Sự tiến hoá của các cơ chế tỷ giá hối đoái

Tóm tắt

Hai thập niên qua chúng ta đã chứng kiến những thay đổi sâu rộng về cấu trúc của hệ thống tiền tệ quốc tế. Châu Âu chuyển từ Hệ thống Tiền tệ châu Âu sang đồng euro. Trung Quốc đã áp dụng cơ chế tỷ giá cố định gắn chặt với USD, sau đó chuyển sang cơ chế tỷ giá gắn với một rổ tiền tệ và điều chỉnh trong phạm vi một biên độ nhất định từ năm 2005. Các thị trường mới nổi trải qua một loạt khủng hoảng, khiến một số nước phải áp dụng các cơ chế tỷ giá hối đoái linh hoạt hơn và những nước khác suy nghĩ lại về cách thức và nhịp độ tự do hoá tài khoản vốn. Việc lý giải những diễn tiến phát triển này thật chẳng dễ dàng gì: một số nhà quan sát kết luận rằng các xu hướng gần đây khẳng định lại "quan điểm lưỡng cực" cho rằng các cơ chế tỷ giá hối đoái trung gian đang dần dần biến mất, trong khi các thành viên của "trường phái lo sợ sự thả nổi" lại kết luận điều hoàn toàn ngược lại. Chúng tôi chứng minh rằng hai quan điểm trên có thể củng cố lẫn nhau nếu ta phân biệt các quốc gia theo giai đoạn phát triển tài chính và kinh tế của họ. Ở những nước tiên tiến, các cơ chế trung gian quả thật đang dần dần biến mất; điều này ủng hộ quan điểm lưỡng cực đối với nhóm nước này, nơi mà quan điểm lưỡng cực lần đầu tiên được triển khai. Trong nhóm nước này, sự thay đổi chủ yếu là hướng tới cơ chế cố định cứng, phản ánh sự thống nhất tiền tệ ở châu Âu. Trong khi tại các thị trường mới nổi, sự thịnh hành các cơ chế tỷ giá hối đoái trung gian cũng có giảm đi, nhưng các cơ chế trung gian này vẫn chiếm hơn một phần ba trong mẫu nghiên cứu của các nền kinh tế này. Ở đây, đa số những nước thay đổi cơ chế đều chuyển sang những cơ chế linh hoạt hơn là cơ chế cố định, điều này phản ánh tình trạng thiếu vắng một cách bố trí theo kiểu như Liên minh Tiền tệ châu Âu (EMU) đối với các nơi khác trên thế giới. Trong số các nước đang phát triển, sự thịnh hành các cơ chế trung gian một lần nữa cũng giảm sút, nhưng không giảm mạnh lắm. Trong khi các cơ chế này chiếm hai phần ba trong mẫu nghiên cứu các nước đang phát triển vào năm 1990, hiện nay vẫn còn chiếm khoảng hơn một nửa. Cũng như với các thị trường mới nổi, đa số những nước đang phát triển từ bỏ các cơ chế trung gian đã chuyển sang các cơ chế thả nổi hơn là cố định. Bản chất chuyển dần dần hay từ từ của các xu hướng này không cho thấy rằng các cơ chế trung gian sẽ biến mất bên ngoài các nước tiên tiến một cách nhanh chóng vào một lúc nào đó.

_ Barry Eichengreen and Raul Razo-Garcia

Hệ thống tiền tệ quốc tế trong 20 năm qua và 20 năm sắp tới

1. DẪN NHẬP

Năm 2005 đánh dấu lễ kỷ niệm hai mươi năm chẳng những của tạp chí *Chính sách kinh tế* mà còn về một sự kiện được bình luận nhiều trong sự tiến hoá của hệ thống tiền tệ quốc tế, Hiệp ước Plaza.[1] Sau khi cho phép đồng USD thả nổi hoàn toàn vào nửa đầu thập niên 80, vào năm 1985, các quan chức kết luận rằng sự dao động không được điều tiết của đồng tiền đã trở nên thái quá và sự dao động này đã ảnh hưởng đến kết cấu hài hoà. Bây giờ khả năng dao động mạnh của đồng USD đang trở lại. Có thể dự đoán, người ta đang kêu gọi sự can thiệp và thậm chí kêu gọi một Hiệp ước Paza mới, cho dù khả năng áp dụng hiệp ước trước đây vẫn còn bị tranh cãi.[2]

[1] Ví dụ, tìm đọc Funabashi (1988) và Solomon (1999).
[2] Công cụ tìm kiếm Google mang lại hơn 150 kết quả tìm kiếm có chứa cụm từ "new Plaza Accord".

Trong khi đó, tại các nước khác, có những diễn tiến phát triển sâu rộng về cơ chế. Châu Âu chuyển từ Hệ thống Tiền tệ châu Âu sang đồng euro. Trung Quốc thống nhất cơ chế đa tỷ giá và ban hành cơ chế cố định theo USD trước khi chuyển sang cơ chế điều chỉnh theo một rổ tiền trong biên độ cho phép vào năm 2005. Các thị trường mới nổi trải qua một loạt khủng hoảng, khiến một số nước ban hành các cơ chế tỷ giá linh hoạt hơn rất nhiều và các nước khác suy nghĩ lại về cách thức và nhịp độ tự do hoá tài khoản vốn của họ.

Các diễn tiến phát triển này đã khuyến khích nhiều công trình nghiên cứu về hiện trạng và các triển vọng tương lai của hệ thống tiền tệ quốc tế. Một nhánh nghiên cứu tìm cách mô tả những gì đang diễn ra với các cơ chế tỷ giá hối đoái. Các nghiên cứu ban đầu trong mạch nghiên cứu này tập trung vào "quan điểm lưỡng cực" cho rằng tình trạng lưu chuyển vốn gia tăng đang buộc các nước phải từ bỏ những cơ chế có độ linh hoạt vừa phải.[3] Có lẽ người ta cũng dự đoán rằng, sẽ có sự phản ứng dữ dội chống lại những giả định mạnh mẽ này.[4] Calvo và Reinhart (2002) nhận thấy rằng nhiều nước tuyên bố chuyển sang cơ chế linh hoạt hơn nhưng thật ra vẫn quản lý tỷ giá hối đoái của họ rất chặt chẽ. Những người khác khái quát hoá nhận định này thông qua dẫn chứng bằng tư liệu sự khác biệt giữa các cơ chế tỷ giá hối đoái mà các nước báo cáo cho Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) và động thái thật sự của đồng tiền nước họ. Sự sụp đổ cơ chế cố định cứng của Argentina sau đó đã làm rõ mối hoài nghi về tính khả thi của những cơ chế nằm ở thái cực bên kia của dãy cơ chế tỷ giá hối đoái. Đáp lại điều này, một số nhà quan sát kết luận rằng các cơ chế tỷ giá hối đoái cố định cứng không thể tồn tại được, trong khi những người khác lại cho rằng một hệ thống cơ chế tỷ giá khả thi bị giới hạn từ thả nổi cho đến cố định hoàn toàn dẫn đến sự từ bỏ đồng tiền riêng của quốc gia và thành lập các thể chế quản lý tiền tệ liên quốc gia, như ở châu Âu với sự ra đời của đồng euro và Ngân hàng Trung ương châu Âu (ECB). Hợp lại, các nhận định này đã thúc đẩy ý tưởng cho rằng hệ thống tỷ giá hối đoái đang tiến hoá thành một khu vực USD, một khu vực đồng euro, và một khối tiền tệ châu Á.[5]

Bài viết này trình bày một lộ trình về các chuỗi sự kiện và các cách lý giải này. Phần 2 tiếp theo đây sẽ mô tả sự tiến hoá của cuộc tranh luận, phần 3 và phần 4 sử dụng các cách phân loại khác nhau về các cơ chế tỷ giá hối đoái và tài khoản vốn để phân tích những gì đã và đang xảy ra cho các cơ chế tài chính và tiền tệ quốc tế. Các kết quả giúp ta hiểu rõ hơn về động thái giữa các nước tiên tiến và kém tiên tiến hơn, cũng như giữa châu Âu và phần còn lại của thế giới. Do đó, phần 5 sẽ đặt vấn đề tại sao các thị trường mới nổi lại khác biệt. Sau đó, phần 6 lại đặt ra cùng một câu hỏi như vậy cho châu Âu. Phần 7 kết luận và dự báo về tương lai của hệ thống tiền tệ quốc tế sẽ như thế nào trong hai mươi năm tiếp theo, khi *Chính sách Kinh tế* đón mừng kỷ niệm bốn mươi năm.

2. BỐI CẢNH

Cũng như với bất kỳ chủ đề nào trong lịch sử tư duy kinh tế, thật khó mà biết ta nên nhìn lại đến quãng thời gian nào trong quá khứ khi cố sức tìm hiểu cội rễ sâu xa của tư liệu nghiên cứu hay hệ thống lý thuyết. Ở một mức độ nhất định, tư liệu về quan điểm lưỡng cực được xây dựng trên các nghiên cứu kinh điển về bản vị vàng từ trước Chiến tranh Thế giới I. Phép màu của bản vị

[3] Quan điểm này có nhiều người khởi xướng, một số trong đó sẽ được trích dẫn dưới đây.

[4] Tìm đọc Frankel (2001). William Branson có lần đã gọi "lý thuyết quả lắc" về các cơ chế tỷ giá hối đoái, mà dựa vào lý thuyết này, các quan điểm thịnh hành về các cơ chế mong muốn có xu hướng dao động từ thái cực này sang thái cực khác. Vì vậy, phản ứng gần đây có thể được hiểu như một sự dao động của con lắc.

[5] Như một sự lựa chọn, đối với những người còn nghi ngờ niềm mong muốn hội nhập tiền tệ khu vực của châu Á thì cho rằng sẽ chỉ hình thành một khu vực USD xuyên Thái Bình Dương và một khu vực euro (Dooley và những người khác, 2003).

vàng là bằng cách nào đó, cơ chế này đã quản lý hài hoà một cách thành công giữa cơ chế tỷ giá hối đoái ổn định và sự lưu chuyển cao của vốn. Tư liệu nghiên cứu hiện đại giải thích sự thành công này là do quyền bá chủ của một mô hình chính sách tiền tệ, trong đó ngân hàng trung ương ưu tiên cao cho sự ổn định tỷ giá, do thiếu một lý thuyết gắn liền chính sách tiền tệ với chu kỳ kinh tế, và do sự kiện là công chúng chưa được tổ chức hay chưa được tự do theo nghĩa có thể gây sức ép lên việc theo đuổi các mục tiêu chính sách khác nhau.[6] Vì thế, Keynes (1930) lập mô hình bản vị vàng thời trước chiến tranh như một cơ chế trung gian ổn định, mà thực chất là một khu vực mục tiêu đáng tin cậy.

Tất cả những điều này đã thay đổi cùng với sự mở rộng quyền bầu phiếu và chính trị hoá chính sách tiền tệ vào những năm 20.[7] Kết quả là sức ép đầu cơ khổng lồ dẫn đến sự sụp đổ sau cùng của chế độ bản vị vàng vào đầu thập niên 30. Tiếp theo là sự vỡ tan ảo mộng về các thị trường vốn mở. Các biện pháp kiểm soát vốn được ban hành rộng khắp. Việc duy trì các biện pháp này cho phép các nước vận hành nhiều cơ chế tỷ giá hối đoái khác nhau sau năm 1931.

Các biện pháp hạn chế giao dịch tài khoản vốn được duy trì trong nhiều năm - thậm chí kéo dài đến thập niên 90 ở một số nước. Như vậy, trong khi các điều khoản của Hiệp định Quỹ Tiền tệ Quốc tế qui định các thành viên phải làm cho đồng tiền nước họ có khả năng chuyển đổi vì mục đích giao dịch tài khoản vãng lai sau một thời gian chuyển tiếp ngắn, nhưng họ lại không có nghĩa vụ phải làm cho đồng tiền có khả năng chuyển đổi cho các giao dịch tài khoản vốn. Về cơ bản , các kiến trúc sư của Bretton Woods cho phép việc duy trì các biện pháp kiểm soát vốn không hạn định khi thiết kế hệ thống cơ chế cố định có điều chỉnh mới sau Chiến tranh Thế giới II.

Với sự phục hồi dần của các giao dịch và thị trường tài chính sau chiến tranh, các nhà đầu tư đã tìm ra nhiều cách luồn lách các biện pháp kiểm soát vốn; sự phát triển của thị trường dollar ngoại biên (Eurodollar) bắt đầu vào thập niên 60 là ví dụ sinh động nhất cho nhận định này. Các nhà hoạch định chính sách phản ứng lại theo hai cách. Một là thông qua mở rộng biên độ tỷ giá hối đoái của họ. Vì thế Hiệp định Smithsonian năm 1971 nhằm tìm cách cứu vãn hệ thống Bretton Woods đã nới rộng biên độ dao động của tỷ giá theo USD từ +/- 1 phần trăm lên +/- 2,25 phần trăm. Các nhà hoạch định chính sách châu Âu ban hành qui ước biên độ 2,25 phần trăm này sau khi hệ thống Bretton Woods sụp đổ và họ thay thế bằng Hệ thống Tiền tệ châu Âu vào năm 1979. Các nhà hoạch định chính sách khác áp dụng cách thứ hai là soạn thảo công phu và thắt chặt hơn nữa các biện pháp kiểm soát vốn nhằm ngăn chặn các dòng vốn gây bất ổn cho hệ thống tỷ giá cố định của họ.[8]

Điểm nổi bật khi ta nhìn lại quá khứ là xem ra không có nhiều phân tích thừa nhận rằng sự gia tăng lưu chuyển vốn là không thể tránh khỏi và nó đặt ra một thách thức cho việc duy trì các cơ chế trung gian - rằng các nước cuối cùng rồi cũng phải chuyển sang hoặc là các cơ chế cố định chặt chẽ hơn ("cứng" hơn ở châu Âu, dưới hình thức liên minh tiền tệ) hay thả nổi hơn (ở các nơi khác trên thế giới). Chắc chắn cũng có một số gợi ý trong nghiên cứu đầu tiên của Mundell và Fleming, chú trọng vào hai cơ chế cực đoan là không có lưu chuyển vốn hoặc là lưu chuyển vốn hoàn hảo, cũng như về cơ chế cố định cứng và cơ chế thả nổi hoàn toàn.[9] Cũng có một số gợi ý trong các nghiên cứu vào đầu thập niên 70 về chủ nghĩa trọng tiền toàn cầu; chủ nghĩa này cũng

[6] Ví dụ, tìm đọc nghiên cứu của Eichengreen (1996).
[7] Tìm đọc Obstfeld và Taylor (2003).
[8] Tìm đọc một nghiên cứu phân tích chú trọng vào hai cách phản ứng chính sách này trong tư liệu của Giovannini (1989).
[9] Tìm đọc nghiên cứu của Fleming (1962) và Mundell (1963).

giả định sự lưu chuyển vốn hoàn hảo tương tự và nhấn mạnh rằng một đất nước tìm cách cố định tỷ giá hối đoái trong môi trường này sẽ phải chấp nhận rằng tất cả các mục tiêu khác của chính sách tiền tệ phải trở nên phụ thuộc vào việc duy trì cơ chế tỷ giá cố định đó. Vì thế, chẳng phải ngẫu nhiên mà tuyên bố sớm sủa nhất về điều gì đó tương tự như quan điểm lưỡng cực của Swoboda (1986) bắt nguồn từ trường phái trọng tiền toàn cầu.[10]

Khi khả năng lưu chuyển vốn tiếp tục gia tăng và việc áp dụng Chương trình Thị trường Duy nhất (Single Market Program) vào năm 1986 như một điềm báo trước cho việc bãi bỏ các biện pháp kiểm soát vốn, các nhà kinh tế học châu Âu đặc biệt nhấn mạnh vào ý nghĩa của khả năng lưu chuyển vốn cao đối với cơ chế tỷ giá hối đoái. Giavazzi và Giovannini (1989) lập luận rằng các biện pháp kiểm soát vốn là trọng tâm đối với sự bình ổn của Hệ thống Tiền tệ châu Âu trong suốt thập niên vận hành đầu tiên của hệ thống này – nói cụ thể ra, họ lập luận rằng sẽ chẳng thể nào khôi phục được thế cân bằng cạnh tranh nếu không có các biện pháp kiểm soát vốn để chấn chỉnh lại các dòng vốn một cách định kỳ. Giavazzi và Spaventa (1990) nêu lên sự xuất hiện của "Hệ thống Tiền tệ châu Âu mới" trong đó các biện pháp kiểm soát vốn được bãi bỏ và vì thế, việc chấn chỉnh lại các dòng vốn một cách định kỳ đã trở thành quá khứ. Khi không còn hoạt động chấn chỉnh đó, giờ đây các vấn đề trục trặc về sức cạnh tranh lại có xu hướng tích tụ. Vì thế, giai đoạn này là bối cảnh của cuộc khủng hoảng 1992, trong đó tình trạng mất cân bằng cạnh tranh kết hợp với các dòng lưu chuyển vốn lớn đã gây bất ổn cho cơ chế tỷ giá hối đoái cố định. Khi phân tích cuộc khủng hoảng này, những tác giả như Eichengreen và Wyplosz (1993) lập luận rằng cách đáp ứng vững chắc duy nhất là tái lập các biện pháp kiểm soát vốn, một cuộc hành quân cấp tốc tiến tới liên minh tiền tệ và các biên độ dao động rộng hơn tương đương với thả nổi.

Trong sự kiện này, việc thắt chặt lâu dài các biện pháp kiểm soát vốn không giúp ta nắm được con át chủ bài. Ở châu Âu, hành động này sẽ mâu thuẫn với Chương trình Thị trường Duy nhất; nói tổng quát hơn, hành động này sẽ đụng độ với xu hướng tự do hoá các thị trường tài chính và xu hướng phát triển công nghệ thông tin năng động, làm cho việc củng cố các biện pháp kiểm soát vốn trở nên khó khăn hơn và gây biến dạng hơn. Vì vậy, để phản ứng trước cuộc khủng hoảng 1992, một số nước bị tác động bởi khủng hoảng đã từ bỏ cơ chế tỷ giá hối đoái cố định và hướng tới sự linh hoạt hơn, trong khi các nước khác lao vào mục tiêu liên minh tiền tệ. Nhưng trong cả hai trường hợp, họ đều rời xa các cơ chế trung gian trong chuỗi cơ chế tỷ giá hối đoái. Như vậy, chính cuộc khủng hoảng này và phản ứng của các nước đã mang lại động lực tức thời cho sự phát triển sâu xa hơn của quan điểm lưỡng cực. Crokett (1994) và Eichengreen (1994) đã trình bày một cách độc lập các nhận định về quan điểm này khi được áp dụng cho các nước tiên tiến. Phản ứng trước một loạt các cuộc tấn công vào cơ chế tỷ giá hối đoái cố định tại các nước đang phát triển, bắt đầu từ Mexico vào năm 1994 lan sang các nước châu Á năm 1997 và vươn tới Argentina vào năm 2001, Fischer (2001) đã áp dụng quan điểm này một cách rộng rãi hơn.

Cũng như với mọi giả thiết được đưa ra, ta có thể dự đoán về một phản ứng. Những người quan sát kỹ lưỡng các nền kinh tế châu Á mới nổi nêu lên việc duy trì thành công các cơ chế tỷ giá hối đoái cố định uyển chuyển (cơ chế cố định mềm) theo đồng USD của nhiều nước châu Á vào nửa đầu thập niên 90 (McKinnon và Pill, 1997). Họ nhận thấy, điều này có thể đạt được vì nhiều nước duy trì các biện pháp kiểm soát vốn đáng kể, cho dù họ chịu áp lực phải bãi bỏ những biện pháp đó từ Tổ chức Hợp tác Kinh tế và Phát triển (OECD) và Quỹ Tiền tệ Quốc tế, ấy là chưa kể từ các nước khác, một sự kiện mà có lẽ chẳng phải không liên quan đến khó khăn liên tục của họ trong việc hạn chế sự biến động tỷ giá. Các lão làng trong việc nghiên cứu những cơ chế gần giống như một uỷ ban tiền tệ (quasi-currency board) của Argentina, như Cavallo và Cottani

[10] Tìm đọc nghiên cứu của Genberg và Swoboda (1987).

(1997), lập luận rằng kinh nghiệm của đất nước này chứng minh cho khả năng tồn tại lâu dài của các cơ chế cố định, một kết luận được cho là kém thuyết phục kể từ sau cuộc khủng hoảng của đất nước này vào năm 2001. Đóng góp tổng quát nhất và có ảnh hưởng nhất sau đó cho quan điểm lưỡng cực có lẽ là của Calvo và Reinhart (2002); các tác giả này chứng minh bằng thực nghiệm rằng nhiều nước đang phát triển thật ra không từ bỏ các cơ chế tỷ giá hối đoái được quản lý chặt chẽ ở quãng giữa của hai cực. Họ cho điều này là do tính mong manh của hệ thống tài chính và mối nguy cơ hệ thống tài chính có thể bị bất ổn bởi sự biến động tiền tệ mạnh. Hausmann và những người khác (2001) cũng có nhận định hệt như vậy và đặc biệt nêu lên tình trạng mất cân xứng tiền tệ trên bảng cân đối kế toán quốc gia như một yếu tố tài chính làm cho sự biến thiên tỷ giá hối đoái không được điều tiết có tiềm năng gây bất ổn.

Nói tóm lại, sức mạnh của quan điểm lưỡng cực là nó giúp làm rõ tình trạng căng thẳng ảnh hưởng đến các cơ chế tỷ giá hối đoái thịnh hành. Nó giúp ta hiểu được sự kiện là khả năng lưu chuyển vốn ngày càng tăng sẽ dẫn đến không còn chỗ cho tình trạng không nhất quán giữa các mục tiêu đối nội và đối ngoại của chính phủ. Nó làm rõ tính mong manh của các cơ chế tỷ giá hối đoái cố định có điều chỉnh trong một thế giới của những dòng vốn quốc tế không giới hạn. Nhưng nó lại không dứt khoát về những cơ chế nào sẽ thay thế cho các cơ chế này. Một số nước từ bỏ cơ chế tỷ giá hối đoái cố định mềm nhưng không đi theo cơ chế thả nổi hoàn toàn hay cố định cứng, mà đi theo cơ chế thả nổi có quản lý, trong đó tính linh hoạt của tỷ giá xem ra lại còn bị hạn chế gần như nghiêm ngặt như trước kia. Một số phát biểu của quan điểm lưỡng cực cũng không phân biệt được đầy đủ giữa phản ứng của các nền kinh tế tiên tiến và các nền kinh tế mới nổi. Giữa lúc mà nhóm nước tiên tiến có xu hướng từ bỏ các cơ chế tỷ giá hối đoái trung gian để tìm đến các cơ chế cực đoan thả nổi hoàn toàn hay cố định hoàn toàn như dự đoán, thì xem ra các nước thành viên của nhóm nền kinh tế thị trường mới nổi lại có xu hướng chuyển từ cố định sang thả nổi có quản lý – nghĩa là thực hiện những thay đổi thậm chí còn hạn chế hơn trong các cơ chế trước đây của họ.

3. ĐIỀU GÌ XẢY RA CHO CÁC CƠ CHẾ TỶ GIÁ HỐI ĐOÁI?

Thật ra, đây có phải là điều được thể hiện qua các số liệu gần đây nhất? Trong một nỗ lực trả lời câu hỏi này, chúng tôi xem xét chi tiết hơn những gì đã xảy ra cho các cơ chế tỷ giá hối đoái. Để kể lại câu chuyện cho đến ngày nay, chúng tôi sử dụng số liệu đến năm 2004.[11] Vấn đề then chốt là làm thế nào phân loại các cơ chế tỷ giá hối đoái. Hai chọn lựa là các cơ chế *chính thức* mà các nước thành viên báo cáo cho Quỹ Tiền tệ Quốc tế và các số đo chính sách *thực tế* được xây dựng trên cơ sở động thái của tỷ giá thị trường. Khảo sát của chúng tôi quan tâm đến chính sách tỷ giá thực tế, cho nên chúng tôi sử dụng số liệu về các cơ chế *thực tế*, sử dụng cách phân loại "tự nhiên" của Reinhart và Rogoff và phân loại "đánh giá" của Bubula - Otker - Robe. Cách phân loại của Reinhart- Rogoff (RR) dựa vào động thái tỷ giá hối đoái thực tế và có đặc điểm hấp dẫn là phân biệt giữa bối cảnh lạm phát rất cao và tình trạng mất giá không kiểm soát được (cơ chế "rơi tự do"). Cách phân loại của Bubula- Otker- Robe (BOR) kết hợp tỷ giá thị trường và các thông tin định lượng khác với việc đánh giá bản chất của cơ chế rút ra từ việc thảo luận với các nhà kinh tế học bàn giấy của IMF như một kết quả của việc hội đàm song phương.[12] Các số

[11] Trái với các nghiên cứu trước đây, chúng tôi không sử dụng số liệu cho giai đoạn trước năm 1990 do điều mà chúng tôi nghĩ là sự khác biệt quan trọng về cơ cấu và chính sách kinh tế, mà cụ thể là các biện pháp kiểm soát vốn tràn ngập. Chúng tôi đã trình bày lập luận cho quyết định này trong phần 2 trên đây.

[12] Chúng tôi nghĩ rằng các cách phân loại khác có những đặc điểm làm cho chúng kém phù hợp hơn với mục đích nghiên cứu ở đây. Cách phân loại của Gosh và những người khác (2003) sử dụng các phương pháp tinh xảo để xếp loại các cơ chế theo tần số tương đối nhưng sau đó gộp lại thành ba nhóm tương ứng với phân phối tần số của ba cơ chế này trong các phân loại *chính thức*. (Nói cách khác, các tác giả giả định rằng phân phối tần số chung của các cơ chế *thực tế* là chính xác một cách hợp lý, ngay cả nếu các quan sát riêng lẻ được phân loại sai.) Cách phân loại của

đo BOR được IMF cập nhật cho đến giữa năm 2004. Chúng tôi tự cập nhật các số đo RR từ năm 2001, khi chuỗi số liệu của họ kết thúc, cho đến cuối năm 2004.[13] Chúng tôi không có nhận định gì về chuỗi số đo nào đáng tin cậy hơn; may mắn thay, hoá ra hai số đo đều mang lại cho ta một câu chuyện nhìn chung nhất quán. Có phần nào tuỳ tiện, trong bài viết, chúng tôi tập trung vào số đo BOR, vì nó không phân biệt cơ chế rơi tự do và vì thế nó đưa ra ít cơ chế hơn, và trình bày cô đọng hơn. Để so sánh, các bảng dựa vào phân loại RR sẽ được thảo luận trong Phụ lục 1.

Các bảng biểu đơn giản cho ta thấy sự giảm sút của các cơ chế trung gian. Bảng 1 chứng minh bằng tư liệu tình trạng sụt giảm này từ đầu thập niên 90. Đối với mẫu đầy đủ , tỷ trọng các cơ chế trung gian giảm từ khoảng 70 phần trăm vào năm 1990 xuống 45 phần trăm vào năm 2004. Những nước thay đổi cơ chế chuyển sang cơ chế cố định cứng và thả nổi theo tỉ lệ 3:4.

Bảng 1. Sự tiến hoá của các cơ chế tỷ giá hối đoái: Phân loại của Bubula và Otker- Robe (tỉ lệ phần trăm các thành viên trong mỗi loại cơ chế)

	Tỷ trọng		
	1990	1997	2004*
Tất cả các nước			
Cơ chế cố định cứng[a] (Hard pegs)	15,82	18,48	25,67
Cơ chế trung gian[b] (Intermediate)	68,99	52,72	45,45
Cơ chế thả nổi[c] (Floating)	15,19	28,80	28,88
Tổng	100,00	100,00	100,00
Số nước thành viên	158	184	187
Các nước tiên tiến			
Cơ chế cố định cứng[a]	0,00	4,17	54,17
Cơ chế trung gian[b]	73,91	58.33	4,17
Cơ chế thả nổi[c]	26,09	37,50	41,67
Tổng	100,00	100,00	100,00
Số nước thành viên	23	24	24
Các nước thị trường mới nổi			
Cơ chế cố định cứng[a]	6,67	12,50	12,50
Cơ chế trung gian[b]	76,67	56,25	40,63
Cơ chế thả nổi[c]	16,67	31,25	46,88
Tổng	100,00	100,00	100,00
Số nước thành viên	30	32	32
Các nước đang phát triển			
Cơ chế cố định cứng[a]	21,90	22,66	23,66
Cơ chế trung gian[b]	65,71	50,78	54,20
Cơ chế thả nổi[c]	12,38	26,56	22,14
Tổng	100,00	100,00	100,00
Số nước thành viên	105	128	131

Levy- Yehati và Sturzenegger (2003) khó mà mô phỏng và dẫn đến những kết quả không dứt khoát cho một số quan sát.

[13] Việc làm này tương đối đơn giản vì Reinhart và Rogoff đã hướng dẫn chi tiết tiến trình phân loại của họ. Tuy nhiên, trong một vài trường hợp, chúng tôi không chắc chắn về cách phân loại một số quan sát cụ thể. Chúng tôi giải quyết bằng cách kết hợp khoảng một chục cơ chế của các tác giả vào thành bốn loại chung, cho nên vấn đề có thể được hạn chế đến mức tối thiểu. Chúng tôi xin cảm ơn Carmen Reinhart đã thảo luận về tiến trình.

Chú thích:
* Các tỷ trọng được tính cho tháng 6-2004.
[a] Bao gồm các cơ chế không có đồng tiền riêng chính thức, theo cơ chế uỷ ban tiền tệ hay liên minh tiền tệ.
[b] Bao gồm các cơ chế cố định, cố định theo một tổ hợp, biên độ nằm ngang, biên độ điều chỉnh, cố định điều chỉnh, và cơ chế quản lý chặt.
[c] Bao gồm cơ chế thả nổi có quản lý và thả nổi hoàn toàn.
Nguồn: Các giá trị ước lượng của các tác giả sử dụng phân loại của Bubula và Otker- Robe.

Ẩn chứa đàng sau sự giảm sút đều đặn này là sự khác biệt quan trọng giữa các nước tiên tiến, các thị trường mới nổi và các quốc gia đang phát triển.[14] Ở các nước tiên tiến, các cơ chế trung gian gần như biến mất. Phát hiện này ủng hộ cho quan điểm lưỡng cực đối với nhóm nước mà lần đầu tiên quan điểm này được triển khai. Trong nhóm nước này, xu hướng chủ đạo là hướng tới cố định cứng, phản ánh sự thống nhất tiền tệ ở châu Âu.

Cho dù các thị trường mới nổi cũng phản ánh tình trạng giảm sút các cơ chế trung gian, nhưng các cơ chế này vẫn chiếm hơn một phần ba trong mẫu các nền kinh tế mới nổi. Ở đây, đa số các nước thay đổi cơ chế đã chuyển sang cơ chế thả nổi nhiều hơn là cố định, phản ánh sự thiếu vắng những thoả thuận theo kiểu như Liên minh Tiền tệ châu Âu tại các nơi khác trên thế giới.[15] Tại các nước đang phát triển, sự thịnh hành các cơ chế trung gian một lần nữa cũng giảm xuống, nhưng không nhiều. Ở đây, các cơ chế trung gian chiếm hai phần ba trong mẫu các nước đang phát triển vào năm 1990, hiện vẫn còn chiếm hơn một nửa trong mẫu ngày nay. Cũng như với các thị trường mới nổi, đa số những nước từ bỏ các cơ chế trung gian đã chuyển sang cơ chế thả nổi hơn là cố định cứng. Bản chất từ từ của xu hướng này không cho thấy rằng các cơ chế trung gian sẽ biến mất bên ngoài các nước tiên tiến vào một lúc nào đó nay mai.

Bây giờ ta đặt câu hỏi liệu chòm sao cơ chế tỷ giá hối đoái này rồi sẽ ra sao trong 20 năm nữa nếu các xu hướng hiện tại cứ tiếp diễn. Chúng tôi sử dụng mô hình chuỗi Markov, theo Mason (2001) để ước lượng xác suất chuyển đổi cơ chế. Lưu ý rằng, mô hình này giả định rằng quá khứ sẽ hướng dẫn cho tương lai và xác suất áp dụng một cơ chế trong quãng thời gian tiếp theo chỉ phụ thuộc vào cơ chế hiện tại. Phụ lục 2 mô tả chi tiết hơn việc suy ra các ma trận. Trong Phụ lục 3, chúng tôi cũng trình bày một số ma trận điều chỉnh được xây dựng trên cơ sở các giá trị ước lượng đồng phương sai khác nhau ảnh hưởng như thế nào đến xác suất chuyển đổi cơ chế. Các ma trận này cùng với giả định về sự tiến hoá của các đồng phương sai cho phép ta nới lỏng giả định rằng xác suất chuyển đổi không phụ thuộc vào các đặc điểm quốc gia, và cho phép ta áp dụng các giả định khác về cách thức các đặc điểm chính tiến hoá như thế nào theo thời gian. Các kết quả bổ sung này nên được xem là các phép kiểm nghiệm độ mạnh của các kết quả trình bày trong bài viết.

Đối với toàn bộ mẫu, trạng thái lâu dài nhất là cơ chế cố định cứng, tiếp theo là các cơ chế trung gian, rồi đến các cơ chế thả nổi (bảng 2). Không có trạng thái hấp dẫn và vì thế cũng không có xu hướng các nước hội tụ vào một cơ chế duy nhất hay một tập hợp con các cơ chế. Dòng cuối cùng trong bảng trình bày sự phân phối cơ chế nếu xu hướng hiện nay vẫn tiếp tục trong 20 năm

[14] Định nghĩa các nền kinh tế tiên tiến trùng hợp với định nghĩa các nước công nghiệp trong hệ thống số liệu của Thống kê Tài chính Quốc tế. Tiếp theo Bubula và Otker- Robe (2002), chúng tôi định nghĩa các thị trường mới nổi là các nước bao gồm trong Chỉ số trái phiếu thị trường mới nổi có dấu dương (EMBI+), Chỉ số vốn quốc tế Morgan Stanley (MSCI), Singapore, Sri Lanka và Hong Kong. Đài Loan không được bao hàm trong mẫu các thị trường mới nổi để cho các kết quả tương thích với của Bubula và Otker Robe (2002). Mẫu bao gồm 24 nước tiên tiến, 32 thị trường mới nổi và 131 quốc gia đang phát triển.
[15] Lưu ý rằng các cơ chế thả nổi theo phân loại của BOR cũng bao gồm cơ chế thả nổi có quản lý nhưng không bao gồm "thả nổi có quản lý chặt chẽ", vì cơ chế này được xem là cơ chế trung gian, nhất quán với ý tưởng là các cơ chế thả nổi phải thật sự có gia tăng tính linh hoạt. Chúng ta sẽ quay lại với đề tài này sau.

tiếp theo. Xu hướng này cho thấy rằng trong hai thập niên nữa, 30 phần trăm các nước sẽ có cơ chế cố định, 30 phần trăm có cơ chế thả nổi, và 40 phần trăm sẽ có các cơ chế trung gian. So sánh với chòm sao cơ chế hiện tại, tỷ trọng của các cơ chế trung gian sẽ giảm thêm một cách vừa phải.

Bảng 2. Xác suất chuyển đổi và dự báo năm 2025, phân loại Bubula và Otker- Robe

Cơ chế vào thời đoạn t	Ước lượng xác suất xảy ra cơ chế vào thời đoạn t + 1			
	Các cơ chế cố định cứng	Các cơ chế trung gian	Các cơ chế thả nổi	Tổng số quan sát
Tất cả các nước				
Cơ chế cố định cứng	0,9842	0,0059	0,0099	507
Cơ chế trung gian	0,0121	0,9017	0,0862	1322
Cơ chế thả nổi	0,0043	0,1346	0,8611	691
Tổng				2520
Dự báo năm 2025				
Tỷ trọng trong phân phối tỷ giá hối đoái	29,98	41,64	28,38	
Các nước tiên tiến				
Cơ chế cố định cứng	1,0000	0,0000	0,0000	70
Cơ chế trung gian	0,0876	0,8613	0,0511	137
Cơ chế thả nổi	0,0000	0,0236	0,9764	127
Tổng				334
Dự báo năm 2025				
Tỷ trọng trong phân phối tỷ giá hối đoái	64,42	5,55	30,03	
Các nền kinh tế thị trường mới nổi				
Cơ chế cố định cứng	0,9796	0,0000	0,0204	49
Cơ chế trung gian	0,0000	0,8726	0,1274	259
Cơ chế thả nổi	0,0222	0,1630	0,8148	135
Tổng				443
Dự báo năm 2025				
Tỷ trọng trong phân phối tỷ giá hối đoái	22,01	44,42	33,59	
Các nước đang phát triển				
Cơ chế cố định cứng	0,9820	0,0077	0,0103	388
Cơ chế trung gian	0,0043	0,9158	0,0799	926
Cơ chế thả nổi	0,0000	0,1585	0,8415	429
Tổng				1743
Dự báo năm 2025				
Tỷ trọng trong phân phối tỷ giá hối đoái	20,10	52,45	27,45	

Chú thích: Sự chuyển đổi gần đây nhất là từ tháng 12-2003 đến tháng 6-2004.
Nguồn: Các giá trị ước lượng của các tác giả sử dụng phân loại Bubula và Otker- Robe.

Bức tranh trông sẽ khác đi khi ta thực hiện cùng những phép tính này một cách riêng biệt cho các nước tiên tiến, các thị trường mới nổi, và các quốc gia đang phát triển. Ở các nước tiên tiến, các cơ chế trung gian sẽ tồn tại kém lâu bền nhất trong khi cơ chế cố định cứng là một trạng thái hấp dẫn. Đây chỉ là một cách khác để nói rằng không nước nào từng tham gia EMU từ năm 1999 mà

lìa bỏ liên minh này. Cho đến năm 2025, tỷ trọng cơ chế thả nổi được dự báo sẽ giảm từ 40 phần trăm xuống 30 phần trăm trong mẫu các nước tiên tiến, ta có thể tưởng tượng thông qua việc sẽ có thêm một số nước châu Âu sử dụng đồng euro. Có lẽ cũng không nên dự đoán quá nhiều về điểm này, vốn là một chức năng cơ học của sự kiện là số nước châu Âu tham gia sử dụng đồng euro ngày càng tăng bắt đầu từ năm 1999. Ngầm ẩn ở đây là câu hỏi liệu xu hướng đổ về khu vực đồng euro này có bị đảo ngược trong tương lai hay không; xem phần 6 dưới đây.

Trong số các thị trường mới nổi, cơ chế cố định cứng là cơ chế lâu bền nhất, tiếp theo là các cơ chế trung gian và sau đó là cơ chế thả nổi; lưu ý rằng đây là một xu hướng khác với các nước tiên tiến. Ở đây, ta không thấy sự hỗ trợ mạnh cho quan điểm lưỡng cực. Quả thật, phân tích chuỗi Markov cho thấy rằng tỷ trọng các thị trường mới nổi có cơ chế thả nổi sẽ hạ thấp vào năm 2025 hơn so với ngày nay, đảo ngược xu hướng trong những thập niên gần đây. Điều này phản ánh sự kiện là các cơ chế trung gian sẽ tồn tại bền bỉ hơn các cơ chế linh hoạt trong mẫu các nền kinh tế này.[16] Các cơ chế trung gian này có thể sẽ được áp dụng một cách không thường xuyên, nhưng một khi đã được áp dụng, chúng có xu hướng tồn tại lâu dài. Các kết quả của các nước đang phát triển cũng tương tự.

4. SỰ THAY ĐỔI CỦA CÁC CƠ CHẾ TÀI KHOẢN VỐN

Quan điểm lưỡng cực thừa nhận rằng các cơ chế cố định có xu hướng tồn tại ở những nước tiếp tục áp dụng các biện pháp hạn chế dòng vốn quốc tế. Nói cụ thể ra, một lý do khiến các nước đang phát triển có thể và vẫn tiếp tục hạn chế sự biến thiên tỷ giá hối đoái là vì họ vẫn còn ngăn chặn các áp lực thị trường thông qua áp dụng các biện pháp kiểm soát. Nói tổng quát hơn, câu hỏi điều gì sắp sửa xảy ra cho các cơ chế tỷ giá hối đoái thật ra liên quan đến câu hỏi điều gì đang xảy ra cho các biện pháp kiểm soát . Vì thế, liệu các phát minh tài chính và áp lực toàn cầu hoá có thật sự buộc chính phủ các nước phải từ bỏ các biện pháp kiểm soát tài khoản vốn? Hay là, theo ngôn ngữ của Mark Twain, liệu các báo cáo về sự qua đời của các biện pháp kiểm soát vốn này có phóng đại thái quá hay không?

Cũng như với số liệu về các cơ chế tỷ giá hối đoái, có những chuỗi số liệu về các biện pháp luật pháp hạn chế các dòng vốn. Đáng tiếc thay, gần như toàn bộ đều kết thúc vào giữa hay cuối thập niên 90, trùng hợp sự thay đổi cách lập bảng và báo cáo của IMF về các biện pháp hạn chế đó. Chỉ có một ngoại lệ là chỉ số Chinn- Ito kéo dài chuỗi số liệu nổi tiếng của Grilli và Milesi-Ferretti cho đến năm 2003. Grilli và Milesi- Ferretti (1995) trích lập 4 biến số từ báo cáo hàng năm mang tên *Các cơ chế tỷ giá hối đoái và các biện pháp hạn chế tỷ giá* của IMF: có hay không các biện pháp hạn chế giao dịch tài khoản vốn, có hay không các biện pháp hạn chế tài khoản vãng lai, có hay không các mức tỷ giá khác nhau, và có hay không các qui định các nhà xuất khẩu bán lại ngoại tệ cho nhà nước. Biến số đầu tiên tập trung vào kiểm soát vốn theo định nghĩa hẹp, trong khi ba biến kia xem xét các biện pháp hạn chế tài khoản vãng lai, ứng với xu hướng đặt tên lại các dòng vốn là giao dịch tài khoản vãng lai như một cách né tránh các biện pháp kiểm soát tài chính. Ở đây chúng tôi chỉ tập trung vào chỉ số các biện pháp kiểm soát vốn mà thôi.[17]

Việc phân loại nhị phân cho thấy một xu hướng đều đặn hướng tới mở cửa tài chính nhiều hơn (bảng 3). Tỷ trọng những nước có tài khoản vốn mở tăng lên tại hầu hết các nước tiên tiến (tăng

[16] Chúng ta sẽ trình bày trong phần 4 rằng điều này không có gì ngạc nhiên, vì trong mẫu các nước này, các cơ chế tỷ giá linh hoạt có hạn sẽ được bảo vệ trước các áp lực thị trường bằng các biện pháp kiểm soát vốn.

[17] Phân tích độ nhạy trong Phụ lục 2 sử dụng phân loại và số liệu các biện pháp kiểm soát vốn nhìn chung cũng cho các kết quả tương tự.

34 điểm phần trăm), tiếp theo là các thị trường mới nổi (25 điểm phần trăm) và các nền kinh tế đang phát triển (13 điểm phần trăm). Nói cách khác, cho dù các nước tiên tiến là những nước mở cửa tài chính nhiều nhất vào đầu thời kỳ này, sự phân kỳ giữa những nước này và thế giới đang phát triển vẫn cứ ngày càng tăng lên theo thời gian.

Bảng 3. Sự tiến hoá của các biện pháp kiểm soát vốn (tỉ lệ phần trăm các nước thành viên trong mỗi loại)

	Tỷ trọng		
	1990	1997	2003
Tất cả các nước			
Đóng	77,63	66,87	59,63
Mở	22,37	33,13	40,37
Tổng	100,00	100,00	100,00
Số nước thành viên	152	163	161
Các nước tiên tiến			
Đóng	42,86	18,18	9,09
Mở	57,14	81,82	90,91
Tổng	100,00	100,00	100,00
Số nước thành viên	21	22	22
Các nước thị trường mới nổi			
Đóng	80,00	74,19	54,84
Mở	20,00	25,18	45,16
Tổng	100,00	100,00	100,00
Số nước thành viên	30	31	31
Các nước đang phát triển			
Đóng	84,16	74,55	71,30
Mở	15,84	25,45	28,70
Tổng	100,00	100,00	100,00
Số nước thành viên	101	110	108

Chú thích: Mỗi cấu phần đều bằng 0 khi có các biện pháp kiểm soát vốn và bằng 1 nếu không có các biện pháp kiểm soát vốn.

Nguồn: Các giá trị ước lượng của tác giả sử dụng một trong các cấu phần nhị phân của chỉ số Chin và Ito (các biện pháp kiểm soát vốn).

Các ma trận chuyển đổi (bảng 4) cho thấy rằng sự mở cửa là trạng thái lâu bền nhất tại các nền kinh tế tiên tiến nhưng không lâu bền đối với các nền kinh tế khác. Sự khác biệt nhỏ giữa các cột về độ lớn của các số hạng chéo cộng với sự khác biệt nhỏ của các số hạng không chéo tạo nên ít biến động theo thời gian. Khác biệt lớn nhất về các số hạng không chéo là trong các nền kinh tế tiên tiến, cho thấy xác suất 20 phần trăm các biện pháp hạn chế còn lại sẽ được bãi bỏ vào một năm cho trước.[18] Nhưng vì các nước tiên tiến hiện đã rất gần với giới hạn trên của sự mở cửa hoàn toàn, nên tương đối ít có chỗ để thay đổi thêm trong hai thập niên tới. Tại các nước đang phát triển vẫn còn nhiều chỗ để mở cửa thêm, nhưng ở đây số liệu dự báo cho thấy sự thay đổi rất chậm trong những thập niên sắp đến.

[18] Hai nền kinh tế tiên tiến theo phân loại của Chinn và Ito vẫn còn một hình thức hạn chế tài khoản vốn nhất định vào năm 2003 là Iceland (có một số biện pháp kiểm soát đối với chứng khoán thị trường vốn, các công cụ thị trường tiền tệ, chứng khoán đầu tư tập thể, tài sản phái sinh, đầu tư trực tiếp và giao dịch bất động sản) và Úc (đối với nước này, EAER liệt kê một số biện pháp kiểm soát đối với việc mua và bán xuyên biên giới chứng khoán và các công cụ nợ, một số biện pháp kiểm soát hoạt động tín dụng, và một số biện pháp kiểm soát các giao dịch bất động sản).

Cuối cùng, bảng 5 kết hợp số liệu mở cửa tài khoản vốn với số liệu về cơ chế tỷ giá hối đoái. Ứng với những ràng buộc của chỉ số Chin- Ito, việc phân tích ở đây kết thúc vào năm 2003.[19] Không có thêm nhiều thông tin về các nước tiên tiến ở đây, vì những nước này thật ra đã bãi bỏ các biện pháp kiểm soát vốn và không có dấu hiệu gì cho thấy họ sẽ quay lại với những biện pháp đó. Trong số các thị trường mới nổi và các nước đang phát triển, chúng tôi thấy rằng các cơ chế tỷ giá trung gian hiện tương đối phổ biến ở những nước tương đối đóng cửa hơn so với những nước mở cửa, như dự đoán bởi quan điểm lưỡng cực. Chỉ có một nhóm nhỏ các nước đang phát triển và thị trường mới nổi bãi bỏ các biện pháp kiểm soát vốn là chuyển sang cơ chế cố định cứng: năm 2003, có bốn nước như thế trong bộ số liệu của chúng ta: Bulgaria, Ecuador, Hong Kong và Panama, cả bốn đều là các nước theo cơ chế uỷ ban tiền tệ hay theo dollar hoá. Nhưng một khi các nước tham gia vào ô này, họ có xu hướng ở lại đó: kết hợp giữa cơ chế tỷ giá cố định cứng và tài khoản vốn mở là cơ chế bền bỉ nhất trong các nền kinh tế thị trường mới nổi.

Bảng 4. Xác suất chuyển đổi và dự báo năm 2025: Kiểm soát vốn

Cơ chế vào thời đoạn t	Ước lượng xác suất xảy ra cơ chế vào thời đoạn t + 1		
	Đóng	Mở	Tổng số quan sát
Tất cả các nước			
Đóng	0,9591	0,0409	1443
Mở	0,0470	0,9530	638
Tổng			2081
Dự báo năm 2025			
Tỷ trọng trong phân phối các biện pháp kiểm soát vốn	54,28	45,72	
Các nước tiên tiến			
Đóng	0,7885	0,2115	52
Mở	0,0172	0,9828	232
Tổng			284
Dự báo năm 2025			
Tỷ trọng trong phân phối các biện pháp kiểm soát vốn	7,53	92,47	
Các nước thị trường mới nổi			
Đóng	0,9468	0,0532	301
Mở	0,0800	0,9200	100
Tổng			401
Dự báo năm 2025			
Tỷ trọng trong phân phối các biện pháp kiểm soát vốn	59,84	40,16	
Các nước đang phát triển			
Đóng	0,9706	0,0294	1090
Mở	0,0588	0,9412	306
Tổng			1396
Dự báo năm 2025			
Tỷ trọng trong phân phối các biện pháp kiểm soát vốn	67,27	32,73	

Chú thích: Mỗi cấu phần đều bằng 0 khi có các biện pháp kiểm soát vốn và bằng 1 nếu không có các biện pháp kiểm soát vốn.
Nguồn: Các giá trị ước lượng của tác giả sử dụng một trong các cấu phần nhị phân của chỉ số Chin và Ito (các biện pháp kiểm soát vốn).

[19] Vào thời điểm viết bài này, EAER cung cấp thông tin năm 2004 chỉ cho khoảng một phần ba các nước.

Trong bảng 6 ta thấy phân phối kết hợp của tài khoản vốn và cơ chế tỷ giá hối đoái tiến hoá rất chậm theo thời gian. Dự báo phân phối kết hợp vào năm 2025 xem ra không khác biệt một cách triệt để so với phân phối ngày nay. Nếu quá khứ là sự hướng dẫn cho tương lai, thì sẽ có một tỷ trọng đáng kể các nền kinh tế thị trường mới nổi và các nước đang phát triển ít nhất sẽ duy trì các biện pháp kiểm soát vốn có giới hạn và vẫn vận hành một dạng nào đó của các cơ chế tỷ giá hối đoái trung gian trong hai thập niên nữa.

Bảng 5. Sự thịnh hành của kiểm soát vốn và các cơ chế tỷ giá hối đoái: Chỉ số Chinn và Ito, và phân loại của Bubula và Otker- Robe (tỉ lệ phần trăm các nước thành viên trong từng loại)

	Kiểm soát vốn	Tỷ giá hối đoái	Tỷ trọng		
			1990	1997	2003
Tất cả các nước					
I	Mở cửa	Cố định	3,31	2,47	11,80
II	Mở cửa	Trung gian	14,57	19,75	14,29
III	Mở cửa	Thả nổi	4,64	11,11	14,29
IV	Đóng cửa	Cố định	12,58	14,20	11,80
V	Đóng cửa	Trung gian	54,97	32,72	32,92
VI	Đóng cửa	Thả nổi	9,93	19,75	14,91
Tổng			100,00	100,00	100,00
Số thành viên			151	162	161
Các nước tiên tiến					
I	Mở cửa	Cố định	0,00	0,00	50,00
II	Mở cửa	Trung gian	33,33	45,45	4,55
III	Mở cửa	Thả nổi	23,81	36,36	36,36
IV	Đóng cửa	Cố định	0,00	0,00	0,00
V	Đóng cửa	Trung gian	42,86	13,64	0,00
VI	Đóng cửa	Thả nổi	0,00	4,55	9,09
Tổng			100,00	100,00	100,00
Số thành viên			21	22	22
Các thị trường mới nổi					
I	Mở cửa	Cố định	6,67	6,45	12,90
II	Mở cửa	Trung gian	13,33	12,90	12,90
III	Mở cửa	Thả nổi	0,00	6,45	19,35
IV	Đóng cửa	Cố định	0,00	6,45	0,00
V	Đóng cửa	Trung gian	63,33	45,16	25,81
VI	Đóng cửa	Thả nổi	16,67	22,58	29,03
Tổng			100,00	100,00	100,00
Số thành viên			30	31	31
Các nước đang phát triển					
I	Mở cửa	Cố định	3,00	1,83	3,70
II	Mở cửa	Trung gian	11,00	16,51	16,67
III	Mở cửa	Thả nổi	2,00	7,34	8,33
IV	Đóng cửa	Cố định	19,00	19,27	17,59
V	Đóng cửa	Trung gian	55,00	33,03	41,67
VI	Đóng cửa	Thả nổi	10,00	22,02	12,04
Tổng			100,00	100,00	100,00
Số thành viên			100	109	108

Chú thích: Mỗi cấu phần đều bằng 0 khi có các biện pháp kiểm soát vốn và bằng 1 nếu không có các biện pháp kiểm soát vốn. Trong bảng này, ta sử dụng phân loại Bubula- Otker: (1) Bao gồm các cơ chế tỷ giá mà không có đồng tiền riêng chính thức, theo cơ chế uỷ ban tiền tệ hay liên minh tiền tệ; (2) Bao gồm các cơ chế tỷ giá hối đoái cố định, cố định theo một tổ hợp, biên độ nằm ngang, biên độ điều chỉnh, cố định có điều chỉnh, và quản lý chặt chẽ; (3) Bao gồm cơ chế tỷ giá hối đoái thả nổi có quản lý và thả nổi hoàn toàn.
Nguồn: Các giá trị ước lượng của tác giả sử dụng một trong các cấu phần nhị phân của chỉ số Chinn và Ito (các biện pháp kiểm soát vốn).

Bảng 6. Xác suất chuyển đổi và dự báo năm 2025: Chỉ số Chinn- Ito và phân loại Bubula và Otker- Robe

	Kiểm soát vốn	Cơ chế tỷ giá hối đoái	Ước lượng xác suất cơ chế trong thời đoạn t + 1						
			I	II	III	IV	V	VI	Tổng số quan sát
Tất cả các nước									
I	Mở cửa	Cố định	0,9643	0,0000	0,0000	0,0357	0,0000	0,0000	112
II	Mở cửa	Trung gian	0,0311	0,8416	0,0621	0,0031	0,0621	0,0000	322
III	Mở cửa	Thả nổi	0,0000	0,0837	0,8916	0,0000	0,0049	0,0197	203
IV	Đóng cửa	Cố định	0,0187	0,0000	0,0000	0,9627	0,0037	0,0149	268
V	Đóng cửa	Trung gian	0,0025	0,0415	0,0025	0,0000	0,8642	0,0893	795
VI	Đóng cửa	Thả nổi	0,0000	0,0054	0,0404	0,0081	0,1456	0,8005	371
Tổng									
Dự báo năm 2025									
Tỷ trọng trong phân phối nhị biến			17,61	14,78	14,58	15,90	23,53	13,59	
Các nước tiên tiền									
I	Mở cửa	Cố định	1,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	42
II	Mở cửa	Trung gian	0,103	0,828	0,046	0,000	0,023	0,000	87
III	Mở cửa	Thả nổi	0,000	0,019	0,961	0,000	0,000	0,019	103
IV	Đóng cửa	Cố định	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0
V	Đóng cửa	Trung gian	0,050	0,175	0,000	0,000	0,700	0,075	40
VI	Đóng cửa	Thả nổi	0,000	0,000	0,167	0,000	0,083	0,750	12
Tổng									
Dự báo năm 2025									
Tỷ trọng trong phân phối nhị biến			63,02	4,78	28,28	0,00	1,19	2,73	

Bảng 6. (tiếp theo) Xác suất chuyển đổi và dự báo năm 2025: Chỉ số Chinn- Ito và phân loại Bubula và Otker- Robe

	Kiểm soát vốn	Cơ chế tỷ giá hối đoái	Ước lượng xác suất cơ chế trong thời đoạn t + 1						
			I	II	III	IV	V	VI	Tổng số quan sát
Các nước thị trường mới nổi									
I	Mở cửa	Cố định	0,9667	0,0000	0,0000	0,0333	0,0000	0,0000	30
II	Mở cửa	Trung gian	0,0000	0,7021	0,1489	0,0000	0,1489	0,0000	47
III	Mở cửa	Thả nổi	0,0000	0,2174	0,7826	0,0000	0,0000	0,0000	23
IV	Đóng cửa	Cố định	0,2000	0,0000	0,0000	0,7333	0,0000	0,0667	15
V	Đóng cửa	Trung gian	0,0000	0,0464	0,0052	0,0000	0,8247	0,1237	194
VI	Đóng cửa	Thả nổi	0,0000	0,0000	0,0326	0,0326	0,1739	0,7609	92
Tổng									
Dự báo năm 2025									
Tỷ trọng trong phân phối nhị biến			17,51	15,46	14,24	4,22	31,08	17,46	
Các nước đang phát triển									
I	Mở cửa	Cố định	0,9250	0,0000	0,0000	0,0750	0,0000	0,0000	40
II	Mở cửa	Trung gian	0,0053	0,8830	0,0479	0,0053	0,0585	0,0000	188
III	Mở cửa	Thả nổi	0,0000	0,1299	0,8312	0,0000	0,0130	0,0260	77
IV	Đóng cửa	Cố định	0,0079	0,0000	0,0000	0,9763	0,0040	0,0119	253
V	Đóng cửa	Trung gian	0,0000	0,0303	0,0018	0,0000	0,8895	0,0784	561
VI	Đóng cửa	Thả nổi	0,0000	0,0075	0,0375	0,0000	0,1386	0,8165	267
Tổng									
Dự báo năm 2025									
Tỷ trọng trong phân phối nhị biến			3,25	20,07	9,66	16,52	33,69	16,90	

Nguồn: Các giá trị ước lượng của tác giả. Xem chú thích bảng 5.

Tóm lại, phân tích ở đây cho thấy rằng sự phân biệt giữa các nước tiên tiến và các nền kinh tế đang phát triển có một ý nghĩa khi ta chọn lựa cơ chế tỷ giá hối đoái và tài khoản vốn. Các nước tiên tiến gần như đã đi hết con đường mở cửa tài khoản vốn và khi làm điều đó, họ cũng từ bỏ các cơ chế tỷ giá hối đoái trung gian được đặc trưng bởi tính linh hoạt có hạn, và thiên về các cơ chế cố định cứng hay thả nổi hoàn toàn. Ngược lại, các thị trường mới nổi và các nước đang phát triển chỉ mới đi được một đoạn đường có hạn theo chiều hướng này. Cho dù họ thể hiện sự xa rời các cơ chế trung gian để thiên về các cơ chế tỷ giá thả nổi tự do hơn, nhưng tiến bộ vẫn còn chậm. Sự chuyển đổi thậm chí còn chậm hơn trong chiều hướng mở cửa tài khoản vốn nhiều hơn. Nếu phân tích chuỗi Markov về kinh nghiệm quá khứ là một hướng dẫn cho tương lai, thì trong hai thập niên nữa cũng chỉ có một tỷ trọng nhỏ các nước này sẽ có các tài khoản vãng lai mở cửa hơn.

Một điều khác cũng trở nên rõ ràng hơn qua bảng này là sự khác biệt của châu Âu. Không có bằng chứng gì cho thấy có sự chuyển dịch trên qui mô lớn từ các cơ chế trung gian đến các cơ chế cố định cứng (dưới hình thức liên minh tiền tệ) tương tự như vậy ở các nước khác trên thế giới. Tiếp theo, điều này đã nảy sinh thêm hai câu hỏi nữa. Thứ nhất, tại sao châu Âu lại khác? Và thứ hai, việc sửa đổi thì khó khăn và không thể đảo ngược như thế nào?

5. TẠI SAO CÁC THỊ TRƯỜNG MỚI NỔI LẠI KHÁC BIỆT?

Sự kiện nổi bật trước tiên qua các kết quả nghiên cứu của chúng tôi là sự miễn cưỡng từ bỏ các cơ chế tỷ giá hối đoái linh hoạt có giới hạn hay kém linh hoạt của các thị trường mới nổi. Điều gì giải thích cho nhận định này?

Câu trả lời đơn giản là nhiều thị trường mới nổi thiếu những điều kiện tiên quyết cần thiết để thực hiện các cơ chế thay thế. Một phần quen thuộc trong lập luận này là: hình thức lâu bền nhất của cơ chế tỷ giá cố định cứng (hard peg), trong đó đồng tiền quốc gia được thay thế bởi một đồng tiền quốc tế, hiện có ở châu Âu nhưng vẫn chưa xuất hiện ở các nơi khác trên thế giới. Các cơ chế cố định đơn phương (unilateral fixes) (uỷ ban tiền tệ, euro hoá và dollar hoá chính thức) thì kém hấp dẫn hơn vì đòi hỏi đất nước phải từ bỏ toàn bộ quyền kiểm soát chính sách tiền tệ của mình. Trong các liên minh tiền tệ như của châu Âu, mỗi nước tham gia ít nhất cũng giữ lại sự kiểm soát có hạn dưới hình thức quyền bỏ phiếu trong ban thống đốc Ngân hàng Trung ương châu Âu (ECB). Nhưng điều này hàm ý sự sẵn lòng hình thành một ngân hàng trung ương liên quốc gia, mà tiếp đến lại có nghĩa là một mức độ thống nhất cao về chính trị. Do đó, các cơ chế cố định đơn phương chỉ hấp dẫn đối với những nước ở vào những tình huống ngoại lệ trong đó sự hy sinh tính tự chủ về chính sách là có thể chấp nhận được: các xã hội "hậu xung đột" (Bosnia, Ecuador, El Salvador), những nước mới vực dậy sau tình trạng siêu lạm phát (Argentina), những nước đang đấu tranh với sự giải tán cơ chế xã hội chủ nghĩa (Bulgaria, Estonia), và những nước ở vào những tình huống chính trị đặc biệt (Hong Kong). Các cơ chế cố định khác này cũng kém tin cậy hơn: việc từ bỏ cơ chế sẽ dễ dàng hơn vì quyết định cố định tỷ giá không phải là một phần trong một mạng lưới các thương thảo kinh tế và chính trị đan xen lẫn nhau như ở liên minh châu Âu. Khi áp lực xô đẩy đến mức phải lựa chọn, đất nước có thể từ bỏ cơ chế tỷ giá cố định đơn phương, như Argentina vào năm 2001.

Các kết luận này vẫn còn gây nhiều tranh cãi. Có những người nồng nhiệt cổ vũ cho cơ chế uỷ ban tiền tệ, họ vẫn tin rằng đó là làn sóng của tương lai. Tương tự, cũng có những người say sưa tán thành liên minh tiền tệ ở những khu vực khác, như châu Á, họ tin rằng những điều kiện tiên quyết cho sự vận hành một cơ chế cố định tập thể dẫn đến việc ban hành một đồng tiền khu vực chẳng mấy chốc sẽ phát triển. Mọi người sẽ thấy rõ ràng rằng chúng tôi là những

kẻ hoài nghi. Chúng tôi nghĩ số liệu sẽ giúp ta làm rõ điều này. Tuy các cơ chế cố định không biến mất, chúng cũng chẳng phát triển phổ biến hơn bên ngoài các nước công nghiệp tiên tiến, cụ thể là ở châu Âu, nơi mà liên minh tiền tệ là một sự thay thế có khả năng tồn tại.[20] Đối với các nước đang phát triển, tình trạng thiếu vắng cơ chế được mến mộ này, do thiếu các điều kiện chính trị tiên quyết, đã khép lại một lối thoát khỏi các cơ chế trung gian.

Một lý do khác khiến cho lối thoát khỏi các cơ chế trung gian bị hẹp lại tại các nước đang phát triển là do chưa có các điều kiện tiên quyết để mở cửa thị trường vốn. Điều này đưa ta đến với sự kết nối giữa tự do hoá tài khoản vốn và cơ chế tỷ giá hối đoái đã được làm rõ trong phần trên đây. Lập luận được trình bày từ hai phần. Thứ nhất, tại những nước kém phát triển nhất, điều kiện tiên quyết để tự do hoá tài khoản vốn nhanh chóng vẫn chưa có. Nhu cầu phải củng cố các chính sách kinh tế vĩ mô, hệ thống tài chính, qui định và giám sát thận trọng, tính minh bạch và quản trị nội bộ công ty trước khi tự do hoá tài khoản vốn là kết luận chính rút ra từ tư liệu nghiên cứu về các cuộc khủng hoảng tài chính thập niên 90; điều này hiện đã trở thành nhận thức sáng suốt chung ngay cả trong Quỹ tiền tệ Quốc tế.[21] Đáng tiếc thay, việc xây dựng những điều kiện tiên quyết này phải mất thời gian. Hệ thống ngân hàng với sự kiểm soát nội bộ và giám sát thận trọng, cùng các cơ quan giám sát triển khai các thông lệ thực hành tiên tiến không thể phát triển được ngay trong một sớm một chiều. Các thị trường tài chính có tính thanh khoản và phát triển theo chiều sâu, cung cấp nhiều công cụ tài chính đa dạng, bao gồm các công cụ phái sinh, mà cùng với chúng, rủi ro nước ngoài có thể được tự bảo hiểm một cách hữu hiệu lại càng phải có những yêu cầu về thông tin và qui định nghiêm ngặt hơn; đó là lý do giải thích tại sao hệ thống ngân hàng phát triển trước thị trường chứng khoán tại các nước thu nhập thấp. Quản trị nội bộ công ty hữu hiệu đòi hỏi môi trường thông tin phát triển tốt để các nhà đầu tư bên ngoài có thể giám sát hành động của người trong nội bộ công ty và một hệ thống xác lập quyền của người cho vay một cách vững chắc để họ có thể cưỡng chế việc đòi hỏi các sản quyền của họ. Có những đặc điểm thể chế phân biệt giữa các nước tiên tiến và những nền kinh tế kém phát triển hơn về kinh tế và tài chính. Và việc xây dựng các điều kiện tiên quyết cho một trình độ phát triển kinh tế và tài chính cao thì không thể chỉ làm trong ngày một ngày hai. Điều này giải thích tại sao có tương đối ít các nước đang phát triển có thể mở cửa hoàn toàn tài khoản vốn và số lượng những nước duy trì các biện pháp kiểm soát tài khoản vốn đáng kể sẽ chỉ giảm xuống một cách từ từ trong những thập niên sắp tới.

Thứ hai, mức độ linh hoạt cao của tỷ giá hối đoái có thể trở thành trục trặc khi khả năng lưu chuyển vốn bị hạn chế. Điều kiện tiên quyết thiết yếu để có mức độ linh hoạt cao của tỷ giá hối đoái là phải có các thị trường tài chính và công cụ tài chính để cùng với chúng, các tác nhân của khu vực tư nhân, mà cụ thể là các công ty ngoài lĩnh vực tài chính, có thể tự bảo hiểm trước rủi ro bảng cân đối kế toán của họ. Những công ty có nghĩa vụ nợ bằng ngoại tệ có thể gặp rắc rối khi đồng tiền mất giá; họ sẽ muốn tự bảo hiểm trước rủi ro này thông qua hoán đổi rủi ro với ngân hàng. Ngân hàng sẽ muốn tự bảo hiểm rủi ro thông qua hoán đổi rủi ro này với các dân cư nước ngoài. Nhưng điều đó sẽ không thể làm được, hoặc chỉ làm được ở một mức độ có hạn, nếu như các biện pháp kiểm soát tài khoản vốn vẫn còn. Trong bất luận trường hợp nào, hệ thống ngân hàng phải được kiện toàn trước khi có thể được tin cậy để ra những quyết định vững chắc về việc cung ứng hợp đồng kỳ hạn cho các doanh nghiệp ngoài lĩnh vực tài chính (vốn phải được bổ sung, các ngân hàng quốc doanh phải được thương mại hoá, và mức độ mạng lưới an toàn của chính phủ chỉ nên có hạn để ngăn chặn hành vi chấp

[20] Lẽ dĩ nhiên, khả năng tồn tại là trong mắt của người chứng kiến (xem phần 6 dưới đây).
[21] Tìm đọc nghiên cứu của IMF (2005).

nhận rủi ro thái quá và cho vay theo sự chỉ đạo chính trị). Phải làm được những điều này thì việc mở cửa tài khoản vốn mới là khôn ngoan và thận trọng.

Khi không có những điều này – như là các ngân hàng và doanh nghiệp quản lý rủi ro ngoại tệ một cách thận trọng, sự sẵn có các công cụ tự bảo hiểm rủi ro v.v… - thì mức độ biến động mạnh của tỷ giá hối đoái có thể dẫn đến bất ổn về mặt kinh tế và tài chính. Vì thế, ở những nước mà nhịp độ phát triển thị trường và thể chế chậm buộc họ phải giữ lại các biện pháp kiểm soát vốn và họ sẽ muốn quản lý tỷ giá hối đoái để hạn chế biến động. Đây là lý do thiết yếu khiến chúng ta không thấy nhiều nước đang phát triển từ bỏ các cơ chế trung gian để thiên về các cơ chế linh hoạt hơn. Điều này không có ý muốn nói rằng họ không thể chuyển dịch được ít nhiều theo chiều hướng này. Quả thật, kết luận khác từ tư liệu "cơ cấu" của thập niên 90 cho rằng ít nhất cũng có chút ít linh hoạt về tỷ giá đạt được trước khi tự do hoá hoàn toàn tài khoản vốn.

Tính biến động cảnh báo các doanh nghiệp và ngân hàng về tầm quan trọng của việc không tự gánh chịu rủi ro ngoại hối thái quá. Sự kiện tỷ giá hối đoái có thể biến thiên theo hai chiều trên cơ sở hàng ngày ngăn các nhà đầu tư không dám đầu tư hết vào một bên của thị trường, vì họ có thể gánh chịu thua lỗ nếu sự đánh cược vào chiều hướng thay đổi tỷ giá hối đoái tương lai của họ hoá ra lại sai lầm. Tiếp đến, điều này sẽ giúp hạn chế dòng vốn một chiều và các đợt áp lực đầu cơ.

Đây chính là cơ sở cho lập luận rằng Trung Quốc nên thay đổi cơ chế tỷ giá hướng tới ít nhiều linh hoạt hơn cho dù các biện pháp kiểm soát vốn vẫn còn. Nhưng đất nước này vẫn nên tiếp tục quản lý cơ chế tỷ giá linh hoạt để hạn chế biến động cho đến khi nào phát triển và cải cách tài chính đạt thêm nhiều tiến bộ đáng kể và hầu hết các biện pháp hạn chế sự lưu chuyển vốn còn lại có thể được dỡ bỏ. Vì việc phát triển thể chế nhất thiết phải mất thời gian, đất nước có thể vẫn còn nằm trong trạng thái chuyển đổi, ở ranh giới giữa một cơ chế trung gian và cơ chế thả nổi trong một quãng thời gian đáng kể. Nhiều nước đang phát triển khác cũng thế. Đó là lý do khiến ta không thấy họ nhanh chóng từ bỏ các cơ chế tỷ giá hối đoái trung gian.

6. TẠI SAO CHÂU ÂU LẠI KHÁC BIỆT?

Thế ngoại lệ của châu Âu thì sao? Lập luận của chúng ta là châu Âu khác biệt vì chỉ có khu vực này có khả năng thoả mãn các điều kiện tiên quyết của một liên minh tiền tệ (điều này có thể vẫn còn đúng trong tương lai có thể thấy trước). Không phải là châu Âu so với các khu vực khác đã đến gần hơn với sự thỏa mãn những tiêu chí của khu vực tiền tệ tối ưu, nhấn mạnh vào sự rối loạn bất cân xứng và sự gia tăng mức độ lưu chuyển lao động. Một loạt nghiên cứu ra sức ước lượng tình trạng rối loạn bất cân xứng và so sánh châu Âu với châu Á đã không đi đến sự khác biệt bậc nhất giữa hai châu lục (ví dụ, tìm đọc nghiên cứu của Bayoumi và Eichengreen, 1994 và Zhang và những người khác, 2003). Tương tự, so sánh khả năng lưu chuyển lao động cũng không cho thấy mức độ cao hơn ở châu Âu so với châu Á (Goto và Hamada, 1994). Ngay cả những nghiên cứu sử dụng số liệu gần đây cũng không cho thấy mức độ lưu chuyển lao động ở châu Âu có độ lớn và tần suất phù hợp với sự điều chỉnh có tính chu kỳ (Peri, 2005).

Thay vì thế, sự khác biệt cơ bản giữa châu Âu và châu Á phù hợp với tính khả thi của một liên minh tiền tệ không nằm ở cơ cấu kinh tế mà nằm ở sở thích chính trị (tìm đọc nghiên cứu của Bayoumi và những người khác, 2000, trong số nhiều nghiên cứu khác nữa; Eichengreen và Taylor, 2004; Katzenstein, 2005). Ta hãy xem thử thách đối với một nhóm nước châu Á

và châu Mỹ Latinh đang suy tính việc thành lập một liên minh tiền tệ chẳng hạn. Một đồng tiền khu vực duy nhất đòi hỏi sự ra đời của một ngân hàng trung ương khu vực. Việc thành lập và điều hành một tổ chức như vậy đòi hỏi sự đồng thuận về cách thức ra quyết định và cách thức những người ra quyết định đó phải có trách nhiệm giải trình như thế nào. Gần như ngay lập tức điều này sẽ đặt ra câu hỏi liệu có bao nhiêu quốc gia sẽ được đại diện trong uỷ ban chính sách của ngân hàng – tất cả các nước hay chỉ có một nhóm nước vào một thời điểm nào đó? Các quan điểm của họ sẽ được tổng hợp như thế nào? Liệu đa số có được phép áp đảo ý muốn của một thiểu số không hài lòng, mà xem ra là cần thiết để phản ứng nhanh trước các sự kiện phát sinh, hay các quyết định sẽ phải được nhất trí đồng lòng?

Ngay cả nếu các quyết định chính sách hàng ngày được uỷ thác cho một ban điều hành gồm các chuyên gia độc lập không có liên hệ gì đặc biệt đối với việc trực tiếp vận hành quốc gia, vẫn sẽ phải có một cơ chế để các nhà hoạch định chính sách chịu trách nhiệm giải trình về mặt chính trị cho các quyết sách của họ. Ngược lại với châu Âu, châu Á hay châu Mỹ Latinh đều không có một tổ chức chính trị đối ứng với một ngân hàng trung ương khu vực để các nhà hoạch định chính sách của ngân hàng sẽ phải báo cáo với tổ chức đó và có thể kiểm soát họ nếu các quyết định của họ không thể chấp nhận được về mặt chính trị và hiến pháp. Điều này ý muốn nói rằng, ở châu Á hay châu Mỹ Latinh không có một tổ chức nào tương đương với Quốc hội châu Âu và Toà tư pháp châu Âu. Đây là công thức để tổ chức *hoặc* một ngân hàng trung ương phụ thuộc về mặt chính trị và được chính trị hoá cao độ, mà các thành viên điều hành sẽ báo cáo trực tiếp cho chính phủ quốc gia họ và xem họ như đại diện của quốc gia, đối lập với quyền lợi khu vực tổng quát hơn, *hoặc* để tổ chức một ngân hàng trung ương không có trách nhiệm giải trình về mặt chính trị mà các nhà lãnh đạo kỹ trị của ngân hàng sẽ tự do ra quyết định không màng đến các hệ quả bao quát hơn. Phương án thứ nhất sẽ không hiệu quả về mặt kinh tế, trong khi phương án thứ hai thì không thể chấp nhận được về mặt chính trị. Vậy thì, vấn đề là liệu có thể hay không xây dựng được một ngân hàng trung ương khu vực đồng thời không cần phải theo đuổi một quá trình hội nhập chính trị bao quát hơn mà xem ra không được mặn mà ưa chuộng cho lắm ở châu Á hay châu Mỹ Latinh. Kinh nghiệm ở châu Âu, nơi mà hội nhập tiền tệ và chính trị cùng tay trong tay song hành, cho thấy rằng câu trả lời là "không".

Vào nửa đầu năm 2005, việc thương thảo về Công ước hiến pháp châu Âu cho thấy rằng các biện pháp xa hơn theo chiều hướng hội nhập chính trị nâng đỡ cho sự thống nhất tiền tệ xem ra đã hội đủ các yếu tố thắng lợi. Việc triệt tiêu rủi ro tỷ giá và gia tăng sự minh bạch về giá gắn liền với sự ra đời của một đồng tiền chung duy nhất xem ra đã thúc đẩy mạnh mẽ sự phát triển thị trường tài chính châu Âu. Khu vực đồng euro dường như đang hoạt động thuận buồm xuôi gió. Lãnh thổ của đồng euro xem ra đang mở rộng, với sự tham gia của Hy Lạp và trong tương lai là các nền kinh tế Trung và Đông Âu đã gia nhập châu Âu từ năm 2004. Chỉ có những nước châu Âu với các cơ chế lạm phát mục tiêu đang vận hành tốt và tỷ giá hối đoái tương đối linh hoạt (Thụy Điển, Anh) dường như vẫn hài lòng với việc đứng ngoài liên minh tiền tệ.

Ý kiến của Pháp và Hà Lan trong dự thảo hiến pháp châu Âu đã thử thách giả định này. Họ làm cho các nước tham gia thị trường sửa đổi lại dự thảo theo chiều hướng giảm khả năng có thêm các nước tham gia sử dụng đồng euro vào những ngày đầu. Họ làm cho bộ trưởng phúc lợi của Ý Roberto Maroni phải đề xuất rằng Ý sẽ không sử dụng đồng tiền chung và sử dụng lại đồng lira. Khi đó báo chí đưa tin về khả năng khu vực đồng eurro phải bị giải tán đã được

đưa ra thảo luận tại cuộc họp cấp cao của các quan chức tài chính Đức.[22] Những diễn tiến này đặt ra một thử thách cho giả định, rút ra từ phần 3 và 4 trên đây, về tính bền vững của sự chuyển đổi hướng tới một bên là sự cố định cứng và thống nhất tiền tệ, và một bên là thả nổi tự do hơn – và về ý tưởng là tiến bộ quá khứ theo chiều hướng này xem ra sẽ không bị đảo ngược.

Cuộc trưng cầu ý kiến về hiến pháp châu Âu không phải là trưng cầu ý kiến về đồng euro. Mà cũng chẳng có sự khủng hoảng niềm tin vào khả năng của ECB thực hiện chính sách tiền tệ. Tuy rằng Ngân hàng Trung ương châu Âu bị chỉ trích, nhưng những lời chỉ trích được chia đều giữa những người ưa thích quan điểm tiền tệ hơi thắt chặt hơn và những người muốn nới lỏng hơn. Những người ưa chuộng chính sách thắt chặt nhận định rằng lạm phát trong khu vực đồng euro tiếp tục vượt quá mức trần 2 phần trăm đặt ra cho giới hạn mục tiêu của ECB. Những người cổ vũ chính sách nới lỏng nêu lên sự tăng trưởng chậm của nền kinh tế châu Âu và sức mạnh của đồng euro, tạo ra khả năng xảy ra áp lực giảm phát sắp tới.

Những tranh cãi này không ngừng được báo chí đưa tin. Báo chí bán chạy. Nhưng đó chỉ đơn thuần là chuyện thường ngày của các cuộc tranh luận chính sách tiền tệ. Ở một mức độ nào đó, sự kiện một nửa giới phê bình ECB cho rằng chính sách quá thắt chặt trong khi nửa kia lại nghĩ chính sách quá nới lỏng là một chỉ báo cho thấy rằng mọi sự đang tiến triển đúng như nó phải như vậy; nếu mọi lời chỉ trích đều nhắm vào một bên của cuộc tranh luận, thì đó là biểu hiện cho thấy rõ ràng ngân hàng trung ương đang đi sai đường.

Trên thực tế, vẫn còn chút ít thảo luận nghiêm túc về việc từ bỏ đồng euro. Có lẽ ngoại trừ những chính khách tìm kiếm sự quảng cáo rầm rộ, người ta vẫn không rõ liệu một chính sách tiền tệ dễ dãi hơn có giải quyết được vấn đề tăng trưởng hay củng cố kỹ cương ngân sách của nước Ý hay không. Người ta cũng không biết chắc việc có một đồng tiền riêng có làm cho đất nước dễ dàng trả nợ hơn hay không. Người ta cũng không biết áp lực lên giá đồng tiền gây ra do tình trạng mất giá USD và việc các nước châu Á không muốn cho tỷ giá hối đoái của họ thay đổi so với USD liệu có đỡ hơn hay không nếu có nhiều đồng tiền châu Âu hơn. Nói cách khác, tuy rằng đồng euro và ECB có làm vật bung xung tiện lợi cho các chính khách có tinh thần dân tuý, gần như chẳng có lý do gì để cho rằng bất cứ thành viên nào trong khu vực đồng euro sẵn sàng nghiêm túc suy nghĩ đến việc từ bỏ đồng tiền này, ít ra là chưa có.

Việc xem xét lại sẽ xảy ra nếu và chỉ nếu ECB phải đối phó với một cuộc khủng hoảng lớn. Ví dụ, thử tưởng tượng rằng vòng xoắn ốc các khoản nợ công hay nợ của chính phủ của Ý vượt ra ngoài tầm kiểm soát, dẫn các nhà đầu tư đến chỗ đặt vấn đề về sự sẵn lòng và khả năng của chính phủ về việc đáp ứng được các nghĩa vụ của họ. Hậu quả có thể là việc bán tống bán tháo nợ của Ý và lãi suất tăng mạnh, làm trầm trọng thêm các nhược điểm về ngân sách. Mối đe doạ vỡ nợ có thể lây lan trên các thị trường tài chính châu Âu.

Đến lúc này đây, ECB sẽ có một lựa chọn khó khăn. Một mặt ECB có thể ngoảnh mặt làm ngơ và để cho các sự kiện diễn tiến theo chiều hướng của nó. Làm thế sẽ dạy cho chính phủ nước mắc lỗi một bài học. Chính phủ đó sẽ phải tự dọn sạch cơn hỗn loạn tài chính của họ, có lẽ bằng những tổn thất đáng kể cho các cử tri. Đây sẽ là một lời nhắc nhở tử tế cho chính phủ những nước khác có những rủi ro chính sách tương tự.

[22] 'Italian Ministers Says Italy Should Study Leaving Euro', *Reuter*s (3-6-2005. 7:28 AM ET) "Euro Plumbs 7 ½ Month Low on EMU Failure Report', *Reuters* (1-6-2005, 8:16 AM ET).

Không nên đánh giá thấp khả năng ECB phản ứng theo cách này. Làm như thế sẽ nhất quán với điều khoản không bảo lãnh trong luật pháp châu Âu và nhất quán với mối quan ngại về tâm lý ỷ lại của các quan chức ECB. Thái độ đó cũng nhất quán với sự miễn cưỡng của công dân châu Âu khi cân nhắc các bước đi ban đầu theo chiều hướng hội nhập chính trị sâu sắc hơn.

Như một sự lựa chọn, ECB cũng có thể lo lắng rằng những trục trặc trên thị trường nợ của Ý có thể lây lan sang các thị trường tài chính khác và đe doạ khả năng chi trả của các ngân hàng lớn. Sợ rằng tình trạng lây lan đó có thể dẫn đến sự tan chảy, ECB có thể phản ứng giống Fed từng phản ứng trước sự sụp đổ của tổ chức Quản lý vốn dài hạn vào năm 1998. Bơm thêm thanh khoản vào các thị trường tài chính châu Âu sẽ giúp tránh được tình trạng lây lan các trục trặc tài chính của Ý và tránh được sự kết tủa thành một cuộc khủng hoảng lan rộng. Bản chất lựa chọn bất lợi cố hữu của các ngân hàng trung ương cho thấy rằng ECB có lẽ sẽ không để cho cuộc khủng hoảng của Ý xảy ra ngay cả nếu chỉ có một xác suất nhỏ là nó sẽ kết tủa thành một trận tan chảy tài chính. Nhưng điều này có thể lại càng khuyến khích thêm tình trạng bên bờ vực thẳm tài chính của chính phủ các nước. Nếu phản ứng đó trở nên chính qui, đồng euro khi đó sẽ trở thành một cỗ máy lạm phát.

Vậy ECB sẽ phản ứng theo cách nào? Cách nào tốt hơn? Bởi vì chúng ta chưa từng thấy một cuộc khủng hoảng nợ nghiêm trọng ở một nước châu Âu lớn trong thời đại ngày nay, cho nên ta chỉ có thể dự đoán câu trả lời mà thôi. Tương tự, ngân hàng trung ương cũng buộc phải dự đoán. Họ sẽ phải có một lựa chọn khó khăn.

Bất luận quyết định như thế nào, họ cũng sẽ bị chỉ trích kịch liệt. Nếu ECB phản ứng bằng cách bơm thêm thanh khoản vào hệ thống tài chính, họ sẽ bị chỉ trích là bơm thêm lạm phát và dung túng hành vi hoang phí ngân sách. Nếu họ làm ngơ và tình trạng bất ổn tài chính phát sinh, họ sẽ bị buộc tội lơ là trách nhiệm chính của họ là bình ổn hoạt động thanh toán và hệ thống tài chính châu Âu. Đến đây, dân cư châu Âu gần như chắc chắn sẽ thử thách ý tưởng là tại sao lại trao trọng trách ra quyết định quan trọng như vậy cho các nhà kỹ trị tiền tệ ẩn danh mà không chịu trách nhiệm chính trị trước bất kỳ ai. Sự thiếu vắng một đối tác chính trị có khả năng duy trình trách nhiệm giải trình của ECB về các hành động của họ và thực hiện các biện pháp chế tài cho những quyết định được tư vấn yếu kém khi đó sẽ trở thành một vấn đề quan trọng. Khi nguy cơ lên cao đến thế, người dân châu Âu không thể tránh khỏi đặt câu hỏi liệu họ có trở nên khấm khá hơn chăng với các nhà hoạch định chính sách tiền tệ quốc gia trực tiếp chịu trách nhiệm giải trình trước hệ thống chính trị quốc gia – nghĩa là, với các đồng tiền quốc gia và các ngân hàng trung ương quốc gia chứ không phải đồng euro và ECB.

Không một điều gì trong những điều này làm cho việc biến mất của đồng euro trở nên không thể tránh khỏi, hoặc thậm chí ngay cả có khả năng xảy ra. Một loạt những sự kiện có xác suất thấp sẽ phải xảy ra trước khi tình huống này xảy ra. Một chính phủ châu Âu to lớn sẽ phải rơi vào tình trạng khó khăn tài chính nghiêm trọng. Những hệ lụy bất lợi của phản ứng của ECB sẽ phải nghiêm trọng: một cuộc khủng hoảng tài chính nếu họ không làm gì cả, hay lạm phát nổ ra nếu họ bơm thêm thanh khoản. Không có gì chắc chắn một sự kiện nào trong những sự kiện này sẽ xảy ra, chứ đừng nói gì đến một chuỗi sự kiện. Nhưng nếu xảy ra, nó nhắc nhở ta về khó khăn của việc điều hành một liên minh tiền tệ mà không có một liên minh chính trị. Khi đó, các ma trận chuyển đổi của phần 3 dựa vào số liệu lịch sử, cho thấy sự chuyển dịch hơn nữa của châu Âu xa rời các cơ chế thả nổi để tiến tới liên minh tiền tệ, xem ra không còn là một hướng dẫn chính xác cho tương lai được nữa.

7. Ý NGHĨA

Như vậy, rốt cuộc ta học hỏi được gì từ phân tích kinh nghiệm tiền tệ quốc tế gần đây?

Phân tích của chúng tôi cho thấy rằng khi khả năng lưu chuyển vốn tiếp tục gia tăng, nhiều nước sẽ quyết định từ bỏ nền tảng bất ổn của các cơ chế tỷ giá cố định mềm và thả nổi có quản lý chặt chẽ. Ở các nước tiên tiến, nơi mà các biện pháp kiểm soát vốn giờ chỉ còn là chuyện quá khứ, sự chuyển đổi này nhìn chung đã hoàn chỉnh. Xu hướng tự do hoá tài chính khiến ta khó mà tưởng tượng được rằng các nước này sẽ quay lại với các tài khoản vốn được giám sát nghiêm ngặt. Vì thế, các nước này đã quyết định sống chung với khả năng lưu chuyển vốn cao, tương tự, họ buộc phải chọn lựa giữa một bên là các cơ chế tỷ giá thả nổi tương đối tự do và một bên là liên minh tiền tệ. Đối với nhóm nước này, không có bằng chứng gì cho thấy còn có một con đường thứ ba.

Ngược lại, trong thế giới đang phát triển, các nước chỉ đang dần dần phát triển theo chiều sâu mối liên kết của họ với các thị trường tài chính quốc tế. Rất có thể họ phải mất thêm 20 năm nữa trước khi mức độ tự do hoá tài chính tương xứng với các nước tiên tiến hiện nay. Chuẩn bị cho sự mở cửa tài chính là một quá trình nhọc nhằn. Nó đòi hỏi phải xây dựng các hệ thống ngân hàng vững mạnh, thị trường tài chính nội địa thanh khoản có khả năng cung ứng các công cụ tự bảo hiểm rủi ro, và hệ thống quản trị nội bộ công ty vững mạnh để các doanh nghiệp và ngân hàng có thể quản lý một cách hữu hiệu rủi ro vay mượn nước ngoài. Cuối cùng, các thị trường mới nổi sẽ thành công trong việc xây dựng các điều kiện tiên quyết này. Nhưng việc xây dựng thể chế phải mất nhiều thời gian và các cuộc khủng hoảng tài chính gần đây nhắc nhở chúng ta về rủi ro của việc nới lỏng các biện pháp hạn chế giao dịch tài khoản vốn trước khi thoả mãn các điều kiện tiên quyết về thể chế phù hợp. Cho đến khi đạt được các điều kiện tiên quyết về thể chế này, và các biện pháp kiểm soát vốn được nới lỏng đáng kể, thì sức hút và sức ép từ bỏ các cơ chế tỷ giá hối đoái có quản lý chặt chẽ mới phát huy tác dụng. Sự chuyển đổi này có thể đang được thực hiện, nhưng vẫn sẽ chưa thể nào mang lại một thế giới có các tài khoản vốn mở cửa đồng nhất, các cơ chế tỷ giá thả nổi tự do và liên minh tiền tệ khi tạp chí *Chính sách kinh tế* đến độ tuổi trung niên vào năm 2025.

Nếu thực hiện việc chuyển đổi, thì hầu hết các nước đang phát triển sẽ thiên về cực nào trong dãy cơ chế tỷ giá hối đoái? Chúng tôi tin rằng đa số sẽ chuyển sang hướng linh hoạt hơn. Một cơ chế cố định cứng, đạt được thông qua sử dụng một đồng tiền chung thay cho đồng tiền riêng của từng nước sẽ chỉ hấp dẫn với một số rất ít nền kinh tế chuẩn bị xem xét việc dollar hoá đơn phương (và euro hoá) và đối với những nước có tình hình chính trị đặc biệt khiến họ hội đủ tiêu chuẩn trở thành thành viên của khu vực euro. Việc người Pháp và người Hà Lan bỏ phiếu cho hiến pháp EU cho thấy những khó khăn để đạt được sự hội nhập chính trị sâu sắc hơn trong một thế giới của các nhà nước chủ quyền. Ngay cả nếu châu Âu thành công trong việc giải quyết vấn đề này, thì những trở ngại để đạt được điều đó vẫn còn ghê gớm tại các nơi khác trên thế giới. Ở Tây bán cầu, qui mô tuyệt đối của nước Mỹ khiến đất nước này không có xu hướng nhân nhượng chủ quyền đồng tiền của họ trong khi cùng lúc đó làm cho các nước khác phải miễn cưỡng từ bỏ quyền kiểm soát tiền tệ. Ở châu Á, qui mô to lớn và đang tăng trưởng của Trung Quốc cũng có những ý nghĩa tương tự. Và không nơi nào lịch sử tạo ra được niềm khao khát hội nhập chính trị cần thiết để hỗ trợ việc thành lập một thể chế tiền tệ liên quốc gia như ECB. Có lẽ cũng có một ngày nào đó nhưng chưa phải là năm 2025.

THẢO LUẬN

Giancarlo Corsetti
Viện đại học châu Âu, Đại học Rome III và CEPR

Tương lai của hệ thống tiền tệ là gì? Bài viết thảo luận chi tiết về "quan điểm lưỡng cực", nổi lên từ kinh nghiệm của thập niên 90. Đây là ý tưởng cho rằng sự lưu chuyển vốn gia tăng sẽ buộc các nước phải từ bỏ các cơ chế tỷ giá hối đoái được đặc trưng bởi mức độ linh hoạt trung gian.

Điều mà tôi cảm thấy thú vị trong bài viết là góc độ phân tích của các tác giả. Theo nghĩa, họ thực hiện việc đánh giá công trạng của quan điểm lưỡng cực nhìn vào sức mạnh dự đoán của quan điểm đó. Các tác giả ước lượng một mô hình chuyển đổi theo chuỗi Markov giữa các cơ chế tỷ giá hối đoái khác nhau. Sử dụng xác suất chuyển đổi ước lượng, họ xem xét sự dự đoán của mô hình trong 20 năm sau.

Như vậy, quan điểm lưỡng cực có sức mạnh dự đoán đến mức độ nào? Ta nên tóm tắt các lập luận theo cách trình bày ba luận điểm chính của các tác giả.

Thứ nhất là quan điểm lưỡng cực áp dụng cho các nước phát triển chứ không phải cho các thị trường mới nổi và các nước đang phát triển. Tuy nhiên, lý do chính khiến quan điểm này áp dụng cho nhóm nước thứ nhất là sự thành lập khu vực đồng euro. Mang lại bằng chứng hỗ trợ cho luận điểm thứ nhất, mô hình Markov dự đoán:

- Sự giảm sút vừa phải tỷ trọng của các cơ chế tỷ giá hối đoái trung gian cho toàn thể thế giới;
- Sự giảm sút tỷ trọng các cơ chế thả nổi trong các thị trường mới nổi;
- Có nhiều cơ chế cố định cứng hơn tại các nước đang phát triển.

Các kết quả này cho thấy *chiều hướng* cải cách quả thật nhất quán với quan điểm lưỡng cực, nhưng thế giới trong tương lai sẽ khá khác biệt so với những gì ta kỳ vọng sẽ nhìn thấy, nếu ta hiểu quan điểm lưỡng cực theo nghĩa đen – nghĩa là nếu ta lý giải chính xác nó như một định lý về tính khả thi của các cơ chế tỷ giá hối đoái trung gian một khi vốn được tự do lưu chuyển trên thế giới.

Vậy tại sao quan điểm lưỡng cực có chỗ sai? Vấn đề là sức mạnh dự đoán của nó phụ thuộc vào mức độ lưu chuyển vốn toàn cầu bỏ xa hay vượt qua khỏi chứng cứ. Trong khi nhóm nước phát triển đã tự do hoá hoàn toàn tài khoản vốn, thì sự chuyển đổi hướng tới tự do hoá tài khoản vốn vẫn còn chậm chạp tại các thị trường mới nổi và các nền kinh tế đang phát triển. Mô hình thực nghiệm cho thấy rằng các nước phát triển có thể giữ nguyên cơ chế lưu chuyển vốn cao; còn các nước trong hai nhóm kia có thể ban hành trở lại các biện pháp kiểm soát vốn, hay vẫn còn tương đối đóng cửa các giao dịch tài sản. Vì vậy, luận điểm thứ nhất có thể được tóm tắt rằng, dựa vào bằng chứng quá khứ, quan điểm lưỡng cực đặt nền tảng trên một quá trình hội nhập thị trường tài chính sâu xa hơn nhiều so với mức có thể kỳ vọng hợp lý trong một tương lai thấy trước.

Trình bày luận điểm thứ hai, các tác giả muốn làm rõ gốc rễ của tình trạng miễn cưỡng không muốn tự do hoá các dòng vốn ở các thị trường mới nổi và các nước đang phát triển. Các tác giả nhấn mạnh quan điểm cho rằng sự lưu chuyển vốn nên được xem như một điều kiện tiên quyết cho sự linh hoạt về tỷ giá, vì các doanh nghiệp và ngân hàng cần

có các công cụ tài chính để đối phó với sự biến động giá thế giới. Nhưng tự do hoá tài khoản vốn chỉ có thể đạt được sau khi thực hiện các cuộc cải cách thể chế, pháp lý và kinh tế vĩ mô, củng cố các tổ chức tài chính và đẩy mạnh tính ổn định và hiệu quả trên thị trường tài chính. Nói một cách đơn giản, cơ chế thả nổi không thể thực hiện được ở những nước chưa hoàn tất các cuộc cải cách như vậy, vì các tổ chức tài chính và ngoài lĩnh vực tài chính sẽ thiếu các công cụ cần thiết để hoạt động trong một môi trường có tỷ giá linh hoạt. Do đó, luận điểm thứ hai cho rằng con đường hướng tới tỷ giá hối đoái linh hoạt song song với con đường hướng tới sự bãi bỏ các qui định kiểm soát và tự do hoá thị trường vốn một cách thành công. Trên tinh thần của kết luận này, việc kêu gọi chính phủ Trung Quốc thực hiện cơ chế tỷ giá hối đoái thả nổi tự do trong tương lai gần xem ra chưa được chín chắn, vì chưa đủ thời gian để phát triển các thể chế cần thiết.

Nhưng tại sao ta không quan sát thấy nhiều cơ chế cố định cứng hơn? Luận điểm thứ ba trong bài viết là các cơ chế cố định cứng không thể tồn tại ở các thị trường mới nổi vì nhiều lý do. Quan trọng nhất là các yếu tố chính trị và lịch sử không tạo điều kiện để xây dựng các liên minh tiền tệ khu vực. Nỗ lực chính trị hướng tới sự hội nhập là điều làm cho châu Âu khác biệt về chất trong các vấn đề tiền tệ so với các khu vực khác trên thế giới nơi có các đặc điểm tương thích về cơ cấu kinh tế, vì thế mà trở nên phù hợp (hay không phù hợp) cho sự thống nhất tiền tệ. Phương án thực hiện cơ chế cố định đơn phương theo đồng USD hay euro sẽ buộc một đất nước phải từ bỏ quyền kiểm soát chính sách tiền tệ, đe dọa cả các mục tiêu ngân sách và các mục tiêu ổn định hoá. Quan trọng hơn cả trong yếu tố xem xét này, kinh nghiệm cho thấy rõ ràng là các cơ chế cố định đơn phương thiếu sự cam kết chính trị cần thiết để làm cho chúng trở nên không thể huỷ ngang: sớm hay muộn, những cơ chế đó sẽ trở nên bất ổn và có thể kết thúc bằng một cuộc khủng hoảng kinh tế vĩ mô.

Vì thế, kết hợp luận điểm thứ hai và thứ ba, một nhóm đông đảo các nước sẽ tiếp tục theo đuổi chính sách tiền tệ và ngân sách áp dụng một hình thức cơ chế tỷ giá hối đoái trung gian, không phải thả nổi hoàn toàn mà cũng chẳng phải cố định cứng. Về khía cạnh này, tôi sẽ lưu ý ở đây là có nhiều ý tưởng uyên thâm trong phân tích của các tác giả, không phụ thuộc vào mức độ mà người ta có thể thích hay không thích mô hình chuỗi Markov mà họ sử dụng để chứng minh lập luận của họ - các tác giả khá thẳng thắn về một số giới hạn của mô hình.

Bài viết kết thúc bằng một luận điểm khác bổ sung cho tầm nhìn của các tác giả về tương lai hệ thống tiền tệ quốc tế. Câu hỏi đặt ra là liệu đồng euro có thể được kỳ vọng như một đặc trưng ổn định trong hệ thống tiền tệ quốc tế hay không. Các tác giả tin rằng việc kiểm nghiệm thực tế tính ổn định của khu vực đồng euro vẫn còn chưa xảy ra. Điều này chỉ có thể là một cuộc khủng hoảng tài chính lớn (ví dụ như dưới hình thức sự tháo chạy nợ công cộng của một đất nước), buộc Ngân hàng Trung ương châu Âu (ECB) phải quyết định chọn lựa giữa một thái độ cứng rắn (dạy cho chính phủ chịu trách nhiệm ngân sách một bài học) hay là một thái độ nuông chìu (ngăn chặn sự lây lan khủng hoảng tài chính thông qua bơm thêm thanh khoản). Thái độ nuông chìu sẽ tạo ra: (a) tâm lý ỷ lại và (b) rủi ro cho mục tiêu bình ổn giá. Vì ECB hẳn sẽ có đủ năng lực kỹ thuật để xử lý khủng hoảng thanh khoản, nhưng điều mà các tác giả thực sự lo lắng là khả năng cuộc khủng hoảng tài chính sẽ trở thành một cuộc khủng hoảng chính trị.

Khả năng một cuộc khủng hoảng tài chính làm liên lụy đến một số đông các thể chế châu Âu không thể loại trừ như *một điều suy diễn.* Tuy nhiên, mối quan ngại của các tác giả về tình huống này giúp ta xem xét lại luận điểm thứ hai và thứ ba trên đây trên một tinh thần

mới. Sự phát triển và bình ổn các thị trường tài chính rõ ràng là điều kiện tiên quyết quan trọng để đón nhận một cơ chế tỷ giá hối đoái linh hoạt. Nhưng một kết cấu tài chính được thiết kế tốt cũng quan trọng không kém tại những nước theo đuổi các cơ chế cố định cứng! Các điều kiện tiên quyết bao gồm sự giám sát và điều tiết tài chính hữu hiệu đối với sự biến dạng và tâm lý ỷ lại, cũng như các thể chế chính trị, giúp có thể đạt được sự đồng thuận chính trị về cách thức chia xẻ tổn thất của một cuộc khủng hoảng.

Trong những tháng gần đây, có một quan điểm đồng thuận cho rằng Trung Quốc cần nâng giá đồng nhân dân tệ. Nếu chính quyền Trung Quốc xoay xở để giữ cho đồng tiền được định giá thấp (hiện được định giá thấp khoảng 20-40%), các doanh nghiệp Trung Quốc đang hoạt động với các mức giá tương đối bị biến dạng, có thể tạo ra dư cung trong khu vực xuất khẩu. Tuy việc định giá thấp đồng tiền về lâu dài sẽ làm biến dạng các quyết định phân bổ, thế nhưng việc điều chỉnh có thể gây ra căng thẳng tài chính và làm tăng nguy cơ biến động kinh tế vĩ mô đáng kể.

Trong một bài viết về tương lai của Hệ thống tiền tệ quốc tế trong 20 năm tới, tôi ngạc nhiên thấy không có sự phân tích về nhiều vấn đề như: Liệu Quỹ Tiền tệ Quốc tế có tồn tại hay không? Nếu có, tổ chức này sẽ thực hiện những chức năng nào? Liệu người ta có thành lập các tổ chức mới? Việc phối hợp chính sách có đáng mong đợi hay có khả thi ở một cấp độ nào đó? Liệu đồng USD có còn duy trì tình trạng là một đồng tiền dự trữ quốc tế lớn nhất không chút nghi ngờ? Tình trạng mất cân đối tài khoản vãng lai bên ngoài lớn giữa Hoa Kỳ và nhiều thị trường mới nổi sẽ được điều chỉnh như thế nào? Có một cuộc tranh luận sâu rộng về những vấn đề này, cả ở cấp độ lý thuyết và chính sách.

Sở thích bộc lộ của các tác giả là tập trung vào một yếu tố quan trọng duy nhất, được trình bày như một bố cục tranh luận: bất chấp toàn cầu hoá tài chính, quan điểm lưỡng cực áp dụng cho các cơ chế lưu chuyển vốn nhiều hơn là cho các cơ chế tỷ giá hối đoái. Nói cách khác, nhiều thị trường mới nổi và các nước đang phát triển xem ra tiến khá chậm trong việc tự do hoá tài khoản vốn. Vì điều này làm tăng cơ hội quá khứ sẽ là một hướng dẫn tốt giúp ta tìm hiểu tương lai, ai có thể đánh bại các sử gia kinh tế trong cuộc chơi soạn thảo các tình huống tiền tệ quốc tế trong hai thập niên sắp tới?

Thảo luận nhóm

Charles Wyplosz hỏi tại sao bài viết nhấn mạnh quá nhiều vào quan điểm lưỡng cực, thay vì chú trọng hơn vào việc mở cửa thị trường vốn. Từ khi kết thúc đồng thuận Washington, phần lớn các nền kinh tế mới nổi muốn có tỷ giá hối đoái ổn định, vì điều đó có ích cho thương mại, giúp trung hoà hiện tượng "làm khánh kiệt người láng giềng" (beggar-my-neighbour), nâng cao độ tin cậy của chính sách tiền tệ, vì các thị trường tài chính cần tự bảo hiểm trước biến động tỷ giá, và vì sự biến động nhiều hơn có thể gây tổn thất. Hơn nữa, một số nước không thể vay mượn bằng đồng tiền nước họ, và vì thế, họ cần có tỷ giá hối đoái ổn định. Eichengreen đáp lại, ông cảm thấy rằng công nghệ và dân chủ đang phát triển, nên thật khó mà điều tiết tài khoản vốn, điều này có nghĩa là tự do hoá tài khoản vốn là một quá trình từ từ và đang tiếp diễn.

Hélène Rey chỉ ra rằng, trong một khung phân tích với thời gian dài hơn, những cú sốc lớn như chiến tranh và giải phóng thuộc địa ngụ ý rằng sự lưu chuyển vốn là nội sinh. Vốn đang lưu chuyển như những làn sóng, và khó mà nói được liệu nó có tiến hoá đều đặn hay không. Lars Jonung cảm thấy dự báo của bài viết quá lạc quan và đề xuất hai mối đe doạ của hội nhập tài chính - chiến tranh và suy thoái. Lars nói, trước đây người ta cho rằng hội nhập tài

chính có thể làm giảm các chu kỳ kinh tế, nhưng hiện nay người ta cho rằng, hội nhập tài chính có thể làm tăng tình trạng mất cân đối lớn trong nền kinh tế.

Paul Seabright đã chỉ ra phương pháp luận của chuỗi Markov giả định rằng các nhà hoạch định chính sách có cùng một xác suất từ bỏ một cơ chế như nhau tại mọi thời điểm, và điều này ngụ ý rằng họ không học hỏi được gì theo thời gian.

Hélène Rey nhìn nhận vấn đề với dự đoán của bài viết cho rằng đồng euro có thể vẫn là liên minh tiền tệ lớn duy nhất trong tương lai có thể thấy trước. Cô nhận xét, một mô hình với các yếu tố ngoại tác có sự nối kết theo mạng lưới cho thấy rằng sẽ chỉ có một đồng tiền quốc tế duy nhất, ngay cả nếu việc bổ sung các mối liên kết thương mại khu vực vào mô hình có thể cho phép có một số đồng tiền. Eichengreen đáp lại rằng ông đồng ý một nửa vì các yếu tố ngoại tác mạng lưới vẫn hạn chế số lượng đồng tiền.

Một số nhà bình luận lưu ý về sự vắng mặt của IMF trong bài viết. Eichengreen giải thích, điều này phản ánh sự kiện là, vai trò người cho vay cứu cánh sau cùng của IMF sẽ ngày càng nhỏ đi khi ngày càng có nhiều quốc gia có thể vay mượn bằng đồng tiền riêng của nước họ và vì thế, các ngân hàng quốc gia có thể hành động như người cho vay cứu cánh sau cùng.

PHỤ LỤC 1: CÁC KẾT QUẢ SỬ DỤNG PHÂN LOẠI REINHART- ROGOFF

Ở đây, chúng tôi trình bày tập hợp kết quả thứ hai, tương tự với tập hợp kết quả trong bài viết, dựa vào phân loại "tự nhiên" về tỷ giá hối đoái của Reinhart- Rogoff.

Trước tiên, bảng A1.1 trình bày dạng bảng đơn giản. Điểm khác biệt so với số liệu BOR là sự gia tăng rõ rệt số nước được phân loại là có cơ chế thả nổi trong giai đoạn 1997-2004 trong mục tất cả các nước; xu hướng này không thể hiện trong số liệu Bubula- Otker. Điều này phản ánh sự gia tăng số thị trường mới nổi và số nước đang phát triển chuyển sang một hình thức thả nổi nào đó. Sự khác biệt này không chỉ đơn thuần là sự tưởng tượng về cách thức phân loại các cơ chế thả nổi có quản lý. Khi ta phân loại lại các cơ chế thả nổi có quản lý như một phần của các cơ chế trung gian, ta vẫn có sự gia tăng mạnh tỷ trọng các cơ chế thả nổi từ năm 1997 đến 2003 trong mục tất cả các nước, và kết quả này cũng phản ánh trong động thái của các thị trường mới nổi và các nước đang phát triển.

Khi ta sử dụng mô hình Markov để dự báo các cơ chế tỷ giá hối đoái vào năm 2025, các kết quả cho nhóm nước tiên tiến và các thị trường mới nổi về cơ bản cũng giống như bộ số liệu của Bubula- Otker (xem bảng A1.2). Tuy nhiên, đối với các nước đang phát triển, phân loại Reinhart Rogoff dự báo sẽ có nhiều cơ chế cố định cứng hơn. Điều này phản ánh xác suất lịch sử tương đối cao của việc chuyển từ cơ chế rơi tự do (a freely falling regime) sang cơ chế cố định cứng vào thời điểm bình ổn. Nếu ta nghĩ rằng lạm phát cao và cơ chế tỷ giá hối đoái rơi tự do sẽ ít có khả năng xảy ra hơn trong 20 năm tới so với 20 năm qua, như ta quả thật nghĩ như vậy, thì ta sẽ có xu hướng xem nặng các kết quả BOR hơn. Số liệu RR cũng dẫn ta đến chỗ dự báo ít cơ chế thả nổi hơn; một lần nữa, đây là hệ quả của việc chia nhỏ chủng loại này thành cơ chế thả nổi tự do so với cơ chế rơi tự do.

Bảng A1.3 và A1.4 kết hợp số liệu mở cửa tài khoản vốn với số liệu về các cơ chế tỷ giá hối đoái. Một phần kết quả nhất quán với quan điểm lưỡng cực: ví dụ, các cơ chế trung gian phổ biến hơn tại các nền kinh tế đóng cửa về mặt tài chính hơn so với tại các nền kinh tế mở cửa tài chính; điều này đúng với cả các thị trường mới nổi và các nước đang phát triển. Gần như không có dấu hiệu gì cho thấy mở cửa tài chính đang khuyến khích các nước tiến tới cực cố

định nhiều hơn so với cực thả nổi trong dãy cơ chế tỷ giá hối đoái. Tính đến năm 2003, mẫu nghiên cứu chỉ bao gồm năm nước thị trường mới nổi mở cửa tài chính và có cơ chế tỷ giá cố định: Bulgaria, Ecuador, Hong Kong, Panama và Venezuela. Lưu ý rằng mẫu cũng bao gồm mười nước thị trường mới nổi tương đối đóng cửa tài chính nhưng có cơ chế tỷ giá thả nổi: Argentina, Colombia, Indonesia, Hàn Quốc, Mexico, Philippines, Ba Lan, Nam Phi, Thái Lan và Thổ Nhĩ Kỳ.

Bảng A1.1. Sự tiến hoá của các cơ chế tỷ giá hối đoái: Phân loại tự nhiên của Reinhart và Rogoff (tỉ lệ phần trăm các thành viên trong từng loại cơ chế)

	Tỷ trọng		
	1990	1997	2004
Tất cả các nước			
Cơ chế cố định cứng[a]	22,50	24,46	34,06
Cơ chế trung gian[b]	45,83	51,08	32,61
Cơ chế thả nổi[c]	15,83	13,67	31,88
Cơ chế rơi tự do	15,83	10,79	1,45
Tổng	100,00	100,00	100,00
Số nước thành viên	120	139	138
Các nước tiên tiến			
Cơ chế cố định cứng[a]	4,35	0,00	52,17
Cơ chế trung gian[b]	73,91	65,22	13,04
Cơ chế thả nổi[c]	21,74	34,78	34,78
Cơ chế rơi tự do	0,00	0,00	0,00
Tổng	100,00	100,00	100,00
Số nước thành viên	23	23	23
Các nước thị trường mới nổi			
Cơ chế cố định cứng[a]	10,00	12,50	16,13
Cơ chế trung gian[b]	60,00	53,13	41,94
Cơ chế thả nổi[c]	10,00	18,75	41,94
Cơ chế rơi tự do	20,00	15,63	0,00
Tổng	100,00	100,00	100,00
Số nước thành viên	30	32	31
Các nước đang phát triển			
Cơ chế cố định cứng[a]	34,33	35,71	35,71
Cơ chế trung gian[b]	29,85	46,43	34,52
Cơ chế thả nổi[c]	16,42	5,95	27,38
Cơ chế rơi tự do	19,40	11,90	2,38
Tổng	100,00	100,00	100,00
Số nước thành viên	67	84	84

Chú thích:

[a] Bao gồm các cơ chế không có đồng tiền riêng chính thức, là cơ chế cố định thông báo trước hay uỷ ban tiền tệ, và biên độ nằm ngang thông báo trước mà hẹp hơn hay bằng +/-2 phần trăm.

[b] Bao gồm các cơ chế cố định *trên thực tế*, biên độ điều chỉnh *trên thực* tế mà hẹp hơn hay bằng +/-2 phần trăm, biên độ điều chỉnh thông báo trước mà rộng hơn hay bằng +/-2 phần trăm, biên độ điều chỉnh *thực tế* mà hẹp hơn hay bằng +/-5 phần trăm, biên độ di động mà hẹp hơn hay bằng +/-2 phần trăm (nghĩa là cho phép lên giá và xuống giá theo thời gian), cố định điều chỉnh thông báo trước, biên độ điều chỉnh thông báo trước mà hẹp hơn hay bằng +/-2 phần trăm, và cơ chế cố định điều chỉnh *trên thực tế*.

[c] Bao gồm cơ chế thả nổi có quản lý và thả nổi hoàn toàn.

Nguồn: Giá trị ước lượng của các tác giả sử dụng phân loại tỷ giá hối đoái của Reinhart và Rogoff.

Bảng A1.2. Xác suất chuyển đổi và dự báo năm 2025: các nhóm nước khác nhau, phân loại tự nhiên của Reinhart và Rogoff

Cơ chế vào thời đoạn t	Ước lượng xác suất xảy ra cơ chế vào thời đoạn t + 1				
	Cố định cứng	Các cơ chế trung gian	Thả nổi	Rơi tự do	Tổng số quan sát
Tất cả các nước					
Cơ chế cố định cứng	0,9781	0,0119	0,0020	0,0080	503
Cơ chế trung gian	0,0165	0,9294	0,0294	0,0247	850
Cơ chế thả nổi	0,0061	0,0215	0,9141	0,0583	326
Cơ chế rơi tự do	0,0543	0,1584	0,1176	0,6697	221
Tổng					1900
Dự báo năm 2005					
Tỷ trọng trong phân phối tỷ giá hối đoái	**39,13**	**30,58**	**22,93**	**7,36**	
Các nước tiên tiến					
Cơ chế cố định cứng	0,9839	0,0000	0,0161	0,0000	62
Cơ chế trung gian	0,0728	0,8874	0,0265	0,0132	151
Cơ chế thả nổi	0,0093	0,0093	0,9813	0,0000	107
Cơ chế rơi tự do	0,0000	1,0000	0,0000	0,0000	2
Tổng					322
Dự báo năm 2005					
Tỷ trọng trong phân phối tỷ giá hối đoái	**53,18**	**4,78**	**41,88**	**0,06**	
Các thị trường mới nổi					
Cơ chế cố định cứng	0,9492	0,0169	0,0000	0,0339	59
Cơ chế trung gian	0,0000	0,9331	0,0335	0,0335	239
Cơ chế thả nổi	0,0120	0,0361	0,9157	0,0361	83
Cơ chế rơi tự do	0,0727	0,1273	0,1455	0,6545	55
Tổng					436
Dự báo năm 2005					
Tỷ trọng trong phân phối tỷ giá hối đoái	**18,78**	**39,70**	**32,45**	**9,08**	
Các nước đang phát triển					
Cơ chế cố định cứng	0,9817	0,0131	0,0000	0,0052	382
Cơ chế trung gian	0,0065	0,9413	0,0283	0,0239	460
Cơ chế thả nổi	0,0000	0,0221	0,8603	0,1176	136
Cơ chế rơi tự do	0,0488	0,1585	0,1098	0,6829	164
Tổng					1142
Dự báo năm 2005					
Tỷ trọng trong phân phối tỷ giá hối đoái	**36,36**	**38,55**	**15,68**	**9,41**	

Nguồn: Các giá trị ước lượng của các tác giả sử dụng phân loại Reinhart và Rogoff có cập nhật.

Bảng A1.3. Sự thịnh hành các biện pháp kiểm soát vốn và cơ chế tỷ giá hối đoái (tỉ lệ phần trăm các nước thành viên trong từng loại)

	Kiểm soát vốn	Tỷ giá hối đoái	Tỷ trọng		
			1990	1997	2003
Tất cả các nước					
I	Mở cửa	Cố định	3,57	3,28	15,57
II	Mở cửa	Trung gian	11,61	23,77	14,75
III	Mở cửa	Thả nổi	4,46	6,56	12,30
IV	Mở cửa	Rơi tự do	2,68	0,82	1,64
V	Đóng cửa	Cố định	17,86	18,85	17,21
VI	Đóng cửa	Trung gian	34,82	29,51	16,39
VII	Đóng cửa	Thả nổi	11,61	8,20	19,67
VIII	Đóng cửa	Rơi tự do	13,39	9,02	2,46
Tổng			100,00	100,00	100,00
Số thành viên			112	122	122
Các nước tiên tiến					
I	Mở cửa	Cố định	4,76	0,00	50,00
II	Mở cửa	Trung gian	28,57	50,00	9,09
III	Mở cửa	Thả nổi	23,81	31,82	31,82
IV	Mở cửa	Rơi tự do	0,00	0,00	0,00
V	Đóng cửa	Cố định	0,00	0,00	0,00
VI	Đóng cửa	Trung gian	42,86	13,64	0,00
VII	Đóng cửa	Thả nổi	0,00	4,55	9,09
VIII	Đóng cửa	Rơi tự do	0,00	0,00	0,00
Tổng			100,00	100,00	100,00
Số thành viên			21	22	22
Các thị trường mới nổi					
I	Mở cửa	Cố định	6,90	6,67	16,67
II	Mở cửa	Trung gian	10,34	16,67	20,00
III	Mở cửa	Thả nổi	0,00	3,33	6,67
IV	Mở cửa	Rơi tự do	3,45	0,00	0,00
V	Đóng cửa	Cố định	3,45	6,67	3,33
VI	Đóng cửa	Trung gian	48,28	36,67	20,00
VII	Đóng cửa	Thả nổi	10,34	13,33	33,33
VIII	Đóng cửa	Rơi tự do	17,24	16,67	0,00
Tổng			100,00	100,00	100,00
Số thành viên			29	30	30
Các nước đang phát triển					
I	Mở cửa	Cố định	1,61	2,86	4,29
II	Mở cửa	Trung gian	6,45	18,57	14,29
III	Mở cửa	Thả nổi	0,00	0,00	8,57
IV	Mở cửa	Rơi tự do	3,23	1,43	2,86
V	Đóng cửa	Cố định	30,65	30,00	28,57
VI	Đóng cửa	Trung gian	25,81	31,43	20,00
VII	Đóng cửa	Thả nổi	16,13	7,14	17,14
VIII	Đóng cửa	Rơi tự do	16,13	8,57	4,29
Tổng			100,0	100,00	100,00
Số thành viên			62	70	70

Nguồn: Tính toán của các tác giả.

Bảng A1.4. Xác suất chuyển đổi và dự báo năm 2025: Các biện pháp kiểm soát vốn và cơ chế tỷ giá hối đoái

	Cơ chế vào thời đoạn t		Ước lượng xác suất xảy ra cơ chế trong thời đoạn t + 1								
	Kiểm soát vốn	Cơ chế tỷ giá hối đoái	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	Tổng số quan sát
Tất cả các nước											
I	Mở cửa	Cố định	0,9495	0,0101	0,0101	0,0000	0,0303	0,0000	0,0000	0,0000	99
II	Mở cửa	Trung gian	0,0310	0,8931	0,0241	0,0138	0,0000	0,0379	0,0000	0,0000	290
III	Mở cửa	Thả nổi	0,0096	0,0192	0,9327	0,0096	0,0000	0,0000	0,0288	0,0000	104
IV	Mở cửa	Rơi tự do	0,0000	0,2667	0,0667	0,4667	0,0667	0,0667	0,0000	0,0667	15
V	Đóng cửa	Cố định	0,0213	0,0000	0,0000	0,0000	0,9539	0,0142	0,0000	0,0106	282
VI	Đóng cửa	Trung gian	0,0044	0,0574	0,0000	0,0000	0,0044	0,8675	0,0309	0,0353	453
VII	Đóng cửa	Thả nổi	0,0000	0,0060	0,0417	0,0060	0,0060	0,0119	0,8274	0,1012	168
VIII	Đóng cửa	Rơi tự do	0,0000	0,0143	0,0000	0,0071	0,0500	0,1429	0,1500	0,6357	140
Tổng											1551
Dự báo năm 2025											
Tỷ trọng trong phân phối nhị biến			19,7672	15,5786	15,4152	0,8577	20,1940	13,6495	9,6578	4,8393	
Các nước tiên tiến											
I	Mở cửa	Cố định	0,9783	0,0000	0,0217	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	46
II	Mở cửa	Trung gian	0,0792	0,8713	0,0099	0,0198	0,0000	0,0198	0,0000	0,0000	101
III	Mở cửa	Thả nổi	0,0120	0,0000	0,9639	0,0000	0,0000	0,0000	0,0241	0,0000	83
IV	Mở cửa	Rơi tự do	0,0000	1,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	2
V	Đóng cửa	Cố định	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0
VI	Đóng cửa	Trung gian	0,0541	0,1622	0,0000	0,0000	0,0000	0,7027	0,0811	0,0000	37
VII	Đóng cửa	Thả nổi	0,0000	0,0000	0,2000	0,0000	0,0000	0,0000	0,8000	0,0000	15
VIII	Đóng cửa	Rơi tự do	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0
Tổng											284
Dự báo năm 2025											
Tỷ trọng trong phân phối nhị biến			44,8565	1,0056	48,3650	0,0219	0,0000	0,0964	5,6551	0,0000	

Bảng A1.4. (tiếp theo) Xác suất chuyển đổi và dự báo năm 2025: Các biện pháp kiểm soát vốn và cơ chế tỷ giá hối đoái

	Cơ chế vào thời đoạn t		Ước lượng xác suất xảy ra cơ chế trong thời đoạn t + 1								
	Kiểm soát vốn	Cơ chế tỷ giá hối đoái	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	Tổng số quan sát
Các thị trường mới nổi											
I	Mở cửa	Cố định	0,9667	0,0000	0,0000	0,0000	0,0333	0,0000	0,0000	0,0000	30
II	Mở cửa	Trung gian	0,0000	0,8909	0,0182	0,0182	0,0000	0,0727	0,0000	0,0000	55
III	Mở cửa	Thả nổi	0,0000	0,2000	0,7000	0,0000	0,0000	0,0000	0,1000	0,0000	10
IV	Mở cửa	Rơi tự do	0,0000	0,0000	0,0000	0,5000	0,2500	0,2500	0,0000	0,0000	4
V	Đóng cửa	Cố định	0,1739	0,0000	0,0000	0,0000	0,7391	0,0000	0,0000	0,0870	23
VI	Đóng cửa	Trung gian	0,0000	0,0366	0,0000	0,0000	0,0000	0,8902	0,0366	0,0366	164
VII	Đóng cửa	Thả nổi	0,0000	0,0000	0,0741	0,0000	0,0185	0,0185	0,8333	0,0556	54
VIII	Đóng cửa	Rơi tự do	0,0000	0,0408	0,0000	0,0000	0,0612	0,0612	0,1633	0,6735	49
Tổng											389
Dự báo năm 2025											
Tỷ trọng trong phân phối nhị biến			23,3832	20,4160	5,1394	0,7515	6,2800	22,0438	15,1955	6,7906	
Các nước đang phát triển											
I	Mở cửa	Cố định	0,8696	0,0435	0,0000	0,0000	0,0870	0,0000	0,0000	0,0000	23
II	Mở cửa	Trung gian	0,0075	0,9104	0,0373	0,0075	0,0000	0,0373	0,0000	0,0000	134
III	Mở cửa	Thả nổi	0,0000	0,0000	0,9091	0,0909	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	11
IV	Mở cửa	Rơi tự do	0,0000	0,2222	0,1111	0,5556	0,0000	0,0000	0,0000	0,1111	9
V	Đóng cửa	Cố định	0,0077	0,0000	0,0000	0,0000	0,9730	0,0154	0,0000	0,0039	259
VI	Đóng cửa	Trung gian	0,0000	0,0556	0,0000	0,0000	0,0079	0,8770	0,0198	0.0397	252
VII	Đóng cửa	Thả nổi	0,0000	0,0101	0,0000	0,0101	0,0000	0,0101	0,8283	0,1414	99
VIII	Đóng cửa	Rơi tự do	0,0000	0,0000	0,0000	0,0110	0,0440	0,1868	0,1429	0,6154	91
Tổng											878
Dự báo năm 2025											
Tỷ trọng trong phân phối nhị biến			2,8819	20,9716	11,0276	2,8950	27,9161	20,2461	7,8969	6,1969	

Nguồn: Tính toán của các tác giả.

PHỤ LỤC 2

Chuỗi Markov

Trong phụ lục này, chúng tôi mô tả các phương pháp sử dụng để phân tích sự tiến hoá của các cơ chế tỷ giá hối đoái và các biện pháp kiểm soát vốn theo qui trình chuỗi Markov với các xác suất chuyển đổi $\{P_{ij}\}_{I,j = 1, 2, ..., N}$. Xác suất chuyển đổi $P_{ij,t}$ tiêu biểu cho xác suất quan sát trạng thái i trong thời đoạn t – 1 được tiếp theo bởi trạng thái j trong thời đoạn t.

Định nghĩa 1: *Một quá trình ngẫu nhiên có đặc tính Markov nếu phân phối xác suất có điều kiện của các trạng thái tương lai, ứng với trạng thái hiện tại cho trước, chỉ phụ thuộc vào trạng thái hiện tại mà thôi.*
Định nghĩa 2: *Một chuỗi Markov là một quá trình ngẫu nhiên rời rạc theo thời gian có đặc tính Markov.*

Gọi s_t là biến số biểu thị cơ chế (regime-indicator-variable) có thể quan sát được vào thời gian t, và giả định rằng s_t tiến hoá theo quá trình chuỗi Markov sau đây:

$$P_{ij,t} = P\{s_t = j \mid s_{t-1} = i, s_{t-2} = k, \ldots\} = P\{s_t = j \mid s_{t-1} = i\} \qquad (A1)$$

$$\sum_{j=1}^{N} P_{ij,t} = 1 \qquad (A2)$$

Phương trình (A2) là điều kiện ràng buộc đối với xác suất chuyển đổi (nghĩa là các xác suất trong hàng i của ma trận chuyển đổi cộng lại phải bằng một). Ma trận chuyển đổi là một ma trận P có dạng (N x N) chứa các xác suất chuyển đổi:

$$P_t = \begin{bmatrix} p_{11,t} & p_{12,t} & \cdots & p_{1N,t} \\ p_{21,t} & p_{22,t} & \cdots & p_{2N,t} \\ \vdots & \vdots & \ldots & \vdots \\ p_{N1,t} & p_{N2,t} & \cdots & p_{NN,t} \end{bmatrix}$$

Trong bài viết này, chúng tôi đã tính hai loại ma trận chuyển đổi.

1. Với các xác suất chuyển đổi không đổi theo thời gian.
2. Với các xác suất chuyển đổi thay đổi theo thời gian.

Ma trận chuyển đổi có các xác suất không đổi. Đối với ma trận chuyển đổi có các xác suất không đổi, $P_t = P \ \forall t$. Nếu $0 < p_{ij} < 1 \ \forall i, j = 1, 2, \ldots, N$, ta có thể nói rằng chuỗi Markov là tối giản. Mặt khác, nếu P là một ma trận tam giác trên, ta nói chuỗi Markov còn có thể rút gọn được:

$$P = \begin{bmatrix} p_{11} & 0 & \ldots & 0 \\ p_{21} & p_{22} & \ldots & 0 \\ \vdots & \vdots & \ldots & \vdots \\ p_{N1} & p_{N2} & \cdots & p_{NN} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} T_1 & 0 \\ T_2 & T_3 \end{bmatrix}$$

Chúng tôi gọi trạng thái i là trạng thái hấp dẫn khi ta quan sát thấy $p_{11} = 1$. Khi một đất nước ban hành cơ chế i, xác suất từ bỏ trạng thái đó bằng không (không thể đạt đến trạng thái khác nếu ta đang ở trạng thái i).

Ma trận chuyển đổi có xác suất thay đổi theo thời gian. Để nới lỏng giả định cho rằng ma trận chuyển đổi không đổi theo thời gian, ta cho các xác suất chuyển đổi thay đổi theo các biến số kinh tế vĩ mô. Trong trường hợp này, ma trận chuyển đổi sẽ thay đổi mỗi thời đoạn khi các biến độc lập thay đổi. Theo Masson và Ruge- Murcia (2005), chúng tôi sử dụng dạng hàm số sau đây cho các xác suất chuyển đổi:

$$P(s_t = j \mid s_{t-1} = i) = p_{ij,t}(X_{t-1}) = \frac{\exp(\beta_{1j}' X_{t-1})}{1 + \sum_{j \neq i}^{N} \exp(\beta_{ij}' X_{t-1})} \qquad (A3)$$

$$P(s_t = i \mid s_{t-1} = i) = p_{ii,t}(X_{t-1}) = \frac{1}{1 + \sum_{j \neq i}^{N} \exp(\beta_{ij}' X_{t-1})} \qquad (A4)$$

Dạng hàm số (A3) và (A4) có xem xét đến điều kiện là tổng của các xác suất trong một hàng bất kỳ của ma trận chuyển đổi phải bằng một (xem phương trình (A2)).

Ước lượng ma trận chuyển đổi

Ứng với tính chất phi tuyến tính thể hiện qua dạng hàm số được chọn cho các xác suất chuyển đổi, không có nghiệm giải tích cho các ước lượng (estimators) xác suất tối đa. Chúng tôi sử dụng một phương pháp bằng số để ước lượng xác suất tối đa (MLE). Thuật toán sử dụng trong bài viết này là thuật toán Davidon- Powell- Fletcher (DFP). Chúng tôi sử dụng phương pháp này để ước lượng ma trận chuyển đổi có các xác suất cố định và thay đổi theo thời gian. Ưu điểm của thuật toán này là nó không đòi hỏi các phép toán giải tích của đạo hàm bậc hai của hàm mục tiêu (trừ đi *hàm xác suất log*).

Xác suất quan sát thấy một trình tự cơ chế cụ thể $\{s_t\}_{t=0}^{T}$ đối với một đất nước c bằng:

$$P_c(s_0 \cap s_1 \cap \ldots \cap s_T) = P_c(s_T \mid s_{T-1})\, P_c(s_{T-1} \mid s_{T-2}) \ldots P_c(s_1 \mid s_0)\, P_c(s_0) \qquad (A5)$$

Bất đẳng thức sau cùng khai thác giả định về chuỗi Markov và sử dụng định nghĩa xác suất có điều kiện. Sau đó, *hàm xác suất* cho đất nước c có thể được viết như sau:

$$L_c(\beta) = P_c(s_0 \cap s_1 \cap \ldots \cap s_T) \qquad (A6)$$

Sử dụng (A3)-(A5), ta có thể viết lại phương trình (A6) như sau:

$$L_c(\beta) = \left[\prod_{t=1}^{T} \prod_{i=1}^{N} \prod_{j=1}^{N} (p_{ij,t,c}(X_{t-1}))^{I_{ij,t,c}} \right] P_c(s_0) \qquad (A7)$$

trong đó

$$I_{ij,t,c} = \begin{cases} 1 & \text{nếu } s_t = j \text{ và } s_{t-1} = i \text{ đối với nước c} \\ 0 & \text{trong trường hợp khác} \end{cases}$$

Ta có thể thu được hàm xác suất log cho một số lượng C đất nước bằng cách lấy log hai vế của phương trình (A7) và cộng lại cho tất cả các nước trong mẫu, *c = {1, 2, ..., C) :*

$$l(\beta) = \sum_{c=1}^{C}\sum_{t=1}^{T}\sum_{i=1}^{N}\sum_{j=1}^{N} I_{ij,t,c}\ln(p_{ij,t,c}(X_{t-1})) + \sum_{c=1}^{C}\ln(P_c(s_0)) \qquad (A8)$$

Ta thu được ước lượng xác suất tối đa của β_{ij} thông qua chương trình tối đa hoá sau đây:

$$\hat{\beta} = \max_{\beta} l(\beta) \qquad (A9)$$

Trong đó $p_{ij}(X_{t-1})$ được xác định bởi (A3) và (A4) và β_{ij} là ma trận bậc N(N – 1) x k thứ nguyên, trong đó k là số đồng phương sai bao hàm trong phân tích và N là số trạng thái. Ứng với điều kiện ràng buộc về các xác suất (phương trình (A2)), ta không thể xác định được toàn bộ các thông số. Đối với mỗi hàng, ta có thể xác định được độ dốc và tung độ gốc cho N – 1 trạng thái.

Khai thác các đặc tính mẫu lớn của các ước lượng MLE, chúng tôi tính ma trận phương sai-đồng phương sai của $\hat{\beta}_{\text{MLE}}$ sử dụng ma trận thông tin. Trong trường hợp xác suất không đổi, chúng tôi ước lượng sai số chuẩn của các xác suất này bằng phương pháp delta. Lưu ý rằng các giá trị ước lượng xác suất không đổi thu được thông qua sử dụng một vector không đổi làm biến độc lập (X_{t-1}).

Dự báo

Các xác suất không đổi. Khi đã ước lượng được ma trận chuyển đổi, ta có thể thực hiện việc dự báo *M bước*. Khi M = 1 (dự báo một bước), và ứng với phân phối cho trước của các cơ chế (r_t) trong thời gian t, dự báo một bước sẽ là:

$$\left[R_{t+1}^{f} \middle| R_t = r_t\right] = r_t \cdot P \qquad (A10)$$

trong đó, r_t là vector có N hàng và 1 x N thứ nguyên, chứa phân phối của các cơ chế vào thời gian t. Khái quát hoá phương trình (A10), ta có thể thu được dự báo M bước bằng cách áp dụng phương trình sau:

$$\left[R_{t+M}^{f} \middle| R_t = r_t\right] = r_t \cdot P^{M} \qquad (A11)$$

R_{t+M}^{f} là dự báo M bước của phân phối các cơ chế tỷ giá hối đoái hay các biện pháp kiểm soát vốn.

Nếu ma trận chuyển đổi P chỉ có một giá trị eigen bằng 1 và N – 1 giá trị eigen khác nằm trong vòng đơn vị, ta có thể tính phân phối bất biến (dài hạn hay trạng thái dừng) của quá trình. Ví dụ, nếu các điều kiện này thoả mãn đối với ma trận chuyển đổi của cơ chế tỷ giá hối đoái (các biện pháp kiểm soát vốn), ta có thể tính phân phối dài hạn của các cơ chế tỷ giá hối đoái (các biện pháp kiểm soát vốn) và phân phối này sẽ không phụ thuộc vào phân phối cơ chế ban đầu.

Định nghĩa 3: *Nếu P là ma trận chuyển đổi cho quá trình chuỗi Markov và nếu r là vector phân phối với đặc tính là rP = r, thì ta gọi r là phân phối dài hạn (phân phối bất biến hay phân phối ở trạng thái dừng).*

Ứng với phân phối bất kỳ của các cơ chế $R_t = r$ và miễn là các điều kiện giá trị eigen đề cập trên đây được thỏa, phân phối ở trạng thái dừng hay phân phối bất biến có thể được tính như sau:

$$\lim_{M\to\infty}\left[R^f_{t+M}\middle|R_t = r_t\right] = r_t \cdot P^M = P^M \qquad (A12)$$

Giới hạn mô tả trong phương trình (A12) cho thấy rằng phân phối bất biến sẽ bằng một hàng bất kỳ của ma trận P^M.

Các xác suất chuyển đổi thay đổi theo thời gian. Để thực hiện dự báo M bước cho phân phối cơ chế tỷ giá hay các biện pháp kiểm soát vốn sử dụng ma trận chuyển đổi thay đổi theo thời gian, trước tiên ta phải thực hiện dự báo M bước cho các biến độc lập (X_{t-1}) hay ấn định một tình huống mong muốn, hay một lộ trình cho từng biến độc lập, rồi sau đó sử dụng các ước lượng xác suất tối đa $\hat{\beta}_{\text{MLE}}$ và phương trình (A3) và (A4) để ước lượng các xác suất chuyển đổi. Khi ta đã có một dự báo cho ma trận chuyển đổi của từng thời đoạn, ta thu được dự báo M bước cho phân phối bằng cách sau:

$$\left[R^f_{t+M}\middle|R_t = r_t\right] = r_t \cdot P^f_{t+1} \cdot P^f_{t+2} \cdot \ldots \cdot P^f_{t+M} \qquad (A13)$$

trong đó P^f_{t+s} là dự báo của ma trận chuyển đổi cho thời đoạn $t + s$.

Ước lượng xác suất tối đa

Trong bài viết, chúng tôi trình bày các dự báo phân phối tỷ giá hối đoái cho 20 năm sau (2025) sử dụng các xác suất chuyển đổi không đổi và thay đổi theo thời gian. Trong trường hợp các xác suất thay đổi theo thời gian (phương trình (A3) và (A4)), chúng tôi giả định rằng các xác suất chuyển đổi phụ thuộc vào các biến số kinh tế vĩ mô. Một cách cụ thể, chúng tôi giả định dạng hàm số sau đây:

$$B'_{1j} X_{t-1} = \beta_0 + \beta_1 Inf_{t-1} + \beta_2 PIncome_{t-1} + \beta_3 \frac{DC_{t-1}}{GDP_{t-1}} \qquad (A14)$$

trong đó *Inf* là tỉ lệ lạm phát hàng năm, *PIncome* là thu nhập trên đầu người và *DC/GDP* là tỷ số tín dụng nội địa trên tổng sản lượng nội địa. Số liệu lạm phát được thu thập từ *Thống kê tài chính quốc tế*, thu nhập trên đầu người và tỷ số tín dụng nội địa trên tổng sản lượng nội địa được lấy từ Các chỉ báo phát triển thế giới của Ngân hàng Thế giới.

PHỤ LỤC 3: DỰ BÁO PHÂN PHỐI CƠ CHẾ TỶ GIÁ HỐI ĐOÁI NĂM 2025: CÁC TÌNH HUỐNG KHÁC NHAU

Trong phụ lục này, chúng tôi trình bày các dự báo phân phối cơ chế tỷ giá hối đoái cho năm 2025 sử dụng các xác suất chuyển đổi thay đổi theo thời gian, theo phương pháp của Masson và Ruge- Murcia (2005). Để thực hiện việc này, bước thứ nhất là ước lượng các đồng phương sai cho các xác suất chuyển đổi Markov. Chúng tôi lập mô hình các xác suất này như các hàm số theo ba biến số: tỉ lệ lạm phát *x* (biểu thị bằng *x/(1 + x))*, GDP trên đầu người như một số đo tổng quát của trình độ phát triển kinh tế, và tín dụng nội địa được biểu thị bằng tỷ trọng trong GDP, như một số đo phát triển tài chính.

Bảng A3.1. Các hệ số ước lượng: các xác suất thay đổi theo thời gian, phân loại Bubula và Otker- Robe

	Hằng số	Lạm phát	Thu nhập (trên đầu người)	Tín dụng nội địa/GDP
Tất cả các nước				
p12	**-6,74***	5,76	-1,17	7,69
p13	**-4,53***	-16,69	0,30	-11,12
p21	**-6,17***	**2,83****	**0,08***	0,96
p23	**-2,62***	**1,63***	-0,02	0,34
p31	**-7,45***	**5,69***	-0,09	2,24
p32	**-1,93***	0,80	**-0,08***	0,57
Các nước tiên tiến				
p12	-	-	-	-
p13	-	-	-	-
p21	3,60	**-161,87***	**-0,24***	2,28
p23	**-7,31***	**23,35****	0,11	1,49
p31	-	-	-	-
p32	3,30	8,92	0,04	**-10,18***
Các thị trường mới nổi				
p12	-	-	-	-
p13	3,57	-491,08	-1,18	-0,06
p21	-	-	-	-
p23	**-2,03***	-1,12	0,01	0,33
p31	**-5,02***	**5,33***	-0,05	0,00
p32	**-1,79***	1,35	-0,05	0,27
Các nước đang phát triển				
p12	**-9,57***	18,81	-1,96	16,46
p13	-	-	-	-
p21	**-5,98***	**4,16***	-0,03	-0,70
p23	**-2,31***	**2,03***	-0,10	-0,94
p31	-	-	-	-
p32	**-2,52***	1,01	0,10	**2,32***

Chú thích: Giá trị ước lượng của các tác giả. * và ** tiêu biểu cho những hệ số khác không về mặt thống kê ở các mức ý nghĩa lần lượt là 5 phần trăm và 10 phần trăm.

Bảng A3.2. Các hệ số ước lượng: các xác suất thay đổi theo thời gian, phân loại Reihart và Rogoff

	Hằng số	Lạm phát	Thu nhập (trên đầu người)	Tín dụng nội địa/GDP
Tất cả các nước				
p12	**-4,52***	**4,04***	-0,23	0,06
p13	**-8,58***	3,76	0,05	2,28
p14	**-4,70***	**5,59***	0,22	-8,76
p21	**-4,10***	-6,54	0,04	-0,54
p23	**-3,20***	-3,19	0,01	-0,14
p24	**-3,97***	**4,36***	-0,03	-0,07
p31	**-5,99***	-40,49	**-0,17***	**4,11***
p32	**-3,92***	3,97	-0,01	-0,06
p34	**-3,10***	**8,17***	-0,28	0,28
p41	**-2,98***	0,27	0,10	1,88
p42	**-1,24***	-0,65	**0,19****	0,35
p43	-0,18	**-5,09***	-0,01	1,74
Các nước tiên tiến				
p12	-	-	-	-
p13	-6,52	71,03	-0,04	-0,54
p14	-	-	-	-
p21	4,56	**-76,51****	**-0,27***	-1,01
p23	**-7,39***	21,50	**0,16****	-0,68
p24	-3,90	7,84	-0,07	0,86
p31	-1,33	-96,74	-0,11	0,57
p32	-4,30	-19,33	0,06	-1,41
p34	-	-	-	-
p41	-	-	-	-
p42	-	-	-	-
p43	-	-	-	-
Các thị trường mới nổi				
p12	150,84	-16,81	0,05	-1572,60
p13	-	-	-	-
p14	**-3,59****	3,32	0,24	-4,95
p21	-	-	-	-
p23	**-3,69***	-3,96	0,03	0,95
p24	**-3,45***	1,92	0,01	-0,25
p31	-1472	-818,48	0,00	955,44
p32	-1,44	-37,81	0,00	-0,40
p34	**-3,34***	9,76	-0,27	0,20
p41	**-3,54***	-0,21	0,46	1,04
p42	-1,62	-0,85	0,18	0,13
p43	-1,41	**-5,54****	0,41	2,49
Các nước đang phát triển				
p12	**-7,04***	3,53	-5,26	**24,70***
p13	-	-	-	-
p14	9,59	21,62	-56,33	-173,69
p21	**-4,53***	0,88	-0,46	1,49
p23	**-2,43***	-4,26	-0,15	-1,71
p24	**-3,97***	**6,22***	-0,26	-0,47
p31	**-**	**-**	-	-
p32	**-4,83***	**11,81***	0,34	-4,97
p34	**-3,30***	**8,07***	-0,27	1,72
p41	**-3,20***	0,06	0,01	**4,07***
p42	**-1,22***	-0,14	0,09	1,15
p43	-0,07	-2,91	-0,93	1,73

Chú thích: Giá trị ước lượng của các tác giả. Dấu * và ** tiêu biểu cho những hệ số khác không về mặt thống kê ở các mức ý nghĩa lần lượt là 5 phần trăm và 10 phần trăm.

Các giá trị ước lượng hệ số được trình bày trong bảng A3.1 cho các xác suất chuyển đổi dựa vào phân loại Bubula- Otker- Robe, và trong bảng A3.2 cho phân loại Reinhart Rogoff. Các giá trị ước lượng nói chung có vẻ hợp lý, cho dù chỉ một số ít có ý nghĩa thống kê ở mức tin cậy tiêu chuẩn.[23] Chúng tôi không muốn chú trọng quá nhiều vào độ lớn của các giá trị ước lượng hệ số, vì thế chúng tôi trình bày các giá trị dự báo này trong phụ lục chứ không phải trong bài viết. Tuy nhiên, chúng tôi nghĩ cũng nên lưu ý rằng phương pháp có thể được sử dụng để dự báo trong các tình huống khác nhau.

Như vậy, chúng tôi thấy rằng lạm phát cao hơn khuyến khích sự chuyển đổi từ cơ chế tỷ giá cố định sang các cơ chế linh hoạt hơn, cho dù cũng có hệ số dương cho sự chuyển đổi từ thả nổi sang cố định cứng, như thể một số nước lạm phát cao, đặc biệt là các thị trường mới nổi, phải viện dẫn các cơ chế cố định cứng như một công cụ chống lạm phát. Thu nhập trên đầu người cao hơn gắn liền với sự chuyển đổi sang các cơ chế cố định cứng tại các nước tiên tiến – đây là việc chọn lựa chuyển đổi sang liên minh tiền tệ tại châu Âu. Trong bảng A3.2, chúng tôi thu được các kết quả tương tự đối với cả lạm phát và thu nhập trên đầu người.

Bây giờ chúng tôi có thể sử dụng các giá trị ước lượng điểm này để dự báo phân phối cơ chế tỷ giá hối đoái vào năm 2025 phụ thuộc vào các giả định khác nhau về phân phối các biến độc lập. Tình huống "trung bình" giả định rằng ba biến độc lập có giá trị bình quân mẫu từ bây giờ đến năm 2025. Lưu ý rằng các dự báo này hơi khác với các dự báo trong bài viết, trong đó, các xác suất chuyển đổi không được lập mô hình như các hàm số theo các biến độc lập (ở đó, các xác suất đó có thể được cho là hồi qui theo giá trị cố định mà thôi). Tình huống "tốt" giả định rằng tỉ lệ lạm phát là một độ lệch chuẩn dưới trung bình mẫu, thu nhập trên đầu người là 0,5 độ lệch chuẩn bên trên trung bình mẫu, và tín dụng nội địa/GDP là một độ lệch chuẩn bên trên trung bình mẫu.[24] Tương tự, tình huống "xấu" giả định rằng tỉ lệ lạm phát là một độ lệch chuẩn bên trên trung bình mẫu, thu nhập trên đầu người là 0,5 độ lệch chuẩn bên dưới trung bình mẫu, và tín dụng nội địa/GDP là một độ lệch chuẩn bên dưới trung bình mẫu.

Bảng A3.3 và A3.4 trình bày các dự báo lần lượt sử dụng phân loại Bubula- Otker- Robe và phân loại Reinhart Rogoff. Các kết quả chung không khác nhau lắm trong ba tình huống này. Tuy nhiên, có sự khác biệt đáng lưu ý trong ba nhóm nước. Trong bảng A3.3, tình huống tốt dẫn đến sự chuyển đổi hoàn chỉnh hơn ở các nước tiên tiến, từ bỏ các cơ chế trung gian và hướng tới liên minh tiền tệ.[25] Trong các nước thị trường mới nổi, tình huống tốt dẫn đến gần như toàn bộ sự biến mất của các cơ chế cố định để chuyển sang cơ chế trung gian và cơ chế thả nổi với tỉ lệ gần như bằng nhau. Ngược lại, trong tình huống xấu, sẽ có nhiều thị trường mới nổi gắn bó với cơ chế cố định cứng hơn, trong khi có ít nước chuyển sang cơ chế thả nổi hơn.[26] Trong bảng A3.4, tình huống tốt một lần nữa dẫn đến sự chuyển đổi hoàn chỉnh hơn hướng tới cơ chế cố định cứng (liên minh tiền tệ ở châu Âu). Tuy nhiên, ở đây, trong tình huống xấu, phương án chọn lựa của các nước là cơ chế thả nổi nhiều hơn so với các cơ chế trung gian. Tại các thị trường mới nổi, một lần nữa ta dự báo có ít nước theo cơ chế thả nổi trong tình huống xấu, nhưng ở đây phương án chọn lựa của họ là các cơ chế trung gian nhiều

[23] Đây cũng là cùng một kết quả mà Masson và Ruge- Murcia thu được thông qua sử dụng các biến độc lập và số liệu khác.
[24] Ứng với tình trạng phân tán cao của thu nhập trên đầu người giữa các nước, trừ đi một độ lệch chuẩn cho biến này sẽ dẫn đến thu nhập trên đầu người có giá trị âm đối với một số nước. Vì lý do đó, chúng tôi cộng hay trừ 0,5 độ lệch chuẩn .
[25] Trong tình huống xấu, điều thú vị là, liên minh tiền tệ không tăng trưởng, và một tỷ trọng đáng kể các nước có cơ chế thả nổi quay trở về với các cơ chế trung gian.
[26] Kết quả của các nước đang phát triển khó hài hoà với các kết quả trước đây hơn. Xu hướng các nước này chuyển từ cơ chế thả nổi sang các cơ chế trung gian trong tình huống tốt phản ánh hệ số tương đối lớn về phát triển tài chính đối với xác suất chuyển đổi từ cơ chế thả nổi sang các cơ chế trung gian.

hơn so với cơ chế cố định cứng.[27] Tại các nước đang phát triển, xem ra có vẻ hợp lý, tình huống xấu dẫn đến từ bỏ các cơ chế cố định và hướng tới cơ chế rơi tự do.

Bảng A3.3. Dự báo năm 2025: Tỷ trọng trong phân phối cơ chế tỷ giá hối đoái sử dụng phân loại Bubula Otker Robe và các xác suất chuyển đổi thay đổi theo thời gian

Tình huống	Cơ chế cố định cứng	Cơ chế trung gian	Cơ chế thả nổi
Tất cả các nước			
Xấu	30,22	40,66	29,12
Trung bình	31,83	38,95	29,22
Tốt	33,32	37,26	29,42
Các nước tiên tiến			
Xấu	54,39	40,02	5,59
Trung bình	55,07	2,78	42,16
Tốt	57,74	0,01	42,26
Các thị trường mới nổi			
Xấu	26,93	51,43	21,65
Trung bình	19,77	46,31	33,93
Tốt	0,18	43,72	56,11
Các nước đang phát triển			
Xấu	26,03	32,80	41,18
Trung bình	26,58	51,31	22,12
Tốt	25,31	65,11	9,58

Chú thích: Trong tình huống tốt, lạm phát bằng tỉ lệ lạm phát trung bình mẫu trừ đi một độ lệch chuẩn , thu nhập trên đầu người bằng trung bình mẫu cộng 0,5 độ lệch chuẩn, và tín dụng nội địa/GDP bằng trung bình mẫu cộng một độ lệch chuẩn. Trong tình huống xấu, lạm phát bằng tỉ lệ lạm phát trung bình mẫu cộng một độ lệch chuẩn , thu nhập trên đầu người bằng trung bình mẫu trừ 0,5 độ lệch chuẩn , và tín dụng nội địa/GDP bằng trung bình mẫu trừ một độ lệch chuẩn. Trong tình huống trung bình, mọi biến số đều bằng trung bình mẫu.

Ngoài ra, chúng tôi cũng ước lượng các hệ số của các đồng phương sai cho phân loại nhị phân của các biện pháp hạn chế tài khoản vốn và một lần nữa, sử dụng chúng để dự báo phân phối cơ chế vào năm 2025. Bảng A3.5 trình bày các thông số ước lượng cho các nhóm nước khác nhau. Chỉ có một ít thông số có ý nghĩa thống kê. Tuy nhiên, các tình huống khác nhau trong bảng A3.6 nói chung có vẻ hợp lý. Đối với mẫu tất cả các nước, các nền kinh tế tiên tiến và các thị trường mới nổi, nhiều nước chuyển sang mở cửa tài khoản vốn hơn trong tình huống tốt so với tình huống trung bình (và tương tự, ít nước chuyển sang mở cửa tài khoản vốn hơn trong tình huống xấu). Kết quả xem ra kém hợp lý nhất đó là các dự báo này cho thấy có ít nền kinh tế thị trường mới nổi hơn so với các nước đang phát triển chuyển sang mở cửa tài khoản vốn vào năm 2025, nhưng chúng tôi ngần ngại không muốn nhấn mạnh nhiều vào sự khác biệt này do có ít các đồng phương sai có ý nghĩa. Quan trọng hơn cả, kết luận chính trong bài viết cho rằng vẫn còn một tỉ lệ đáng kể các thị trường mới nổi và các nước đang phát triển có các biện pháp kiểm soát vốn vào năm 2025, và duy trì không thay đổi.

[27] Một kết quả đáng ngạc nhiên khác là ta dự báo ít cơ chế thả nổi hơn và nhiều cơ chế trung gian hơn trong tình huống tốt.

Bảng A3.4. Dự báo năm 2025: Tỷ trọng trong phân phối cơ chế tỷ giá hối đoái sử dụng phân loại tự nhiên của Reinhart và Rogoff và các xác suất chuyển đổi thay đổi theo thời gian

Tình huống	Cơ chế cố định cứng	Cơ chế trung gian	Cơ chế thả nổi	Cơ chế thả nổi tự do
Tất cả các nước				
Xấu	18,37	53,19	13,51	14,93
Trung bình	37,71	29,09	31,31	1,89
Tốt	79,75	10,45	9,66	0,14
Các nước tiên tiến				
Xấu	23,89	12,92	63,02	0,17
Trung bình	47,45	12,02	40,38	0,15
Tốt	64,82	11,21	23,84	0,13
Các thị trường mới nổi				
Xấu	17,66	52,69	7,02	22,64
Trung bình	19,98	16,23	59,47	4,32
Tốt	16,70	66,19	15,54	1,58
Các nước đang phát triển				
Xấu	49,59	33,14	6,47	10,79
Trung bình	47,47	33,61	14,64	4,28
Tốt	43,66	25,32	29,48	1,54

Chú thích: Trong tình huống tốt, lạm phát bằng tỉ lệ lạm phát trung bình mẫu trừ đi một độ lệch chuẩn, thu nhập trên đầu người bằng trung bình mẫu cộng 0,5 độ lệch chuẩn, và tín dụng nội địa/GDP bằng trung bình mẫu cộng một độ lệch chuẩn. Trong tình huống xấu, lạm phát bằng tỉ lệ lạm phát trung bình mẫu cộng một độ lệch chuẩn , thu nhập trên đầu người bằng trung bình mẫu trừ 0,5 độ lệch chuẩn , và tín dụng nội địa/GDP bằng trung bình mẫu trừ một độ lệch chuẩn. Trong tình huống trung bình, mọi biến số đều bằng trung bình mẫu.

Bảng A3.5. Các hệ số ước lượng của các biến giải thích, chỉ số Chinn và Ito

	Hằng số	Lạm phát	Thu nhập (trên đầu người)	Tín dụng nội địa/GDP
Tất cả các nước				
p12	**-3,223***	0,001	**0,049***	-0,267
p21	**-2,239***	0,000	-0,029	-1,070
Các nước tiên tiến				
p12	0,322	-2,072	**-0,124****	**2,759****
p21	**-3,986****	0,301	-0,041	0,642
Các thị trường mới nổi				
p12	**-2,682***	-0,005	**0,096****	-1,410
p21	-0,932	-0,197	0,133	**-4,643***
Các nước đang phát triển				
p12	**-3,117***	0,003	-0,004	-1,466
p21	**-2,511***	-0,022	-0,022	-0,705

Chú thích: Giá trị ước lượng của các tác giả. Dấu * và ** tiêu biểu cho các hệ số khác không về mặt thống kê ở mức ý nghĩa lần lượt là 5 và 10 phần trăm.

Bảng A3.6. Dự báo năm 2025: Tỷ trọng trong phân phối các biện pháp kiểm soát vốn sử dụng chỉ số Chinn và Ito và các xác suất chuyển đổi thay đổi theo thời gian

	Đóng cửa	Mở cửa
Tất cả các nước		
Xấu	68,30	31,70
Trung bình	54,65	45,35
Tốt	41,68	58,32
Các nước tiên tiến		
Xấu	26,91	73,09
Trung bình	5,81	94,19
Tốt	1,90	98,10
Các thị trường mới nổi		
Xấu	72,92	27,08
Trung bình	54,44	45,56
Tốt	38,85	61,15
Các nước đang phát triển		
Xấu	61,94	38,06
Trung bình	67,74	32,26
Tốt	72,46	27,54

Chú thích: Trong tình huống tốt, lạm phát bằng tỉ lệ lạm phát trung bình mẫu trừ một độ lệch chuẩn, thu nhập trên đầu người bằng trung bình mẫu cộng 0,5 độ lệch chuẩn, và tín dụng nội địa/GDP bằng trung bình mẫu cộng một độ lệch chuẩn Trong tình huống xấu, lạm phát bằng tỉ lệ lạm phát trung bình mẫu cộng một độ lệch chuẩn , thu nhập trên đầu người bằng trung bình mẫu trừ 0,5 độ lệch chuẩn, và tín dụng nội địa/GDP bằng trung bình mẫu trừ một độ lệch chuẩn Trong tình huống trung bình, mọi biến số đều bằng trung bình mẫu.

PHỤ LỤC 4: CÁC CÁCH PHÂN LOẠI CÁC BIỆN PHÁP KIỂM SOÁT VỐN KHÁC NHAU

Trong phụ lục này, chúng tôi tìm hiểu sức mạnh của các phát hiện trong bài viết về xu hướng mở cửa tài chính thông qua phân tích một vài số đo khác nhau về các cơ chế tài khoản vốn. Trước tiên, việc phân tích độ nhạy giúp triển khai cả bốn cấu phần của chỉ số Chinn Ito; bốn cấu phần này xác định tình trạng có hay không có các biện pháp hạn chế các giao dịch tài khoản vốn, có hay không có các biện pháp hạn chế tài khoản vãng lai, có hay không có cơ chế nhiều tỷ giá hối đoái, và có hay không có qui định bán lại ngoại tệ xuất khẩu. Chúng tôi sử dụng các số liệu này để xếp các nước vào thành ba loại: đóng cửa hoàn toàn (nếu cả bốn số đo đều có), mở cửa hoàn toàn (nếu cả bốn số đo đều không có), hoặc nằm ở khoảng giữa. Về cơ bản, việc phân loại này xác nhận các phác thảo khái quát của phân tích dựa vào số đo nhị phân như đã thảo luận trong bài viết.

Việc phân loại chi tiết hơn này giúp ta thấy rõ sắc thái của các cơ chế hơn đồng thời về cơ bản vẫn không làm thay đổi bức tranh chung. Trong bảng A4.1, ta thấy rằng quả thật các nước tiên tiến bắt đầu từ một tình trạng tương đối mở cửa tài khoản vốn; vào khoảng năm 1990, không nước nào trong các nước này đóng cửa hoàn toàn đối với các dòng vốn quốc tế, trong khi khoảng 20 phần trăm các thị trường mới nổi và các nước đang phát triển vẫn còn ở trạng thái này. Đến năm 2003, không một nền kinh tế thị trường mới nổi nào còn hoàn toàn đóng cửa – dĩ nhiên, điều giúp xác định họ là các thị trường mới nổi, nghĩa là, các nhà đầu tư quốc tế có thể đòi hỏi sản quyền của họ ít nhất là đến một chừng mực nào đó – trong khi chỉ có 1 trong 12 nước đang phát triển vẫn còn ở trạng thái này. Dự báo trong bảng A4.2 cho thấy rằng đến năm 2025, tỷ trọng các thị trường mới nổi và các nước đang phát triển mở cửa tài khoản vốn hoàn toàn chỉ tăng rất ít.

Bảng A4.1. Sự thịnh hành của kiểm soát vốn: Phân loại Chinn Ito theo ba loại (tỉ lệ phần trăm các thành viên trong mỗi loại)

	Tỷ trọng		
	1990	1997	2003
Tất cả các nước			
Đóng cửa	16,45	7,74	5,66
Trung gian	65,79	68,39	63,52
Mở cửa	17,76	23,87	30,82
Tổng	100,00	100,00	100,00
Số thành viên	152	155	159
Các nước tiên tiến			
Đóng cửa	0,00	0,00	0,00
Trung gian	52,38	22,73	9,09
Mở cửa	47,62	77,27	90,91
Tổng	100,00	100,00	100,00
Số thành viên	21	22	22
Các thị trường mới nổi			
Đóng cửa	23,33	7,14	0,00
Trung gian	60,00	75,00	74,19
Mở cửa	16,67	17,86	25,81
Tổng	100,00	100,00	100,00
Số thành viên	30	28	31
Các nước đang phát triển			
Đóng cửa	17,82	9,52	8,49
Trung gian	70,30	76,19	71,70
Mở cửa	11,88	14,29	19,81
Tổng	100,00	100,00	100,00
Số thành viên	101	105	106

Chú thích: Mỗi cấu phần bằng 0 khi có các biện pháp hạn chế và bằng 1 khi không có. Trên phương diện các biện pháp kiểm soát vốn, một nước được xem là đóng cửa, trung gian, hay mở cửa khi tổng của bốn cấu phần lần lượt bằng 0 (đóng cửa), nằm trong khoảng 1-3 (trung gian), hoặc bằng 4 (mở cửa).
Nguồn: Ước lượng của các tác giả sử dụng bốn cấu phần nhị phân của chỉ số Chinn và Ito.

Cuối cùng, chúng tôi cũng xem xét một số đo khác về tình trạng mở cửa thị trường vốn do Nancy Brune triển khai. Số liệu của Brune có ưu điểm là kéo dài cho đến năm 2004, đồng thời cũng rất chi tiết: Brune thu thập số đo chi tiết của các biện pháp hạn chế các dòng vốn vào và ra: (1) Các biện pháp kiểm soát dòng vào của các giao dịch bất khả kiến I (invisible transactions) (bao gồm tiền thu từ các giao dịch bất khả kiến, qui định về việc chuyển lợi nhuận về nước, và qui định bán ngoại tệ); (2) Các biện pháp kiểm soát dòng vào của các giao dịch bất khả kiến II (bao gồm tiền thu từ xuất khẩu và qui định về việc chuyển lợi nhuận về nước, và qui định bán ngoại tệ liên quan đến xuất khẩu); (3) Các biện pháp kiểm soát dòng ra các giao dịch bất khả kiến; (4) Các biện pháp kiểm soát dòng vào liên quan đến vốn và chứng khoán thị trường tiền tệ; (5) Các biện pháp kiểm soát dòng ra liên quan đến vốn và chứng khoán thị trường tiền tệ; (6) Các biện pháp kiểm soát dòng vào liên quan đến hoạt động tín dụng; (7) Các biện pháp kiểm soát dòng ra liên quan đến hoạt động tín dụng; (8) Các biện pháp kiểm soát đầu tư trực tiếp vào nước nhà; (9) Các biện pháp kiểm soát đầu tư trực tiếp ra nước ngoài; (10) Các biện pháp kiểm soát giao dịch bất động sản; (11) Các qui định cụ thể

cho các ngân hàng thương mại; và (12) Cơ cấu tỷ giá hối đoái.[28] Điểm khác thường của chuỗi này là xem ra nó cho thấy các biện pháp kiểm soát vốn vẫn còn khá phổ biến tại các nước tiên tiến. Chúng tôi đã chia các nước thành hai loại một cách hơi tuỳ tiện căn cứ vào việc liệu các biện pháp hạn chế được duy trì đối với ít hơn năm trong số các loại giao dịch này.

Bảng A4.2. Các xác suất chuyển đổi và dự báo năm 2025: Kiểm soát vốn (phân loại theo ba loại)

Cơ chế vào thời đoạn t	Ước lượng xác suất xảy ra cơ chế vào thời đoạn t + 1			
	Đóng cửa	Trung gian	Mở cửa	Tổng số quan sát
Tất cả các nước				
Đóng cửa	0,7538	0,2410	0,0051	195
Trung gian	0,0233	0,9444	0,0323	1332
Mở cửa	0,0000	0,0497	0,9503	483
Tổng				2010
Dự báo năm 2025				
Tỷ trọng trong phân phối các biện pháp kiểm soát vốn	5,53	57,97	36,49	
Các nước tiên tiến				
Đóng cửa	0,0000	0,0000	0,0000	0
Trung gian	0,0000	0,8000	0,2000	65
Mở cửa	0,0000	0,0183	0,9817	219
Tổng				284
Dự báo năm 2005				
Tỷ trọng trong phân phối các biện pháp kiểm soát vốn	0,00	8,39	91,61	
Các nền kinh tế thị trường mới nổi				
Đóng cửa	0,7250	0,2750	0,0000	40
Trung gian	0,0154	0,9462	0,0385	260
Mở cửa	0,0000	0,0921	0,9079	76
Tổng				376
Dự báo năm 2005				
Tỷ trọng trong phân phối các biện pháp kiểm soát vốn	3,81	68,04	28,31	
Các nước đang phát triển				
Đóng cửa	0,7613	0,2323	0,0065	155
Trung gian	0,0268	0,9533	0,0199	1007
Mở cửa	0,0000	0,0691	0,9309	188
Tổng				1350
Dự báo năm 2005	7,99	71,05	20,98	
Tỷ trọng trong phân phối các biện pháp kiểm soát vốn				

Chú thích: Mỗi cấu phần bằng 0 khi có các biện pháp hạn chế và bằng 1 khi không có. Trên phương diện các biện pháp kiểm soát vốn, một nước được xem là đóng cửa, trung gian, hay mở cửa khi tổng của bốn cấu phần lần lượt bằng 0 (đóng cửa), nằm trong khoảng 1-3 (trung gian), hoặc bằng 4 (mở cửa).
Nguồn: Ước lượng của các tác giả sử dụng bốn cấu phần nhị phân của chỉ số Chinn và Ito.

[28] Để mã hoá biến nhị phân, chúng tôi không tính đến cơ cấu tỷ giá hối đoái. Do đó, phạm vi chỉ số chưa chuyển đổi nằm trong khoảng 0-11.

Bảng A4.3. Sự tiến hoá của kiểm soát vốn: Chỉ số Brune (tỉ lệ phần trăm các thành viên trong mỗi loại)

	Tỷ trọng		
	1990	1997	2004
Tất cả các nước			
Đóng cửa	82,58	69,19	65,41
Mở cửa	17,42	30,81	34,59
Tổng	100,00	100,00	100,00
Số thành viên	155	185	185
Các nước tiên tiến			
Đóng cửa	43,48	16,67	12,50
Mở cửa	56,52	83,33	87,50
Tổng	100,00	100,00	100,00
Số thành viên	23	24	24
Các thị trường mới nổi			
Đóng cửa	89,66	78,13	68,75
Mở cửa	10,34	21,88	31,25
Tổng	100,00	100,00	100,00
Số thành viên	29	32	32
Các nước đang phát triển			
Đóng cửa	89,32	76,74	74,42
Mở cửa	10,68	23,26	25,58
Tổng	100,00	100,00	100,00
Số thành viên	103	129	129

Chú thích: Chỉ số Brune được thu gọn trong một biến nhị phân mô tả sự mở cửa của tài khoản vốn. Biến nhị phân này bằng 1 (mở cửa) khi chỉ số mở cửa tài chính (không kể cơ cấu tỷ giá hối đoái) lớn hơn hay bằng 7.
Nguồn: Ước lượng của các tác giả.

Các kết quả sử dụng phân loại nhị phân này được trình bày trong bảng A4.3 và A4.4. Kết quả cho thấy cùng một xu hướng như khi sử dụng biến Chinn- Ito. Cả ba nhóm nước – các nước tiên tiến, các nước thị trường mới nổi, và các nước đang phát triển - đều thể hiện sự giảm sút tác động của các biện pháp kiểm soát vốn.[29] Ma trận chuyển đổi trong bảng A4.4 rất tương tự với ma trận được xây dựng từ phiên bản nhị phân của chỉ số Chinn- Ito. Các dự báo vẫn cho thấy đa số các thị trường mới nổi và các nước đang phát triển vẫn duy trì các biện pháp kiểm soát vốn mãi cho đến năm 2025.

[29] Phần lớn sự biến thiên ta quan sát được là do sự khác biệt về phạm vi bao trùm của mẫu nghiên cứu các nước. Ví dụ, trong mẫu của Brune có bao gồm San Marino, một nước có các biện pháp kiểm soát vốn đáng kể trong số các nước công nghiệp, trong khi mẫu của Chinn và Ito không xem xét đất nước này.

Bảng A4.4. Các xác suất chuyển đổi và dự báo năm 2025: Chỉ số kiểm soát vốn của Brune

Cơ chế vào thời đoạn t	Ước lượng xác suất xảy ra cơ chế vào thời đoạn t + 1		
	Đóng	Mở	Tổng số quan sát
Tất cả các nước			
Đóng	0,9739	0,0261	1837
Mở	0,0252	0,9748	675
Tổng			2512
Dự báo năm 2025			
Tỷ trọng trong phân phối các biện pháp kiểm soát vốn	54,51	45,49	
Các nước tiên tiến			
Đóng	0,8529	0,1471	68
Mở	0,0112	0,9888	267
Tổng			335
Dự báo năm 2025			
Tỷ trọng trong phân phối các biện pháp kiểm soát vốn	7,22	92,78	
Các nước thị trường mới nổi			
Đóng	0,9723	0,0277	361
Mở	0,0361	0,9639	83
Tổng			444
Dự báo năm 2025			
Tỷ trọng trong phân phối các biện pháp kiểm soát vốn	59,63	40,37	
Các nước đang phát triển			
Đóng	0,9801	0,0199	1408
Mở	0,0338	0,9662	325
Tổng			1733
Dự báo năm 2025			
Tỷ trọng trong phân phối các biện pháp kiểm soát vốn	66,54	33,64	

Chú thích: Mỗi cấu phần đều bằng 0 khi có các biện pháp kiểm soát vốn và bằng 1 nếu không có các biện pháp kiểm soát vốn.
Nguồn: Các giá trị ước lượng của tác giả sử dụng một trong các cấu phần nhị phân của chỉ số Chin và Ito (các biện pháp kiểm soát vốn).

Tài liệu tham khảo

Aghion, P., P. Bacchetta and A. Banerjee (2001). 'A corporate balance sheet approach to currency crises', CEPR Discussion Paper 3092 (December).
Alesina, A. and A. Wagner (2003). 'Choosing (and reneging on) exchange rate regimes', NBER Working Paper No. 9809 (June).
Allen, M., C. Rosenberg, C. Keller, N. Roubini and B. Setser (2002). 'The balance sheet approach to financial crises', IMF Working Paper No. 02/210 (December).
Bayoumi, T. and B. Eichengreen (1994). 'One money or many? On the prospects for monetary unification in various parts of the world', Princeton Studies in International Finance No. 76, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University.
Bayoumi, T., B. Eichengreen and P. Mauro (2000). 'On regional monetary arrangements for ASEAN', *Journal of the Japanese and International Economies*, 14, 121–48.
Bergsten, C.F. (2004). 'Chinese currency controversies', unpublished manuscript, Institute for International Economics (January).
Bordo, M., B. Eichengreen, D. Klingebiel and S.M. Martinez-Peria (2001). 'Is the crisis problem growing more severe?' *Economic Policy*, 32, 51–82.
Bubula, A. and I. Otker-Robe (2002). 'The evolution of exchange rate regimes since 1990: Evidence from de facto policies', IMF Working Paper No. 02/155 (September).
Caballero, R. and A. Krishnamurthy (2004). 'Exchange rate volatility and the credit channel in emerging markets: a vertical perspective', NBER Working Paper No. 10517 (May).

Calvo, G. and C. Reinhart (2002). 'Fear of floating', *Quarterly Journal of Economics*, 117, 379–408.
Cavallo, D. and J. Cottani (1997). 'Argentina's convertibility plan and the IMF', *American Economic Association Papers and Proceedings*, 87, 17–22.
Cheung, Y.-W., M. Chinn and E. Fujii (2005). 'Why the renminbi might be overvalued (but probably isn't)', unpublished manuscript, UC Santa Cruz, University of Wisconsin at Madison, and University of Tsukuba (September).
Chinn, M. and H. Ito (2002). 'Capital account liberalization, institutions and financial development: cross country evidence', NBER Working Paper No. 8967 (June).
Chinn, M. and J. Frankel (2005). 'Will the euro eventually surpass the dollar as the leading international currency?', paper presented to the NBER Conference on G-7 Current Account Imbalances, Newport, Rhode Island, 1–2 June.
Clarida, R., J. Gali and M. Gertler (1998). 'Monetary policy rules in practice: some international evidence', *European Economic Review*, 1033–68.
Crockett, A. (1994). 'Monetary implications of increased capital flows', in *Changing Capital Markets: Implications for Monetary Policy*, Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City.
Duttagupta, R., G. Fernandez and C. Karasadag (2004). 'From fixed to float: operational aspects of moving toward exchange rate flexibility', IMF Working Paper No. 04/126 (July).
Disyatat, P. (2005). 'Inflation targeting, asset prices and financial imbalances: conceptualizing the debate', BIS Working Paper No. 168 (January).
Dooley, M., D. Folkerts-Landau and P. Garber (2003). 'An essay on the revived Bretton Woods system', NBER Working Paper No. 9971 (September).
Ebrahim-Zadeh, C. (2005). 'Sharper advice needed from IMF on capital account issues', *IMF Survey*, 34 (6 June), 155–57.
Eichengreen, B. (1994). *International Monetary Arrangements for the 21st Century*, Washington, DC: The Brookings Institution.
— (1996). *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, Princeton: Princeton University Press.
— (2004a). 'Hanging together: on monetary and financial cooperation in Asia', in M. Shahid Yusuf, A. Altaf and K. Nabeshima (eds.), *Global Change and East Asian Policy Initiatives*, New York: Oxford University Press.
— (2004b). 'Global imbalances and the lessons of Bretton Woods', NBER Working Paper No. 10497 (May).
— (2005). 'Is a change in the renminbi exchange rate in China's interest?' *Asian Economic Papers*, 4, 41–78.
Eichengreen, B. and R. Hausmann (eds.) (2005). *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, Chicago: University of Chicago Press.
Eichengreen, B. and P. Luengnaruemitchai (2004). 'Why doesn't Asia have bigger bond markets?' NBER Working Paper No. 10576 (June).
Eichengreen, B. and D. Mathieson (2001). 'The currency composition of foreign exchange reserves: retrospect and prospect', in C. Wyplosz (ed.), *The Impact of EMU on Europe and the Developing Countries*, New York: Oxford University Press, 269–93.
Eichengreen, B. and M. Mussa (1998). 'Capital account liberalization: theoretical and practical aspects', IMF Occasional Paper No. 172 (July).
Eichengreen, B. and A. Taylor (2004). 'The monetary consequences of a Free Trade Area of the Americas', in A. Estevadeordal, D. Rodrik, A. Taylor and A. Velasco (eds.), *Integrating the Americas: FTAA and Beyond*, Cambridge, MA: David Rockefeller Center for Latin American Studies, 189–226.
Eichengreen, B. and C. Wyplosz (1993). 'The unstable EMS', *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 51–144.
Erceg, C., L. Guerrieri and C. Gust (2005). 'Expansionary fiscal shocks and the trade deficit', International Finance Discussion Paper No. 2005-825, Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System (January).
Fischer, S. (2001). 'Exchange rate regimes: is the bipolar view correct?' *Journal of Economic Perspectives*, 15, 3–24.
Fleming, J.M. (1962). 'Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates', *IMF Staff Papers*, 9, 360–79.
Frankel, J.A. (2001). 'No single currency regime is right for all countries or at all times', *Essays in International Finance* No. 215, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University (July).
Funabashi, Y. (1988). *Managing the Dollar: From the Plaza to the Louvre*, Washington, DC: Institute for International Economics.
Genberg, H. and A. Swoboda (1987). 'Fixed rates, flexible rates, or the middle of the road:

A reexamination of the arguments in view of recent experience', in R.Z. Aliber (ed.), *The Reconstruction of International Monetary Arrangements*, London: Macmillan, 92–116.
Ghosh, A., A.-M. Gulde and H. Wolf (2003). *Exchange Rate Regimes: Choices and Consequences:* Cambridge, MA: MIT Press.
Giavazzi, F. and A. Giovannini (1989). *Limiting Exchange Rate Flexibility: The European Monetary System*, Cambridge, MA: MIT Press.
Giavazzi, F. and L. Spaventa (1999). 'The new EMS', in P. De Grauwe and L. Papademos (eds.), *The European Monetary System in the 1990s*, London: Longman.
Giovannini, A. (1989). 'How do fixed exchange-rate regimes work? Evidence from the Gold Standard, Bretton Woods and the EMS', in M. Miller, B. Eichengreen and R. Portes (eds.), *Blueprints for Exchange Rate Management*, London: Academic Press, 13–46.
Goldstein, M. (2004). 'Adjusting China's exchange rate policies', unpublished manuscript, Institute for International Economics.
Goldstein, M. and P. Turner (2003). *Controlling Currency Mismatches in Emerging Market Economies*, unpublished manuscript, Washington, DC: Institute of International Economics.
Goodfriend, M. (1991). 'Interest rates and the conduct of monetary policy', *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, 34, 7–30.
Goto, J. and K. Hamada (1994). 'Economic preconditions for Asian regional integration', in T. Ito and A. Krueger (eds.), *Macroeconomic Linkage: Savings, Exchange Rates and Capital Flows*, Chicago: University of Chicago Press, 359–85.
Grilli, V. and G.M. Milesi-Ferretti (1995). 'Economic effects and structural determinants of capital controls', *IMF Staff Papers*, 42, 517–51.
Hakura, D.S. (2005). 'Are emerging market countries learning to float?' IMF Working Paper No. 05/98 (May).
Hausmann, R., U. Panizza and E. Stein (2001). 'Why do countries float the way they float?' *Journal of Development Economics*, 66, 387–414.
Husain, A., A. Mody and K. Rogoff (2004). 'Exchange rate regime durability and performance in advance and developing economies', NBER Working Paper No. 10673 (August).
International Monetary Fund (2005). 'The IMF's approach to capital account liberalization', Evaluation Report, Independent Evaluation Office, Washington, DC: IMF.
Katzenstein, P. (2005). *A World of Regions*, Ithaca: Cornell University Press.
Keynes, J.M. (1930). *A Treatise on Money*, London: Macmillan.
Krugman, P. (1980). 'Vehicle currencies and the structure of international exchange', *Journal of Money, Credit and Banking*, 11, 512–26.
Levy-Yeyati, E. and F. Sturzenegger (2003). 'To float or to fix: evidence on the impact of exchange rate regimes on growth', *American Economic Review*, 93, 1173–93.
Lindert, P.H. (1969). 'Key currencies and gold 1900–1913', Princeton Studies in International Finance No. 24, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University.
Lyons, R.K. and M.J. Moore (2005). 'An information approach to international currencies', NBER Working Paper No. 11220 (March).
Masson, P. (2001). 'Exchange rate regime transitions', *Journal of Development Economics*, 64, 571–86.
Masson, P. and F.J. Ruge-Murcia (2005). 'Explaining the transition between exchange rate regimes', *Scandinavian Journal of Economics*, 107, 261–78.
Matsuyama, K., N. Kiyotaki and A. Matsui (1993). 'Toward a theory of international currency', *Review of Economic Studies*, 60, 283–307.
McKinnon, R. and H. Pill (1997). 'Credible economic liberalizations and overborrowing', *American Economic Association Papers and Proceedings*, 87, 189–93.
Mundell, R. (1963). 'Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates', *Canadian Journal of Economics and Political Science*, 29, 375–85.
Mussa, M. (2004). 'Exchange rate adjustments needed to reduce global payments imbalances', in C.F. Bergsten and J. Williamson (eds.), *Dollar Adjustment: How Far? Against What?* Washington, DC: Institute for International Economics, 113–38.
Obstfeld, M. and K. Rogoff (2004). 'The unsustainable U.S. current account position revisited', NBER Working Paper No. 10869 (November).
Obstfeld, M. and A. Taylor (2003). 'Globalization and capital markets', in M. Bordo, A. Taylor and J. Williamson (eds.), *Globalization in Historical Perspective*, Chicago: University of Chicago Press, 121–90.
Peri, G. (2005). 'International migration: some comparisons and lessons for the EU', unpublished manuscript, University of California, Davis.
Prasad, E., T. Rumbaugh and Q. Wang (2005). 'Putting the cart before the horse? Capital account liberalization and exchange rate flexibility in China', IMF Policy Discussion Paper

(January).
Prasad, E. and S. Wei (2005). 'The Chinese approach to capital inflows: patterns and possible explanations', NBER Working Paper No. 11306 (May).
Reinhart, C. and K. Rogoff (2004). 'The modern history of exchange rate arrangements: a reinterpretation', *Quarterly Journal of Economics*, 119, 1–48.
Reinhart, C., K. Rogoff and M. Savastano (2003). 'Debt intolerance', *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 1–74.
Rogoff, K.S., A.M. Husain, A. Mody, R. Brooks and N. Oomes (2003). 'Evolution and performance of exchange rate regimes', IMF Working Paper No. 03/246 (June).
Roubini, N. and B. Setser (2004). 'The U.S. as a net debtor: the sustainability of the U.S. external imbalances', unpublished manuscript, Stern School of Business, New York University.
Singh, A., A. Belaisch, C. Collyns, P. De Masi, R. Krieger, G. Meredith and R. Rennhack (2005). *Stabilization and Reform in Latin America: A Macroeconomic Perspective on the Experience Since the Early 1990s*, Washington, DC: IMF.
Solomon, R. (1999). *Money on the Move: The Revolution in International Finance since 1980*, Princeton: Princeton University Press.
Swoboda, A. (1986). 'Credibility and viability in international monetary arrangements', *Finance and Development*, 23, 15–18.
Wei, Shang-jin (2000). 'How taxing is corruption on international investors', *Review of Economics and Statistics*, 82, 1–11.
Zhang, Z., K. Sato and M. McAleer (2003). 'Asian monetary integration: a structural VAR approach', unpublished manuscript, Yokohama University and University of Western Australia.