

Các dòng vốn, cán cân thanh toán và chính sách tiền tệ



Tín hiệu tác động của dòng vốn

1. Tỷ giá và thị trường ngoại hối.
2. Tài sản tài chính.
3. Thị trường bất động sản.
4. Tăng trưởng tín dụng.
5. Khu vực doanh nghiệp và đòn bẩy tài chính.
6. ...

Các tín hiệu này biến động mạnh trước sự đảo chiều của dòng vốn ra/vào (hay vào/ra)

Các vấn đề liên quan đến dòng vốn

- Tobin (1978): *Vấn đề kinh tế vĩ mô chủ yếu có liên quan đến thị trường tài chính hội nhập không chỉ là việc lựa chọn cơ chế tỷ giá hối đoái phù hợp mà còn là sự di chuyển của dòng vốn quá mức dẫn đến làm giảm tính tự định của chính phủ trong việc theo đuổi các mục tiêu nội địa.*
- Stiglitz (2000): *Dòng vốn ở các nước mới nổi có tính chất thuận chu kỳ đáng kể khi mà nền kinh tế nóng lên và làm cho các nền kinh tế này bị tác động mạnh trước những thay đổi của các hiện tượng kinh tế bên ngoài.*

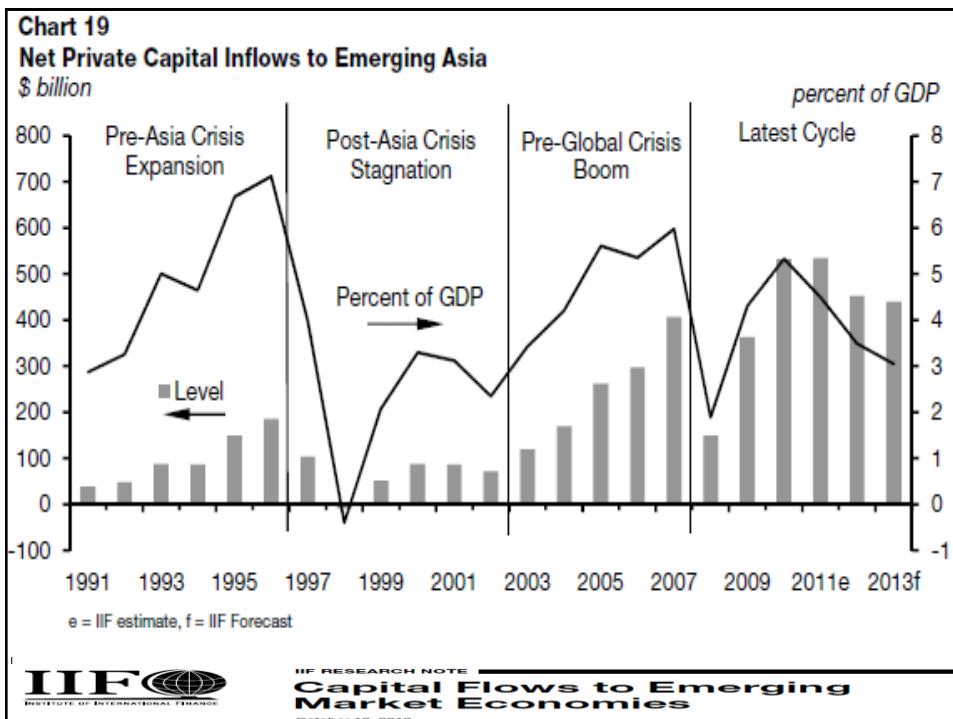
Các vấn đề liên quan đến dòng vốn

- Biến động dòng vốn ròng mạnh hơn nhiều ở các nước mới nổi (EMEs) so với các nước tiên tiến (AEs) – ở AEs, dòng ra bù trừ dòng vào, tạo sự di chuyển trơn tru của các dòng vốn.
- Các kích bản dòng vốn vào lớn đi kèm với tăng trưởng GDP tăng tốc, nhưng sau đó tăng trưởng thường giảm đáng kể (Cardarelli et al, 2009). Vì vậy, mô thức chữ V ngược của dòng vốn ròng ở EMEs vượt tầm kiểm soát của các nhà chính sách.
- Lịch sử, các *dòng đầu tư tài chính* biến động nhiều hơn 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 EMEs, nhưng cũng gia tăng biến động gần đây do sự tăng tốc vay mượn của các công ty con ít vốn.

Nguồn : IMF (2011)

Các làn sóng di chuyển vốn gần đây đến các thị trường mới nổi

- **Làn sóng 1** (đầu 1990s đến Khủng hoảng tài chính châu Á 1997-1998)
 - Chính sách tiền tệ mở rộng của Hoa Kỳ.
 - Xu hướng tự do hóa tài chính.
 - Gia tăng dòng FII và FDI.
 - Hầu hết EMEs theo đuổi cơ chế trung gian và gần với cố định.
- **Làn sóng 2** (2006-2008)
 - Cán cân CA mạnh và tích lũy FR ở EMEs.
- **Làn sóng 3** (từ Q3-2009)
 - “QE” và hồi phục chậm ở các nước tiên tiến.
 - Thành quả kinh tế tốt hơn ở EMEs.



Xu hướng thông thường đang thay đổi (*Jeffrey Frankel 2011*)

- Thông thường: quốc gia đi vay khi kinh tế suy giảm, và rồi trả nợ hay nắm giữ tài sản nước ngoài nhiều hơn khi kinh tế bùng phát
 - Xảy ra ở các chu kỳ (1975-81 và 1990-97)
 - Dòng vốn vào ($KA > 0$) tài trợ $CA < 0$
- 2003-08: $KA > 0$ trong khi $CA > 0$ kéo theo tăng FR
 - Các nước đang phát triển hướng đến hệ thống tài chính mở theo thị trường nhiều hơn
 - Vốn vào ở những thời kỳ bùng nổ (kéo theo tăng giá đất, BĐS, và giá TSTC)
 - Chính sách tiền tệ và tài khóa có tính thuận chu kỳ
 - Hệ thống tài chính tham gia (tăng cung tiền M)
 - Thuế phụ thuộc chu kỳ (T tăng khi bùng nổ, và chính phủ bị áp lực tăng G)

Phản ứng chính sách khả dĩ có thể là gì?

1. Chính sách vĩ mô quản lý cầu nội địa;
2. Kiểm soát vốn làm chậm dòng vốn ngoại đổ vào/rút ra;
3. Chuyển dòng vốn vào những hướng đi ít gây thiệt hại;
4. Điều tiết hệ thống tài chính nội địa.

Capital Inflows and Balance of Payments Pressures—Tailoring Policy Responses in EMEs

Prepared by Atish Ghosh, Manuela Goretti, Bikas Joshi, Uma Ramakrishnan,
Alun Thomas, and Juan Zaldando*

June 2008

Abstract

This Policy Discussion Paper should not be reported as representing the views of the IMF. The views expressed in this Policy Discussion Paper are those of the author(s) and do not necessarily represent those of the IMF or IMF policy. Policy Discussion Papers describe research in progress by the author(s) and are published to elicit comments and to further debate.

Although capital inflows are generally beneficial to recipient countries, they also pose a challenge for the conduct of economic policy. This paper proposes a conceptual taxonomy to guide the design of policy responses in the face of capital flows. We explore how responses to capital surges should be differentiated based on the source of balance of payments pressures. We also examine whether the policy choices in emerging market countries conform to the taxonomy's predictions and find some correspondence, especially during periods of high global liquidity.

Figure 1. Regional Capital Flows in Emerging Market Countries (In percent of GDP)

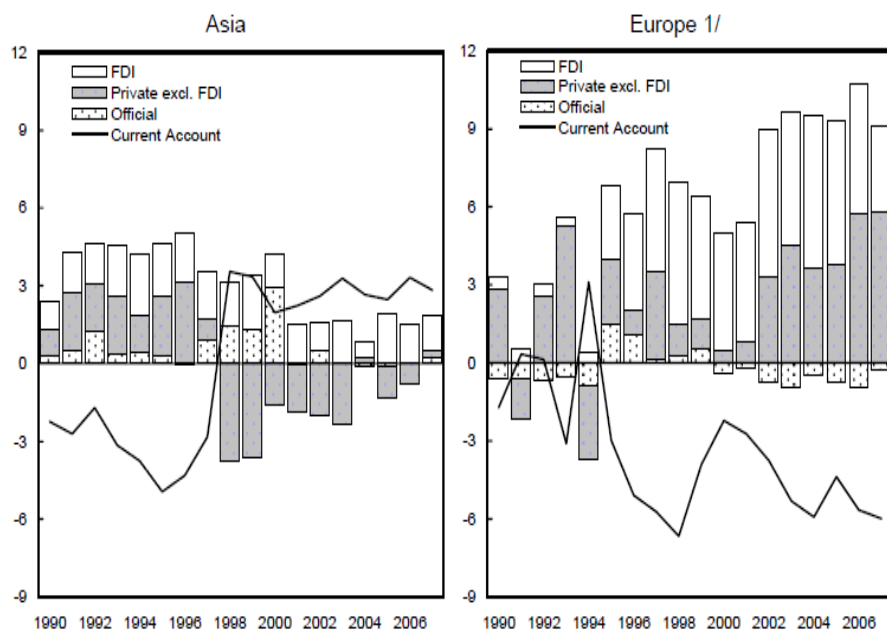


Figure 2. Taxonomy based on Total Capital Flows and Current Account Balances
(In percent of GDP; annual data 1989–2007)

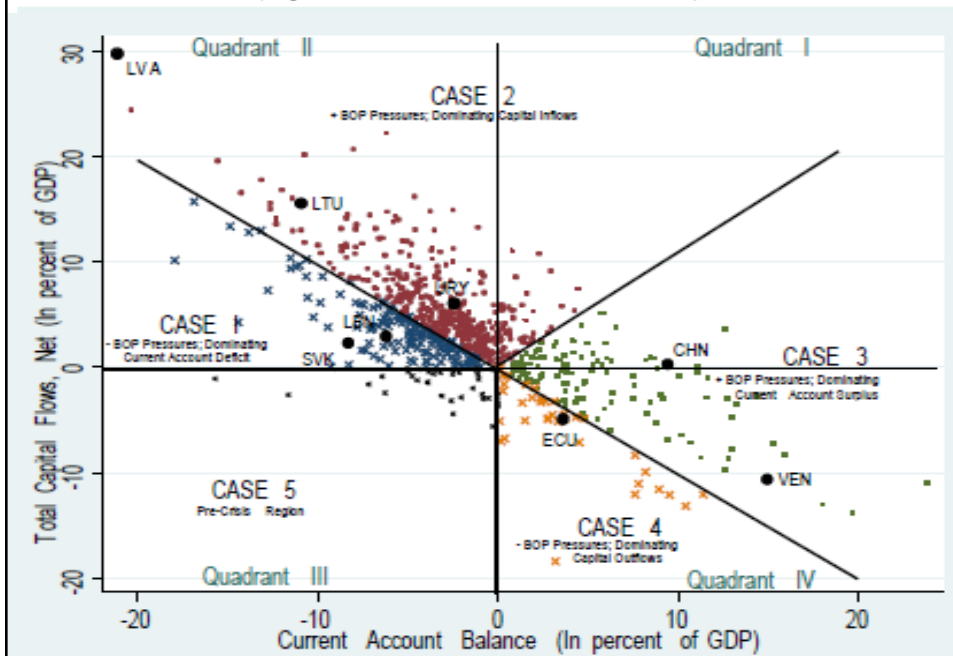
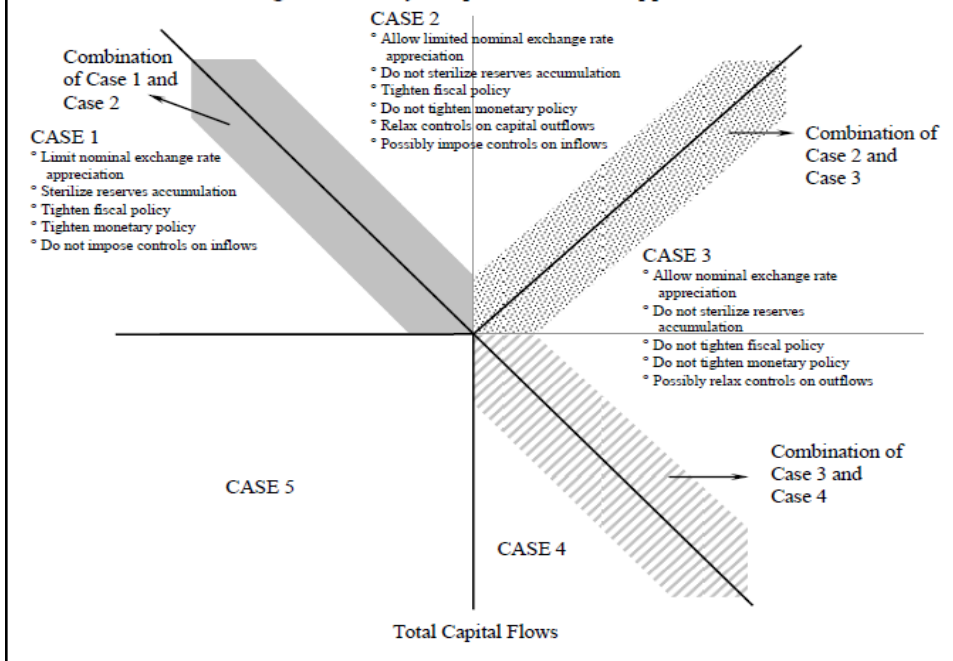


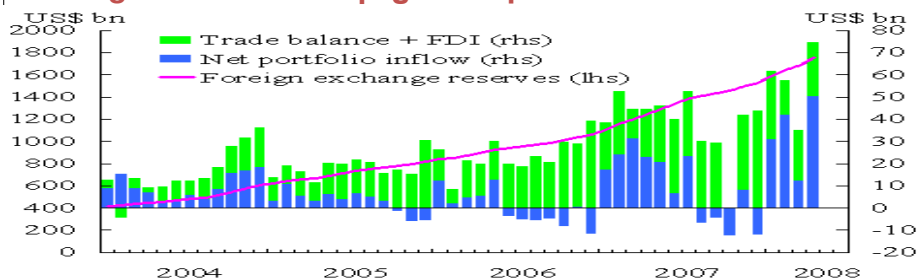
Figure 3. Policy Responses—Flow Approach



Nhớ lại những điều cơ bản

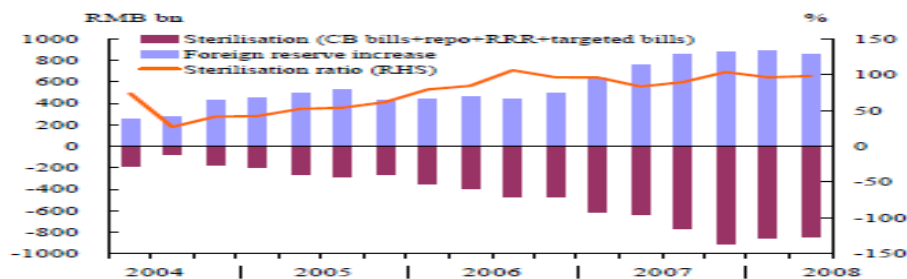
- Mối liên kết giữa thị trường ngoại hối và thị trường tiền tệ trong nước – FR (Foreign Reserves: dự trữ ngoại tệ)
- Cơ chế chính sách vô hiệu hóa (Sterilization Policy)
- Dòng vốn vào/ra và chính sách vô hiệu hóa

Trung Quốc - BOP thặng dư kép

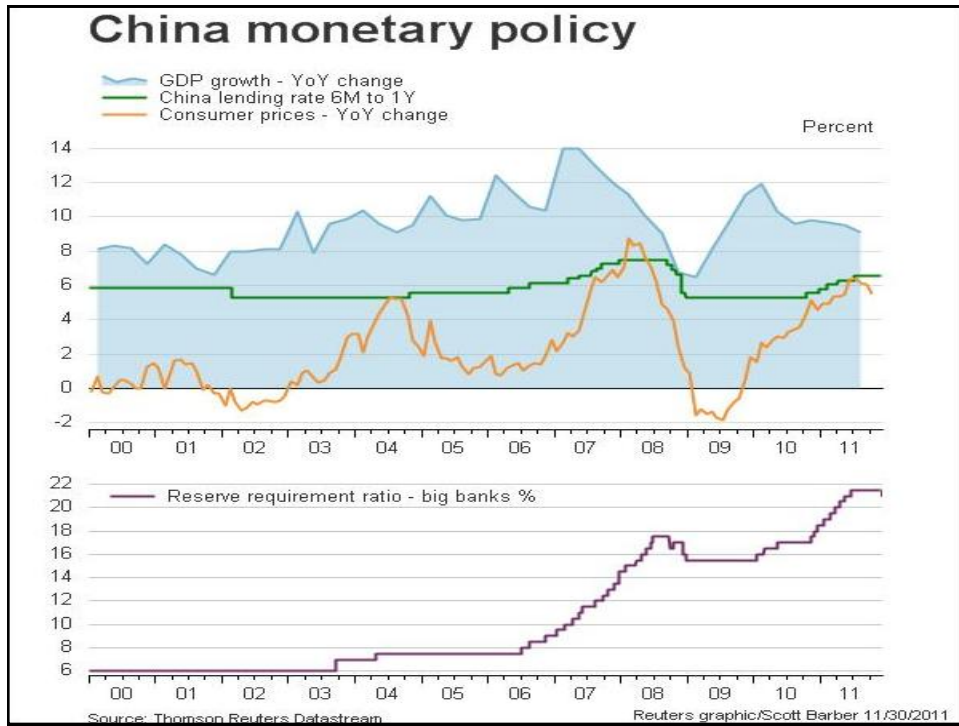


Source: HKMA, Half-Yearly Monetary and Financial Stability Report, June 2008

Chart 6. Sterilisation ratio



Sources: CEIC and authors' calculation.



Những công cụ vô hiệu hóa của Trung Quốc

(Nguồn: Fan Gang (2010))

- Vấn đề:
 - Lạm phát (4-5%)
 - Không phải tăng trưởng nóng!? (10% năm)
- RRR trước đây (sau 2008) ngăn “*over-supply of money*” từ “*the anti-crisis stimulus package*”
- RRR gần đây (sau 2010) nhằm vô hiệu hóa “*passive money supply*” là do “*the increase in foreign-exchange reserves*”

Những công cụ vô hiệu hóa của Trung Quốc

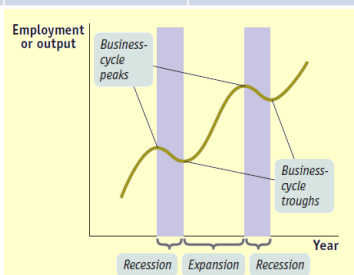
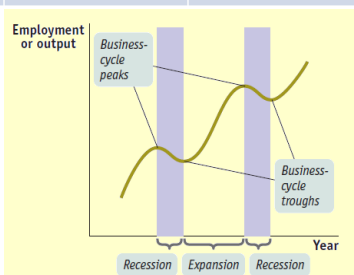
- RRR (tỷ lệ dự trữ bắt buộc)
- Trái phiếu chính phủ
- Trần tín dụng và hạn mức tín dụng
- Vô hiệu hóa tiến hành đến bao giờ? RRR cao đến bao nhiêu?
- Trả lãi cao RRR
- Kiểm soát lãi suất tiền gửi và cho vay (3 điểm %)
- Nâng giá RMB dần dần
- Giảm bớt tỷ lệ tiết kiệm (52%GDP 2009)
- Cải cách thuế, an sinh xã hội
- Khuyến khích đầu tư ra bên ngoài

Câu 1:

- Thế nào là một *chính sách tài khóa* thuận chu kỳ và nghịch chu kỳ?
- Thế nào là một *chính sách tiền tệ* thuận chu kỳ và nghịch chu kỳ?

Điền dấu vào các ô

	Thuận chu kỳ		Nghịch chu kỳ	
	Thuận lợi	Khó khăn	Thuận lợi	Khó khăn
Chính sách tài khóa	G , T	G , T	G , T	G , T
Chính sách tiền tệ	Ms , i	Ms , i	Ms , i	Ms , i



Câu 2:

- “Nếu lạm phát chỉ được xác định bởi phía cầu thì quy tắc Taylor có tính nghịch chu kỳ”

Giải thích vì sao?

Câu 3:

- Liệt kê ưu nhược điểm của biện pháp quản lý dự trữ ngoại hối?

Câu 4:

- Liệt kê các biện pháp kiến nghị từ bài đọc về quản lý tài khoản vốn?

INTERNATIONAL MONETARY FUND

Asia and Pacific Department

Policy Responses to Capital Flows in Emerging Markets

Prepared by Mahmood Pradhan, Ravi Balakrishnan, Reza Baqir, Geoffrey Heenan,
Sylwia Nowak, Ceyda Oner, and Sanjaya Panth

Authorized for distribution by Anoop Singh

April 21, 2011

Table 3. Capital Flow Management Measures in Asian Economies		
Policy Tool	Recent Country Examples	Motivation/Objective
Limits to direct and indirect FX exposure	Korea (June 2010): Capped FX forward positions of banks relative to their equity capital. Reduce corporate FX hedging limit from 125% to 100% of export receipts.	By limiting derivatives positions, the measure indirectly targets a reduction in external borrowing by the private sector, particularly the banking sector. This exposure was also associated with carry trades onshore, including through "over hedging" of dollar receivables by Korean exporters.
Increase restrictions on external borrowing	India (Dec. 2009): Re-instated interest rate cap on eligible external commercial borrowing that was eliminated during the crisis.	To limit access to foreign credit to best corporate credits and prevent high cost borrowing.
Minimum holding period on central bank bills	Indonesia (June 2010): One month holding period on central bank bills (SBIs) instated for both domestic and foreign investors	To limit volatility of flows. SBIs had been subject to sharp shifts in positions relative to global risk appetite, as they were used as a carry trade vehicle. Holding period limits the volatility of flows on exit from positions.
Limited foreign access to central bank instruments	Indonesia (June 2010- present): Phased out one- and three-month SBIs in favor of nine- and 12-months SBIs, and expanded supply of nontradeable term deposits up to six months tenor, which are only available to banks operating in Indonesia.	To reduce volatility of inflows, and address concerns that central bank sterilization was attracting further inflows. Short-term SBIs, largely used to sterilize FX intervention, were a favored vehicle for carry trades.
Other restrictions on foreign access	Taiwan Province of China (Nov. 2009): Financial Supervisory Commission (FSC) barred access to time deposit accounts for foreign investors. Taiwan Province of China (Nov. 2010) FSC extended existing investment of nonresident inbound remittances in domestic securities to 30 percent, to include government securities of remaining maturity greater than one year.	To dampen speculative flows. Time deposits are one avenue for carry trades/ currency speculation. Reduced access of nonresidents to government bonds.
Measures to encourage outbound investment by residents	Malaysia (Oct. 2010): Announced that the overseas investment limit of the Employee Provident Fund would be raised from 7 percent to 20 percent. Philippines (November 2010): Increased ceilings on residents' purchase of FX and foreign assets from authorized agent banks. Prepayment of private sector FX loans allowed. Thailand (February, September 2010): Raised ceilings on residents' outward direct investment, lending abroad, and foreign currency holdings.	
Reserve requirements on foreign currency and nonresident accounts	Taiwan Province of China (Jan. 2011): Raised reserve requirement on local currency accounts held by non-residents to 90 percent on balances exceeding the outstanding balance on December 30, 2010. Balances below end-2010 levels subject to 25 percent reserve requirement. Require reserves for such accounts are no longer remunerated. Indonesia (March 2011): Raised reserve requirement on foreign currency accounts from 1 to 5 percent. A further increase to 8 percent is scheduled for June 2011.	To effectively bar banks from offering interest-bearing accounts to nonresidents. To limit bank vulnerabilities to inflow volatility, and to reduce incentives for banks to intermediate short-term inflows.
Withholding tax on foreign holdings of government bonds	Thailand (Oct. 2010): Reimposed 15 percent withholding tax (withdrawn in 2005) for state bonds on foreign investors. Korea (Jan. 2011): Reintroduced 14 percent withholding tax on foreign holdings of government bonds and central bank securities. In both cases, the impact has been limited due to wide coverage of double taxation treaties.	To slow inflows into government bond markets.
Sources: Country authorities.		

Table 4. Recent Property Market Measures in Asian Countries		
Property Market Measure	Recent Country Examples	Motivation/Objective
Reductions in LTV ceilings	Hong Kong SAR (Oct. 2009): Mortgages for luxury property capped at 60 percent LTV ratio. Korea (2009): Ceiling on LTV ratios lowered in Seoul. India (Jan. 2011) imposed cap on LTV ratios for lower end of housing market. Thailand (Jan. 2011): Cap on LTV ratio for certain types of residential housing at 90 percent. China (2010): Lower LTV ratios for second and third homes Singapore (Jan 2011): Cap on LTV ratio for mortgage lending lowered from 70% to 60% for individuals with one or more outstanding housing loans at the time of the new housing purchase; LTV ratios for non-individuals lowered to 50%.	To curb real estate speculation, in part due to inflows from mainland, particularly at top end of market. To dampen real estate prices. To preempt a surge in mortgage lending. Series of incremental measures target residential property speculation amid signs of overheating.
Other real estate lending restrictions	Hong Kong SAR (Oct. 2009): Loan amount for non-luxury property capped at US\$1.5 million. Guidance on mortgage rates. India (Oct 2009): Increase in provisioning requirements for real estate credit. (Jan, Mar. April 2010) incrementally increased required reserves for banks. (Jan. 2011) further increased provisioning requirement and risk weights on real estate loans. China (2010): Greater administrative guidance on financing including higher down payments requirements for mortgages. There was a mandated increase in mortgage rates for second homes, third mortgages were officially discouraged.	To address potential risks in banking sector from recovery of credit growth. To lessen speculative activity by lowering transaction volumes and leveling off prices.
Real estate taxes	China (2010): Taxes on resale of properties within five years increased. Hong Kong SAR Stamp duty increased Singapore (Aug 2010): Holding period for the imposition of Seller's Stamp Duty (SSD) was lengthened from 1 year to 3 years; (Jan 2011): SSD rates raised and holding period increased to 4 years.	
Sources: Country authorities.		

Câu 5: Giải thích cơ chế

“Việc tích lũy 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.”

Câu 6: BOP và các chỉ báo vĩ mô

Nước	CA (%GDP)	CA trừ FDI (%GDP)	Dự trữ (tháng nhập khẩu)	% thay đổi P 3 năm qua	Ngân sách (%GDP)	% thay đổi cung tiền M 12 tháng cuối
A	-5,6	-2,3	4,4	20	-3,0	28
B	-9,8	-6,6	3,8	19	-2,0	8
C	-10,4	-9,2	2,7	21	-4,6	14

Giả định cả ba nước đều có tỷ giá hối đoái cố định so với đồng tiền của nước D mà họ đã duy trì trong ít nhất 3 năm qua. Đồng thời cũng giả định rằng nước D có tỷ lệ lạm phát bằng không trong 3 năm qua.

Trong tương lai gần, nước nào có thể phải phá giá hơn cả?