

BỘ BA BẤT KHẢ THI VÀ CUỘC CHIẾN TRANH TIỀN TỆ - KINH NGHIỆM QUỐC TẾ VÀ BÀI HỌC CHO VIỆT NAM

TS VŨ NGỌC XUÂN

Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

THS NGUYỄN TUẤN ANH

Bộ Tài chính

IMPOSSIBLE TRINITY AND MONETARY WAR - INTERNATIONAL EXPERIENCE AND THE LESSONS FOR VIETNAM

Summary

Impossible trinity (the ability to have only two of the three policy goals - the free flow of capital, exchange rate stability and an independent monetary policy) continues to be a model of macro-economic policy. The globalization of the financial markets in 1990-2000 to reduce the stability of the exchange rate and monetary policy autonomy of the countries. An unintended consequence of financial globalization is increasing the cost of loans of developing countries and the debt crisis. Emerging market reaction by selecting the target control the flow of capital in the impossible trinity, integration of their financial market and increase foreign exchange reserves, self-insurance as a means of joining in global finance. This article, the authors use the model impossible trinity by Robert Mundell and Marcus Fleming (Mundell - Fleming model) to explain the objectives of macroeconomic policy in Vietnam for period (1990-2007) and after joining WTO (2007 - present). The author updates the experience of countries in the world and lessons for future policy options for Vietnam.

Keywords: Impossible trinity (the trilemma), full capital controls, monetary independence, World Trade Organization (WTO).

Chính sách bộ ba bất khả thi (khả năng thực hiện chỉ có hai trong ba mục tiêu chính sách - tự do luân chuyển vốn, tỷ giá hối đoái ổn định và chính sách tiền tệ độc lập) vẫn tiếp tục là một mô hình hợp lý trong hoạch định chính sách kinh tế vĩ mô. Việc toàn cầu hóa thị trường tài chính những năm 1990-2000 làm giảm sự ổn định tỷ giá và tự chủ chính sách tiền tệ của các quốc gia. Một hậu quả ngoài ý muốn của toàn cầu hóa tài chính là ngày càng tăng việc vay vốn với chi phí tốn kém của các nước đang phát triển và các cuộc khủng hoảng nợ. Thị trường mới nổi phản ứng bằng cách chọn mục tiêu kiểm soát luân chuyển vốn trong chính sách bộ ba bất khả thi, hội nhập nền tài chính của họ với tăng dự trữ ngoại tệ lớn, như là phương tiện tự bảo hiểm khi hội nhập vào nền tài chính toàn cầu. Bài viết này, tác giả sử dụng mô hình bộ ba bất khả thi của Robert Mundell và Marcus Fleming (mô hình Mundell - Fleming) để giải thích các mục tiêu chính sách vĩ mô của Việt Nam giai đoạn trước khi gia nhập WTO (1990-2007) và sau khi gia nhập WTO (2007 - nay). Tác giả cập nhật kinh nghiệm của các quốc gia trên thế giới và rút ra bài học lựa chọn chính sách tương lai đối với Việt Nam.

Từ khóa: bộ ba bất khả thi, kiểm soát luân chuyển vốn, chính sách tiền tệ độc lập.

Mô hình bộ ba bất khả thi

Một đóng góp quan trọng của Mundell và Fleming là bộ ba bất khả thi (Impossible Trinity hay the Trilemma). Một quốc gia có thể chọn đồng thời 2 mục tiêu bất kỳ nhưng không thể chọn cả 3 mục tiêu: chính sách tiền tệ độc lập, ổn định tỷ giá hối đoái và tự do luân chuyển vốn hay hội nhập tài chính. Tam giác bộ ba bất khả thi được minh họa trong hình 1. Mỗi góc của tam giác đại diện cho 1 mục tiêu, song điều bất khả thi là ta không bao giờ có được cả 3 góc

của tam giác cùng một lúc.

Phân tích hình 1 ta thấy, đỉnh đầu có nhãn “kiểm soát chặt chẽ luân chuyển vốn” là sự lựa chọn của Trung Quốc, liên quan đến lựa chọn quyền tự chủ chính sách tiền tệ và chế độ tỷ giá hối đoái ổn định. Đây là lựa chọn của Trung Quốc từ năm 1990 - nay. Đỉnh trái, có nhãn “cơ chế tỷ giá hối đoái thả nổi”, liên quan đến lựa chọn chính sách tiền tệ độc lập và tự do luân chuyển vốn (hội nhập tài chính) - sự lựa chọn ưa thích của Mỹ, Nhật Bản trong hơn 3 thập kỷ qua.

Đỉnh phải, được dán nhãn “liên minh tiền tệ” nghĩa là từ bỏ “chính sách tiền tệ độc lập”, liên quan đến lựa chọn tỷ giá hối đoái ổn định và tự do luân chuyển vốn - sự lựa chọn ưa thích của các quốc gia khối Euro, Hong Kong và Argentina trong những năm 90.



Source: Compiled by the author based on Frankel, J. (1999) "The International Financial Architecture," Policy Brief, No. 51, The Brookings Institution.

Hình 1: sự đánh đổi và bộ ba bất khả thi
(Nguồn: tác giả Frankel J (1999), Kiến trúc nền tài chính quốc tế, chính sách số 51, Viện Brookings)

Các dự đoán sắc nét của bộ ba bất khả thi giải thích trực quan rõ nét của nó được thực hiện qua mô hình nền kinh tế mở của trường phái tân Keynes. Ngày nay, cái nhìn sâu sắc này cũng được chia sẻ bởi các học viện và các nhà hoạch định chính sách. Một thách thức kéo dài là trong thực tế, hầu hết các quốc gia có mô hình trung dung trong bộ ba bất khả thi đều gặp nhiều thách thức hơn so với các quốc gia chọn điểm gần các đỉnh của tam giác. Ngay cả trong trường hợp hiếm hoi thông qua một phiên bản mạnh mẽ của một hệ thống tỷ giá hối đoái cố định (như chế độ tiền tệ được lựa chọn bởi Argentina vào đầu những năm 90), độ tin cậy của thay đổi tỷ

giá hối đoái cố định làm mất nhiều thời gian hơn và ngân hàng trung ương hiếm khi theo phiên bản nghiêm ngặt của hội đồng tiền tệ quốc gia. Tương tự như vậy, các quốc gia lựa chọn một chế độ tỷ giá hối đoái linh hoạt, đôi khi can thiệp tích cực vào thị trường ngoại tệ, và kết thúc việc thực hiện các phiên bản khác nhau của một hệ thống thả nổi. Hơn nữa, hầu hết các quốc gia hoạt động trong phạm vi hội nhập tài chính một phần, nơi có quy định hạn chế các dòng vốn. Tìm hiểu về các chế độ hỗn hợp vẫn còn là một thách thức.

Kiểm tra các dự đoán của mô hình bộ ba bất khả thi vẫn tiếp tục được nghiên cứu, không có cách duy nhất để xác định và đo lường mức độ linh hoạt tỷ giá, tiền tệ tự chủ và hội nhập tài chính. Mô hình hội nhập tài chính hạn chế phù hợp thay thế giữa các tài sản vẫn còn gây tranh cãi. Tuy nhiên, ngay cả trong tình trạng này, bộ ba bất khả thi vẫn là một mô hình mạnh. Một thông điệp quan trọng của bộ ba bất khả thi là sự khan hiếm của các công cụ chính sách. Các nhà hoạch định chính sách phải đối mặt với những vấn đề như tài chính hội nhập cao sẽ gây ra giảm trong trung bình có trọng số của hai biến khác (làm thấp hơn tỷ giá hối đoái ổn định, hoặc thấp hơn tiền tệ độc lập, hoặc kết hợp của cả hai).

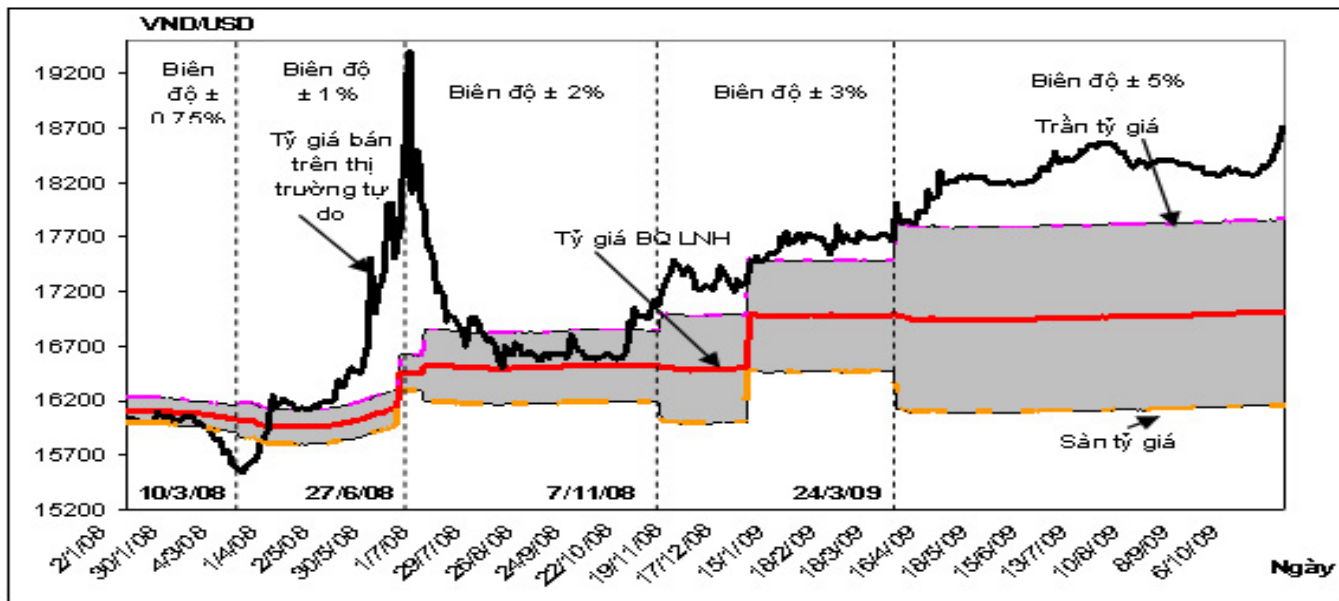
Chúng tôi tiếp tục xem xét các lựa chọn Trilemma thay đổi của các nước trong thời gian gần đây sau nhiều thập kỷ, sau đó thảo luận về tài liệu thực nghiệm đối phó với các lựa chọn Trilemma phát triển, và cuối cùng giải thích những thách thức phải đối mặt với các quốc gia đã tìm được hướng lựa chọn Trilemma trong suốt quá trình toàn cầu hóa.

Chiến tranh tiền tệ giữa các quốc gia

Trong khi Mỹ cáo buộc Trung Quốc thao túng tiền tệ bằng cách kiểm soát tự do luân chuyển vốn, nhưng luôn giữ tỷ giá đồng nhân dân tệ ổn định ở mức thấp bằng việc thực hiện chính sách tiền tệ độc lập để hỗ trợ xuất khẩu, Tổng thống Putin của nước Nga cáo buộc nước Mỹ là quốc gia hiếu chiến và tham gia vào việc ủng hộ phe đối lập nhằm chống lại một nước Nga thống nhất. Brazil thì cáo buộc nước Mỹ liên tục thực hiện việc mở rộng định lượng (từ QE1 đến QE4), Cục dự trữ liên bang (FED) bơm tiền gây ra lạm phát trên toàn cầu. Tất cả đang châm ngòi cho một cuộc chiến tranh tiền tệ trên toàn thế giới. Gần đây, chủ đề này liên tục xuất hiện trong các nghiên cứu kinh tế học của các học giả khắp nơi. Lý thuyết về bộ ba bất khả thi bao gồm: tự do luân chuyển vốn, tỷ giá hối đoái ổn định, và chính sách tiền tệ độc lập như phân tích ở trên đã

giúp lý giải vấn đề này. Nếu trong nhiệm kỳ mới của mình, Tổng thống Mỹ Barack Obama và Quốc hội Mỹ cương quyết trong việc duy trì quan điểm cáo buộc Trung Quốc là một quốc gia thao túng tiền tệ, sẽ xảy ra chiến tranh tiền tệ giữa hai nền kinh tế lớn nhất thế giới và làm thế nào điều này có thể được giải quyết trong tình hình hiện nay. Những quốc gia phát triển bao gồm Mỹ và Nhật Bản bị ảnh hưởng nặng nề từ cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008 dẫn đến lãi suất hạ gần bằng 0, lợi nhuận từ đầu tư rất thấp. Điều này có nghĩa là những thị trường mới nổi như Việt Nam, Trung Quốc hay các nước ASEAN sẽ có lợi nhuận đầu tư tốt hơn, vì vậy luồng vốn sẽ dịch chuyển về những quốc gia này:

tiền. Theo lý thuyết về bộ ba bất khả thi, Việt Nam đang lựa chọn một điểm gần đỉnh của tam giác giống Trung Quốc. Việc can thiệp bằng cách bơm tiền mua ngoại tệ, nghĩa là Việt Nam lựa chọn chính sách trung dung. Điểm lựa chọn lúc này lại tiến dần về phía đỉnh phải của tam giác, nhưng không ở cực đỉnh như các nền kinh tế EU, Hong Kong. Điều này một phần gây ra kết quả trong suốt giai đoạn 2006-2011, Việt Nam phải chấp nhận tỷ lệ lạm phát cao. Đỉnh điểm là năm 2011, lạm phát đạt mức 18,13% và lãi suất cho vay luôn trên 20% gây ra sự phá sản hàng loạt doanh nghiệp, nợ xấu trong lĩnh vực ngân hàng tăng cao 8,8% (theo số liệu của Ngân hàng Nhà nước). Năm 2012 cũng chứng kiến sự vỡ bong bóng của thị trường bất động sản và thị trường tài

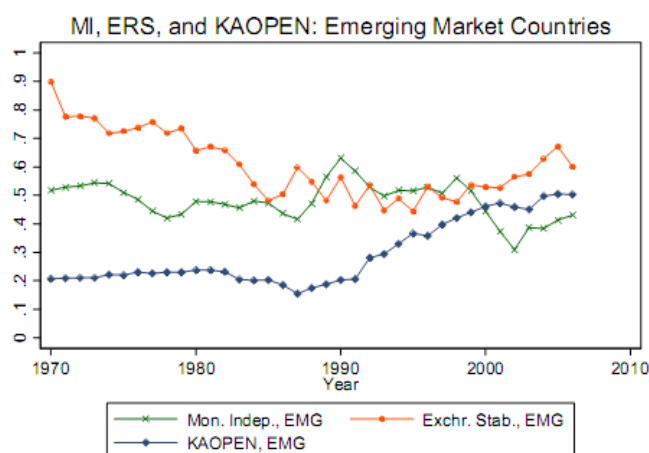
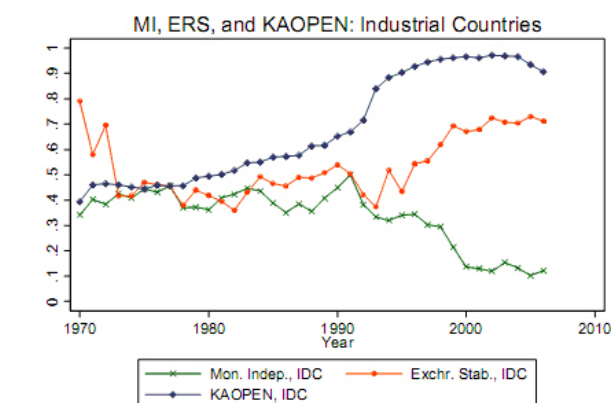


Nguồn: Ngân hàng Nhà nước

Hình 2: tỷ giá giữa đồng Việt Nam và đô la Mỹ trong thời gian từ 1.2008-10.2009

Ví dụ Việt Nam kể từ khi gia nhập WTO năm 2006, dòng vốn đầu tư cả trực tiếp và gián tiếp tăng mạnh làm tiền Việt Nam đồng tăng giá. Nếu chính phủ không can thiệp vào thị trường tiền tệ, cầu Việt Nam đồng tăng mạnh làm tiền Việt nam lên giá. Đồng Việt Nam tăng giá sẽ gây bất lợi cho xuất khẩu do hàng hóa Việt Nam sẽ đắt hơn trên thị trường quốc tế. Vì vậy, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đã phải mua vào gần 10 tỷ USD để ngăn đồng Việt Nam lên giá. Vấn đề là việc can thiệp vào thị trường tiền tệ bằng cách như vậy làm tăng cung

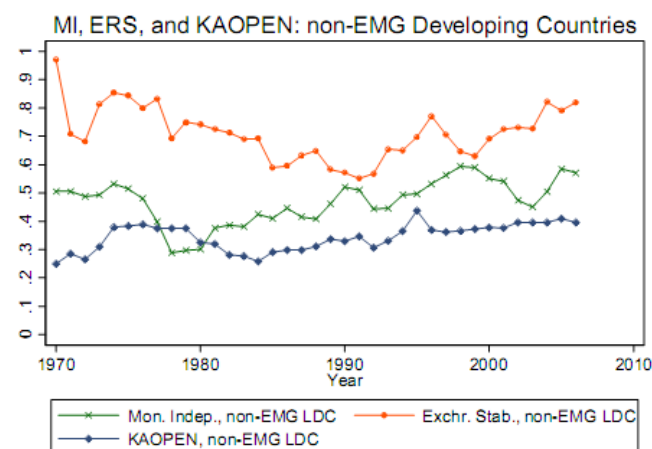
chính. Từ năm 2006 đến nay, Việt Nam cũng chứng kiến cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, khủng hoảng nợ công ở châu Âu, sự vỡ bong bóng của thị trường bất động sản Trung Quốc. Trong khi, ở Mỹ để giải cứu nền kinh tế trong nước, chính phủ đã áp dụng bộ ba bất khả thi và lựa chọn dịch chuyển từ góc bên trái sang góc bên phải của hình tam giác, nghĩa là chọn tự do luân chuyển vốn, tỷ giá hối đoái ổn định và từ bỏ chính sách tiền tệ độc lập. Trong 5 năm gần đây FED đã bơm vài nghìn tỷ USD để giải cứu nền kinh tế với các chương trình nói lỏng định lượng QE1 đến QE4.



chính sách tiền tệ độc lập có xu hướng giảm từ đầu những năm 90.

Nhìn vào nhóm các nước đang phát triển, chúng ta có thể thấy rằng có những sự khác biệt giữa các thị trường mới nổi và không phải mới nổi. Số liệu so sánh ở hình 3b và 3c cho thấy các thị trường mới nổi (EMS) áp dụng cơ chế tỷ giá trao đổi tương đối linh hoạt hơn, hội nhập tài chính cao hơn và chính sách tiền tệ độc lập ít hơn so với các nước đang phát triển không thuộc thị trường mới nổi.

Tuy nhiên, năm 2008 cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu dẫn đến một số nước áp dụng tỷ giá hối



Hình 3: chỉ số bộ ba bất khả thi. Hình trên 3a (các nước công nghiệp), hình dưới bên trái 3b (các nước thị trường mới nổi), hình dưới bên phải 3c (các nước đang phát triển không thuộc thị trường mới nổi). Đường xanh lá cây (chính sách tiền tệ độc lập), xanh da trời (tự do luân chuyển vốn), da cam (tỷ giá hối đoái ổn định)
(Nguồn: Joshua Aizenman, Khoa Kinh tế học, Đại học California, Santa Cruz, USA)

Xu hướng lựa chọn bộ ba bất khả thi của các nước

Hình 3 tóm tắt các thay đổi của bộ ba bất khả thi trong giai đoạn 1970-2006. Hình này cho biết các chỉ số bộ ba bất khả thi tại 50 quốc gia (32 nước đang phát triển) trong thời gian 1970-2006, với một tập hợp dữ liệu như nhau. Hình 3a cho thấy, các nước công nghiệp giảm đáng kể mức độ tỷ giá hối đoái ổn định từ những năm 1970-1980. Nhìn chung, đối với các nước công nghiệp, sự cởi mở tài chính tăng tốc khi bắt đầu những năm 90. Sự ổn định tỷ giá hối đoái tăng sau cuối những năm 90, phản ánh thời kỳ xuất hiện của đồng euro vào năm 1999. Cùng với dự đoán của mô hình bộ ba bất khả thi,

đoái linh hoạt hơn. Vào cuối của thời kỳ này, những nước không thuộc EMS ưa thích hơn sự ổn định tỷ giá hối đoái và độc lập tiền tệ, nhưng có mức độ tài chính hội nhập thấp hơn so với các nước thuộc EMS.

Việc xây dựng ban đầu của mô hình bộ ba bất khả thi tập trung vào cấu hình cực đỉnh của tam giác. Tuy nhiên, hình 3 ngụ ý rằng hầu hết thời gian đầu các quốc gia lựa chọn việc sử dụng mô hình trung dung, không hẳn nghiêng về phía nào của đỉnh tam giác. Tuy nhiên, sau một thời gian dài áp dụng, các cuộc khủng hoảng làm hầu hết các nước công nghiệp phát triển hiện nay lựa chọn việc tiến dần về phía một đỉnh của tam giác bộ ba bất khả thi.

Kiểm định mô hình bộ ba bất khả thi

Kiểm định đúng dự đoán của các mô hình Trilemma vẫn còn là một thách thức. Trong khi các trường phái kinh tế học chính thống xem Trilemma như sự thật hiển nhiên, hầu hết các quốc gia đang phát triển như Việt Nam đều lựa chọn mô hình trung dung và không phải là ở các đỉnh của Trilemma. Một mối quan tâm có thể là khuôn khổ Trilemma không áp đặt một cách chính xác chức năng hạn chế về mối liên hệ giữa ba biến số chính sách Trilemma với sự tôn trọng cấu trúc bên ngoài ba đỉnh Trilemma. Hơn nữa, đo lường mức độ hội nhập tài chính, tỷ giá hối đoái linh hoạt và độc lập tiền tệ theo những cách mạnh mẽ vẫn là một thách thức. Vậy nó có chỉ ra việc hạn chế dòng vốn nhưng vẫn bị luân chuyển bất hợp pháp? Hay việc giả định tài sản có khả năng thay thế hoàn hảo? Điều gì sẽ xảy ra nếu khu vực tài chính trong nước bị khủng hoảng? Nó có thể thay thế cản trở đối với dòng vốn tài chính trong nước bằng phương tiện khác nhau như yêu cầu dự trữ về trách nhiệm tiền gửi ngân hàng (một chính sách được sử dụng thường xuyên ở Trung Quốc, Ấn Độ)? Những vấn đề này có tầm quan trọng chủ chốt trong việc đánh giá sự tích hợp trên thực tế tài chính của một quốc gia.

Trong thời gian lãi suất cố định trao đổi theo tiêu chuẩn vàng cổ điển, một sự rõ rệt và nhanh chóng của những cú sốc lãi suất được tìm thấy. Điều này phù hợp với dự đoán rằng tỷ giá hối đoái cố định cùng với vốn chu chuyển lưu động làm vô hiệu chính sách tiền tệ độc lập (tương ứng ở bên phải đỉnh của tam giác Trilemma). Ngược lại, trong thời đại Bretton Woods, tỷ giá hối đoái cố định đã không giải quyết hạn chế lãi suất trong nước, một sản phẩm phụ của kiểm soát vốn phổ biến rộng rãi (tương ứng với đỉnh trên cùng của tam giác Trilemma). Trong thời kỳ hậu Bretton Woods, sự trở lại mô hình toàn cầu hóa được thể hiện thông qua một đợt lãi suất gia tăng trong số các nước có lãi suất cố định.

Theo kiểm định mô hình về bộ ba bất khả thi của TS Tô Trung Thành (2012), với nguồn số liệu cung cấp từ Ngân hàng nhà nước và IFS (IMF) được thu thập theo quý từ năm 1990 đến 2007. Mô hình hình hồi quy như sau:

$$1 = \alpha MI + \beta ERS + \delta KOPEN + \varepsilon_i$$

Trong đó, MI: chính sách tiền tệ độc lập

ERS: tỷ giá hối đoái ổn định

KOPEN: tự do lưu chuyển vốn

Giá trị của MI càng cao nghĩa là chính sách tiền tệ càng độc lập, ERS càng lớn thì tỷ giá càng ổn định, KAOPEN càng lớn thì thị trường vốn càng mở cửa.

Bảng 1: mô hình hồi quy kiểm định sự tồn tại của bộ ba bất khả thi

Biến phụ thuộc: 1		
Giá trị trung bình	MI	0,467021
	ERS	0,761329
	KAOPEN	0,183900
Hệ số ước lượng	MI	0,540809
		(0,00)***
	ERS	0,467000
		(0,00)***
	KOPEN	1,712224
		(0,00)***

(Nguồn: TS Tô Trung Thành, Kiểm định bộ ba bất khả thi ở Việt Nam và hàm ý cho lựa chọn chính sách trong tương lai, Tạp chí Kinh tế phát triển, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân, 2012)

Các hệ số ước lượng đều có ý nghĩa ở mức độ thống kê 1% với việc sử dụng hàm hồi quy thu được như sau:

$$0,54MI + 0,47ERS + 1,71KAOPEN = 1$$

Các giá trị trung bình của các biến như sau: MI = 0,46; ERS = 0,76; KAOPEN = 0,18.

Như vậy, nếu đưa các giá trị trung bình vào biểu đồ ở hình 2, Việt Nam trong giai đoạn 1990-2007 đã có một sự lựa chọn cao nhất ở sự ổn định tỷ giá hối đoái (ERS = 0,76), sau đó là chính sách tiền tệ độc lập (MI = 0,46) và hy sinh việc tự do luân chuyển vốn (kiểm soát chặt chẽ luân chuyển vốn - KAOPEN = 0,18).

Kinh nghiệm cho Việt Nam trong ràng buộc bộ ba bất khả thi

Từ những phân tích ở trên, trong giai đoạn 1990-2007, nền kinh tế Việt Nam luôn duy trì tốc độ tăng trưởng GDP cao với mức trung bình gần 7% trong suốt gần 20 năm đến thời điểm khi gia nhập WTO, sở dĩ như vậy vì Việt Nam đã lựa chọn đỉnh trên cùng của bộ ba bất khả thi với điểm gần đỉnh tam giác - sự lựa chọn giống với Trung Quốc. Việt Nam có lợi thế là gần với Trung Quốc - nền kinh tế lớn thứ 2 thế giới, với tốc độ tăng GDP năm 2012 khoảng 7%, mức GDP danh nghĩa gần 8.000 tỷ USD, nếu tính theo sức mua tương đương (PPP) GDP của Trung Quốc đạt gần 16.000 tỷ USD. Trong khi đó, Mỹ là

nền kinh tế lớn nhất thế giới chỉ có GDP danh nghĩa năm 2012 đạt khoảng 15.200 tỷ USD, nếu tính theo sức mua tương đương cũng chỉ khoảng 15.200 tỷ USD, do hàng hóa và dịch vụ ở Mỹ có mức giá trung bình cao hơn nhiều ở Trung Quốc. Như vậy, thực tế đã chứng minh hiện nay Trung Quốc đã trở thành số một thế giới về sức mạnh kinh tế. Trung Quốc nổi lên như một con rồng của thế giới cả về sức mạnh kinh tế, quân sự và tầm ảnh hưởng trong các tổ chức lớn như IMF, WB và Liên hiệp quốc.

Trong giai đoạn từ 2008 đến 2011, Việt Nam đã gia nhập WTO, một sự dịch chuyển lớn của dòng vốn đầu tư trực tiếp và gián tiếp từ nước ngoài. Các nhà hoạch định chính sách đã chuyển dịch sự lựa chọn trong mô hình bộ ba bất khả thi từ một điểm gần đỉnh trên của tam giác sang mô hình trung dung, cho phép tự do luân chuyển vốn, chính sách tỷ giá ổn định, cùng với chính sách tiền tệ độc lập (nghĩa là dịch chuyển dần về phía góc bên phải của tam giác Trilemma). Điều này là không thể, dẫn đến những vấn đề thiếu nhất quán trong hoạch định chính sách. Cùng với cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu mà bắt đầu từ Mỹ năm 2008, khủng hoảng nợ công ở châu Âu năm 2011, sự vỡ bong bóng của thị trường bất động sản và tài chính năm 2011 tại Việt Nam, nước ta chịu ảnh hưởng nặng nề với tốc độ tăng trưởng GDP chậm lại khoảng bình quân 6% trong giai đoạn 2008-2011, tỷ lệ lạm phát cao đạt mức đỉnh 18,13% trong năm 2011, nợ công và nợ nước ngoài lần lượt tăng lên 54,6% và 41,5% cuối năm 2011. Tỷ lệ thâm hụt ngân sách tại Việt Nam ở mức cao gần 5% GDP.

Năm 2012, Việt Nam có những điểm sáng về kinh tế vĩ mô như tỷ lệ lạm phát được kiểm soát ở mức một con số (6,81%), tốc độ tăng trưởng GDP 5,03% (GDP năm 2012 khoảng 136 tỷ USD). Thu nhập bình quân đầu người đạt 1.540 USD. Nếu tính theo sức mua tương đương (PPP), thu nhập của người dân Việt Nam đã đạt mức trung bình khoảng 4.500 USD/người (do hàng hóa và dịch vụ tại Việt Nam có mức giá trung bình thấp hơn các nước phát triển trên thế giới). Cán cân thanh toán thặng dư 10 tỷ USD, từ nhập siêu 9,8 tỷ USD trong năm 2011, Việt Nam chuyển sang xuất siêu 284 triệu USD trong năm 2012. Như vậy, lần đầu tiên sau 20 năm, Việt Nam đã trở thành nước xuất siêu, đây là điểm sáng có ý nghĩa trong việc ổn định tỷ giá góp phần giảm gánh nặng nợ quốc gia do sự mất giá của tiền đồng. Theo chúng tôi, Việt Nam cần quay trở lại mô hình lựa chọn đỉnh trên của tam giác trong bộ ba bất khả thi, nghĩa là lựa chọn mô hình giống Trung

Quốc với: tỷ giá hối đoái ổn định, chính sách tiền tệ độc lập và chấp nhận hy sinh vấn đề “tự do luân chuyển vốn”. Chính phủ cần có những chính sách nhằm kiểm soát luồng vốn vào và ra khỏi nền kinh tế. Việc thực hiện nhất quán mô hình bộ ba bất khả thi sẽ giúp Việt Nam từng bước thoát ra khỏi tình trạng nợ xấu trong khu vực ngân hàng tăng cao đạt gần 9%, tái cơ cấu tổng thể nền kinh tế và đặc biệt là tình trạng hoạt động kém hiệu quả của các doanh nghiệp nhà nước ■

Tài liệu tham khảo

1. Aizenman J. and Lee J. (2007). International reserves: precautionary versus mercantilist views, theory and Evidence, *Open Economies Review*, 18, 191-214.
2. Aizenman J, Chinn M.D. and Ito H. (2010). The emerging global financial Architecture: tracing and evaluating new patterns of the Trilemma configuration, *Journal of International Money and Finance*, 29, 4: 615-641.
3. Calvo G.A. and Reinhart C.R. (2002). The fear of floating, *Quarterly Journal of Economics*, 117, 379-408. Calvo, G. A. 2006. “Monetary Policy Challenges in Emerging Markets: Sudden Stop, Liability Dollarization, and Lender of Last Resort”. Working Paper 12788, National Bureau of Economic Research.
4. Chinn D.M, Dooley P.M. (1997). Financial repression and capital mobility: why capital flows and covered interest rate differentials fail to measure capital market integration. *Monetary and Economic Studies*, December. 81-103.
5. Edwards S. (2007). “Capital Controls, Sudden Stops, and Current Account Reversals”. In *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices, and Consequences* edited by S. Edwards. Chicago: University of Chicago Press.
6. The impossible Trinity, Joshua Aizenman, University of California, Santa Cruz, May 2010.
7. TS Tô Trung Thành. Kiểm định bộ ba bất khả thi tại Việt Nam và hàm ý lựa chọn chính sách trong ngắn và dài hạn, *Tạp chí Kinh tế phát triển*, Đại học Kinh tế Quốc dân, 9.2012.
8. Nguyễn Trần Phúc, Nguyễn Đức Thọ. Exchange rate policy in Vietnam 1985-2008, 2009.
9. TS Vũ Ngọc Xuân. Ứng dụng độ co giãn để đầu tư thành công trên thị trường chứng khoán Việt Nam, *Tạp chí Kinh tế phát triển*, Đại học Kinh tế Quốc dân, 9.2012.