

Bài giảng 19 **Hệ thống tiền tệ quốc tế - Việt Nam:** **Cố định hay thả nổi?**

Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright
Học kỳ Xuân

Đỗ Thiên Anh Tuấn

Nội dung

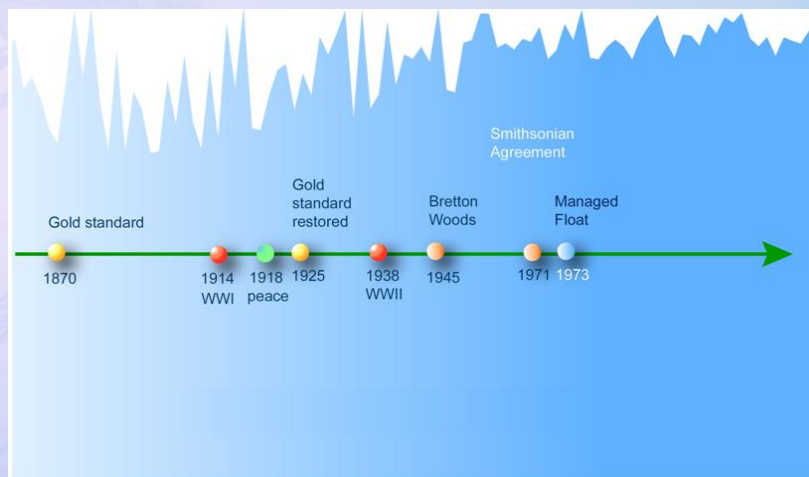
- Hệ thống tiền tệ quốc tế
- Vấn đề lựa chọn cơ chế tỷ giá hối đoái

Nhắc lại:

Mục tiêu của chính sách vĩ mô trong nền kinh tế mở là gì?

- Cân bằng bên trong :
 - * Toàn dụng
 - * Ổn định mức giá cả
- Cân bằng bên ngoài:
 - * CA không quá thâm hụt sâu cũng như không thặng dư quá nhiều

Hệ thống tiền tệ quốc tế



Bản vị vàng (GS - Gold Standard) 1870 - 1914



5

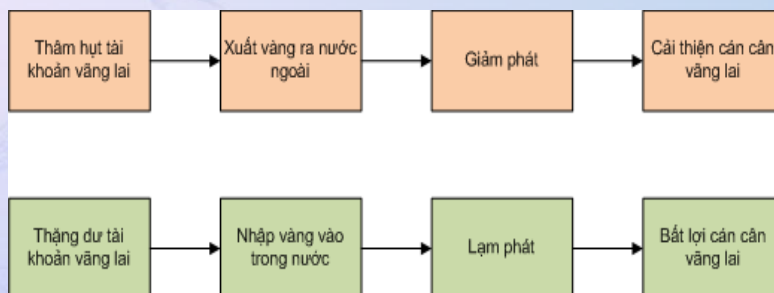
GS: một vài đặc điểm

- Cố định giá trị đồng tiền gắn với vàng
- Tự do xuất nhập khẩu vàng
- NHTƯ duy trì trữ vàng theo lượng tiền phát hành
- Vàng chảy từ quốc gia thâm hụt đến quốc gia thặng dư BOP
- Tăng M^s ở quốc gia có BOP > 0:
 - * Tạo áp lực tăng giá
 - * Lãi suất có xu hướng giảm
 - * Tăng nhập khẩu từ quốc gia có BOP < 0
- Giảm M^s ở quốc gia có BOP < 0:
 - * Tạo áp lực giảm giá
 - * Lãi suất có xu hướng tăng
 - * Giảm nhập khẩu từ quốc gia có BOP > 0
- Quá trình điều chỉnh chỉ dừng lại khi BOPs = 0

6

Cơ chế điều chỉnh tự động của GS

- Điều gì xảy ra nếu US nhập siêu từ UK?
- Điều gì xảy ra nếu US xuất siêu từ UK?



Hạn chế của GS

- Cơ chế điều chỉnh BOP thông qua mức giá, lãi suất, thu nhập, thất nghiệp
- Quốc gia có $BOP < 0$ thường trải qua thời kỳ đình đốn
- Phát hiện mới về mỏ vàng gây áp lực lạm phát
- Quốc gia khan hiếm vàng sẽ kiềm hãm cung tiền, ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế

Giá vàng (1820 – 2000) (annual)



<http://minefund.com/wordpress/?data-page=gold-annual-average-price-real-nominal>

9

Giai đoạn giữa hai Thế chiến, 1918 - 1939

- Thế chiến I nổ ra, chế độ bản vị vàng đã bị ngưng lại
 - * Những năm chiến tranh đã làm cho nền kinh tế bị tàn phá và trở nên bất ổn nghiêm trọng
 - * Các khoản bồi thường chiến phí làm bùng nổ siêu lạm phát ở châu Âu
- Chỉ số giá ở Đức tăng từ mức 262 vào tháng 1/1919 lên 126.160.000.000.000 vào tháng 12/1923

10

Giai đoạn giữa hai Thế chiến, 1918 - 1939

- Nút kéo chế độ bản vị vàng
 - 1919: Hoa Kỳ quay về bản vị vàng
 - 1922: Anh, Pháp, Ý, Nhật đồng ý về một chương trình kêu gọi cùng quay trở lại bản vị vàng và việc hợp tác giữa các ngân hàng trung ương trong việc đạt được cân bằng bên trong và bên ngoài.
 - 1925: Anh quy về bản vị vàng
 - 1929: Đại suy thoái nổ ra theo sau các cuộc đổ vỡ ngân hàng khắp thế giới
 - 1931: Anh buộc phải từ bỏ bản vị vàng do những người nắm giữ đồng bảng mất niềm tin vào cam kết của chính phủ trong việc duy trì giá trị đồng bảng.
- Nhiều nước bị ảnh hưởng bởi Đại suy thoái
- Thiệt hại kinh tế rất lớn do các hạn chế về thương mại và thanh toán quốc tế
- Các chính sách 'ăn xin hàng xóm' và trả đũa lẫn nhau đã dẫn đến sự tan rã của nền kinh tế thế giới

11

Hệ thống Bretton Woods (BWS) 1944 - 1971



12

Sự ra đời của BWS

- 7/1944, đại diện 44 nước đã nhóm họp tại Bretton Woods, New Hampshire để thiết lập nên một hệ thống tỷ giá hối đoái cố định



13

BWS: đặc điểm

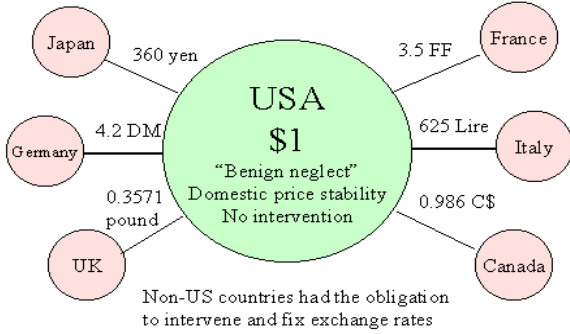
- 35 USD = 1 oz
- Các đồng tiền khác: +/-1% so với USD



14

Tỷ giá được định như thế nào?
(1955)

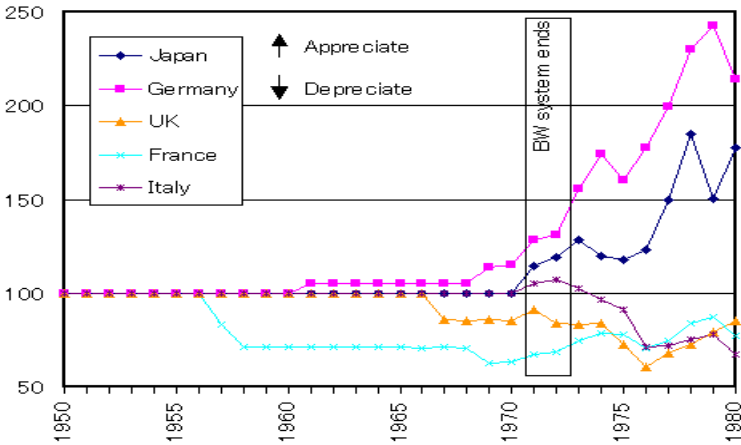
Bretton Woods: US Dollar at Center
(Rates are as of 1955)



http://www.grips.ac.jp/teacher/ono/hp/lecture_F/lec02.htm

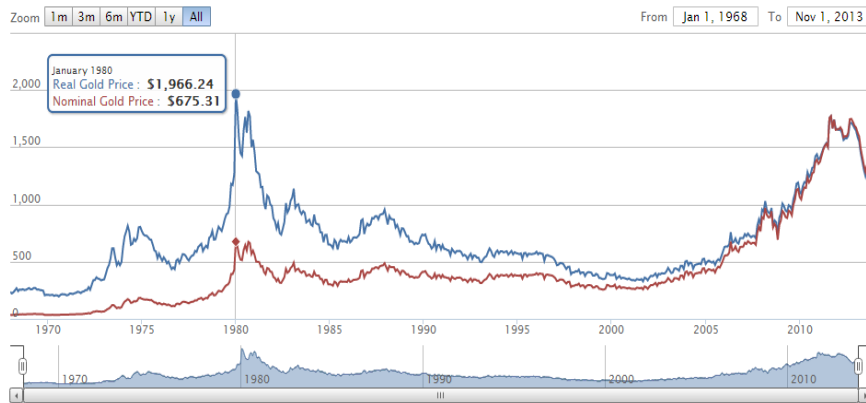
15

Sau đó thì như thế nào?



16

Giá vàng (monthly data)



<http://minefund.com/wordpress/?data-page=gold-annual-average-price-real-nominal>

17

Vai trò của IMF

- Cho vay các nước bị thâm hụt CA
- Kêu gọi sự chuyển đổi tiền tệ
- Thỏa thuận về IMF đã cố gắng kết hợp đủ linh hoạt nhằm cho phép các nước đạt được cân bằng bên ngoài mà không phải hy sinh các mục tiêu cân bằng bên trong hay chế độ tỷ giá cố định

18

Sự sụp đổ của BWS



- Thế lưỡng nan Triffin
- Quy luật Gresham
- “The Great Society” và “Vietnam War”
- Vấn đề đặc quyền phát hành USD: “Thế giới tiết kiệm để Mỹ tiêu dùng?”
- Thiếu đồng thuận về cơ chế điều chỉnh



Hậu Bretton Woods



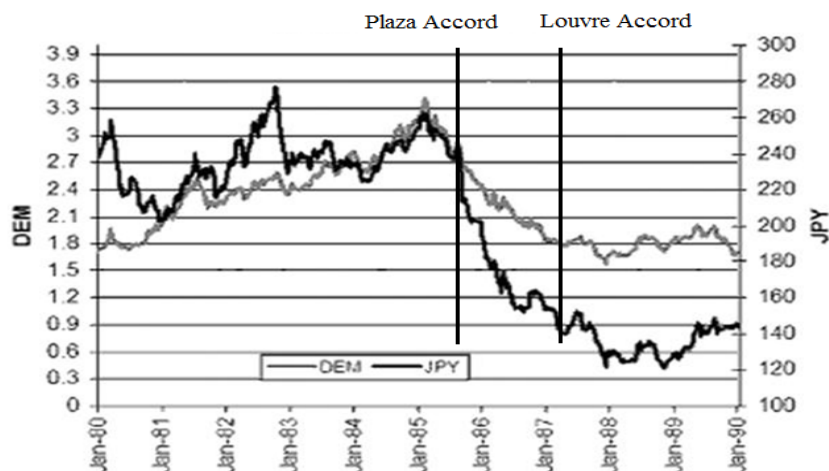
20

Hậu Bretton Woods

- Thỏa thuận Smithsonian (1971)
- Hiệp định Plaza (1985)
- Hiệp định Louvre (1987)
- “New Bretton Woods”/“Bretton Woods II”?

21

Các Hiệp định giảm giá USD



22

Cơ chế tỷ giá châu Âu

- Cộng đồng châu Âu đề xuất năm 1979 như là một phần của hệ thống tiền tệ châu Âu (EMS)
- Mục tiêu: giảm biến động tỷ giá và đạt được sự ổn định tiền tệ ở các nước châu Âu
- Sự chuẩn bị cho Liên minh tiền tệ và kinh tế (EMU)
- Là tiền đề cho sự ra đời của đồng tiền chung Euro (1/1/1999)

23

ERM: đặc điểm

- Là hệ thống tỷ giá bán cố định (semi-pegged system)
- Trước khi đồng Euro ra đời, ECU là đồng tiền bút tệ có giá trị được xác định trên cơ sở bình quân trọng số các đồng tiền quốc gia thành viên
- Đồng tiền các nước thành viên được biến động trong biên độ cho phép 2,25% (trừ Italy là 6%)
- Các nước có trách nhiệm duy trì cam kết này

24

Eurozone: đặc điểm

- 17 nước thành viên (ban đầu là 11)
- Chính sách tiền tệ chung do ECB điều hành
- Chính sách tài khóa độc lập

25

Khủng hoảng ERM

- Nước Anh tham gia ERM từ 10/1990 nhưng phải rút ra khỏi ERM 2 năm sau đó (ngày thứ Tư đen tối)
- Tháng 8/1993, biên độ được nới lên 15%
- Năm 1999: Euro ra đời thay thế ECU theo ngang giá
- Năm 2002: tiền giấy và tiền xu chính thức ra đời

26

Cơ chế tỷ giá nào hiện nay?

Chế độ	Đặc điểm
Đô la hóa (Dollarization)	Một loại ngoại tệ đóng vai trò như một đồng tiền hợp pháp. Chính sách tiền tệ gắn với nước phát hành loại ngoại tệ đó.
Hội đồng tiền tệ (Currency Board)	Một chế độ tỷ giá cố định (chủ yếu được quy định bởi luật) được bổ sung bởi một yêu cầu đảm bảo tối thiểu cho giá trị đồng nội tệ bằng đồng ngoại tệ.
Liên minh tiền tệ (Monetary Union)	Một nhóm quốc gia sử dụng một đồng tiền chung được phát hành bởi một ngân hàng trung ương chung.
Neo truyền thống (Traditional Peg)	Tỷ giá cố định gắn với một đồng tiền hoặc là một rổ tiền tệ.
Neo trượt (Crawling Peg)	Một cơ chế dựa trên quy tắc điều chỉnh tỷ giá, thường là với một tỷ lệ cho trước hoặc dựa trên sự khác biệt về lạm phát.
Biên độ (Bands)	Tỷ giá được linh hoạt trong một biên độ được xác lập trước.
Thả nổi có sự can thiệp tùy ý	Tỷ giá được xác định theo thị trường nhưng chính phủ có thể can thiệp nhưng không bị ràng buộc bởi bất kỳ quy tắc nào. Cơ chế này thường đi liền với một cái neo danh nghĩa riêng biệt, chẳng hạn như mục tiêu lạm phát.
Thả nổi hoàn toàn	Tỷ giá được thị trường quyết định mà không có bất cứ sự can thiệp nào của chính phủ.

27

Các đánh đổi trong việc lựa chọn cơ chế tỷ giá

	Thả nổi	Trung gian	Neo mềm	Neo cứng
Ổn định	--	+-	++	++
Tính dễ bị tổn thương trước khủng hoảng tiền tệ	++	++	--	++
Tính dễ bị tổn thương trước các cú sốc	++	+-	--	--
Sự độc lập trong chính sách tiền tệ	++	+-	--	--

28

Sự phát triển của các chế độ tỷ giá

	Shares		
	1990	1997	2004*
All countries			
Hard pegs ^a	15.82	18.48	25.67
Intermediate ^b	68.99	52.72	45.45
Floating ^c	15.19	28.80	28.88
Total	100.00	100.00	100.00
Members	158	184	187
Advanced countries			
Hard pegs ^a	0.00	4.17	54.17
Intermediate ^b	73.91	58.33	4.17
Floating ^c	26.09	37.50	41.67
Total	100.00	100.00	100.00
Members	23	24	24
Emerging market countries			
Hard pegs ^a	6.67	12.50	12.50
Intermediate ^b	76.67	56.25	40.63
Floating ^c	16.67	31.25	46.88
Total	100.00	100.00	100.00
Members	30	32	32
Developing countries			
Hard pegs ^a	21.90	22.66	23.66
Intermediate ^b	65.71	50.78	54.20
Floating ^c	12.38	26.56	22.14
Total	100.00	100.00	100.00
Members	105	128	131

Source: Barry Eichengreen and Raul Razo-Garcia, 2006

29

Tình trạng kiểm soát dòng vốn ở các nước trên thế giới

	Shares		
	1990	1997	2003
All countries			
Closed	77.63	66.87	59.63
Open	22.37	33.13	40.37
Total	100.00	100.00	100.00
Members	152	163	161
Advanced countries			
Closed	42.86	18.18	9.09
Open	57.14	81.82	90.91
Total	100.00	100.00	100.00
Members	21	22	22
Emerging market countries			
Closed	80.00	74.19	54.84
Open	20.00	25.81	45.16
Total	100.00	100.00	100.00
Members	30	31	31
Developing countries			
Closed	84.16	74.55	71.30
Open	15.84	25.45	28.70
Total	100.00	100.00	100.00
Members	101	110	108

Source: Barry Eichengreen and Raul Razo-Garcia, 2006

30

Kiểm soát vốn và cơ chế tỷ giá ở các nước

		Capital controls	Exchange rate	Shares		
				1990	1997	2003
All countries						
I	Open		Fixed	3.31	2.47	11.80
II	Open		Intermediate	14.57	19.75	14.29
III	Open		Floating	4.64	11.11	14.29
IV	Closed		Fixed	12.58	14.20	11.80
V	Closed		Intermediate	54.97	32.72	32.92
VI	Closed		Floating	9.93	19.75	14.91
Total				100.00	100.00	100.00
Members				151	162	161
Advanced countries						
I	Open		Fixed	0.00	0.00	50.00
II	Open		Intermediate	33.33	45.45	4.55
III	Open		Floating	23.81	36.36	36.36
IV	Closed		Fixed	0.00	0.00	0.00
V	Closed		Intermediate	42.86	13.64	0.00
VI	Closed		Floating	0.00	4.55	9.09
Total				100.00	100.00	100.00
Members				21	22	22
Emerging market countries						
I	Open		Fixed	6.67	6.45	12.90
II	Open		Intermediate	13.33	12.90	12.90
III	Open		Floating	0.00	6.45	19.35
IV	Closed		Fixed	0.00	6.45	0.00
V	Closed		Intermediate	63.33	45.16	25.81
VI	Closed		Floating	16.67	22.58	29.03
Total				100.00	100.00	100.00
Members				30	31	31
Developing countries						
I	Open		Fixed	3.00	1.83	3.70
II	Open		Intermediate	11.00	16.51	16.67
III	Open		Floating	2.00	7.34	8.33
IV	Closed		Fixed	19.00	19.27	17.59
V	Closed		Intermediate	55.00	33.03	41.67
VI	Closed		Floating	10.00	22.02	12.04
Total				100.00	100.00	100.00
Members				100	109	108

Source: Barry Eichengreen and Raul Razo-Garcia, 2006

31

Cơ chế tỷ giá các nước dự báo đến 2025
(dựa theo cách phân loại của Reinhart và Rogoff)

Scenario	Hard pegs	Intermediate	Floating	Freely floating
All countries				
Bad	18.37	53.19	13.51	14.93
Average	37.71	29.09	31.31	1.89
Good	79.75	10.45	9.66	0.14
Advanced countries				
Bad	23.89	12.92	63.02	0.17
Average	47.45	12.02	40.38	0.15
Good	64.82	11.21	23.84	0.13
Emerging market countries				
Bad	17.66	52.69	7.02	22.64
Average	19.98	16.23	59.47	4.32
Good	16.70	66.19	15.54	1.58
Developing countries				
Bad	49.59	33.14	6.47	10.79
Average	47.47	33.61	14.64	4.28
Good	43.66	25.32	29.48	1.54

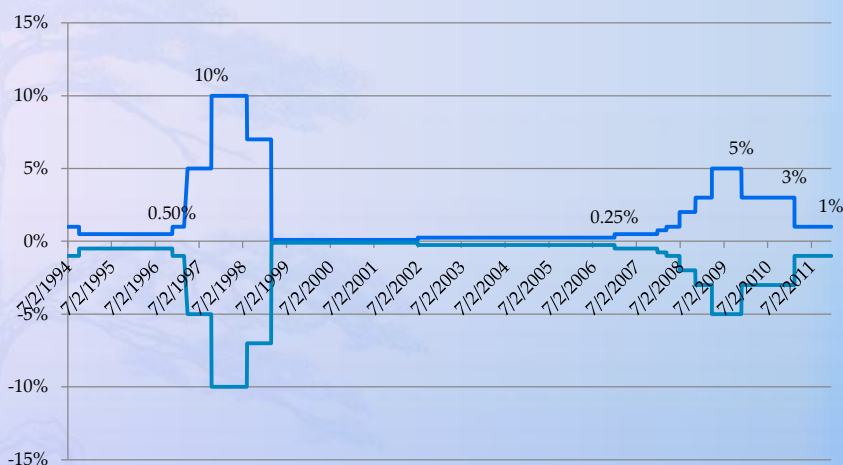
32

Tóm lược chính sách tỷ giá của Việt Nam

- 1955 – 1989: Chế độ đa tỷ giá
- 1989 – 1991: Chế độ đơn tỷ giá, điều chỉnh theo tín hiệu lạm phát, lãi suất, BOP
- 1991 – 1999: Ấn định tỷ giá chính thức trên cơ sở đấu thầu tại 2 trung tâm giao dịch ngoại tệ, giới hạn biên độ tỷ giá
- 1999 – nay: Công bố tỷ giá bình quân liên ngân hàng, giới hạn biên độ tỷ giá

33

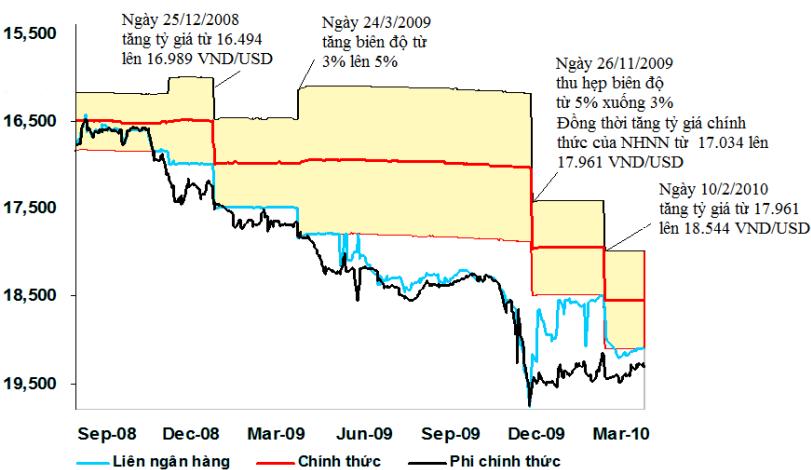
Lịch sử biên độ tỷ giá VND



Nguồn: Tổng hợp

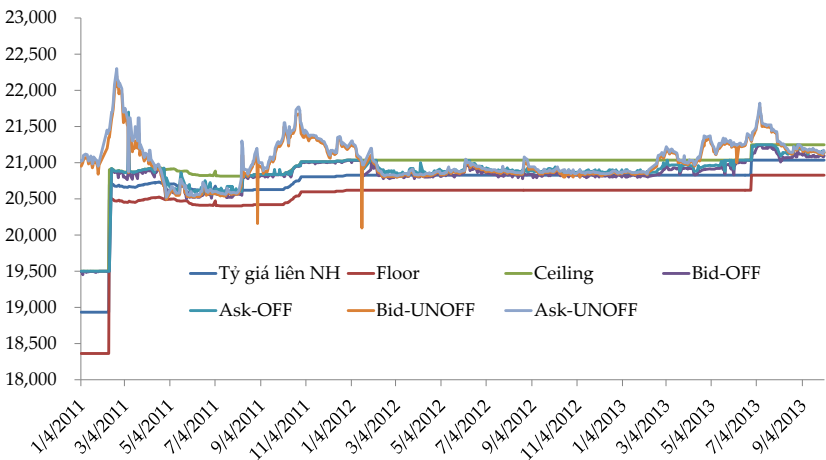
34

Sức ép tỷ giá ở Việt Nam 2008 - 2010



35

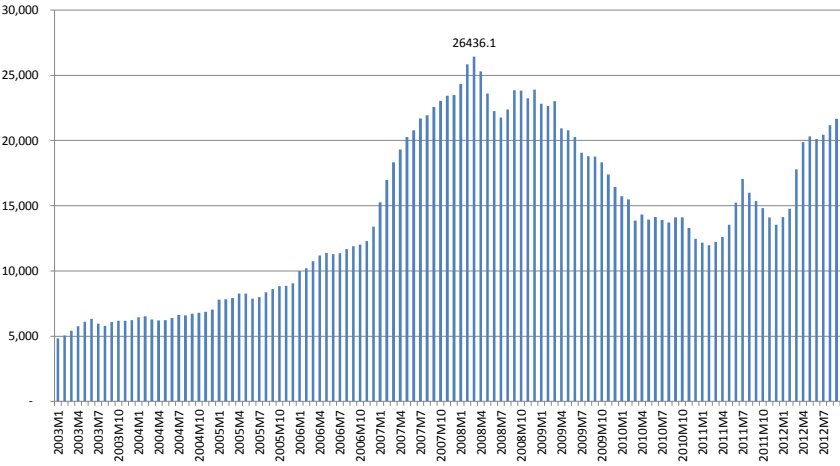
Tình hình tỷ giá 2011-2013



Nguồn: HSC, Reuters

36

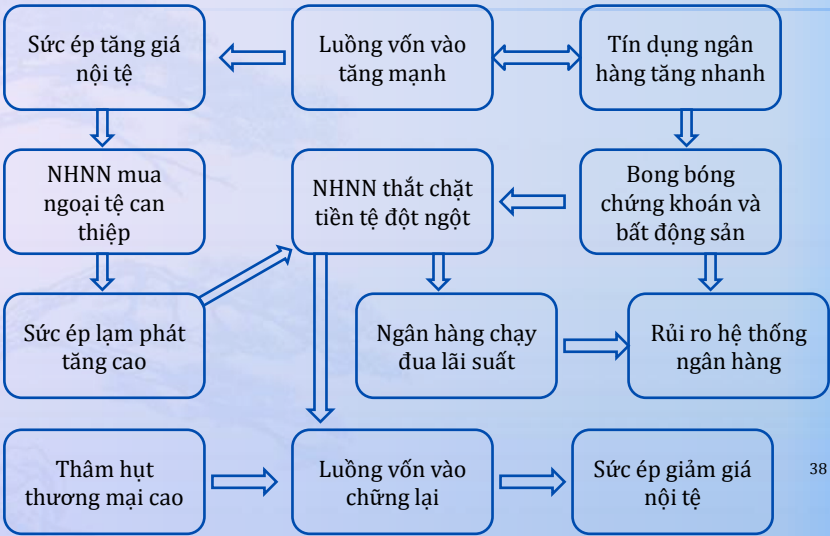
Dự trữ ngoại hối của Việt Nam (triệu USD, trừ vàng)



Nguồn: EIU

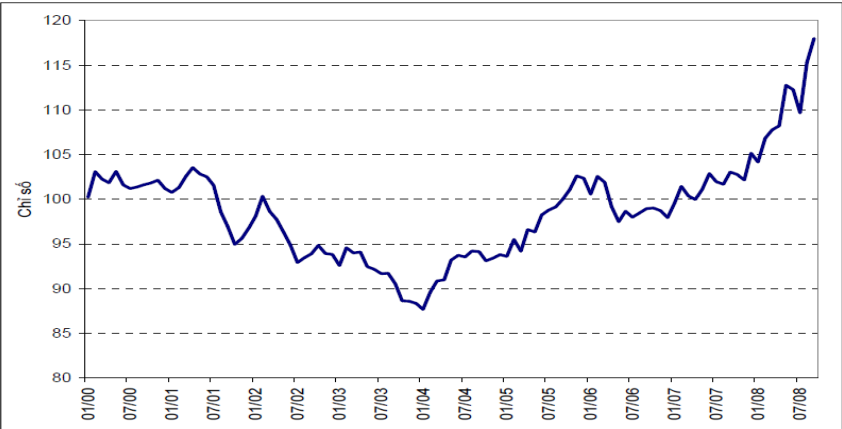
37

Sức ép tỷ giá và khủng hoảng tiền tệ



38

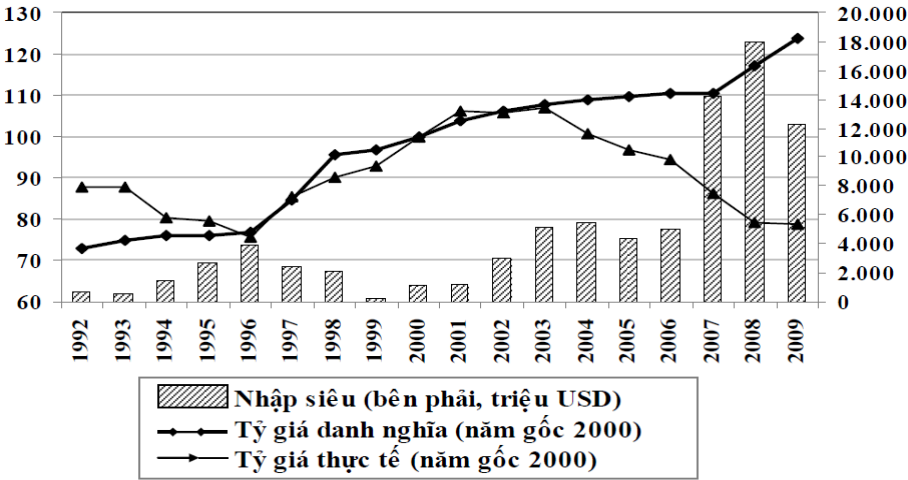
Tỷ giá thực hiện dụng của Việt Nam (REER)



Nguồn: Bài thảo luận số 4, FETP
Chỉ chú: Tính toán dựa trên đồng tiền của 15 nước đối tác thương mại lớn, chiếm trên 90% tổng kim ngạch thương mại của Việt Nam.

39

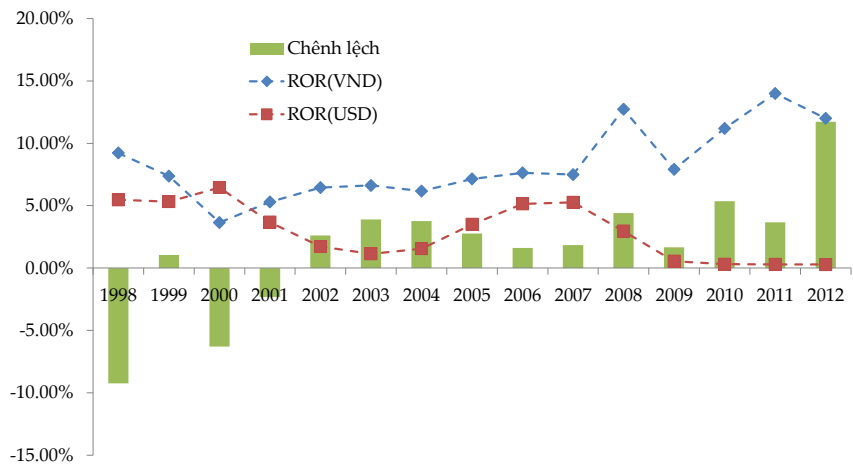
ER và TB Việt Nam (1992 – 2009)



Nguồn: Nguyễn Thị Thu Hằng et al, 2010

40

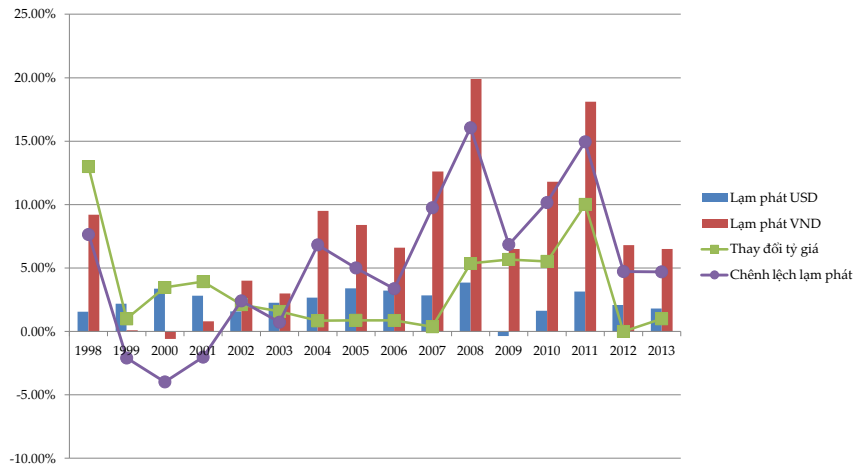
Chênh lệch lợi suất VND sv. USD



Nguồn: Tính từ số liệu của IFS, IMF

41

Chênh lệch lạm phát và tỷ giá VND/USD



Nguồn: Tính từ số liệu của IFS, IMF

42

Lập luận ủng hộ và phê phán chính sách tỷ giá hiện hành

Ủng hộ	Phê phán
• Giúp cân bằng tăng trưởng, ổn định kinh tế vĩ mô và kiềm chế lạm phát • Thu hút đầu tư nước ngoài và ổn định niềm tin cộng đồng đầu tư quốc tế • Bất ổn kinh tế thế giới và tác động đến hệ thống tài chính và kinh tế • Hệ thống tài chính, ngân hàng yếu kém dễ bị tổn thương • Năng lực cạnh tranh của nền kinh tế thấp • Phụ thuộc nhập khẩu các yếu tố đầu vào cho sản xuất • Gánh nặng nợ nước ngoài lớn	• Cơ chế cứng nhắc, phản ứng chính sách chậm và thụ động và không theo quy tắc • Tạo ra sự không chắc chắn trong môi trường kinh doanh, làm phát sinh các rủi ro không thể phòng ngừa • Cơ chế tỷ giá hiện đang làm giảm sức cạnh tranh của nền kinh tế, khuyến khích nhập khẩu và vay nợ nước ngoài • Nguy cơ tấn công tiền tệ cao • Tạo áp lực lên dự trữ ngoại tệ • Làm giảm hiệu lực của chính sách tiền tệ

43

Câu hỏi ôn tập

- Hệ thống tiền tệ quốc tế hiện đang vận hành như thế nào và ảnh hưởng gì đến chính sách kinh tế vĩ mô quốc gia?
- Làm thế nào để dung hòa giữa vốn lưu chuyển tự do và tỷ giá ổn định?
- Lựa chọn cơ chế tỷ giá hay phát triển các định chế tài khóa và tiền tệ?
- Một khi các định chế trên phát triển, lựa chọn cơ chế tỷ giá có còn là vấn đề?
- Tỷ giá thực sự là chìa khóa giải quyết hay chỉ là hệ quả của những trục trặc kinh tế vĩ mô?
- Việt Nam nên theo cơ chế tỷ giá nào và câu trả lời của bạn dựa trên cơ sở lập luận gì?

44