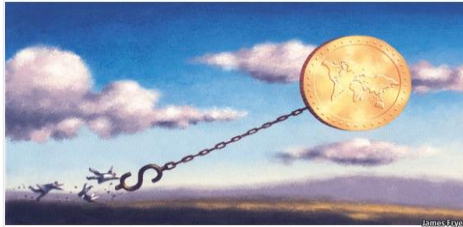


Hệ Thống Tiền Tệ Quốc Tế

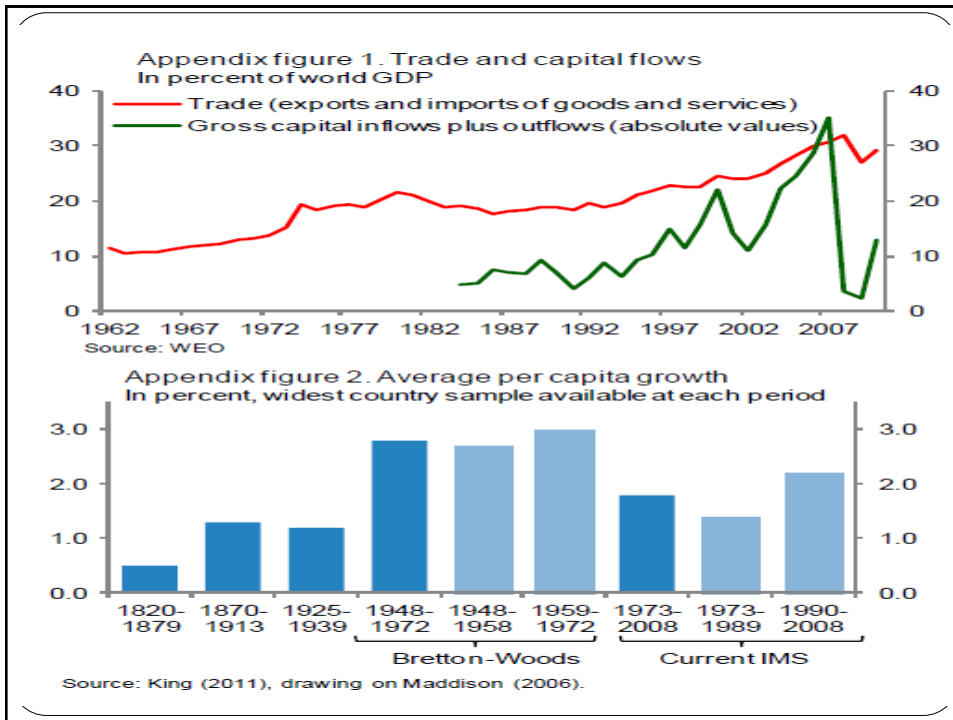
Vấn đề lựa chọn cơ chế tỷ giá hối đoái



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)
- Bretton Woods II?

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



Nhớ lại

- Cân bằng bên trong (IB) và cân bằng bên ngoài (EB).
- Hãy xem mỗi hệ thống vận hành giúp điều chỉnh cân bằng EB-IB như thế nào?

Bản vị vàng – Gold Standard (1817-1933)

- Tiền tự do chuyển đổi thành vàng và giá trị được ấn định theo vàng.
- Ngoại thương dùng vàng.
- BOP và cơ chế “price-specie-flow”:
 - Nếu hàng US rẻ hơn hàng UK, US có thặng dư thương mại với UK, vàng chảy từ UK sang US.
 - Dòng chảy vàng làm tăng cung tiền US, tăng mức giá của US - cho đến khi mức giá đó trở nên ngang nhau giữa UK và US.
 - Nước thâm hụt thương mại phải tăng lãi suất để giảm chi tiêu và giảm dòng vàng chảy ra nước ngoài.

Bretton Woods (1944-1973)

- Cơ chế 2 tầng nấc:
 - Hoa kỳ định giá vàng theo USD
 - N-1 định tỷ lệ trao đổi nội tệ theo USD
- IMF giám sát và tài trợ BOP.
- Hệ thống sụp đổ:
 - Hoa Kỳ thâm hụt NX lớn và lạm phát cao, và
 - Phá giá USD so Mark Đức và Yen Nhật.
- Đến 1973, đa phần các tỷ giá chính đã được thả nổi.

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.
- Đa dạng tài sản dự trữ quốc tế.
- 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)
 - Đôla Mỹ hay Euro
 - Ủy ban/Hội đồng Tiền Tệ (Currency Board)
 - Thay thế đồng tiền quốc gia
 - Đô la hóa hoàn toàn (Full dollarization)

Vấn đề trung tâm hiện nay

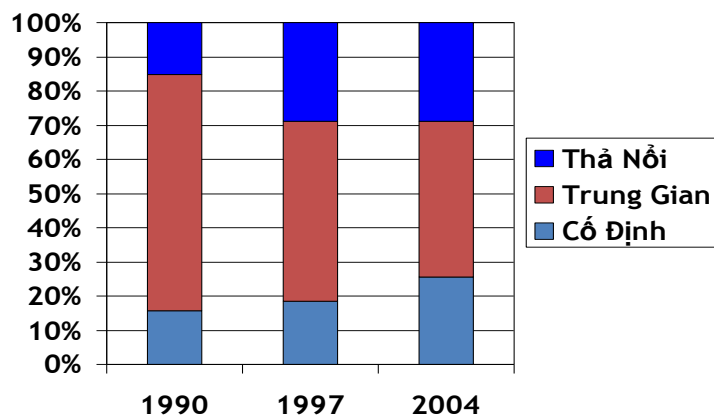
- Hội nhập và WTO
 1. Giảm hàng rào thuế quan
 2. Không hạn chế nhập khẩu
 3. Đối xử công bằng
 4. Vốn di chuyển tự do
- Vốn di chuyển và đồng tiền chuyển đổi
 1. Thương mại
 2. Đầu tư dài hạn
 3. Đầu tư tài chính
- Sức ép “Bộ ba bất khả thi” càng mạnh
 1. Tỷ giá hối đoái cố định
 2. Chính sách tiền 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?

Bộ ba bất khả thi dưới các hệ thống tiền tệ

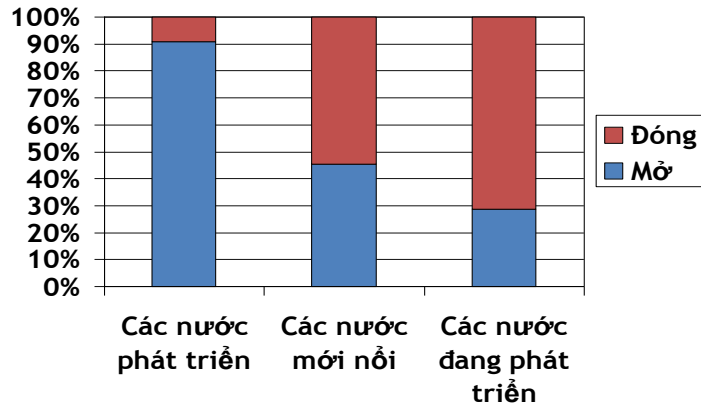
	Tỷ giá hối đổi cố định	Vốn di chuyển tự do	Chính sách nội địa hướng đến toàn dụng
Bản vị vàng	Có	Có	Không
Bretton Woods	Có (Điều chỉnh)	Không	Có
1971-nay	Không	Có	Có

Bằng chứng sụt giảm tỷ giá trung gian - **Tất cả các nước**



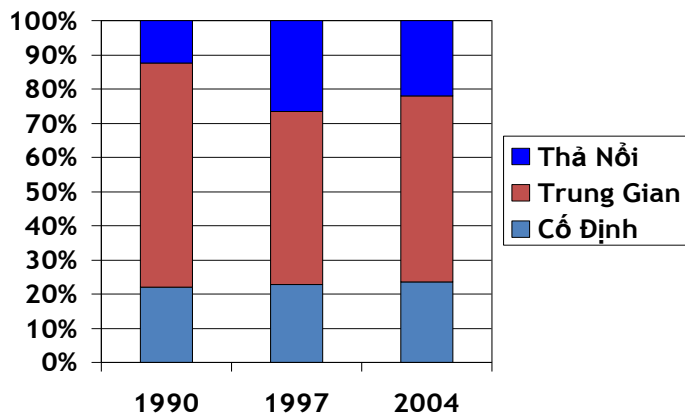
Nguồn: Eichengreen và Razo-Garcia 2006

Kiểm Soát Vốn (2003)



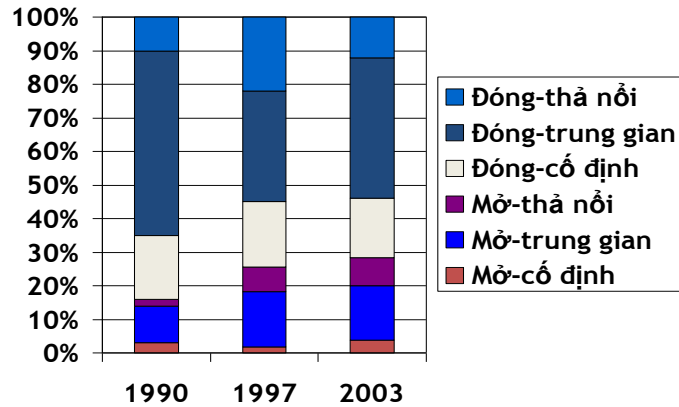
Nguồn: Eichengreen và Razo-Garcia 2006

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



Nguồn: Eichengreen và Razo-Garcia 2006

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



Nguồn: Eichengreen và Razo-Garcia 2006

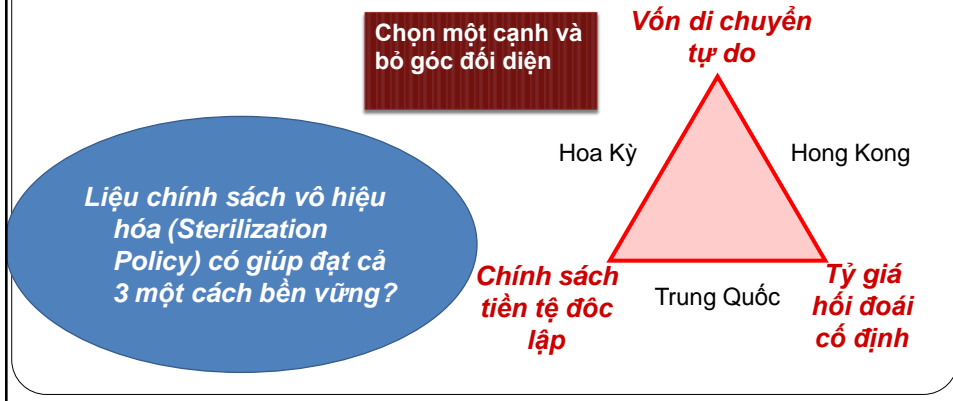
Xu hướng lựa chọn cơ chế tỷ giá: Nước đang phát triển

	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

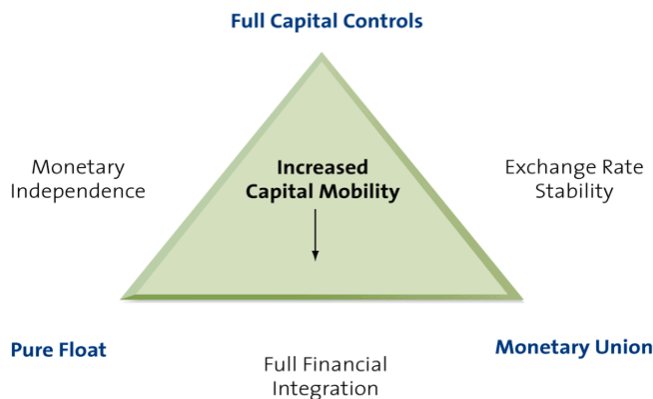
Lựa chọn nào phù hợp Việt Nam nhất? Vì sao?

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 cách nhìn khác về ba điều không thể xảy ra đồng thời



Economic and financial theory clearly states that a country cannot be on all three sides of the triangle at once. It must give up one of the three "attributes" if it is to achieve one of the states described by the corners of the triangle.

Source: Adapted from Lars Oxelheim, *International Financial Integration*, Springer-Verlag, 1990, p. 10.

Asia confronts the impossible trinity

Ila Patnaik and Ajay Shah (2010)

- 11 quốc gia: India, China, Hong Kong, Taiwan, Singapore, Malaysia, Thailand, Indonesia, Philippines, Vietnam, và Korea.
- Hai khái niệm:
 - De facto (what they do)
 - De jure (what they promise to do)
- De facto: đang hướng theo hội nhập nhanh CA mà không có sự linh hoạt trong cơ chế tỷ giá dẫn đến hiện tượng chính sách tiền tệ thuận chu kỳ khi dòng vốn thuận chu kỳ.

Vì sao ổn định tỷ giá hối đoái lại quan trọng đối với các nước đang phát triển so với các nước phát triển?

- Nước đang phát triển
 - Ít khả năng tác động tỷ số trao đổi ngoại thương.
 - Quan trọng cho kiểm soát lạm phát và ngăn áp lực tài chính.
 - Vay ngoại tệ và gánh nặng nợ.
- Kiểm soát vốn (chủ động điều chỉnh e và độc lập chính sách tiền tệ).
 - Giá phải trả của kiểm soát vốn?
- Nhưng:
 - Vốn di chuyển ngày càng mạnh và cải thiện công nghệ thông tin đẩy các nước phải đánh đổi e và CSTT.
 - Hoa Kỳ cho phép USD biến động mạnh hơn tạo chi phí các nước gắn đồng tiền với USD.

Calvo và Reinhart (2002): Vì sao nhiều nước đang phát triển vẫn chọn tỷ giá trung gian?

- 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?)
- “Dừng đột ngột”: vốn không vào/chảy ra dẫn đến phá giá
- Định chế yếu kém nên đã không thả nổi từ đầu

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

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)

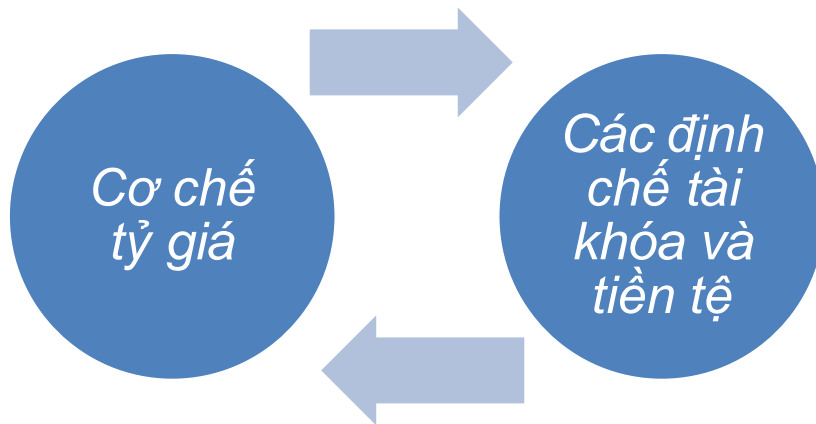
- 2009:
 - “Các cơ chế tỷ giá gắn với cố định thường rơi vào khủng hoảng, nhưng các cơ chế thả nổi cũng không hoàn toàn miễn nhiễm.”
 - Đánh đổi quan trọng của việc chọn cơ chế tỷ giá. Tỷ giá nghiêng về cố định nhiều hơn giúp quốc gia:
 - Định hình kỳ vọng lạm phát, tăng trưởng sản lượng ổn định, và 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.

IMF nói về việc Việt Nam điều chỉnh tỷ giá 9,3% (11/2/2011)?

“...mỗi việc điều chỉnh tỷ giá thôi chưa đủ. Đi kèm với đó phải là một gói giải pháp đồng bộ khác. Ví dụ như giải pháp về chính sách tiền tệ, giải pháp về chính sách tài khóa. Hiện thị trường đang rất trông ngóng về việc Ngân hàng Nhà nước sẽ đối phó như thế nào với vấn đề lạm phát; Chính phủ sẽ giải quyết thế nào với vấn đề nợ công, thâm hụt ngân sách”.

Benedict Bingham – Nguyên Trưởng đại diện IMF tại Việt Nam

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



Kết luận

- Vấn đề không chỉ là cơ chế tỷ giá hối đoái nào, mà còn là:
 1. Bình ổn kinh tế vĩ mô
 2. Cơ cấu kinh tế bền vững
 3. Năng lực chính phủ, kỹ cương ngân sách
 4. 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?

Chính sách tỷ giá với nhiều mục tiêu Kenichi Ohno (2003)

- 1) Cải thiện khả năng cạnh tranh
- 2) Ổn định giá
- 3) Điều chỉnh cán cân vãng lai
- 4) Ổn định tài chính nội địa (vấn đề BCĐTS)
- 5) Quản lý nợ công (rủi ro tỷ giá và tính bền vững nợ)
- 6) Ngăn chặn khủng hoảng tiền tệ
- 7) Giảm thiểu tác động của các cú sốc bên ngoài
- 8) Thúc đẩy tăng trưởng, FDI và công nghiệp hóa

Cơ chế tỷ giá hối đoái Việt Nam



Lựa chọn cơ chế tỷ giá

- 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

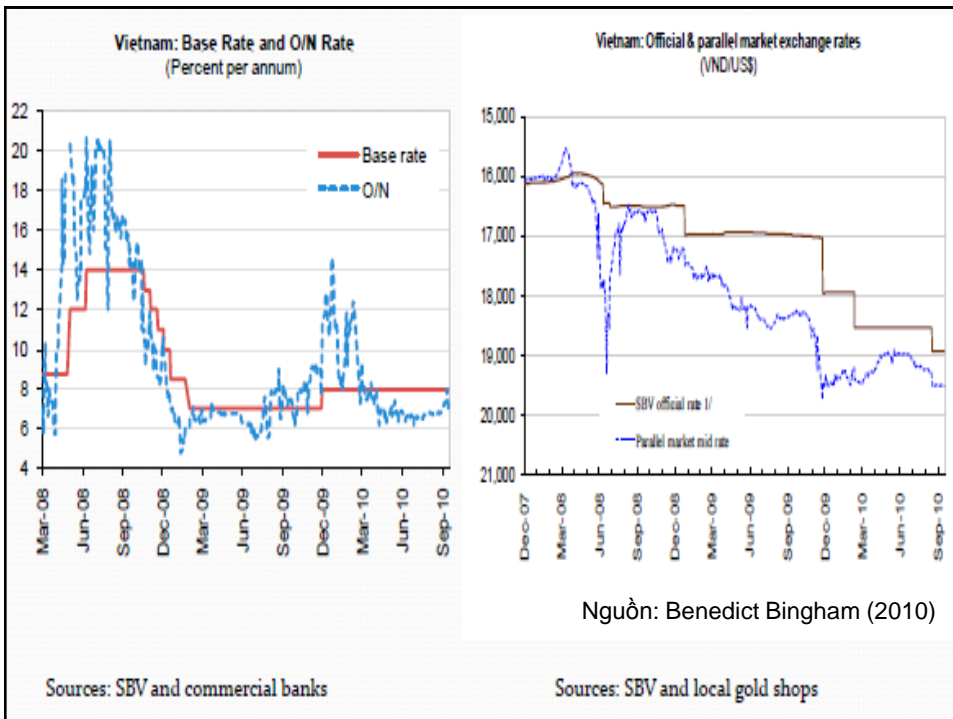
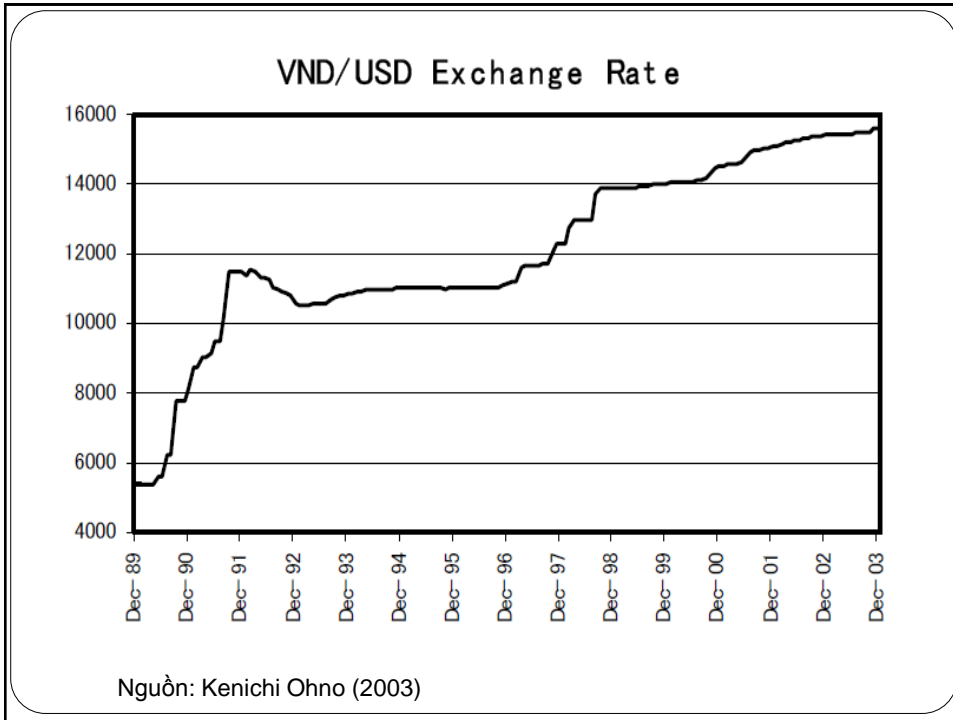
- Từ 2008 đến nay, sự linh hoạt cơ chế tỷ giá cho phép tính tùy nghi nhiều hơn của chính sách tiền tệ

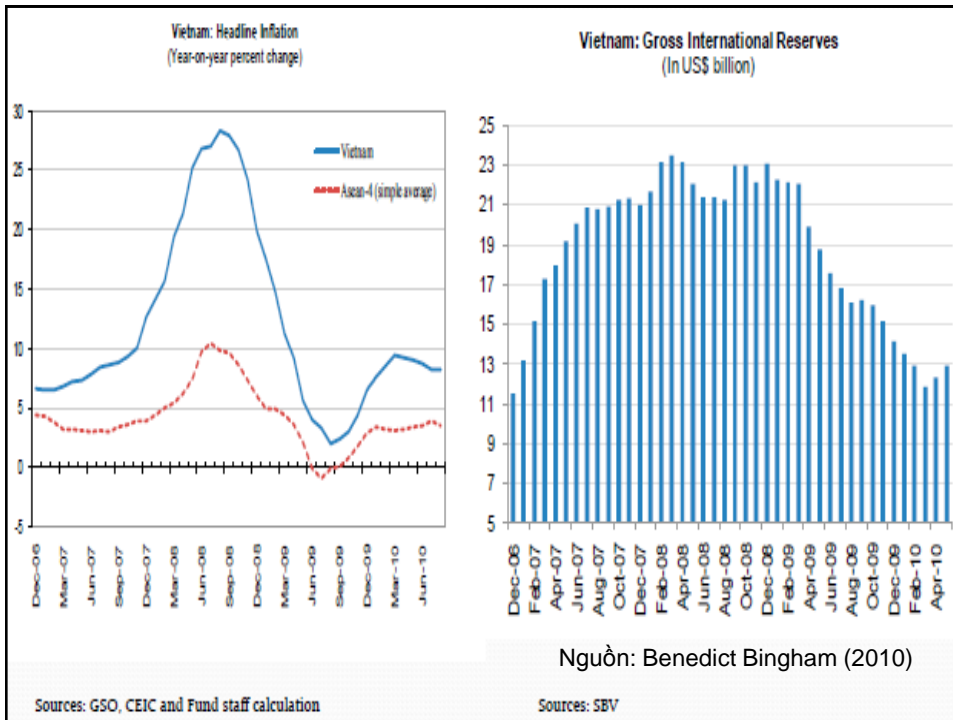
Chính sách tiền tệ

- OMO (thất 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





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 hiện 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?*