

XU HƯỚNG LỰA CHỌN CƠ CHẾ TỶ GIÁ HỒI ĐOÁI HIỆN ĐI VỀ ĐÂU?

Tỷ giá hối đoái đóng vai trò quan trọng đối với nền kinh tế vĩ mô, nhất là các nền kinh tế mở. Hai hoạt động liên quan đến kinh tế quốc tế của một quốc gia với phần còn lại của thế giới mà tỷ giá hối đoái có quan hệ mật thiết đó là *giao dịch hàng hóa và dịch vụ* và *giao dịch vốn và tài chính*. Do vậy, câu hỏi đặt ra là cơ chế tỷ giá nào (cố định, thả nổi hay trung gian) sẽ có lợi hơn và giúp tránh các biến động kinh tế hơn cho các nền kinh tế thị trường mới nổi và đang phát triển, trong đó có Việt Nam chúng ta? Bài thảo luận này nhằm hướng đến một cách nhìn khái quát về hệ thống tiền tệ quốc tế và xu hướng lựa chọn cơ chế tỷ giá hối đoái hiện nay.

Ba cơ chế tỷ giá hối đoái mà hệ thống tiền tệ thế giới đã đi qua

Kể từ năm 1817 đến nay, hệ thống tiền tệ thế giới đã trải qua 3 giai đoạn khác nhau. Đầu tiên là thời kỳ Bản vị Vàng (1817-1933), tiếp đến là cơ chế tỷ giá hối đoái cố định theo Hiệp định Bretton Woods (1944-1973), và cuối cùng là cơ chế Hậu Bretton Woods mang tên Phi Hệ thống (từ 1973 đến nay).

Trong hệ thống Bản vị Vàng (The Gold Standard, 1817-1933), tỷ giá hối đoái cố định gắn với vàng theo đó tiền được chuyển đổi thành vàng và ngược lại. Cung tiền phải được duy trì cố định

theo lượng dự trữ vàng trong nước hay một loại ngoại tệ mạnh gắn với giá trị vàng của các ngân hàng trung ương. Do vậy, tỷ giá hối đoái được xác định bằng giá trị tính theo vàng của đồng tiền của hai nước đó. Thương mại chủ yếu sử dụng vàng và cán cân thanh toán giữa các quốc gia được điều chỉnh theo một cơ chế đặc thù mang tính tự cân bằng. Ví dụ, Anh và Hoa Kỳ giao thương thương mại với nhau và hàng hóa Hoa Kỳ rẻ hơn của Anh, Hoa Kỳ sẽ có thặng dư thương mại; vàng sẽ chảy từ Anh sang Hoa Kỳ làm tăng cung tiền của Hoa Kỳ và kéo theo mức giá ở Hoa Kỳ tăng lên - sức cạnh tranh về giá hàng hóa Hoa Kỳ dần giảm xuống; cơ chế này tiếp tục diễn ra cho đến khi giá cả trở nên ngang nhau giữa hai nước. Tuy nhiên, để giảm dòng vàng chảy ra bên ngoài, những quốc gia bị thâm hụt thương mại sẽ phải tăng lãi suất để giảm chi tiêu; dòng vàng chảy ra cũng có nghĩa là cung tiền giảm xuống, lạm phát giảm theo – chính sách tiền tệ bị động và đi kèm là cú sốc kinh tế thực lớn, tổng cầu giảm và cán cân thương mại dần hồi phục. Hoa Kỳ và Anh đã từng áp dụng hệ thống này từ đầu thế kỷ thứ 18; theo đó, Hoa Kỳ ấn định giá vàng ở mức 20,67 đô la/ounce từ 1834 đến 1933. Thương mại thế giới dùng vàng từ năm 1888 đến 1914 – đây còn được coi là thời kỳ vàng son của cơ chế Bản vị Vàng - một dạng của hệ thống tỷ giá hối đoái cố định, vốn và lao động lưu chuyển tự do.

Hệ thống Bretton Woods (1944-1973) được triển khai sau khi Chiến tranh thế giới thứ hai kết thúc, với nỗ lực tái thiết kinh tế trên cơ sở hồi phục một hệ thống tỷ giá hối đoái ổn định và hướng đến phát triển hệ thống thương mại toàn cầu. Tuy nhiên, do vàng không còn phân phối đều ở các quốc gia mà tập trung chủ yếu vào Hoa Kỳ, Pháp, Liên Xô và Nam Phi. Hoa Kỳ gần

như nắm giữ toàn bộ trữ lượng vàng không lồ của thế giới và không bị tàn phá bởi chiến tranh. Các nước thành viên thống nhất thực hiện một cơ chế tỷ giá cố định hai tầng nấc (two-tier system), theo đó, Hoa Kỳ gắn cố định đô la theo vàng (với mức 35 đô la/ounce) và các nước còn lại gắn đồng tiền của mình theo đô la - tỷ giá hối cố định từ đây mà ra. Nếu thâm hụt thương mại của các nước thành viên có nguyên nhân từ tỷ giá quy ước này thì sẽ được xem xét và tài trợ ngắn hạn các khoản thâm hụt cán cân thanh toán bởi Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) - một tổ chức được thành lập song hành. Tuy nhiên, cuối cùng thì cơ chế này cũng sụp đổ do Hoa Kỳ rơi vào tình trạng thâm hụt thương mại lớn và lạm phát cao vào đầu những năm 1970. Trục trặc này tự động lan sang các nước thành viên theo cam kết của cơ chế tỷ giá hối cố định với đô la. Hoa Kỳ phá giá đồng đô la năm 1971 so với Mark Đức và Yên Nhật, đô la Hoa Kỳ không còn giữ vai trò neo của hệ thống. Đến năm 1973, cơ chế này hoàn toàn sụp đổ và tỷ giá giữa nhiều đồng tiền hầu như thả nổi.

Cơ chế Phi Hệ thống (Non-System) từ 1973 đến nay. Có nghĩa là hệ thống tiền tệ mà chúng ta đang giao dịch có đặc tính rất khác với hai hệ thống trước đó, bên cạnh việc các quốc gia có thể tiếp cận nguồn quỹ của Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) thì lưu chuyển vốn quốc tế có chiều hướng tăng lên rất nhanh, tỷ giá theo hướng linh hoạt và các ngân hàng trung ương được phép can thiệp vào thị trường ngoại hối, đa dạng hóa tài sản dự trữ quốc tế (không chỉ có vàng và USD), các nước không xuất khẩu dầu và các nước kém phát triển được phép tiếp cận những nguồn quỹ của IMF và các tổ chức tài chính quốc tế; và có nhiều hệ thống tỷ giá hối đoái song hành (thả nổi tự do, thả nổi có quản lý, cố định, và đô la hóa từng phần hay hoàn toàn). Đáng chú ý

là nỗ lực hình thành hệ thống tiền tệ châu Âu (EMS) sau khi cơ chế tỷ giá hối đoái cố định theo Hiệp định Bretton Woods sụp đổ, các nước thành viên duy trì tỷ giá giữa các đồng tiền với biên độ hẹp và cùng thả nổi với các đồng tiền khác ngoài hệ thống nhằm thiết lập hệ thống tiền tệ ổn định của khu vực này, hình thành chính sách tỷ giá hối đoái với các nước ngoài hệ thống và chuẩn bị cho Liên minh Tiền tệ châu Âu (EMU). Thực tế cho thấy đã nảy sinh nhiều vấn đề trong giai đoạn này, khủng hoảng 1992 xảy ra và cuối cùng thì đồng Euro ra đời vào ngày 1/1/1999 nhưng vẫn còn rất nhiều vấn đề về cơ chế vận hành và tương lai của một đồng tiền thống nhất của một nền kinh tế chung đa dạng và phức tạp tiếp diễn mà chúng ta có thể quan sát thấy vừa qua.

Thách thức của dòng vốn và bộ ba bất khả thi

Dù cho thế giới ngày nay đang xuất hiện những lựa chọn tách ra khỏi cuộc chơi của “Toàn cầu hóa và hội nhập” như Brexit ở Anh hay chính sách hạn chế thương mại của Donald Trump ở Hoa Kỳ, thì chúng ta cũng thấy rất rõ xu hướng hội nhập thương mại và tài chính ngày càng mạnh mẽ hơn đi cùng với những cam kết như giảm hàng rào thuế quan, không hạn chế nhập khẩu, đối xử công bằng và vốn di chuyển tự do đã và đang chi phối đến chiến lược kinh tế của từng quốc gia trong nhiều thập niên qua. Để vốn có thể di chuyển tự do giữa các nước, đòi hỏi đồng tiền quốc gia đó phải có khả năng chuyển đổi dưới ba cấp độ từ thấp đến cao, tùy vào độ mở của từng quốc gia, bao gồm đồng tiền có khả năng chuyển đổi cho mục tiêu thương mại, chuyển đổi cho đầu tư dài hạn và cuối cùng là chuyển đổi cho đầu tư tài chính.

Chính vì thế, sức ép của “Bộ ba bất khả thi”¹ ngày càng mạnh hơn và trở thành thách thức thật sự đối với việc điều hành chính sách kinh tế vĩ mô. Do vậy, vấn đề trung tâm hiện nay với nhiều quốc gia là làm thế nào để có thể dung hòa giữa vốn di chuyển tự do và tỷ giá hối đoái ổn định trong khi ngân hàng trung ương vẫn có thể điều hành chủ động chính sách tiền tệ của mình.

Thông thường, đối với tỷ giá hối đoái, chúng ta hay nghe nói đến ba cơ chế chủ yếu, đó là thả nổi, trung gian và cố định, nhưng thực chất có đến chín cơ chế tỷ giá hối đoái được xếp thành ba nhóm. Ở nhóm thả nổi (flexible corner) có thả nổi hoàn toàn (free float) và thả nổi có quản lý (managed float); nhóm trung gian (intermediate regimes) bao gồm vùng hay biên độ mục tiêu (target zone/band), neo vào một rổ tiền tệ (basket peg), neo có điều chỉnh dần theo biên độ (crawling peg), và neo có điều chỉnh hạn chế và định kỳ (adjustable peg); và nhóm cố định (fixed corner) với hội đồng tiền tệ (currency board), đô la hóa (dollarization) và liên minh tiền tệ (monetary union). Mỗi cơ chế đều có những ưu và nhược điểm khác nhau.

Với diễn cảnh của cuộc khủng hoảng cơ chế tỷ giá châu Âu 1992-1993, Eichengreen (1994) đã đưa ra khái niệm về “giả thuyết góc” (corners hypothesis) cho rằng các quốc gia đang di chuyển hay nên di chuyển đến góc này hay góc kia của các cơ chế tỷ giá hối đoái – có nghĩa là: hoặc là linh hoạt hoàn toàn, hoặc là cam kết gắn với tỷ giá cố định dưới dạng hội đồng tiền tệ (hay còn gọi là cố định cứng (hard peg). Theo giả thuyết này thì

¹ Bộ ba bất khả bao gồm: (1) Vốn di chuyển tự do; (2) Tỷ giá hối đoái ổn định hay cố định; và (3) Chính sách tiền tệ độc lập.

bất kỳ cơ chế nào ở giữa hai thái cực tỷ giá thả nổi và cố định - tức các cơ chế trung gian - không còn khả thi nữa. Vì sao vậy?

Bằng chứng thực tế cho thấy cơ chế tỷ giá hối đoái châu Âu trước giai đoạn 1992-1993 chỉ cho phép tỷ giá các đồng tiền của các nước thành viên biến động với một biên độ hẹp, nhưng cuối cùng thì các nước thành viên đều buộc phải phá giá hay rơi ra ngoài biên độ biến thiên quy ước.

Sau cuộc các cuộc khủng hoảng Mexico (1994), châu Á (1997-1998), Brazil (1998), Nga (1998), giả thuyết góc này lại được chứng minh và áp dụng ở các nước thị trường mới nổi với nỗ lực nhằm tái thiết hệ thống tài chính và tối thiểu hóa tần suất cũng như tính nghiêm trọng của các cuộc khủng hoảng tương lai có thể xảy ra, lời tuyên bố “cố định hay thả nổi” đã nhanh chóng trở thành một xu hướng lựa chọn thông thái của tỷ giá hối đoái. Nghiên cứu của Eichengreen và Razo-Garcia đã đưa ra một số bằng chứng thực tiễn về sự giảm sút của các cơ chế tỷ giá hối đoái trung gian và cơ chế này gần như không được áp dụng ở các nước phát triển (Hoa Kỳ và Nhật - thả nổi, và khu vực Euro – liên minh tiền tệ); cơ chế tỷ giá cố định có điều chỉnh hay cố định mềm được cho là nguyên nhân gia tăng vay ngoại tệ từ bên ngoài rồi cho vay lại trong nước, làm cho những người đi vay mất khả năng trả nợ một khi cơ chế tỷ giá hối đoái cố định và hệ thống sụp đổ.

Thực tế đáng lưu ý là một số nước sau khi từ bỏ cơ chế tỷ giá trung gian đã chuyển sang thả nổi chứ không chọn cố định. Một mặt, tỷ giá cố định được xem là dễ bị tấn công đầu cơ đối với những nước có lạm phát cao hơn các nước bạn hàng và thế giới, thâm hụt cán cân thương mại lớn và kéo dài, ngang bằng sức

mua bị bóp méo, hay vì một lý do nào đó của vấn đề đa mục tiêu làm cho các nhà đầu cơ tin rằng chính phủ các nước này không sẵn lòng bảo vệ tỷ giá mà chuyển sang theo đuổi mục tiêu phục hồi tăng trưởng và việc làm chẳng hạn (trường hợp của Anh và Thụy Điển đầu những năm 1990). Mặt khác, xu hướng mở cửa tài khoản vốn và tài chính đi kèm với cơ chế tỷ giá hối đoái cố định là không phù hợp. Sụp đổ Ủy ban Tiền tệ và khủng hoảng ở Argentina năm 2001 là một bằng chứng. Cơ chế Ủy ban Tiền tệ vào những năm 1990 nhưng ngân sách chính phủ bị thâm hụt đòi hỏi các quốc gia phải tìm nguồn tài trợ từ bên ngoài, trái phiếu phát hành cả trong nước (các ngân hàng thương mại là đối tượng mua) và ngoài nước, trực trặc vĩ mô xuất hiện, giá trị trái phiếu giảm, khả năng vỡ nợ tăng, hệ thống ngân hàng sụp đổ kéo theo là một kết cục.

Nhưng nếu như chọn thả nổi tỷ giá thì lại đối mặt với nỗi lo sợ khủng hoảng vì mở cửa tài khoản vốn và tài chính làm cho cung và cầu trên thị trường ngoại hối liên tục biến động. Trái lại, chọn thả nổi kết hợp với kiểm soát vốn cũng có vấn đề. Ở nhiều nước đang phát triển và thị trường mới nổi, rủi ro tỷ giá và vỡ nợ luôn gia tăng đi kèm với những điều kiện yếu kém trong nước như thị trường quyền chọn và hợp đồng tương lai kém phát triển, các doanh nghiệp không thể tự bảo hiểm rủi ro tỷ giá, chưa kể tình trạng bảo lãnh và tiếp cận vay bằng ngoại tệ của ngân hàng và các công ty trong nước gia tăng do kiểm soát vốn tạo nên. Bên cạnh đó, việc hình thành một hệ thống ngân hàng vững mạnh, thị trường tài chính nội địa có tính thanh khoản, và một hệ thống quản trị vững mạnh phải mất rất nhiều thời gian. Vấn đề thả nổi dường như không là một lựa chọn dễ dàng. Các nhà kinh tế Calvo và Reinhart gọi hiện tượng này là “nỗi sợ hãi của thả nổi.”

Cố định không ổn, thả nổi không xong. Thực tế thì nhiều nước vẫn theo cơ chế tỷ giá hối đoái trung gian dù cho về pháp lý có tuyên bố gì đi nữa. Calvo và Reinhart (2002) không ủng hộ quan điểm “giả thuyết góc”. Các tác giả này cho rằng lựa chọn cơ chế tỷ giá không quan trọng bằng sự ổn định và phát triển của các định chế tài khóa và tiền tệ, hàm ý nếu các định chế này tốt, kinh tế vĩ mô ổn định, hệ thống tài chính vững mạnh tự thân đã bình ổn tỷ giá hối đoái. Thực tế là ở các nước đang phát triển và thị trường mới nổi, hộ gia đình và doanh nghiệp luôn có xu hướng lo sợ nội tệ mất giá và thay đổi ngoài dự kiến nên có xu hướng đô la hóa mạnh; trong khi ngân hàng nhận gửi và cho vay ngoại tệ có thể gây ra tình trạng mất cân xứng tiền tệ (currency mismatch); chính phủ thường phá giá nên hiệu ứng bảng cân đối là thường xuyên xảy ra; đây cũng là lý do vì sao ở các nước này thỉnh thoảng chúng ta lại nghe thông tin hiện tượng ô ạt rút tiền ở các ngân hàng (bank runs) cả nội và ngoại tệ để chuyển sang ngoại tệ.

Ngoài ra, nhiều cuộc khủng hoảng xảy ra gần đây cho thấy các nước đang phát triển và thị trường mới nổi còn đối mặt với hiện tượng “dừng đột ngột²” (sudden stop) và “tháo chạy vốn³” (capital flight) do sự yếu kém của các định chế tài khóa và tiền tệ tạo ra nỗi sợ phá giá khiến dòng vốn chạy ra khỏi quốc gia đột ngột và lưu lượng lớn gây ra những thảm họa cho hệ thống tài chính và ngân hàng đồng thời đẩy ngân sách chính phủ thâm hụt

² Chủ yếu xuất phát từ các biến động bên ngoài, như khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008 chẳng hạn, vốn vào dừng đột ngột và thậm chí còn đi ra nhanh chóng.

³ Hiện tượng lo sợ nội tệ mất giá, các nhà đầu tư bán tháo tài sản, chuyển sang ngoại tệ và tháo chạy dòng tiền ra khỏi quốc gia đến bất kỳ nơi đâu được cho là an toàn hơn.

lớn. Hiệu ứng kỳ vọng mất giá tiền tệ xoay vòng, nỗi lo và kỳ vọng phá giá đẩy nền kinh tế đến phá giá thật⁴. Chúng ta đều có thể nhận ra rằng lợi ích của việc thả nổi tỷ giá kết hợp với cho phép vốn di chuyển tự do là có một chính sách tiền tệ độc lập. Tuy nhiên, nếu hệ thống tài chính và tiền tệ không tạo được niềm tin mạnh mẽ và không tạo sự tin cậy cao (như nợ xấu lớn, tuyên bố và cam kết luôn không như sự thực...) thì bản thân hệ thống đã tự mình không có chính sách tiền tệ độc lập rồi. Chính vì vậy, không phải là nỗi lo thả nổi hay thả nổi tạo ra trục trặc mà là do sự yếu kém của hệ thống nên các nước này đã không thể thả nổi tỷ giá ngay từ đầu.

Cơ chế tỷ giá hối đoái nào là phù hợp?

Thay lời kết, tôi xin trích ba quan điểm có ý nghĩa để trả lời câu hỏi của tựa bài viết này. Đầu tiên là bài viết của Jonathan Pincus⁵, nguyên là chuyên gia kinh tế trưởng UNDP Việt Nam, đúc kết rằng “Một giải pháp toàn năng (‘One Size Fits All’) không thể áp dụng đối với các cơ chế tỷ giá. Chúng ta cần phải hiểu rất rõ điểm mạnh của các định chế quốc gia, năng lực của chính phủ trong việc tuân thủ những ràng buộc ngân sách cứng (hard budget constraints), và mức độ tiếp cận với sự dịch chuyển của các dòng vốn quốc tế (kể cả khi có hay không có thị trường vốn mở cửa đầy đủ). Các nước cần phải tập trung vào việc quản

⁴ Khi trường hợp này xảy ra, kinh nghiệm cho thấy chính phủ các quốc gia thường phản ứng theo một trật tự khá giống nhau. Đầu tiên là trấn an và cam kết duy trì ổn định tỷ giá. Tiếp đến là bán ra dự trữ để bình ổn. Nếu sức cầu ngoại tệ quá lớn, việc điều chỉnh nhẹ tỷ giá sẽ xuất hiện. Cuối cùng, nếu dự trữ yếu và các điều kiện kinh tế vĩ mô yếu sẽ sớm hay muộn thực hiện phá giá mạnh, thậm chí thả tỷ giá không kiểm soát.

⁵ Jonathan Pincus (2008), Policy Discussion I: International Monetary System, Lecture 21, www.fetp.edu.vn

lý, giám sát và kiểm soát hệ thống ngân hàng, ràng buộc tài khóa, và một hệ thống tiền tệ độc lập hơn. Khi các định chế này được phát triển, lựa chọn về cơ chế tỷ giá sẽ chịu ít hệ quả hơn”.

Giáo sư James Riedel⁶, Đại học John Hopkins, trong một bài giảng ở Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright, đã viết: “Có lẽ sự lựa chọn chế độ tỷ giá có tầm quan trọng thứ hai sau việc xây dựng các thể chế tài khóa, tài chính và tiền tệ hiệu quả. Thay vì xem chế độ tỷ giá là lựa chọn ưu tiên hàng đầu, có lẽ trọng tâm nên dành cho cải cách thể chế như cải thiện các quy định đối với khu vực tài chính ngân hàng, các ràng buộc về tài khóa, xây dựng sự đồng thuận cho một chính sách tiền tệ bền vững và để tiền liệu, và gia tăng độ mở thương mại. Với những thể chế tài chính lành mạnh, một quốc gia có thể vẫn bảo đảm ổn định dù áp dụng chế độ tỷ giá cố định hay linh hoạt. Nếu không có thể chế tài chính lành mạnh, một quốc gia sẽ dễ bị tổn thất do bất ổn dù áp dụng chế độ tỷ giá cố định hay thả nổi”.

Và tiếp theo nhưng chưa phải là ý kiến cuối cùng, Jeffrey Frankel⁷, giáo sư kinh tế của Đại học Harvard có viết “Nếu giả thuyết góc “bị loại” thì các cơ chế tỷ giá hối đoái trung gian đang là “lựa chọn”. Các cơ chế tỷ giá hối đoái trung gian bao gồm vùng hay biên độ mục tiêu (target zone/band), neo vào một rổ tiền tệ (basket peg), neo có điều chỉnh dần theo biên độ (crawling peg), và neo có điều chỉnh hạn chế và định kỳ (adjustable peg) và một số các kết hợp khác nữa. IMF phân loại rằng hơn phân nửa các nước thành viên của mình đang theo các

⁶ James Riedel (2015), Choosing and Exchange Rate Regime, FETP/MPP8/Macroeconomics/Riedel.

⁷ Jeffrey Frankel (2009), What's in and out in global money, *Finance and Development*, IMF.

cơ chế tỷ giá đầu đó nằm giữa thả nổi hoàn toàn và cố định cứng. Nỗ lực của các nhà kinh tế là phân loại các cơ chế tỷ giá hối đoái mà các quốc gia thực sự áp dụng, đôi lúc không giống như những gì mà họ tuyên bố là đang đi theo. Nhìn chung, kết quả cho thấy có một tỷ lệ rất cao các quốc gia thực tế đang áp dụng các cơ chế tỷ giá hối đoái trung gian⁸”.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Barry Eichengreen and Raul Razo-Garcia, “The International Monetary System in the Last and Next Twenty Years”, *Economic Policy*, July 2006, 394-442.
2. Guillermo A. Calvo and Frederic S. Mishkin, “The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries”, *Journal of Economic Perspectives*, 17:4, 2003, 99-118.
3. James Riedel (2015), Choosing an Exchange Rate Regime, FETP/MPP8/Macroeconomics/Riedel.
4. Jeffrey Frankel (2009), What’s in and out in global money, *Finance and Development*, IMF.
5. Jonathan Pincus (2008), Policy Discussion I: International Monetary System, Lecture 21. www.fetp.edu.vn

⁸ Theo Rex Ghosh, Jonathan Ostry & Mahvash Qureshi (2013) nghiên cứu sự phân bố cơ chế tỷ giá ở các nước thị trường mới nổi giai đoạn 1980-2011 cho thấy sự gia tăng lớn nhất của cơ chế tỷ giá giai đoạn này là “Thả nổi có quản lý” (managed float). Giả thuyết Corners bị loại bỏ (Corners Hypothesis), theo đó, cơ chế thả nổi có quản lý có hệ thống (Systematic managed floating) được đề nghị áp dụng; quy tắc là cứ mỗi 1% sức ép thị trường ngoại hối, NHTU chấp nhận x% lên/giảm giá tiền tệ và (1-x)% tăng/giảm dự trữ (Trong đó x là tính linh hoạt của tỷ giá hối đoái, giá trị x thay đổi từ 0 (cố định) đến 1 (linh hoạt hoàn toàn). Nhờ đó, ta có ½ tính độc lập tiền tệ + ½ ổn định tỷ giá hối đoái. Sự bác bỏ giả thuyết Corners là có lợi vì góp phần không vi phạm bộ ba bất khả thi; không nặng các biện pháp quản lý dòng vốn; và không cung cấp các nhà đầu cơ một phòng tuyến để tấn công.

Năm ưu điểm của cơ chế tỷ giá hối đoái cố định

1. Cung cấp neo danh nghĩa cho chính sách tiền tệ. Khi ngân hàng trung ương có thẩm quyền đặt ra chính sách tiền tệ, nếu tỷ giá được cố định, người lao động và doanh nghiệp có ít kỳ vọng về lạm phát, từ đó đặt ra mức giá ổn định tương ứng.
2. Tạo thuận lợi cho thương mại. Tỷ giá cố định tạo thuận lợi cho thương mại bằng cách giảm độ bất định của tỷ giá.
3. Tạo thuận lợi cho đầu tư. Khi các nhà đầu tư quốc tế không thể bảo hiểm trước những biến động tỷ giá, trường hợp thường thấy ở các nước đang phát triển, khi đó một cơ chế tỷ giá cố định, sẽ tạo ra sự yên tâm cho nhà đầu tư.
4. Ngăn ngừa phá giá để nâng cao sức cạnh tranh. Những hành động của các quốc gia nhằm đạt lợi thế trên thị trường thế giới bằng cách phá giá để nâng cao sức cạnh tranh sẽ trở nên không hiệu quả— thực ra là một trò chơi có tổng là âm. Chế độ tỷ giá cố định được cho là đạt được kết quả phối hợp hiệu quả hơn. Điều này là cơ sở cho hệ thống Bretton Woods (bản vị đô la) vốn giữ vai trò chủ đạo từ khi kết thúc Thế chiến II đến đầu những năm 1970.
5. Ngăn ngừa bong bóng tỷ giá do đầu cơ. Bong bóng đầu cơ là những biến động giá phát sinh không phải từ nền tảng kinh tế mà là từ những kỳ vọng tự biến thành sự thực. Nếu một chế độ tỷ giá cố định đi cùng với các nền tảng kinh tế,

tiềm năng phát sinh bong bóng sẽ thấp hơn trong chế độ tỷ giá thả nổi.

Năm ưu điểm của cơ chế tỷ giá hối đoái thả nổi

1. Giúp có được một chính sách tiền tệ độc lập. Tỷ giá cố định áp đặt những khuôn khổ kỷ luật lên cơ quan tiền tệ, nhưng chế độ tỷ giá thả nổi cho họ quyền lực rộng rãi để đối phó với những cú sốc kinh tế bất lợi. Nếu tỷ giá cố định thì nền kinh tế phải chờ đợi cho đến khi lương và giá giảm xuống trước khi tốc độ tăng trưởng được hồi phục. Nhưng trong chế độ tỷ giá thả nổi, ngân hàng trung ương có thể phản ứng ngay lập tức bằng cách hạ lãi suất và phá giá đồng tiền để giảm nhẹ chi phí của các cú sốc.
2. Tự động điều chỉnh trước những cú sốc thương mại. Với chế độ tỷ giá thả nổi, sẽ có một phản ứng tự động đối với những cú sốc thương mại, do đó đạt được mức phá giá thực cần thiết, ngay cả khi tiền lương và mức giá còn đang cứng nhắc.
3. Đóng vai trò người cho vay cuối cùng. Ngân hàng trung ương có thể trở thành người cho vay cuối cùng đối với ngân hàng thương mại chỉ khi ngân hàng trung ương có thể tạo ra lượng tiền cần thiết đủ để ứng cứu các ngân hàng thương mại khi họ gặp khó khăn. Một quốc gia với chế độ tỷ giá cố định bị giới hạn khả năng có được quyền lợi này.
4. Giữ đặc quyền in tiền. Đây là sự chênh lệch giữa giá trị tiền và chi phí của việc in tiền. Khi nền kinh tế tăng trưởng, cầu tiền tăng lên, ngân hàng trung ương có thể cung tiền với chi phí hầu như bằng không. Nói cách khác,

quyền lợi này tạo ra thu nhập cho chính phủ, giống như một loại thuế. Một quốc gia với chế độ tỷ giá cố định bị giới hạn khả năng có được quyền lợi này. Một cam kết thể chế cứng nhắc đối với tỷ giá cố định, như ủy ban tiền tệ, đô la hóa hay liên minh tiền tệ, sẽ loại trừ hoàn toàn khả năng có được quyền lợi in tiền.

5. Tránh các cuộc tấn công đầu cơ. Trong khi tỷ giá cố định làm giảm khả năng bị bong bóng đầu cơ; thì tỷ giá thả nổi giảm khả năng bị tấn công đầu cơ, là nguy cơ mà những nước neo tỷ giá rất dễ gặp (xảy ra ở cuộc khủng hoảng thể hệ thứ ba). Nhớ lại, sau khủng hoảng tài chính châu Á (1997-98) nhiều quốc gia châu Á đã tăng độ linh hoạt của tỷ giá.

Nguồn: Lược trích từ James Riedel (2015)