

FETP/MPP8/Macroeconomics/Riedel

Lựa chọn một Chế độ Tỷ giá

Những lựa chọn nào?

I. Góc thả nổi

Thả nổi tự do

Thả nổi có quản lý

II. Chế độ trung gian

Vùng hay biên mục tiêu

Neo theo rổ

Neo có điều chỉnh (theo biên dao động) (crawling peg)

Neo có điều chỉnh hạn chế (định kỳ) (adjustable peg)

III. Góc cố định theo thể chế

Ủy ban tiền tệ (Currency board)

Đô-la hóa

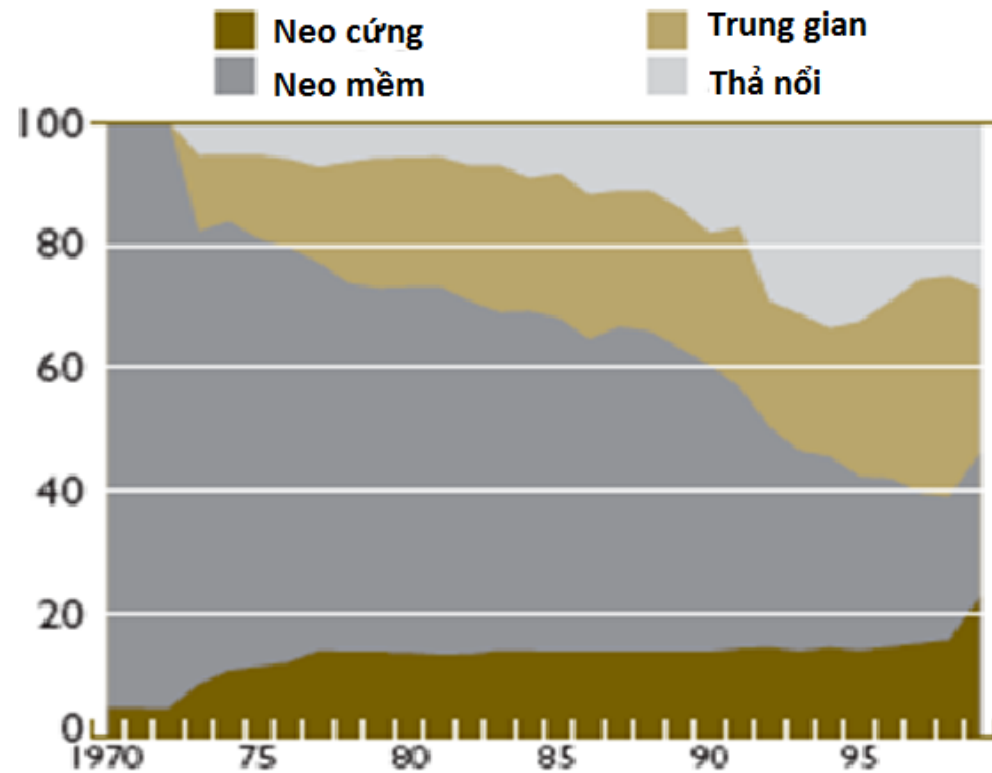
Liên minh tiền tệ.

CÁC CHẾ ĐỘ TỶ GIÁ

Chính sách tỷ giá pháp lý

Phân bổ các chế độ tỷ giá theo pháp lý

(% của số quan sát hàng năm)

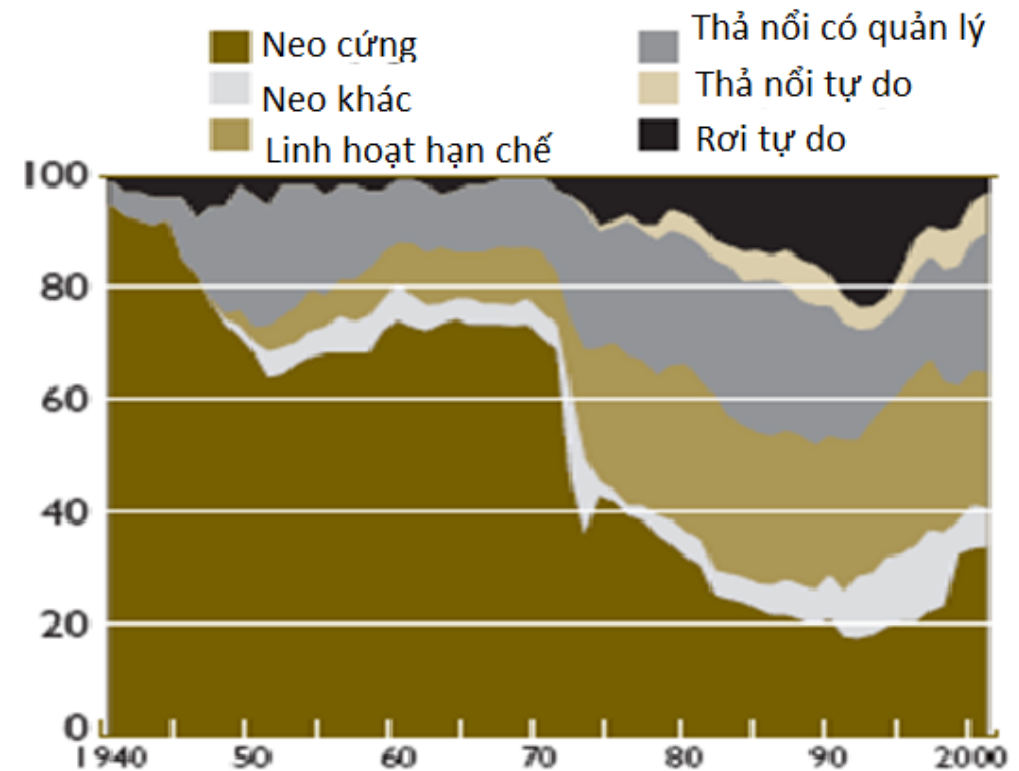


Sources: Ghosh, Gulde, and Wolf (2003); and IMF staff estimates.

Chính sách tỷ giá thực tế

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

(% của số quan sát hàng năm)



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

Giả thuyết góc

“Giả thuyết góc” (corners hypothesis) cho rằng tỷ giá nên di chuyển từ chế độ trung gian và đến hoặc là góc neo cứng hoặc là góc thả nổi tự do vì khả năng xảy ra của một cuộc khủng hoảng tiền tệ, trong thế giới chu chuyển vốn tự do, là cao nhất đối với các nước neo đồng tiền vào một đồng tiền khác hoặc một rổ tiền tệ.

Sự phân bố các chế độ tỷ giá được phân loại trên *cơ sở pháp lý* có vẻ chứng minh “giả thuyết góc”. Tuy nhiên sự phân bố của chế độ tỷ giá dựa trên *cơ sở thực tế* có khuynh hướng phủ nhận giả thuyết này.

Hỗ trợ cho “giả thuyết góc” bắt đầu giảm dần khi trong thời gian khủng hoảng Argentina bị buộc phải từ bỏ chế độ ủy ban tiền tệ mà nước này đã thực thi trong một thập kỷ trước đó để ngăn chặn tình trạng siêu lạm phát và kích thích tăng trưởng kinh tế.

Ghi chú: Một ủy ban tiền tệ duy trì khả năng chuyển đổi không giới hạn giữa tiền giấy và tiền xu với đồng tiền mà họ neo một tỷ giá cố định. Dự trữ của ủy ban tiền tệ phải đủ lớn để đảm bảo rằng đồng nội tệ có thể được chuyển đổi sang tiền dự trữ.

Năm ưu điểm của Chế độ Tỷ giá Cố định

1. Cung cấp một neo danh nghĩa cho chính sách tiền tệ

Khi ngân hàng trung ương có thẩm quyền đặt ra chính sách tiền tệ, thường sẽ xuất hiện tình trạng “thiên lệch lạm phát” (inflationary bias). Nếu tỷ giá được cố định, người lao động và doanh nghiệp có ít kỳ vọng về lạm phát, từ đó đặt ra mức giá tương ứng. Kỳ vọng đó là lạm phát nên thấp hơn ở các nước cũng áp dụng tỷ giá cố định.

2. Tạo thuận lợi cho thương mại

Tỷ giá cố định tạo thuận lợi cho thương mại bằng cách giảm độ bất định của tỷ giá. Tuy nhiên, nếu độ dao động của tỷ giá là một dấu hiệu của độ biến động các yếu tố kinh tế căn bản, những biến động đó sẽ được thể hiện qua mức giá nếu tỷ giá được cố định.

3. Tạo thuận lợi đầu tư

Khi các nhà đầu tư quốc tế không thể bảo hiểm với những biến động tỷ giá, trường hợp thường thấy ở các nước đang phát triển, khi đó một tỷ giá cố định, bằng cách giảm khả năng thay đổi của tỷ giá, sẽ tạo thuận lợi cho đầu tư.

Năm ưu điểm của Chế độ Tỷ giá Cố định (tt)

4. Ngăn ngừa phá giá để nâng cao sức cạnh tranh

Những hành động của các quốc gia nhằm đạt lợi thế trên thị trường thế giới bằng cách phá giá để nâng cao sức cạnh tranh sẽ trở nên không hiệu quả— thực ra là một trò chơi có tổng là âm. Chế độ tỷ giá cố định được cho là đạt được kết quả phối hợp hiệu quả hơn. Điều này là cơ sở cho hệ thống Bretton Woods (bản vị dollar) vốn giữ vai trò chủ đạo từ kết thúc Thế chiến II đến đầu những năm 1970.

5. Ngăn ngừa bong bóng tỷ giá do đầu cơ

Bong bóng đầu cơ là những biến động giá phát sinh không phải từ nền tảng kinh tế mà lại là từ những kỳ vọng tự tạo ra. Nếu một chế độ tỷ giá cố định thống nhất với các cơ sở kinh tế, tiềm năng phát sinh bong bóng sẽ thấp hơn trong chế độ tỷ giá thả nổi.

Năm ưu điểm của Chế độ Tỷ giá Thả nổi

1. Một chính sách tiền tệ độc lập

Ưu điểm chính của chế độ tỷ giá thả nổi là nó cho phép một quốc gia có một chính sách tiền tệ độc lập. Tỷ giá cố định áp đặt những khuôn khổ kỷ luật lên cơ quan tiền tệ, nhưng chế độ tỷ giá thả nổi cho họ quyền lực rộng rãi để đối phó với những cú sốc kinh tế bất lợi. Nếu tỷ giá được cố định thì nền kinh tế phải chờ đợi cho đến khi lương và giá giảm xuống trước khi tốc độ tăng trưởng được hồi phục. Nhưng trong chế độ tỷ giá thả nổi ngân hàng trung ương có thể phản ứng ngay lập tức bằng cách hạ lãi suất và phá giá đồng tiền để giảm nhẹ chi phí của cú sốc.

2. Tự động điều chỉnh với những cú sốc thương mại

Với chế độ tỷ giá thả nổi, sẽ có một phản ứng tự động đối với những cú sốc thương mại, do đó đạt được mức phá giá thực cần thiết, ngay cả khi tiền lương và mức giá còn đang cứng nhắc.

3. Người cuối cùng có thể cho vay

Ngân hàng trung ương có thể trở thành người cho vay cuối cùng đối với ngân hàng thương mại chỉ khi ngân hàng trung ương có thể tạo ra lượng tiền cần thiết đủ để ứng cứu ngân hàng thương mại gặp khó khăn.

Năm ưu điểm của Chế độ Tỷ giá Thả nổi (tt)

4. Giữ lại quyền lợi in tiền

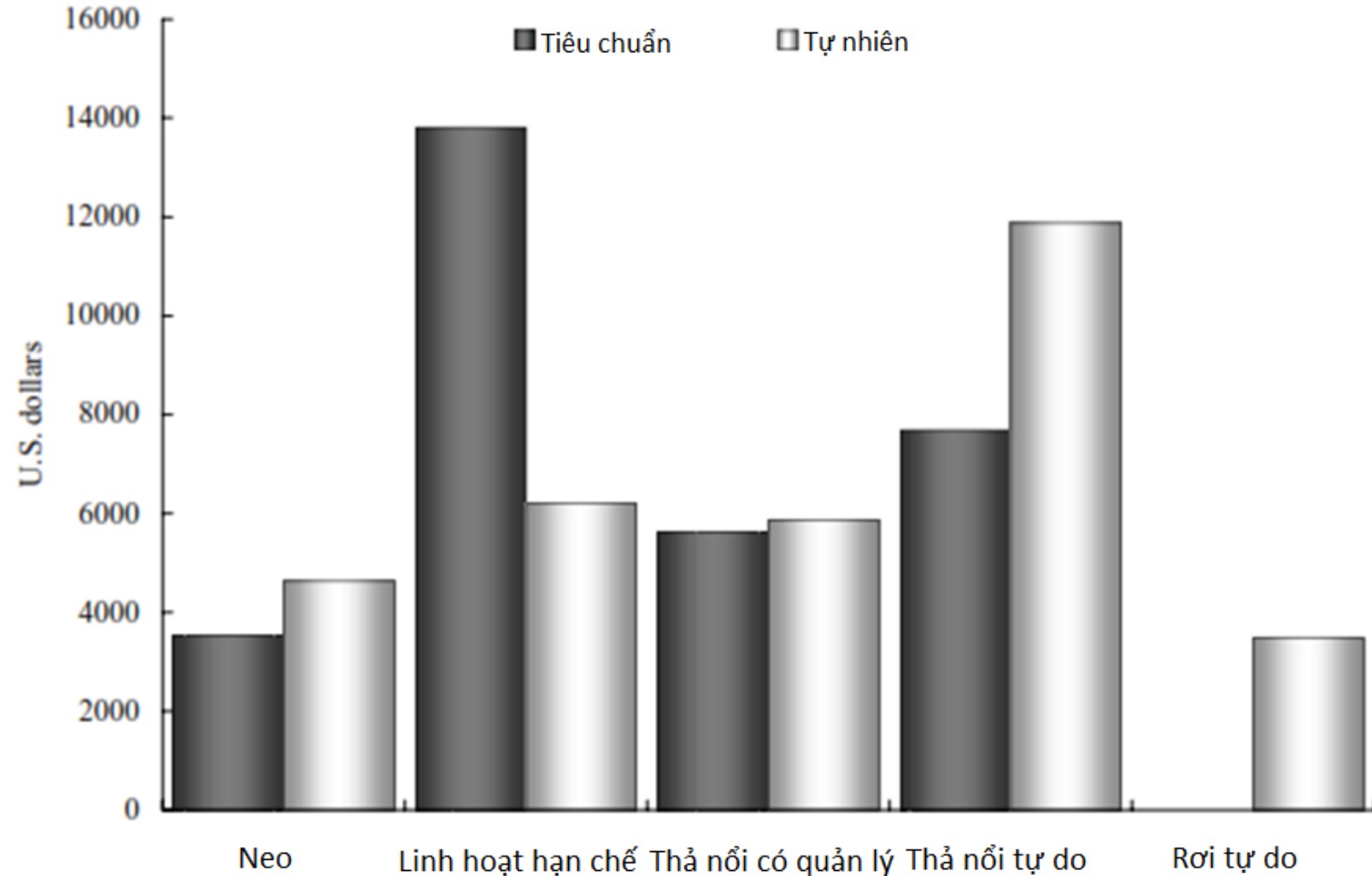
“Seigniorage” (quyền lợi của người có thể lực được đúc tiền) là sự khác biệt giữa giá trị tiền và chi phí của việc in tiền. Khi nền kinh tế tăng trưởng, cầu về tiền tăng lên, ngân hàng trung ương có thể cung tiền với chi phí hầu như bằng không. Nói cách khác, quyền lợi này tạo ra thu nhập cho chính phủ, giống như một loại thuế. Một quốc gia với chế độ tỷ giá cố định bị giới hạn khả năng có được quyền lợi này. Một cam kết thể chế cứng nhắc đối với tỷ giá cố định, v.d. ủy ban tiền tệ, đô-la hóa hay liên minh tiền tệ, sẽ loại trừ hoàn toàn khả năng có được quyền lợi in tiền.

5. Tránh các cuộc tấn công đầu cơ

Tỷ giá cố định làm giảm khả năng bị bong bóng tỷ giá đầu cơ; tỷ giá thả nổi giảm khả năng bị tấn công đầu cơ, là nguy cơ mà những những nước neo tỷ giá rất dễ gặp (nghĩa là khủng hoảng thể hệ thứ ba). Nhớ lại, sau Khủng hoảng Tài chính châu Á (1997-98) nhiều quốc gia châu Á đã tăng độ linh hoạt của tỷ giá.

Chế độ tỷ giá nào hoạt động hiệu quả nhất?

GDP đầu người điều chỉnh theo PPP ở các chế độ tỷ giá khác nhau: 1970 - 2001
(trung bình của tất cả các vùng)



Theo hệ thống phân loại tự nhiên, các quốc gia có chế độ tỷ giá thả nổi thường giàu có hơn các quốc gia neo tỷ giá

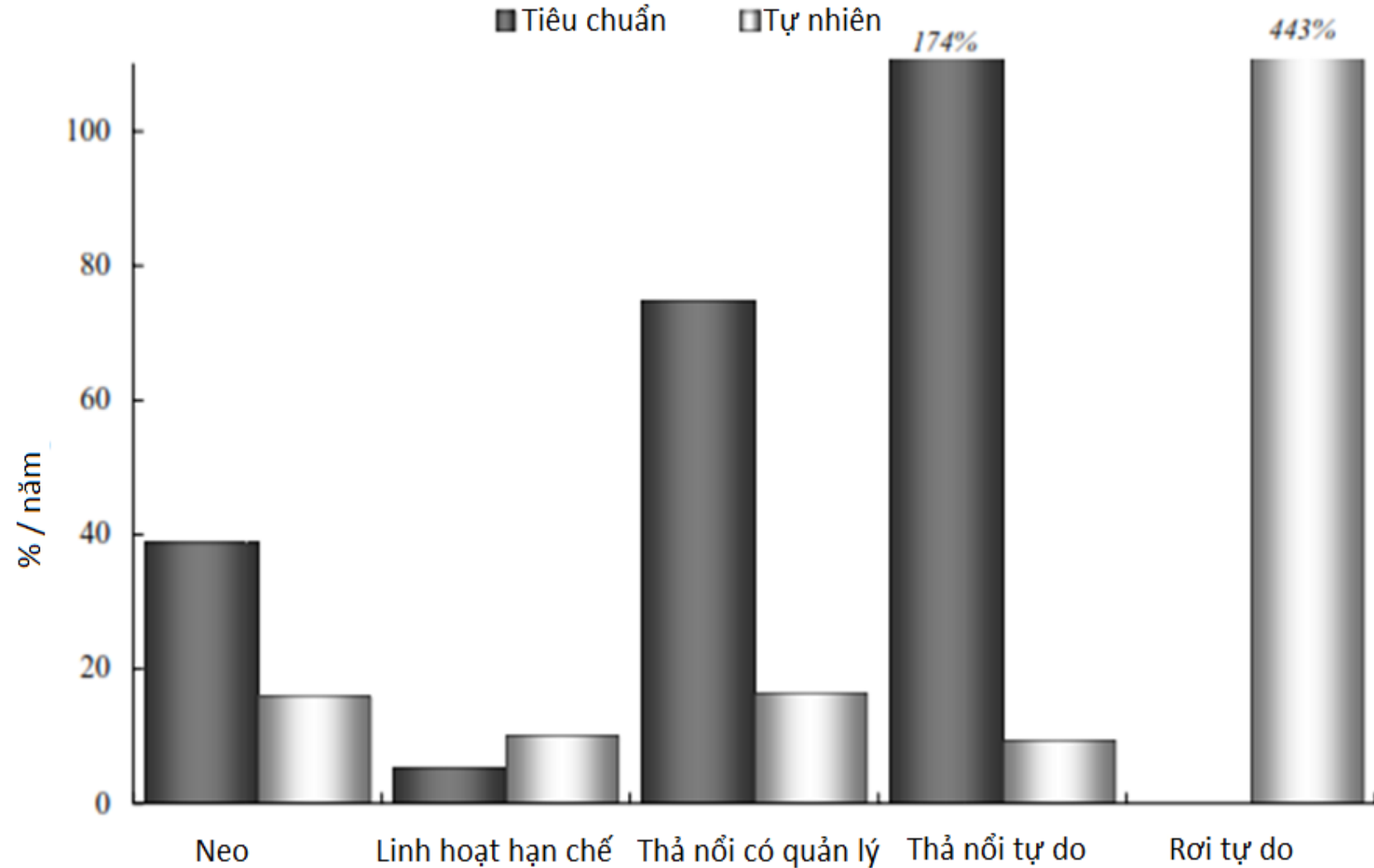
Which Exchange Rate Regime Works Best?

Lạm phát theo các chế độ tỷ giá khác nhau: 1970-1991
(trung bình tất cả các khu vực)

■ Tiêu chuẩn

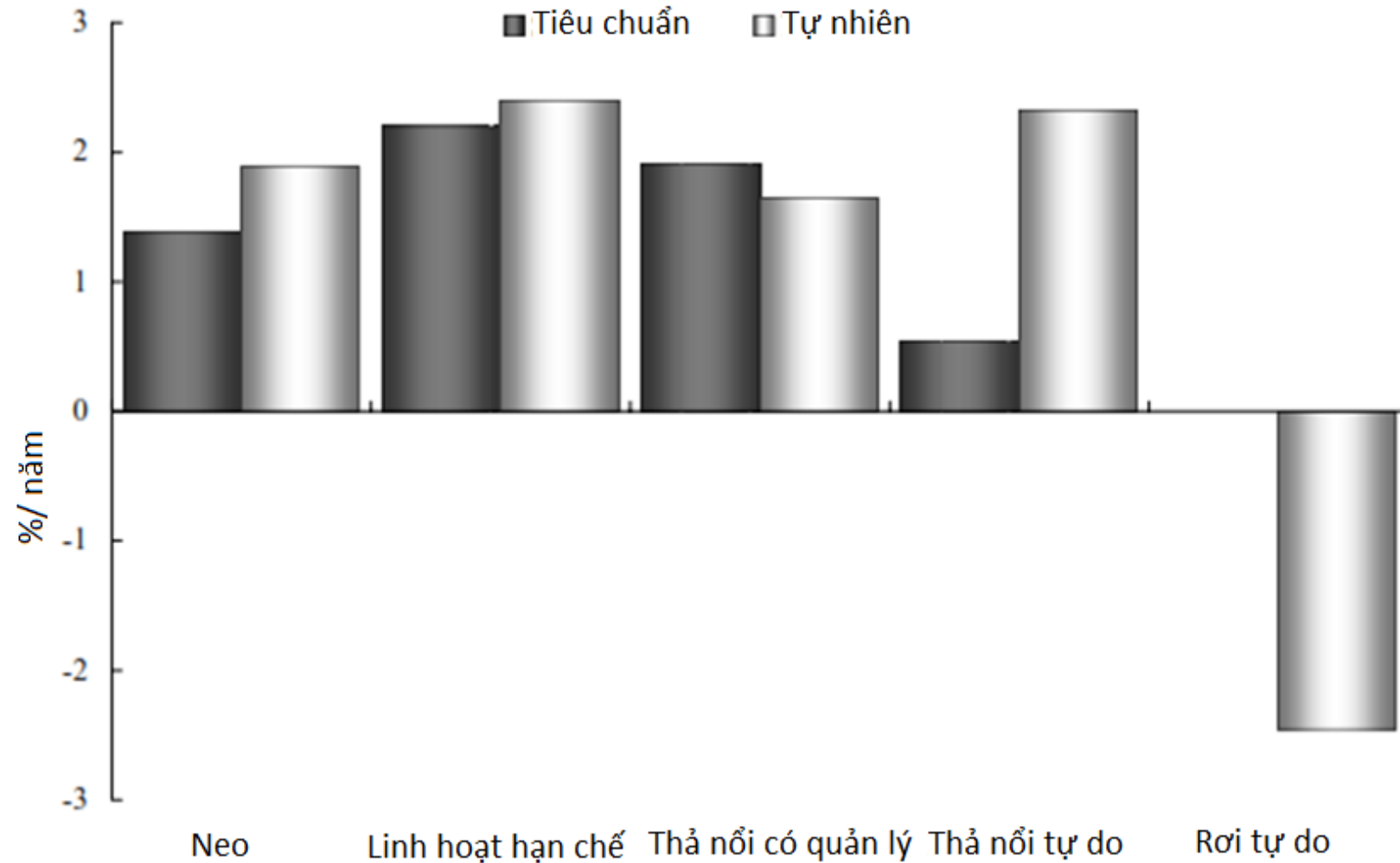
■ Tự nhiên

Theo hệ thống phân loại tự nhiên, các nước có chế độ thả nổi có tỷ lệ lạm phát nói chung thấp hơn các nước neo hoặc thả nổi tỷ giá có quản lý



Which Exchange Rate Regime Works Best?

Tăng trưởng GDP đầu người thực theo các chế độ tỷ giá khác nhau: 1970- 2001
(trung bình tất cả các khu vực)



Theo hệ thống phân loại tự nhiên, các nước có chế độ tỷ giá thả nổi nói chung có tốc độ tăng trưởng cao hơn các nước neo hoặc thả nổi tỷ giá có quản lý

Chế độ tỷ giá nào hiệu quả nhất?

Bằng chứng thực tế giữa các nước về hiệu quả kinh tế của các nước xét theo chế độ tỷ giá không đem lại kết luận rõ ràng. Có lẽ lý do là chế độ nào hiệu quả nhất sẽ phụ thuộc vào tình hình của một quốc gia cụ thể. Không có một giải pháp chung cho tất cả ?

Tiêu chí để một quốc gia lựa chọn chế độ tỷ giá cố định hay linh hoạt hơn bao gồm:

1. Quy mô và độ mở (tỷ lệ thương mại /GDP). Nền kinh tế nhỏ hơn, mở hơn có lợi hơn từ chế độ cố định hơn là chế độ thả nổi.
2. Các đối tác thương mại và đầu tư có đồng tiền chủ yếu. Các nước kết nối chặt chẽ hơn với một nước lớn, có đồng tiền chủ yếu có thể hưởng lợi nhiều hơn từ chế độ tỷ giá cố định.
3. Cân xứng (có tương quan cao) với biến động chu kỳ. Một chế độ tỷ giá cố định vận hành hiệu quả hơn nếu một nước áp dụng tỷ giá cố định gặp phải những biến động cân xứng với quốc gia mà nước đó cố định tỷ giá theo.
4. Di chuyển lao động. Chế độ tỷ giá cố định vận hành hiệu quả hơn ở nước có độ di chuyển lao động cao hơn. Ví dụ, xem sự khác biệt về di chuyển lao động ở Mỹ và EU.

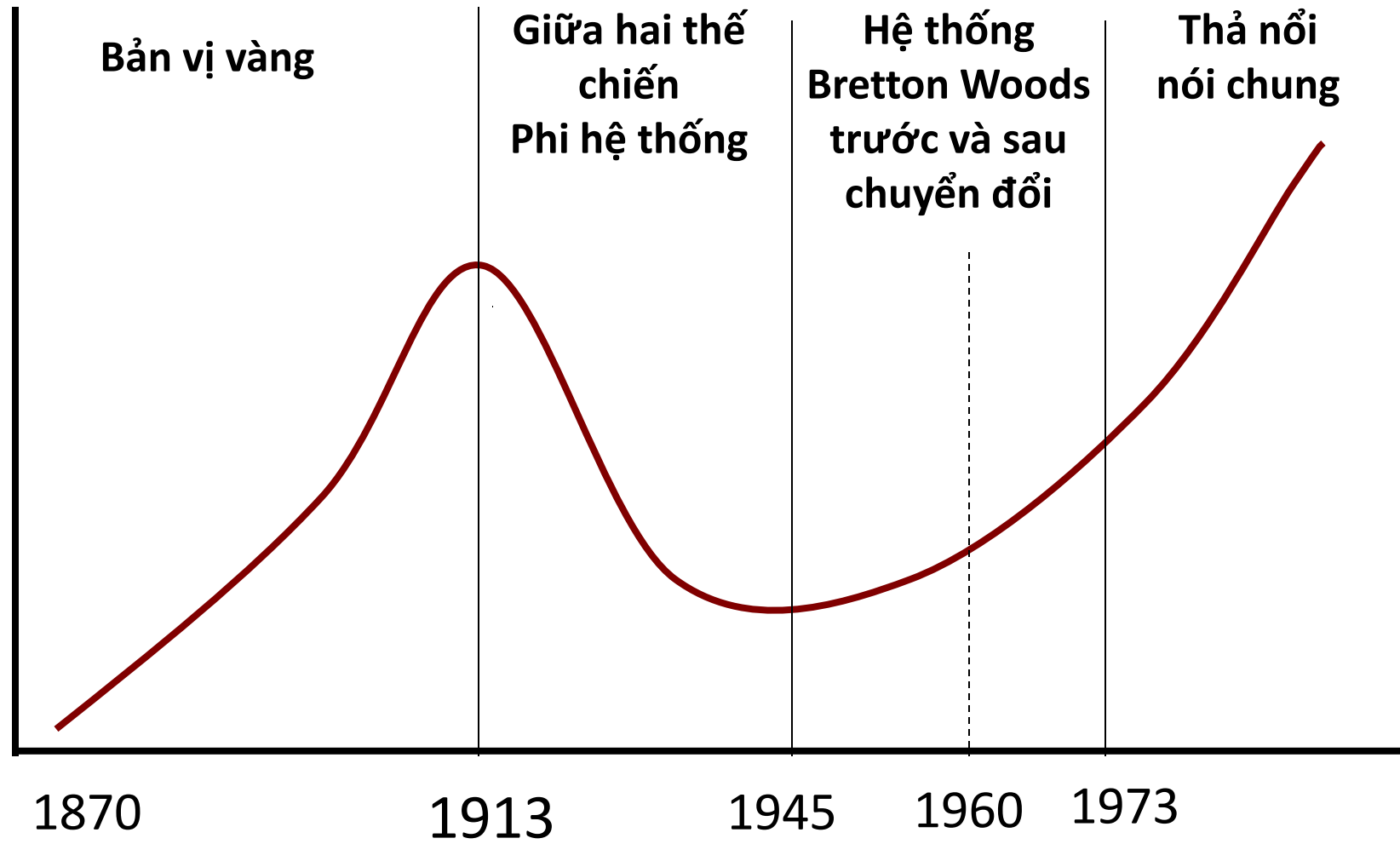
Chế độ tỷ giá nào hiệu quả nhất?

5. Chuyển giao tài chính nghịch chu kỳ. Chế độ tỷ giá cố định hoạt động hiệu quả hơn ở những nước là một phần của một hệ thống tài khóa liên bang, để cho khi một vùng gặp phải suy thoái, nguồn lực sẽ tự động dịch chuyển vào vùng đó thông qua hệ thống ngân hàng hay chuyển giao chính phủ.
6. Kiềm hối nghịch chu kỳ. Nếu kiềm hối có tính nghịch chu kỳ (dòng chảy vào tăng lên trong thời kỳ suy thoái kinh tế) thì một quốc gia sẽ tốt hơn khi có thể từ bỏ tự chủ về tiền tệ để hưởng lợi từ chế độ tỷ giá cố định.
7. Mức độ phát triển tài chính. Các nước ít khi thả nổi trước khi họ đạt được một mức ngưỡng phát triển tài chính nhất định. Khi thị trường tài chính chưa phát triển, lợi ích từ sử dụng tỷ giá để đương đầu với những cú sốc thực sẽ thấp hơn chi phí của các cú sốc tài chính.
8. Nguồn gốc các cú sốc. Chế độ tỷ giá cố định hoạt động hiệu quả hơn khi các cú sốc xuất phát từ trong nước và chế độ thả nổi hiệu quả hơn khi các cú sốc là từ nước ngoài. “Tỷ giá cố định kết nối, tỷ giá thả nổi cách ly”!!

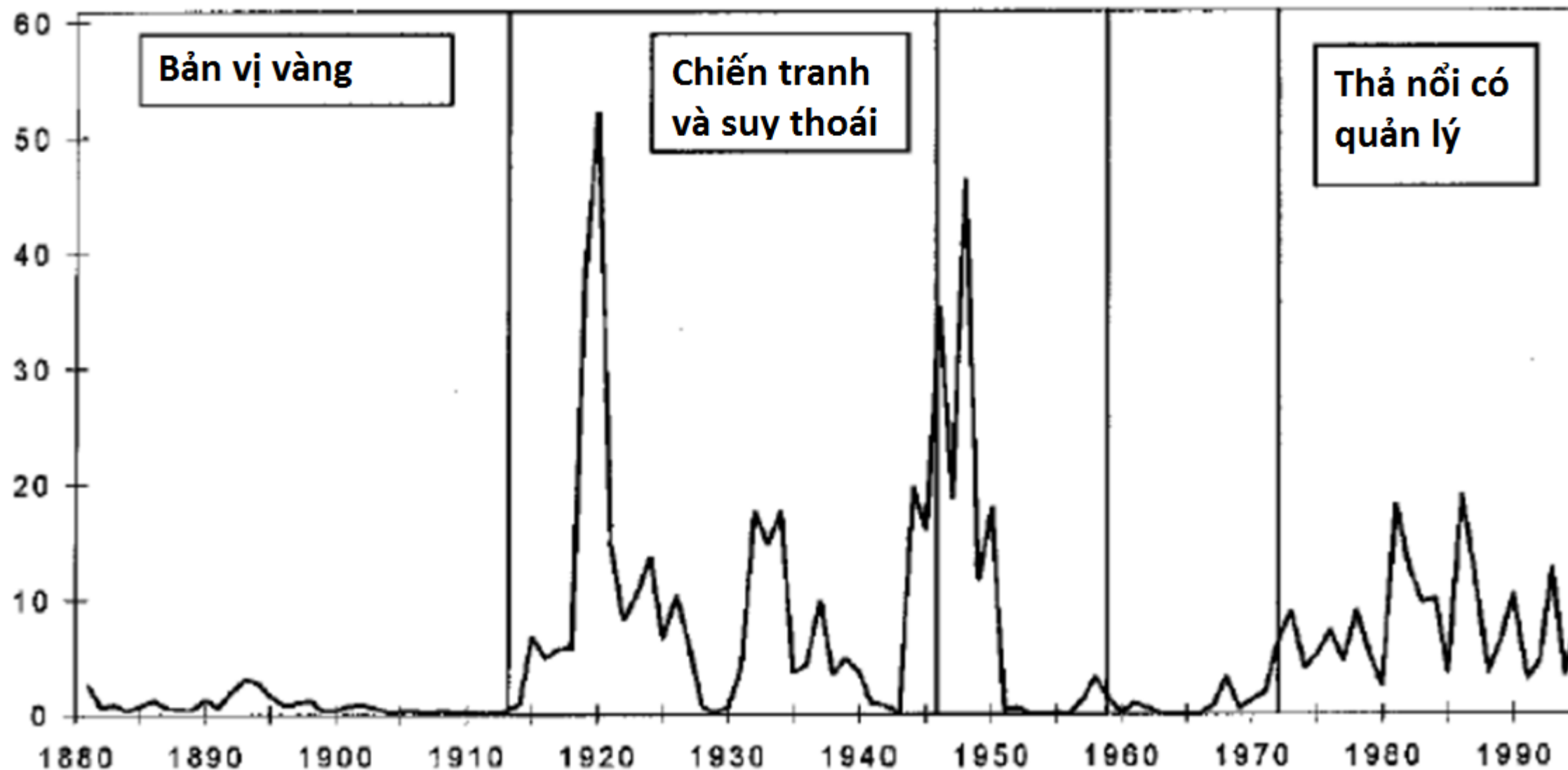
Source: Frankel, 2012.

Lịch sử của Hệ thống Tiền tệ Quốc tế

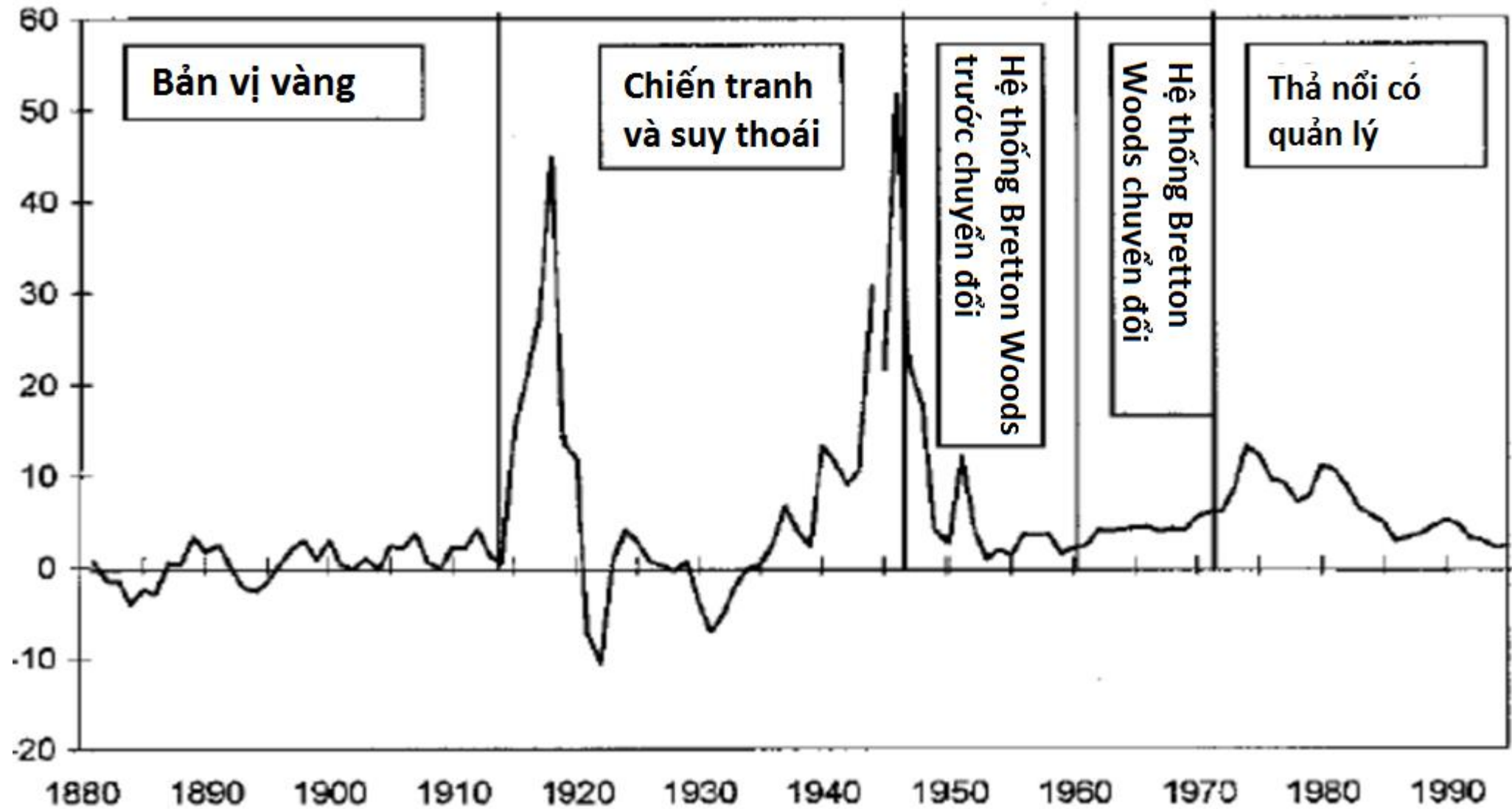
Toàn cầu hóa



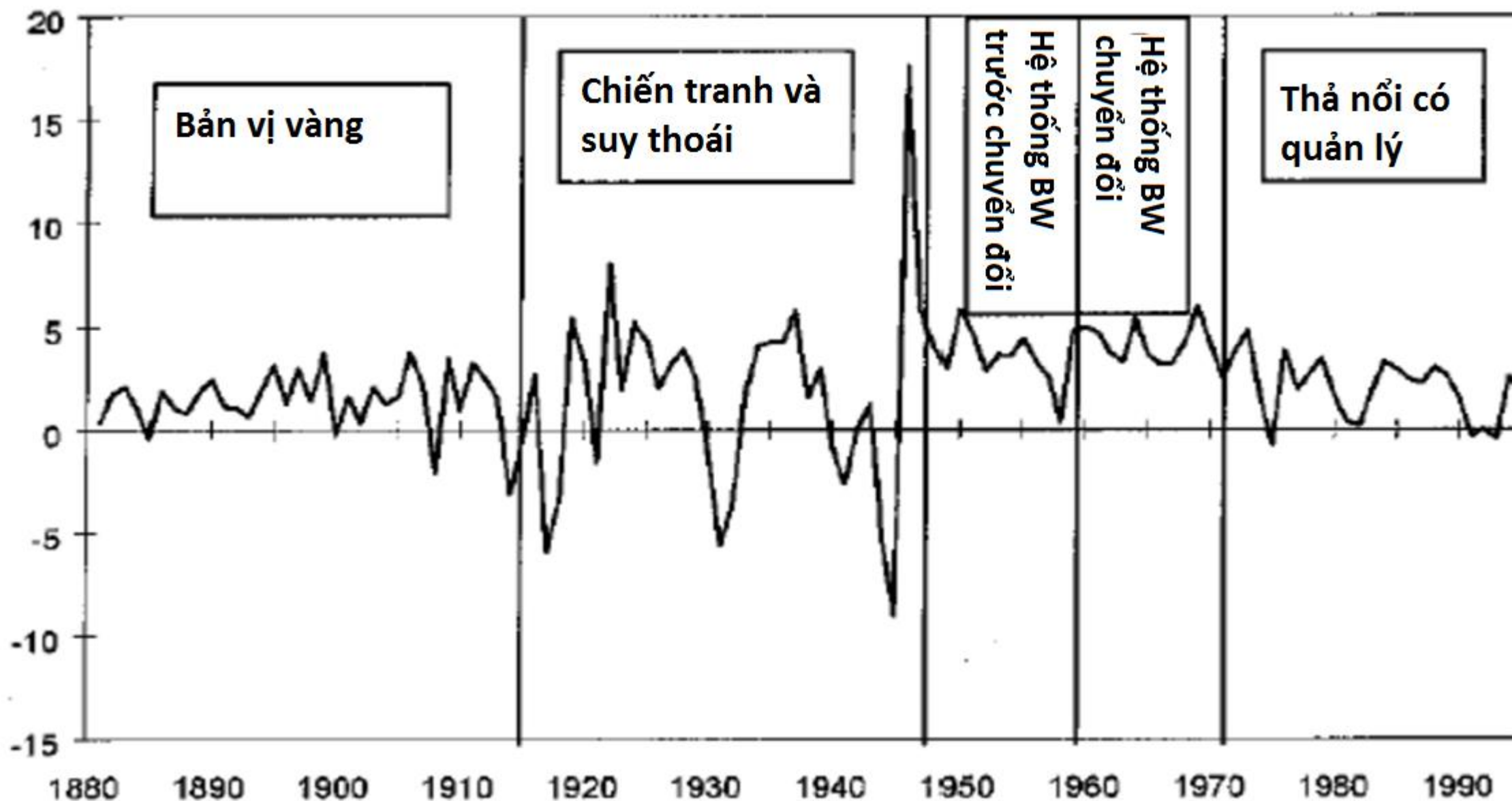
Bảng chứng dài hạn: Độ bất ổn tỷ giá



Bằng chứng dài hạn: Lạm phát



Bảng chứng dài hạn: tăng trưởng thu nhập đầu người thực



Một Quan điểm

Có lẽ sự lựa chọn chế độ tỷ giá có tầm quan trọng thứ hai sau việc xây dựng các thể chế tài khóa, tài chính và tiền tệ hiệu quả.

Thay vì xem chế độ tỷ giá là lựa chọn ưu tiên hàng đầu, có lẽ trọng tâm nên dành cho cải cách thể chế như cải thiện các quy định đối với khu vực tài chính ngân hàng, hạn chế về tài khóa, xây dựng đồng thuận cho một chính sách tiền tệ bền vững và dễ tiên liệu, và gia tăng độ mở thương mại.

Với những thể chế tài chính lành mạnh, một quốc gia có thể vẫn bảo đảm ổn định dù áp dụng chế độ tỷ giá cố định hay linh hoạt.

Nếu không có thể chế tài chính lành mạnh, một quốc gia sẽ dễ bị tổn thất do bất ổn dù áp dụng chế độ tỷ giá cố định hay thả nổi.