

# Hệ Thống Tiền Tệ Quốc Tế

Vấn đề lựa chọn cơ chế tỷ giá hối đoái

## Các cơ chế tỷ giá hối đoái

- *Có bao nhiêu cơ chế tỷ giá hối đoái mà bạn đã nghe qua?*
- Câu hỏi thường gặp:  
*Việt Nam nên theo cơ chế tỷ giá nào và câu trả lời của bạn dựa trên cơ sở lập luận gì?*

## Ưu nhược điểm cơ chế tỷ giá

### *Tỷ giá hối đoái thả nổi*

- **Ưu điểm:**
  - Cho phép chính sách tiền tệ theo đuổi mục tiêu khác (ổn định giá cả và việc làm).
- **Nhược điểm:**
  - Tỷ giá hối đoái bấp bênh và không chắc chắn, có thể làm cho hoạt động thương mại, đầu tư khó khăn.

## Ưu nhược điểm cơ chế tỷ giá

### *Tỷ giá hối đoái cố định*

- **Ưu điểm:**
  - Thương mại, đầu tư dễ dàng hơn (giảm sự không chắc chắn của tỷ giá).
  - Giúp cơ quan tiền tệ hoạt động trong khuôn phép, có kỷ cương, ngăn cung tiền tăng trưởng thái quá.
- **Nhược điểm:**
  - Chính sách tiền tệ không được sử dụng để theo đuổi mục tiêu chính sách khác ngoài duy trì tỷ giá.
  - Cơ quan tiền tệ hoạt động trong khuôn phép có thể dẫn đến bất ổn nhiều hơn về thu nhập và việc làm.

## Vấn đề trung tâm hiện nay

- Hội nhập và WTO
  1. Giảm hàng rào thuế quan
  2. Không hạn chế nhập khẩu
  3. Đối xử công bằng
  4. Vốn di chuyển tự do
- Vốn di chuyển và đồng tiền có khả năng chuyển đổi
  1. Thương mại
  2. Đầu tư dài hạn
  3. Đầu tư tài chính
- Ba điều không thể xảy ra đồng thời
  1. Tỷ giá hối đoái cố định
  2. Chính sách tiền tệ độc lập
  3. Vốn di chuyển tự do

*Làm thế nào để dung hòa giữa vốn lưu chuyển tự do & tỷ giá ổn định?*

## Hệ thống tiền tệ quốc tế từ 1870

- Bản vị vàng – Gold Standard (1817-1933)
- Bretton Woods (1944-1973)
- Hậu Bretton Woods – Phi hệ thống (1973-nay)

*Mỗi hệ thống vận hành như thế nào và ảnh hưởng gì đến chính sách kinh tế vĩ mô quốc gia?*

## Bản vị Vàng

- Giá trị tiền giấy theo vàng, chuyển đổi tiền – vàng, và ngoại thương dùng vàng
- Tỷ giá hối đoái: giá trị nội tệ theo vàng của hai nước.
- Cơ chế điều chỉnh BOP:
  - Nếu hàng hóa Mỹ rẻ hơn của Anh: Mỹ thặng dư thương mại,
  - Vàng chảy từ Anh sang Mỹ, tăng cung tiền của Mỹ,
  - P của Mỹ tăng - đến khi P của Anh-Mỹ ngang nhau
  - Nước có TB<0: tăng i, giảm chi tiêu, giảm dòng chảy vàng
- Chính sách tiền tệ bị động và cú sốc thực lớn:
  - BOP<0: vàng chảy ra ngoài, giảm cung tiền, phục hồi TB nhưng chỉ khi tổng cầu giảm mạnh.
  - Khám phá mỏ vàng mới có thể lạm phát.
  - Giá trung bình cố định, nhưng dao động sản lượng và giá.

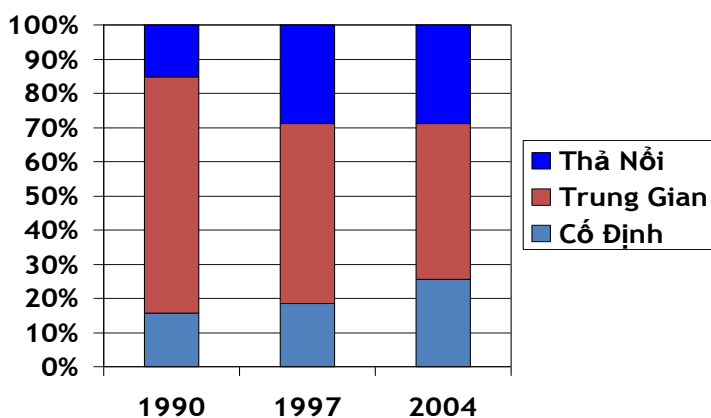
## Bretton Woods

- Nhu cầu ổn định tỷ giá và hồi phục sau chiến tranh
- 1944: Mỹ và phân bổ vàng thế giới
  - Cơ chế 2 tầng nấc:
    - Mỹ định giá vàng theo đô la
    - (N-1) nước còn lại cố định tỷ giá theo đô la.
  - Nếu BOP<0 kinh niên: IMF và điều chỉnh định kỳ
- Cơ chế ổn định giá và sản lượng khi BOP thâm hụt/thặng dư
- 1971: Hệ thống sụp
  - Mỹ: NX<0 lớn, lạm phát cao, phá giá đôla so Mark & Yen

## Hậu Bretton Woods

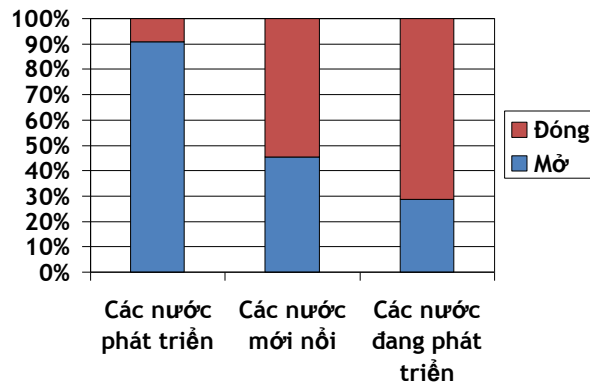
- Cơ chế phi hệ thống (non-system)
- Lưu chuyển vốn quốc tế tăng mạnh
- Tỷ giá linh hoạt và NHTU can thiệp thị trường ngoại hối để điều chỉnh dao động
- Vàng và đa dạng tài sản dự trữ quốc tế.
- Nước không xuất khẩu dầu và kém phát triển tiếp cận nguồn quỹ IMF
- Bốn hệ thống tỷ giá:
  - Thả nổi tự do (Free Float)
  - Thả nổi có quản lý (Managed Float)
  - Cố định (Pegged to another currency)
    - Đô la Mỹ hay Euro
    - Ủy ban/Hội đồng Tiền Tệ (Currency Board)
  - Không có đồng tiền quốc gia
    - Đô la hóa hoàn toàn (Full dollarization)

## Bảng chứng sự giảm tỷ giá trung gian - **Tất cả các nước**



Nguồn: Eichengreen và Razo-Garcia 2006

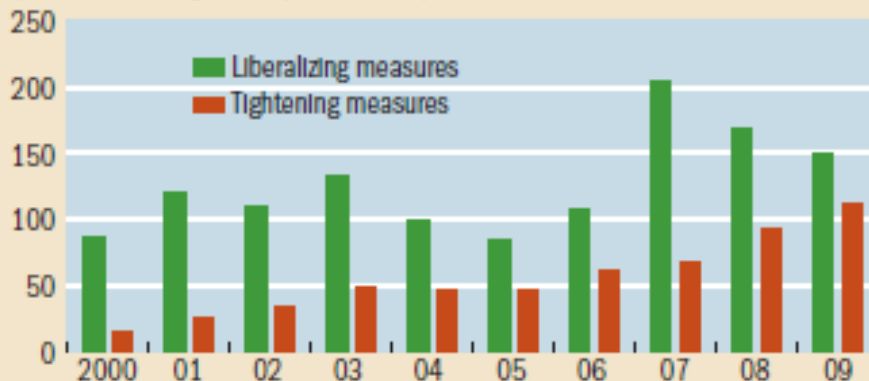
## Kiểm Soát Vốn (2003)



Nguồn: Eichengreen và Razo-Garcia 2006

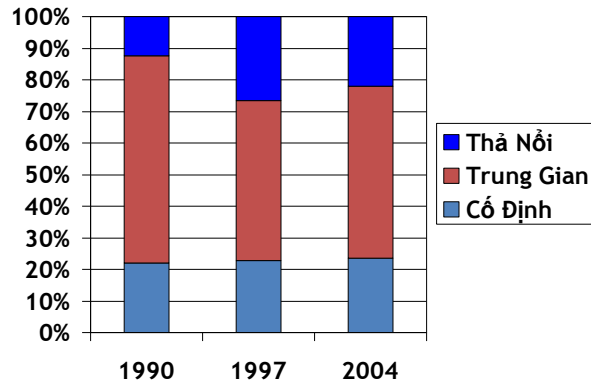
**Since the start of the financial crisis, emerging and developing economies have been placing more controls on capital flows—by implementing fewer liberalizing measures and more tightening measures.**

(number of changes in capital controls)



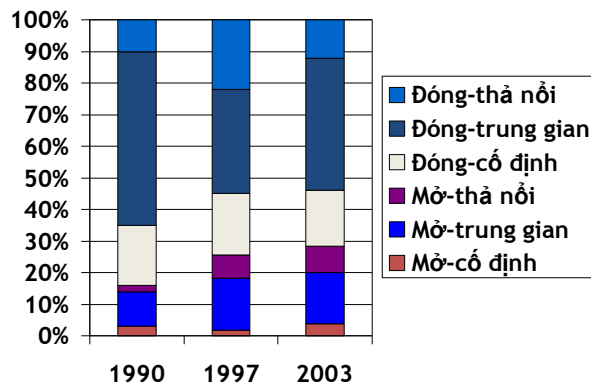
Source: AREAER database.

## Tiến trình phát triển cơ chế tỉ giá - Nước đang phát triển



Nguồn: Eichengreen và Razo-Garcia 2006

## Cơ chế tỉ giá và Kiểm soát vốn - Nước đang phát triển



Nguồn: Eichengreen và Razo-Garcia 2006

## Xu hướng lựa chọn cơ chế tỷ giá: Nước đang phát triển

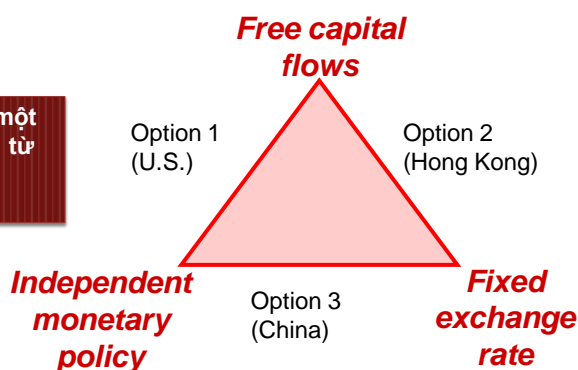
	Capital controls (đóng)	Capital mobility (mở)
Hard peg/Fixed (cố định)	Đóng – Cố định	Mở - Cố định
Intermediate (trung gian)	Đóng – Trung gian	Mở - Trung gian
Floating (thả nổi)	Đóng – Thả nổi	Mở - Thả nổi

*Lựa chọn nào phù hợp Việt Nam nhất? Vì sao?*

## Ba điều không thể xảy ra đồng thời (The Impossible Trinity)

- Cơ chế tỷ giá hối đoái cố định
- Chính sách tiền tệ độc lập
- Vốn di chuyển hoàn toàn tự do

Một nước phải chọn một cạnh của tam giác và từ bỏ góc đối diện.





## Ba điều không thể xảy ra đồng thời

- Cơ chế tỷ giá hối đoái cố định
- Chính sách tiền tệ độc lập
- Vốn di chuyển hoàn toàn tự do

*Liệu chính sách vô hiệu hóa (Sterilization Policy) có giúp đạt cả 3 một cách bền vững?*

## Xu hướng lựa chọn cơ chế tỷ giá: Nước đang phát triển

- Tỷ giá cố định/trung gian thường đi kèm kiểm soát vốn
- Mở cửa tài khoản vốn và tỷ giá thả nổi có được không?
- Mở cửa tài khoản vốn + tỷ giá cố định? (kém hấp dẫn)
  - Sụp đổ ủy ban tiền tệ Argentine 2001
  - $(T-G) < 0$  lớn: chính phủ tìm thêm nguồn
  - Chính phủ bán trái phiếu ra nước ngoài và ngân hàng trong nước: giá trị trái phiếu giảm, khả năng vỡ nợ tăng, hệ thống ngân hàng sụp đổ
- Kiểm soát vốn + tỷ giá thả nổi? (nhiều vấn đề)
  - Không thể tự bảo hiểm rủi ro tỷ giá (thị trường quyền chọn và HĐ tương lai kém phát triển)
  - Rủi ro tăng nếu mở cửa tài khoản vốn, bảo đảm ngầm
  - Hệ thống ngân hàng vững mạnh, thị trường tài chính nội địa thanh khoản, và hệ thống quản trị vững mạnh cần thời gian
  - Bất ổn kinh tế vĩ mô

## Tỷ giá cố định và tấn công đầu cơ

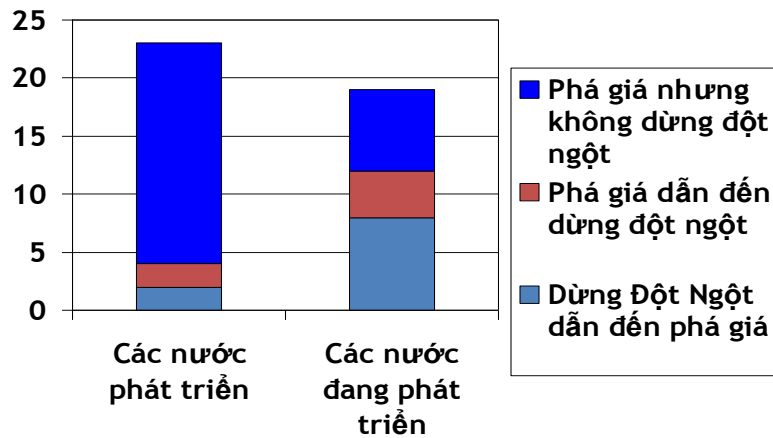
- Lạm phát trong nước cao hơn thế giới,
- Ngang bằng sức mua không đảm bảo,
- Thâm hụt cán cân thương mại lớn,
- Niềm tin về khả năng bảo vệ/quyết tâm theo đuổi tỷ giá cố định (Anh,1992)

## Tại sao nhiều nước đang phát triển vẫn chọn tỷ giá trung gian?

- Do nội tệ mất giá, không thể dự báo nên mọi người sử dụng ngoại tệ. Vì sao nội tệ mất giá?
- Hệ thống ngân hàng, doanh nghiệp trong nước đối mặt bất cân đối nội-ngoại tệ (do nội tệ mất giá? Vì sao?)
  - Áp lực phá giá - hiệu ứng băng cân đối
  - Con số rút tiền - rút tháo ngoại tệ, rút nội tệ mua ngoại tệ
- “Dùng đọt ngọt”: vốn không vào/chảy ra dẫn đến phá giá
  - Định chế tài khóa/tiền tệ yếu kém
  - Thâm hụt tài khóa
 => Vốn chảy ra do kỳ vọng phá giá và phá giá thật
- Định chế yếu kém nên đã không thả nổi từ đầu
  - Lợi ích thả nổi tỷ giá là có chính sách tiền tệ độc lập
  - Định chế tiền tệ thiếu sự tín nhiệm/niềm tin, liệu chính sách tiền tệ có thực sự độc lập?

**Lựa chọn cơ chế tỷ giá hay phát triển các định chế tài khóa và tiền tệ?**

## Dừng Đột Ngột và Khủng Hoảng Tài Chính 1992-2001



Nguồn: Calvo và Mishkin 2002

## Choosing an Exchange Rate Regime

*A new look at an old question: Should countries fix, float, or choose something in between?* - Atish R Ghosh and Jonathan D. Ostry (2009)

- IMF và 3 nghiên cứu 1999, 2003 và 2009
- 1999: các quốc gia nên theo cố định cứng (hard pegs) hay thả nổi hoàn toàn.
- 2003: các nền kinh tế thị trường mới nổi và đang phát triển do hội nhập tài chính sâu hơn nên theo cơ chế thả nổi.
- Nỗi sợ thả nổi (fear of floating)

## Choosing an Exchange Rate Regime

*A new look at an old question: Should countries fix, float, or choose something in between?* - Atish R Ghosh and Jonathan D. Ostry (2009)

- 2009:
  - “Các cơ chế tỷ giá gắn với cố định thường rơi vào khủng hoảng, nhưng các cơ chế thả nổi cũng không hoàn toàn miễn nhiễm.”
  - Đánh đổi quan trọng của việc chọn cơ chế tỷ giá. Tỷ giá nghiêng về cố định nhiều hơn giúp quốc gia:
    - Định hình kỳ vọng lạm phát, tăng trưởng sản lượng ổn định, và thúc đẩy hội nhập kinh tế sâu hơn.
    - Hạn chế việc sử dụng các chính sách vĩ mô khác (impossible trinity).
    - Gia tăng bất ổn trước các cuộc khủng hoảng
    - Ngăn cản các điều chỉnh bên ngoài.

## Kết luận

- Năng lực chính phủ, kỷ cương ngân sách
- Quản lý, giám sát và kiểm soát hệ thống ngân hàng, và hệ thống tiền tệ độc lập

*Một khi các định chế trên phát triển, lựa chọn cơ chế tỷ giá có còn là vấn đề?*



HARVARD Kennedy School  
JOHN F. KENNEDY SCHOOL OF GOVERNMENT

## Các luồng vốn vào và bất ổn định vĩ mô

Bùng nổ

Luồng vốn vào

Bong bóng ở thị trường bất động sản

Tỷ giá thực tăng, lạm phát

Hiệu ứng sung túc

Mở rộng tín dụng

Thâm hụt thương mại tăng, r tăng

Nợ xấu, luồng vốn chảy ra ngoài, cầu giảm, nợ công tăng

Bong bóng vỡ

Cơ chế tỷ giá hối đoái Việt Nam

## Lựa chọn cơ chế tỷ giá hối đoái

- Lý thuyết cho thấy có nhiều lựa chọn
  - Cố định (fixed)
  - Cố định có biên độ (bands)
  - Cố định có điều chỉnh dần (crawling pegs)
  - thả nổi có quản lý (managed float)
  - thả nổi (float)
- Nếu hướng về *vốn di chuyển ngày càng tự do* thì mỗi lựa chọn cơ chế tỷ giá có hàm ý khác nhau với vai trò của chính sách tiền tệ
  - Tỷ giá càng linh hoạt thì chính sách tiền tệ càng tùy nghi và có tính độc lập cao hơn

## Thực tế chính sách tỷ giá và chính sách tiền tệ Việt Nam

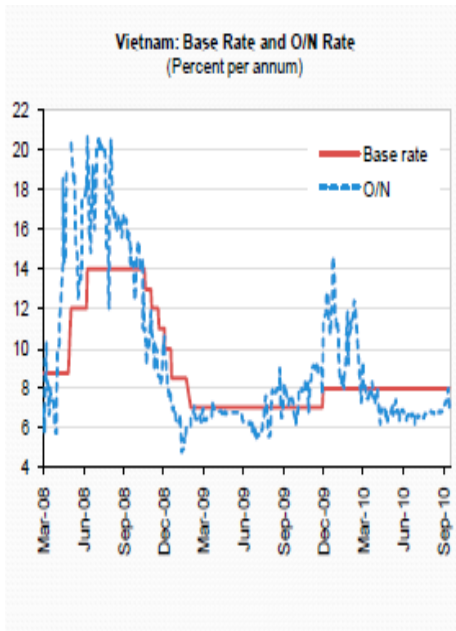
- Từ 2008 đến nay, sự linh hoạt cơ chế tỷ giá cho phép tính tùy nghi nhiều hơn của chính sách tiền tệ

### **Chính sách tiền tệ**

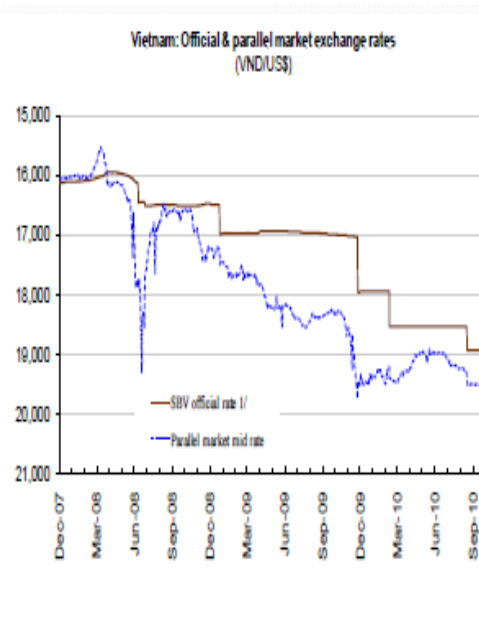
- OMO (thắt chặt/nới lỏng thanh khoản) được sử dụng bên cạnh lãi suất cơ bản
- Mục tiêu tín dụng, quy định hành chính, thuyết phục tinh thần
- Mục tiêu lạm phát trong khoảng 6-10%

### **Chính sách tỷ giá**

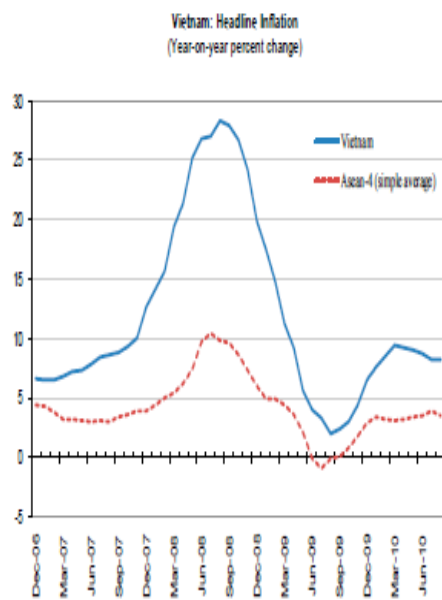
- Cố định có điều chỉnh với biên dao động hẹp
- Tỷ giá giao dịch ở biên trên
- Kỳ vọng và áp lực mất giá VND ngày càng lớn



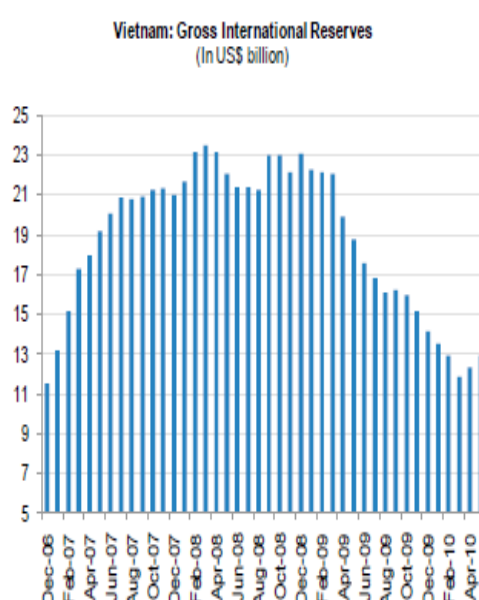
Sources: SBV and commercial banks



Sources: SBV and local gold shops



Sources: GSO, CEIC and Fund staff calculation



Sources: SBV

## Lập luận ủng hộ và phê phán chính sách hiện hành

### Ủng hộ

- Cân bằng tăng trưởng và kiềm chế lạm phát
- Môi trường toàn cầu bất ổn
- Hệ thống tài chính và ngân hàng yếu kém
- Thị trường nội địa kém phát triển
- Phụ thuộc nhập khẩu và nợ quốc gia

### Phản biện

- Phản ứng chính sách chậm và bị động
- Tính biến động, không chắc chắn và khó dự đoán của chính sách
- Thiếu minh bạch làm yếu đi niềm tin trong việc quản lý kinh tế vĩ mô
- Chi phí giao dịch cao và niềm tin tiền đồng giảm

**Câu hỏi:** *Tỷ giá thực sự là chìa khóa giải quyết hay chỉ là hệ quả của những trục trặc kinh tế vĩ mô?*

## Các câu hỏi thay lời kết

1. *Hệ thống tiền tệ quốc tế đang vận hành như thế nào và ảnh hưởng gì đến chính sách kinh tế vĩ mô quốc gia?*
2. *Làm thế nào để dung hòa giữa vốn lưu chuyển tự do và tỷ giá ổn định?*
3. *Lựa chọn cơ chế tỷ giá hay phát triển các định chế tài khóa và tiền tệ?*
4. *Một khi các định chế trên phát triển, lựa chọn cơ chế tỷ giá có còn là vấn đề?*
5. *Tỷ giá thực sự là chìa khóa giải quyết hay chỉ là hệ quả của những trục trặc kinh tế vĩ mô?*
6. *Việt Nam nên theo cơ chế tỷ giá nào và câu trả lời của bạn dựa trên cơ sở lập luận gì?*