

Bộ ba bất khả thi và một số phương pháp đo lường

THS. ĐINH THỊ THU HỒNG

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM

Bộ ba bất khả thi là một trong những lý thuyết rất quan trọng của tài chính quốc tế, được phát triển dựa trên những ý tưởng của Robert Mundell và Marcus Fleming vào thập niên 1960. Cho tới những năm 1980, khi vấn đề kiểm soát vốn bị thất bại ở nhiều quốc gia cùng với mâu thuẫn giữa việc neo giữ tỷ giá và chính sách tiền tệ độc lập ngày càng rõ ràng thì lý thuyết bộ ba bất khả thi đã trở thành nền tảng cho kinh tế học vĩ mô của nền kinh tế mở. Những nghiên cứu lý thuyết này cho thấy hiệu quả của chính sách tiền tệ và chính sách tài khoá phụ thuộc vào cơ chế tỷ giá hối đoái và mức độ kiểm soát vốn. Chẳng hạn, một quốc gia nếu cho phép dòng vốn chuyển dịch tự do và giữ tỷ giá cố định, thì các nhà quản lý không thể theo đuổi một chính sách tiền tệ độc lập.

Từ những phát hiện trên, Krugman (1979) và Frankel (1999) đã mở rộng mô hình Mundell-Fleming thành “mô hình bất khả thi”. Frankel cho rằng một quốc gia phải từ bỏ một trong 3 mục tiêu: chính sách tiền tệ độc lập, ổn định tỷ giá, và hội nhập tài chính.

Từ khoá: Bộ ba bất khả thi, tài chính quốc tế, kinh tế học vĩ mô, chính sách tiền tệ, chính sách tài khoá

1. Lý thuyết

Hình bên minh họa nguyên tắc hoạt động của bộ ba bất khả thi. Mỗi cạnh thể hiện cho các mục tiêu tốt nhất, lần lượt là: chính sách tiền tệ độc lập, ổn định tỷ giá và hội nhập tài chính hoàn toàn. Đối nghịch với mỗi cạnh (hay mỗi mục tiêu) là các công cụ chính sách tại các đỉnh. Mục tiêu hội nhập tài chính đối ngược với đỉnh kiểm soát vốn, mục tiêu ổn định tỷ giá đối ngược với đỉnh thả nổi hoàn toàn, mục tiêu chính sách tiền tệ độc lập đối ngược với đỉnh liên minh tiền tệ. Bất kỳ cặp mục tiêu nào cũng có thể đạt được bởi một đỉnh nằm giữa và một quốc gia hoàn toàn không khả thi để đạt được đồng thời cả ba mục tiêu. Cụ thể:

- Ổn định tỷ giá và hội nhập tài chính được kết hợp bằng cách lựa chọn chế độ tỷ giá cố định nhưng

Hình 1: Tam giác bộ ba bất khả thi



Nguồn: Trần Ngọc Thơ, Nguyễn Ngọc Định (2011), *Tài chính quốc tế*, trang 266

phải từ bỏ độc lập tiền tệ. Điều này có nghĩa chính phủ đã mất đi một công cụ để điều chỉnh lãi suất trong nước độc lập với lãi suất nước ngoài.

- Độc lập tiền tệ và hội nhập tài chính được kết hợp bằng cách lựa chọn chế độ tỷ giá thả nổi. Với lựa chọn này, chính phủ (NHTU) được

quyền tự do ấn định lãi suất nhưng đổi lại tỷ giá phải vận hành theo những nguyên tắc của thị trường.

- Ổn định tỷ giá và độc lập tiền tệ được kết hợp bằng cách lựa chọn thị trường vốn đóng hay chính phủ phải thiết lập kiểm soát vốn hoàn toàn. Khi có kiểm soát vốn, mối liên hệ giữa lãi suất và tỷ giá sẽ bị phá vỡ.

2. Đo lường các mục tiêu chính sách

Để đo lường từng mục tiêu chính sách trong bộ ba bất khả thi, Chinn và Ito (2008) đã phát triển 3 thước đo để đánh giá mức độ độc lập tiền tệ (MI), ổn định tỷ giá (ERS) và hội nhập tài chính (KAOPEN).

Độc lập tiền tệ (MI). Mức độ độc lập tiền tệ được đo lường bằng hàm nghịch đảo của mức tương quan hằng năm của lãi suất hàng tháng giữa quốc gia sở tại và quốc gia cơ sở. Chỉ số mức độ độc lập tiền tệ được xác định bằng công

thức:

$$MI = 1 - \frac{corr(i_i, i_j) - (-1)}{1 - (-1)}$$

Trong đó: i_i : quốc gia sở tại, j : quốc gia cơ sở. Theo đó, MI sẽ nhận các giá trị $[0,1]$. Giá trị càng lớn có nghĩa là chính sách tiền tệ càng độc lập hơn.

Ổn định tỷ giá (ERS). Độ ổn định tỷ giá chính là độ lệch chuẩn của tỷ giá, được tính theo năm dựa trên dữ liệu tỷ giá mỗi tháng giữa quốc gia sở tại và quốc gia cơ sở. Độ ổn định tỷ giá nằm giữa giá trị 1 và 0, càng tiến về 1 tỷ giá càng ổn định.

$$ERS = \frac{0,01}{0,01 + stdev(\Delta \log(exch_{rate}))}$$

Cách đo lường độ ổn định tỷ giá như trên sẽ giúp chúng ta xác định được mức độ ổn định của tỷ giá trên thực tế mà một quốc gia đang áp dụng chứ không phải dựa trên chính sách tỷ giá mà quốc gia đó tuyên bố.

Hệ nhập tài chính (KAOPEN).

Trong các chỉ số đo lường bộ ba bất khả thi, khó nhất là đo lường mức độ hội nhập tài chính, tức là đo lường mức độ mà một quốc gia tiến hành kiểm soát vốn. Tuy nhiên, việc đo lường mức độ kiểm soát vốn rất phức tạp vì rất khó để có thể nhận diện và lượng hóa tất cả những hình thức kiểm soát vốn trong thực tế. Chẳng hạn có quốc gia tuy tuyên bố mở cửa thị trường vốn bằng những chính sách khá thông thoáng nhưng trong thực tế lại kiểm soát vốn bằng những biện pháp gián tiếp khác. Chỉ số độ mở tài khoản vốn được nhắc tới nhiều nhất hiện nay chính là KAOPEN do Chin và Ito đề xuất.

KAOPEN dựa trên thông tin trong báo cáo hàng năm về cơ chế tỷ giá và những hạn chế ngoại hối do IMF phát hành (Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions-AREAER). Do đó, KAOPEN chỉ cho thấy một quốc gia về mặt pháp lý (de jure) có tiến hành các chính sách kiểm soát vốn hay không. Chỉ số KAOPEN cũng biến thiên giữa 0 và 1. Giá trị càng cao của chỉ số này cho thấy quốc gia mở cửa hơn với những giao dịch vốn xuyên quốc gia.

Ngoài cách đo lường các mục tiêu của bộ ba theo Chinn và Ito, một số nghiên cứu sử dụng các thước đo khác:

- Rose (1996) đề xuất đo lường độc lập tiền tệ bằng cách xem xét phản ứng của tỷ giá hối đoái với những thay đổi trong sản lượng, lãi suất và cung tiền

- Nếu coi độc lập tiền tệ đồng nghĩa với mức độ độc lập của NHTW thì Cukierman và cộng sự (1992) đã đưa ra chỉ số CBI dựa vào tính pháp lý (độc lập về mặt pháp lý); sau đó là chỉ số về tỷ lệ tái bổ nhiệm chức vụ thống đốc NHTW (độc lập trên thực tế). Các chỉ số này được một số nghiên cứu sử dụng, chẳng hạn Jácome và Vázquez (2005), Siklos (2008), Crowe và Meade (2007), Dreher và cộng sự (2008), Sami Alpanda và Adam Honig (2011).

- Obstfeld, M.; Shambaugh, J.; và Taylor, A. (2005) đề xuất đo lường độc lập tiền tệ dựa vào mức độ thay đổi của lãi suất danh nghĩa ngắn hạn

- Để đánh giá mức độ ổn định thực tế của tỷ giá, một số tác giả sử dụng mô hình hồi quy tuyến tính dựa theo tỷ giá trao đổi tiền tệ chéo, được sử dụng đầu tiên bởi Haldane và Hall (1991), sau đó được phổ

biến bởi Frankel và Wei (kể từ đó được gọi là mô hình Frankel-Wei). Gần đây cách đo lường này cũng được vận dụng trong những nghiên cứu của các tác giả khác như Bénassy-Quéré, Coeuré, và Mignon (2006), Shah, Zeileis, và Patnaik (2005), Frankel và Wei (2007).

- Lane và Milesi-Ferretti (2006) đề xuất đo lường hội nhập tài chính trên thực tế bằng tỷ lệ tổng nợ và tài sản nước ngoài trong cán cân thanh toán

- Aizenman, J., M.D. Chinn, và H. Ito (2008) phát triển một tập hợp gồm nhiều chỉ số (index) của lý thuyết bộ 3 bất khả thi để đo lường mức độ của mỗi 1 trong 3 lựa chọn chính sách đã được thực thi trong các nền kinh tế. Sử dụng những chỉ số này, các tác giả đã kiểm tra xem chúng có tương quan tuyến tính với nhau hay không và xác định rằng có một sự thay đổi trong một biến của bộ 3 sẽ gây ra một sự thay đổi đối với biểu hiện đối lập trong trung bình trọng số của 2 biến còn lại. Điều đó có nghĩa là như lý thuyết đã dự đoán, các nền kinh tế phải đối mặt với việc cân bằng 3 lựa chọn chính sách để đạt được sự kết hợp tốt nhất. Đặc biệt, nghiên cứu đã cho thấy 3 thước đo này có tương quan tuyến tính với nhau.

- Dorrucchi, Meyer-Circel, và Santabarbara (2009) đã đánh giá mức độ hội nhập tài chính bằng việc phát triển một cơ sở dữ liệu với bảng dữ liệu về sự phát triển khu vực tài chính.

Như vậy có thể thấy mặc dù đã ra đời khá lâu nhưng cho tới tận bây giờ, bộ ba bất khả thi vẫn là một chủ đề thu hút sự quan tâm của các nhà nghiên cứu. Và không chỉ dừng lại ở việc đo lường sự lựa chọn chính sách, các nghiên cứu

còn đi theo nhiều hướng chuyên sâu khác, chẳng hạn như tác động của các kết hợp chính sách đến các biến số kinh tế vĩ mô, hay những thay đổi chính sách sau khủng hoảng...

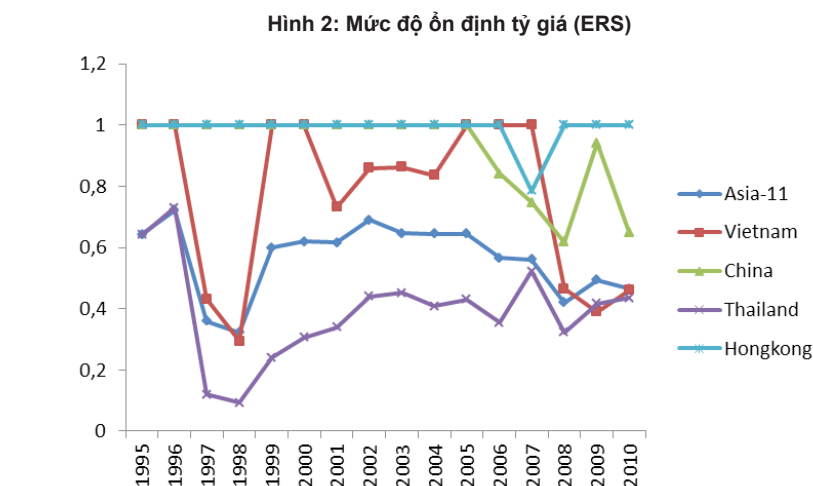
3. Bộ ba bất khả thi ở VN và khu vực giai đoạn 1995 – 2010

Để quan sát những thay đổi trong lựa chọn chính sách của VN, bài viết này sử dụng cơ sở dữ liệu Chinn-Ito để phân tích và đồng thời so sánh VN với một số quốc gia khác trong khu vực châu Á. Các quốc gia được lựa chọn bao gồm 11 nước (gọi tắt là châu Á -11): VN, Indonesia, Campuchia, Malaysia, Philippines, Singapore, Thái Lan, Hồng Kông, Hàn Quốc, Trung Quốc và Ấn Độ. Giai đoạn quan sát từ 1995 – 2010 vì đây là giai đoạn mà cơ sở dữ liệu đầy đủ nhất cho VN, đồng thời cho phép quan sát được những thay đổi chính sách qua cả 2 quốc khủng hoảng (khủng hoảng tài chính châu Á 1997 và khủng hoảng tài chính 2008).

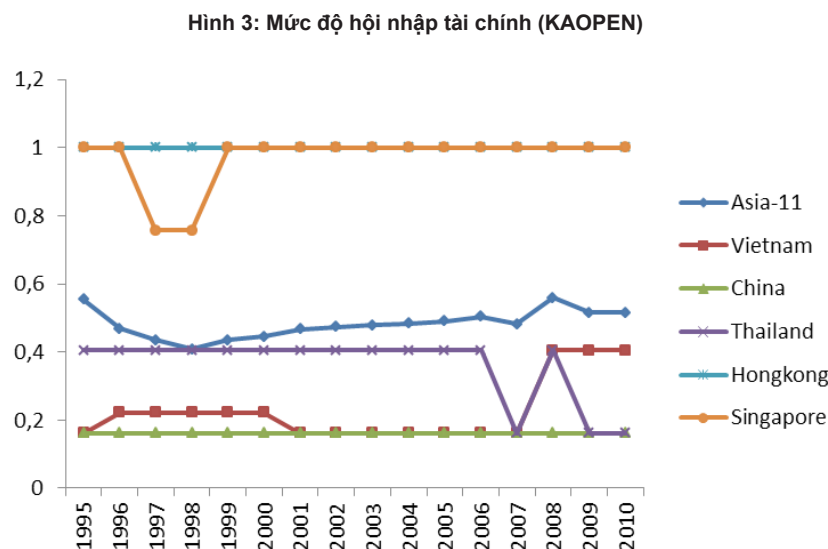
3.1. Về mức độ ổn định tỷ giá (ERS)

Dữ liệu cho thấy trước khủng hoảng tài chính châu Á, các nước châu Á này chủ yếu áp dụng chính sách tỷ giá kém linh hoạt. Trong thời kỳ khủng hoảng tài chính, châu Á -11 gần như phải thả nổi tỷ giá. Sau khủng hoảng, đồng nội tệ của các nước này tiếp tục được neo theo USD, tuy nhiên xu hướng chung là các nước đang dần dần để cho tỷ giá trở nên linh hoạt hơn.

Trong số các quốc gia này, Trung Quốc và Hồng Kông là hai nơi kiên trì nhất với mục tiêu ổn định tỷ giá – thể hiện qua chỉ số ERS của Hồng Kông liên tục bằng 1 (ngoại trừ năm 2007), trong khi Trung Quốc chỉ mới bắt đầu nói lòng kiểm soát tỷ giá từ năm



Nguồn: Dữ liệu từ Chinn-Ito (2010) và tính toán của tác giả



Nguồn: Dữ liệu từ Chinn-Ito (2010) và tính toán của tác giả

2006).

Ở VN, chỉ số ERS cho thấy mức độ ổn định tỷ giá của VN đã có những thay đổi rõ rệt. Đến trước năm 2008, VN đã ưu tiên lựa chọn mục tiêu ổn định tỷ giá và kết quả là chỉ số ERS đã tăng vọt từ dưới mức trung bình của khu vực lên trên mức trung bình này với một khoảng cách đáng kể. Tuy nhiên, kể từ 2008, chỉ số ERS đã đột ngột giảm mạnh (trung bình ở mức 0,44) - trở về thấp hơn mức trung bình của khu vực. Điều này phù hợp với thực tế là tỷ giá USD/VND những năm gần đây đã trở nên linh

hoạt hơn nhiều với những lần điều chỉnh tỷ giá gần nhau hơn và sát với thực tế thị trường hơn.

3.2. Về mức độ hội nhập tài chính (KAOPEN)

Chỉ số KAOPEN của khu vực gia tăng với tốc độ chậm so với giai đoạn trước khủng hoảng 1997 và giảm nhẹ sau năm 2008. Điều này cho thấy một sự cân trọng của các nhà hoạch định chính sách ở các quốc gia đối với vấn đề hội nhập tài chính. Sau khủng hoảng có vẻ như các nước đang phát triển trong khu vực có tốc độ hội nhập cao trước đó đã xem xét lại những chính sách

kiểm soát vốn và có những bước đi thận trọng hơn.

Chỉ số KAOPEN có xu hướng gia tăng rõ rệt ở VN sau mỗi cuộc khủng hoảng, đặc biệt là sau khủng hoảng tài chính 2008, cho thấy xu hướng mở cửa và hội nhập ngày càng gia tăng của nền kinh tế. Mức độ hội nhập của VN luôn thấp hơn khu vực, tuy nhiên khoảng cách đang dần được thu hẹp theo thời gian. Hình 3 thể hiện rất rõ điều này.

3.3. Về mức độ độc lập tiền tệ (MI)

Theo lý thuyết bộ ba bất khả thi, nếu hai trong ba chỉ số đã gia tăng thì chỉ số còn lại chắc chắn sẽ đi theo xu hướng ngược lại như một sự đánh đổi bắt buộc. Các quốc gia châu Á gia tăng mức độ hội nhập tài chính trong khi vẫn muốn duy trì tỷ giá hối đoái tương đối ổn định đồng nghĩa với việc phải giảm mức độ tự chủ trong chính sách tiền tệ.

Thực tế VN đã chứng minh điều đó qua chỉ số độc lập tiền tệ MI. Chỉ số MI đạt cao nhất 0,77 vào năm 1999 và thấp nhất 0,26 năm 2002 trước khi trở về mức trung bình khoảng 0,45. Nếu so với khu vực, MI của VN thường xuyên cao hơn mức trung bình của khu vực và khoảng cách này dường như luôn

được duy trì. Mức độ độc lập trung bình của các nước châu Á -11 dao động trong khoảng từ 0,4 – 0,5.

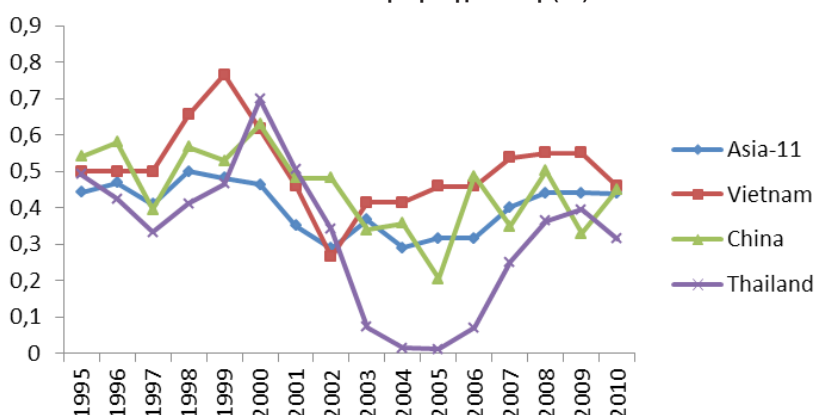
Như vậy, qua quan sát xu hướng bộ ba bất khả thi của các nước châu Á -11 (trong đó có VN) hơn một thập kỷ trở lại đây, chúng ta có thể thấy xu hướng chính sách trong giai đoạn hiện nay và sắp tới của các quốc gia này là gia tăng hội nhập tài chính, tỷ giá linh hoạt hơn và độc lập tiền tệ ở mức độ vừa phải. Tuy nhiên, những nhận xét trên mới chỉ dựa vào dữ liệu của Chinn-Ito với một số hạn chế, chẳng hạn như chỉ số KAOPEN được xây dựng dựa trên các báo cáo của IMF cho nên chỉ số này chỉ nói lên mức độ hội nhập tài chính về mặt pháp lý, trong khi các quốc gia có thể đã đạt tới mức độ mở cửa tài khoản vốn trên thực tế cao hơn (như kết quả nghiên cứu của Frankel và Wei (2007), Lane và Milesi-Ferretti (2006), Dorrucci, Meyer-Circel, và Santabarbara (2009)). Việc mở cửa tài khoản vốn quá nhanh trong khi mức độ linh hoạt của tỷ giá chưa cao lại dẫn đến những rủi ro cho các quốc gia này. Đó là khi cần phải theo đuổi mục tiêu tỷ giá, các NHTW đôi khi phải thực hiện chính sách tiền tệ đồng chu kỳ (mà lẽ ra vai trò của chính sách tiền tệ

phải là phản chu kỳ kinh tế) – hay không thể thực thi một chính sách tiền tệ độc lập. Ngoài ra, tính ổn định của tỷ giá còn cao sẽ triệt tiêu các động cơ của quản trị rủi ro tài chính cũng như sự phát triển của thị trường các công cụ phái sinh. Vì vậy, nên chăng VN và các quốc gia châu Á cần thận trọng hơn trong lộ trình tự do hóa tài chính và để cho tỷ giá linh hoạt hơn đồng thời với cải cách và nâng cao hiệu quả của các công cụ chính sách tiền tệ●

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Aizenman, J., M. Chinn, and H. Ito. (2008), *Assessing the Emerging Global Financial Architecture: Measuring the Trilemma's Configurations over Time*, NBER Technical Report 14533. Cambridge: NBER
- Calvo, G., and Reinhart, C. (2000) *Fear of Floating*, NBER Working Paper No. 7993
- Dorrucci, E., A. Meyer-Cirkel, and D. Santabarbara. (2009), "Domestic financial development in emerging economies: Evidence and implications", *European Central Bank Technical Report* 102.
- Flood, R., and Rose, A. (1995) "Fixing Exchange Rates: A Virtual Quest for Fundamentals", *Journal of Monetary Economics* 36, 3–37
- Frankel, J. and S.J. Wei. (2007) *Assessing China's Exchange Rate Regime*, Technical Report, NBER Working 100. Cambridge: NBER
- Frankel, J., and Rose, A. (2002) "An Estimate of the Effect of Common Currencies on Trade and Growth", *Quarterly Journal of Economics* 117, 437–66
- Joshua Aizenman, Menzie D. Chinn, Hiro Ito (2010), *Surfing the Waves of Globalization: Asia and Financial Globalization in the Context of the Trilemma*, Working Paper Series La Follette School Working Paper No. 2010-009
- Mundell, R. (1961), "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review* 51, 657–65

Hình 4: Mức độ độc lập tiền tệ (MI)



Nguồn: Dữ liệu từ Chinn-Ito (2010) và tính toán của tác giả

(Xem tiếp trang 45)