

Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright	Kinh tế vĩ mô	Hệ thống tiền tệ QT và cơ chế tỷ giá
Niên khoá: 2008-2010		

HỆ THỐNG TIỀN TỆ QUỐC TẾ (IMS) VÀ CÁC CƠ CHẾ TỶ GIÁ HỐI ĐOÁI THAY THẾ

1. Chế độ bản vị vàng 1870-1914

Dưới chế độ bản vị vàng, một nước cố định giá vàng và bảo vệ giá này bằng cách sẵn sàng mua hay bán vàng từ dự trữ của mình với giá cố định. Qua việc cố định giá vàng, các nước trong hệ thống cố định tỷ giá hối đoái với nhau. Một nước có thể được xem là có cân bằng bên ngoài khi chính phủ không bị áp lực mua hay bán vàng để cân bằng thanh toán bên ngoài.

Cơ chế điều chỉnh tự động của chế độ bản vị vàng còn được biết đến như là "*cơ chế giá cả tự điều chỉnh theo vàng*." Như chúng ta biết, theo "*quy tắc trò chơi*", mức giá phụ thuộc vào cung tiền và cung tiền phụ thuộc vào trữ lượng vàng dự trữ. Một quốc gia đang mất lượng dự trữ vàng phải giảm nợ bằng nội tệ của mình (tiền tệ) để giữ được cam kết mua bán trao đổi nội tệ theo vàng với giá cố định. Bằng cách đó, quốc gia làm cho lãi suất tăng (thu hút vốn nước ngoài) và giá giảm (thu hút khách hàng cho khu vực xuất khẩu). Mặt khác, một nước đang thu vàng, theo luật chơi, phải phát hành tiền phù hợp với sự tăng lên trong dự trữ vàng của mình, làm cho lãi suất giảm và giá tăng. Dưới chế độ bản vị vàng, đôi khi các nước cố gắng tránh các điều chỉnh của lãi suất và mức giá bằng cách *vô hiệu hóa* các dòng vàng lưu chuyển bằng các hoạt động bù trừ tiền tệ. Những hoạt động này có tác động làm trầm trọng hơn mất cân bằng trong thanh toán quốc tế và lũng đoạn tính chắc chắn của hệ thống.

2. Hệ thống Bretton Woods và Quỹ Tiền tệ Quốc tế – IMF (1945-1973)

Hệ thống Bretton Woods (được chấp thuận cuối Thế chiến thứ II) là một hệ thống chuyển đổi hai tầng, được biết đến như là chế độ bản vị hối đoái vàng. Trung tâm là đồng đô la Mỹ, mà chính phủ Mỹ bảo đảm có thể chuyển đổi thành vàng với giá \$35/oz (nhưng chỉ cho các ngân hàng trung ương, chứ không phải ngoài thị trường). Tầng thứ hai là các nước tham gia cố định tiền tệ của họ với đồng đô la với *tỷ giá hối đoái chính thức (ngang giá)*. Với N nước tham gia, hệ thống thiết lập N-1 tỷ giá hối đoái cố định. Trách nhiệm của Hoa Kỳ (nước thứ N) là phải theo đuổi các chính sách có thể giữ giá vàng theo đô la cố định; trách nhiệm của N-1 nước khác là theo đuổi các chính sách giữ cho tỷ giá hối đoái theo đô la cố định. Hệ thống hai tầng này được chấp thuận hơn chế độ bản vị vàng thuần chất, bởi vì số lượng vàng nắm giữ phân phối không đều và người ta quan ngại rằng cung vàng không tăng trưởng đủ để cung cấp khả năng thanh khoản quốc tế thích hợp. Thêm vào đó, người ta đang rất cần một hệ thống linh động hơn chế độ bản vị vàng để đối phó với thất nghiệp.

Trong khi tỷ giá hối đoái được cố định dưới hệ thống này, người ta cũng đặt ra một điều khoản cho phép thay đổi chúng trong trường hợp *mất cân bằng nền tảng*. Quỹ Tiền tệ Quốc tế được thành lập để giám sát hệ thống và quyết định khi nào một nước có thể thay đổi tỷ giá hối đoái của mình và khi nào nước này nên tài trợ cho các khoản mất cân bằng và chấp nhận *điều kiện* của IMF. IMF cũng còn được thành lập để đóng vai trò ngân hàng trung ương của các ngân hàng trung ương và *người cho vay cuối cùng*. Để IMF đóng được vai trò này, các nước thành viên được yêu cầu gửi một phần dự trữ của họ ở IMF.

Hệ thống Bretton Woods sụp đổ, giống như chế độ bản vị vàng trước nó, bởi vì các nước thành viên không theo luật chơi nữa. Về phần mình, Hoa Kỳ bắt đầu từ những năm 1960 làm suy yếu độ tin cậy các cam kết của nước này đối với giá vàng cố định theo đô la khi theo đuổi các chương trình xã hội mở rộng và chiến tranh Việt Nam.

Các nước tham gia hệ thống cũng từ chối tuân thủ luật chơi. Cụ thể là, Đức đã vô hiệu hóa việc tích lũy tài sản dự trữ bằng cách triệt tiêu các hoạt động thị trường mở. Đức biện minh cho biện pháp này bằng lý luận là Đức phải chịu sự không công bằng khi phải đối phó với lạm phát do các chính sách đối nội và đối ngoại của Hoa Kỳ gây ra. Hoa Kỳ từ chối thay đổi các chính sách của mình theo đòi hỏi của Đức với lý luận rằng trường hợp này cũng ngược đời giống như cái đuôi vẫy con chó vậy. Hoa Kỳ giữ quan điểm là nếu Đức không muốn tích lũy đô la Mỹ thì Đức phải thả nổi tỷ giá hối đoái và chấp nhận đồng tiền lên giá. Cuối cùng điều này cũng xảy ra năm 1972.

3. Trục trặc N-1 trong hệ thống tiền tệ châu Âu (EMS)

Hệ thống EMS được thiết kế cân xứng với trung tâm là đồng ECU, nhưng nó đã nhanh chóng tiến triển thành chế độ bản vị mác Đức giống như chế độ bản vị đô la Bretton Woods bởi vì Đức có sức mạnh kinh tế chủ đạo và danh tiếng về lạm phát thấp.

Trục trặc N-1 xuất hiện trong EMS sau năm 1989. Vào đầu thập niên 90, N-1 nước (7 nước trong EMS) đang bị suy thoái trầm trọng và muốn có một chính sách tiền tệ mở rộng để kích thích các nền kinh tế của họ. Nhưng Đức, trong vai trò của nước thứ N, đang trong giai đoạn phát triển bùng nổ và có lạm phát tăng vọt (do thống nhất nước Đức), do đó Đức muốn một chính sách tiền tệ khắt khe hơn. Vì các nước trong hệ thống EMS cố định theo đồng DM họ bị buộc phải tuân thủ luật chơi, theo đuổi chính sách của Đức. Lãi suất cao ở Đức khiến cho vốn chuyển từ Pháp và Anh sang Đức (để tài trợ việc thống nhất) làm tăng lãi suất ở các nước này. Theo luật của cuộc chơi, Pháp, Anh và các thành viên khác phải bán dự trữ ngoại hối của họ và chấp thuận các điều kiện tiền tệ thắt chặt và lãi suất cao. Thị trường dự đoán rằng Pháp và Anh vì các lý do chính trị không thể kéo dài chính sách này được và bắt đầu đầu cơ vào đồng tiền của các nước này, buộc hệ thống phải sụp đổ vào năm 1992-93.

4. Chế độ Phi hệ thống từ năm 1973

Từ năm 1973 các nước được tự do chọn hoặc cam kết khả năng chuyển đổi của đồng tiền của họ ở một giá cố định (tỷ giá hối đoái cố định), hay để cho thị trường quyết định (tức là thả nổi). Các vấn đề với hệ thống thả nổi khá quát bao gồm:

Khả năng dao động lớn của tỷ giá hối đoái danh nghĩa Chú ý là trong giai đoạn tỷ giá thả nổi các thay đổi tỷ giá quan sát thấy lớn hơn các thay đổi kỳ vọng, điều này có nghĩa là nhiều thay đổi không được dự đoán trước. Trường hợp này không xảy ra trước năm 1973. Các con số cũng cho ta thấy rằng phí kỳ hạn cũng không dự đoán được xu hướng của các thay đổi quan sát được sau này. Rõ ràng, dự báo tỷ giá hối đoái là một ngành kinh doanh rất khó.

Khả năng dao động lớn của tỷ giá hối đoái thực Độ lệch của các tỷ giá không những không dự đoán được mà còn thường lệch ra ngoài các nền tảng được dự đoán trước theo lý thuyết cân bằng mãi lực hay cân bằng sức mua PPP.

Lạm phát cao và biến đổi.

Mặt khác, cần phải nói rằng toàn cầu hóa đã tạo ra tăng trưởng rất lớn mặc dù tồn tại các vấn đề trên. Và khi có các dấu hiệu tụt giảm năng suất thực, các dấu hiệu này có thể được giải thích là do sự tăng trưởng của khu vực phi ngoại thương và sự tăng giá thực của tỷ giá hối đoái.

5. Ưu điểm của tỷ giá hối đoái thả nổi

- *Chính sách tiền tệ độc lập*
- *Cân xứng*
- *Tỷ giá hối đoái đóng vai trò công cụ ổn định tự động*

6. Nhược điểm của tỷ giá hối đoái thả nổi (hay ưu điểm của tỷ giá hối đoái cố định)

- *Trật tự*
- *Đầu cơ bất ổn định*
- *Gây tổn hại cho ngoại thương và đầu tư*
- *Các chính sách kinh tế không liên kết*
- *Aùo tưởng về sự độc lập lớn hơn*

7. Tham gia vào một liên minh tiền tệ – lý thuyết về khu vực đồng tiền tối ưu

Là thành viên của một liên minh tiền tệ, các quốc gia thu được một *lợi ích từ tính hiệu quả của tiền tệ*, bằng với khoản tiết kiệm được nhờ tránh được sự không chắc chắn, sự lúng túng và chi phí giao dịch thường phát sinh với tỷ giá hối đoái thả nổi. Krugman và Obstfeld đề ra lý thuyết cho rằng *lợi ích từ tính hiệu quả của tiền tệ (GG) tăng đồng biến với mức độ hợp nhất về kinh tế giữa các nước tham gia vào khu vực tiền tệ*.

Là thành viên trong một liên minh tiền tệ, các nước đối mặt với một sự *mất mát do tính ổn định kinh tế*, phát sinh do một nước khi tham gia một khu vực tỷ giá hối đoái đã từ bỏ khả năng của mình trong việc sử dụng tỷ giá hối đoái và chính sách tiền tệ để ổn định sản lượng và việc làm. Krugman và Obstfeld lập luận rằng nước tham gia này đối mặt với mất mát lớn hơn khi nước này không hợp nhất hoàn toàn bởi vì nước này sẽ không được hưởng lợi ích từ các điều chỉnh tự động do hợp nhất và không thể phá giá đồng tiền của mình. Như vậy, *mất mát do ổn định kinh tế (LL) giảm theo mức độ hợp nhất*.

Mức độ tối ưu của việc hợp nhất được biểu diễn bởi điểm giao nhau giữa GG và LL

Châu Âu có phải là khu vực tiền tệ tối ưu không? Cuối cùng, câu trả lời có thể tập trung chủ yếu vào việc các thị trường lao động, thị trường vốn và thị trường hàng hóa ở Châu Âu hợp nhất hiệu quả chưa. Hãy so sánh mức độ hợp nhất và hoạt động của liên minh tiền tệ ở Mỹ và ở Châu Âu. Các vấn đề nổi cộm ở Châu Âu là mức độ hợp nhất giới hạn của thị trường lao động và sự yếu kém tương đối của hệ thống ngân sách liên bang.

8. Các lập luận ủng hộ và phản đối hệ thống Ủy ban tiền tệ

Được chấp thuận ở Hong Kong (1983), Argentina (1991), Estonia (1992), Lithuania (1994), Bulgaria (1997), và đã từng được xem xét ở Indonesia, Malaysia, Venezuela, Brazil và Mexico.

Vấn đề: nếu không có các chính sách tốt, liệu Ủy ban tiền tệ có hiệu quả không? Nếu có chính sách tốt, Ủy ban tiền tệ còn cần thiết không?

1. Ủy ban tiền tệ có tránh được việc bị đầu cơ tấn công?

Không, Hongkong và Argentina đã bị tấn công, và trong khi đồng tiền của các nước này đã không sụp đổ nhưng những tấn công này gây ra tổn kém, cụ thể là đẩy lãi suất tăng lên rất cao. Người ta có thể lập luận là để cho tỷ giá hối đoái thay đổi còn tốt hơn phải chống trả các dao

động lớn của lãi suất. Hãy so sánh các trường hợp của Đài Loan và Singapore so với Hongkong.

2. Ủy ban tiền tệ có ổn định được hệ thống tài chính ngân hàng không?

Không, nếu một ủy ban tiền tệ bị tấn công, chính sách thắt chặt tiền tệ và lãi suất cao có thể làm phá sản hệ thống tài chính. Lãi suất tăng cao làm giảm giá trị của các tài sản chưa thanh toán. Đây là mối lo lớn nhất của Indonexia.

3. Các tỷ giá cố định (đặc biệt là Ủy ban tiền tệ) hoạt động hiệu quả hơn và ổn định hơn.

Không, các cuộc khủng hoảng tiền tệ xảy ra trong các cơ chế tỷ giá cố định khi các chính sách không nhất quán và có sai lầm nền tảng. Tỷ giá thả nổi cho phép quốc gia này điều chỉnh khi có sự không nhất quán và tránh khủng hoảng.

4. Ủy ban tiền tệ tốt hơn liên minh tiền tệ vì không làm mất đặc quyền in tiền.

Không, đặc quyền in tiền cũng chỉ rất nhỏ và giới hạn dưới cơ chế của Ủy ban tiền tệ.

5. Ủy ban tiền tệ tránh được các dòng vốn bất ổn định.

Không, Ủy ban tiền tệ dẫn dắt những dao động lớn trong cơ sở tiền tệ và do đó có thể làm các dòng vốn bất ổn định hơn.

6. Với Ủy ban tiền tệ tỷ giá hối đoái thực sẽ ổn định và tính cạnh tranh được giữ vững.

Nếu một đồng tiền được cố định vào đô la Mỹ và đồng đô la Mỹ lên giá thì tỷ giá hối đoái hữu hiệu thực sẽ lên giá và cán cân tài khoản vãng lai sẽ tụt xuống. Kết quả, người ta sẽ kỳ vọng là Ủy ban tiền tệ sẽ bị từ bỏ. Nhắc lại đồng đô la Mỹ đã tụt xuống đến 80 yên trong năm 1995 rồi tăng lên 125 yên trước mùa hè 1997, điều này đã làm cho xuất khẩu của các nước Đông Nam Á không cạnh tranh nổi ở Nhật Bản. Sự tăng giá của tỷ giá thực cũng xảy ra khi Ủy ban tiền tệ được sử dụng để giảm lạm phát, bởi vì lạm phát sẽ tiếp tục tăng một thời gian sau khi tỷ giá hối đoái được cố định. Tại Châu Á, khủng hoảng xảy ra có thể do việc cố định tỷ giá hối đoái đã kéo dài quá lâu và mở đường cho sự sụp đổ.

7. Ủy ban tiền tệ không thể sụp đổ vì cơ sở tiền tệ được hậu thuẫn của dự trữ ngoại hối.

Các tài sản tài chính trong nước có thể được dùng mua tài sản nước ngoài (dự trữ tiền tệ chính thức) không bị giới hạn vào cơ sở tiền tệ hay M1, nhưng có thể bao gồm tất cả tài sản tài chính thanh khoản được.

	M1/R	M2/R
Thailand	0,4	4,0
Malaysia	1,8	3,3
Indonesia	1,2	6,5
Philippines	0,8	4,5
S. Korea	1,4	6,5
Hong Kong	0,3	4,2
China	3,4	8,5

8. Ủy ban tiền tệ đưa tới lạm phát thấp hơn.

Kỷ cương của Ủy ban tiền tệ buộc các nước phải phụ thuộc ít hơn vào đặc quyền in tiền và thuế lạm phát. Câu hỏi đặt ra là: tại sao tuyên bố về chế độ tỷ giá hối đoái lại có thể đáng tin cậy hơn tuyên bố về một chính sách ngân sách tiền tệ nhìn xa trông rộng? Ngay cả nếu có mối tương quan giữa lạm phát thấp và tỷ giá cố định, chúng ta cũng không biết cái nào là nguyên nhân của cái nào. Có phải các nước có lạm phát thấp chọn chế độ tỷ giá cố định hay các nước này có lạm phát thấp vì họ cố định tỷ giá hối đoái?

9. Ủy ban tiền tệ đưa tới kỷ cương chặt chẽ hơn.

Nếu một nước không thể in tiền dưới cơ chế Ủy ban tiền tệ thì nước này cũng rất khó có thâm hụt ngân sách, như vậy thâm hụt ngân sách sẽ ít hơn. Nhưng điều này chỉ đúng nếu như ủy ban tiền tệ tạo được mong muốn chính trị cần thiết để hạn chế chi tiêu. Tuy nhiên, nếu sự giảm giá đồng tiền không được ưa thích rộng rãi về mặt chính trị thì kỷ cương có thể chặt chẽ hơn ngay dưới hệ thống tỷ giá thả nổi bởi vì hậu quả xảy ra nhanh hơn..