

## Kinh tế Vĩ mô

### Ghi chú Bài giảng 21

## Chọn lựa chính sách kinh tế vĩ mô

Nền kinh tế thế giới đã thay đổi theo nhiều cách thức quan trọng trong ba mươi năm qua. Những thay đổi này có ý nghĩa quan trọng đối với quản lý kinh tế vĩ mô ở các nước công nghiệp hóa và đang phát triển. Trong số những thay đổi quan trọng nhất, có:

- Giá trị thương mại quốc tế theo tỉ lệ sản lượng kinh tế tăng 2/3 lần.
- Sản xuất công nghiệp chuyển từ các nước công nghiệp sang các nước đang phát triển đặc biệt là ở Đông Á.
- Khối lượng dòng vốn tài chính xuyên biên giới tăng mạnh.
- Nhiều quốc gia áp dụng tỉ giá linh hoạt hoặc thả nổi có quản lý, và bỏ cơ chế tỉ giá cố định.

Trong thập niên 60 và 80, các nhà kinh tế quan tâm đến tác động của dòng chảy thương mại lên sự ổn định kinh tế vĩ mô. Nếu tỉ lệ thương mại (tỉ lệ giữa giá xuất khẩu và giá nhập khẩu) chuyển hướng bất lợi cho các nước đang phát triển, thì họ sẽ phải sản xuất nhiều hơn để thu về lượng ngoại hối như trước đây. Các nhà kinh tế cộng tác với Ủy ban Kinh tế khu vực Mỹ Latin và Caribe của LHQ (ECLAC) cho rằng các nước đang phát triển cần bảo vệ khu vực sản xuất công nghiệp trong nước, vì tỉ lệ thương mại sẽ chuyển hướng bất lợi đối với hàng nông sản xuất khẩu và những sản phẩm dựa vào tài nguyên thiên nhiên khác. Họ không thấy trước được sự gia tăng của thương mại tính theo sản lượng toàn cầu mà chúng ta đã chứng kiến kể từ 1990 (từ 15 lên 25%). Họ sẽ ngạc nhiên khi biết rằng phần lớn khối lượng thương mại này bao gồm hàng xuất khẩu sản xuất công nghiệp từ các nước có thu nhập thấp và trung bình. Tỉ lệ các nước có thu nhập thấp và trung bình trong sản lượng sản xuất công nghiệp đã tăng từ 20 lên 40% trong giai đoạn 1990 – 2010. Đông Á chiếm phần lớn (không phải tất cả) sự gia tăng này.

Như đã thấy, tăng trưởng ở các nước đang phát triển chủ yếu đến từ việc dịch chuyển đất đai, lao động và vốn từ hoạt động có năng suất thấp sang hoạt động có năng suất cao. Đây là đặc tính của các nước đang phát triển khiến họ khác với các nước phát triển nơi tăng trưởng chủ yếu nhờ đổi mới sáng tạo (qui mô chuyển dịch con người ra khỏi hoạt động năng suất thấp ở các nước giàu là hạn chế hơn). Xu hướng dẫn đến sản xuất theo kiểu mô-đun và đưa hoạt động sản xuất thâm dụng lao động sang các nước đang phát triển đã hỗ trợ cho tăng trưởng ở những nước này thông qua tạo cơ hội để chuyển dịch lao động sang khu vực sản xuất công nghiệp.

Hai mươi năm vừa qua cũng chứng kiến sự gia tăng mạnh các dòng vốn tư nhân đến các nước đang phát triển. Phần lớn là dưới dạng đầu tư trực tiếp nước ngoài khi sản xuất công nghiệp chuyển dịch đến các nước có thu nhập thấp và trung bình. Các dòng vốn đầu tư gián tiếp cũng tăng từ xuất phát điểm thấp, và trong một số năm những dòng vốn này cũng trở nên quan trọng. Việc quản lý các dòng vốn này nổi lên trở thành một trong những thách thức chính sách khó nhất mà chính phủ các nước đang phát triển đối mặt. Thất bại trong việc ứng phó với những chuyển dịch bất ngờ của dòng vốn to lớn có thể dẫn đến việc tích lũy nợ trong nước và/hoặc quốc tế và những biến động mạnh trong giá tài sản. Điều quan trọng cần nhớ là trữ lượng tài sản và nợ cũng quan trọng như lưu lượng.

Một thách thức khác là việc quản lý tỉ giá hối đoái. Sau sự sụp đổ của hệ thống Bretton Woods, nhiều nước đã chuyển dịch sang tỉ giá thả nổi hoặc “thả nổi có quản lý” theo đó ngân hàng trung ương can thiệp vào thị trường ngoại hối để loại bỏ những giao động lớn trong giá trị của đồng tiền. Tuy nhiên, như đợt khủng hoảng tài chính Đông Á đã minh chứng, càng khó quản lý giá trị nội tệ hơn khi qui mô thị trường ngoại hối toàn cầu đã phát triển. Doanh thu hàng ngày trên thị trường ngoại hối là 4,5 ngàn tỉ đô-la năm 2010, tăng gần ba lần kể từ 1998. Một số nước, đặc biệt là ở châu Á, đã tích lũy khối lượng lớn dự trữ ngoại hối nhằm cố gắng tự bảo vệ mình khỏi sự biến động mạnh giá trị nội tệ.

Đứng trước những thách thức này, chính phủ các nước đang phát triển có thể hỗ trợ tăng trưởng như thế nào trong khi vẫn duy trì được ổn định vĩ mô? Chúng ta sẽ thảo luận vấn đề này từ quan điểm mô thức đi vay ròng (patterns of net borrowing) theo trình bày trong nghiên cứu của Ocampo, Rada và Taylor 2009.

### *Đi vay ròng - Net borrowing*

Ocampo, Rada và Taylor xem vấn đề cân bằng kinh tế vĩ mô từ quan điểm đi vay ròng trong một nền kinh tế mở. Bắt đầu bằng tổng cung nội địa ( $X$ ) tiền đồng (VND), sẽ bằng với sản lượng nội địa ( $Y$ ) cộng nhập khẩu ( $M^*$ ), qui đổi từ đô-la sang VND bằng tỉ giá  $e$ :

$$X = Y + M^*e. \quad (1)$$

Dấu sao có nghĩa là giá trị được qui theo ngoại tệ (trường hợp này là USD). Nhớ rằng  $X$  chỉ nói đến cung nội địa, không phải xuất khẩu có ký hiệu là  $E$ . Cung ứng dùng vào các mục đích như tiêu dùng, đầu tư, chi tiêu chính phủ và xuất khẩu, do đó:

$$X = C + I + G + E.$$

Chi tiêu khu vực tư nhân (không thuộc chính phủ) được phân bổ vào đầu tư, tiêu dùng, thuế ( $T$ ), và các khoản chuyển giao tư nhân cho phần còn lại của thế giới ( $Z_p$ ), ví dụ trả lãi và cổ tức. Kiềm hời đi vào là các khoản chuyển giao tư nhân đi ra âm ( $-eZ_p^*$ ). Nếu khu

vực tư nhân chi tiêu nhiều hơn thu nhập của mình, thì phần đi vay ròng ( $N_p$ ) của khu vực này là dương:

$$N_p = I + C + T + Z_p - Y. \quad (2)$$

Tiết kiệm tư nhân ( $S_p$ ) là thu nhập cộng các khoản chuyển giao, trừ cho chi tiêu phi đầu tư, sao cho mức vay ròng tư nhân bằng đầu tư trừ tiết kiệm ( $N_p = I - S$ ).

Vay ròng của chính phủ đơn giản là chi tiêu của chính phủ trừ thuế, cộng các khoản chuyển giao của chính phủ cho phần còn lại của thế giới ( $Z_g$ ):

$$N_g = G + Z_g - T. \quad (3)$$

Còn trong trường hợp các khoản chuyển giao tư nhân, một khoản chuyển giao ra ngoài âm tương đương với dòng vốn vào. Do đó viện trợ nước ngoài dưới dạng không hoàn lại được ký hiệu là  $-eZ_g^*$ . Viện trợ nước ngoài bằng vốn vay là một phần trong khoản đi vay ròng của chính phủ.

Mức vay ròng của phần còn lại của thế giới là bằng với thặng dư tài khoản vãng lai của quốc gia đó hay:

$$N_r = E - eM^* - Z. \quad (4)$$

Phần còn lại của thế giới vay từ chúng ta khi chúng ta tiếp nhận tài sản nước ngoài hoặc trả bớt nợ cho phần còn lại của thế giới. Các khoản chuyển giao  $Z$  là tổng các khoản chuyển giao tư nhân và chính phủ ( $Z = Z_p + Z_g$ ).

Tổng khoản vay ròng ( $N$ ) bằng với tổng vay ròng của chính phủ, khu vực tư nhân và phần còn lại của thế giới. Theo định nghĩa, tổng vay ròng phải bằng zero (vì phải đi vay từ nơi nào đó!)

$$N = N_p + N_g + N_r = 0 \quad (5)$$

Một cách khác để thể hiện điều này là khoản vay ròng của khu vực tư nhân cộng với khoản vay ròng của chính phủ, cộng thêm hụt tài khoản vãng lai, tất cả cộng lại bằng zero. Thặng dư tài khoản vãng lai sẽ làm tăng dự trữ ngoại hối, giảm khoản vay của tài chính và hoặc chính phủ, hoặc việc mua lại cổ phiếu từ người nước ngoài, hoặc kết hợp một số điều chỉnh này. Thâm hụt tài khoản vãng lai tạo ra tác động ngược lại: giảm dự trữ ngoại hối, vay nợ nước ngoài của tư nhân và/hoặc chính phủ nhiều hơn hoặc bán cổ phiếu cho người nước ngoài. Bỏ qua giá trị dấu, ta thấy:

$$CAD = \Delta \text{ dự trữ} + \Delta \text{ vốn vay} + \Delta \text{ nước ngoài sở hữu cổ phiếu trong nước}. \quad (6)$$

Mức trữ lượng sẽ ấn định giới hạn lên những điều chỉnh lưu lượng. Mức dự trữ ngoại hối thấp trong khi thâm hụt tài khoản vãng lai lớn có thể buộc trữ lượng vốn vay (công và tư) tăng nhanh, thậm chí vượt khỏi năng lực trả nợ của khu vực tư nhân hay chính phủ.

Tăng đi vay ròng trong bối cảnh thu nhập đang tăng là hành vi mang tính chạy theo chu kỳ (*pro-cyclical behavior*), nghĩa là chi tiêu tăng nhanh hơn thu nhập. Trong hình, chính phủ đang có thâm hụt ngân sách, nhưng hoạt động đi vay của chính phủ lại hơi nghịch chu kỳ. Quốc gia đang có thặng dư tài khoản vãng lai, nghĩa là phần còn lại của thế giới đang đi vay ròng dương. Khu vực tư nhân (hộ gia đình và doanh nghiệp) là bên đi vay ròng âm (bên cho vay ròng), nhưng hoạt động cho vay giảm khi thu nhập tăng. Do đó khu vực tư nhân có thể được cho là đang hành động chạy theo chu kỳ.

Đồ thị minh họa tình hình ở Mỹ từ 1960 đến 1980. Hộ gia đình là những người tiết kiệm ròng, và họ cho chính phủ và doanh nghiệp vay tiền, chính phủ thì đang bị thâm hụt. Thặng dư tài khoản vãng lai và thâm hụt là không lớn ở hầu hết các năm. Xu hướng cho vay ròng của hộ gia đình nhìn chung là theo chu kỳ. Tăng trưởng nhanh hơn lại đi kèm với tiết kiệm hộ gia đình ít hơn. Điều này phản ánh tầm quan trọng nổi trội của tiêu dùng nội địa đối với tổng cầu ở Mỹ trong giai đoạn này. Hộ dân thường để dành tiền trong thời buổi khó khăn và đầu tư chủ yếu và nhà ở trong thời buổi thuận tiện.

Có hai điều xảy ra sau 1980. Thứ nhất, chính quyền Reagan cắt giảm thuế khi tin rằng thuế thấp hơn sẽ khuyến khích mức đầu tư doanh nghiệp cao hơn. Chính phủ cũng tăng chi tiêu cho quốc phòng. Nguồn thu thuế giảm kết hợp với chi tiêu quân sự cao hơn dẫn đến thâm hụt ngân sách lớn, với nguồn vay chủ yếu từ phần còn lại của thế giới và một phần từ hộ gia đình. Thứ hai, sau 1990 các hộ gia đình từ bỏ vai trò truyền thống của mình là bên cho vay ròng cho chính phủ và doanh nghiệp, và trở thành bên đi vay ròng. Điều này khá tách bạch với trạng thái đi vay ròng của chính phủ khi chính quyền Clinton giảm thâm hụt ngân sách xuyên suốt thập niên này. Như sẽ thảo luận vào tuần sau, hộ gia đình đi vay để tham gia vào sự bùng nổ thị trường nhà ở và tài trợ cho tiêu dùng khi tiền lương trì trệ đối với đa số người dân. Tự do hóa hệ thống tài chính giúp dỡ bỏ những kiểm soát đối với hoạt động cho vay cầm cố, do đó các ngân hàng và công ty tài chính thực hiện cho vay đầy rủi ro đối với các hộ gia đình tìm kiếm lợi nhuận từ giá nhà đang tăng lên. Việc vay mượn của hộ gia đình và chính phủ trong thập niên 2000 được tài trợ từ nước ngoài.

Đi vay ròng là lưu lượng tích tụ trong bảng cân đối tài sản theo thời gian dưới dạng trữ lượng tài sản và nợ. Nợ tăng hay tài sản giảm khi vay ròng dương. Khi vay ròng âm, thì tài sản tăng hoặc nợ giảm. Ví dụ, khi vay ròng tư nhân lớn hơn zero, khu vực tư nhân tăng vốn vay nội địa và/hoặc nước ngoài, hoặc phát hành vốn chủ sở hữu mới, hoặc giảm trữ lượng trái phiếu hoặc tiền gửi, hoặc kết hợp những điều chỉnh này. Trong thời kỳ bùng nổ nhà ở Mỹ, hộ gia đình đã vay số tiền khổng lồ. Khoản nợ này được chuyển thành chứng khoán và bán cho ngân hàng, ngân hàng cũng vay rất nhiều để tài trợ cho

việc mua chứng khoán. Như thực tế cho thấy có những tài sản rất rủi ro, có nghĩa là bảng cân đối tài sản của ngân hàng mua tài sản này đã bị suy yếu nghiêm trọng.

Khu vực hộ gia đình Indonesia tài trợ cho hoạt động vay của doanh nghiệp trong phần lớn các năm (cả DNNN và doanh nghiệp tư nhân). Vay của chính phủ là nghịch chu kỳ, bù trừ cho hành vi chạy theo chu kỳ của hộ gia đình và doanh nghiệp. Phần còn lại của thế giới hầu như trung tính. Khu vực doanh nghiệp nội địa đang thiết lập nợ ở tốc độ cao, đây là việc mà chính phủ phải giám sát cẩn thận để tránh tình huống doanh nghiệp đi vay vượt mức giới hạn an toàn trả nợ của họ. Nếu việc cho vay tư nhân càng chạy theo chu kỳ, thì đường tổng cho vay ròng sẽ dần nằm ngang. Vấn đề ở đây là mức đi vay tư nhân dịch chuyển lên trên sẽ dẫn đến sản lượng tăng mạnh, kích hoạt lạm phát hoặc làm tăng thâm hụt lớn cho tài khoản vãng lai.

### *Chính sách ngân sách chạy theo chu kỳ*

Vì khu vực tư nhân thường hành xử theo chu kỳ, nguyên tắc đầu tiên của chính sách kinh tế vĩ mô là hoạt động đi vay ròng của chính phủ phải mang tính nghịch chu kỳ. Khi tăng trưởng kinh tế chậm đi, chính phủ bơm cầu hiệu dụng vào bằng cách chấp nhận thâm hụt ngân sách, nhưng khi tăng trưởng nhanh hơn, chính phủ có thặng dư để đảm bảo rằng nền kinh tế không hoạt động quá nóng và để tăng cường bảng cân đối tài sản của mình (trả bớt nợ).

Tuy nhiên, điều này nói dễ hơn làm. Chính sách ngân sách chạy theo chu kỳ là một vấn đề phổ biến ở các nước xuất khẩu tài nguyên thiên nhiên. Khi nền kinh tế toàn cầu tăng trưởng nhanh chóng, giá nguyên liệu tăng, mang lại nhiều doanh thu hơn cho các quốc gia xuất khẩu. Có nhiều áp lực chính trị muốn chính phủ tăng chi tiêu tiền, vì ai cũng biết ngân sách thu về nhiều hơn. Chính phủ tung ra những dự án đầu tư mới, cam kết dài hạn trên cơ sở dòng thu ngân sách ngắn hạn. Khi giá hàng nguyên liệu giảm, chính phủ phải nhanh chóng chuyển hướng và cắt giảm chi tiêu để tránh thâm hụt ngân sách lớn. Kết quả, chi tiêu chậm lại ngay đúng thời điểm cần phải tăng để thay thế cho nguồn thu xuất khẩu mất đi và mức tiêu dùng và đầu tư giảm.

Một cách để tránh chính sách chạy theo chu kỳ là đề ra nguyên tắc ngân sách đơn giản. Ví dụ, chính phủ phải đạt được mức cân bằng ngân sách “cơ cấu” nhỏ khoảng 1% GDP. Cân bằng ngân sách “cơ cấu” có nghĩa là trạng thái ngân sách phải là thặng dư trong điều kiện giá hàng nguyên liệu (hoặc các biến số chu kỳ phù hợp khác) là không đổi. Chile đã thông qua luật nguyên tắc ngân sách giống như vậy. Khi giá kim loại đồng tăng cao, Chile phải có thặng dư ngân sách, và khi giá thấp thì chính phủ có thể chịu thâm hụt để bơm cầu vào nền kinh tế. Đối với chu kỳ kinh tế nhìn chung (từ đỉnh xuống đáy) thì *xét bình quân* chính phủ phải đạt thặng dư nhỏ.

### *Chính sách tiền tệ chạy theo chu kỳ*

Ở các nước đang phát triển chính sách tiền tệ thường chạy theo chu kỳ vì phí chênh lệch rủi ro ở các nước này giảm trên thị trường quốc tế trong giai đoạn bùng nổ và tăng trong giai đoạn suy thoái toàn cầu. Ví dụ, trước khủng hoảng tài chính toàn cầu, chênh lệch lãi suất trái phiếu thị trường mới nổi (đo bằng Chỉ số trái phiếu thị trường mới nổi của JP Morgan) giảm xuống mức thấp kỷ lục. Các nước đang phát triển có thể vay trên thị trường vốn quốc tế đang bùng nổ với giá rẻ. Nếu ngân hàng trung ương của một nước đang phát triển cố gắng thắt chặt chính sách tiền tệ để làm chậm tăng trưởng cầu, người vay nội địa sẽ thay nợ trong nước bằng nợ nước ngoài. Hơn nữa, các dòng vốn nước ngoài sẽ chảy vào nhiều hơn để tận dụng lợi suất cao ở thị trường trong nước. Với trường hợp tỉ giá hối đoái linh hoạt, thì điều này sẽ có tác động làm cho nội tệ tăng giá, cầu nội tệ (ví dụ VND) sẽ tăng khi người nước ngoài thu tóm tài sản Việt Nam (họ cần mua VND để mua tài sản). Trong khi đó, ngân hàng trung ương đang cố gắng hạn chế tăng trưởng tiền để làm chậm sức cầu. Kết quả là lãi suất tăng lên, giúp cho nhà đầu tư nước ngoài có được lợi suất đầu tư cao hơn. Với trường hợp tỉ giá hối đoái cố định, thì ngân hàng trung ương phải bán nội tệ (mua đô-la), làm tăng cung tiền, tiếp sức cho sự bùng nổ với lãi suất thấp hơn.

Việc vay mượn trở nên đắt đỏ hơn khi có khủng hoảng toàn cầu vì thị trường vốn trở nên kém thanh khoản. Nhưng đây chính là thời điểm khi các nước đang phát triển cần lãi suất thấp hơn vì cầu hàng xuất khẩu của họ đang giảm đi. Tuy nhiên, nếu ngân hàng trung ương cố gắng kéo lãi suất xuống thấp hơn mức toàn cầu, thì vốn nội địa sẽ chảy ra khỏi nước (vốn tháo chạy), buộc lãi suất trong nước phải tăng trở lại. Với cơ chế tỉ giá linh hoạt, dòng vốn chảy ra sẽ dẫn đến đồng tiền mất giá, và làm tăng cung tiền trong nước. Ngân hàng trung ương có thể thấy áp lực phải tăng lãi suất để khắc chế tác động lạm phát của việc đồng tiền mất giá. Nếu ngân hàng trung ương cố gắng giảm lãi suất trong cơ chế tỉ giá cố định, thì tiền sẽ rời bỏ đất nước với kết quả tổn thất dự trữ ngoại hối.

Tóm lại, mức phí rủi ro đối với các nước đang phát triển là không cố định trong suốt chu kỳ kinh tế. Nó sẽ thấp hơn trong giai đoạn tăng trưởng mạnh và cao hơn trong thời kỳ đổ vỡ. Điều này làm cho chính sách tiền tệ phải chạy theo chu kỳ ở các nước đang phát triển, với kết quả là tỉ lệ lạm phát cao hơn trong giai đoạn tăng trưởng nhanh, và suy thoái dài hơn, sâu hơn trong thời kỳ tăng trưởng chậm. Hoạt động cho vay ròng của khu vực tư nhân củng cố tác động của việc đi vay ròng theo chu kỳ (thâm hụt ngân sách) của khu vực công, và thậm chí có thể quan trọng hơn chính sách ngân sách chạy theo chu kỳ vì qui mô các dòng vốn có khả năng lớn hơn và sự dịch chuyển có thể diễn ra nhanh chóng.

## ***Quản lý dự trữ ngoại hối***

Quản lý dự trữ ngoại hối theo hướng ngược chu kỳ có thể giúp giảm nhẹ tác động các dòng vốn vào và ra lên tỉ giá hối đoái. Trong giai đoạn vốn đổ vào, ngân hàng trung ương tích lũy dự trữ ngoại hối để ngăn chặn tỉ giá gia tăng và tập trung dự trữ cho các giai đoạn khi dòng vốn vào chậm đi hay đổi chiều. Khi ngân hàng trung ương mua ngoại hối, họ phải hóa giải dòng vào bằng cách bán trái phiếu mệnh giá nội tệ. Khoản này chắc chắn từ bảng cân đối tài sản của ngân hàng trung ương. Sự gia tăng dự trữ ngoại hối bên phía tài sản được cân đối bằng sự gia tăng cung tiền ở phía nợ. Khi thị trường trái phiếu trong nước không có thanh khoản, sẽ khó cho ngân hàng trung ương đạt được mục tiêu này mà không đẩy lãi suất nội tệ lên, từ đó càng thu hút nhiều vốn ngoại chảy vào trong nước. Chọn lựa khác là tăng dự trữ bắt buộc của ngân hàng, nhưng sẽ khiến các ngân hàng giảm lợi nhuận và họ sẽ tìm cách phản đối động thái này nếu được.

Đa số các nước châu Á phản ứng với khủng hoảng tài chính khu vực 1997 bằng cách tích lũy dự trữ ngoại hối. Họ làm như vậy để giữ cho nội tệ cạnh tranh bất kể các dòng vốn ồ ạt chảy vào, và để “tự bảo hiểm” trước những tác động của sự chấm dứt đột ngột (vốn bỗng nhiên chảy ra trong giai đoạn bất ổn). Kinh nghiệm với các gói giải cứu của IMF khá đau đớn khiến họ không muốn lặp lại. Tuy nhiên, chính sách này cũng phải trả giá, vì ngân hàng trung ương thu được suất sinh lợi rất thấp từ lượng dự trữ ngoại hối của mình, nhưng phải trả lãi cao hơn cho chính trái phiếu của chính phủ bán ra cho công chúng để hóa giải các dòng vốn vào. Các nước Đông Á thường quyết định rằng việc áp đặt những tổn thất này lên ngân hàng trung ương sẽ ít tổn kém hơn trong dài hạn so với việc phải gánh chịu một cuộc khủng hoảng tiền tệ khác.

## ***Kiểm soát vốn***

Từ phần thảo luận trên có thể thấy rõ rằng các dòng vốn chuyển dịch với khối lượng lớn chính là nguyên nhân gây ra bất ổn kinh tế vĩ mô ở các nước đang phát triển. Các dòng vốn có qui mô lớn so với các nền kinh tế này, do đó những biến động có thể dẫn đến bất ổn tỉ giá hối đoái, lạm phát, bong bóng tài sản và biến động lãi suất. Chúng ta cũng cần xem xét tác động lên bảng cân đối tài sản của dòng vốn ngoại. Trong thời kỳ kinh tế bùng nổ, khu vực công và tư có thể tích tụ nợ ngoại tệ với số lượng lớn, đến khi kinh tế đi xuống thì khó có thể trả được. Đây chính là bản chất vấn đề dẫn đến khủng hoảng tài chính Đông Á 1997. Ngay IMF sau nhiều năm ủng hộ tự do hóa thị trường vốn, gần đây đã thừa nhận rằng các biện pháp kiểm soát vốn ngắn hạn có thể cần thiết để duy trì ổn định kinh tế vĩ mô và ngăn chặn sự tích tụ nhanh chóng nợ ngoại tệ ở các nước đang phát triển.

Biện pháp kiểm soát vốn có thể mang lại không gian chính sách cần thiết để chính phủ thực thi các chính sách vĩ mô đi ngược chu kỳ. Mục tiêu chính của các chính sách này là dòng vốn ngắn hạn (dưới một năm), vì loại vốn “trôi dạt” kiểu này tạo ra những điều

chính tức thời nhiều hơn là đầu tư dài hạn, ví dụ như đa số các dự án đầu tư trực tiếp nước ngoài.

Vấn đề với biện pháp kiểm soát vốn là nó làm tăng chi phí vốn đối với nhà đầu tư nội địa và tạo cơ hội cho tham nhũng. Vấn đề đầu không nghiêm trọng bằng vấn đề thứ hai, vì tăng chi phí vốn trong giai đoạn kinh tế bùng nổ là tốt.

Chính phủ và/hoặc ngân hàng trung ương phải thận trọng giám sát việc vay mượn nước ngoài trong khu vực doanh nghiệp, cả sở hữu nhà nước lẫn tư nhân. Thất bại trong giám sát có thể dễ dàng dẫn đến tai họa, vì các công ty tích lũy nợ ngoại tệ nhưng không thể trả trong thời kỳ tăng trưởng kinh tế chậm. Như đã thấy trong khủng hoảng tài chính Đông Á, sự thất vọng của chủ nợ doanh nghiệp có thể lan qua hệ thống ngân hàng nội địa.

Nên sử dụng các công cụ dựa vào giá để định lượng những hạn chế khi có thể. Yêu cầu ký quỹ không tính lãi - Unremunerated Reserve Requirement (URR), là một hình thức thuế áp đặt lên các dòng vốn ngắn hạn. Các nhà đầu tư ngoại buộc phải ký gởi một tỉ lệ định trước lượng đầu tư ngoại tệ của mình ở ngân hàng trung ương trong tài khoản không tính lãi. Tài khoản này hoạt động như dự trữ của ngân hàng, theo đó việc tăng qui mô ký gởi bắt buộc sẽ làm tăng thuế lên các khoản đầu tư ngắn hạn. Chile và Colombia đã sử dụng URR thành công để chuyển dịch xu hướng cấu trúc nợ nước ngoài khỏi các khoản đầu tư ngắn hạn sang đầu tư dài hạn. Nó cũng giúp các ngân hàng trung ương tăng lãi suất khi kinh tế phát triển tốt mà không thu hút thêm dòng vốn ngắn hạn. Chính sách tiền tệ có thể chuyển dịch từ chạy theo chu kỳ sang đi ngược chu kỳ.

Một chọn lựa khác, cũng đạt được kết quả tương tự là áp thuế lên tất cả hóa đơn ngoại hối thông qua hệ thống ngân hàng. Tuy nhiên, các nhà xuất khẩu sẽ phải được bù đắp thông qua hệ thống thuế (ví dụ thông qua hoàn thuế VAT hay thuế doanh nghiệp), do đó chọn lựa này khó quản lý hơn.<sup>1</sup>

### ***Kết luận***

Trong thập niên 60-70, các nhà kinh tế lo ngại về tác động gây bất ổn khi tỉ lệ trao đổi thương mại chuyển dịch ở các nước đang phát triển. Sự biến động mạnh giá hàng nguyên liệu được xem là nguyên nhân khiến cho các chính sách tiền tệ và ngân sách chạy theo chu kỳ. Các dòng vốn là nhỏ so với qui mô GDP và dòng vốn chính thức là lớn hơn dòng vốn tư nhân. Điều này hoàn toàn thay đổi trong thập niên vừa qua. Các dòng vốn tư nhân đã lớn hơn vốn chính thức, và hiện nay cũng lớn hơn so với qui mô của nền kinh tế, đặc biệt là ở các nước châu Á.

---

<sup>1</sup> Howell H. Zee (2000) "Retarding Short-Term Capital Inflows Through Withholding Tax," IMF Working Paper 00/40, March, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp0040.pdf>.



Chính sách kinh tế vĩ mô phải quản lý những dòng vốn khổng lồ này để tránh tình huống các nước bị rơi vào chu kỳ bùng phát – đổ vỡ. Chính sách tiền tệ và ngân sách phải luôn tinh táo đi ngược chu kỳ. Điều này đòi hỏi nguyên tắc ngân sách, việc quản lý hoạt động ngân hàng cẩn trọng và mạnh mẽ, và một số biện pháp kiểm soát các dòng vốn.