

# DÒNG VỐN VÀO, DỰ TRỮ NGOẠI HỐI VÀ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VÔ HIỆU HÓA

Châu Văn Thành

Chính sách tiền tệ vô hiệu hóa (Sterilization Monetary Policy) là một công cụ hữu hiệu dùng cho việc dung hòa bộ ba bất khả thi<sup>1</sup> (Impossible Trinity) nổi tiếng trong kinh tế học vĩ mô. Tuy vậy, chính sách vô hiệu hóa có thể dẫn đến những hệ lụy. Thực tế cho thấy không thể dung hòa bộ ba này trong dài hạn. Để hiểu rõ cơ chế vận hành và những hệ quả của chính sách tiền tệ vô hiệu hóa đối với nền kinh tế, bài viết này sẽ trình bày một cách đơn giản nhất những phản ứng chính sách của chính phủ trong bối cảnh các dòng vốn vào và ra ngày càng mang tính thuận chu kỳ nhiều hơn. Sau đó, chúng ta sẽ kiểm chứng lại những tác động này qua một tình huống cụ thể về việc Trung Quốc đã thực hiện chính sách tiền tệ vô hiệu hóa như thế nào trước áp lực thặng dư thương mại và dòng vốn vào ồ ạt giai đoạn sau năm 2008.

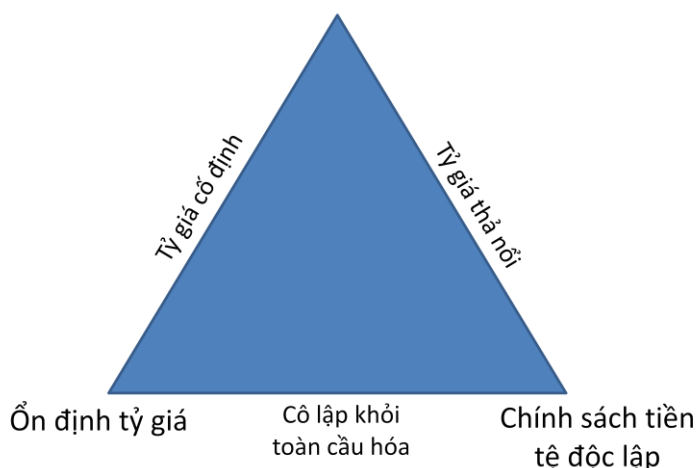
## **Bộ ba bất khả thi trong chính sách kinh tế vĩ mô hiện nay phổ biến là gì?**

Bộ ba bất khả thi trong chính sách kinh tế vĩ mô cho thấy một quốc gia mở cửa cho ngoại thương và đầu tư quốc tế (hay dòng vốn di chuyển) và muốn cố định hoặc quản lý tỷ giá hối đoái thì cần phải chấp nhận từ bỏ chính sách tiền tệ độc lập của mình – Có nghĩa là cuối cùng thì chỉ có được hai trong ba. Nhìn vào tam giác bên dưới, có thể nói ngắn gọn là *nếu bạn chọn một cạnh thì phải từ bỏ góc đối diện*.

---

<sup>1</sup> Bao gồm *vốn di chuyển tự do*, *tỷ giá hối đoái ổn định hay cố định* và *chính sách tiền tệ độc lập*. Tình thế bộ ba 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.

## Thương mại và lưu chuyển vốn tự do



Tuy nhiên, nhiều quốc gia lại muốn có cả ba—vừa cố định tỷ giá vừa thực thi chính sách tiền tệ độc lập, trong khi cũng muốn tăng cường hội nhập và tự do hóa thương mại và dòng vốn di chuyển. Để có một chính sách tiền tệ độc lập, tỷ giá hối đoái cố định diễn ra cùng với dòng vốn di chuyển tự do 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 (như lạm phát/giảm phát) trừ khi những can thiệp đó được “vô hiệu hóa”. Vậy chính sách tiền tệ vô hiệu hóa là gì và nó được thực hiện như thế nào?

### **Chính sách tiền tệ vô hiệu hóa**

*Chính sách tiền tệ vô hiệu hóa* là các cách thức mà ngân hàng trung ương thực hiện nhằm hạn chế tác động của dòng vốn vào và ra đối với cung tiền trong trường hợp phải can thiệp vào thị trường ngoại hối nhằm ổn định tỷ giá hối đoái. Những công cụ phổ biến được ngân hàng trung ương sử dụng như là tăng/giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc (nhằm thay đổi số nhân tiền từ đó tác động đến khối tiền) và/hay mua/bán trái phiếu chính phủ đối với công chúng (nhằm thay đổi cơ sở tiền từ đó tác động đến khối tiền).

Thông thường, sự can thiệp vào thị trường ngoại hối có sự hiện diện của chính sách vô hiệu hóa có thể xảy ra ở những trường hợp khác nhau – dòng vốn ra ròng (thiếu hụt ngoại hối) và dòng vốn vào ròng (dư thừa ngoại hối). Ví dụ, một quốc gia dư cầu ngoại hối hay đang thiếu hụt ngoại tệ (thường đi cùng với nội tệ bị định giá quá cao) do dòng vốn có xu hướng đi ra, ngân hàng trung ương buộc phải bán ngoại tệ ra để bình ổn tỷ giá hối đoái. Hệ quả là cung tiền giảm, lãi

suất tăng và giá cả giảm. Để giữ cung tiền không đổi, chính sách vô hiệu hóa cụ thể cho trường hợp này là mua lại trái phiếu chính phủ hay/và giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc để đưa một lượng nội tệ tương xứng trở lại lưu thông. Chính sách vô hiệu hóa này chỉ có thể thành công khi thị trường nhận thức rằng quốc gia đó có đủ dự trữ để bảo vệ tỷ giá. Nếu không, sẽ có thể bị tấn công đầu cơ lên đồng nội tệ và thường kết thúc bằng các cuộc khủng hoảng.

Đối với các nước có dư cung ngoại tệ (thường đi cùng với nội tệ bị đánh giá quá thấp) có thể do thặng dư thương mại lớn, dòng vốn vào rùng tăng nhanh. Kết quả thường thấy đó là thặng dư cán cân thanh toán, ngân hàng trung ương cần mua ngoại tệ dư thừa để giữ tỷ giá ổn định, kéo theo cung tiền tăng lên, lãi suất giảm và giá cả cũng như lạm phát tăng theo. Chính sách vô hiệu hóa cần thiết trong trường hợp này là tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc hay/và bán ra trái phiếu chính phủ để thu bớt nội tệ về. Xem ra trường hợp này có nhiều dư địa hơn để thực thi việc can thiệp vào thị trường ngoại hối và thực hiện chính sách tiền tệ vô hiệu hóa, nhưng dù sao cũng phải chú ý rằng chính sách này luôn có chi phí và lợi ích. Trung Quốc là một ví dụ điển hình, và trong chừng mức nào đó Việt Nam thời gian qua là một trường hợp tương tự. Nhiều bài học hữu ích đối với các nhà làm chính sách sẽ được tìm thấy từ việc phân tích cơ chế vận hành của loại hình công cụ chính sách này.

Chính vì thế, chúng ta cần nghiên cứu và phân tích kỹ tình huống sau đây của Trung Quốc.

## **Chính sách tiền tệ vô hiệu hóa của Trung Quốc**

*Fan Gang là một trong những nhà cải cách danh tiếng nhất của Trung Quốc và là giáo sư Kinh tế của Đại học Bắc Kinh và Viện Khoa học Xã hội Trung Quốc. Ông cũng giữ vai trò Giám đốc Viện Nghiên cứu Kinh tế Quốc gia của Trung Quốc và Tổng Thư ký của Quỹ Cải cách Trung Quốc; và đã từng là thành viên của Ủy ban Chính sách Tiền tệ của Ngân hàng Trung ương Trung Quốc.*

29/11/2010

Không lâu sau khi Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ (Fed) thông báo chính sách nói lỏng định lượng vòng thứ hai (QE2), ngân hàng trung ương Trung Quốc (the People's Bank of China - PBC) đã thông báo hai lần tăng 0,5 điểm phần trăm công cụ tỷ lệ dự trữ bắt buộc rr (required reserve ratio - rr) của các khoản tiền gửi. Mức rr giờ đây đạt 18,5%, một mức cao nhất trong lịch sử, ngay cả xét trên phạm vi toàn cầu.

Trong khi Fed đang lên kế hoạch bơm tiền nhiều hơn vào nền kinh tế Hoa Kỳ, PBC lại đang cố gắng giảm lượng tiền trong lưu thông ở Trung Quốc. Lượng tiền mà các ngân hàng thương mại dùng để đáp ứng rr, được giữ lại trong tài khoản tại PBC, không thể được mở rộng như các khoản cho vay được nữa. Kết quả là, giờ đây có một lượng tiền nhiều hơn bao giờ hết đang bị đóng băng hay đang không vận hành ở Trung Quốc.

Điều này có thể hiểu rằng Fed muốn thúc đẩy tổng cầu khi mà nền kinh tế Hoa Kỳ vẫn còn trong tình trạng suy yếu. Nhưng tại sao PBC lại thắt chặt chính sách tiền tệ nhiều đến mức như vậy? Nền kinh tế Trung Quốc không phải đang ở trong trạng thái quá nóng. Tăng trưởng thì vẫn cao, khoảng 10% năm, nhưng đã bắt đầu đi vào mức vừa phải. Trong khi đó, lạm phát mới thực sự là vấn đề đáng quan ngại – đang tăng lên đến mức 4,4% so cùng kỳ (yoy) vào tháng Mười, và so với mức 3,6% ở tháng Chín – điều này không thể giải thích lý do tại sao PBC đã tăng rr ba lần vào đầu năm nay, thời điểm khi mà lạm phát thậm chí vẫn còn thấp hơn nữa (so với hiện nay).

Vì thế, chính sách của PBC mang tính ưu tiên là: khử tính thanh khoản quá mức và đưa cung tiền về trạng thái có thể kiểm soát nhằm ngăn ngừa lạm phát có thể nóng lên quá mức. Vào đầu năm

nay, rr tăng có thể liên quan đến một phần nỗ lực nhằm chấn chỉnh tình trạng cung tiền tăng quá mạnh từ gói kích thích hậu khủng hoảng (Khủng hoảng tài chính toàn cầu - GFC 2008). Nhưng *mức tăng rr gần đây nhất chủ yếu là nhằm khử đi “lượng cung tiền bị động” do tăng dự trữ ngoại hối mà ra.*

Thực vậy, chỉ riêng tháng Chín, dự trữ ngoại hối của Trung Quốc đã tăng khoảng 100 tỷ đô la so với tháng Tám. Cùng với đà phục hồi của nền kinh tế toàn cầu, *thặng dư thương mại của Trung Quốc đã bắt đầu tăng lên. Thêm vào đó, các dòng vốn vào đã tăng lên đáng kể*, do có nhiều cơ hội đầu tư tiềm tàng trong một nền kinh tế tăng trưởng cao và sự kỳ vọng vào đồng nhân dân tệ (RMB) lên giá.

Nhưng *tăng trưởng nhanh của dự trữ ngoại hối cũng có nghĩa là cung tiền trong nước tăng theo*, bởi vì PBC chào tỷ giá ở mức 6,64 RMB (giảm 3% kể từ tháng Sáu) để đổi lấy mỗi đô la mua vào. Điều đó có nghĩa là cung tiền tăng lên khoảng 700 tỷ RMB vào tháng Chín. Hai lần tăng 50 điểm cơ sở của rr là vừa khớp để bù trừ cùng một lượng thanh khoản tăng lên.

Một quốc gia với *tài khoản vãng lai và tài khoản vốn và tài chính thặng dư đi cùng với dự trữ ngoại hối gia tăng thì thông thường đi kèm với cung tiền dư thừa và lạm phát cao.* Nhưng, thực tế ở Trung Quốc cung tiền dư thừa – PBC hiện nắm giữ hơn 2,6 ngàn tỷ đô la dự trữ – còn lạm phát xem ra lại đang ở mức khá vừa phải, cảm ơn chính sách vô hiệu hóa (sterilization policy).

*Tỷ lệ dự trữ bắt buộc rr chỉ là một công cụ vô hiệu hóa* trong sách giáo khoa. Một công cụ khác đó là *ngân hàng trung ương bán ra trái phiếu chính phủ* nhằm lấy tiền ra khỏi lưu thông – một lần nữa, cách làm này đang đối nghịch với Fed đang làm hiện giờ. Vì chính phủ Trung Quốc không vay nợ nhiều từ khu vực công chúng, PBC đã bán ra hết lượng trái phiếu chính phủ mà mình nắm giữ ở năm 2005. Chính vì thế mà PBC phải tạo ra một thứ gì đó để tiếp tục bán ra.

Sản phẩm được tạo ra này được gọi là *tín phiếu của ngân hàng trung ương (central bank bills)*, theo đó các ngân hàng thương mại được cho là sẽ mua một cách tự nguyện. Khi các ngân hàng thương mại thực hiện điều đó, số tiền mà họ trả cũng được giữ lại trong tài khoản của PBC. Đến giờ, có tới khoảng 5-6% tổng lượng thanh khoản đã được quay trở lại ngân hàng trung ương theo cách này.

Ngoài ra, PBC còn sử dụng các công cụ không theo quy ước vào lúc này hay lúc khác, như là trần tín dụng (credit ceilings) hay hạn mức tín dụng (credit quotas) đối với các ngân hàng thương mại. Cách làm này có thể tạo ra “những khoản dự trữ dư thừa” (extra reserves), mà các ngân hàng thương mại không thể sử dụng để mở rộng các khoản mục tín dụng của họ. Hạn ngạch tín dụng thực hiện vào đầu năm nay đã làm cho các ngân hàng thương mại có dự trữ thừa khoảng 2-3%.

Tính gộp tác động của các nỗ lực vô hiệu hóa của PBC, khoảng  $\frac{1}{4}$  tổng cơ sở tiền của Trung Quốc trở nên không có tính thanh khoản. Do vậy, dù cho tổng cung tiền của Trung Quốc dường như dư thừa, với tỷ số M2 so GDP hiện vào khoảng 190%, cơ sở tiền thực tế thì nhỏ hơn nhiều. Kết quả là, lạm phát cũng như giá tài sản của Trung Quốc vẫn duy trì trong tình trạng kiểm soát.

*Chính sách tiền tệ vô hiệu hóa như thế này sẽ tiếp diễn bao lâu nữa, và liệu nó có thể đi xa hơn nữa không? Mức rr cao hơn đến đâu sẽ bắt đầu gây nên tình trạng thua lỗ của các ngân hàng thương mại của Trung Quốc?*

Có thể vẫn còn không gian cho chính sách vô hiệu hóa thêm nữa. Thứ nhất, không giống như một số các nước khác, các ngân hàng thương mại Trung Quốc được trả lãi hợp lý trên các khoản dự trữ bắt buộc (required reserves), ngoại trừ các khoản dự trữ dư thừa (extra reserves) mà họ nắm giữ. Vì vậy mà họ không bị thiệt nhiều từ chính sách vô hiệu hóa của PBC, có thể nói là như vậy.

Thứ hai, ngân hàng trung ương Trung Quốc vẫn kiểm soát lãi suất bằng cách buộc thực hiện mức chênh lệch vào khoảng ba điểm phần trăm giữa lãi suất cho vay và lãi suất tiền gửi. Kết quả là, các ngân hàng thương mại của Trung Quốc có thể vận hành trong thời gian kéo dài hơn với mức rr cao hơn so với các ngân hàng thương mại ở các nơi khác.

Một vấn đề quan trọng mà Trung Quốc đang phải đối mặt đó là làm thế nào để giảm thặng dư tài khoản vãng lai và tài khoản vốn và tài chính nhằm giảm nắm giữ dự trữ ngoại hối. Đúng là vậy, *một chính sách nâng giá thêm nữa tỷ giá hối đoái là cần thiết*, nhưng cách làm này chỉ đóng vai trò thứ cấp. Nhiệm vụ quan trọng nhất cho Trung Quốc là *giảm tỷ lệ tiết kiệm*, đang ở mức quá

cao khoảng 52% GDP vào năm 2009. Một số các cải cách về tài khóa, bảo hiểm xã hội và thuế nên đặt lên thành nhiệm vụ ưu tiên vì mục tiêu này.

Nhưng có thể cả chính sách nâng giá nội tệ và cải cách sẽ mất nhiều thời gian. Trong khi đó, các nguyên nhân về sự mất cân bằng toàn cầu phía Hoa Kỳ cũng không hề có dấu hiệu biến mất sớm hơn. Và hiện nay, với gói kích thích QE2 của Fed đã được thực hiện, tình hình có thể trở nên xấu hơn nữa trước khi chúng được cải thiện. PBC có thể còn tiếp tục nhiệm vụ vô hiệu hóa của mình một thời gian nữa trong tương lai.

Nguồn: <https://www.project-syndicate.org/columnist/fan-gang>

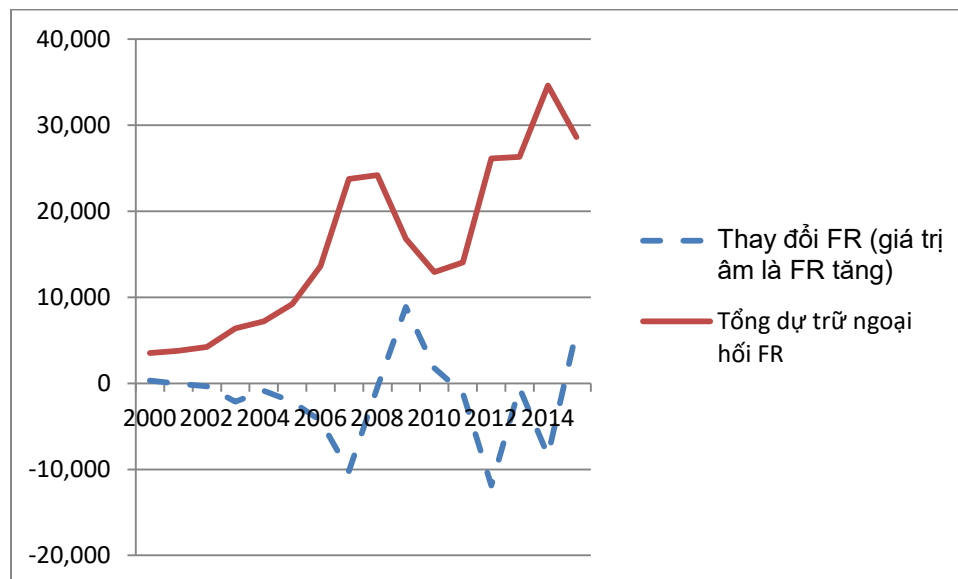
### **Câu hỏi thảo luận:**

1. Tại sao Trung Quốc phải tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc rr và sự khác nhau giữa những lần tăng rr (lần thứ nhất vào giai đoạn sau khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008-2009 và lần tiếp theo vào năm 2010) có gì khác nhau?
2. Những công cụ vô hiệu hóa mà Trung Quốc sử dụng trong tình huống này bao gồm những gì giống và khác với lý thuyết?
3. Bên cạnh đó, những biện pháp nào đã được các cơ quan tiền tệ Trung Quốc phối hợp dù đã dùng khá nhiều công cụ lý thuyết? Những giải pháp công cụ không chính thống này có thể kéo theo hệ lụy gì và vì sao phải dùng đến chúng?
4. Liệu giải pháp vô hiệu hóa của Trung Quốc có thực sự dung hòa bộ ba bất khả thi trong dài hạn và thực sự có tác dụng kể cả trong trung hạn?
5. Những cải cách nào Trung Quốc đã chọn để phối hợp nhằm xử lý các trục trặc có thể diễn ra do chính sách vô hiệu hóa có thể gây ra?

### **Bài học cho Việt Nam**

Liên hệ trường hợp Việt Nam ta thấy giai đoạn 2000-2016, đặc biệt là trước cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008, dòng vốn nước ngoài vào mạnh và thặng dư cán cân thanh toán BOP. Sau đó, từ 2012 tình trạng thặng dư kép (cả cán cân vãng lai CA và cán cân vốn và tài chính KA thặng dư đồng thời) đã giúp Việt Nam tích lũy rất nhanh dự trữ ngoại hối. Báo chí Việt Nam đưa

tin về việc ngân hàng nhà nước đã tích lũy hàng năm hàng chục tỷ USD. Nếu có số liệu đầy đủ, chúng ta có thể thử phân tích tác động này đối với nền kinh tế vĩ mô như trường hợp của Trung Quốc. Bài học và kinh nghiệm vẫn còn đó. Hình sau đây cho thấy tổng dự trữ ngoại hối Việt Nam (FR) tăng mạnh hai giai đoạn, trước 2008 và sau 2012.



Nguồn: ADB 2016

### Tài liệu tham khảo

Fan Gang (2010), China's Monetary Sterilization, <https://www.project-syndicate.org/columnist/fan-gang>

James Riedel (2015), Choosing and Exchange Rate Regime, FETP/MPP8/Macroeconomics/Riedel.

### Phụ lục

#### Quản lý dự trữ ngoại hối – Chi phí và lợi ích

Nhìn từ góc độ bình ổn, lý do cơ bản của sự can thiệp mạnh vào thị trường ngoại hối là nhằm giúp điều hoà ảnh hưởng của những cú sốc mạnh bên ngoài và giúp tránh những biến động mạnh của lãi suất ngang bằng, khi mà tỷ giá hối đoái là một trong những yếu tố quyết định. Ngoài ra, việc can thiệp mạnh còn được biện minh nhìn từ góc độ phát triển.



Do đó, 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. 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. Nhìn chung, 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 lũy nguồn cung ngoại hối dư thừa vào những thời kỳ bùng phát kinh tế để sử dụng vào các cuộc khủng hoảng sau đó.

Những cuộc khủng hoảng vào cuối thập niên 1990 đã khiến các nước đang phát triển tích cực sử dụng công cụ chính sách này. Việc sử dụng công cụ chính sách này cũng là phản ứng trước các cuộc khủng hoảng châu Á và nước Nga vào năm 1997 và 1998, thể hiện tình trạng thiếu các thể chế thoả đáng để quản lý những cuộc khủng hoảng bắt nguồn từ hiện tượng “dùng đột ngột” của các nguồn tài trợ bên ngoài, cũng như việc áp đặt những điều kiện gắn liền với những dòng vốn hỗ trợ, chủ yếu là từ các chương trình tài chính khẩn cấp của IMF. Nói cách khác, khi không có bảo hiểm được cung ứng bởi một tổ chức quốc tế, “tự bảo hiểm” trở thành phương án duy nhất đó là tích lũy dự trữ ngoại hối.

Việc tự bảo hiểm trước các cuộc khủng hoảng tài chính đòi hỏi đất nước phải duy trì lượng dự trữ ngoại hối ít nhất tương đương với các nghĩa vụ nợ bên ngoài ngắn hạn, đây là dòng tài chính có thể dễ dàng tháo chạy trong thời kỳ khủng hoảng. 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 thậm trọng tỷ lệ với *tổng* nghĩa vụ nợ nước ngoài; tỷ lệ này càng lớn nếu tài khoản vốn càng mở cửa.<sup>i</sup>

Can thiệp vào tỷ giá hối đoái còn có mục tiêu phát triển. Mục tiêu này đôi khi còn quan trọng hơn mục tiêu điều hoà ảnh hưởng biến động tài khoản vốn. Bảo đảm một mức 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. Điều quan trọng là tránh dùng 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 (căn bệnh Hà Lan).

Lẽ dĩ nhiên, nhược điểm của sự can thiệp vào thị trường ngoại hối là: việc tích lũy 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 vô hiệu hóa để tránh những biến động mạnh trong cung tiền nội địa và cho vay. 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 ‘tương tự như thâm hụt ngân sách’ ‘quasi-fiscal’ deficits).

Nguồn: Biên soạn từ Ocampo (2009)

---

<sup>1</sup> 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’.