

BÀI GIẢNG 17: MÔ HÌNH MUNDELL – FLEMING VÀ LỰA CHỌN CƠ CHẾ TỶ GIÁ

ĐỖ THIÊN ANH TUẤN

TRƯỜNG CHÍNH SÁCH CÔNG VÀ QUẢN LÝ

ĐẠI HỌC FULBRIGHT VIỆT NAM



1

Những lợi ích từ một đồng tiền chung của thế giới sẽ rất to lớn.

Robert Mundell

MÔ HÌNH MUNDELL - FLEMING

Phiên bản IS-LM-BP

- IS:

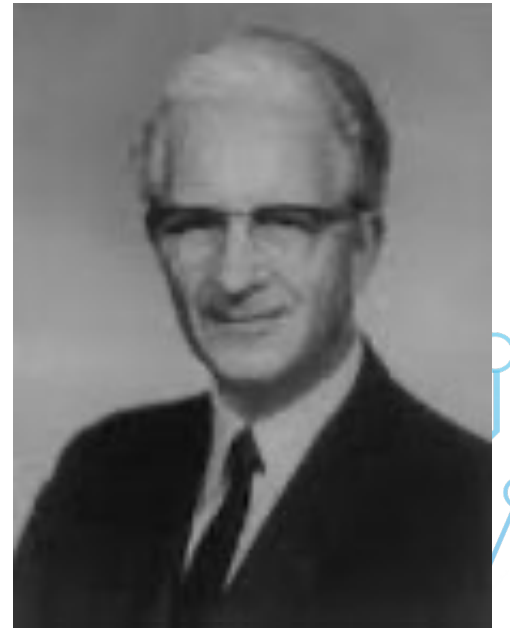
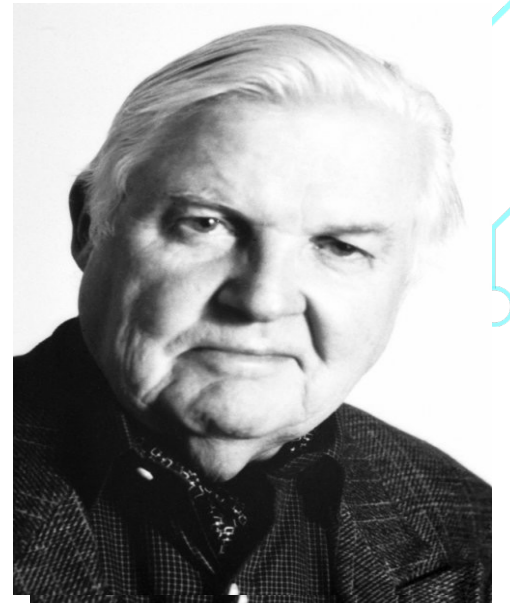
$$Y = C(Y - T) + I(r) + G + NX(e)$$

- LM:

$$\frac{M}{P} = L(Y, r)$$

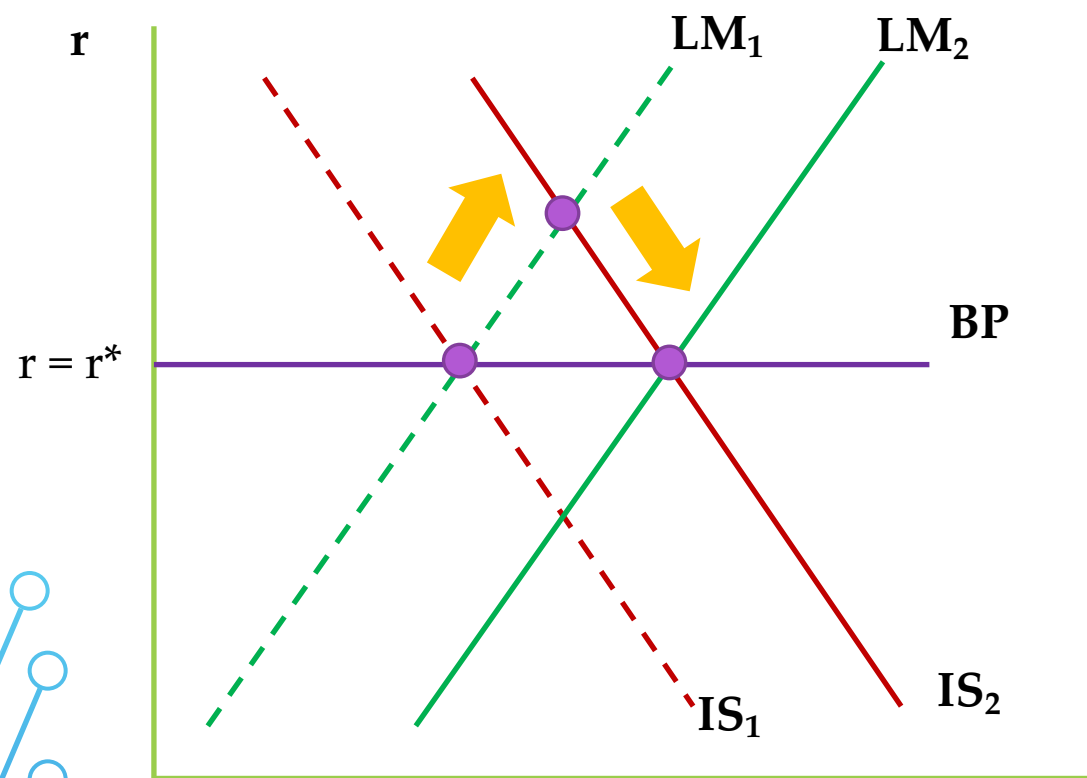
- BP:

$$r = r^*$$



CHÍNH SÁCH TÀI KHÓA

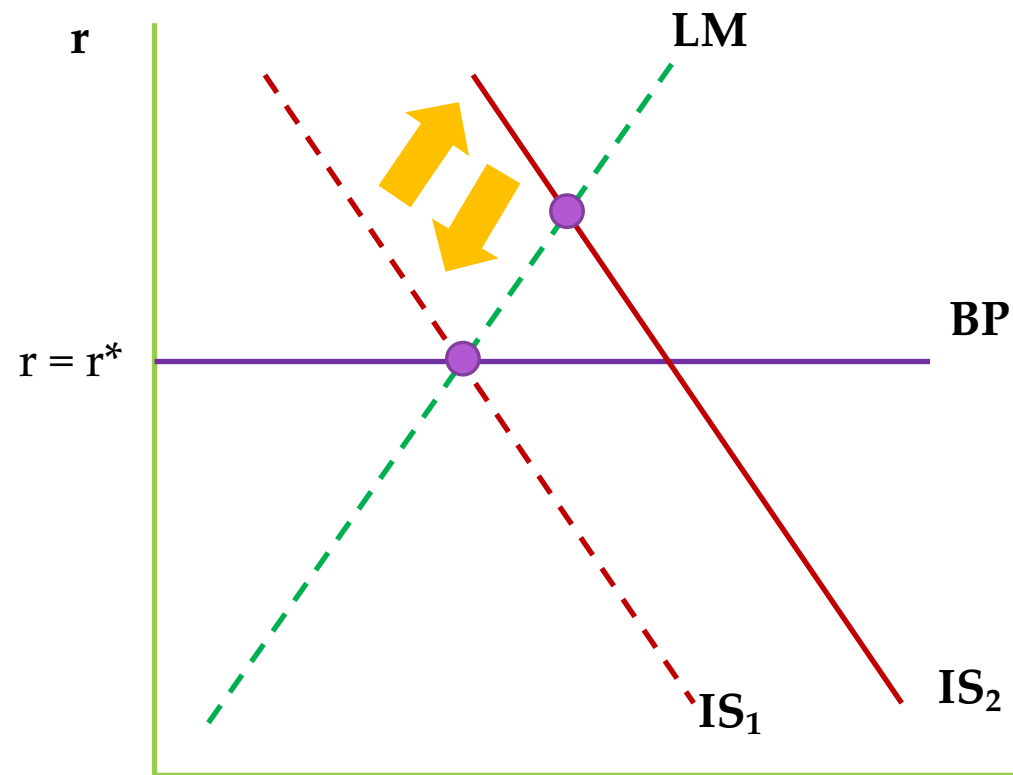
Tỷ giá cố định



$\uparrow G \Rightarrow IS \rightarrow \Rightarrow r \uparrow > r^* (+Y \uparrow) \Rightarrow CF \uparrow \Rightarrow e \downarrow < \bar{e} \quad Y$

Để giữ tỷ giá cố định $\Rightarrow \uparrow M \Rightarrow \downarrow r = r^* \Rightarrow LM \rightarrow \Rightarrow Y \uparrow$

Tỷ giá thả nổi

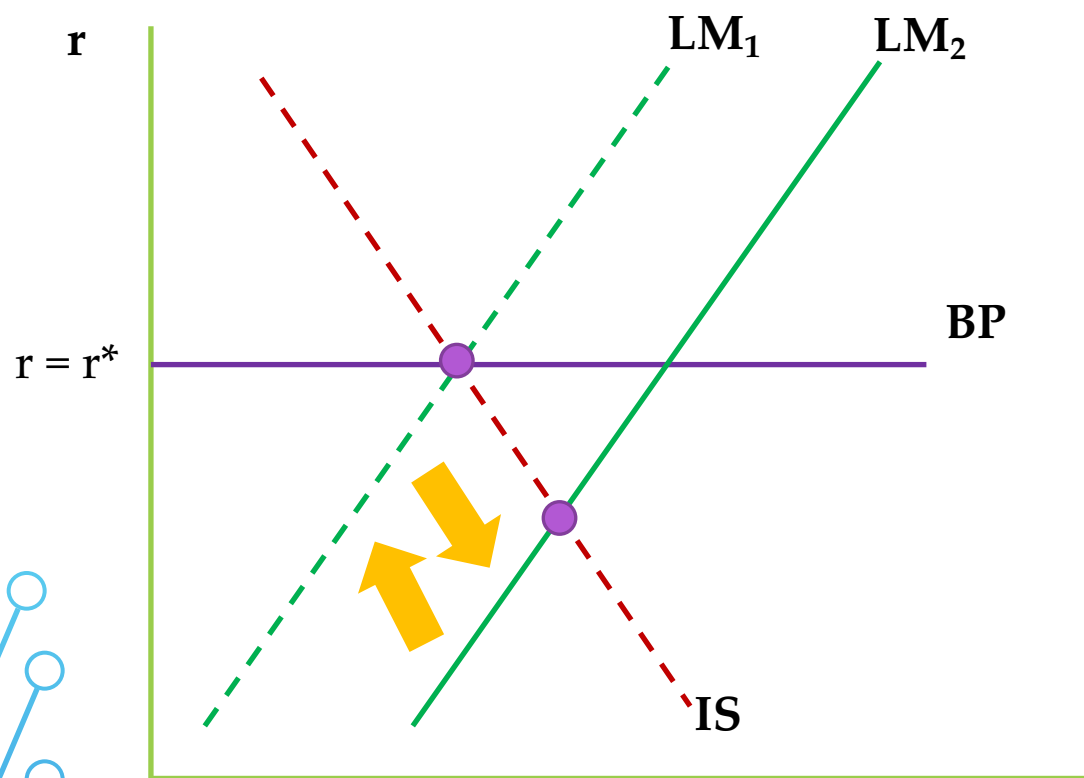


$\uparrow G \Rightarrow IS \rightarrow \Rightarrow r \uparrow > r^* (+Y \uparrow) \Rightarrow CF \uparrow \Rightarrow e \downarrow \quad Y$

$\Rightarrow NX \downarrow \Rightarrow IS \leftarrow = +Y \downarrow$

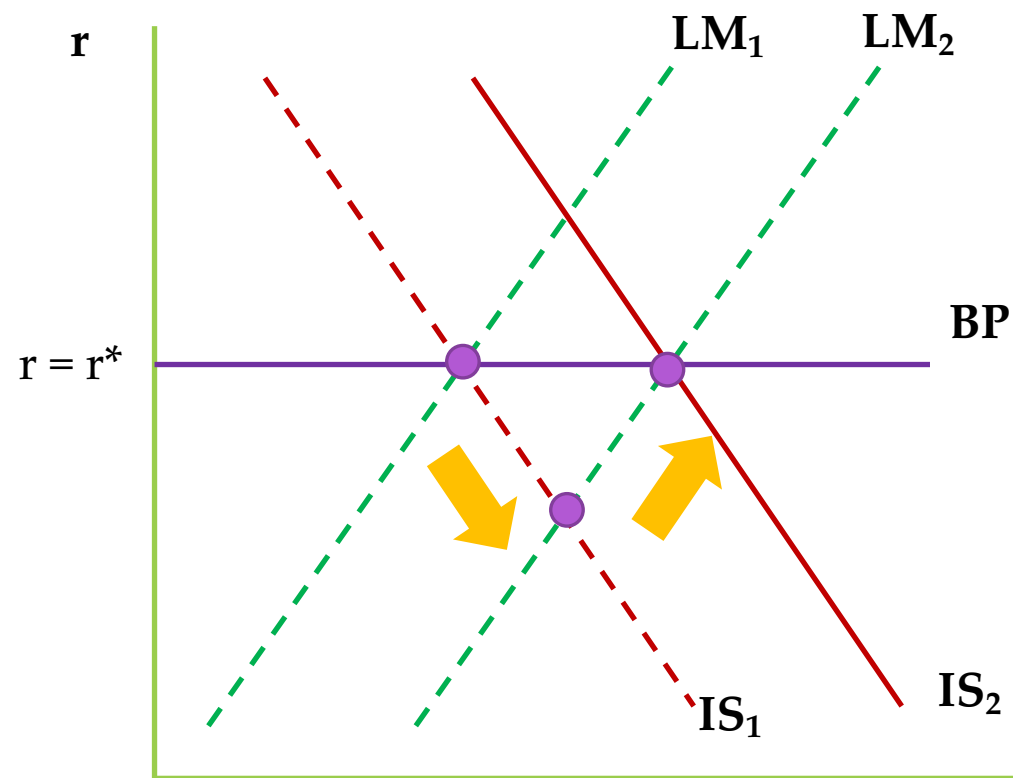
CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

Tỷ giá cố định



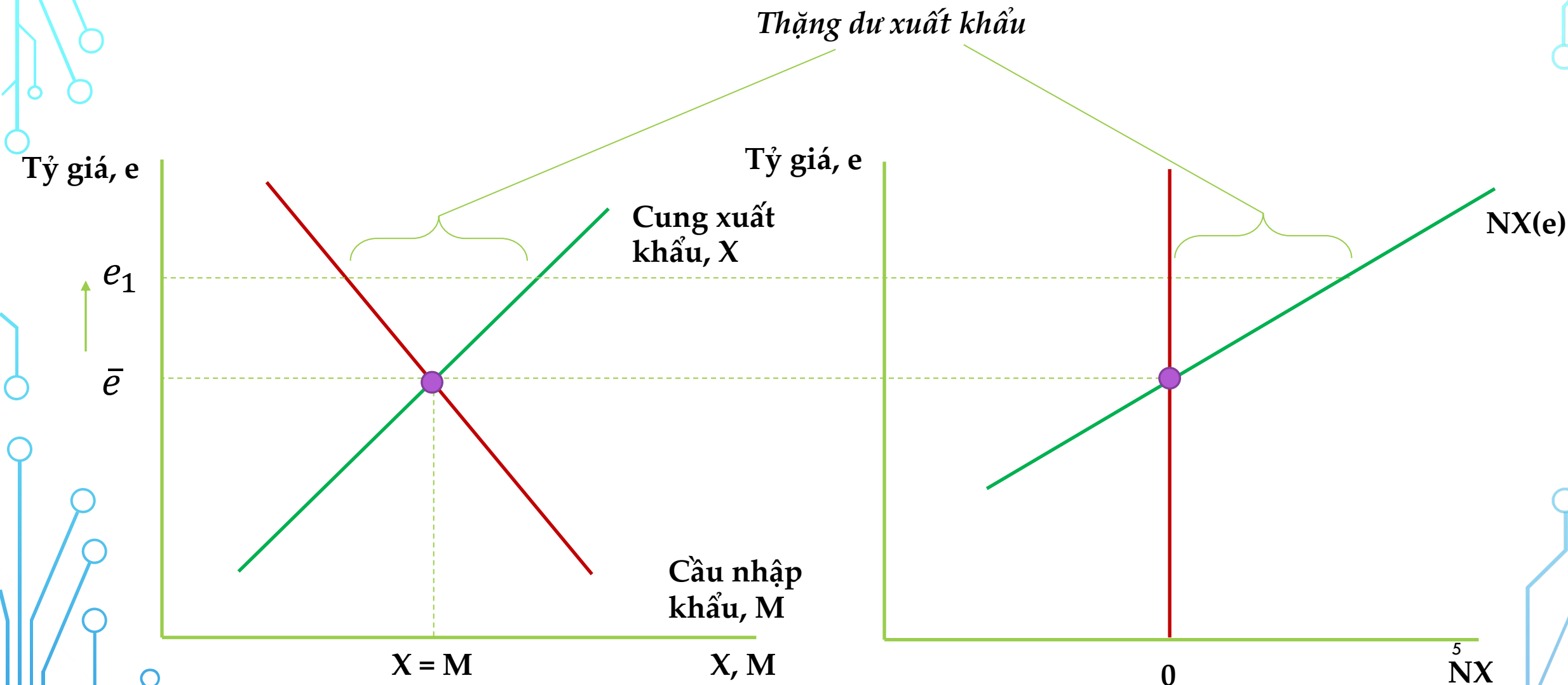
$\uparrow M \Rightarrow LM \rightarrow r \downarrow < r^* (+Y \uparrow) \Rightarrow CF \downarrow \Rightarrow e \uparrow > \bar{e}$
 Để giữ tỷ giá cố định $\Rightarrow \downarrow M \Rightarrow LM \leftarrow = Y \downarrow$

Tỷ giá thả nổi



$\uparrow M \Rightarrow LM \rightarrow r \downarrow < r^* (+Y \uparrow) \Rightarrow CF \downarrow \Rightarrow e \uparrow > \bar{e}$
 $\Rightarrow NX \uparrow \Rightarrow IS \rightarrow = Y \uparrow$

TỶ GIÁ VÀ CÂN CÂN THƯƠNG MẠI



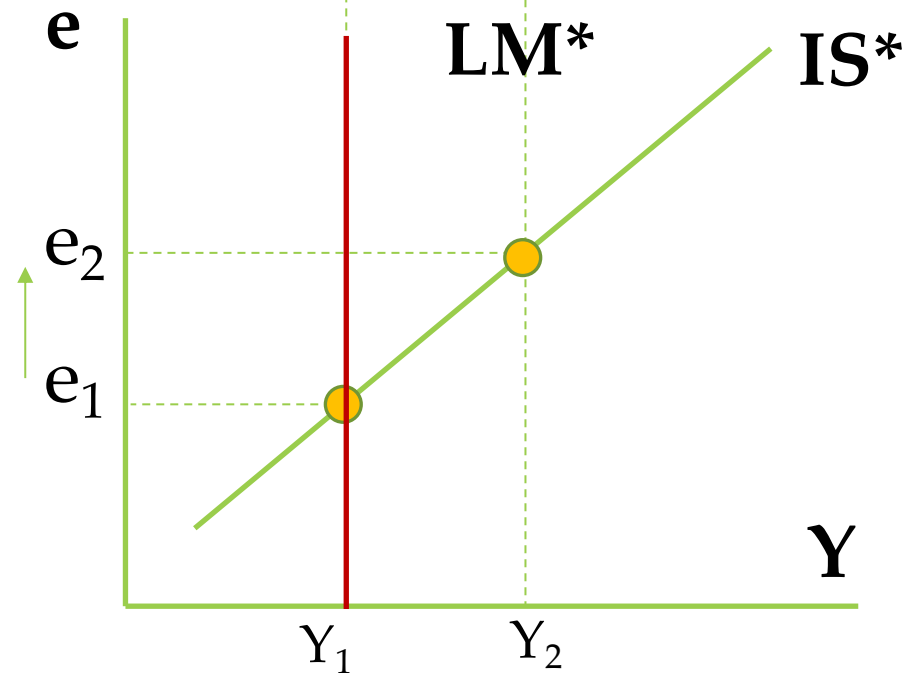
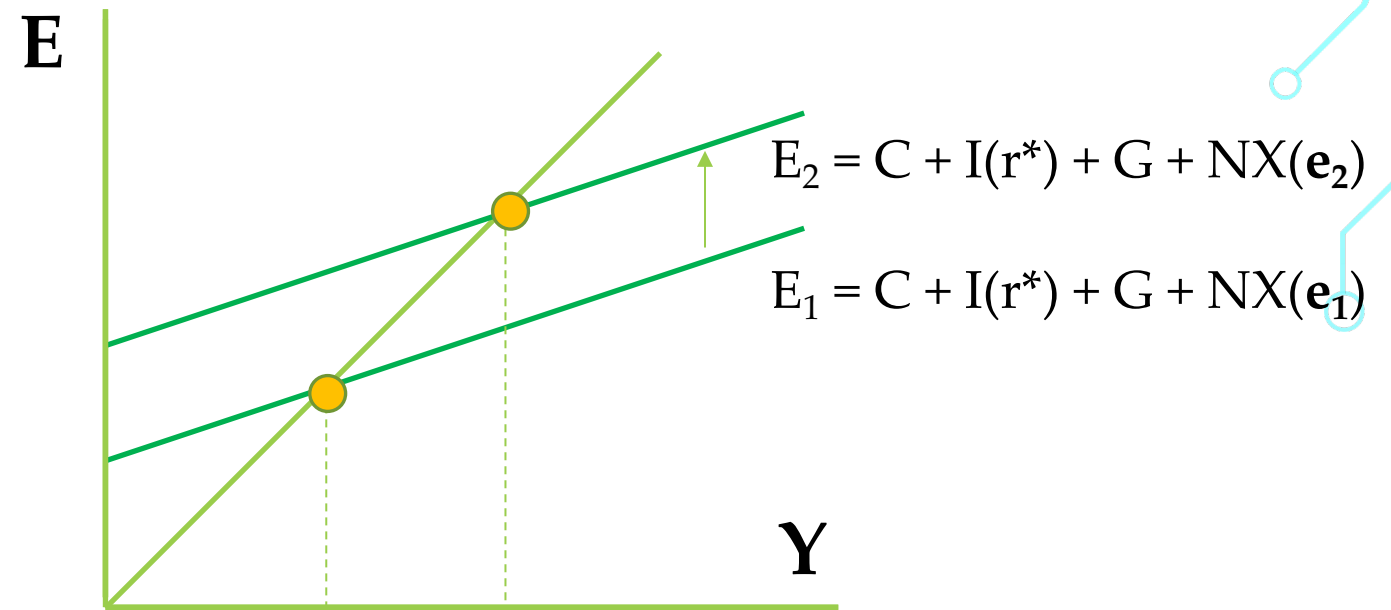
MÔ HÌNH IS*-LM*

- Đường IS*:

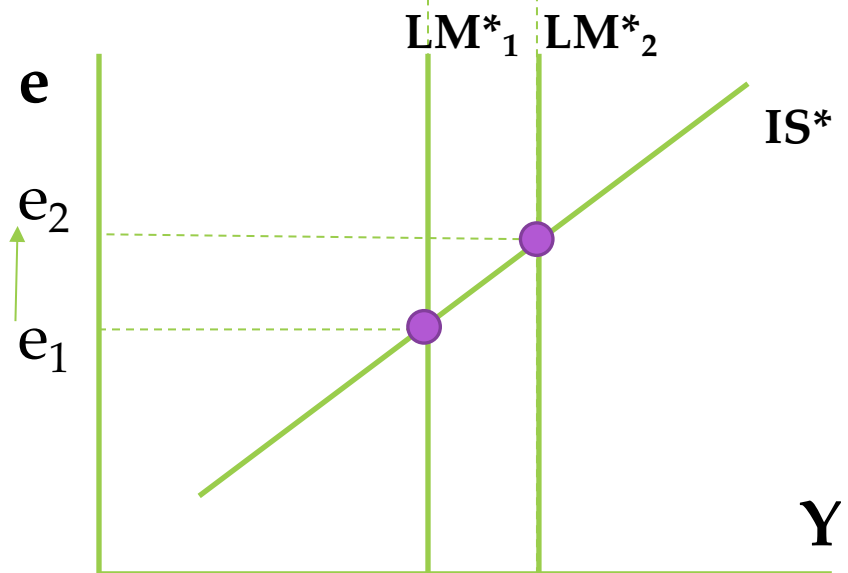
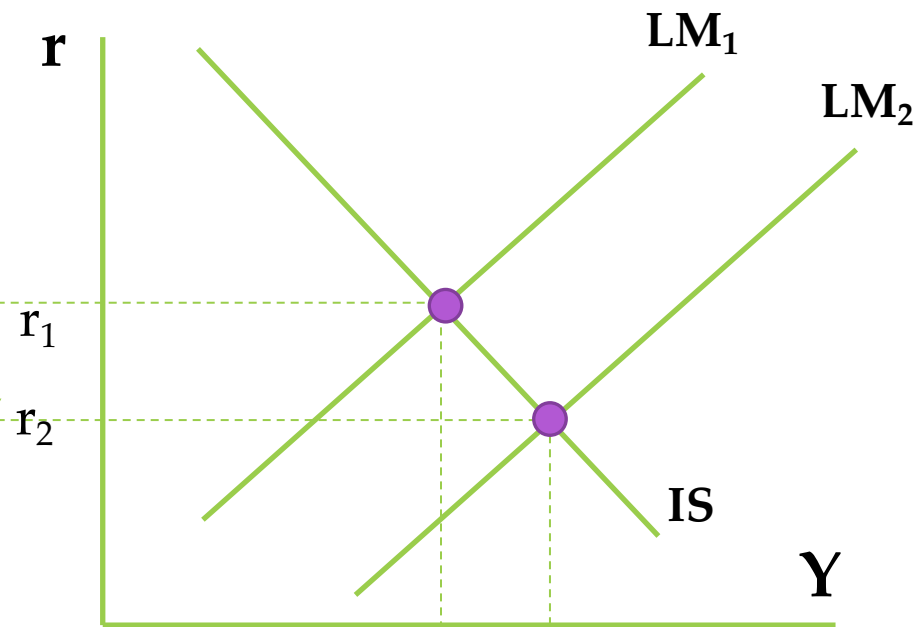
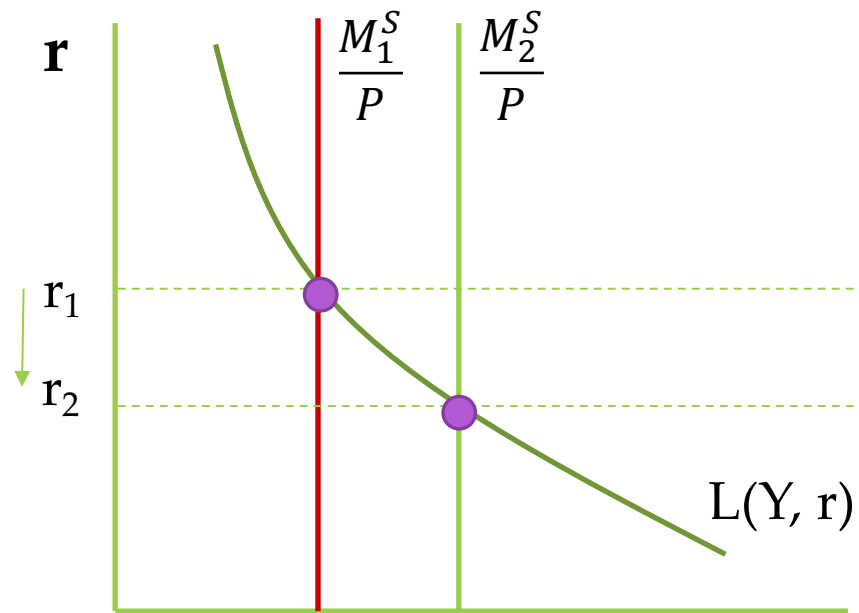
$$Y = C(Y - T) + I(r^*) + G + NX(e)$$

- Đường LM*:

$$\frac{M}{P} = L(Y, r^*)$$



CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ



- Tỷ giá thả nổi

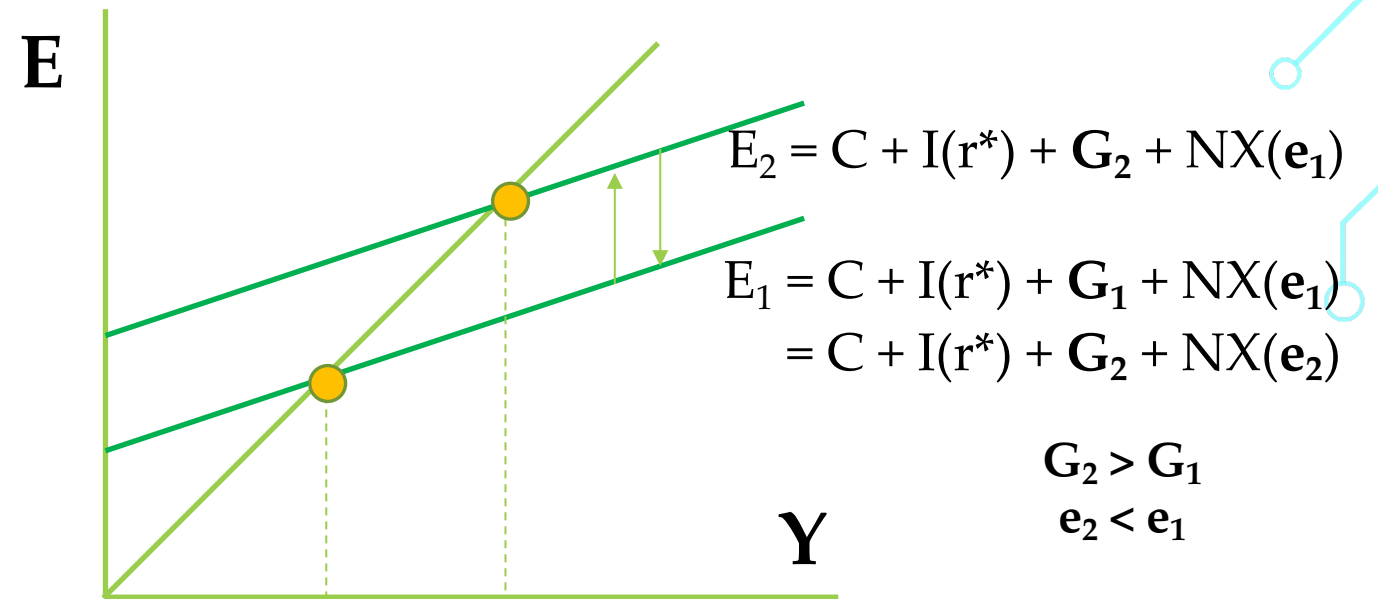
$$\uparrow M \Rightarrow \downarrow r \Rightarrow e \uparrow \Rightarrow NX \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Thử giải thích nếu tỷ giá cố định thì thế nào?

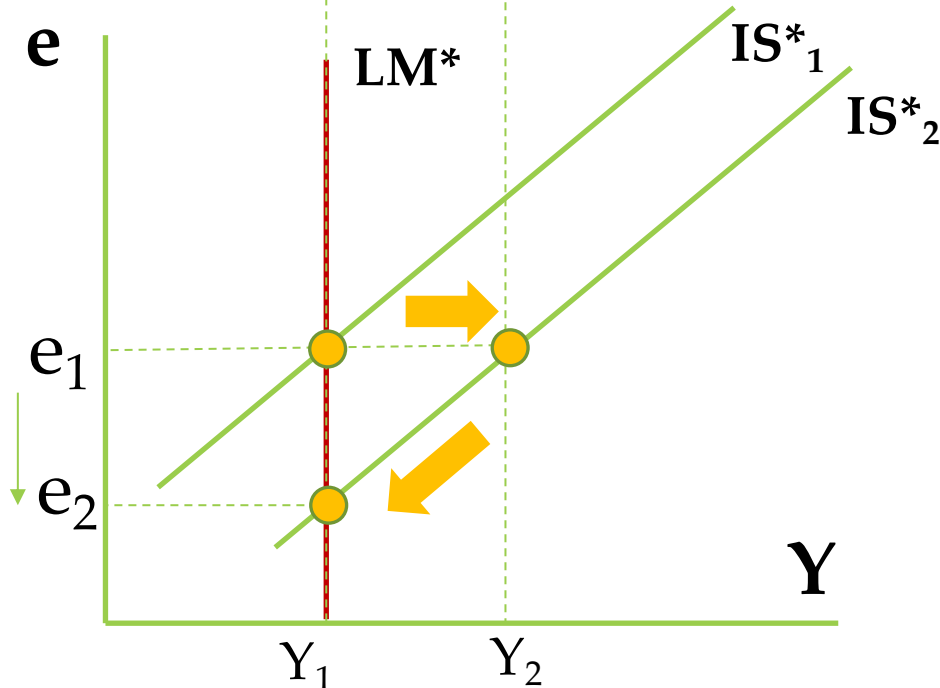
LẤN ÁT HOÀN TOÀN (100% CROWDING OUT)

$$\begin{aligned} \uparrow G &\Rightarrow \uparrow E \Rightarrow \uparrow Y \Rightarrow L \uparrow \Rightarrow r \uparrow > r^* \\ &\Rightarrow CF \uparrow \Rightarrow e \downarrow \Rightarrow NX \downarrow \Rightarrow Y \downarrow \end{aligned}$$

*Dưới chế độ tỷ giá thả nổi,
mở rộng tài khóa không giúp
kích thích tăng Y do hiệu ứng
lấn át hoàn toàn*



$$\begin{aligned} G_2 &> G_1 \\ e_2 &< e_1 \end{aligned}$$

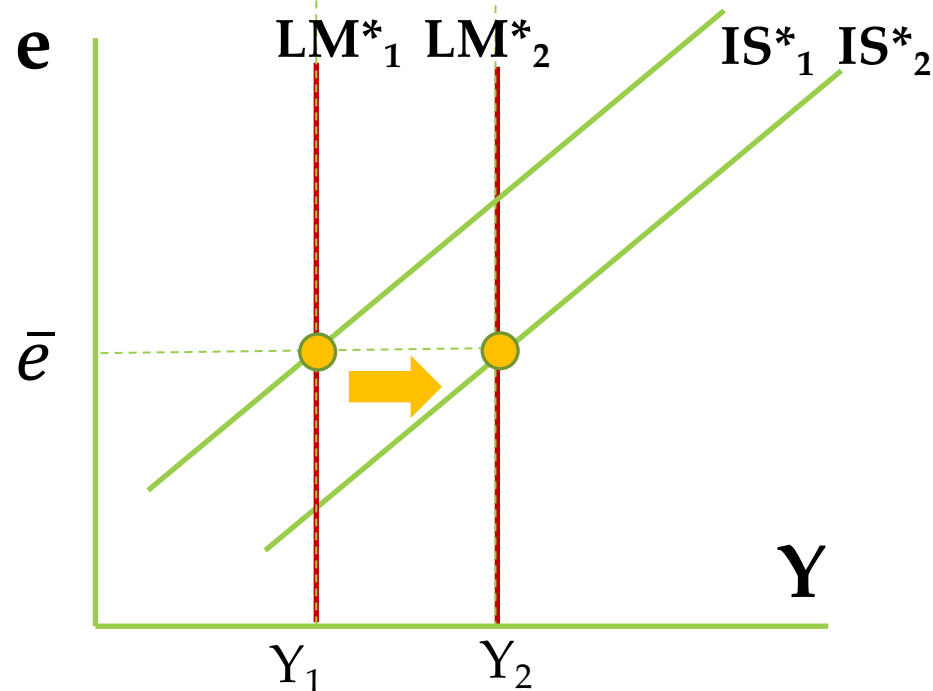
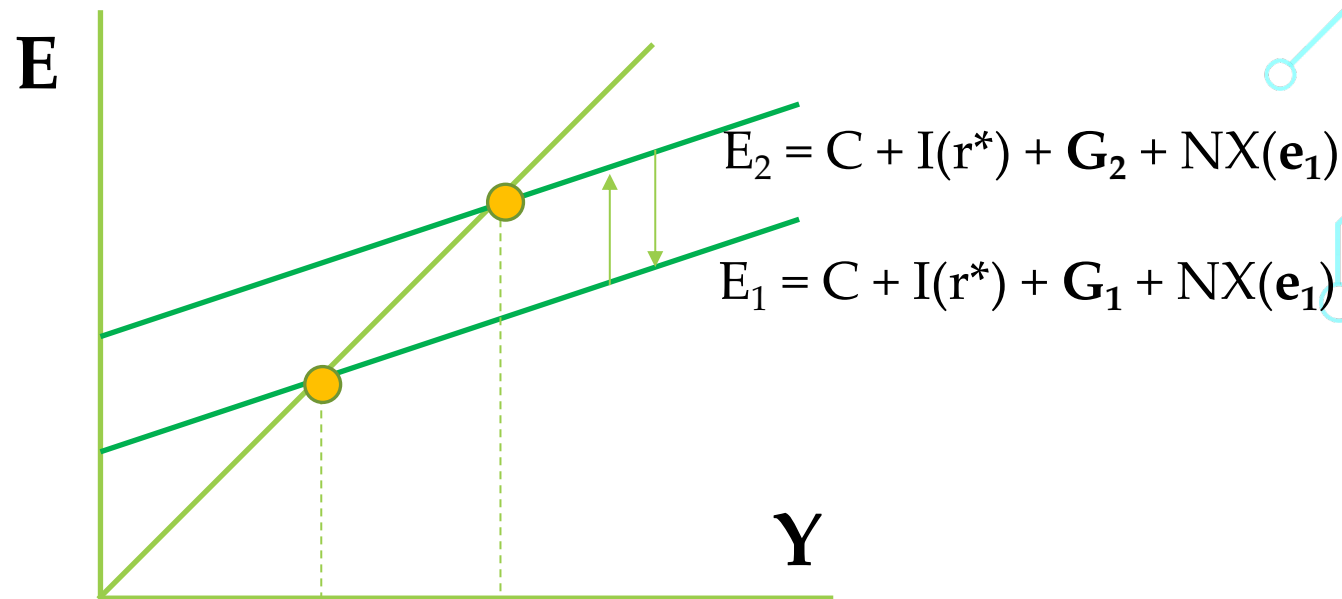


CHÍNH SÁCH TÀI KHÓA DƯỚI CHẾ ĐỘ TỶ GIÁ CỐ ĐỊNH

- $\uparrow G \Rightarrow \uparrow E \Rightarrow \uparrow Y \Rightarrow$
 $IS^* \rightarrow \Rightarrow e \downarrow < \bar{e}$

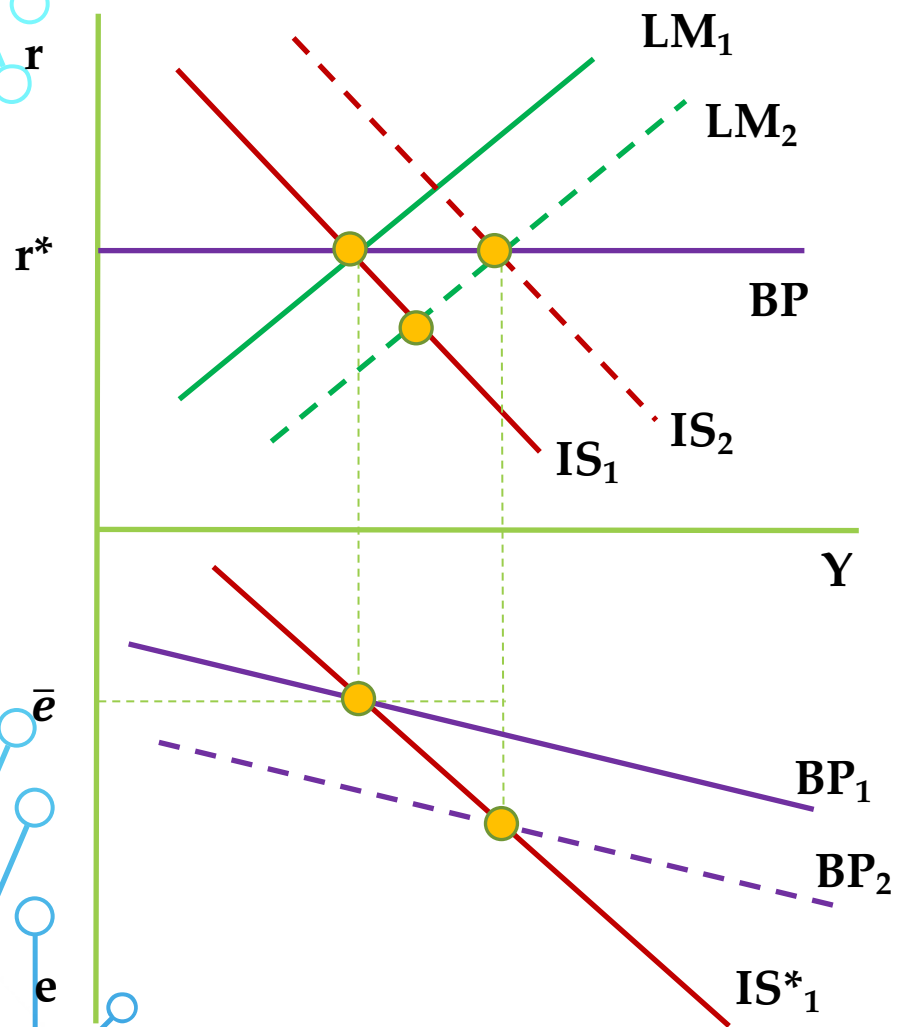
Để duy trì tỷ giá cố định thì NHTW sẽ phải giảm lãi suất bằng cách tăng cung tiền M^S

- $\uparrow M \Rightarrow r \downarrow \Rightarrow CF \downarrow \Rightarrow e \uparrow \Rightarrow \bar{e}$

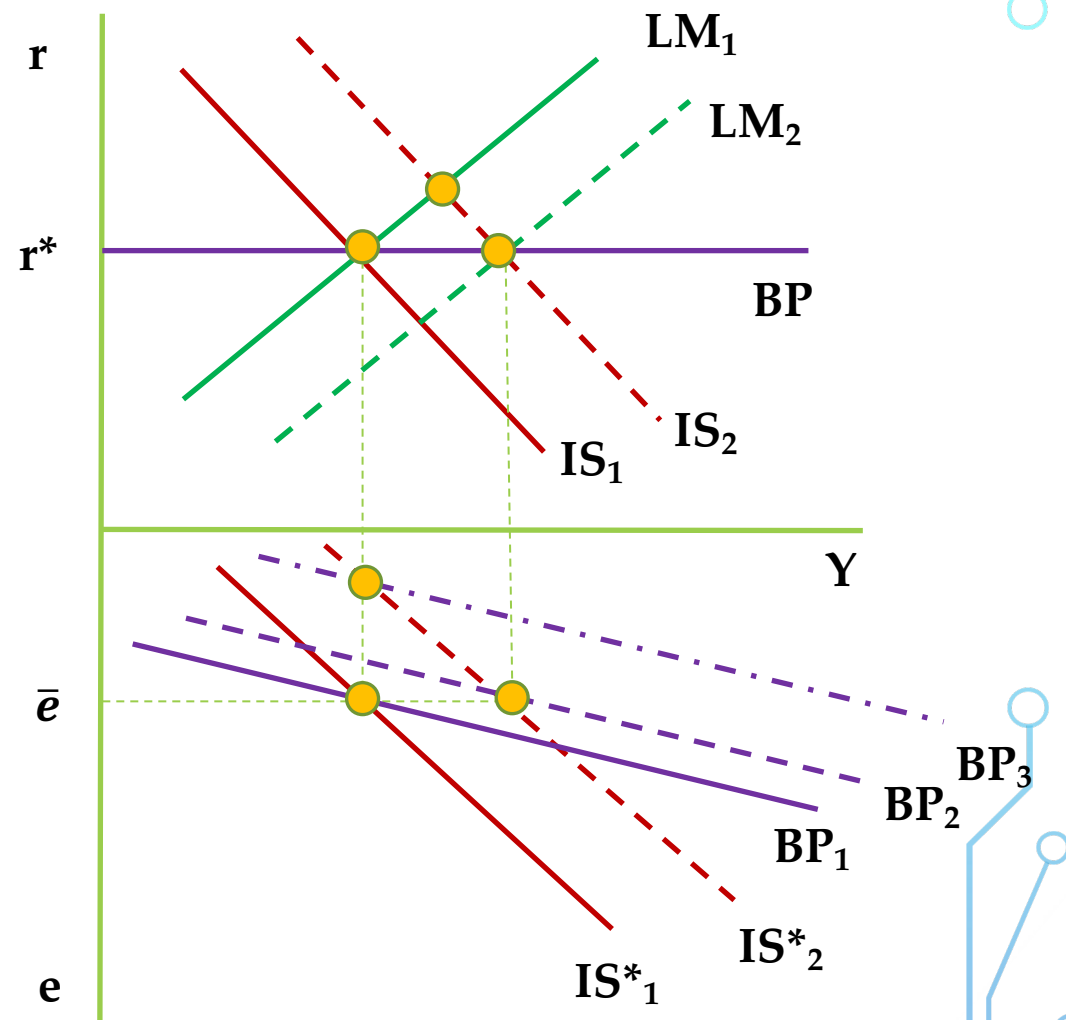


ĐÒNG VỐN VÀ CHÍNH SÁCH VÔ HIỆU HÓA

Chính sách tiền tệ



Chính sách tài khóa



LỰA CHỌN CƠ CHẾ TỶ GIÁ

- **Thả nổi:**

- Thả nổi tự do
- Thả nổi có quản lý

- **Trung gian:**

- Biên độ
- Neo rổ tiền tệ
- Neo điều chỉnh theo biên độ (crawling peg)
- Neo điều chỉnh hạn chế (adjustable peg)

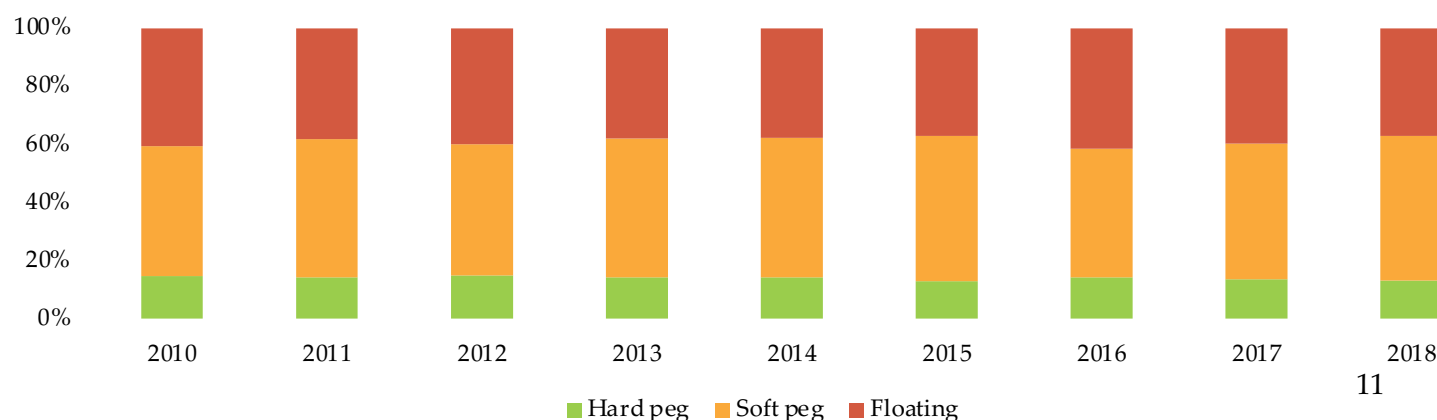
- **Cố định:**

- Ủy ban tiền tệ (currency board)
- Đô la hóa (một phần hoặc hoàn toàn)
- Liên minh tiền tệ (ví dụ Euro)

Type	Categories				
Hard pegs	Exchange arrangement with no separate legal tender	Currency board arrangement			
Soft pegs	Conventional pegged arrangement	Pegged exchange rate within horizontal bands	Stabilized arrangement	Crawling peg	Crawl-like arrangement
Floating regimes (market-determined rates)	Floating	Free floating			
Residual	Other managed arrangement				

Note: This methodology became effective February 2, 2009, and reflects an attempt to provide greater consistency and objectivity of exchange rate classifications across countries and to improve the transparency of the IMF's bilateral and multilateral surveillance in this area.

Exchange Rate Arrangements, 2010–18
(Percent of IMF members as of April 30)



Source: IMF 2018 – Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions

GIẢ THUYẾT GÓC

- “Giả thuyết góc” (corners hypothesis) cho rằng tỷ giá nên di chuyển từ chế độ trung gian và đến hoặc là góc neo cứng hoặc là góc thả nổi tự do vì khả năng xảy ra của một cuộc khủng hoảng tiền tệ, trong thế giới chu chuyển vốn tự do, là cao nhất đối với các nước neo đồng tiền vào một đồng tiền khác hoặc một rổ tiền tệ.
- Sự phân bố các chế độ tỷ giá được phân loại trên cơ sở pháp lý có vẻ chứng minh “giả thuyết góc”. Tuy nhiên sự phân bố của chế độ tỷ giá dựa trên cơ sở thực tế có khuynh hướng phủ nhận giả thuyết này.
- Hỗ trợ cho “giả thuyết góc” bắt đầu giảm dần khi trong thời gian khủng hoảng Argentina bị buộc phải từ bỏ chế độ ủy ban tiền tệ mà nước này đã thực thi trong một thập kỷ trước đó để ngăn chặn tình trạng siêu lạm phát và kích thích tăng trưởng kinh tế.

ƯU ĐIỂM CỦA CHẾ ĐỘ TỶ GIÁ CỐ ĐỊNH (FRANKEL 2012)

- Cung cấp một neo danh nghĩa cho chính sách tiền tệ
 - Khi ngân hàng trung ương có thẩm quyền đặt ra chính sách tiền tệ, thường sẽ xuất hiện tình trạng “thiên lệch lạm phát” (inflationary bias). 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 tương ứng. Kỳ vọng đó là lạm phát nên thấp hơn ở các nước cũng áp dụng tỷ giá cố định.
- 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. Tuy nhiên, nếu độ dao động của tỷ giá là một dấu hiệu của độ biến động các yếu tố kinh tế căn bản, những biến động đó sẽ được thể hiện qua mức giá nếu tỷ giá được cố định.
- Tạo thuận lợi đầu tư
 - Khi các nhà đầu tư quốc tế không thể bảo hiểm với những biến động tỷ giá, trường hợp thường thấy ở các nước đang phát triển, khi đó một tỷ giá cố định, bằng cách giảm khả năng thay đổi của tỷ giá, sẽ tạo thuận lợi cho đầu tư.
- 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 dollar) vốn giữ vai trò chủ đạo từ kết thúc Thế chiến II đến đầu những năm 1970.
- 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 lại là từ những kỳ vọng tự tạo ra. Nếu một chế độ tỷ giá cố định thống nhất với các cơ sở kinh tế, tiềm năng phát sinh bong bóng sẽ thấp hơn trong chế độ tỷ giá thả nổi.

ƯU ĐIỂM CỦA CHẾ ĐỘ TỶ GIÁ THẢ NỔI (FRANKEL 2012)

- Một chính sách tiền tệ độc lập
 - Ưu điểm chính của chế độ tỷ giá thả nổi là nó cho phép một quốc gia có 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 được 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 cú sốc.
- Tự động điều chỉnh với 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.
- Người cuối cùng có thể cho vay
 - 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 ngân hàng thương mại gặp khó khăn.
- Giữ lại quyền lợi in tiền “Seigniorage”
 - Khi nền kinh tế tăng trưởng, cầu về 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, v.d. 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.
- Tránh các cuộc tấn công đầu cơ
 - Tỷ giá cố định làm giảm khả năng bị bong bóng tỷ giá đầu cơ; tỷ giá thả nổi giảm khả năng bị tấn công đầu cơ, là nguy cơ mà những nước neo tỷ giá rất dễ gặp (nghĩa là 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.

CHẾ ĐỘ NÀO TỐT NHẤT? (FRANKEL 2012)

- Bằng chứng thực tế giữa các nước về hiệu quả kinh tế của các nước xét theo chế độ tỷ giá không đem lại kết luận rõ ràng.
- Có lẽ lý do là chế độ nào hiệu quả nhất sẽ phụ thuộc vào tình hình của một quốc gia cụ thể.
- Không có một giải pháp chung cho tất cả? Tiêu chí để một quốc gia lựa chọn chế độ tỷ giá cố định hay linh hoạt hơn bao gồm:
 - **Quy mô và độ mở (tỷ lệ thương mại /GDP).** Nền kinh tế nhỏ hơn, mở hơn có lợi hơn từ chế độ cố định hơn là chế độ thả nổi.
 - Các đối tác thương mại và đầu tư có đồng tiền chủ yếu. Các nước kết nối chặt chẽ hơn với một nước lớn, có đồng tiền chủ yếu có thể hưởng lợi nhiều hơn từ chế độ tỷ giá cố định.
 - **Cân xứng (có tương quan cao) với biến động chu kỳ.** Một chế độ tỷ giá cố định vận hành hiệu quả hơn nếu một nước áp dụng tỷ giá cố định gặp phải những biến động cân xứng với quốc gia mà nước đó cố định tỷ giá theo.
 - **Di chuyển lao động.** Chế độ tỷ giá cố định vận hành hiệu quả hơn ở nước có độ di chuyển lao động cao hơn. Ví dụ, xem sự khác biệt về di chuyển lao động ở Mỹ và EU.

CHẾ ĐỘ NÀO TỐT NHẤT? (TT)

- **Chuyển giao tài chính nghịch chu kỳ.**

- Chế độ tỷ giá cố định hoạt động hiệu quả hơn ở những nước là một phần của một hệ thống tài khóa liên bang, để cho khi một vùng gặp phải suy thoái, nguồn lực sẽ tự động dịch chuyển vào vùng đó thông qua hệ thống ngân hàng hay chuyển giao chính phủ.

- **Dòng vốn nghịch chu kỳ.**

- Nếu dòng vốn có tính nghịch chu kỳ (dòng chảy vào tăng lên trong thời kỳ suy thoái kinh tế) thì một quốc gia sẽ tốt hơn khi có thể từ bỏ tự chủ về tiền tệ để hưởng lợi từ chế độ tỷ giá cố định.

- **Mức độ phát triển tài chính.**

- Các nước ít khi thả nổi trước khi họ đạt được một mức ngưỡng phát triển tài chính nhất định. Khi thị trường tài chính chưa phát triển, lợi ích từ sử dụng tỷ giá để đương đầu với những cú sốc thực sẽ thấp hơn chi phí của các cú sốc tài chính.

- **Nguồn gốc các cú sốc.**

- Chế độ tỷ giá cố định hoạt động hiệu quả hơn khi các cú sốc xuất phát từ trong nước và chế độ thả nổi hiệu quả hơn khi các cú sốc là từ nước ngoài. “Tỷ giá cố định kết nối, tỷ giá thả nổi cách ly”!!

MỘT QUAN ĐIỂM

- 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, hạn chế về tài khóa, xây dựng đồng thuận cho một chính sách tiền tệ bền vững và dễ tiên 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.

MỘT SỐ TÀI LIỆU THAM KHẢO THÊM

- Mundell, Robert A. (1963). "Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates". Canadian Journal of Economic and Political Science. 29 (4): 475–485.
- Fleming, J. Marcus (1962). "Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates". IMF Staff Papers. 9: 369–379.
- Dornbusch, R. (1976). "Exchange Rate Expectations and Monetary Policy". Journal of International Economics. 6 (3): 231–244.
- Kevin Gallagher (2010). "Capital controls back in IMF toolkit". The Guardian. Retrieved 2010-05-24.
- Aizenman, Joshua. (2010). The Impossible Trinity (aka The Policy Trilemma). UC Santa Cruz: Department of Economics, UCSC. pp.11.
- Obstfeld M., Jay C. S., Alan M. T. (2005). "The Trilemma in History: Tradeoffs Among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility".
- Aizenman, J., M. D. Chinn, H. Ito. (2009). Surfing the Waves of Globalization: Asia and Financial Globalization in the Context of the Trilemma. Asian Development Bank Working Papers No. 180

PHỤ LỤC: PHÁ GIÁ CÓ GIÚP CẢI THIỆN CÁN CÂN THƯƠNG MẠI KHÔNG? – ĐIỀU KIỆN MARSHALL – LERNER

- Cán cân thương mại:
- Lấy đạo hàm riêng phần theo ε
- Chia hai vế cho X :
- Tại điểm cân bằng: $X = M\varepsilon$, nên:
- Nhân hai vế với ε , ta được:
- Hay:
- Trong đó, η_X và η_M là độ co giãn xuất khẩu và nhập khẩu.
- Để cán cân thương mại cải thiện:

Nghĩa là:

$$NX = X - M\varepsilon$$

$$\frac{\partial NX}{\partial \varepsilon} = \frac{\partial X}{\partial \varepsilon} - \frac{\partial M}{\partial \varepsilon} \varepsilon - M$$

$$\frac{\partial NX}{\partial \varepsilon} \frac{1}{X} = \frac{\partial X}{\partial \varepsilon} \frac{1}{X} - \frac{\partial M}{\partial \varepsilon} \frac{\varepsilon}{X} - \frac{M}{X}$$

$$\frac{\partial NX}{\partial \varepsilon} \frac{1}{X} = \frac{\partial X}{\partial \varepsilon} \frac{1}{X} - \frac{\partial M}{\partial \varepsilon} \frac{1}{M} - \frac{1}{\varepsilon}$$

$$\frac{\partial NX}{\partial \varepsilon} \frac{\varepsilon}{X} = \frac{\partial X}{\partial \varepsilon} \frac{\varepsilon}{X} - \frac{\partial M}{\partial \varepsilon} \frac{\varepsilon}{M} - 1$$

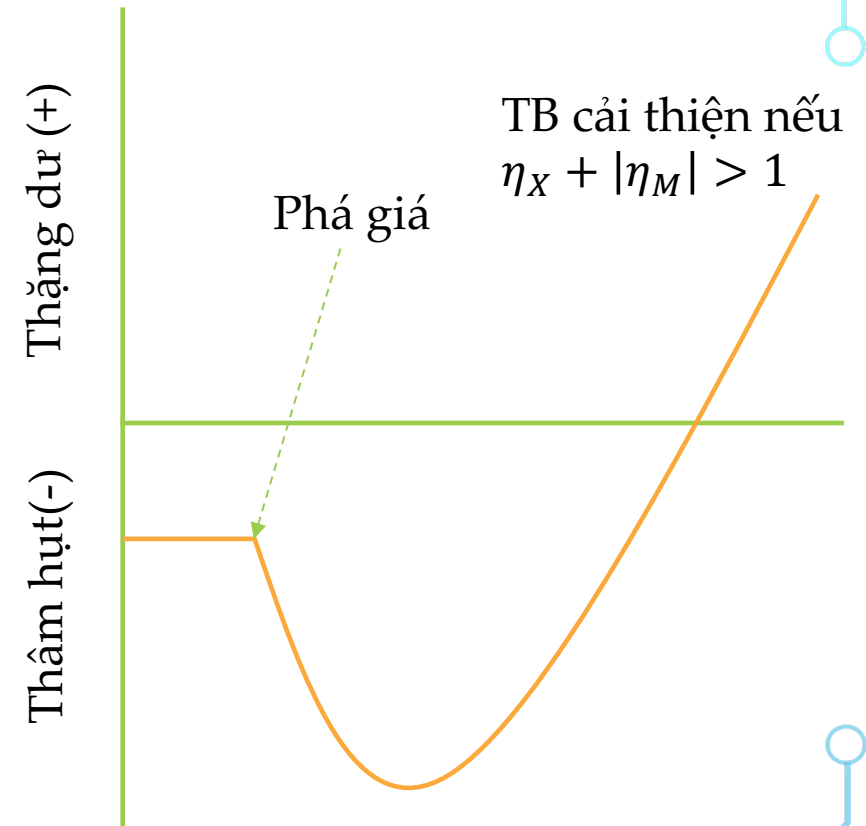
$$\frac{\partial NX}{\partial \varepsilon} \frac{\varepsilon}{X} = \eta_X - \eta_M - 1$$

$$\eta_X - \eta_M - 1 > 0 \Rightarrow \eta_X - \eta_M > 1$$

$$\eta_X + |\eta_M| > 1$$

Trade Balance

J-Curve Effect



TB sẽ xấu hơn nếu $\eta_X + |\eta_M| < 1$