

FETP/MPP8/Macroeconomics/Riedel

Nền kinh tế vĩ mô và Chính sách vĩ mô theo Tỷ giá Cố định

GIỚI THIỆU

Các bài giảng trước đã giải thích tỷ giá cân bằng được quyết định như thế nào trong thị trường ngoại hối và nền kinh tế vĩ mô phản ứng như thế nào đối với các cú sốc khác nhau cũng như cách thức chính phủ có thể sử dụng chính sách tài khóa và tiền tệ để duy trì ổn định vĩ mô khi tỷ giá được thị trường quyết định. Bài giảng này sẽ xem xét các ý nghĩa của chính sách cố định (neo) tỷ giá cũng như việc cố định tỷ giá sẽ có ảnh hưởng như thế nào đến hiệu quả của chính sách tài khóa và tiền tệ.

Chính phủ cố định (hoặc neo) tỷ giá bằng cách sẵn sàng mua hay bán ngoại tệ bất kỳ khi nào có một lượng dư cung hoặc cầu trên thị trường ngoại hối.

Khoản mua (bán) ngoại tệ sẽ đi vào (ra khỏi) dự trữ ngoại tệ chính thức của ngân hàng trung ương. Vì dự trữ nước ngoài là một thành phần của tiền cơ sở (base money), cung tiền (v.d. M2) sẽ bị ảnh hưởng bởi can thiệp của ngân hàng trung ương trên thị trường ngoại hối.

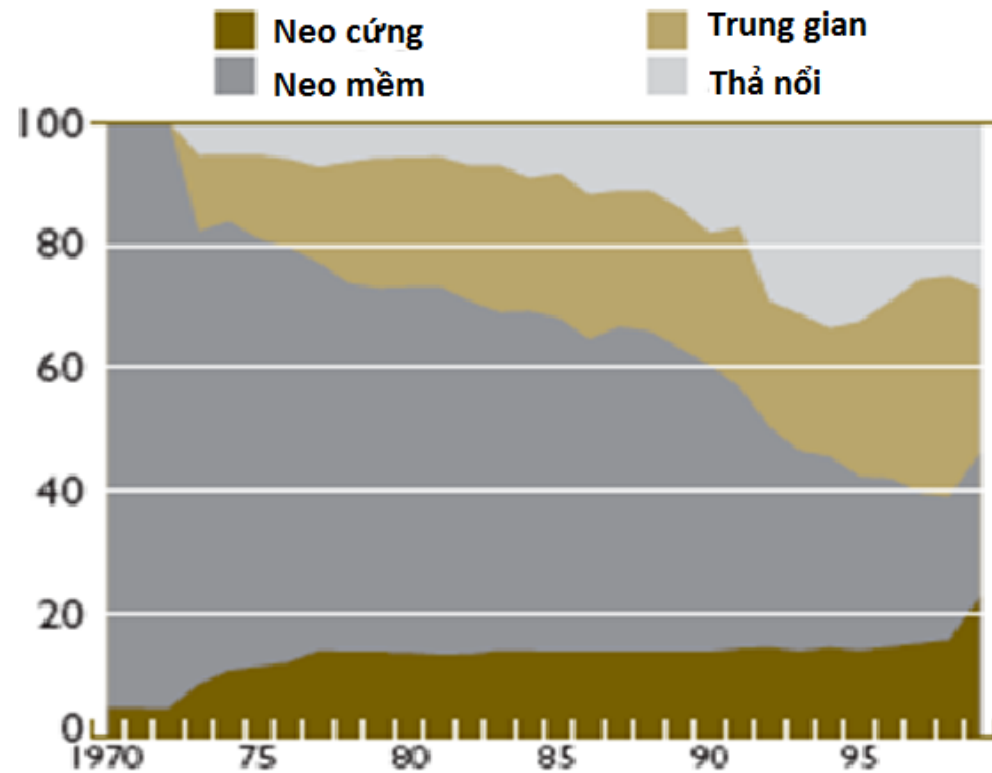
Các chương trước đã xem cung tiền là ngoại sinh và tỷ giá là nội sinh. Trong chương này, tỷ giá là ngoại sinh và cung tiền là nội sinh. Nói cách khác khi một quốc gia cố định tỷ giá, quốc gia đó phải từ bỏ chính sách tiền tệ. **Cố định tỷ giá là một chính sách tiền tệ!**

CÁC CHẾ ĐỘ TỶ GIÁ

Chính sách tỷ giá pháp lý

Phân bổ các chế độ tỷ giá theo pháp lý

(% của số quan sát hàng năm)

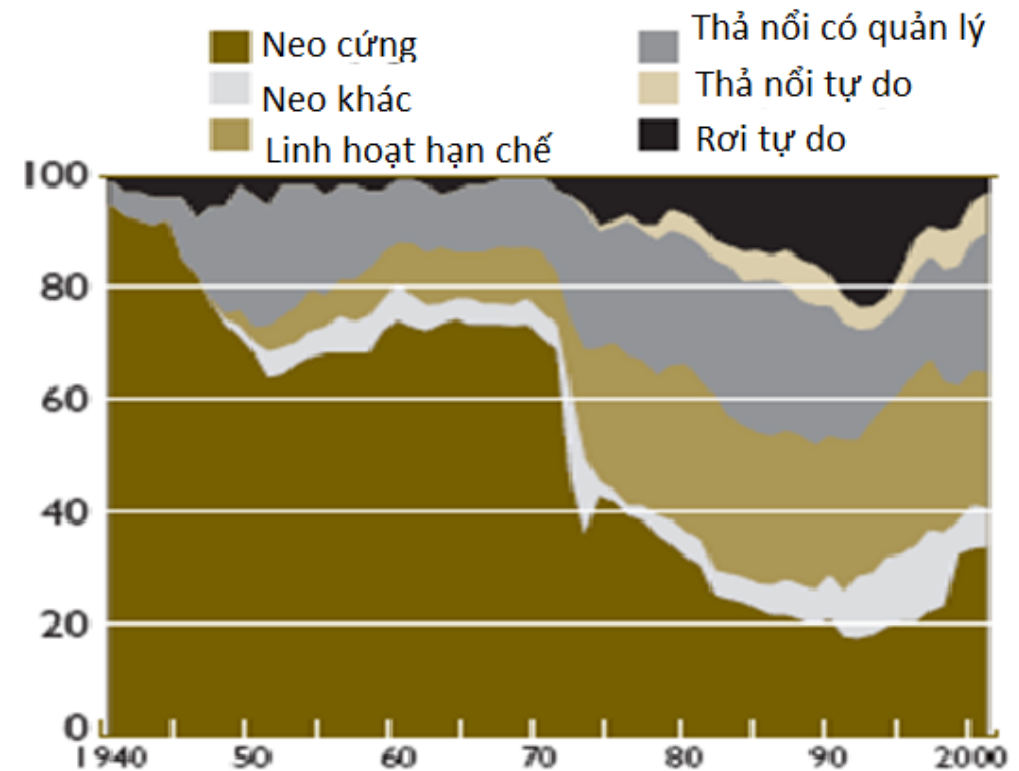


Sources: Ghosh, Gulde, and Wolf (2003); and IMF staff estimates.

Chính sách tỷ giá thực tế

Phân bổ các chế độ tỷ giá theo xếp loại tự nhiên

(% của số quan sát hàng năm)



Sources: Reinhart and Rogoff (2004); and IMF staff estimates.

QUY TRÌNH CUNG TIỀN

Ngân hàng trung ương		Ngân hàng thương mại		Hộ GD và doanh nghiệp	
Tài sản	Nợ	Tài sản	Nợ	Tài sản	Nợ
Dự trữ (R)	Tiền tệ trong lưu thông (CC)	Khoản cho vay	Tiền gửi	Tiền gửi	Khoản vay
Quyền đòi nợ chính phủ, tức Tín dụng trong nước (D)	Dự trữ bắt buộc của NHTM (RR)	RR	Vốn chủ sở hữu	CC	Nợ khác
				Tài sản khác	

Cung tiền = Tiền trong lưu thông (CC) cộng tiền gửi ngân hàng (DEP)

Tiền cơ sở (B) = Nợ của ngân hàng trung ương = Tài sản của ngân hàng trung ương

Nợ của ngân hàng trung ương = CC + dự trữ của ngân hàng thương mại (RR + ER)

Tài sản của ngân hàng trung ương = Tài sản nước ngoài (dự trữ ngoại hối, R) cộng tài sản trong nước (D).

SỐ NHÂN TIỀN VÀ CÔNG CỤ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

Cung tiền là một số nhân của tiền cơ sở. Tỷ lệ của cung tiền (v.d. M2) trên tiền cơ sở là số nhân tiền (mm):

$$mm = \frac{M}{B} = \frac{CC + DEP}{CC + RR + ER}$$

$$mm = \frac{CC/DEP + DEP/DEP}{CC/DEP + RR/DEP + ER/DEP} = \frac{cc + 1}{cc + rr + er}$$

Ngân hàng trung ương thực hiện chính sách tiền tệ bằng cách thay đổi quy mô bảng cân đối kế toán ($\Delta B = \Delta R + \Delta D$) và bằng cách điều chỉnh số nhân tiền (mm), chủ yếu bằng cách thay đổi tỷ lệ dự trữ bắt buộc

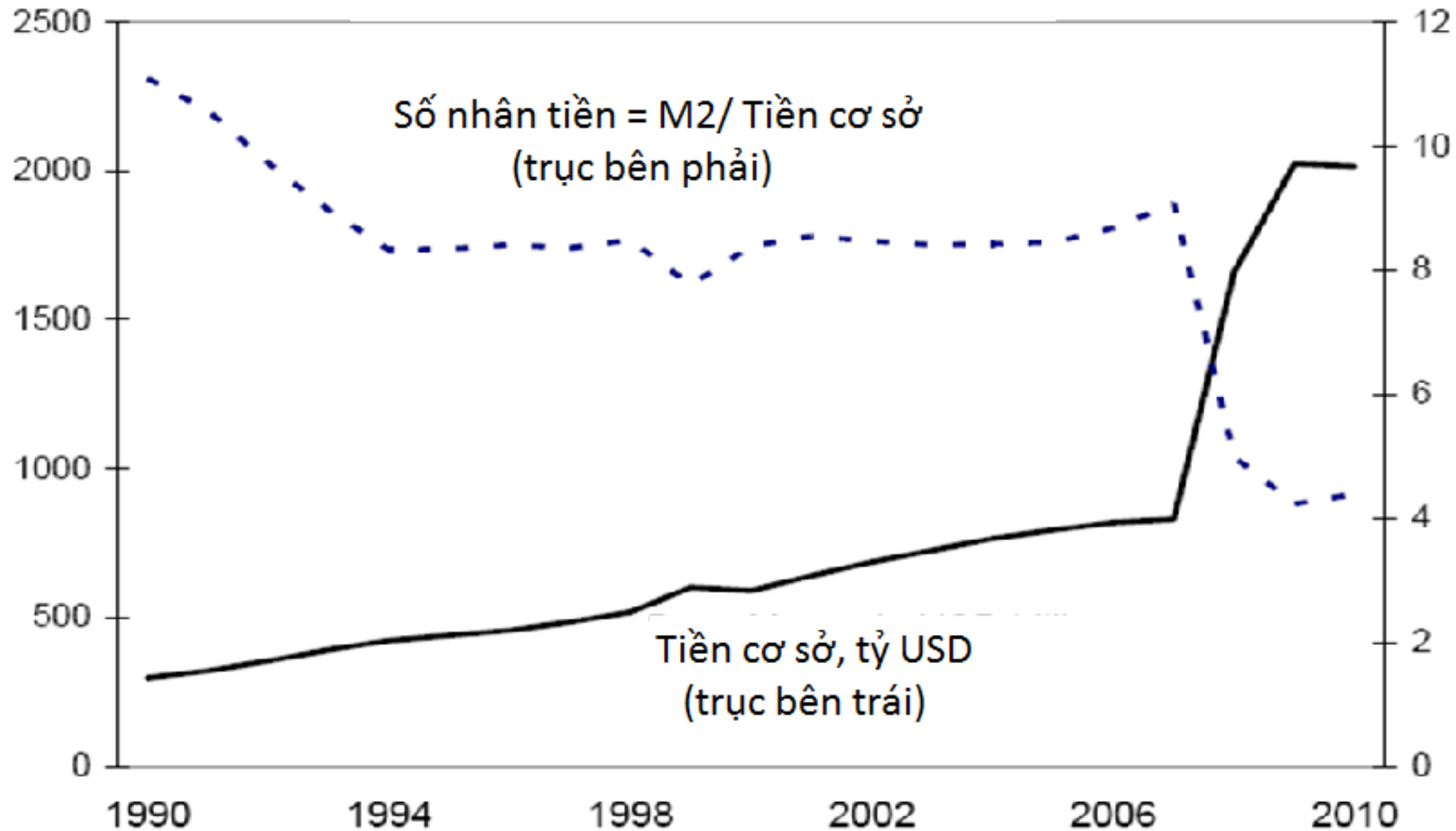
Khi ngân hàng trung ương tăng hay giảm nắm giữ tài sản, cung tiền sẽ tăng hay giảm.

Khi ngân hàng trung ương mượn tiền hoặc cho vay tiền đối với các ngân hàng thương mại thông qua kênh vay chiết khấu (discount window), cung tiền sẽ tăng hoặc giảm.

Khi ngân hàng trung ương tăng hay giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc cung tiền sẽ giảm hay tăng.

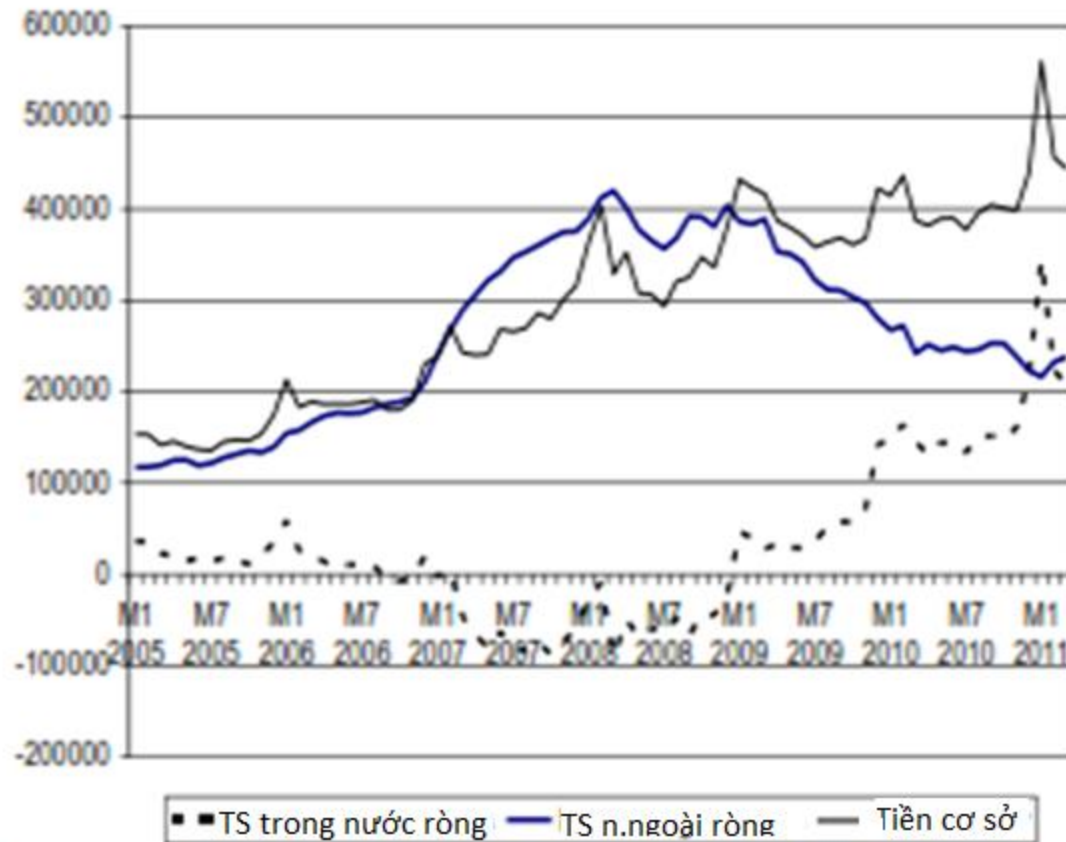
TIỀN CƠ SỞ VÀ SỐ NHÂN TIỀN Ở MỸ 1990-2010

Tiền cơ sở và số nhân tiền ở Mỹ



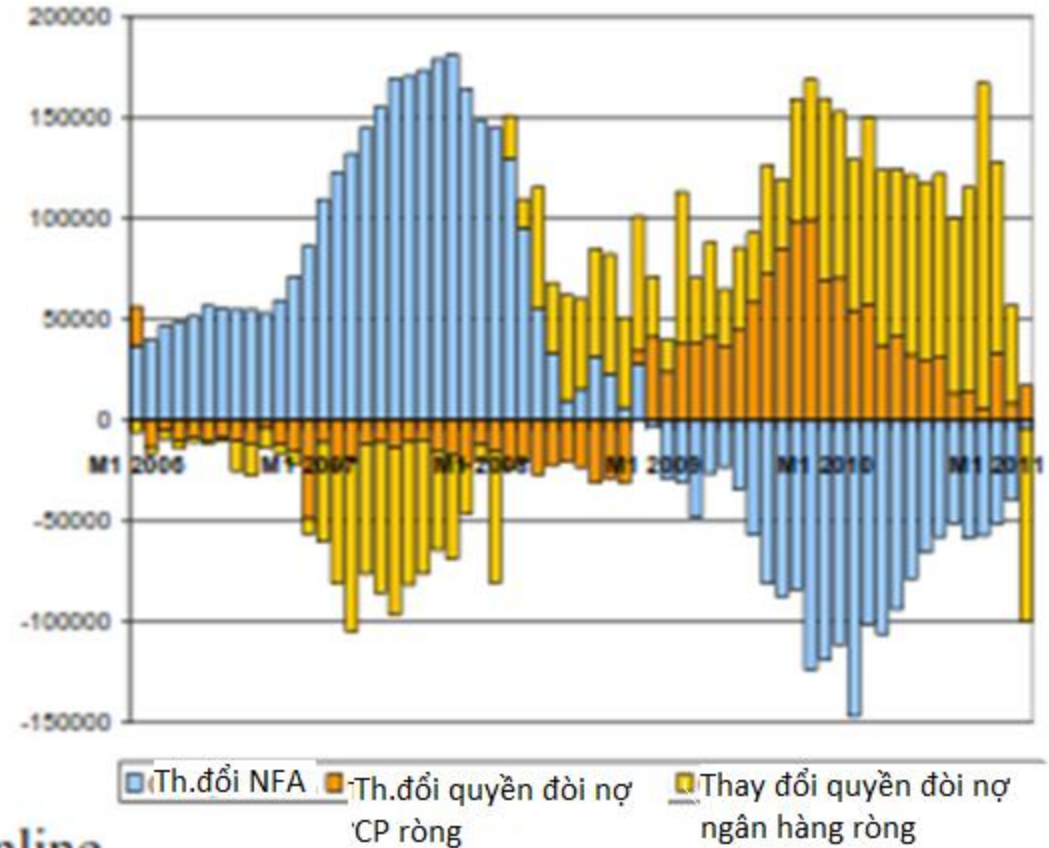
Tiền cơ sở và các thành phần ở Việt Nam: 2005-2011

Mức tiền cơ sở và các thành phần
(tỷ VND)



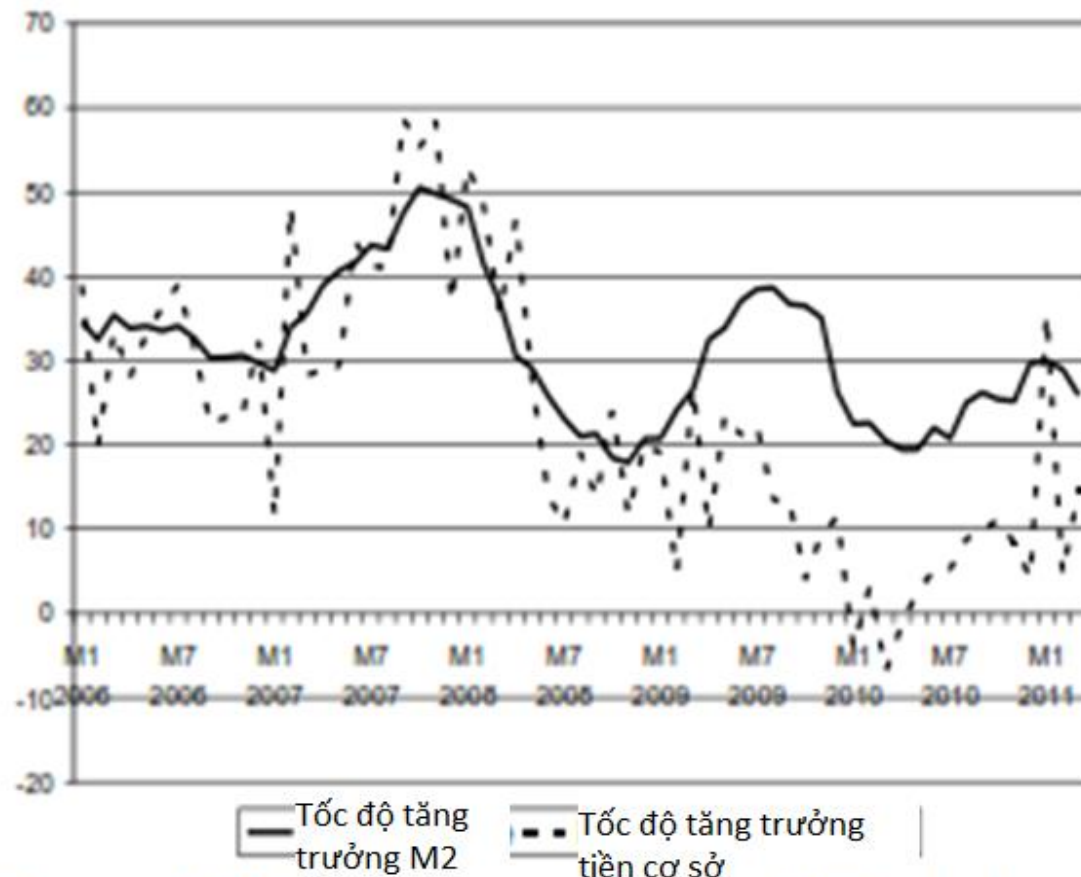
Source: IMF, International Financial Statistics, online

Thay đổi theo năm (yoy) của tiền cơ sở và các
thành phần (tỷ VND)



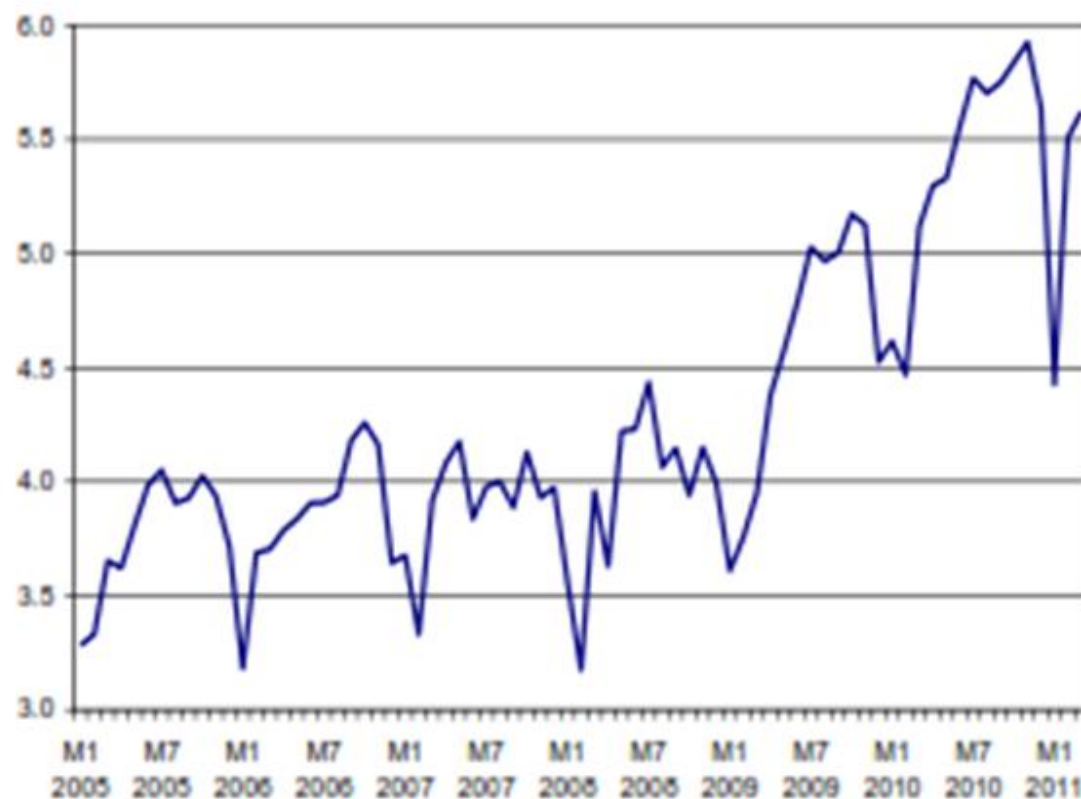
Số nhân tiền ở Việt Nam

Tốc độ tăng trưởng của tiền cơ sở và M2:
tháng 1/2006 - tháng 10/2010 (%)



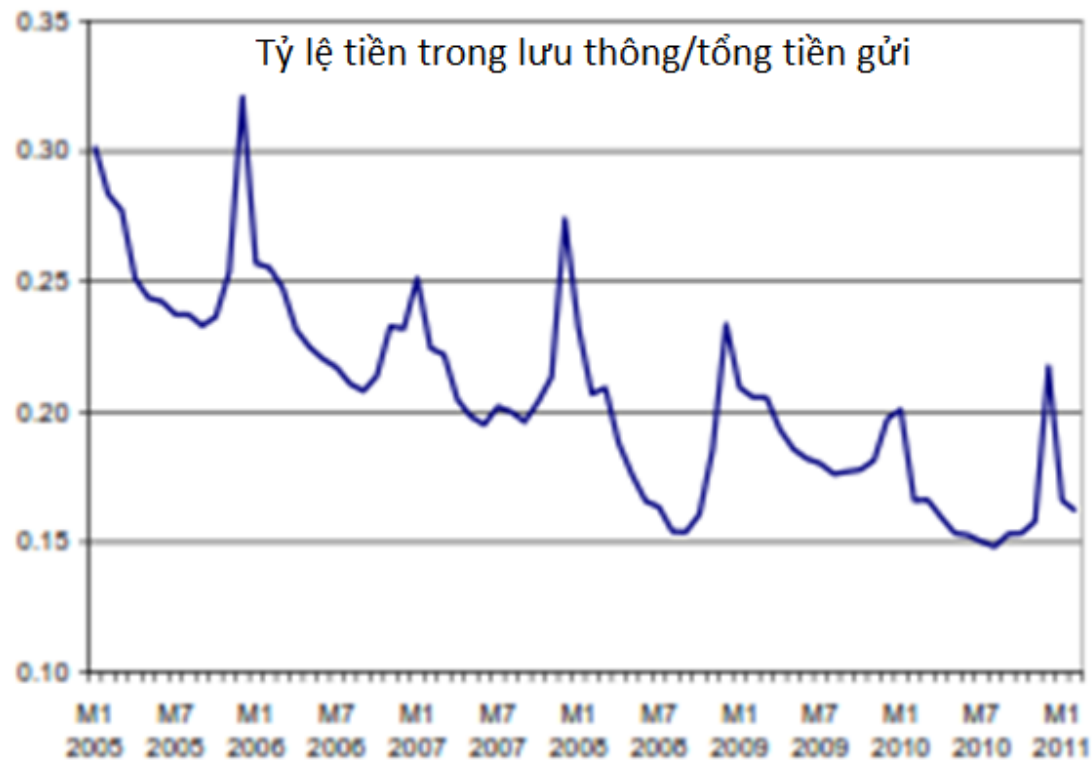
Source: IMF, international Financial Statistics, online

Số nhân tiền:
tháng 1/2005 - tháng 10/2010

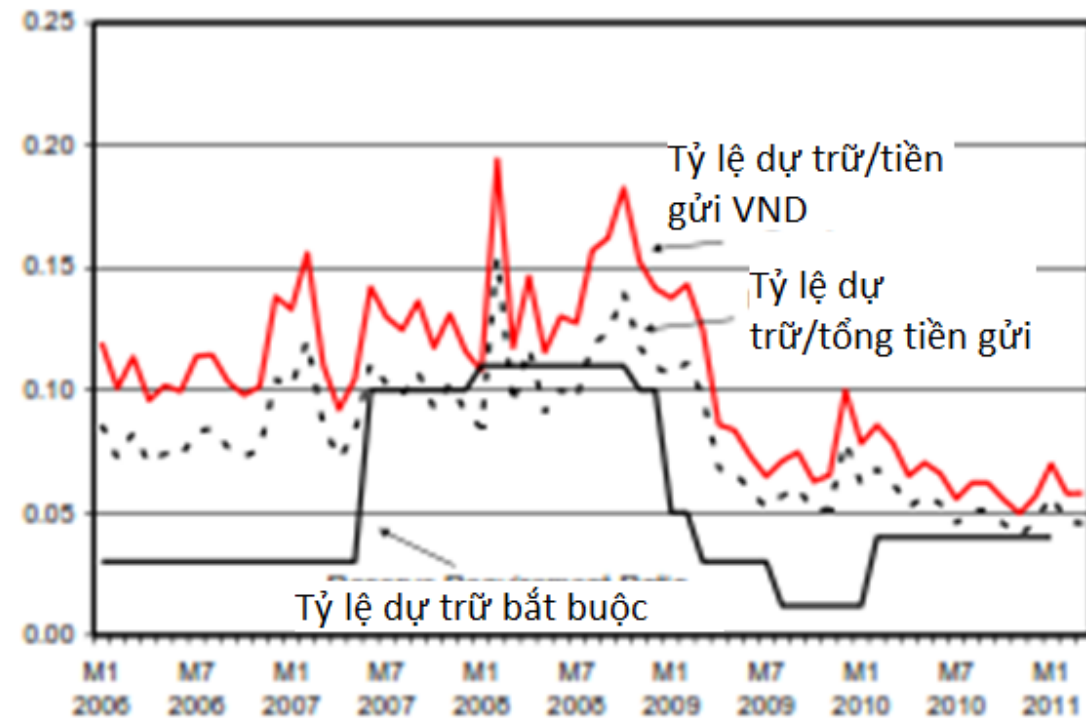


Các yếu tố quyết định của Số nhân tiền ở Việt Nam

Tỷ lệ tiền/tiền gửi:
tháng 1/2005 - 10/2010



Tỷ lệ dự trữ/tiền gửi đồng, tỷ lệ dự
trữ/tổng tiền gửi, tỷ lệ dự trữ bắt buộc



Source: IMF, International Financial Statistics, online; State Bank of Vietnam, online.

Cân bằng thị trường ngoại hối trong chế độ tỷ giá cố định

Nhớ lại điều kiện cân bằng thị trường ngoại hối:

$$\frac{E' - E}{E} = R - R^*$$

Trong đó R và R^* là lãi suất tiền gửi tiết kiệm tương ứng ở trong và ngoài nước. Nếu tỷ giá được cố định tại E^0 thì $E' = E^0$ và vì vậy $(E^0 - E)/E = 0$ và $R = R^*$.

Nếu $R = R^*$, điều kiện cân bằng thị trường tiền tệ là:

$$M^s/P = L(R^*, Y)$$

Hàm ý rằng đối với giá trị P và Y cho trước, cung tiền trong nước hoàn toàn được quyết định bởi lãi suất nước ngoài (R^*).

Điều này có nghĩa là bằng cách cố định tỷ giá, một đất nước từ bỏ khả năng thực thi chính sách tiền tệ độc lập. Tỷ giá cố định chính là một chính sách tiền tệ!

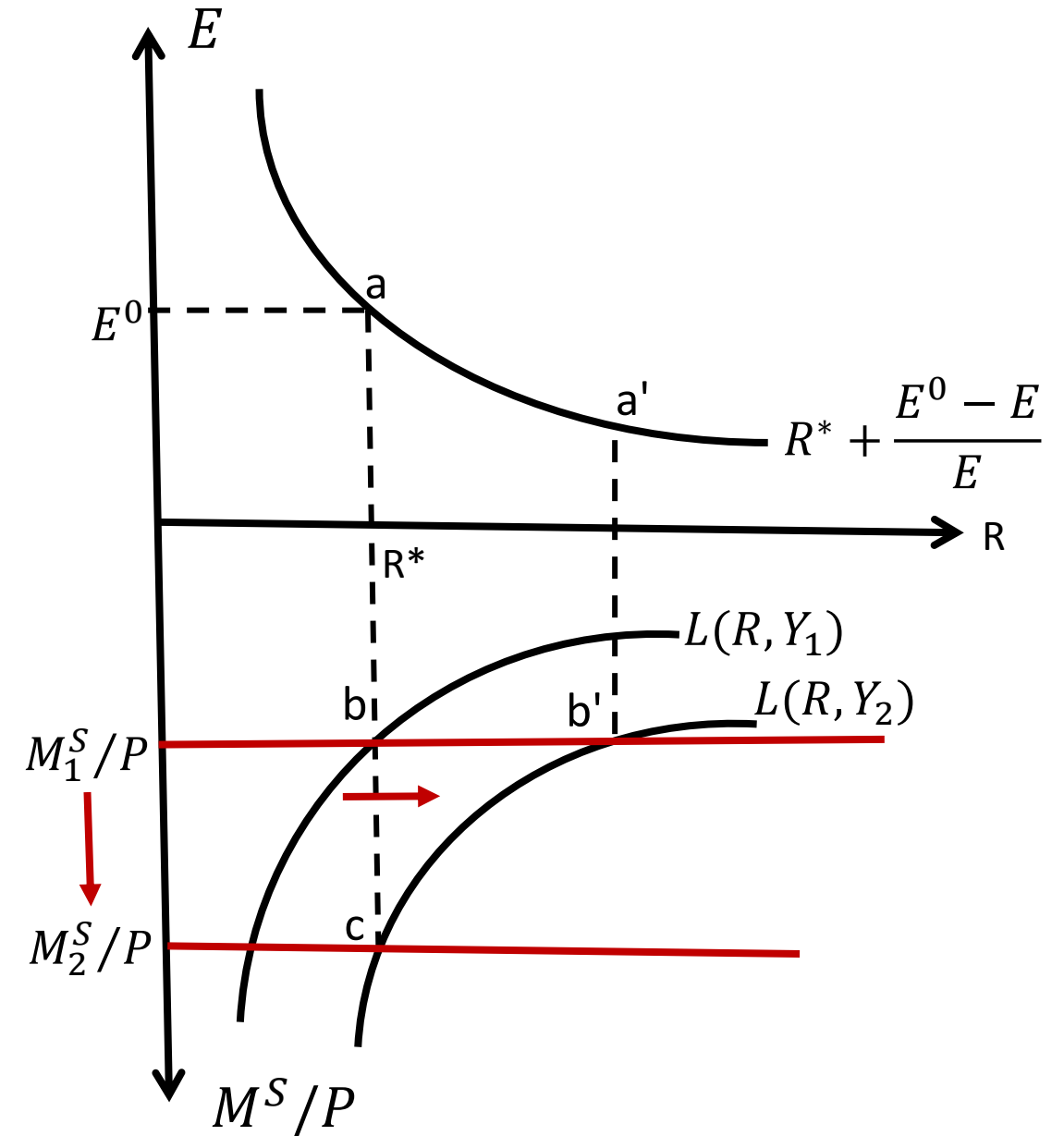
Cân bằng thị trường ngoại hối trong chế độ tỷ giá cố định

Phản ứng với thu nhập gia tăng ($Y \uparrow$)

Nếu thu nhập tăng, cầu tiền gửi tiết kiệm thực tăng, tạo áp lực tăng lãi suất trong nước (R) và tăng giá trị đồng nội tệ ($E \downarrow$).

Ngân hàng trung ương trong trường hợp này phải mua tài sản nước ngoài trên thị trường ngoại hối – trên thực tế là đổi nội tệ lấy ngoại tệ - làm tăng cung nội tệ ($M^S \uparrow$) và giảm lãi suất cho đến khi cân bằng được hồi phục tại tỷ giá cố định (E^0).

Thu nhập gia tăng sẽ gây áp lực làm đồng tiền tăng giá, nhưng thay vì tăng giá, dự trữ ngoại tệ lại tăng.



Cân bằng thị trường ngoại hối trong chế độ tỷ giá cố định

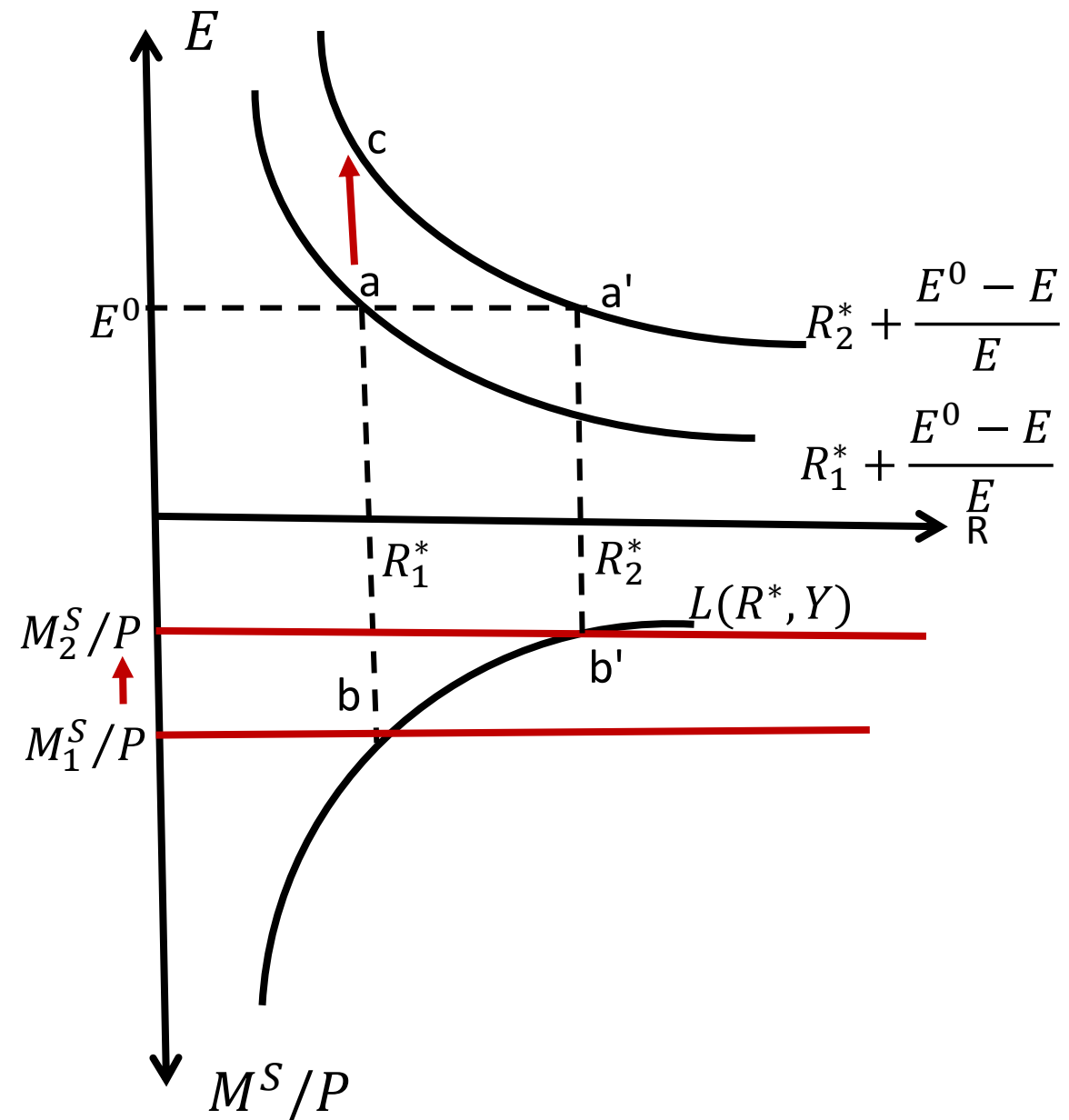
Phản ứng với lãi suất nước ngoài tăng ($R^* \uparrow$)

Lãi suất nước ngoài tăng sẽ làm tăng cầu về ngoại tệ, tạo áp lực làm đồng tiền mất giá.

Nhưng ngân hàng trung ương sẵn sàng bán ngoại tệ để giữ tỷ giá cố định (E^0). Để đáp ứng cầu tăng về ngoại tệ ngân hàng trung ương buộc phải giảm dự trữ ngoại tệ chính thức đang nắm giữ.

Khi dự trữ ngoại tệ của ngân hàng trung ương giảm, cung tiền giảm và lãi suất trong nước tăng lên bằng mức lãi suất nước ngoài cao hơn ($R = R_2^*$).

Lưu ý, cung tiền trong nước bị ảnh hưởng bởi chính sách tiền tệ nước ngoài.

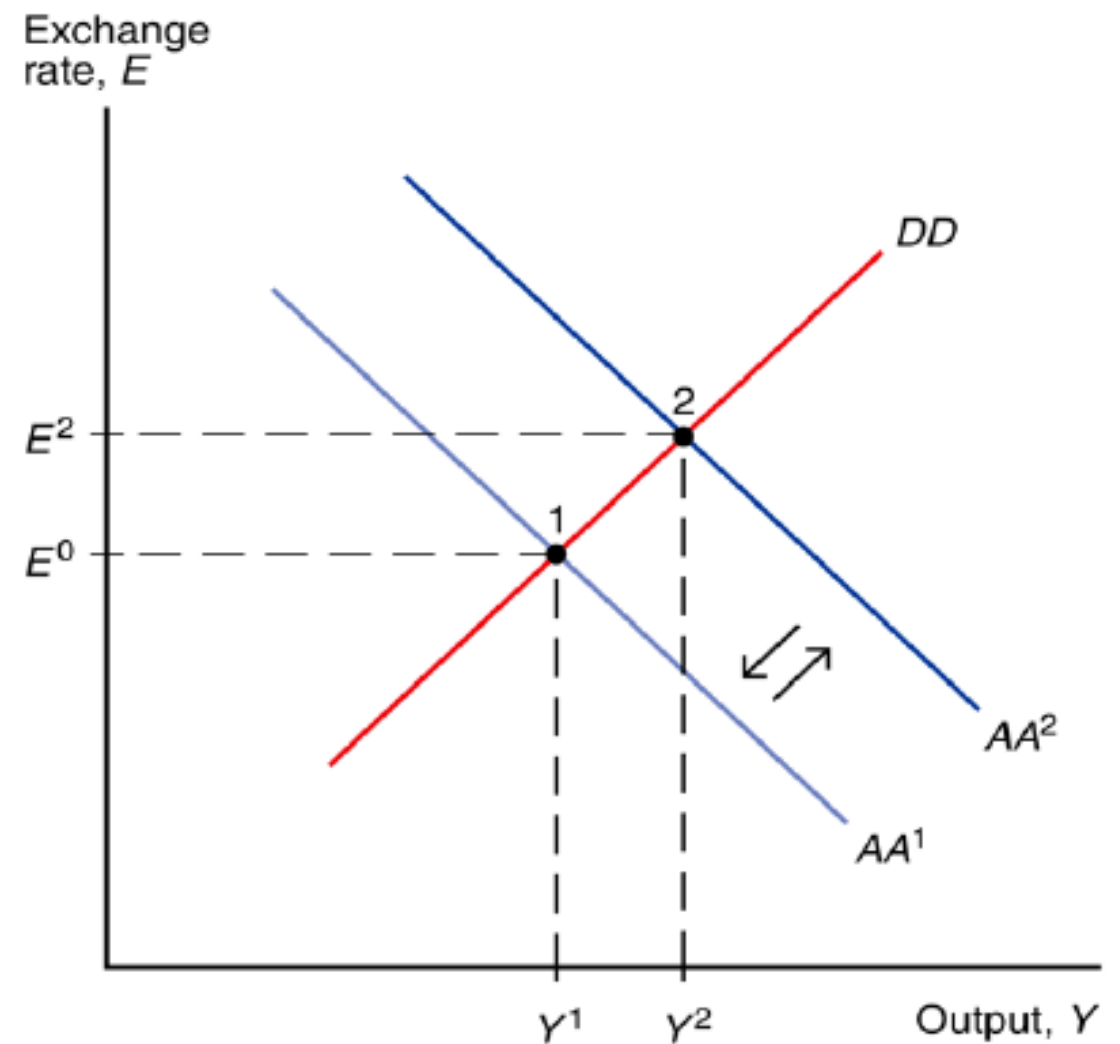


Chính sách tiền tệ không có tác dụng trong chế độ tỷ giá cố định

Giả định chính phủ muốn sử dụng chính sách tiền tệ để kích thích sản lượng và việc làm.

Chúng ta biết rằng mở rộng tiền tệ sẽ làm giảm lãi suất trong nước và giá trị nội tệ (mất giá, tỷ giá tăng).

Trong chính sách tỷ giá cố định, ngân hàng trung ương buộc phải ngăn chặn đồng tiền mất giá bằng cách bán ngoại tệ từ dự trữ ngoại hối, làm giảm cung tiền và đẩy lãi suất cũng như giá trị nội tệ tăng lên trở lại. Do đó chính sách kích thích tiền tệ bị vô hiệu hóa bởi chính sách tỷ giá cố định.

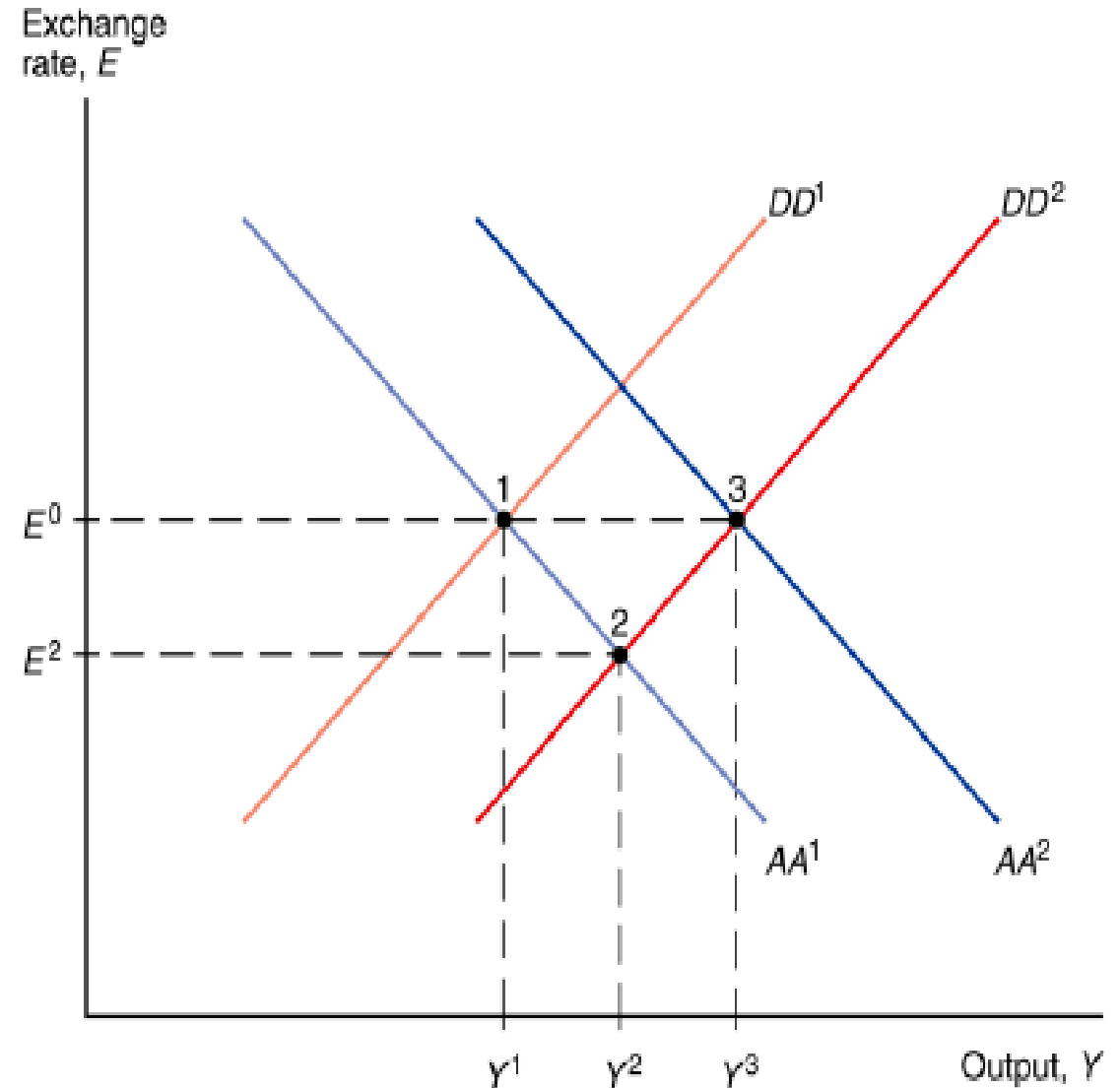


Tác dụng của chính sách tài khóa trong chế độ tỷ giá cố định

Trong khi chính sách tiền tệ bị vô hiệu trong chế độ tỷ giá cố định, chính sách tài khóa lại có tác dụng kép.

Như minh họa, chi tiêu chính phủ tăng trong chế độ tỷ giá thả nổi sẽ làm tăng thu nhập từ Y^1 lên Y^2 , nhưng trong chế độ tỷ giá cố định sẽ làm tăng thu nhập lên Y^3 .

Tác động kích thích tăng thêm trong chế độ tỷ giá cố định xuất phát từ sự mở rộng tiền tệ do ngân hàng trung ương can thiệp trên thị trường ngoại hối, đổi nội tệ lấy ngoại tệ để tránh tăng giá tiền, điều sẽ xảy ra nếu ngân hàng trung ương không can thiệp.

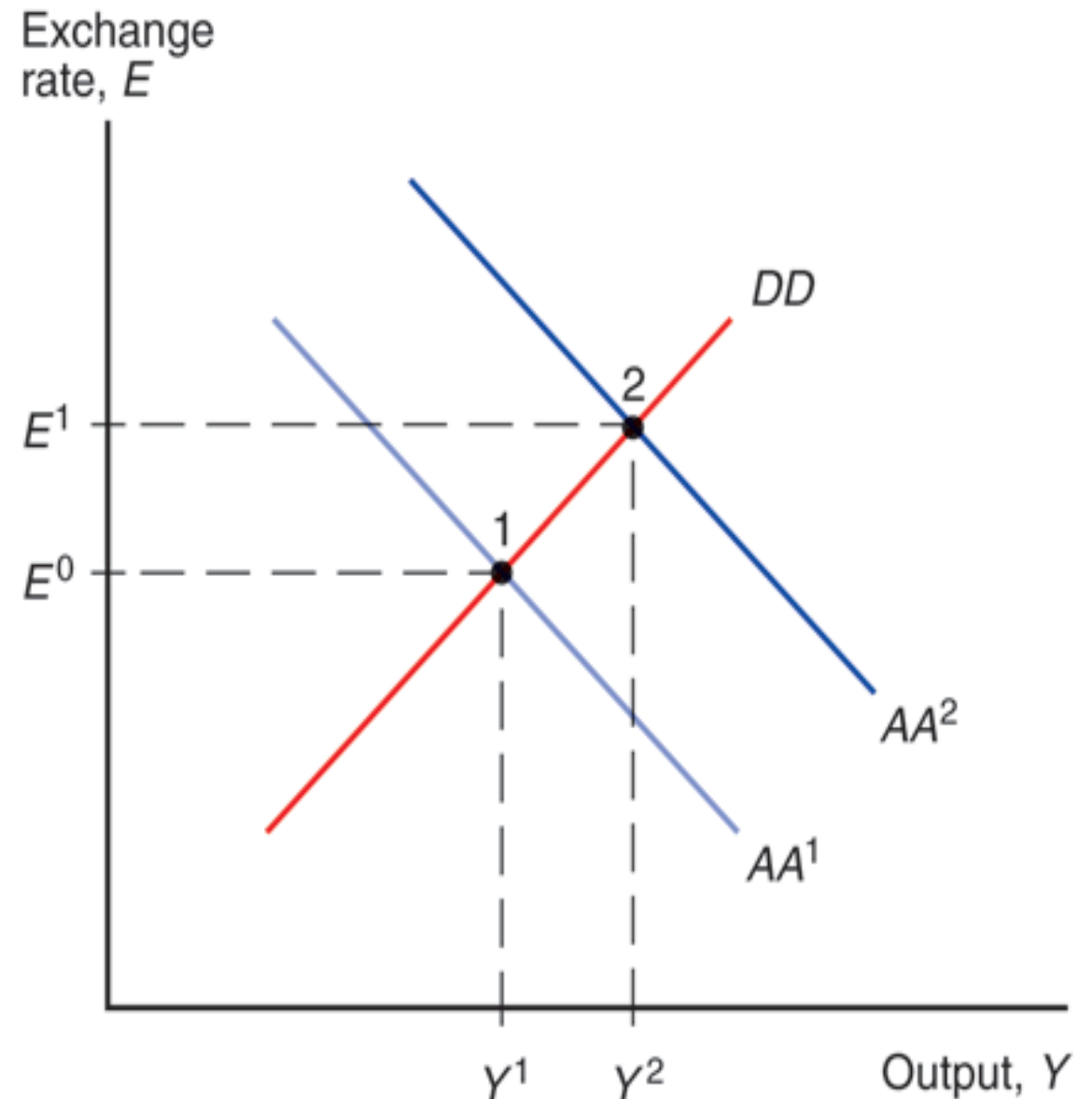


Phá giá và tăng giá

Một quốc gia áp dụng tỷ giá cố định có thể muốn thay đổi giá trị của tỷ giá cố định hiện hành. Khi ngân hàng trung ương tăng (giảm) giá của ngoại tệ, họ đang PHÁ GIÁ (TĂNG GIÁ) đồng nội tệ.

Để phá giá nội tệ, ngân hàng trung ương mua tài sản nước ngoài, từ đó tăng cung tiền trong nước và hạ lãi suất. Kết quả của lãi suất hạ là đồng tiền bị phá giá (E tăng).

Tác động của phá giá là làm cho hàng hóa trong nước trở nên cạnh tranh hơn về giá, dẫn tới sản lượng cao hơn, đồng thời tăng trữ lượng dự trữ ngoại tệ của quốc gia.



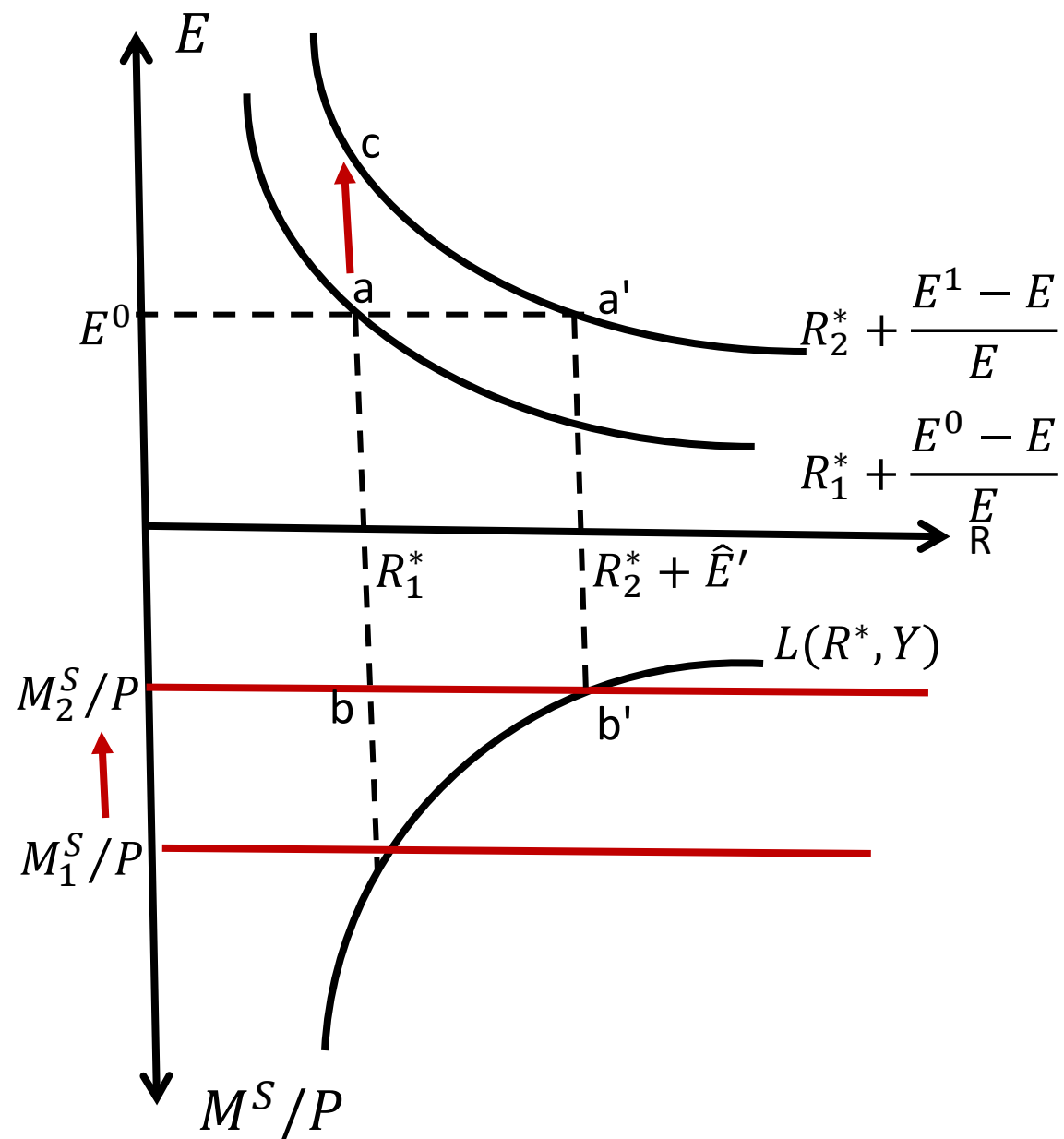
Cân bằng thị trường ngoại hối trong chế độ tỷ giá cố định

Tác động của việc mất niềm tin vào khả năng của ngân hàng trung ương có thể bảo vệ tỷ giá cố định.

Khi thị trường nghi ngờ về khả năng và/hoặc mong muốn của ngân hàng trung ương có thể bảo vệ tỷ giá, thường là cuộc chơi đã kết thúc—sẽ kéo theo cuộc đua ngoại tệ.

Thay đổi về tỷ giá kỳ vọng sẽ tạo áp lực lên ngân hàng trung ương phải bán mạnh dự trữ ngoại hối, điều làm cho niềm tin của thị trường vào ngân hàng trung ương càng giảm sút.

Biện pháp thu hẹp tiền tệ cần thiết để bảo vệ đồng tiền sẽ tạo ra áp lực chính trị cũng như kinh tế, làm cho xói mòn niềm tin của thị trường vào chính sách tỷ giá cố định.



Ba thể hệ Khủng hoảng tiền tệ

Mô hình khủng hoảng tiền tệ thể hệ đầu tiên (Krugman, 1979)

Khi ngân hàng trung ương cố gắng cố định tỷ giá bên dưới giá cân bằng của thị trường bằng cách bán dự trữ ngoại hối, mức dự trữ ngoại hối cuối cùng sẽ giảm sút tới mức sẽ tạo ra một cú tấn công đầu cơ dẫn đến một chính sách thắt chặt tiền tệ ồ ạt (massive monetary contraction), làm tăng vọt lãi suất và suy giảm sản lượng cũng như việc làm.

Không nhiều ví dụ hay.

Mô hình khủng hoảng tiền tệ thể hệ hai (Obstfeld, 1994)

Đôi khi một cuộc khủng hoảng bùng phát, không phải từ dự trữ suy giảm mà là khi chính phủ thấy rằng cam kết cố định tỷ giá can thiệp vào những mục tiêu trong nước khác (v.d. trạng thái toàn dụng việc làm). Khi các nhà đầu cơ nhận ra sự thiếu nhất quán giữa chế độ tỷ giá cố định và các mục tiêu chính sách khác, họ có thể tấn công đồng tiền, đẩy lãi suất (R) lên và buộc chính phủ phải từ bỏ chế độ neo đồng tiền.

Ví dụ hay nhất là cuộc khủng hoảng hệ thống tiền tệ châu Âu năm 1992

Ba thể hệ mô hình khủng hoảng

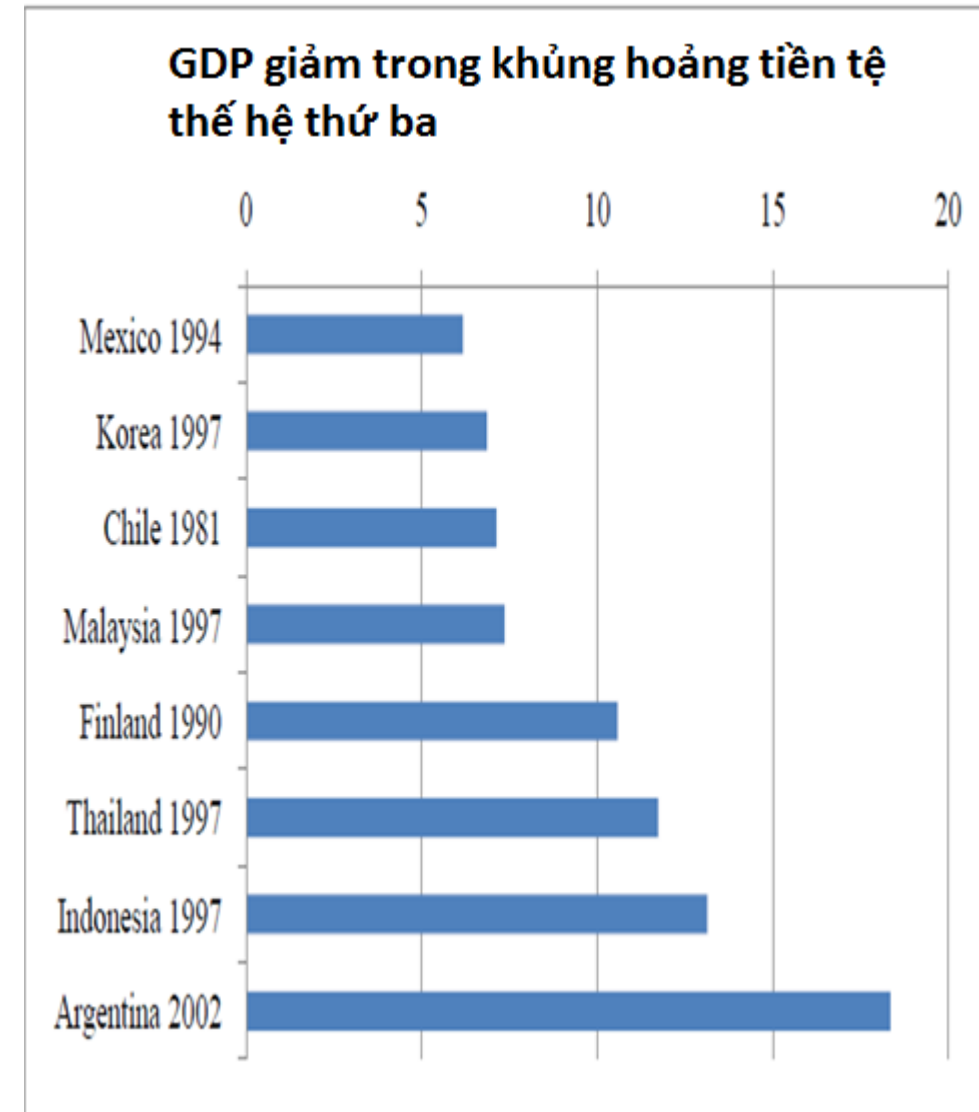
Mô hình khủng hoảng tiền tệ thể hệ ba

Các mô hình này được xuất phát từ cuộc khủng hoảng Mexico (1994), khủng hoảng châu Á (1997) và khủng hoảng Argentina (2002).

Vấn đề thường bắt đầu với tình hình bong bóng tài chính vốn được tài trợ bởi dòng vốn vào từ nước ngoài. Cuối cùng có một cuộc tấn công tiền tệ và tạo ra phá giá quy mô lớn.

Những mô hình này nhấn mạnh tác động của phá giá lên bảng cân đối kế toán của ngân hàng và doanh nghiệp mà đang nắm giữ một trữ lượng nợ nước ngoài lớn. Sự suy giảm trong tài sản ròng của doanh nghiệp và đặc biệt của ngân hàng, sẽ dẫn đến suy giảm ồ ạt tín dụng và giảm đầu tư, sản lượng cũng như việc làm, làm chậm ngòi cho những đợt phá giá khác.

Tác động của khủng hoảng thể hệ ba thường rất lớn.



Vietnam, 2008????

Khủng hoảng vĩ mô: Khủng hoảng và Cải cách

Các cuộc khủng hoảng kinh tế có tạo ra cải cách kinh tế?

Nghiên cứu của tôi về *Khủng hoảng kinh tế vĩ mô và Tăng trưởng dài hạn ở Thổ Nhĩ Kỳ (Macroeconomic Crises and Long-term Growth in Turkey)* (World Bank, 1993) cho thấy là có. Một số cuộc khủng hoảng kinh tế vĩ mô nghiêm trọng bùng nổ vào cuối mỗi thập kỷ (1959, 1969, 1979), thường dẫn đến đảo chính, một gói chính sách cải cách mới và sau một hai năm chính quyền dân sự dân chủ quay trở lại, rồi thì...

Drazen và Easterly (2001) tìm thấy bằng chứng, dựa trên dữ liệu của 156 quốc gia trong giai đoạn hơn 45 năm, rằng các cuộc khủng hoảng tạo ra cải cách khi lạm phát và lợi nhuận từ tỷ giá ở thị trường chợ đen là cực kỳ cao. Họ không tìm thấy bằng chứng rằng lạm phát, lợi nhuận ở thị trường chợ đen ở mức trung bình, thâm hụt tài khoản vãng lai lớn, thâm hụt ngân sách lớn hay tăng trưởng âm sẽ tạo ra cải cách.

Tại sao không? Vì khi các điều kiện xấu ở mức trung bình, các nước sẽ nhận được ODA cứu trợ, tuy nhiên khi các nước này rơi vào tình trạng quá xấu họ bị cắt nguồn ODA và buộc phải tiến hành cải cách.

Công cuộc Đổi Mới được thúc đẩy bởi khủng hoảng kinh tế hay chính trị?

Các cuộc cải cách của Đặng Tiểu Bình vào đầu thập kỷ 1980 và 1990 có do khủng hoảng thúc đẩy không?

Bộ ba Bất khả thi về Chính sách

Lý thuyết bên trên cho thấy :

1. Trong chế độ tỷ giá thả nổi, chính sách tiền tệ rất mạnh, nhưng chính sách tài khóa lại yếu vì hiệu ứng chèn lấn.
2. Trong chế độ tỷ giá cố định, chính sách tài khóa đặc biệt mạnh mẽ, nhưng chính sách tiền tệ lại không có tác dụng.

Những điều này đưa đến Bộ ba Bất khả thi về chính sách. Nếu mong muốn hội nhập kinh tế quốc tế, thì một quốc gia buộc phải chọn một trong hai :

1. Cố định tỷ giá và từ bỏ một chính sách tiền tệ độc lập.
2. Thả nổi tỷ giá và duy trì chính sách tiền tệ phục vụ mục tiêu chính sách trong nước.

Thương mại và lưu chuyển vốn tự do

