

## **Kinh tế Vĩ mô – MPP5 - FETP**

### **Dùng thảo luận cho bài giảng 17:**

#### **Các dòng vốn vào, BOP và chính sách tiền tệ**

### **Các chính sách kinh tế vĩ mô**

#### ***Chính sách ngân sách nghịch chu kỳ***

Như chúng ta đã thấy, hành vi thuận chu kỳ của chính phủ và tư nhân có thể dễ dàng làm mất ổn định nền kinh tế. Do đó, quy tắc thứ nhất của chính sách kinh tế vĩ mô là chính phủ nên tránh chính sách ngân sách thuận chu kỳ và thay vì thế, nên điều hành chính sách theo chiều ngược lại để đối ứng với hành vi thuận chu kỳ của khu vực tư nhân. Như chúng ta sẽ thấy trong các phần tiếp theo, ở những nền kinh tế mở cửa tài khoản vốn, chính sách tiền tệ nghịch chu kỳ đối mặt với những ràng buộc nghiêm ngặt, và do đó, nhu cầu phải có chính sách ngân sách nhằm cố gắng điều hoà chu kỳ kinh tế càng trở nên bức thiết hơn. Tuy nhiên, thực hiện các chính sách ngân sách nghịch chu kỳ không phải là một nhiệm vụ dễ dàng.

Một khả năng khả dĩ là sử dụng quỹ bình ổn ngân sách để ‘dự trữ’ nguồn gia tăng thu ngân sách có tính tạm thời từ thuế đánh vào nguyên liệu thô xuất khẩu tăng giá nhanh và bất ngờ. Những hệ thống thuế được thiết kế tốt, thu hút được một phần đáng kể tiền thuế từ sự gia tăng thu nhập (ví dụ như các biểu thuế thu nhập lũy tiến) là một cấu phần thiết yếu trong việc quản lý nghịch chu kỳ như vậy, dĩ nhiên là với điều kiện các khoản thu này không được dùng cho chi tiêu. Khi đó, quỹ bình ổn này có thể được tích lũy như dự trữ ngoại hối, hay như nguồn của cải quốc gia mà như ta sẽ thấy trong các phần tiếp theo, có thể giúp đất nước ‘tự bảo hiểm’ trước những hiện tượng dừng đột ngột của các dòng tài trợ bên ngoài cũng như sự sụp đổ giá xuất khẩu. Các chính sách nghịch chu kỳ tích cực hơn có thể có hình thức thuế đánh vào hàng xuất khẩu và các dòng vốn vào (qui định dự trữ bắt buộc không sinh lợi đối với các dòng vốn vào do ngân hàng trung ương ban hành, mà chúng ta sẽ thảo luận sau, cũng có ảnh hưởng tương tự).

Cũng có thể điều chỉnh chi tiêu của chính phủ một cách nghịch chu kỳ, nhưng cuộc tranh luận lâu nay về ‘sự điều chỉnh tinh vi’ cho thấy rằng sự thay đổi tùy nghi trong chi tiêu công có thể khó được sử dụng một cách hữu hiệu, vì chúng liên quan đến độ trễ đáng kể trong quá trình phê duyệt và thực hiện. Các nhân tố bình ổn *tự động* thì tốt hơn nhiều. Một mạng lưới an sinh được thiết kế tốt để bảo vệ những nhóm người dễ bị tổn thương trong các cuộc khủng hoảng (được ưa chuộng như một phần của hệ thống bảo

vệ xã hội lâu dài của chính phủ) là một nhân tố bình ổn tự động có thể đóng vai trò xã hội và kinh tế vĩ mô có lợi. Mạng lưới an sinh này là cơ chế chủ yếu ở các nước công nghiệp dưới hình thức bảo hiểm thất nghiệp.

Mặc dù khó thiết kế và áp dụng trên thực tế, việc thiết lập các quy tắc cân đối thâm hụt chính phủ trong chu kỳ kinh tế cũng là một mục tiêu chính sách đáng mong đợi. Quy tắc phù hợp nhất trên phương diện này là một quy tắc định hướng chính phủ nhằm vào mục tiêu thâm hụt ngân sách 'cơ cấu' bền vững – nghĩa là thâm hụt được điều chỉnh theo các dao động thuận chu kỳ của số thu thuế và chi phí mạng lưới an sinh được sử dụng như các nhân tố bình ổn tự động. Nếu tuân theo quy tắc như vậy, thì chi tiêu, bao gồm chi tiêu gắn liền với mạng lưới an sinh sẽ có một nhịp độ đều đặn dài hạn và thâm hụt ngân sách hiện hành sẽ giảm trong những thời kỳ bùng phát kinh tế và tăng lên trong những thời kỳ khủng hoảng. Như thể hiện bằng biểu đồ trong hình 7.1 đến 7.3, các yêu cầu vay mượn ròng của chính phủ sẽ có độ dốc âm dốc đứng hơn.

Quy tắc này có thể được kết hợp với một quy tắc khác, nhằm mục tiêu thâm hụt tương đương với yêu cầu đầu tư khu vực công. Sự kết hợp như thế sẽ làm cho quy tắc này tương đương với điều mà người Anh gọi là 'quy tắc vàng' về ngân sách – thực chất là chính phủ chỉ vay mượn trong dài hạn để đầu tư.

Trong bất luận trường hợp nào, cả quy tắc vàng lẫn quy tắc cơ cấu đều không tránh được việc sử dụng chính sách ngân sách như một công cụ bình ổn mạnh khi cần thiết. Các chính sách chi tiêu khu vực công tùy nghi sẽ được kêu gọi để hỗ trợ cho việc phục hồi kinh tế khi cầu tư nhân rất yếu cũng như để cắt giảm chi tiêu nhằm điều hoà tổng cầu khi chi tiêu tư nhân sinh sôi nảy nở. Cắt giảm thuế và tăng thuế cũng đóng vai trò này trong chu kỳ kinh tế. Tuy nhiên, thay đổi chi tiêu khu vực công có ảnh hưởng trực tiếp đến tổng cầu, trong khi sự thay đổi thuế chỉ có ảnh hưởng gián tiếp.

### ***Lãi suất***

Như đã lập luận trong chương 1, lãi suất thực thấp và ổn định có thể hỗ trợ đầu tư vào công suất sản xuất và tăng trưởng. Tuy nhiên, một thử thách to lớn của chính sách tiền tệ là các thị trường vốn mở cửa thực chất đặt ra một mức sàn đối với lãi suất trong nước và tạo ra hành vi thuận chu kỳ.

Lý do nằm ở các hoạt động tài chính hưởng chênh lệch đơn giản. Ta hãy xem một nhà đầu tư so sánh chi phí vay mượn trên thị trường nước nhà và trên thị trường nước ngoài. Theo giá trị bằng nội tệ, chi phí vốn thực của những khoản vay từ nước ngoài sẽ là lãi suất vay mượn ngoại tệ gốc (ví dụ như lãi suất LIBOR tính bằng USD ở mức tiền khủng hoảng 'thông thường' vào khoảng 3 phần trăm một năm vào giữa năm 2008) cộng với phí bù rủi ro thị trường đối với đất nước đang xem xét (khoảng 2 phần trăm) cộng với tỷ lệ mất giá kỳ vọng, làm tăng chi phí nội tệ để trả dứt khoản vay bằng USD.<sup>1</sup>

Đối với một đất nước ‘điển hình’, tổng ba khoản mục này trước cuộc khủng hoảng 2007-08 có thể bằng 8-10 phần trăm, nhưng trong quá khứ không xa lắm, hay sau tình trạng tan chảy tài chính vào tháng 9-2008, nó có thể dễ dàng lên đến hơn 20 phần trăm, vì cả phí bù rủi ro và tỷ lệ mất giá kỳ vọng đều cao hơn. Chi phí vay mượn này đóng vai trò như một mức sàn đối với lãi suất bằng nội tệ, mà ta có thể gọi là lãi suất ‘ngang bằng’. Tình trạng cạnh tranh không hoàn hảo trong khu vực ngân hàng và qui định dự trữ bắt buộc cao đối với tiền gửi có thể cùng phát huy tác dụng làm tăng lãi suất cho vay lên trên mức sàn này và gây sức ép đối với lãi suất tiền gửi ngay bên dưới nó.

Điểm phức tạp chính là: phí bù rủi ro đối với các nước đang phát triển có xu hướng tăng lên trong suốt thời kỳ khủng hoảng, cùng lúc đó, tình trạng khan hiếm ngoại hối khiến cho nội tệ bị mất giá. Hậu quả là mức sàn đối với lãi suất trong nước có xu hướng tăng lên vào những lúc nền kinh tế bước vào suy thoái, làm tình hình càng tệ hơn. Đối lại, khi tài trợ nước ngoài dồi dào, phí bù rủi ro có xu hướng giảm và sự mất giá nội tệ gây sức ép vừa phải hay được thay thế bằng sự lên giá. Vì thế, lãi suất ‘ngang bằng’ có xu hướng giảm khi nền kinh tế mở rộng nhanh chóng. Nếu xu hướng đó lan truyền trong nước, nó sẽ như tiếp thêm nhiên liệu cho thời kỳ bùng phát kinh tế. Những dao động thuận chu kỳ của lãi suất ‘ngang bằng’<sup>2</sup> này là lý do chủ yếu khiến đường biểu thị hồ cách khu vực tư nhân có xu hướng có độ dốc dương như thể hiện trong hình 7.2 và 7.3 chứ không có độ dốc âm như trong hình 7.1. Như ta đã thấy, hệ quả là: hoạt động kinh tế lại càng dao động nhiều hơn thông qua chu kỳ kinh tế.

### *Chọn mục tiêu lạm phát*

Những dao động lãi suất thuận chu kỳ chính là sự đối nghịch của mệnh lệnh quản lý tiền tệ có tính nghịch chu kỳ tiêu chuẩn. Theo nguyên tắc quản lý tiền tệ nghịch chu kỳ, cơ quan quản lý tiền tệ nên giảm lãi suất trong thời kỳ khủng hoảng và nên tăng lãi suất trong thời kỳ bùng phát kinh tế. Trong một nền kinh tế ở vào giai đoạn tài chính II (hay cao hơn), các nghiệp vụ thị trường mở của ngân hàng trung ương là công cụ chọn lựa.

Học thuyết chính thống hiện nay đã từ bỏ các mô hình lạm phát đơn giản theo thuyết trọng tiền để thiên về việc ‘chọn mục tiêu lạm phát’ (inflation targeting). Lý thuyết này xuất hiện lần đầu tiên trong các nền kinh tế công nghiệp hóa. Nó chẳng qua chỉ là một đoạn lặp lại mới mẻ hơn và mượt mà hơn (*bossa nova*) của định luật Say.<sup>3</sup> Trạng thái toàn dụng lao động bây giờ được gọi là NAIRU (non-accelerating inflation rate of unemployment: tỷ lệ thất nghiệp không làm gia tăng lạm phát), một từ viết tắt mà chỉ có các nhà kinh tế học mới có thể ưa thích. Ước lượng NAIRU bằng kinh tế lượng hoá ra thật khó khăn, không chỉ vì nó là số hạng tung độ gốc trong một phương trình hồi qui tỷ lệ lạm phát. Điều đầu tiên mà người ta học được trong kinh tế lượng cơ bản là các số hạng tung độ gốc là những số hạng thay đổi đột ngột.

Thậm chí nếu quả đúng là như thế, thì theo ‘quy tắc Taylor’ hiện được chấp nhận một cách rộng rãi, ngân hàng trung ương được cho là sẽ giảm lãi suất ngắn hạn khi lạm phát giảm dưới mức mục tiêu ngầm định hay mục tiêu đã được công bố trước; và trong trường hợp ngược lại, ngân hàng trung ương sẽ tăng lãi suất khi lạm phát cao hơn mức mục tiêu.<sup>4</sup> Nếu lạm phát được xác định chỉ bởi phía cầu, điều này hoá ra là một quy tắc nghịch chu kỳ. Trong một mô hình đơn giản hoá, lạm phát sẽ tăng khi thất nghiệp giảm xuống dưới mức NAIRU và sẽ giảm khi thất nghiệp tăng lên trên mức NAIRU. Do đó, quy luật này có xu hướng bình ổn tỷ lệ thất nghiệp xung quanh mức NAIRU. Một ngân hàng trung ương ‘độc lập’ (về cơ bản có nghĩa là ngân hàng trung ương không trực tiếp báo cáo cho Bộ Tài chính) được cho là sẽ giúp việc định mục tiêu lạm phát thêm đáng tin cậy.

Ảnh hưởng nghịch chu kỳ không chắc xảy ra nếu nguồn gốc tăng lạm phát không phải là do cầu nội địa mà là một cú sốc cung, như sự tăng mạnh giá dầu và giá lương thực vào nửa đầu năm 2008. Một quy tắc đơn giản sẽ là: ngân hàng trung ương nên làm ngơ trước cú sốc này như thể chỉ là nhất thời. Nhưng nếu ngân hàng trung ương lo sợ rằng các cú sốc sẽ làm tăng tiền lương và giá cả hơn nữa (cái gọi là ‘ảnh hưởng đợt hai’) với rủi ro chuyển hóa cú sốc giá cả thành sự gia tốc lạm phát lâu dài, thì ngân hàng trung ương sẽ cố gắng chống lại tình trạng tăng giá thông qua tăng lãi suất. Hệ quả là ngân hàng trung ương sẽ chuyển hóa cú sốc cung thành việc giảm hoạt động kinh tế.

Ở các nước đang phát triển, người ta không chú ý nhiều đến NAIRU, và bất kỳ phân tích tiền tệ nào cũng phải xem xét đến tỷ giá hối đoái và các dòng vốn trong bức tranh tổng thể. Điều này tạo ra hai điểm phức tạp chính. Thứ nhất và như đã lưu ý trên đây, chính sách lãi suất *nghịch* chu kỳ đi ngược lại với logic dao động *thuận* chu kỳ trong lãi suất ngang bằng. Bằng cách cố gắng tăng lãi suất nội địa trong thời kỳ bùng phát kinh tế, khi lãi suất ngang bằng có xu hướng giảm, ngân hàng trung ương sẽ tạo ra sự kích lệ to lớn đối với các dòng vốn chảy vào thêm nữa, điều này tiếp đến sẽ củng cố xu hướng lên giá nội tệ. Điều ngược lại sẽ xảy ra trong thời kỳ khủng hoảng, khi lãi suất ngang bằng tăng, việc giảm lãi suất nội địa có thể khuyến khích hiện tượng tháo chạy vốn.

Điểm phức tạp thứ hai là tỷ giá hối đoái tham gia vào sự hình thành giá nội địa, một cách trực tiếp thông qua hàng hóa tiêu dùng nhập khẩu và xuất khẩu, và một cách gián tiếp thông qua cơ cấu chi phí của những hãng nhập khẩu nguyên liệu đầu vào cho việc sản xuất của họ. Những mối liên kết này thuộc về loại cú sốc cung đối với mức giá như đã thảo luận trên đây, vốn có tính chất thuận lợi trong những thời kỳ bùng phát kinh tế. Đồng tiền mạnh hơn dẫn đến làm chậm tình hình lạm phát và giúp ngân hàng trung ương đạt được mục tiêu của mình. Kết hợp giữa nội tệ lên giá và dòng vốn vào có thể dẫn đến bùng phát kinh tế với lạm phát thấp, nhưng cái giá phải trả là thâm hụt bên ngoài gia tăng, tạo ra tình trạng dễ bị tổn thương trước hiện tượng dừng đột ngột của tài trợ bên ngoài.

Ngược lại, trong thời kỳ kinh tế đi xuống, những nỗ lực giảm lãi suất sẽ có xu hướng củng cố áp lực mất giá nội tệ và dẫn đến dòng vốn ra thêm nữa. Ảnh hưởng mất giá nội tệ đối với giá cả trong nước bây giờ có tác dụng như một cú sốc cung bất lợi và có thể dẫn đến việc cơ quan quản lý tiền tệ chọn mục tiêu lạm phát nhằm gia tăng thay vì cắt giảm lãi suất, vì thế sẽ làm tăng tình trạng suy thoái.

Do đó, khi logic lãi suất ngang bằng có tính thuận chu kỳ, thì năng lực quản lý lãi suất một cách nghịch chu kỳ của ngân hàng trung ương sẽ chỉ có hạn và thật ra có thể làm tăng tính thuận chu kỳ của dòng vốn – và do đó cũng là tính thuận chu kỳ của vay mượn ròng khu vực tư nhân và chi tiêu đi kèm – và dẫn đến sự biến động tỷ giá. Do ảnh hưởng của tỷ giá hối đoái đối với mức giá trong nước, cơ quan quản lý tiền tệ trên thực tế (như ở Brazil và Mexico chẳng hạn<sup>5</sup>) có thể chống lại sự mất giá nội tệ trong thời kỳ khủng hoảng nhưng phải chịu đựng sự lên giá nội tệ trong thời kỳ bùng phát kinh tế. Điều này có xu hướng dẫn đến lãi suất bình quân cao và tỷ giá hối đoái mạnh trong chu kỳ kinh tế, phương hại đến hoạt động kinh tế thực.

Tóm lại, sự dao động thuận chu kỳ của lãi suất ngang bằng làm giảm khả năng điều hành của cơ quan quản lý tiền tệ trong việc thực hiện chính sách nghịch chu kỳ một cách thật sự. Mặt trái của vấn đề là cơ quan quản lý tiền tệ có thể dịch chuyển trực tiếp sang tỷ giá hối đoái. Trong tài khoản vãng lai, sự lên giá nội tệ trong thời kỳ bùng phát kinh tế có xu hướng dẫn đến thâm hụt lớn làm cho nền kinh tế trở nên cực kỳ dễ bị tổn thương trước sự đảo ngược mạnh mẽ tình trạng sẵn có nguồn vốn bên ngoài và/hay chi phí của các nguồn vốn bên ngoài. Như lưu ý trên đây, kết quả có thể là độ dốc dương của đường biểu thị vay mượn ròng khu vực tư nhân; và điều đó tiếp đến sẽ gây ra những dao động mạnh trong hoạt động kinh tế.

Cách duy nhất để thoát khỏi tình trạng bế tắc là một tổ hợp hai chính sách hỗ trợ lẫn nhau. Thứ nhất là điều hoà những dao động của tỷ giá hối đoái, thông qua can thiệp mạnh vào thị trường ngoại hối. Thứ hai là bẻ gãy ít nhất một phần sự kết nối giữa lãi suất trong nước và lãi suất ngang bằng thông qua điều tiết tài khoản vốn. Bây giờ chúng ta sẽ chuyển sang những vấn đề này.

### *Quản lý dự trữ ngoại hối*

Nhìn từ góc độ bình ổn, lý do cơ bản của sự can thiệp mạnh vào thị trường ngoại hối rõ ràng xuất phát từ thảo luận trên đây: nó giúp điều hoà ảnh hưởng của những cú sốc mạnh bên ngoài hình thành bởi những dao động của các nguồn tài trợ bên ngoài (nghĩa là những cú sốc kéo dài đối với đường biểu thị tài khoản vãng lai trong các hình từ 7.1 đến 7.3) và cụ thể là giúp tránh những dao động mạnh trong lãi suất ngang bằng, khi mà tỷ giá hối đoái là một trong những yếu tố quyết định. Thêm vào đó, 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.<sup>6</sup> 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. Thật vậy, tiết kiệm một phần doanh thu xuất khẩu cao và thu ngân sách gắn liền với nó là một cách thực hành tốt, như lưu ý trên đây. Nói khái quát hơn, người ta 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 dự thừa vào những thời kỳ bùng phát kinh tế để sử dụng trong các cuộc khủng hoảng sau đó.

Những cuộc khủng hoảng rất dữ dội vào cuối thập niên 90 đã khiến các nước đang phát triển tích cực sử dụng công cụ chính sách này và trong một số trường hợp còn sử dụng hết sức tích cực. Các nước châu Á dẫn đường, nhưng xu hướng còn bao quát hơn và đại trà hơn.<sup>7</sup> Việc sử dụng công cụ chính sách này cũng là một phản ứng trước các cuộc khủng hoảng châu Á và nước Nga vào năm 1997 và 1998, bộc lộ tình trạng thiếu các thể chế thoả đáng để quản lý những cuộc khủng hoảng bắt nguồn từ hiện tượng dừng đột ngột của tài trợ bên ngoài, cũng như việc áp đặt những điều kiện gắn liền với những dòng vốn có sẵn, chủ yếu là các chương trình tài chính khẩn cấp của IMF. Nói cách khác, khi không có bảo hiểm tập thể được cung ứng bởi một tổ chức quốc tế (loại bảo hiểm mà chính phủ các nước và các ngân hàng trung ương cung ứng cho hệ thống tài chính trong nước), ‘tự bảo hiểm’ trở thành phương án duy nhất sẵn có để quản lý những dao động mạnh trong tài trợ nước ngoài.

Việc tự bảo hiểm trước các cuộc khủng hoảng tài chính đòi hỏi đất nước phải duy trì dự trữ ngoại hối ít nhất tương đương với các nghĩa vụ nợ bên ngoài ngắn hạn, vốn có thể dễ dàng tháo chạy trong thời kỳ khủng hoảng (điều này được gọi là quy tắc Guidotti-Greenspan). 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>8</sup>

Can thiệp vào tỷ giá hối đoái còn có mục tiêu phát triển vượt lên trên sự điều hoà ảnh hưởng biến động tài khoản vốn (và rõ ràng cũng bao gồm các động cơ ‘trọng thương’). Như ta sẽ thấy trong chương 8 và chương 9, một 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. Nói cụ thể ra, 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 (lại là 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 bù trừ để tránh những biến động mạnh trong cung tiền nội địa và cho vay (xem chương 6). 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 ‘gần như thâm hụt ngân sách’ ‘quasi-fiscal’ deficits).

### **Các kỹ thuật quản lý vốn**

Sự chuyển đổi thanh khoản như đã thảo luận trong chương 6 là một nguồn cơ bản gây bất ổn ở các nền kinh tế đang phát triển. Cùng với những tài sản thanh khoản như dự trữ quốc tế, cơ cấu nợ của các nước đóng vai trò then chốt khi có các điều kiện ràng buộc bên ngoài. Nói cụ thể ra, nếu có hiện tượng dùng đột ngột của tài trợ bên ngoài, vốn ngắn hạn có thể sẽ tháo chạy ra khỏi đất nước rất nhanh. Điều đó cũng ảnh hưởng đến hành vi của yêu cầu vay mượn ròng khu vực tư nhân và có xu hướng làm cho hành vi này có tính thuận chu kỳ. Dự trữ ngoại hối có thể đóng vai trò như một cơ chế bảo vệ để quản lý những dao động này, nhưng đó là một cơ chế tốn kém, như đã trình bày trước đây. Khi đó, sự quản lý điều tiết tài khoản vốn trở thành một công cụ chính sách thiết yếu để quản lý các ảnh hưởng bất ổn này.

### ***Các qui định về tài khoản vốn***

Được xem là một công cụ quản lý nợ, các biện pháp kiểm soát vốn được xây dựng trên sự kiện là thị trường sẽ trừng phạt những hồ sơ nợ nước ngoài không vững chắc. Do đó, trong những thời kỳ bùng phát kinh tế, các qui định nên nhắm vào mục đích cải thiện hồ sơ thời hạn nợ của các nghĩa vụ nợ nước ngoài ở cả khu vực tư nhân lẫn nhà nước. Là một nghĩa vụ nợ (không được nêu rõ trong bảng 6.1), đầu tư trực tiếp nước ngoài FDI xem ra đã biến động hơn so với các dòng đầu tư gián tiếp và các dòng nợ, đồng thời tạo ra sự chia sẻ rủi ro giữa các nhà đầu tư trong nước và nước ngoài. Mặt khác, FDI nói chung có chi phí cao hơn các hình thức tài trợ bên ngoài khác.

Với vai trò như là một công cụ chính sách kinh tế vĩ mô, việc quản lý điều tiết tài khoản vốn nhằm mục đích giảm dòng tài chính quốc tế bất ổn, thường là nguyên nhân cội rễ

của các chu kỳ bùng phát - đổ vỡ, và nhằm mục đích tăng phạm vi điều hành của các cơ quan quản lý tiền tệ. Việc quản lý điều tiết tài khoản vốn có thể giúp 'đi ngược chiều gió' trong thời kỳ kinh tế đi lên thông qua cho phép thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt và giám áp lực lên giá nội tệ. Việc vô hiệu hóa hay bù trừ dòng vốn và việc tích lũy dự trữ tổn kém nhờ đó cũng được kìm giữ. Trong một cuộc khủng hoảng, các biện pháp kiểm soát vốn có thể tạo ra phạm vi cho chính sách tiền tệ mở rộng. Bất kỳ trong trường hợp nào, việc quản lý điều tiết cũng có thể giúp cơ quan quản lý tiền tệ kết hợp chính sách tiền tệ nghịch chu kỳ với việc chọn mục tiêu tỷ giá hối đoái tích cực vì mục đích phát triển.

Trên thực tế, việc quản lý điều tiết thị trường vốn tạo ra *phân khúc* thị trường vốn trong nước và quốc tế, nhưng điều này phản ánh sự kiện là các thị trường tự bản thân chúng đã phân khúc rồi. Dòng vốn thuận chu kỳ mạnh hướng tới các nước đang phát triển quá thật là hệ quả của sự phân khúc, trong đó các nước đang phát triển được xem là những người vay 'rủi ro' và vì thế nhận được dòng vốn vào lớn trong những thời kỳ mà các tác nhân thị trường tài chính 'thèm khát rủi ro' nhưng rồi sau đó các dòng vốn này bất thành linh dừng lại khi có một tâm lý 'tháo chạy theo chất lượng' (xem chương 1).

Các biện pháp kiểm soát 'số lượng' truyền thống thuộc loại như được sử dụng ở Trung Quốc và Ấn Độ (nhưng dần dần được bãi bỏ tại các nước này cũng như các nước khác trước đây), thường phân biệt giữa người cư trú và phi cư trú, và trong người cư trú cũng phân biệt giữa doanh nghiệp và phi doanh nghiệp. Các qui định cấm hay hạn mức trần có thể được ban hành đối với việc vay mượn nước ngoài của người cư trú trong nước, hay đối với các nhà đầu tư nước ngoài nhận vị thế đầu tư chứng khoán trong nước. Cũng có thể có các qui định giới hạn các hình thức vay và cho vay khác nhau bằng ngoại tệ của các ngân hàng.

Các biện pháp kiểm soát 'dựa vào thị trường', được thực hiện trong những thập niên gần đây ở châu Mỹ Latin và Malaysia, bao gồm thuế hay qui định dự trữ bắt buộc không sinh lợi (unremunerated reserve requirement, URR) đối với các dòng vốn vào, và thuế thoát ra đối với các dòng vốn ra. Các công cụ dựa vào thị trường có xu hướng ít tùy nghi hơn so với các phương pháp trực tiếp.

Tiếp bước nghiên cứu của Ocampo (2008), một tư liệu nghiên cứu lớn về các kinh nghiệm này dẫn đến năm kết luận chính:

1. Các biện pháp kiểm soát đối với cả các dòng vốn vào và vốn ra có thể có tác dụng, nhưng các cơ quan quản lý tiền tệ phải có khả năng quản lý thực hiện qui định đồng thời khép lại các khe hở của luật pháp và đặc biệt là tránh tham nhũng. Những cơ chế điều tiết *lâu dài* có thể được thắt chặt hay nói lỏng nhằm đáp ứng trước tình hình thị trường, bao gồm chu kỳ kinh tế, xem ra đáng được ưa chuộng hơn so với việc nhiều lần đặt ra các quy tắc rồi lại rút lại.



2. Các biện pháp kiểm soát ngoại hối và hạn chế định lượng có thể là phương tiện tốt nhất để kìm giữ sự nhạy cảm trong nước trước các dòng vốn quốc tế (bằng chứng là việc tránh được khủng hoảng châu Á của Trung Quốc và Ấn Độ vào cuối thập niên 90<sup>9</sup>). Trái lại, qui định dự trữ bắt buộc không sinh lợi và các biện pháp tương tự có thể chỉ có ảnh hưởng nhất thời đối với các dòng vốn vào, nhưng ảnh hưởng đến chênh lệch lãi suất và theo ý nghĩa này, đây là một công cụ hỗ trợ hữu ích cho các chính sách kinh tế vĩ mô nghịch chu kỳ.
3. Qui định dự trữ bắt buộc không sinh lợi và các qui định dự trữ khác giúp kìm chế nợ ngắn hạn, vốn hết sức biến động và vì thế là nguồn gốc đáng kể gây ra tình trạng dễ tổn thương.
4. Để bảo đảm hiệu lực của các qui định thị trường vốn, một số can thiệp vào các giao dịch tài khoản vãng lai cũng có thể cần thiết. Qui định nghĩa vụ bán ngoại tệ thu từ xuất khẩu cho nhà nước hay các qui định phân luồng giao dịch thương mại thông qua các trung gian được phê duyệt là các ví dụ về vấn đề này.
5. Có lẽ quan trọng hơn cả, các biện pháp kiểm soát là một công cụ hỗ trợ cho các chính sách vĩ mô khác, để bình ổn và duy trì mức giá vĩ mô vững chắc, chứ không phải thay thế cho các chính sách đó.

Các biện pháp kiểm soát vốn hiển nhiên phải có cái giá của nó. Kiểm soát vốn làm tăng chi phí tài trợ trong thời kỳ bùng phát, nhưng đó chính xác là điều mà ta cho là sẽ phải làm. Trong dài hạn, kiểm soát vốn có thể cản trở sự phát triển các thị trường phái sinh và không khuyến khích hoạt động của những nhà đầu tư tổ chức nước ngoài vốn có thể hành động như những người kiến tạo thị trường nội địa. Sự đánh đổi giữa hiệu lực ngắn hạn của các biện pháp kiểm soát vốn và ảnh hưởng dôi lại dài hạn không thuận lợi thì không đơn giản và ta cần phải lưu ý.

### *Các qui định thận trọng*

Sự phân biệt giữa quản lý điều tiết tài khoản vốn và các qui định thận trọng ảnh hưởng đến dòng vốn xuyên biên giới thì không hoàn toàn rạch ròi. Cả hai công cụ đều nhằm mục đích làm cho hệ thống tài chính ổn định và hữu hiệu hơn.

Một lĩnh vực đáng quan tâm là việc vay mượn ngoại tệ bởi những công ty phi tài chính không có nguồn thu bằng ngoại tệ - nghĩa là những công ty sản xuất hàng hóa và dịch vụ phi ngoại thương.<sup>10</sup> Có thể tưởng tượng ra nhiều qui định hạn chế khác nhau, nhưng có lẽ đơn giản nhất là cấm những công ty không có doanh thu bằng ngoại tệ không được vay mượn nước ngoài hay vay mượn ngoại tệ trong nước. Như một sự lựa chọn, có thể ban hành các biện pháp trừng phạt dựa vào giá đối với việc vay mượn như vậy.

Các rủi ro kinh tế vĩ mô mà chúng ta đã phân tích cũng là một mối quan ngại chính của qui định thận trọng, vì chúng ảnh hưởng đến sức khỏe của hệ thống tài chính. Theo truyền thống, quản lý rủi ro trong kinh tế học vi mô được chỉ đạo hướng tới việc giảm

những rủi ro phụ thuộc vào các đặc điểm của những người vay riêng lẻ. Nhưng còn có những nguồn rủi ro gắn liền với sự thay đổi chính sách kinh tế (ví dụ như thay đổi lãi suất và tỷ giá hối đoái), sự biến động tài trợ bên ngoài, và hành vi thuận chu kỳ của khu vực tư nhân, nhất là trong những thời kỳ kinh tế bùng phát.

Tình hình còn trở nên tệ hơn bởi tính thuận chu kỳ của các công cụ điều tiết truyền thống, bao gồm các tiêu chuẩn quốc tế được ban hành bởi Ủy ban giám sát ngân hàng Basel. Để bổ sung cho phần thảo luận về đòn bẩy tài chính thuận chu kỳ trong chương 6, ta sẽ xem xét một ví dụ liên quan đến quỹ dự phòng thua lỗ cho vay (hay dự trữ), vốn có xu hướng gắn liền với nợ không trả đúng kỳ hạn hiện hành hay các kỳ vọng ngắn hạn về giá trị nợ này. Trong thời kỳ bùng phát kinh tế, giá trị nợ không trả đúng kỳ hạn thường thấp; sự kiện này và nhu cầu dự phòng rủi ro có hạn có thể khuyến khích người ta chấp nhận rủi ro. Trong một cuộc khủng hoảng, sự tăng vọt nợ không trả đúng hạn nhanh chóng làm cạn kiệt quỹ dự phòng hiện hữu. Các tổ chức tài chính sẽ phải sử dụng vốn để bù đắp thua lỗ, nhưng khi đó, ứng với các qui định quản lý điều tiết vốn, công suất cho vay của họ sẽ bị hạn chế và do đó có thể chậm ngòi cho tình trạng siết chặt tín dụng. Họ cũng có thể bán phần nào tài sản, nhưng cách làm này xem ra không phải là một giải pháp khi nhiều tổ chức tài chính muốn làm điều đó cùng một lúc. Việc bán tháo tài sản trong tình thế này sẽ gây ra thua lỗ đáng kể và hiện tượng siết chặt tín dụng sẽ lan rộng. Không cần phải nói thêm, những vấn đề này có thể đặc biệt nghiêm trọng tại những nước đang phát triển chỉ vừa mới bước vào nền tài chính giai đoạn IV và V.

Hầu hết các ngân hàng và các tổ chức tài chính khác có xu hướng thực hiện việc dự phòng ngay sát vào lúc các khoản vay sắp đến hạn và không kỳ vọng sẽ được hoàn trả. Tuy nhiên, ngành bảo hiểm thực hiện dự phòng khi một hợp đồng bảo hiểm được ký kết. Sự tương đồng đối với ngân hàng là hã y kỳ vọng xây dựng quỹ dự phòng khi các khoản vay được *giải ngân* chứ đừng chờ đến khi được hoàn trả (hay nói đúng hơn là không được hoàn trả). Kiểu hành động này nghịch với chu kỳ tài chính, vì nó chẳng qua là tăng nguồn vốn riêng của ngân hàng ( $\Omega_{comm}$  trong bảng 6.1) trong thời kỳ bùng phát, mà sẽ cho họ nhiều cơ hội điều hành quản lý thua lỗ trong thời kỳ khủng hoảng.

Trong hệ thống này, vốn dự phòng tích lũy trong thời kỳ kinh tế đi lên và có thể được đưa vào một quỹ (cùng với dự phòng đặc biệt đối với tài sản xấu hay những người vay bị nguy kịch tài chính). Quỹ này có thể được rút ra trong thời kỳ khủng hoảng để bù đắp thua lỗ cho vay và thua lỗ tài sản khác. Hệ thống này chỉ có tính trung tính với chu kỳ, vì thực chất nó thuận chu kỳ trong hoạt động cho vay, nhưng vẫn tiến bộ đáng kể so với thông lệ thực hành hiện nay. Cách làm này được áp dụng ở Tây Ban Nha năm 2000. Một phương án khác, mà một số nhà phân tích đề xuất gần đây, là tăng yêu cầu vốn trong thời kỳ bùng phát kinh tế, nghĩa là buộc các tổ chức tài chính phải tăng  $\Omega_{comm}$  thông qua bơm thêm vốn chính thức chứ không phải thông qua vốn dự phòng.<sup>11</sup>

Các quy tắc nghịch chu kỳ trực tiếp hơn về việc thay đổi liên lụy rủi ro tín dụng của các tổ chức tài chính cũng đáng mong đợi. Nói cụ thể ra, có thể bắt buộc gia tăng dự phòng chung hay dự phòng theo ngành cụ thể đối với các tác nhân tài chính khi có sự tăng trưởng tín dụng thái quá so với tiêu chuẩn, hay khi có tình trạng thiên lệch cho vay hướng tới những ngành phụ thuộc vào các dao động theo chu kỳ kinh tế, và (một lần nữa) khi có sự tăng trưởng cho vay ngoại tệ trong những ngành sản xuất hàng hóa và dịch vụ phi ngoại thương. Thật vậy, mọi biểu hiện mất cân xứng về tiền tệ trong bảng cân đối kế toán cũng như trong các dòng thu nhập và thanh toán kỳ vọng đều nguy hại và nên có quỹ dự phòng.<sup>12</sup>

Vấn đề sau cùng và quan trọng đối với quản lý nghịch chu kỳ là việc định giá tài sản điều chỉnh theo thị trường. Thông lệ thực hành này là tốt nhìn từ góc độ minh bạch của bảng cân đối kế toán của các tác nhân tài chính, nhưng có ảnh hưởng thuận chu kỳ rất mạnh, vì giá tài sản (đối với cổ phiếu và bất động sản) có tính chất hết sức thuận chu kỳ. Một ảnh hưởng tương tự cũng gắn liền với giá của những tài sản dùng làm tài sản thế chấp cho vay. Nếu không có sẵn một thị trường phù hợp (như đối với những công cụ phức tạp như là các nghĩa vụ nợ chứng khoán hoá) các qui định thường yêu cầu rằng giá phải được xây dựng bằng các mô hình, với những hệ lụy như mô tả trong chương 6. Trong những thời kỳ bùng phát kinh tế, cả hai thông lệ này đều góp phần cho hiện tượng bùng phát tín dụng dựa vào lợi tức vốn, mang tính chu kỳ cao. Trong những thời kỳ khủng hoảng, thua lỗ vốn đi kèm buộc các tổ chức tài chính phải bán ra một số tài sản, nhưng việc bán tháo những tài sản như vậy sẽ làm vấn đề trở nên tồi tệ hơn, như đã vạch ra trước đây.

Như vậy, ngay cả nếu việc điều chỉnh theo thị trường tiếp tục được ưa chuộng vì những lý do minh bạch, cần phải có một số cơ chế nhất định nhằm tránh đừng để cho tình trạng bùng phát giá theo chu kỳ góp phần cho đòn bẩy tài chính, chẳng hạn như các qui định hạn chế đối với giá trị tài sản có thể sử dụng để bảo đảm tín dụng hay phát hành trái phiếu. Đối với những tổ chức gặp trục trặc trong thời kỳ khủng hoảng, 'sự dung túng của luật pháp' - theo ý nghĩa là không áp đặt việc điều chỉnh theo thị trường trong thời kỳ kinh tế đi xuống - có thể phù hợp, cho dù điều đó cũng có mặt trái của nó.<sup>13</sup> Trong bất luận trường hợp nào, những qui định có tác dụng nghịch chu kỳ trong thời kỳ kinh tế sa sút (như sự dung túng của luật pháp chẳng hạn) và không làm gì cả trong thời kỳ kinh tế bùng phát sẽ không khuyến khích hành vi thận trọng của khu vực tư nhân. Vì thế, việc thiết kế qui định phải có tính đối xứng.

---

<sup>1</sup> Dưới hình thức toán đại số, gọi  $i$  là lãi suất cho vay trong nước,  $i^*$  là lãi suất vay mượn nước ngoài,  $\rho$  là phí bù rủi ro, và  $e^E$  là tỷ lệ khấu hao kỳ vọng (dấu mũ là ký hiệu tỷ lệ tăng trưởng  $\hat{e} = (de/dt)/e$ ). Khi đó, việc kinh doanh hưởng chênh lệch lãi suất (thường được gọi là 'ngang bằng lãi suất' trong tư liệu nghiên cứu) như mô tả trong bài sẽ dẫn đến phương trình  $i = i^* + \rho + e^E$ .

---

<sup>2</sup> Lưu ý rằng chúng ta nhấn mạnh vào *ảnh hưởng* của những dao động lãi suất này, vốn có tính thuận chu kỳ. Theo mô tả truyền thống, lãi suất được xem là nghịch chu kỳ, theo ý nghĩa là lãi suất thay đổi theo chiều ngược lại với chu kỳ kinh tế (giảm trong thời kỳ bùng phát kinh tế và tăng trong thời kỳ khủng hoảng).

<sup>3</sup> Theo tiếng Brazil, vào thập niên 50, từ lóng ‘bossa’ ít nhiều tương đương với từ ‘smooth’ trong tiếng Anh. Vì thế, việc chọn mục tiêu lạm phát là một phiên bản mới hơn, mượt mà hơn của định luật Say.

<sup>4</sup> Xem nghiên cứu của John Taylor (1993). Vì mục đích thực tế, vào thập niên 1890, Wicksell đã đề xuất quy tắc tương tự dựa vào lãi suất ‘tự nhiên.’

<sup>5</sup> Xem nghiên cứu của Barbosa-Filho (2008) và Galindo và Ros (2008).

<sup>6</sup> Tình thế bộ tam 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.

<sup>7</sup> Ví dụ, năm 2007, tích lũy dự trữ ngoại hối của các nước đang phát triển tương đương với 8 phần trăm GDP, trong đó gần 6 phần trăm GDP là bắt nguồn từ tài khoản vốn.

<sup>8</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’.

<sup>9</sup> Cuộc khủng hoảng trước đó của Ấn Độ vào năm 1991 xảy ra do vị thế tài khoản vãng lai không bền vững trong sự kiểm soát vốn nghiêm ngặt.

<sup>10</sup> Một trường hợp tương tự là vay mượn của các công ty tài chính để mua trái phiếu phát hành bằng nội tệ bởi các doanh nghiệp sản xuất hàng hóa phi ngoại thương.

<sup>11</sup> Ví dụ, xem nghiên cứu của Goodhart và Persaud (2008).

<sup>12</sup> Các điều khoản qui định khác có thể được sử dụng để hạn chế các loại hình cho vay khác, ví dụ như qui định về khoản thanh toán trước cho các hợp đồng vay nợ thế chấp bất động sản hay tỷ lệ cho vay qua thẻ tín dụng phải được thanh toán hàng tháng.

<sup>13</sup> Một ví dụ nổi tiếng liên quan đến các ngân hàng lớn của Hoa Kỳ khi nổ ra cuộc khủng hoảng nợ châu Mỹ Latin. Nhiều ngân hàng phá sản về mặt kỹ thuật vì giá trị thị trường của các tài sản châu Mỹ Latin của họ rất thấp. Các cơ quan quản lý đánh mất làm lơ, cho phép các ngân hàng trình bày các tài sản này trên các bảng cân đối kế toán của họ theo giá trị đáo hạn. Điều này là tốt đối với các ngân hàng, vì giúp tránh được một cuộc khủng hoảng tài chính mở rộng, nhưng cũng ngụ ý rằng ‘giải pháp’ cho cuộc khủng hoảng nợ là tái đàm phán nợ liên tục. Tồn thất đối với châu Mỹ Latin thật kinh khủng: một thập niên đánh mất sự phát triển. Theo một ý nghĩa nào đó, châu Mỹ Latin đã trả giá đắt cho tình trạng thiếu minh bạch trong việc hạch toán của các ngân hàng Hoa Kỳ và sự dung túng của luật pháp gắn liền với nó.