

QUẢN LÝ BỘ BA BẤT KHẢ THI CỦA TRUNG QUỐC VÀ GỢI Ý CHO VIỆT NAM

 LÊ THỊ THU TRANG*

Ngày nhận: 13/9/2019
Ngày phản biện: 28/11/2019
Ngày duyệt đăng: 25/12/2019

Tóm tắt: Những năm gần đây, Trung Quốc đang trong lộ trình quốc tế hóa đồng Nhân dân tệ - CNY (China Yuan - ký hiệu tiền tệ chính thức của Trung Quốc theo tiêu chuẩn ISO 4217) và một trong những mục tiêu quan trọng là phải ổn định được tỷ giá hối đoái. Trong điều kiện cuộc chiến tranh thương mại Mỹ - Trung Quốc vẫn đang leo thang, tháng 8/2019 Trung Quốc liên tục có những động thái giảm giá đồng CNY nhằm hỗ trợ xuất khẩu, nhưng nước này cũng hoàn toàn không muốn một kịch bản giảm giá mạnh của đồng nội tệ. Việc giảm giá mạnh đồng CNY sẽ có thể kích hoạt dòng vốn tháo chạy khỏi Trung Quốc, đồng thời nội tệ giảm giá mạnh sẽ đẩy lạm phát lên cao và chính sách tiền tệ cần phải can thiệp để điều tiết nền kinh tế. Những mục tiêu này tạo áp lực ngày càng gia tăng cho Bộ ba bất khả thi của Trung Quốc: ổn định tỷ giá, tự do hóa dòng vốn và chính sách tiền tệ độc lập. Việt Nam hiện nay vẫn thực hiện chính sách điều hành tỷ giá thả nổi có điều tiết, và đồng CNY là một trong 8 loại tiền tệ trong tính tỷ giá trung tâm của nước ta. Do đó, việc nghiên cứu về quản lý Bộ ba bất khả thi của Trung Quốc, từ đó có những gợi ý cho Việt Nam là vô cùng cấp thiết.

Từ khóa: Trung Quốc, ổn định tỷ giá, tự do hóa dòng vốn, chính sách tiền tệ độc lập, Bộ ba bất khả thi, gợi ý cho Việt Nam.

MANAGING CHINA'S IMPOSSIBLE TRINITY AND SUGGESTIONS FOR VIETNAM

Abstract: In recent years, China is on the road to internationalizing the CNY, one of the important goals is to stabilize the exchange rate. In the face of an escalating US-China trade war, in August 2019, China continued to devalue CNY to support exports, however, the country also does not want to devalue the domestic currency. A sharp drop in the CNY will likely trigger capital outflows from China, the strong devaluation of the domestic currency will push up inflation and monetary policy need to intervene to regulate the economy. These goals put increasing pressure on China's impossible trinity: stabilize exchange rates, liberalize capital flows and independent monetary policies. Vietnam still implements a policy of regulating floating exchange rates with regulation, and CNY is one of 8 currencies in Vietnam's central exchange rate. Therefore, the study of managing China's Impossible Trinity, thus making suggestions for Vietnam, is extremely urgent.

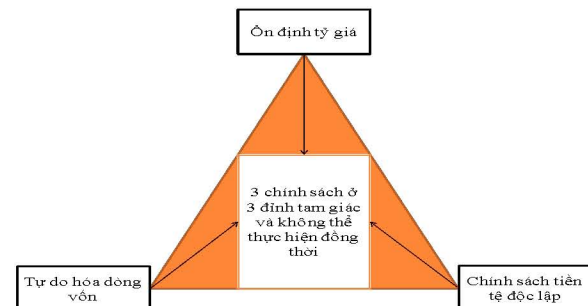
Keywords: China, stabilize exchange rates, liberalize capital flows and independent monetary policies, Impossible Trinity, suggestions for Vietnam.

1. Bộ ba bất khả thi là gì?

Khái niệm về Bộ ba bất khả thi được đưa ra bởi Robert Mundell và Marcus Fleming từ những năm 1960. Đến những năm 1980, vấn đề kiểm soát dòng vốn tại nhiều quốc gia bị thất bại do mâu thuẫn giữa việc neo tỷ giá và chính sách tiền tệ độc lập ngày càng rõ ràng. Từ đó, lý thuyết Bộ ba bất khả thi còn được gọi là mô hình Mundell - Fleming đã trở thành nền tảng cho kinh tế học vĩ mô quan trọng trong điều hành kinh tế.

Theo mô hình Mundell - Fleming, Bộ ba bất khả thi (Impossible Trinity) chỉ một giả thuyết kinh tế cho rằng một quốc gia không thể đồng thời thực hiện cùng một lúc ba mục tiêu chính sách vĩ mô gồm:

1. Ổn định tỷ giá 2; Tự do hóa dòng vốn 3; Chính sách tiền tệ độc lập. [3]



* Trường Đại học Công đoàn

Một quốc gia chỉ có thể thực hiện đồng thời 2 trong 3 chính sách này. Bên cạnh đó, thuật ngữ Bộ ba bất khả thi còn dùng để chỉ tình thế nền kinh tế dễ đổ vỡ khi một quốc gia cố tình thi hành ba chính sách trên cùng lúc. Giả sử một quốc gia cố gắng thực hiện cả ba mục tiêu của các chính sách kinh tế vĩ mô trên đồng thời. Khi quốc gia thực hiện mục tiêu tự do hóa dòng vốn, tức là các dòng ngoại tệ từ bên ngoài dễ dàng vào và ra nền kinh tế. Ngoại tệ vào và ra nền kinh tế sẽ tác động làm cho tỷ giá hối đoái biến động. Nếu muốn ổn định tỷ giá, Ngân hàng Trung ương (NHTW) buộc phải mua bán ngoại tệ trên thị trường ngoại hối để giữ tỷ giá ổn định. Khi NHTW mua bán ngoại tệ đồng thời với việc đồng nội tệ sẽ được bơm ra hay hút vào, qua đó sẽ điều hành chính sách tiền tệ nới lỏng hay thắt chặt. Như vậy, rõ ràng muốn ổn định tỷ giá thì chính sách tiền tệ phải phụ thuộc. Trên thực tế, nhiều nền kinh tế đang phát triển rất lo sợ tỷ giá hối đoái biến động quá mạnh, do vậy những quốc gia đó chọn cách hi sinh mục tiêu tự do hóa dòng vốn (bằng cách kiểm soát chặt cán cân vốn hoặc tăng giảm dự trữ ngoại hối), hoặc hi sinh mục tiêu chính sách tiền tệ độc lập (bằng cách đặt yếu tố ổn định tỷ giá lên hàng đầu). Tuy nhiên, dự trữ ngoại hối của NHTW nào cũng có giới hạn. Một khi dự trữ ngoại hối cạn kiệt, NHTW sẽ không thể duy trì tỷ giá và đồng nội tệ cũng dễ dàng sụp đổ. Chính vì vậy, ba mục tiêu của chính sách vĩ mô: ổn định tỷ giá, tự do hóa dòng vốn và chính sách tiền tệ độc lập được gọi là Bộ ba bất khả thi của nền kinh tế.

Quản lý Bộ ba bất khả thi là việc lựa chọn mục tiêu chính sách vĩ mô thông qua những công cụ nhất định (như dự trữ ngoại hối, kiểm soát dòng vốn, lãi suất) sao cho phù hợp với nền kinh tế và mang lại hiệu quả điều tiết cao nhất cho quốc gia.

2. Quản lý bộ ba bất khả thi của Trung Quốc

Trước khi Trung Quốc bắt đầu tự do tài khoản vốn năm 2005, Bộ ba bất khả thi không ảnh hưởng nhiều đến nền kinh tế Trung Quốc. Tài khoản vốn đóng có nghĩa là Trung Quốc có thể thực hiện cả chính sách tiền tệ độc lập và tỷ giá hối đoái cố định. Tuy nhiên, kể từ khi Trung Quốc tiến hành tự do hóa dần dần các tài khoản vốn bằng việc duy trì các dòng vốn cố định đã đóng vai trò xúc tác cho Bộ ba bất khả thi. Trung Quốc muốn mở cửa hoàn toàn cán cân vốn để tạo ra một hệ thống tài chính hiện đại trong đó các lực đẩy của thị trường đóng vai trò quyết định thay vì mệnh lệnh của NHTW. Viện Kinh tế và Chính trị thế giới thuộc Viện Khoa học Xã hội Trung Quốc đã lập luận rằng Trung Quốc bắt buộc phải duy trì một chính sách tiền tệ độc lập do quy mô của

nền kinh tế. Hơn nữa, cần có một tỷ giá cố định để phát triển nền kinh tế thực và ổn định giá cả. Như vậy, không nên tự do hóa hoàn toàn tài khoản vốn, dịch chuyển vốn tự do có thể làm gián đoạn tỷ giá hối đoái và cản trở phát triển kinh tế. Chính vì vậy, Ngân hàng trung ương Trung Quốc đã thực hiện chính sách tiền tệ và duy trì kiểm soát chặt chẽ đối với giá trị trao đổi của đồng nhân dân tệ - CNY. Nhưng để hoàn thành 2 mục tiêu này, Trung Quốc phải hạn chế dòng vốn quốc tế, bao gồm cả việc hạn chế công dân Trung Quốc chuyển tài sản ra nước ngoài. Nếu không có những hạn chế đó, tiền sẽ chu chuyển ra và vào đất nước, khiến lãi suất trong nước bằng với mức lãi suất do các ngân hàng trung ương nước ngoài thiết lập [1].

Trong hoàn cảnh căng thẳng thương mại Mỹ - Trung hiện nay, với mục tiêu quốc tế hóa đồng CNY, xu hướng của Trung Quốc trong quản lý Bộ ba bất khả thi bằng các công cụ tài chính vĩ mô như sau:

Thứ nhất, tiếp tục gia tăng dự trữ ngoại hối

Theo Ngân hàng Trung ương Trung Quốc (PBOC) công bố cho thấy dự trữ ngoại hối nước này đã tăng liên tục trong những tháng vừa qua (đến tháng 8/2019) và đạt trên 3.100 tỷ USD - mức cao nhất thế giới. Việc phá giá nội tệ trong thời gian dài của Trung Quốc là một trong những yếu tố quan trọng giúp cán cân thương mại của Trung Quốc thặng dư lớn và đóng góp phần lớn vào lượng dự trữ ngoại hối khổng lồ của nước này. Tuy nhiên, trong thời gian gần đây Trung Quốc đang phải đối mặt với xu hướng rút vốn. Kể từ khi Mỹ bắt đầu áp thuế đối với hàng nhập khẩu từ Trung Quốc vào tháng 7/2018, đã có những lo ngại về áp lực khiến Trung Quốc buộc phải dùng dự trữ ngoại hối để giảm áp lực từ dòng vốn rút ra khỏi Trung Quốc, khiến nguồn cung ngoại tệ cũng giảm mạnh. Các nhà hoạch định chính sách nước này đang lo ngại, nếu dòng vốn tiếp tục rút mạnh, dự trữ ngoại hối sẽ giảm xuống dưới mức 3 nghìn tỷ USD và mở đầu cho những bất ổn tiền tệ nghiêm trọng.

Do vậy, Trung Quốc đang cố gắng tiếp tục gia tăng dự trữ ngoại hối để sẵn sàng can thiệp vào nền kinh tế khi cần thiết. Khi dòng vốn chảy ra khỏi Trung Quốc sẽ kéo theo biến động giá trị đồng CNY, PBOC sẽ phải dùng dự trữ ngoại tệ để giữ ổn định tỷ giá hối đoái. Quản lý Bộ ba bất khả thi của Trung Quốc lúc này đang ưu tiên cho hai mục tiêu chính sách ổn định tỷ giá và chính sách tiền tệ độc lập [5].

Thứ hai, kiểm soát chặt chẽ dòng vốn quốc tế

Điều này cũng thể hiện sự nhất quán trong quản lý Bộ ba bất khả thi tại Trung Quốc, quốc gia này luôn không theo đuổi mục tiêu tự do hóa dòng vốn

quốc tế. Trong nhiều năm qua, Trung Quốc đã thi hành chính sách kiểm soát dòng vốn nhằm theo đuổi mục tiêu ổn định tiền tệ. Cụ thể, nước này kiểm soát chặt chẽ vay nợ nước ngoài và có nhiều quy định quản lý thận trọng dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài để ngăn chặn hoạt động chuyển vốn hưởng chênh lệch lãi suất (carry-trade) và chống các cú sốc chu chuyển vốn.

Đối với Trung Quốc việc tự do hóa dòng vốn có thể dẫn đến những dòng vốn mang tính đầu cơ nhiều hơn, điều này có thể làm cho tỷ giá trở nên bất ổn và khó kiểm soát. Mức tỷ giá ổn định ở mức thấp, cùng với mức lương thấp, là nhân tố chính tạo lợi nhuận to lớn cho khu vực xuất khẩu của Trung Quốc. Hơn nữa, sự áp đặt của chính sách kiểm soát vốn rất quan trọng trong việc tài trợ đầu tư của các ngân hàng quốc doanh, bởi nó đồng nghĩa với việc dân chúng có rất ít lựa chọn ngoài việc gửi tiền vào ngân hàng.

Đặc biệt trong năm 2019 Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) đưa ra dự báo số dư tài khoản vãng lai của Trung Quốc sẽ xuống mức âm vào năm 2022 do chịu ảnh hưởng của cuộc chiến thương mại với Mỹ và các vấn đề khác. Hơn nữa, khoản tiền khổng lồ đang chảy khỏi Trung Quốc ngày càng tăng, nằm ngoài tầm kiểm soát các cơ quan quản lý của nước này. Nếu các biện pháp kiểm soát thiếu hiệu quả khiến dòng vốn chảy đi, trong khi một phần dự trữ ngoại hối không dễ chuyển đổi thành tiền mặt, Ngân hàng trung ương Trung Quốc (PBOC) sẽ sớm chẳng đủ tiền duy trì ổn định tiền tệ. Chính vì vậy, tiếp tục kiểm soát chặt chẽ dòng vốn quốc tế là xu hướng trong quản lý Bộ ba bất khả thi của Trung Quốc[1].

Thứ ba, tự do hóa lãi suất

Mục tiêu chính của xu hướng tự do hóa lãi suất là giúp cho việc chuyển đổi sang một nền kinh tế cân bằng hơn giữa xuất khẩu và tiêu dùng trong nước, thúc đẩy quốc tế hóa đồng CNY. Thông qua việc tự do hóa lãi suất hoàn toàn - lãi suất nội tệ tương ứng với lãi suất thế giới - nền kinh tế Trung Quốc sẽ có thể thu được nhiều lợi ích. Điều này giúp việc phân bổ nguồn lực tài chính hiệu quả hơn, mở rộng tín dụng cho khu vực doanh nghiệp nhỏ và vừa (DNNVV), thúc đẩy tăng trưởng bền vững. Các DNNVV có thể tiếp cận các khoản vay từ ngân hàng, từ đó các doanh nghiệp có thể mở rộng hơn ngành công nghiệp và thương mại Trung Quốc, làm tăng thương mại bằng đồng CNY và cuối cùng có thể phát hành trái phiếu bằng đồng CNY. Ngoài ra, tự do hóa lãi suất giúp tạo ra các công cụ tài chính đa dạng, và giúp giảm đầu cơ vay nợ trong hệ thống tài chính, giải phóng các khoản nợ xấu.

Trong quản lý Bộ ba bất khả thi, việc tự do hóa lãi

suất trong điều hành chính sách tiền tệ lại có thể ảnh hưởng tới việc kiểm soát dòng vốn của Trung Quốc. Do vậy, quốc gia này luôn thận trọng từng bước tự do hóa lãi suất kết hợp với kiểm soát dòng vốn.

3. Gợi ý cho Việt Nam

Hiện nay chế độ tỷ giá tại Việt Nam có điểm tương đồng với Trung Quốc: chế độ thả nổi có điều tiết. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) điều hành tỷ giá thông qua tỷ giá trung tâm và CNY là một trong 8 loại tiền tệ tính tỷ giá trung tâm. Mặc dù vị thế đồng VND và CNY vẫn còn khác biệt, cũng như dự trữ ngoại hối của Việt Nam không dồi dào như Trung Quốc nhưng xét về quản lý Bộ ba bất khả thi Việt Nam hoàn toàn có thể rút ra cho mình những gợi ý từ thực trạng quản lý hiện nay tại Trung Quốc.

Thứ nhất, tiếp tục kiểm soát dòng vốn nước ngoài bao gồm cả dòng vốn ra và vào Việt Nam. Thực tế tại Việt Nam thời gian gần đây NHNN đã ban hành nhiều Thông tư hướng dẫn cụ thể về việc này.

Với dòng vốn từ nước ngoài vào Việt Nam, tất cả hoạt động vay ngắn hạn, trung hạn và dài hạn nước ngoài, việc phát hành trái phiếu quốc tế của doanh nghiệp và tổ chức tín dụng... cũng phải nằm trong hạn mức vay nước ngoài hàng năm của Chính phủ do Thủ tướng phê duyệt. Quy định này được nêu rõ trong các văn bản như Thông tư 25/2014/TT-NHNN. Với dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài, NHNN đã ban hành các quy định hạn chế hoạt động chuyển vốn hưởng chênh lệch lãi suất (carry-trade) nhằm hưởng lãi suất tiền gửi đồng nội tệ do lãi suất thị trường tại Việt Nam thời gian qua luôn cao hơn lãi suất tại các thị trường tài chính quốc tế. Cụ thể, các văn bản luật gần đây là Thông tư 23/2014/TT-NHNN.

Với dòng vốn ra nước ngoài, việc quản lý ngoại tệ mang qua biên giới của người cư trú và không cư trú cũng được quản lý chặt chẽ hơn và hiện nay, chỉ có người cư trú mang quốc tịch Việt Nam mới được mở tài khoản tiền gửi bằng ngoại tệ (Thông tư 19/2018/TT-NHNN). Hiện nay, tại dự thảo Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Đầu tư và Luật Doanh nghiệp đang có ý kiến cho rằng nên bỏ thủ tục cấp Giấy chứng nhận đăng ký đầu tư ra nước ngoài và áp dụng chế độ đăng ký chuyển tiền ra nước ngoài tại Cơ quan nhà nước quản lý ngoại hối. NHNN đã có Thông tư số 31/2018/TT-NHNN hướng dẫn về quản lý ngoại hối đối với đầu tư ra nước ngoài trong lĩnh vực dầu khí. Thông tư này quy định về các hoạt động chuyển ngoại tệ ra nước ngoài trước khi được cấp Giấy chứng nhận đăng ký đầu tư; mở và sử dụng tài khoản ngoại tệ để chuyển vốn đầu tư ra nước ngoài; đăng ký, đăng ký thay đổi giao dịch ngoại hối của các nhà đầu tư; chuyển vốn đầu tư, lợi nhuận,

thu nhập hợp pháp ở nước ngoài về Việt Nam... Tuy nhiên Thông tư 31 chỉ quy định về quản lý ngoại hối trong hoạt động dầu khí, trong khi tới nay Việt Nam đã đầu tư ra nước ngoài trong rất nhiều lĩnh vực khác như viễn thông; tài chính - ngân hàng; bán buôn, bán lẻ; hoạt động chuyên môn khoa học công nghệ...

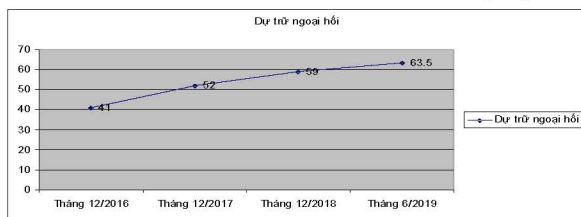
Với nền kinh tế đang phát triển như Việt Nam, việc huy động được dòng tiền vào và hạn chế dòng tiền ra sẽ có ý nghĩa lớn cho sự phát triển kinh tế. Tự do hóa dòng vốn hoàn toàn tất yếu ảnh hưởng đến ổn định tỷ giá, từ đó ảnh hưởng đến chính sách tiền tệ độc lập vì giá trị đồng VND trên trường quốc tế vẫn là đồng tiền yếu. Do vậy, tự do hóa dòng vốn nhưng có sự kiểm soát dòng tiền ra vào Việt Nam sẽ giúp thu hút dòng vốn đầu tư nước ngoài và giữ tỷ giá ở mức ổn định.

Thứ hai, tiếp tục gia tăng dự trữ ngoại hối

Những năm gần đây, dự trữ ngoại hối Việt Nam có sự gia tăng liên tục. Điều này thể hiện rõ qua biểu đồ thống kê sau:

Biểu đồ 1: Dự trữ ngoại hối của Việt Nam giai đoạn 2016 - 2019

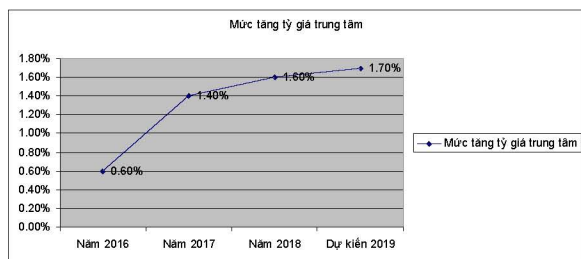
Đơn vị: Tỷ USD



(Nguồn: Báo cáo tổng kết hàng quý của NHNN)

Nguồn lực ngoại hối cải thiện giúp Việt Nam một mặt tạo điều kiện để NHNN chủ động hơn trong điều hành chính sách và thực hiện mục tiêu ổn định tỷ giá, mặt khác góp phần củng cố niềm tin và thu hút nguồn vốn đầu tư nước ngoài. Điều này thể hiện sự thành công của các chỉ số kinh tế vĩ mô Việt Nam thời gian qua. Kể từ năm 2016 Việt Nam chuyển sang chính sách tỷ giá trung tâm, mức biến động tỷ giá trung tâm tương đối ổn định.

Biểu đồ 2: Mức tăng tỷ giá trung tâm giai đoạn 2016 - 2019



(Nguồn: Báo cáo của Ủy ban Giám sát tài chính quốc gia)

Như vậy, việc tiếp tục tăng dự trữ ngoại hối có những tác động tích cực đến ổn định tỷ giá và thực thi chính sách tiền tệ tại Việt Nam, góp phần quản lý Bộ ba bất khả thi theo hướng tích cực.

Thứ ba, quản lý lãi suất linh hoạt theo định hướng tự do hóa lãi suất

Quản lý lãi suất là công cụ quan trọng của chính sách tiền tệ ở Việt Nam. Trong Bộ ba bất khả thi thì tự do hóa lãi suất mang lại nhiều tác động tích cực như trường hợp của Trung Quốc áp dụng. Tuy nhiên mức độ tự do lại ảnh hưởng tới tính hiệu quả của chính sách tiền tệ, mức ổn định của đồng VND. Thời gian gần đây (quý I và II năm 2019) các ngân hàng thương mại Việt Nam đang có cuộc đua gia tăng lãi suất tiền gửi bằng VND nhanh ở một số kỳ hạn hoặc triển khai các sản phẩm tiền gửi với mức lãi suất cao (lãi suất kỳ hạn 6 tháng > 8%/năm, chứng chỉ tiền gửi 1 năm lãi suất > 10%/năm). Động thái này tiềm ẩn nhiều rủi ro ảnh hưởng đến sự ổn định tiền tệ. Vì vậy, NHNN phải thường xuyên theo dõi diễn biến thị trường để có những chỉ thị với hệ thống tổ chức tín dụng, các ngân hàng thương mại duy trì mặt bằng lãi suất ổn định phù hợp, chấp hành các quy định về lãi suất tiền gửi và mở rộng tín dụng lành mạnh. Ngoài ra, NHNN cần có động thái thu hẹp chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng của những ngân hàng vi phạm theo những tinh thần của Công văn số 6669/NHNN-CSTT. Việc quản lý lãi suất linh hoạt theo sát diễn biến thị trường của Việt Nam sẽ giúp ổn định tiền tệ, hạn chế tính tiêu cực của Bộ ba bất khả thi.

Kết luận, Bộ ba bất khả thi luôn tồn tại trong bất cứ nền kinh tế nào, đặc biệt là trong xu hướng quốc tế và toàn cầu hóa như hiện nay. Trung Quốc và Việt Nam là những nền kinh tế có nhiều điểm tương đồng, quản lý Bộ ba bất khả thi để đạt được hiệu quả tích cực nhất là mục tiêu chung của hai quốc gia. Qua thực trạng quản lý Bộ ba bất khả thi của Trung Quốc hiện nay, bài viết cũng phân tích thực trạng tại Việt Nam và hướng quản lý Bộ ba bất khả thi trong thời gian tới. □

Tài liệu tham khảo

1. Alex Payette và Guorui Sun (2017), Dịch giả Nguyễn Thị Hiền, Trung quốc và Bộ ba bất khả thi, Tạp chí Nghiên cứu Trung Quốc số 4(188) - 2017.
2. Ngân hàng Nhà nước (2016, 2017, 2018, 2019), Báo cáo tổng kết hoạt động ngân hàng.
3. Nguyễn Ngọc Thùy Vân (2013), Nghiên cứu Bộ ba bất khả thi tại Việt Nam, Luận văn thạc sỹ kinh tế Trường Đại học kinh tế TP Hồ Chí Minh.
4. Ngân hàng Nhà nước (2019), Thông tư hướng dẫn về quản lý ngoại hối đối với hoạt động đầu tư nước ngoài, Thông tư số 06/2019/TT-NHNN.
5. <https://tinnhanhchungkhoan.vn>