

Bài giảng 10 & 11

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
- Kiểm soát vốn
- 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

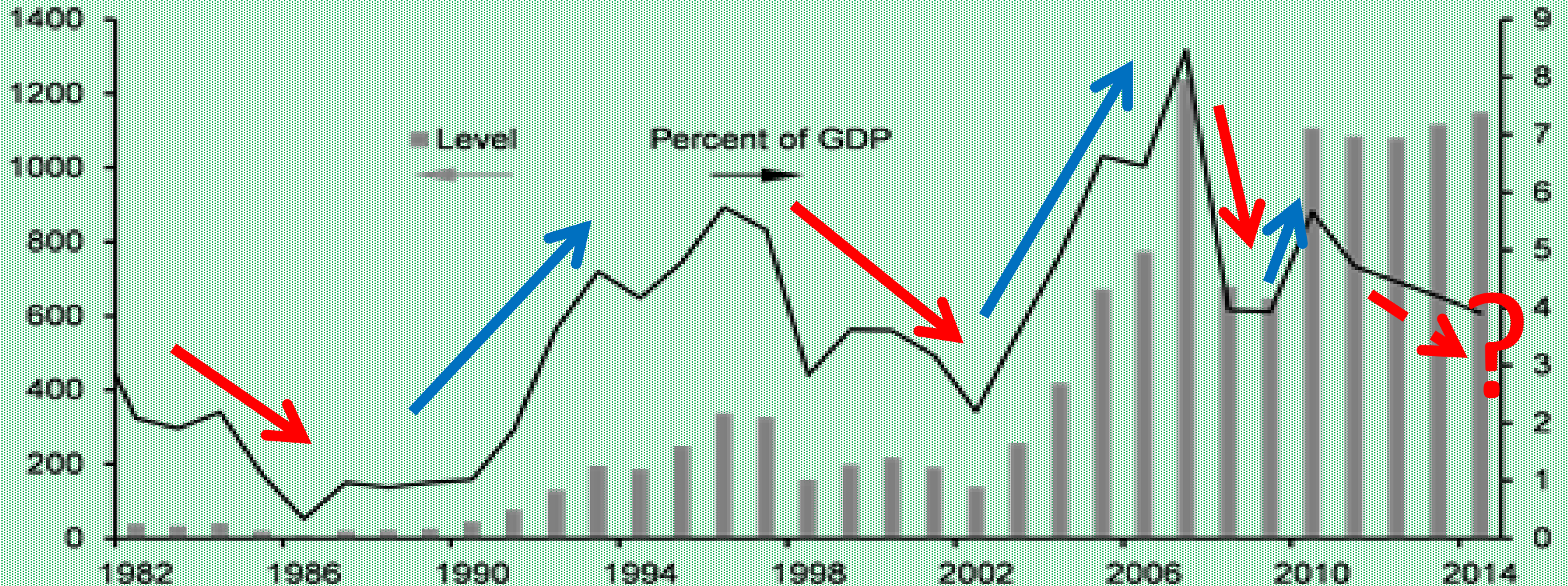
- **Chu kỳ thứ 1: Bùng nổ vay mượn ở các nước đang phát triển (“chu kỳ đồng đô-la đầu lửa”): 1975-1981**
 - Kết thúc bằng khủng hoảng nợ quốc tế 1982 ở Mexico và sau đó lan rộng sang nhiều nước Mỹ La tinh khác
 - Thập niên mất mát (“Lost Decade”): 1982-1989 xảy ra ở các nước châu Mỹ La tinh
- **Chu kỳ 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

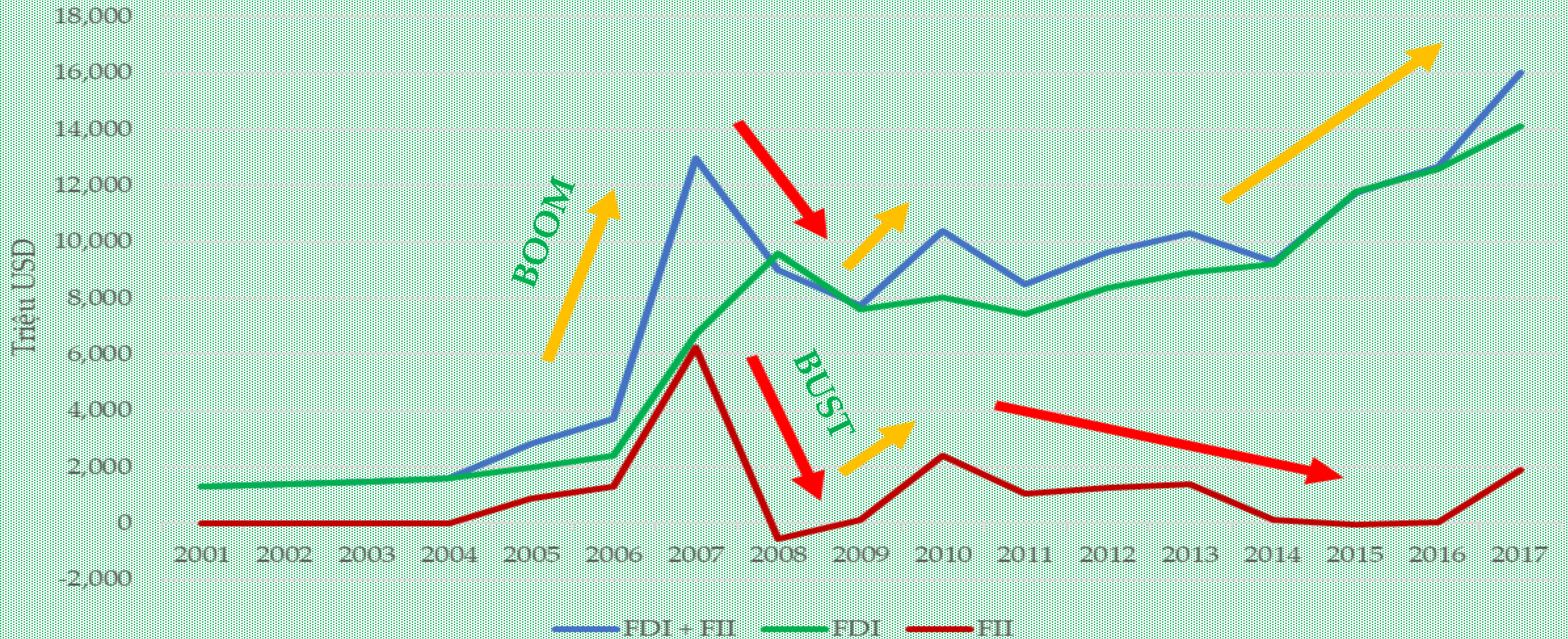
\$ billion

percent of GDP



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.

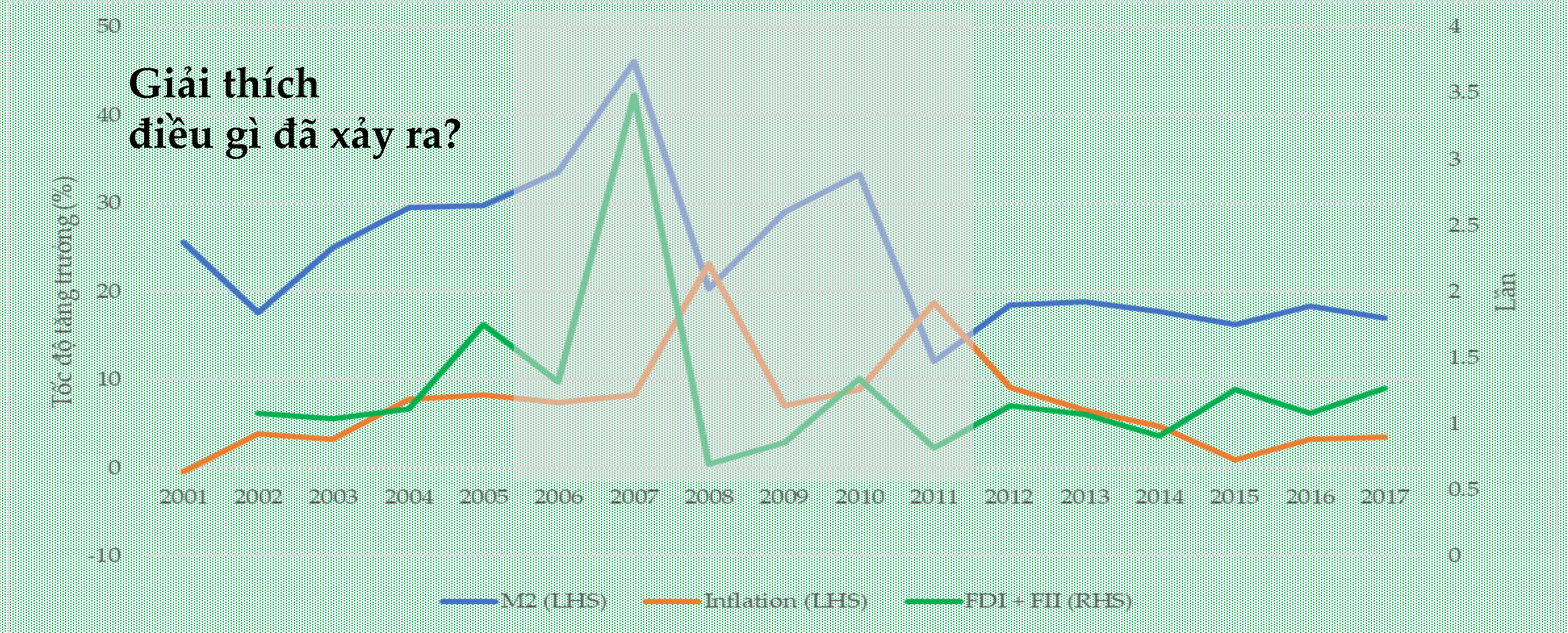
Rủi ro và thách thức của dòng vốn quốc tế (tt)

- **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

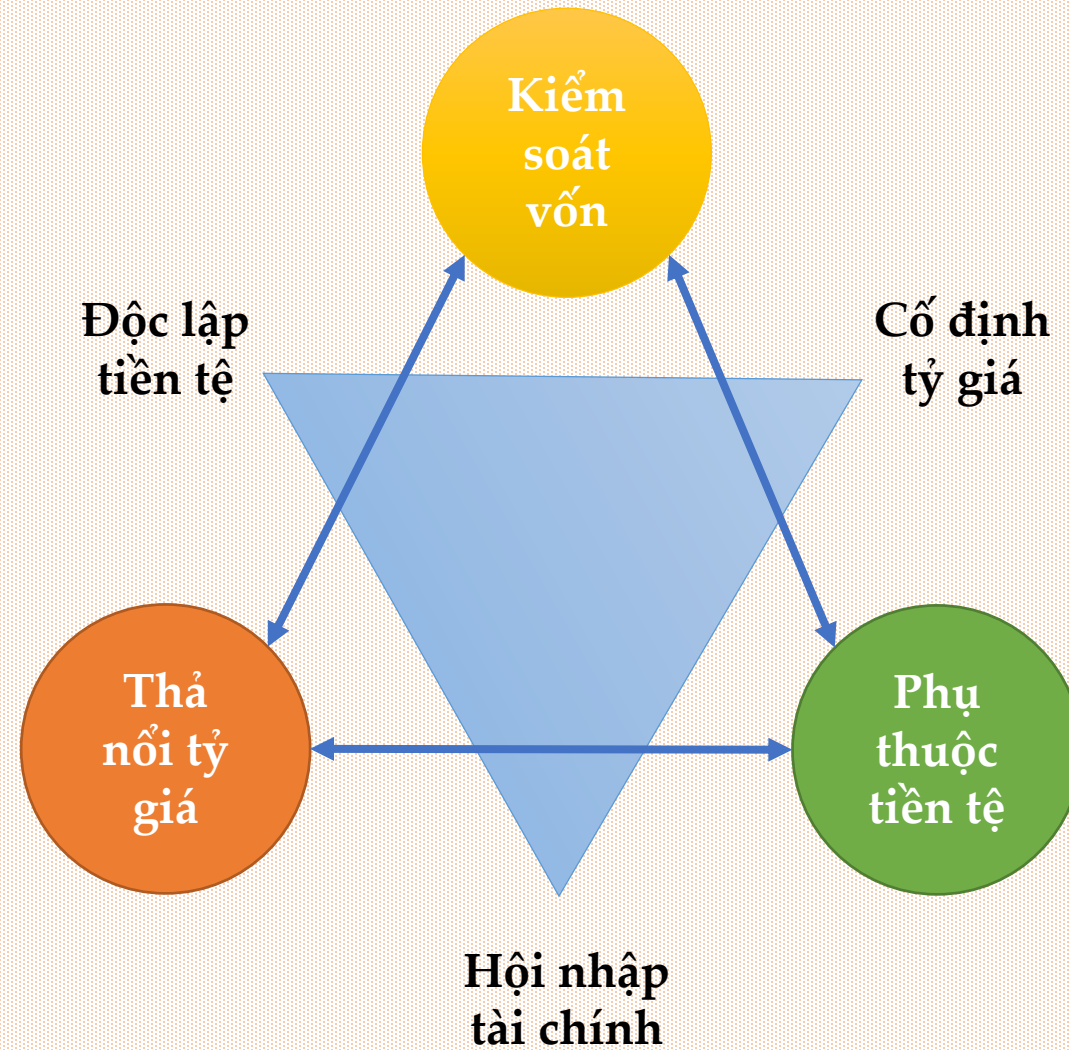


Tại sao việc theo đuổi 3 mục tiêu sau là quan trọng?

- **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

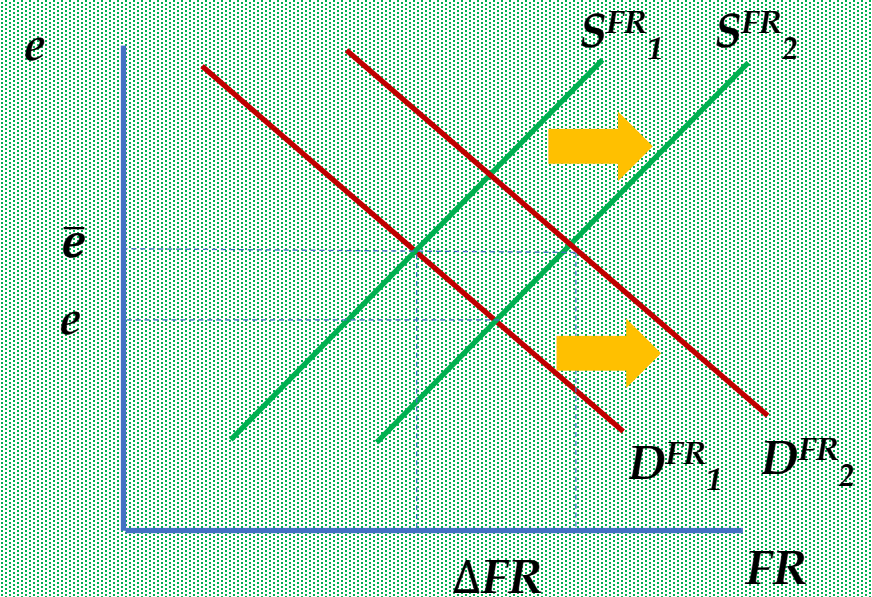
*Có đạt được
cả 3 mục tiêu
cùng lúc
không?*

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



Mô hình Mundell - Flemming

Phiên bản IS-LM-BP

- IS:

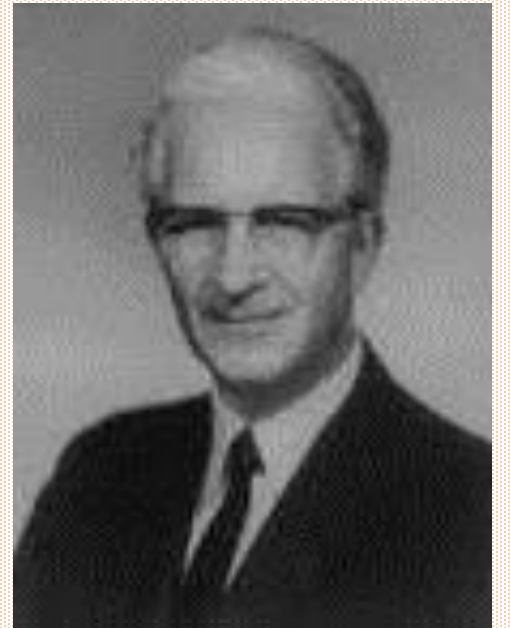
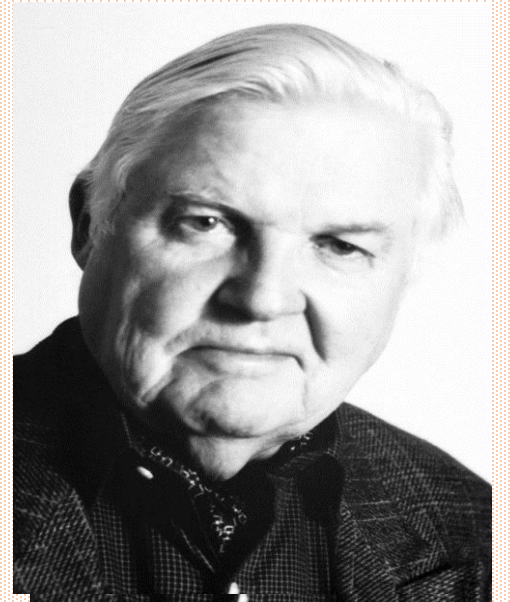
$$Y = C(Y - T) + I(r) + G + NX(e)$$

- LM:

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

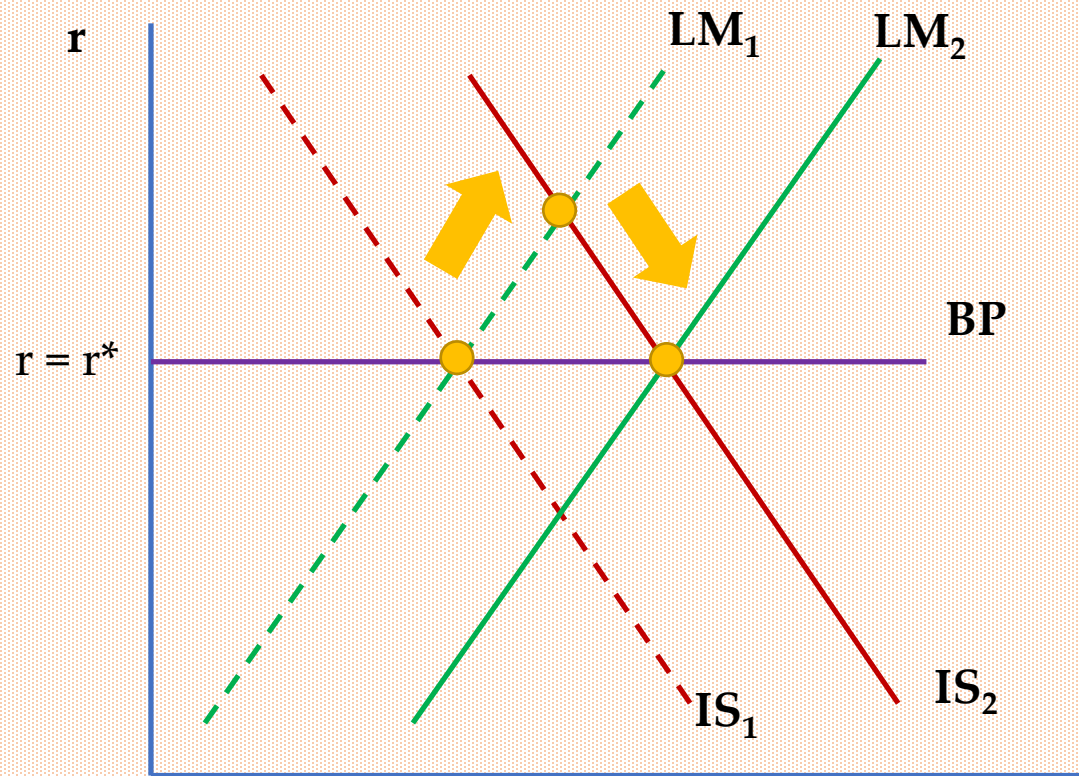
- BP:

$$r = r^*$$



Chính sách tài khóa

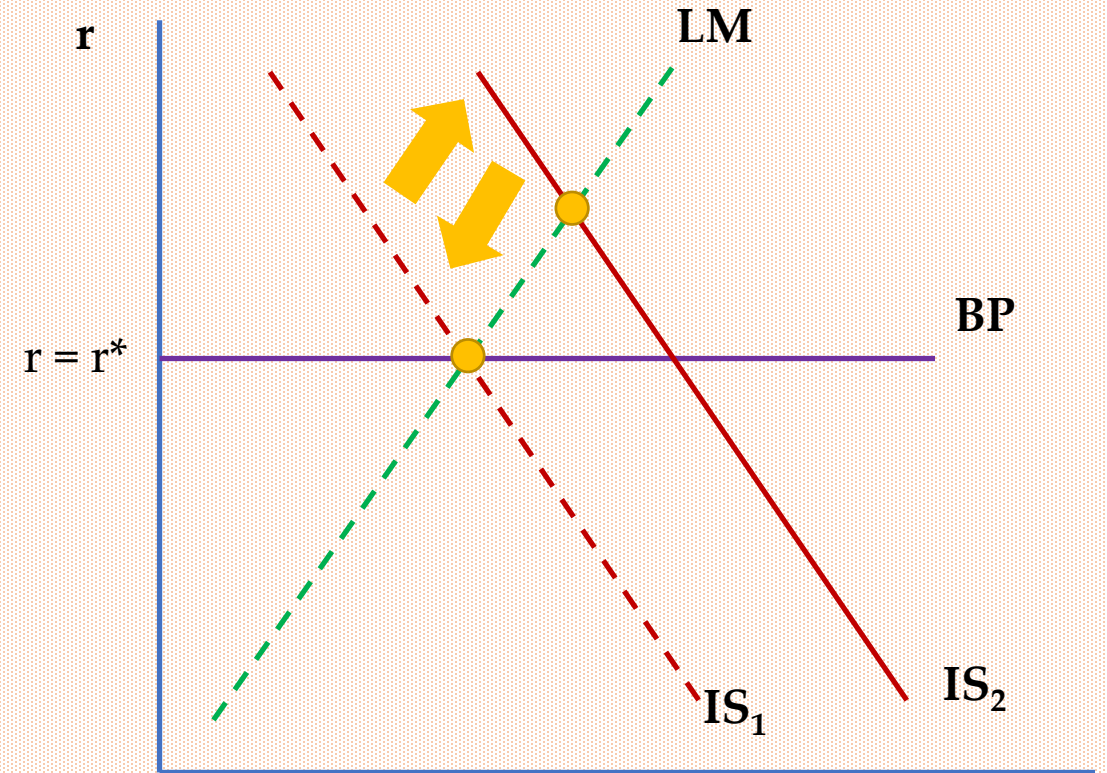
Tỷ giá cố định



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

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

Tỷ giá thả nổi

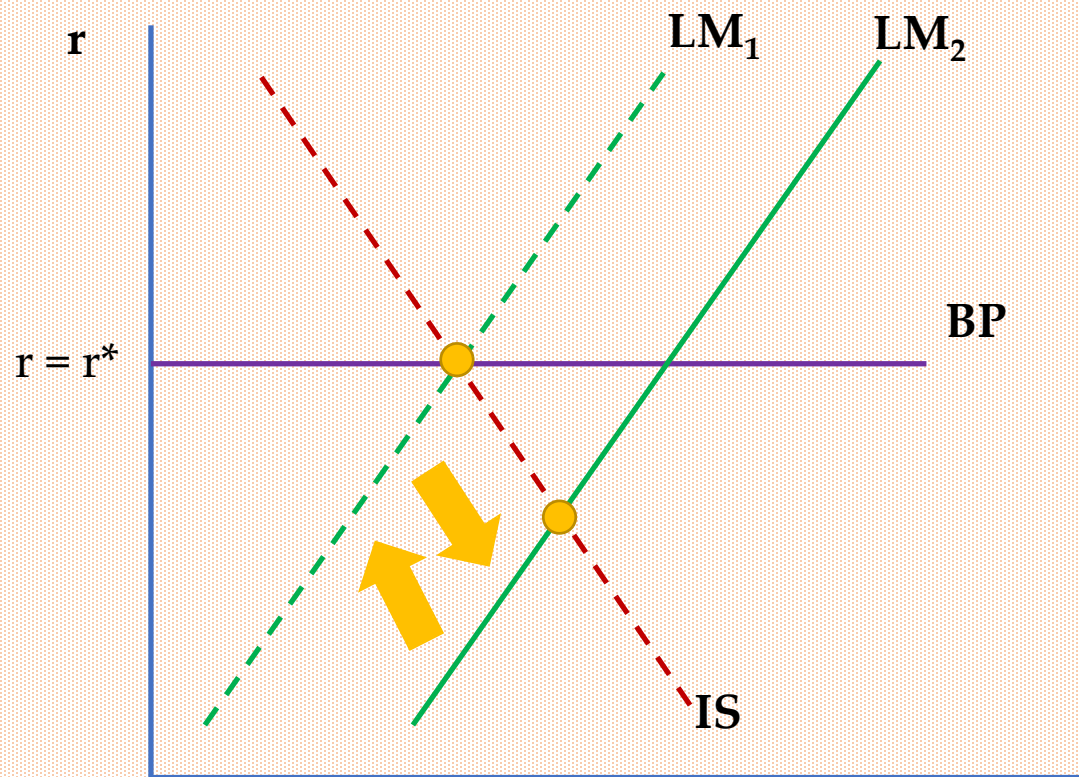


$\uparrow G \Rightarrow IS \rightarrow \Rightarrow r \uparrow > r^* (+Y \uparrow) \Rightarrow CF \uparrow \Rightarrow e \downarrow \quad Y$

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

Chính sách tiền tệ

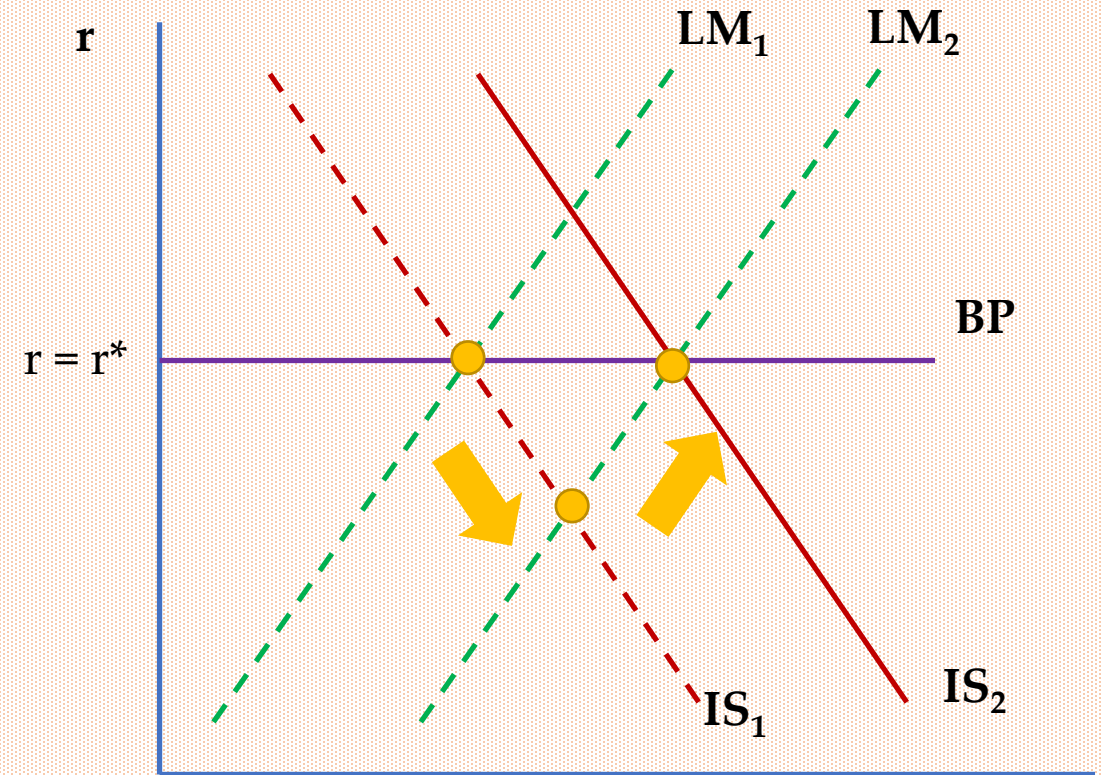
Tỷ giá cố định



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

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

Tỷ giá thả nổi

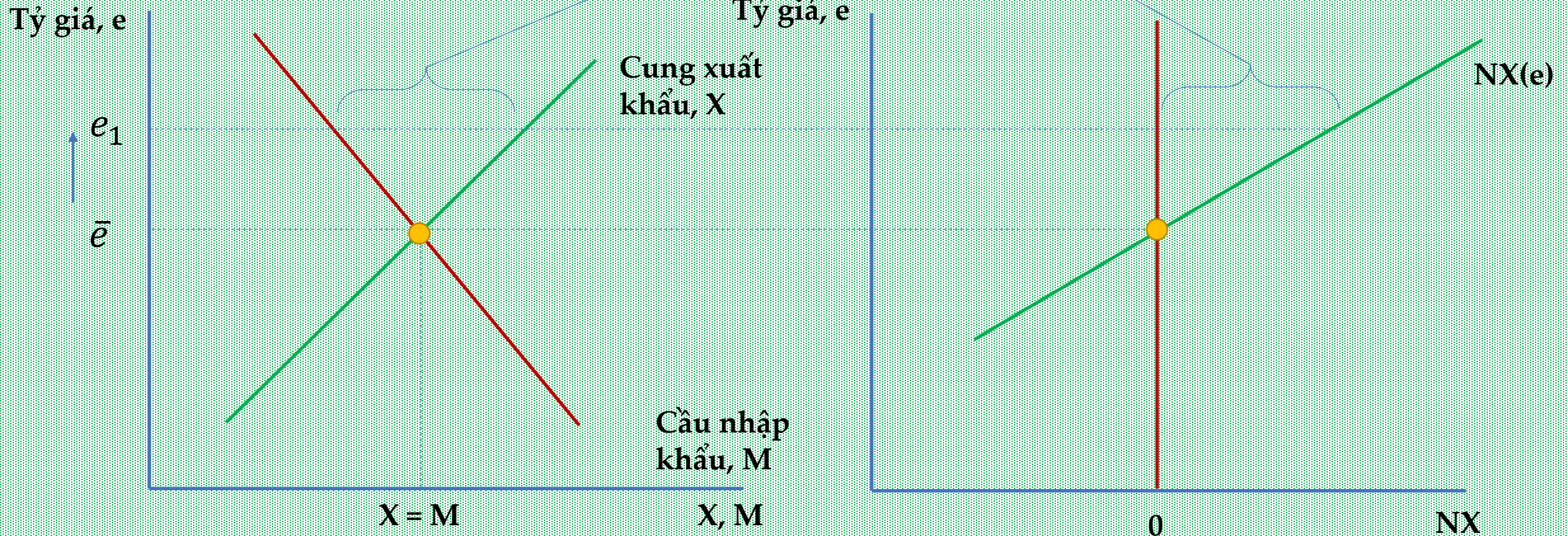


$\uparrow M \Rightarrow LM \rightarrow \Rightarrow r \downarrow < r^* (+Y \uparrow) \Rightarrow CF \downarrow \Rightarrow e \uparrow > \bar{e} \quad Y$

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

Tỷ giá và cán cân thương mại

Thặng dư xuất khẩu



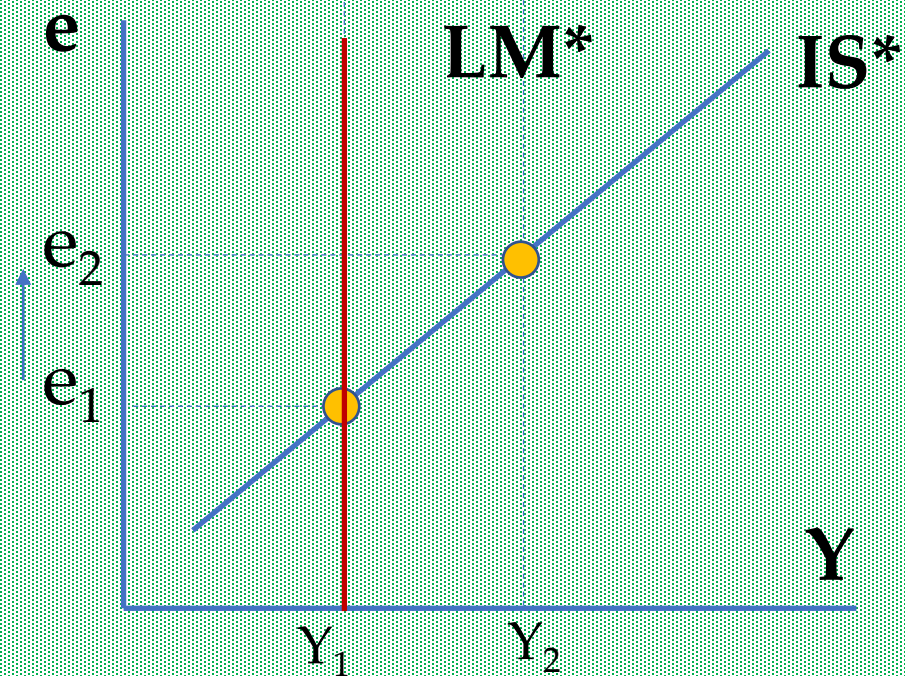
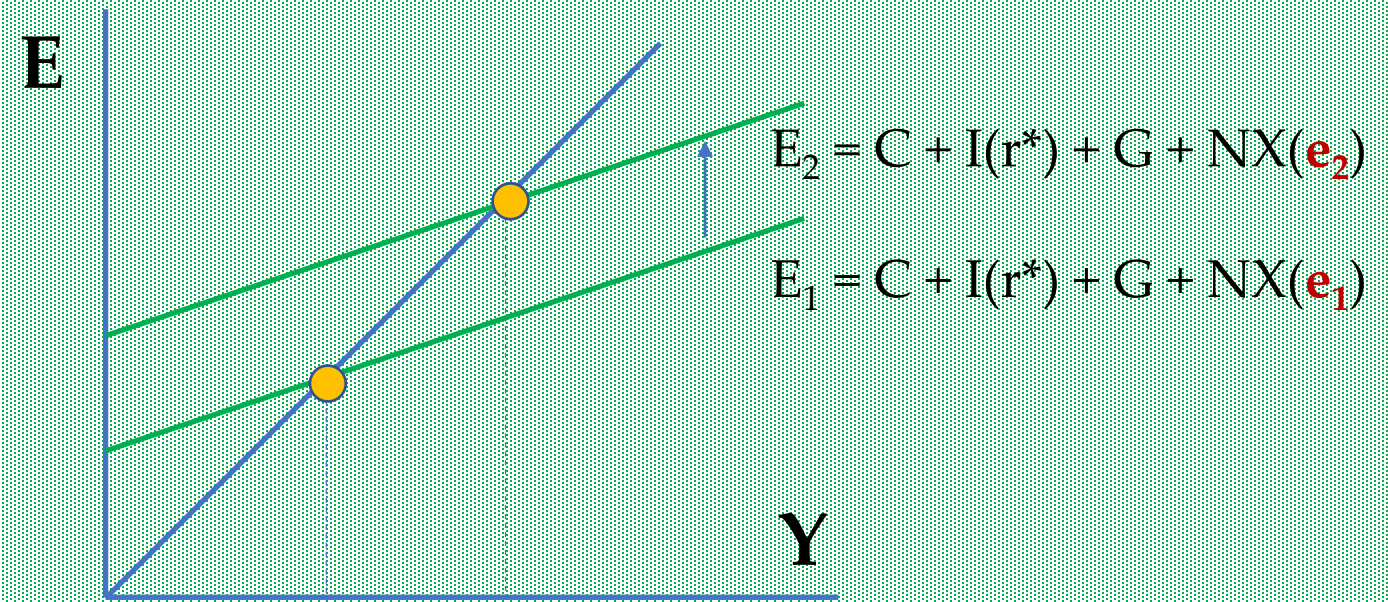
Mô hình IS*-LM*

- Đường IS*:

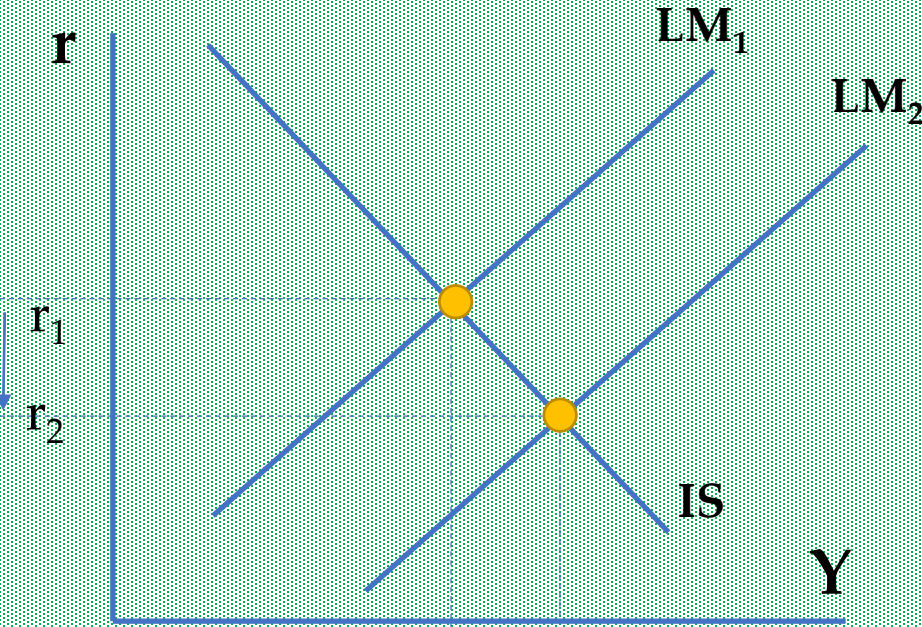
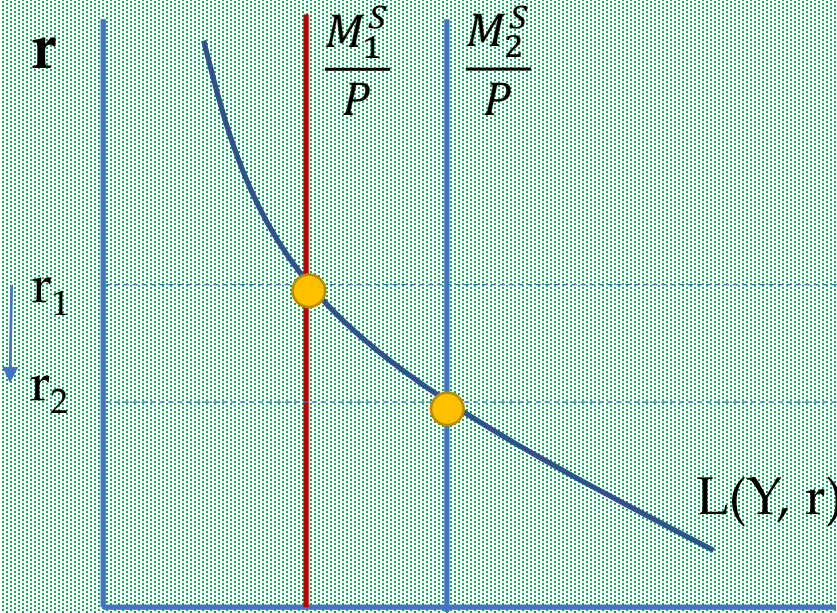
$$Y = C(Y - T) + I(r^*) + G + NX(e)$$

- Đường LM*:

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

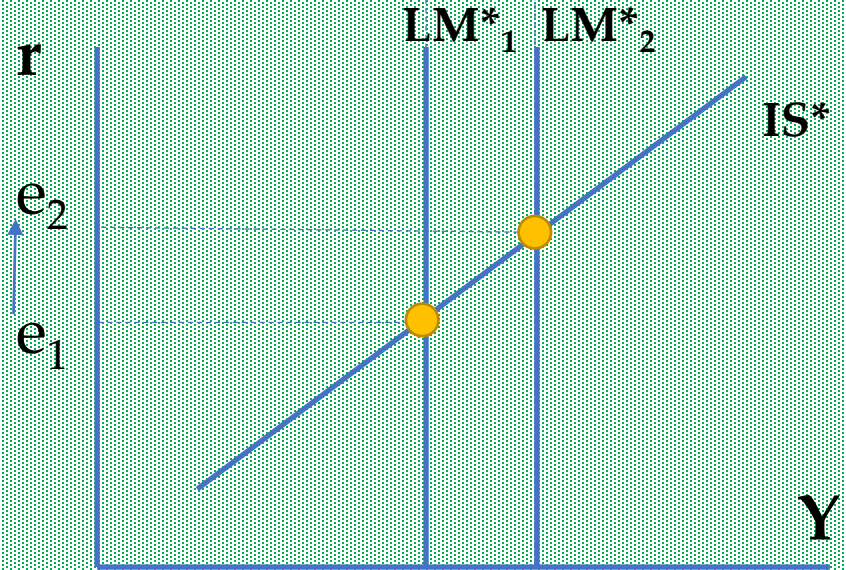


Chính sách tiền tệ



- Tỷ giá thả nổi
 $\uparrow M \Rightarrow \downarrow r \Rightarrow e \uparrow \Rightarrow NX \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$

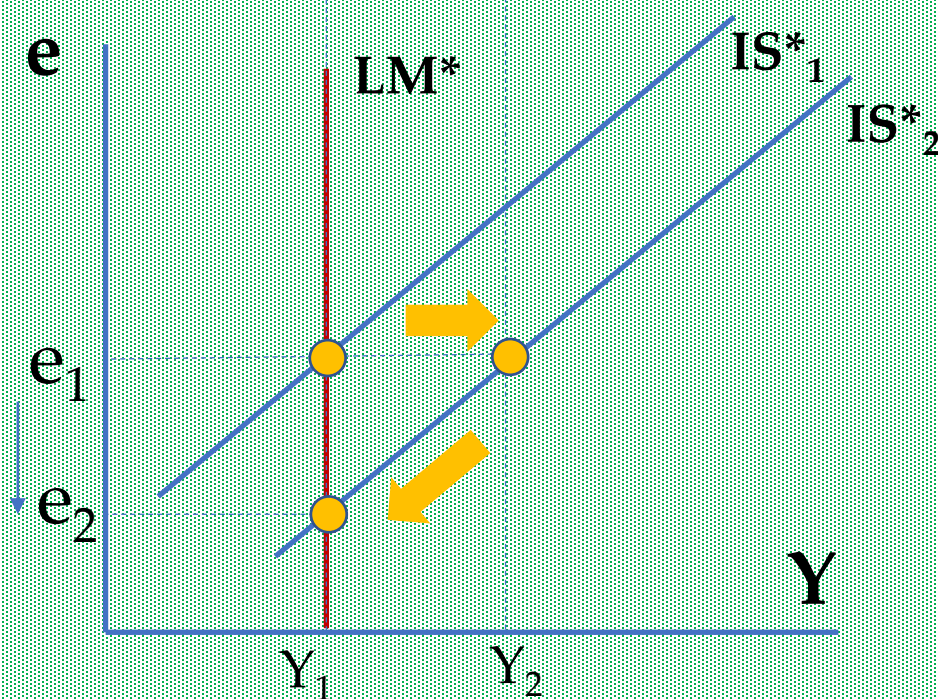
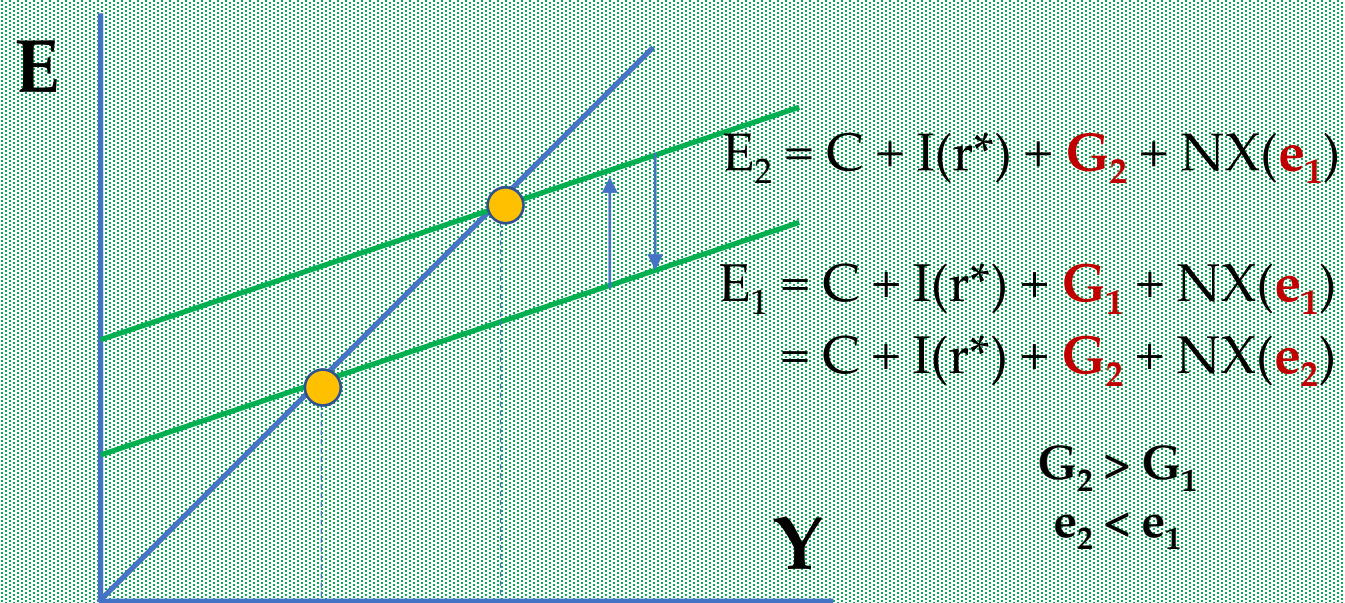
Thử giải thích nếu tỷ giá cố định thì thế nào?



Lấn át hoàn toàn (100% crowding out)

$\uparrow G \Rightarrow \uparrow E \Rightarrow \uparrow Y \Rightarrow L \uparrow \Rightarrow r \uparrow > r^*$
 $\Rightarrow CF \uparrow \Rightarrow e \downarrow \Rightarrow NX \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$

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

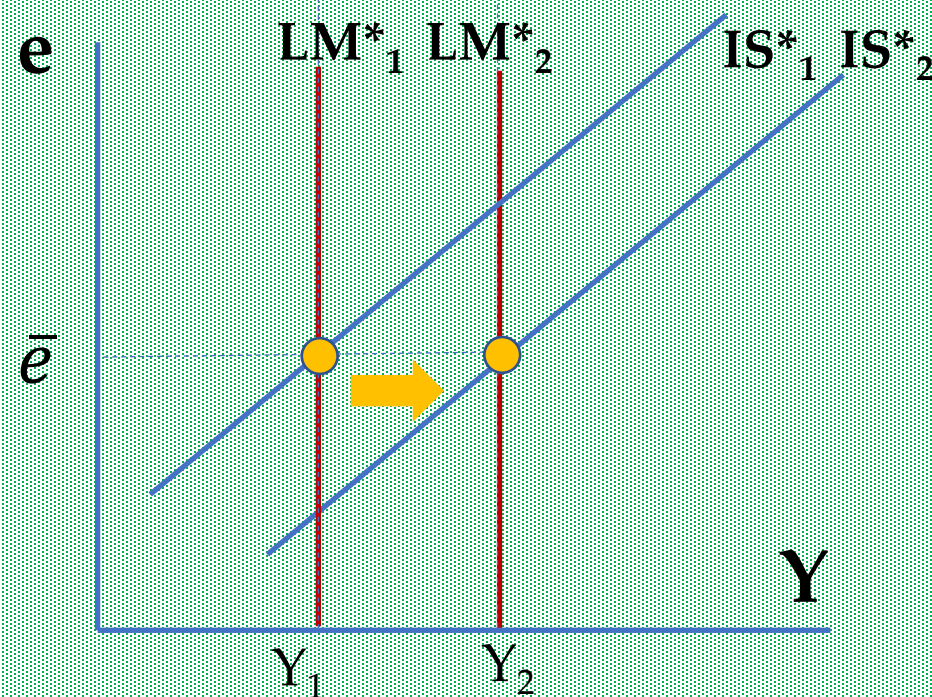
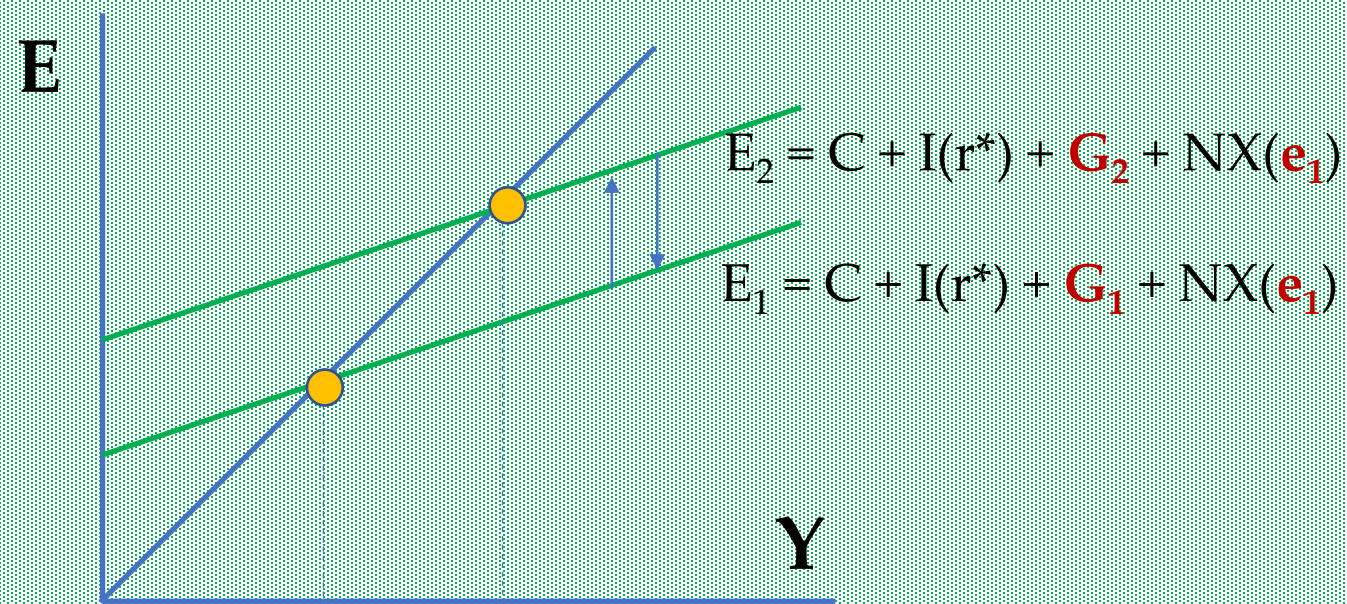


Chính sách tài khóa dưới chế độ tỷ giá cố định

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

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

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

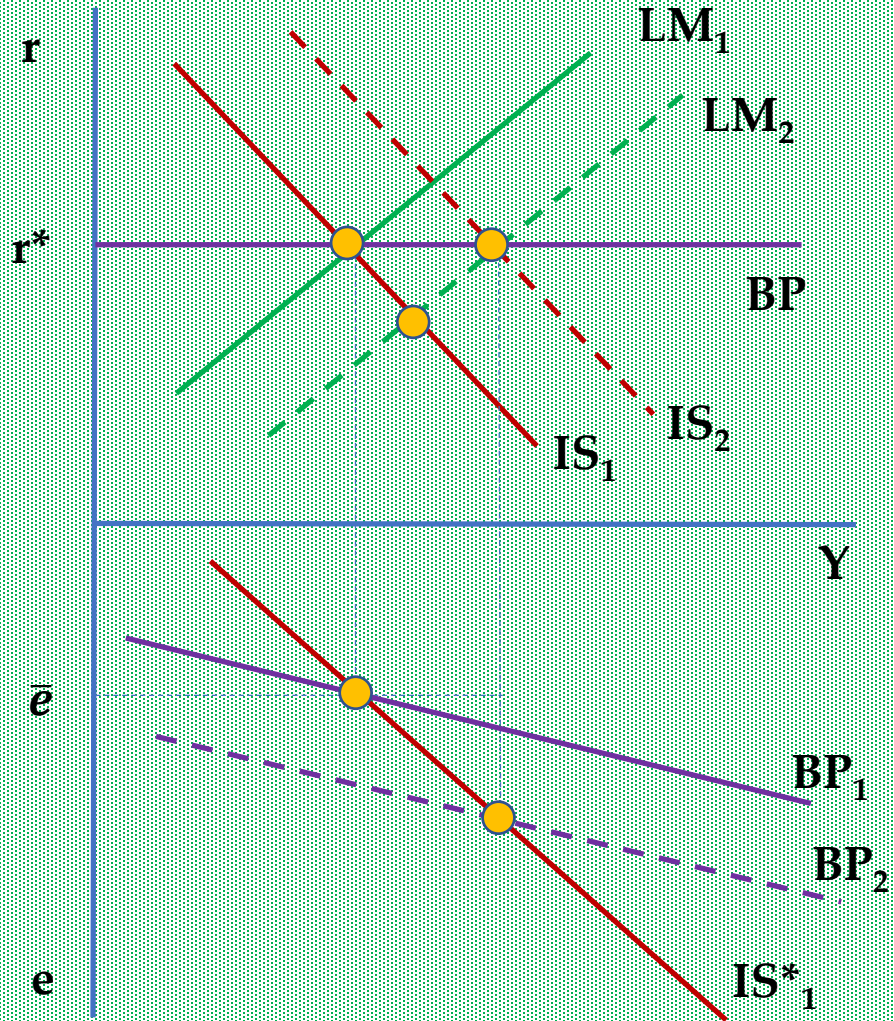


Chính sách vô hiệu hóa (Sterilization policy)

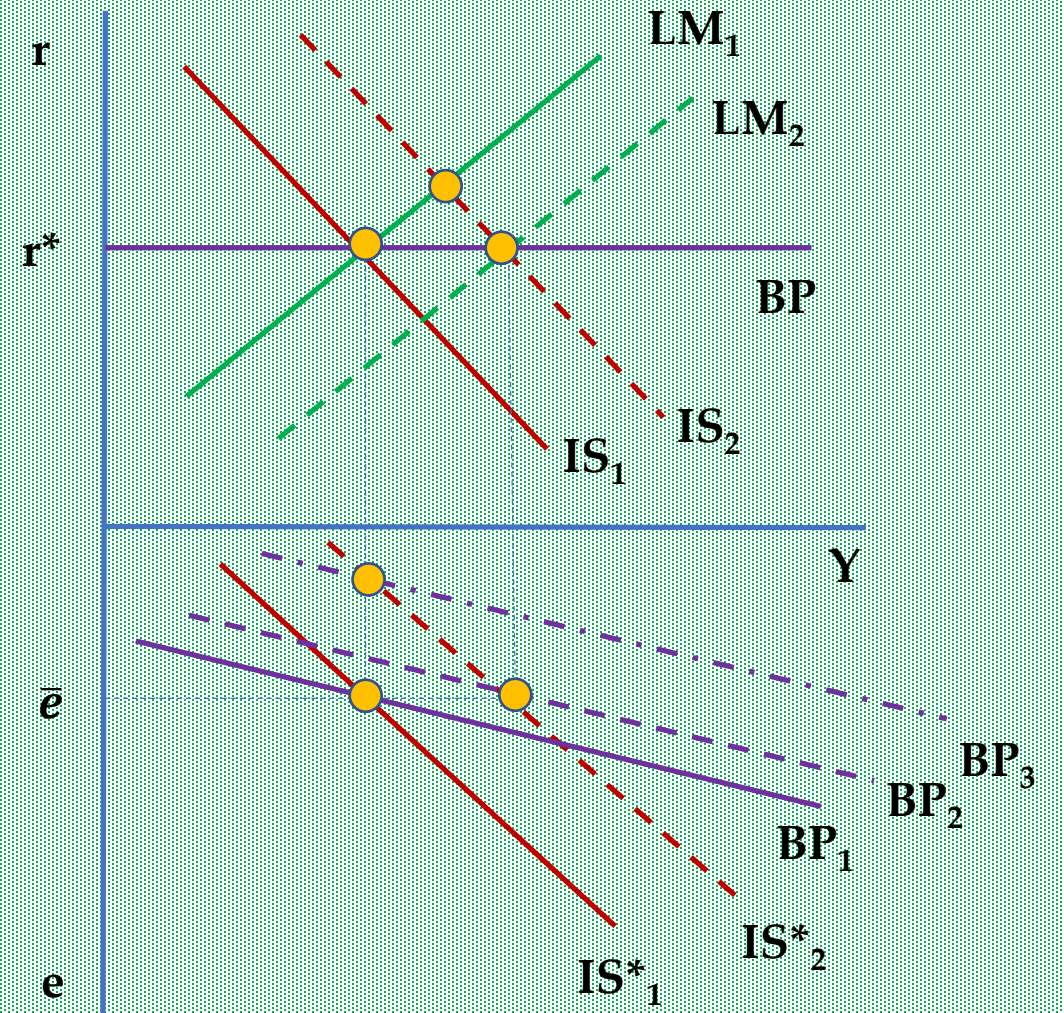
- NHTW có thể can thiệp bằng một số công cụ chính sách để trung hòa lượng cung tiền đã bơm ra nền kinh tế
- Các công cụ trung hòa:
 - Bán ra trái phiếu chính phủ trên thị trường mở (OMO)
 - Tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc
 - Tăng lãi suất
 - Kiểm soát tăng trưởng tín dụng
- Các công cụ bổ sung
 - Nới lỏng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



Kiểm soát vốn: Điều khoản thỏa thuận của IMF

“Các nước thành viên có thể thực hiện các biện pháp kiểm soát vốn như là sự cần thiết nhằm điều chuyển các dòng vốn quốc tế, nhưng không thành viên nào được thực hiện kiểm soát vốn theo cách gây hạn chế các nhu cầu thanh toán cho các giao dịch vãng lai.”



G-20 'Kết luận nhất quán'

“Các biện pháp kiểm soát vốn có thể tạo thành một phần của cách tiếp cận rộng hơn để bảo vệ nền kinh tế khỏi các cú sốc. Trong trường hợp dòng vốn tăng cao và biến động, các biện pháp quản lý vốn có thể bổ sung và áp dụng song hành, chứ không phải thay thế cho các chính sách tiền tệ, tỷ giá, quản lý dự trữ ngoại hối và chính sách an toàn tài chính.”

Nguồn: G20 Coherent Conclusions for the Management of Capital Flows Drawing on Country Experiences

Các công cụ kiểm soát vốn được áp dụng ở một số nền kinh tế mới nổi

Quốc gia	Kiểm soát dòng vốn FPI		Kiểm soát dòng vốn của ngân hàng		
	Đánh thuế lên đầu tư nước ngoài	Kiểm soát theo từng loại tài sản và kỳ hạn	Đánh thuế lên các khoản vay mượn ngắn hạn nước ngoài	Giới hạn định lượng đối với rủi ro ngoại hối của ngân hàng	Dự trữ bắt buộc đối với tài sản nợ bằng ngoại tệ
Brazil	x		x		x
Indonesia		x		x	x
Hàn Quốc	x	x	x	x	
Đài Loan		x		x	x
Thái Lan	x				

Các biện pháp kiểm soát vốn ở một số nước: Biện pháp lên **dòng vốn vào**

- **Brazil:** 2009- Áp dụng thuế suất 2% lên danh mục đầu tư cổ phiếu và dòng vốn nợ.
- **Indonesia:** 2011- Áp đặt: (1) thời hạn nắm giữ 6 tháng đối với trái phiếu NHTW, và (2) hạn mức vay nước ngoài ngắn hạn đối với các ngân hàng tối đa 30% vốn tự có.
- **Hàn Quốc:** 2011- Tái áp đặt mức khấu trừ thuế 14% đối với các khoản thu nhập lãi của người không cư trú khi nắm giữ trái phiếu kho bạc (ngoài ra còn chịu thêm 20% thuế lợi vốn).
- **Peru:** 2010- Tăng mức phí mua tín phiếu NHTW lên đến 400 điểm cơ bản (từ 10 điểm cơ bản).
- **Thái Lan:** 2010- Tái áp đặt mức thuế khấu trừ 15% lên các khoản thu nhập lãi và lợi vốn của người không cư trú khi mua mới các khoản trái phiếu chính phủ.

Các biện pháp kiểm soát vốn ở một số nước: Biện pháp lên **dòng vốn ra**

- **Argentina:** 2001- Áp đặt hạn mức rút tiền ngân hàng và các biện pháp kiểm soát lên các giao dịch và các khoản vay bằng ngoại tệ.
- **Iceland:** 2008- Ngưng khả năng chuyển đổi của các tài khoản nội tệ đối với các giao dịch vốn.
- **Malaysia:** 1998- Áp đặt thời gian chờ 12 tháng đối với người không cư trú khi chuyển đổi tiền bán chứng khoán thu được sang ngoại tệ.
- **Ukraine:** 2008- Áp đặt thời gian chờ 5 ngày đối với người không cư trú khi chuyển đổi tiền bán chứng khoán thu được sang ngoại tệ.
- **Thái Lan:** 1997- Áp đặt giới hạn lên các giao dịch kỳ hạn và áp dụng biện pháp kết hối nguồn thu xuất khẩu (surrender requirement).

Các biện pháp quản lý vốn theo ba thể hệ khác nhau

Quốc gia	Thể hệ thứ nhất (Kiểm soát định lượng)	Thể hệ thứ hai (Kiểm soát dựa trên giá)	Thể hệ thứ ba (Điều tiết FX)
Trung Quốc	Lệnh cấm hoàn toàn hoặc thiết lập giới hạn đối với sự xâm nhập của các khoản đầu tư nhất định		
Ấn Độ	Thiết lập giới hạn trực tiếp lên các giao dịch USD-rupee		Yêu cầu ký quỹ đối với các giao dịch kỳ hạn USD-rupee lên 100%
Brazil		Đánh thuế lên danh mục đầu tư	Dự trữ bắt buộc không hưởng lãi suất đối với các trạng thái ngoại tệ đoàn/âm(short) trên thị trường ngoại hối giao ngay
Hàn Quốc		Khấu trừ thuế lên các khoản đầu tư trái phiếu và công cụ thị trường tiền tệ đối với người không cư trú	Nhiều biện pháp kiểm soát lên trạng thái phái sinh ngoại hối
Peru		Đánh thuế lên danh mục đầu tư	Thiết lập giới hạn trạng thái đoàn/âm đối với các giao dịch ngoại tệ và dự trữ bắt buộc đối với tất cả các khoản tiền gửi ngoại tệ
Indonesia	Yêu cầu nắm giữ thời hạn 1 năm đối với các tín phiếu NHTW		
Thái Lan		Đánh thuế lên các khoản nắm giữ trái phiếu chính phủ của người không cư trú	

Source: Gallagher, 2014

Vai trò của chính sách kinh tế vĩ mô trong việc làm giảm nhẹ tính tổn thương lên nền kinh tế

- Các **chính sách vĩ mô như tỷ giá, tài khóa và tiền tệ đóng vai trò quan trọng** trong việc làm giảm nhẹ tính tổn thương của dòng vốn vào lên nền kinh tế.
- **Linh hoạt tỷ giá** dường như giúp giảm được một số tác động của dòng vốn vào lớn lên tín dụng nội địa. Điều này nhất quán với một số lập luận:
 - Các quốc gia để cho tỷ giá dao động nhằm đáp lại dòng vốn vào có thể giảm được thời lượng (duration) của dòng vốn vào ròng.
 - Mức độ biến động của tỷ giá hối đoái càng cao (và do đó là rủi ro lớn) có thể giúp giảm tăng trưởng tín dụng vì làm tăng phần bù rủi ro và giảm nhu cầu vay mượn ngoại tệ.
 - Việc thay thế các can thiệp ngoại hối có thể tạo ra bong bóng tín dụng và giá tài sản nếu như không được trung hòa hoàn toàn.
 - Các ngân hàng ít có động cơ tìm nguồn tài trợ bên ngoài khi tỷ giá trở nên linh hoạt hơn.
- Ngoài ra, việc sử dụng các **chính sách tài khóa nghịch chu kỳ** sẽ giúp điều hòa được mức độ bùng nổ của tăng trưởng tín dụng và sự nóng lên của nền kinh tế dưới tác động của dòng vốn vào, đặc biệt trong trường hợp dòng vốn chủ yếu là nợ.

Vai trò của chính sách cơ cấu trong việc làm giảm nhẹ tính tổn thương lên nền kinh tế

- Phần lớn các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy **tự do hóa tài khoản vốn có tác động tích cực lên tăng trưởng** khi quốc gia đó có nền tảng thể chế mạnh và khi hệ thống tài chính có đủ độ sâu và đã phát triển (Tirole, 2002; Obstfeld, 2008; Kose et al., 2009)
- Furceri et al. (2011): **Chính sách cơ cấu** có thể giúp tối thiểu hóa các tổn thương gây ra bởi dòng vốn vào nhiều.
- Các chính sách cơ cấu tốt bao gồm một hệ thống tài chính được tự do hơn, các quy tắc và luật lệ được thiết kế tốt và hệ thống giám sát có hiệu lực. Các cải cách về môi trường đầu tư, luật cạnh tranh, luật doanh nghiệp, luật phá sản, và việc bảo hộ quyền tài sản phải được tuân thủ tốt.

Sự phối hợp giữa các chính sách kinh tế và cơ cấu có thể giúp giảm tính dễ tổn thương cho nền kinh tế và hệ thống tài chính

- Dòng vốn vào mạnh thường đi liền với rủi ro lớn hơn đối với sự **bùng nổ tín dụng, khủng hoảng tài chính và sự dừng đột ngột** (sudden stops) của dòng vốn.
- Các chính sách vĩ mô và chính sách cơ cấu **có thể hỗ trợ cho các cải cách tài chính và củng cố niềm tin** nhằm hạn chế các tổn thương này có thể xảy ra.
- **Các chính sách kinh tế vĩ mô phù hợp**, chẳng hạn như cho phép sự lên giá của đồng tiền hoặc thắt chặt tài khóa có thể giúp giảm biên độ của chu kỳ tín dụng trước sức ép của dòng vốn lớn.
- Trong khi đó, **các chính sách cơ cấu giúp hỗ trợ cho tăng trưởng**, một mặt tiếp tục thu hút thêm nhiều dòng vốn vào, mặt khác có thể điều tiết được các dòng vốn chảy vào các lĩnh vực ổn định hơn và năng suất hơn.
- Các quy định điều tiết thị trường hướng đến **cạnh tranh và thân thiện, chất lượng thể chế tốt và độ mở tài khoản vốn lớn sẽ giúp thu hút thêm nhiều dòng vốn đầu tư FDI, giảm áp lực vay nợ**. Điều này sẽ giúp giảm khả năng bùng nổ tín dụng cũng như khủng hoảng ngân hàng, khủng hoảng tiền tệ hay cán cân thanh toán.

Chính sách vĩ mô nhằm đối phó thách thức dòng vốn vào

Sự bùng phát dòng vốn vào

Các chính sách vĩ mô nhằm giảm tổn thương lên nền kinh tế

Nâng giá đồng tiền

Không thích hợp nếu bị thâm hụt vãng lai nghiêm trọng hoặc mối lo về khả năng cạnh tranh của nền kinh tế

Siết chặt chính sách tiền tệ

Nếu can thiệp thị trường ngoại hối để giữ tỷ giá trong giới hạn mà gây sức ép lên lạm phát, sự can thiệp vô hiệu hóa cần phải được tiến hành. Tuy nhiên, sự can thiệp này có thể càng khuyến khích dòng vốn vào nhiều hơn do chênh lệch lãi suất (dòng vốn ngắn hạn)

Siết chặt chính sách tài khóa

Không gian để thực hiện chính sách tài khóa nghịch chu kỳ có thể bị giới hạn. Các công cụ bình ổn tự động lại bị hạn chế hơn ở các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển. Ngoài ra, các thay đổi trong chính sách tài khóa thường có độ trễ trong điều hành.

Kiểm soát tài khoản vốn

Kiểm soát tài khoản vốn (các biện pháp chỉ được áp dụng cho người không cư trú) chỉ được sử dụng hiệu quả trong ngắn hạn nhưng lại là công cụ bổ sung hữu hiệu nếu như quy mô dòng vốn vào quá lớn và được dự đoán là ngắn hạn. Công cụ này cũng được xem là hữu hiệu do không cần phải thông qua các trung gian ngân hàng.

Các chính sách bản đảm niềm tin nhằm giảm tổn thương lên khu vực tài chính nền kinh tế

Các biện pháp nhằm vào các tổ chức tài chính

Hữu ích nếu như dòng vốn dịch chuyển qua ngân hàng hay FIs. Nếu không thì chỉ có tác dụng ở vòng 2 khi dòng vốn tác động làm tăng giá tài sản và mở rộng tín dụng thông qua FIs.

Các biện pháp nhằm vào người đi vay

Hữu ích nếu như dòng vốn dịch chuyển qua ngân hàng hay FIs. Nếu không thì chỉ có tác dụng ở vòng 2 khi dòng vốn tác động làm tăng giá tài sản và mở rộng tín dụng thông qua FIs.

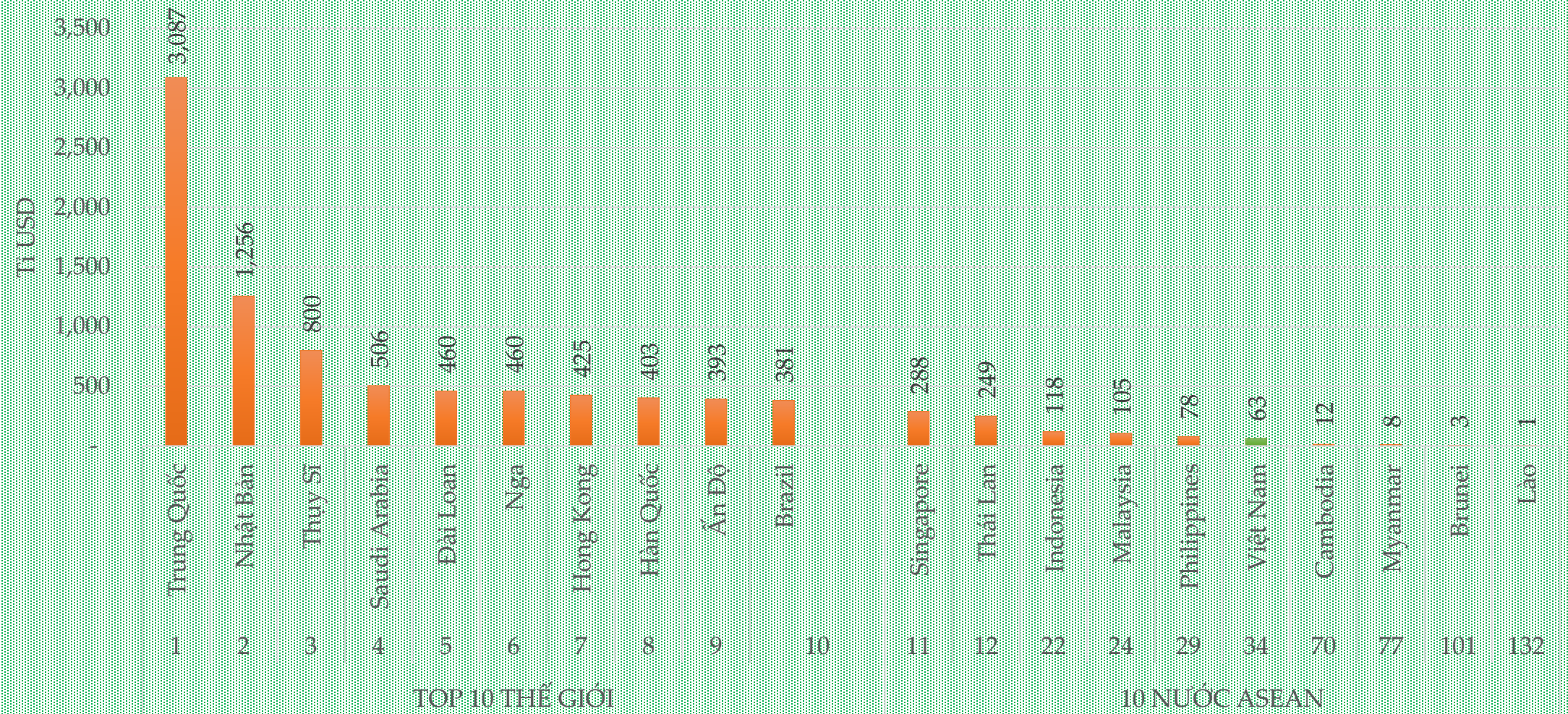
Các biện pháp xử lý vùng đệm của ngân hàng

Cần phối hợp chính sách nhằm tránh các hạn chế hoặc sự đánh đổi

Vai trò của dự trữ ngoại tệ

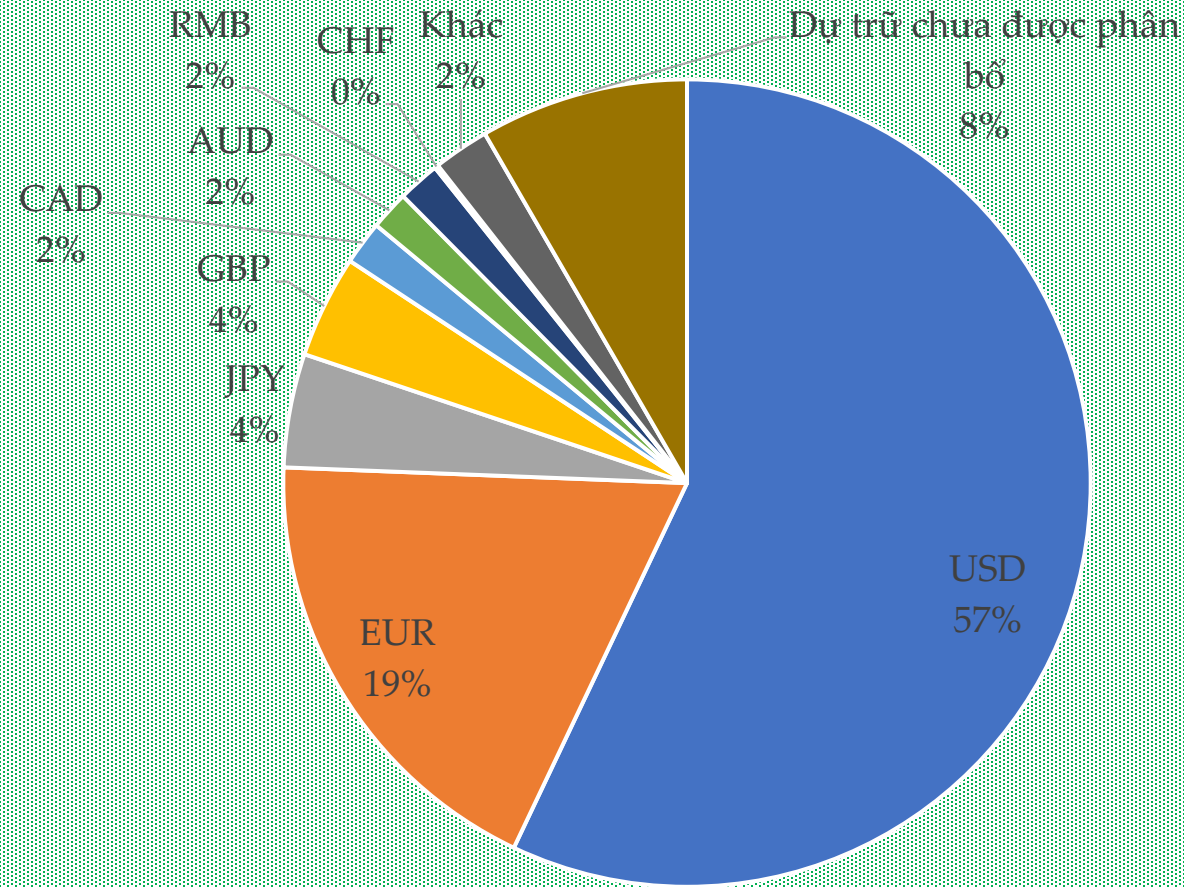
- Tổng dự trữ ngoại tệ mà các nước đang nắm giữ đã tăng từ mức 6% GDP của thế giới năm 1999 lên gần 15% GDP thế giới năm 2009, chủ yếu tập trung vào các nước châu Á và các nước xuất khẩu dầu.
- Dự trữ quốc tế có thể giúp các quốc gia tự bảo vệ mình trước các nguy cơ khủng hoảng tiền tệ do sự tháo chạy 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 dònng 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

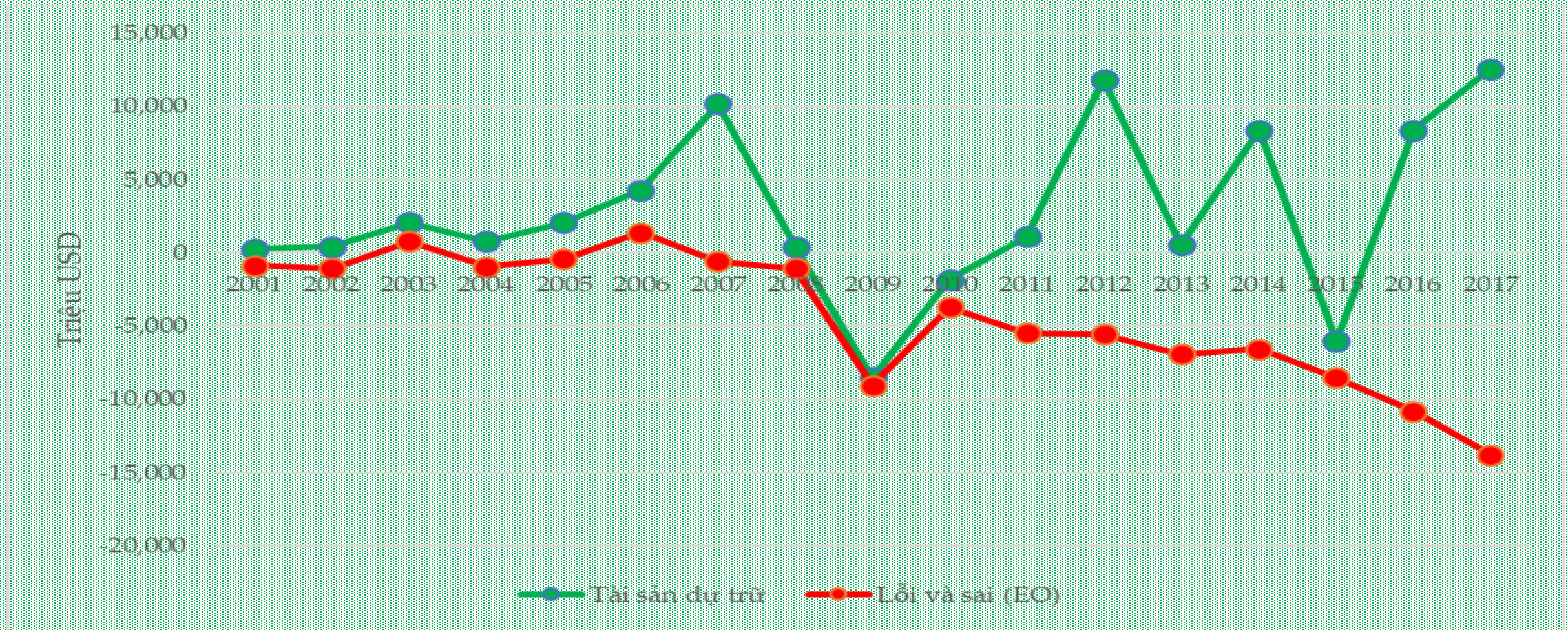


Source: IMF database

Cơ cấu đồng tiền dự trữ (Q2/2018)



Điều gì đã xảy ra ở Việt Nam?



Một số tài liệu tham khảo thêm

- Mundell, Robert A. (1963). "Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates". *Canadian Journal of Economic and Political Science*. 29 (4): 475–485.
- Fleming, J. Marcus (1962). "Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates". *IMF Staff Papers*. 9: 369–379.
- Dornbusch, R. (1976). "Exchange Rate Expectations and Monetary Policy". *Journal of International Economics*. 6 (3): 231–244.
- Kevin Gallagher (2010). "Capital controls back in IMF toolkit". *The Guardian*. Retrieved 2010-05-24.
- Aizenman, Joshua. (2010). *The Impossible Trinity (aka The Policy Trilemma)*. UC Santa Cruz: Department of Economics, UCSC. pp.11.
- Obstfeld M., Jay C. S., Alan M. T. (2005). "The Trilemma in History: Tradeoffs Among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility".
- Aizenman, J., M. D. Chinn, H. Ito. (2009). *Surfing the Waves of Globalization: Asia and Financial Globalization in the Context of the Trilemma*. Asian Development Bank Working Papers No. 180