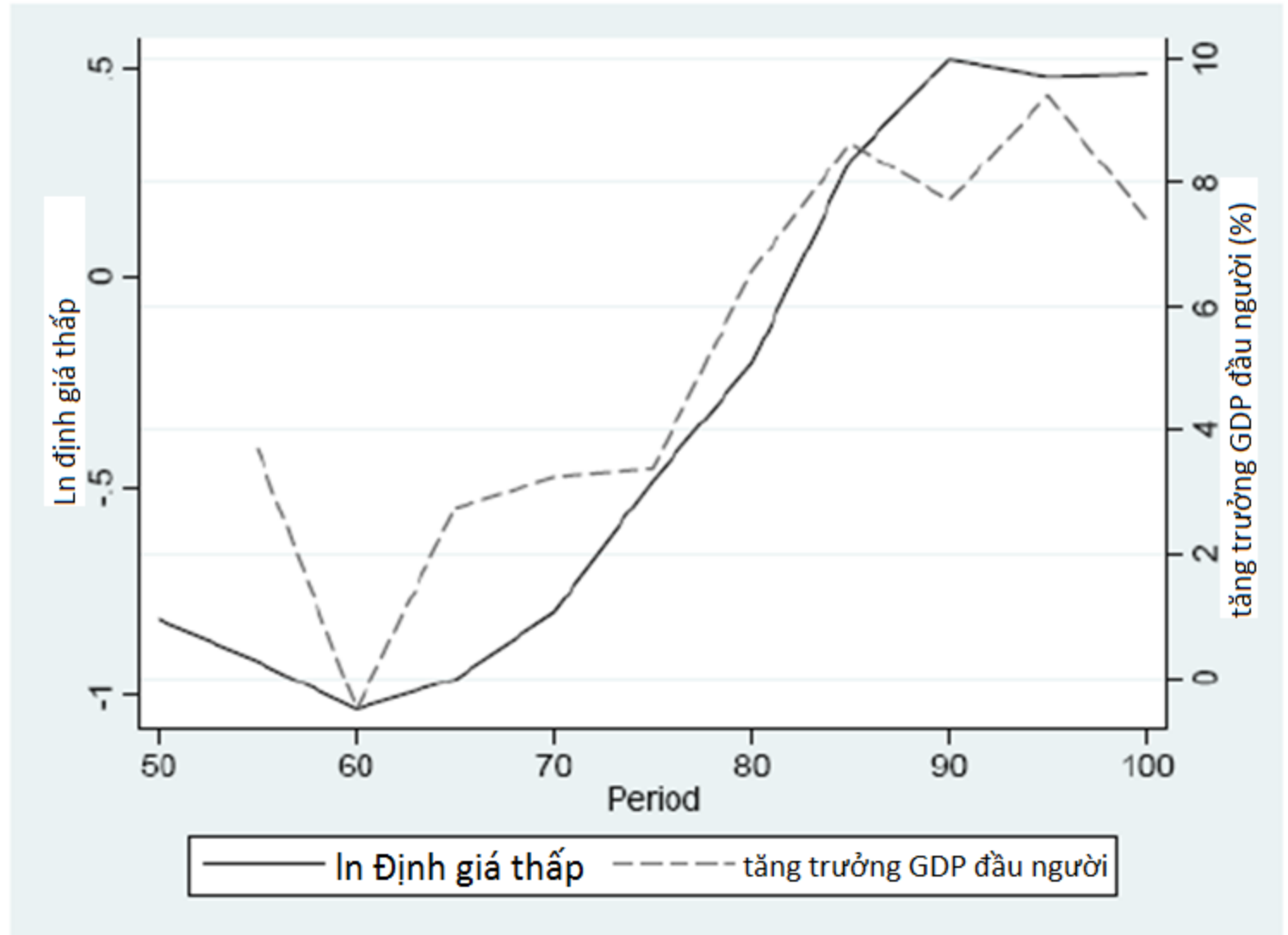
Tình huống thất bại thị trường trong việc định giá thấp (Rodrik, 2008)

Đo lường của Rodrik về định giá thấp và tăng trưởng GDP đầu người ở

Một tình huống bảo vệ tỷ giá có thể áp dụng nếu có những ngoại tác tích cực trong khu vực hàng hóa ngoại thương.

Rodrik (2008) cho rằng các ngành hàng hóa ngoại thương chịu thiệt hại không theo tỷ lệ thuận từ thất bại về thông tin và điều phối làm mất tác dụng của các biện pháp khuyến khích đầu tư.

Kết quả là có thể tạo ra một tình huống bảo vệ khu vực hàng hóa ngoại thương.

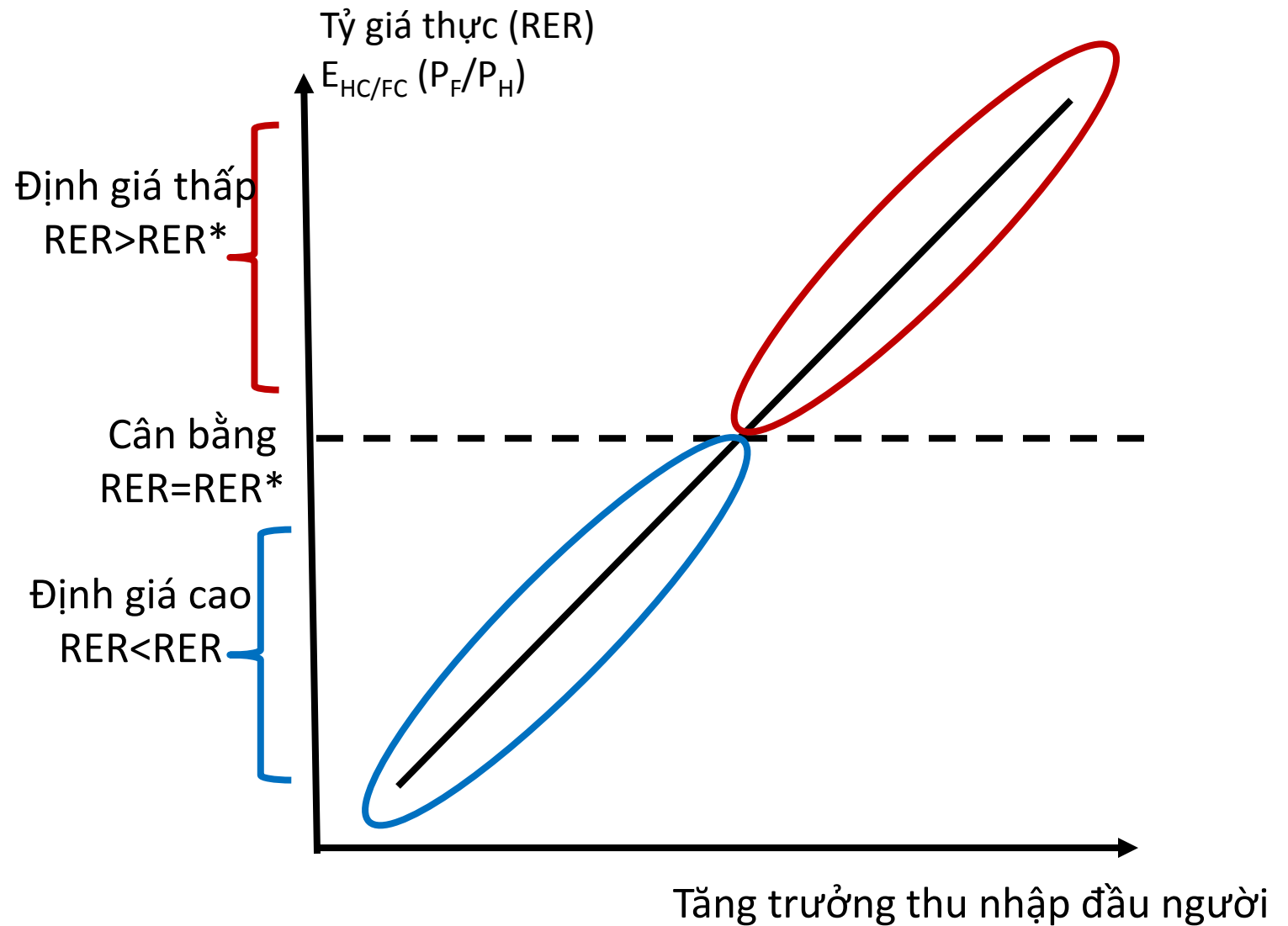


Tình huống thất bại thị trường trong việc định giá thấp (Rodrik, 2008)

Đo lường của Rodrik về tỷ giá thực, được điều chỉnh vì hiệu ứng Balassa-Samuelson, đã bị chỉ trích trong giới học thuật trên cơ sở rằng đo lường này dẫn đến logic vòng tròn (nghĩa là tăng trưởng quyết định tăng trưởng).

Bên cạnh vấn đề đo lường, mối tương quan có thể đơn thuần thể hiện rằng tăng tỷ giá thực ở các quốc gia có $RER < RER^*$ sẽ đem lại lợi ích cho tăng trưởng, nhưng đó là một kết quả nổi tiếng và không liên quan đến ngoại tác.

Đẩy tỷ giá lên trên RER^* có thể là phù hợp nếu có ngoại tác tích cực trong khu vực hàng ngoại thương, nhưng Rodrik không đưa ra các bằng chứng trực tiếp rằng có tồn tại ngoại tác.



Giảm thất nghiệp trong khu vực nông thôn (Riedel 2009)

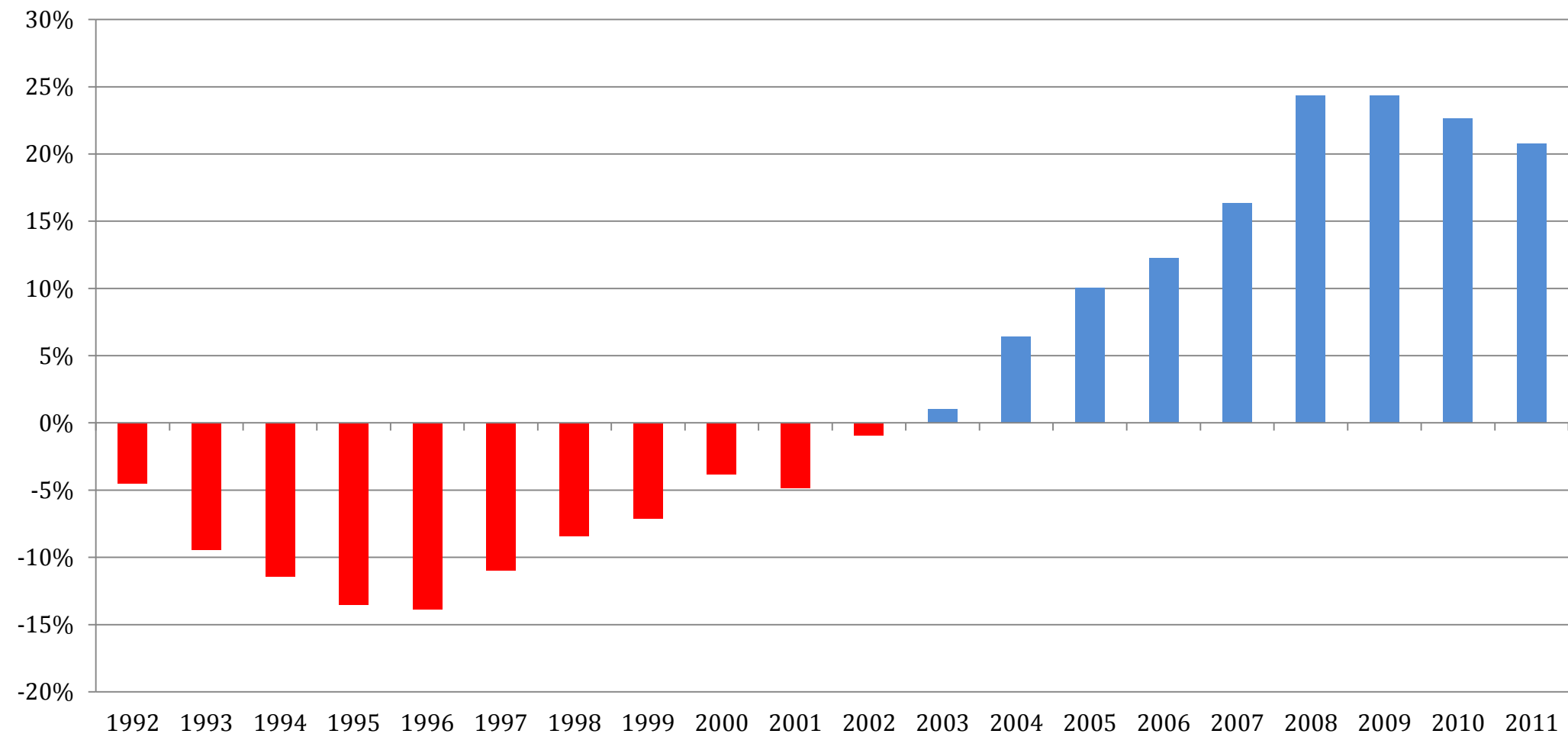
Một tình huống rõ rệt hơn về bảo vệ tỷ giá ở Trung Quốc là thất nghiệp tràn lan ở khu vực nông thôn. Điều này thể hiện một thất bại thị trường hay thất bại chính sách sẽ không bàn ở đây. Tình huống này tạo nên một thách thức rất lớn mà bảo vệ tỷ giá trở thành một giải pháp hiệu quả

	2003		2013		Tốc độ thay đổi hàng năm (%)
	Triệu	%	Triệu	%	
Việc làm ở đô thị	262	100	382	100	4
Doanh nghiệp Nhà nước	69	26	64	17	-1
Doanh nghiệp tập thể	10	4	6	1	-6
Khác (liên doanh và tư nhân)	184	70	313	82	5
Khu vực chế tạo ở đô thị	29	100	53	100	6
Doanh nghiệp Nhà nước	10	34	2	4	-14
Doanh nghiệp tập thể và Hợp tác xã	3	12	0	0	-44
Khác (liên doanh và tư nhân)	16	54	50	95	12

Source: Chinese Statistical Yearbook, 2003 and 2014

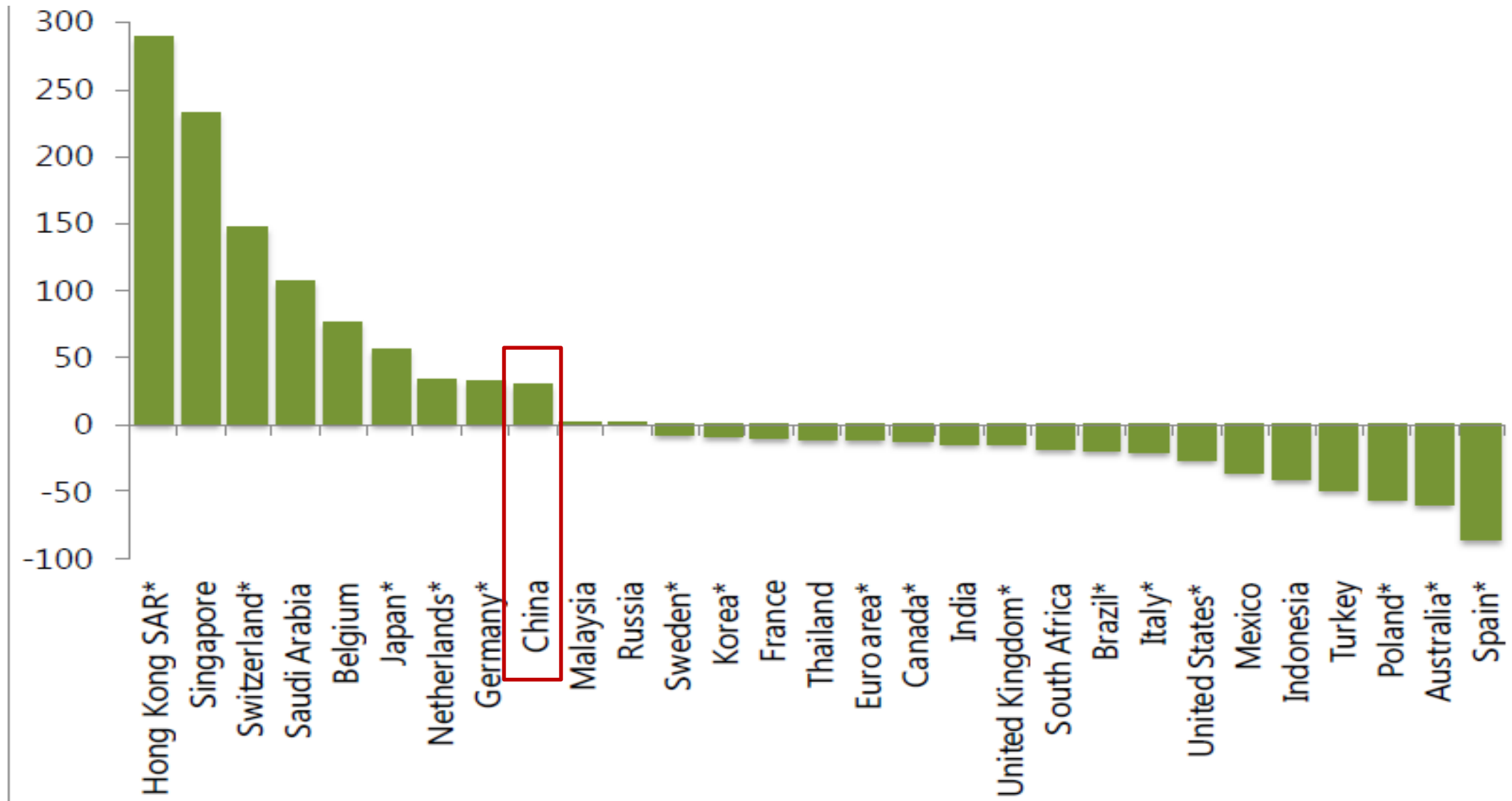
Từ Con nợ thành Chủ nợ dưới Chính sách Can thiệp được vô hiệu hóa

Tài sản nước ngoài ròng của Trung Quốc : 1992-2011 (% GDP)



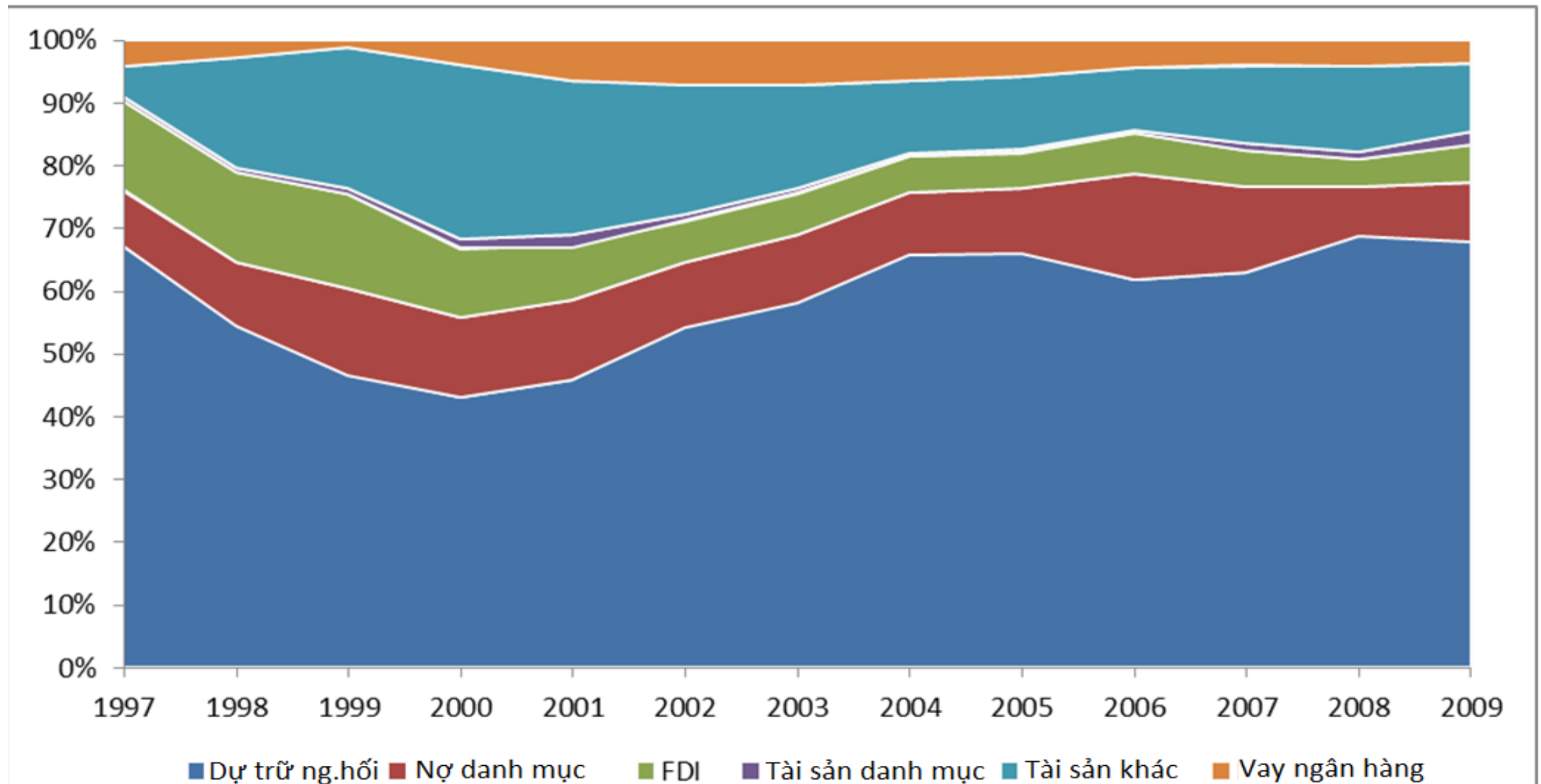
Source: IMF, Lane and Milesi-Ferretti (2013)

So sánh quốc tế về Tài sản nước ngoài ròng : 2011 (% GDP)

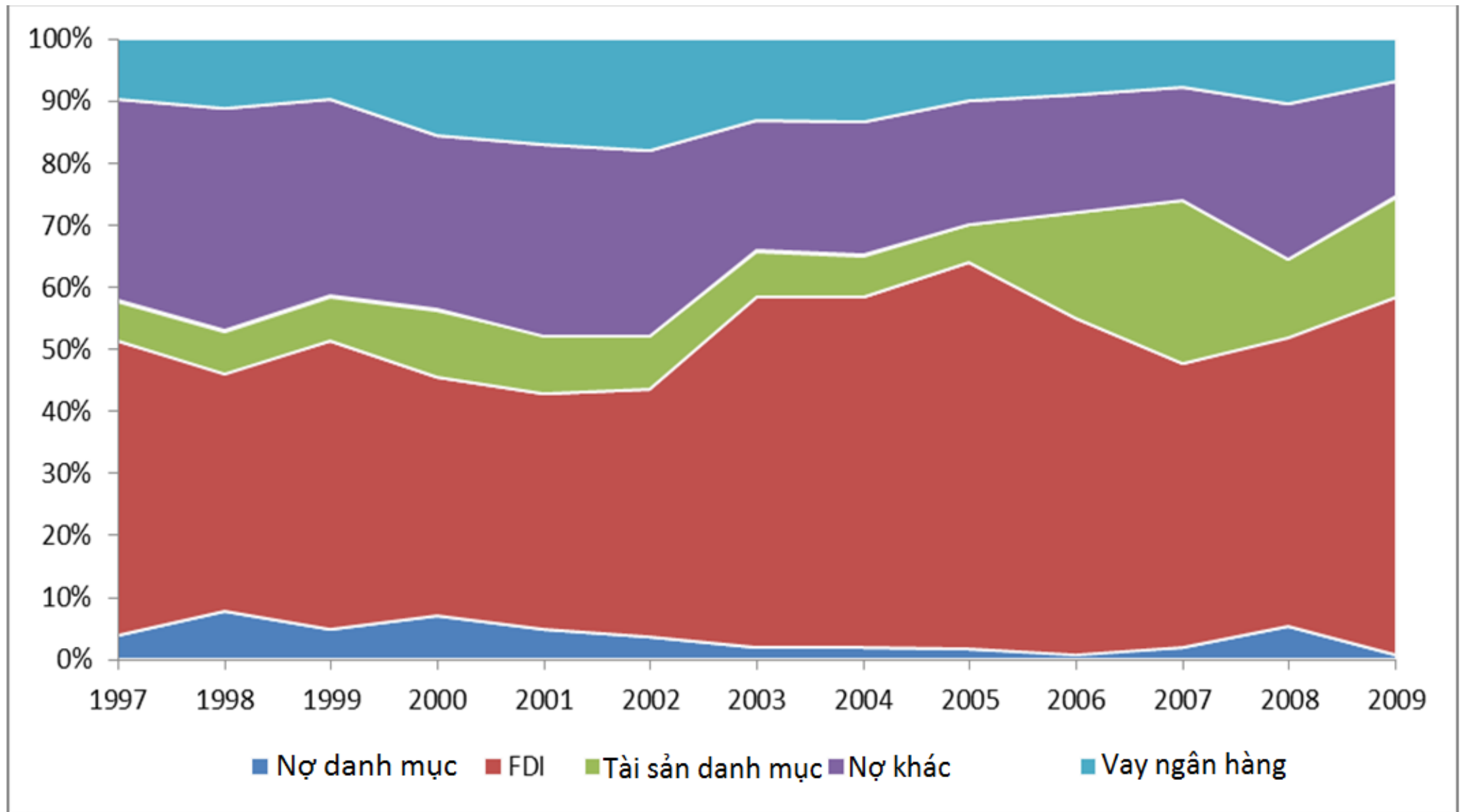


Source: IMF, World Economic Outlook Database(2011)

Tổng tài sản của Trung Quốc phân theo loại tài sản



Tổng nợ của Trung Quốc phân theo loại tài sản



Chi phí tài chính của chính sách can thiệp được vô hiệu hóa của Trung Quốc

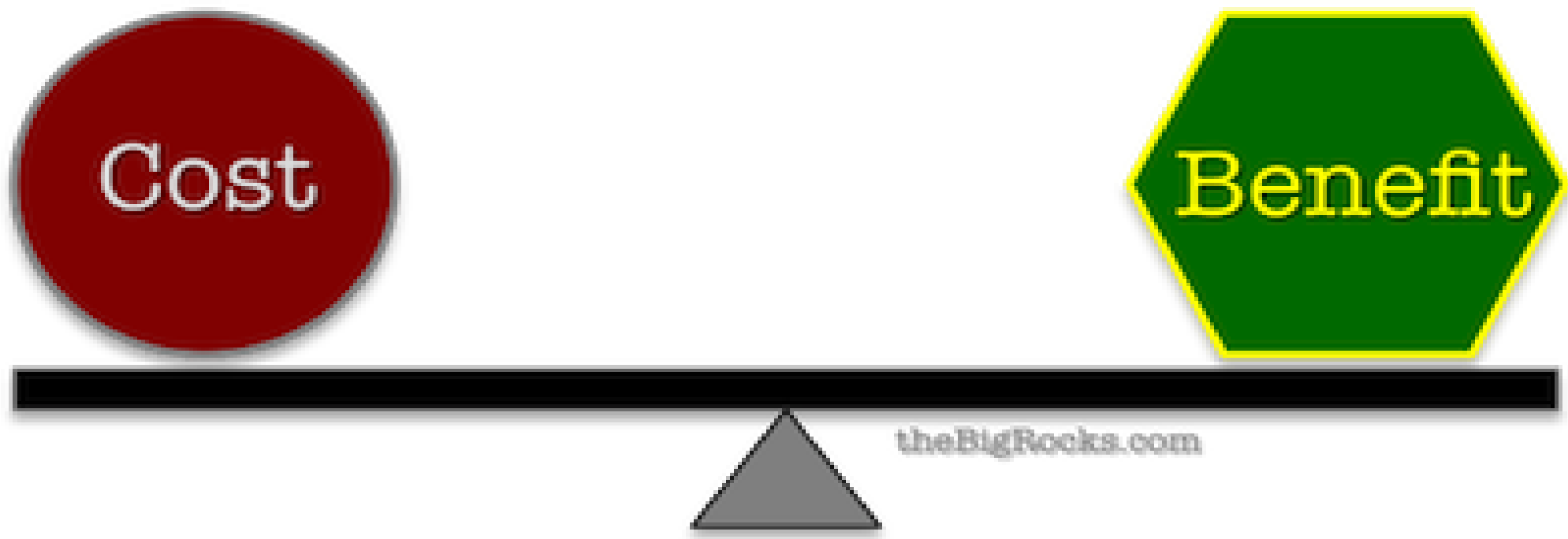
Suất sinh lợi thực từ tài sản nước ngoài và nợ nước ngoài của Trung Quốc (%)

	2001- 2005	2006- 2009
Suất sinh lợi từ tài sản nước ngoài (FA)	-0.5	-0.6
Lãi từ FA	1.3	1.1
Vốn gia tăng từ FA	-1.8	-1.7
Suất sinh lợi từ nợ nước ngoài (FL)	5.0	6.1
Lãi từ FL	4.8	3.7
Vốn gia tăng từ FL	0.2	2.4
Suất sinh lợi từ tài sản nước ngoài ròng	-5.5	-6.7

Source: Yi Huang, "From World factory to World Creditor: The External Wealth of China and Excess Returns," 2011

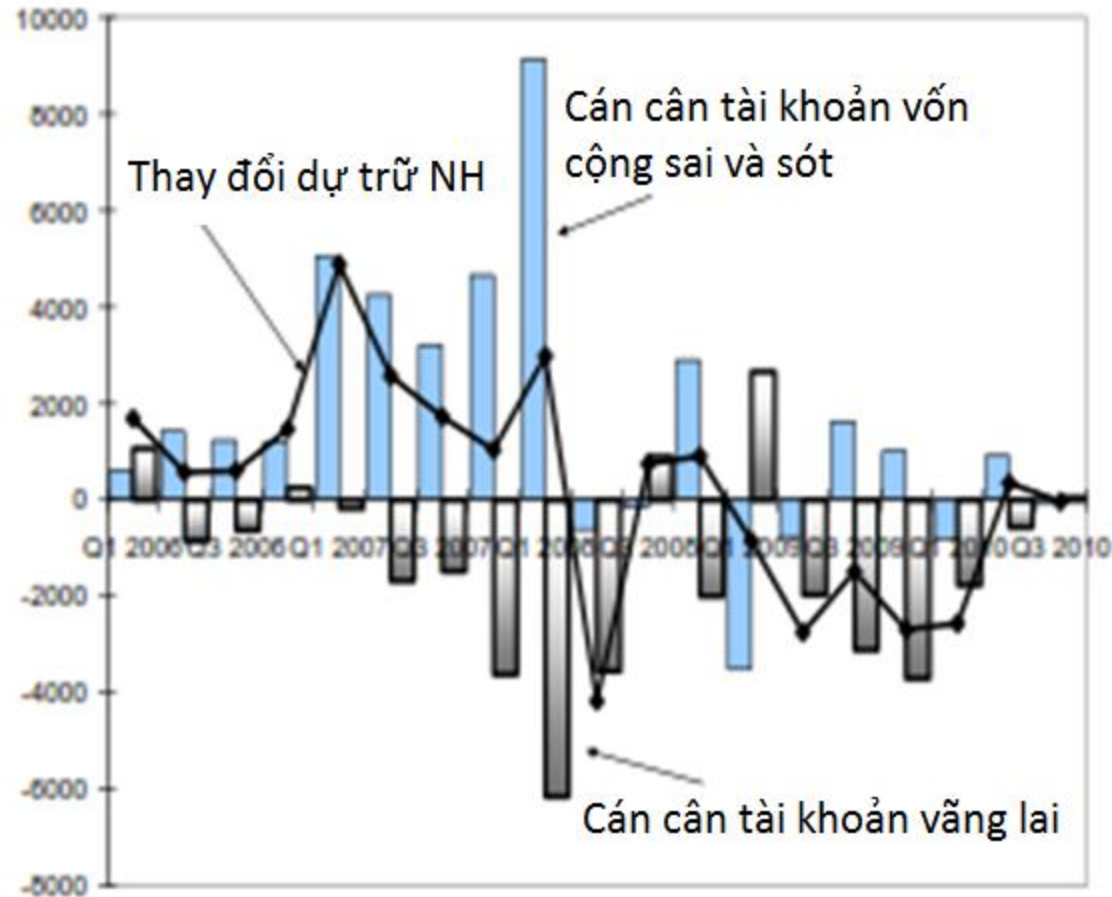
Cân đo lợi ích việc làm so với chi phí tài chính của chính sách can thiệp được vô hiệu hóa của Trung Quốc

< công trình đang thực hiện >

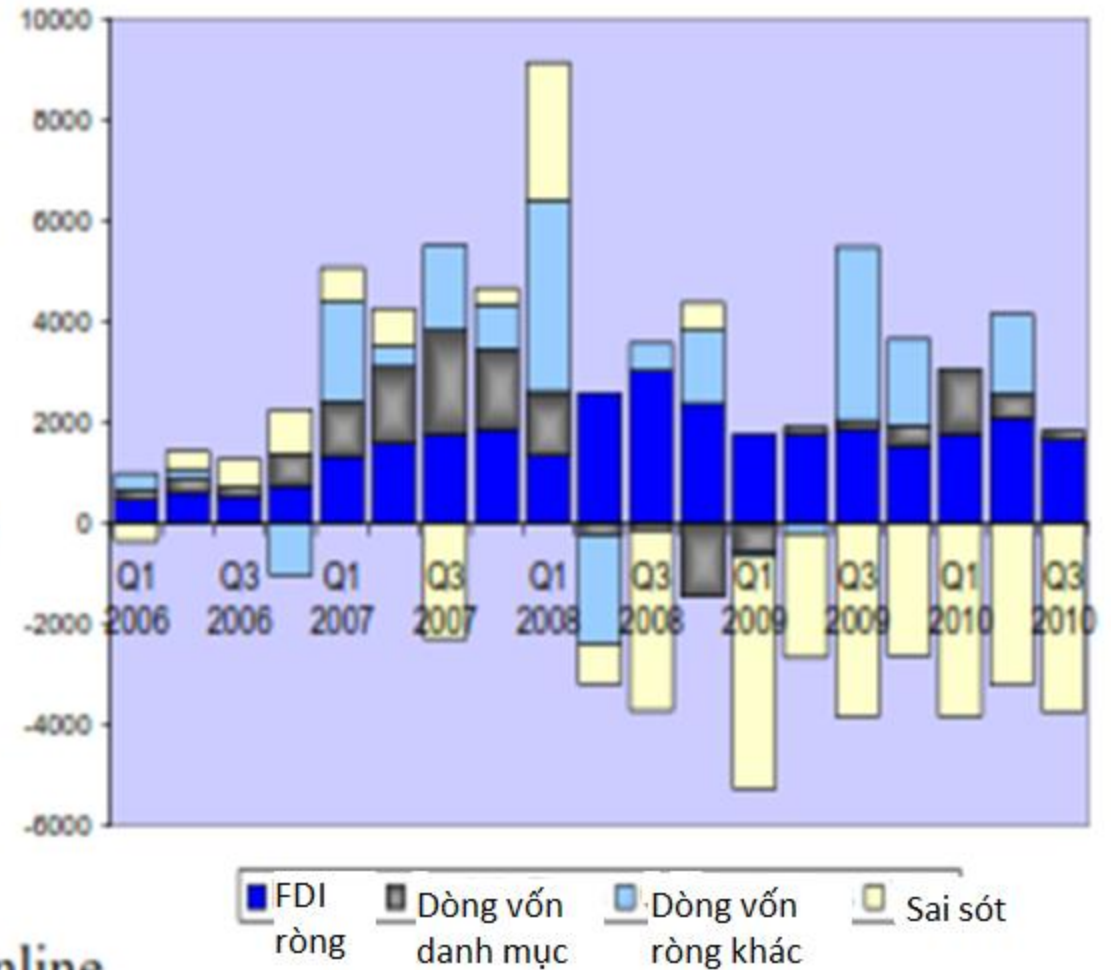


Luồng vốn vào và Can thiệp vào thị trường ngoại hối ở Việt Nam: 2006-2010

Cán cân thanh toán: theo quý (triệu USD)



Tài khoản tài chính của CCTT: theo quý (triệu USD)

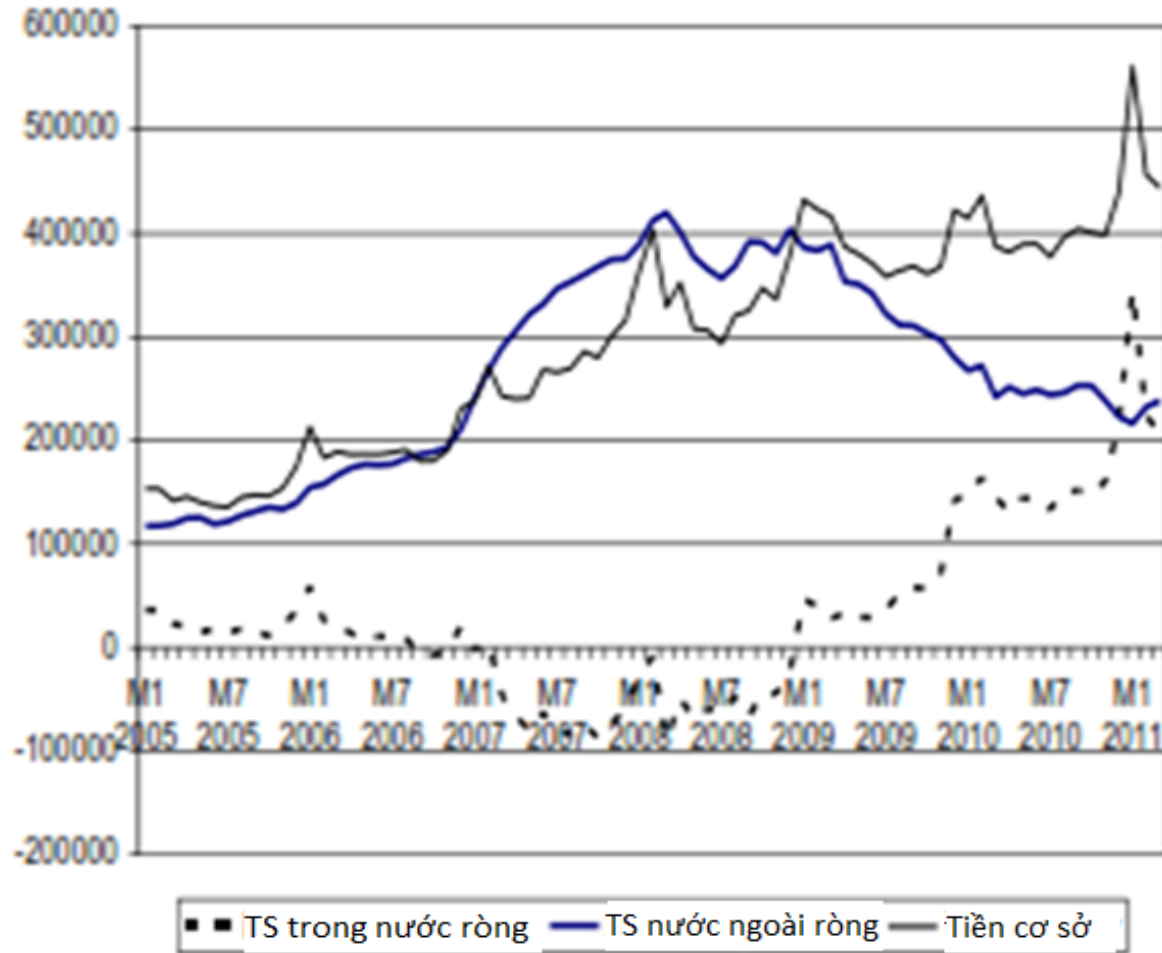


Source: IMF, International Financial Statistics, online.

Source: Pham and Riedel, "On the Conduct of Monetary Policy in Vietnam," *Asia Pacific Economic Literature*, 2012.

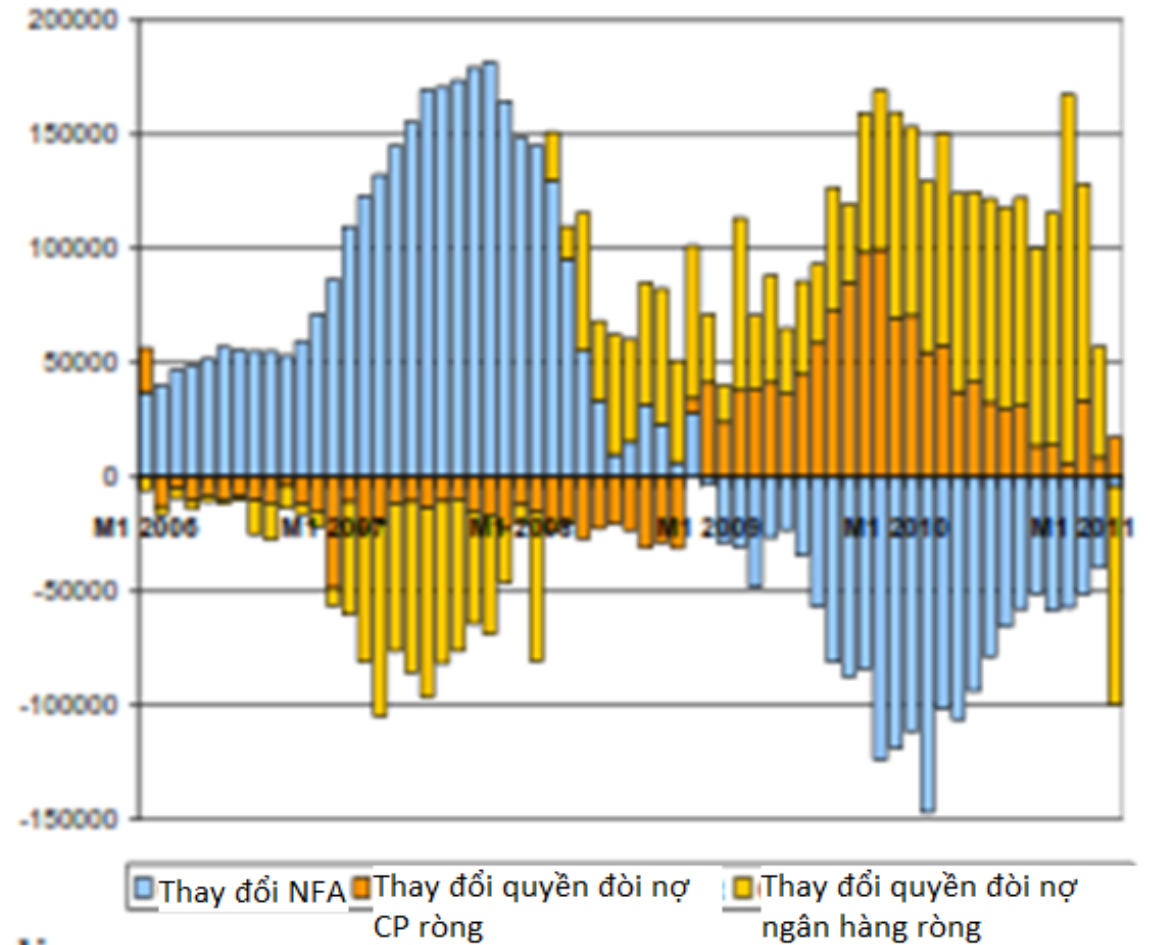
Can thiệp vào thị trường ngoại hối và vô hiệu hóa ở Việt Nam: 2005-2012

Tiền cơ sở và các thành phần : theo quý (tỷ VND)



Source: IMF, International Financial Statistics, online

Thay đổi tiền cơ sở: theo quý (tỷ VND)



Source: Pham and Riedel, "On the Conduct of Monetary Policy in Vietnam," *Asia Pacific Economic Literature*, 2012.