

Những yếu tố ảnh hưởng đến việc lựa chọn cơ chế tỷ giá

ThS. Hoàng Công Gia Khánh

Khoa Kinh tế - Đại học Quốc gia Tp.HCM

Cơ chế tỷ giá hối đoái là hệ thống các nguyên tắc nhằm quản lý quá trình vận hành tỷ giá và thị trường ngoại hối của một quốc gia hướng đến mục tiêu đã định trong mối liên hệ chặt chẽ với chính sách tiền tệ. Vì vậy, việc lựa chọn cơ chế tỷ giá thích hợp có ý nghĩa quan trọng đối với tiến trình thực thi chính sách tỷ giá và sự thành công của chính sách tiền tệ của mỗi quốc gia.

Cùng với sự phát triển của hệ thống tiền tệ quốc tế, cơ chế tỷ giá cũng có sự tiến triển và thay đổi lớn theo thời gian, đặc biệt là sau sự sụp đổ của cơ chế tỷ giá cố định Bretton Woods cơ chế tỷ giá thả nổi bắt đầu được vận hành dựa trên theo cơ sở diễn biến quan hệ cung cầu ngoại tệ trên thị trường. Tuy nhiên, thực tế hiện nay cho thấy không mấy dễ dàng để xếp loại cơ chế tỷ giá của một nước, bởi vì rất khó để tách bạch rõ ràng giữa từng cơ chế tỷ giá. Bài viết này tập trung phân tích những điểm khác nhau trong các cách phân loại cơ chế tỷ giá, xu hướng chuyển đổi cơ chế tỷ giá đang diễn ra ở các nước, mối liên hệ giữa cơ chế tỷ giá và một số chỉ số kinh tế vĩ mô và cuối cùng, sẽ phân tích những yếu tố cần xem xét để quyết định lựa chọn cơ chế tỷ giá.

Các phương pháp phân loại cơ chế tỷ giá

Trên lý thuyết truyền thống, nhìn chung có hai phương pháp phân loại cơ chế quản lý tỷ giá hối đoái là phân loại dựa trên tính pháp lý và phân loại dựa trên thực tế điều hành.

Phân loại dựa trên tính pháp lý dựa trên sự công bố chính thức của chính phủ các nước và chia cơ chế tỷ giá ra làm ba loại lớn: (i) Cơ chế cố định, (ii) Cơ chế linh hoạt có giới hạn thường sử dụng

dãi băng hoặc thỏa thuận hợp tác – sau này còn được gọi là cơ chế trung gian, (iii) Cơ chế linh hoạt hơn – sau này được gọi là thả nổi với thả nổi có quản lý hoặc thả nổi hoàn toàn. Từ ba nhóm lớn này sẽ chia thành sáu nhóm nhỏ hơn và từ đó chia thành mười lăm nhóm nhỏ chi tiết hơn.

Phân loại dựa theo thực tế điều hành, về cơ bản, cũng chia cơ chế tỷ giá làm ba nhóm lớn tương tự như ba nhóm lớn của việc phân loại theo tính pháp lý là (i) Cơ chế cố định cứng, (ii) Cơ chế trung gian và (iii) Cơ chế thả nổi. Tuy nhiên, về chi tiết, ba nhóm lớn này được chia thành 13 cơ chế chi tiết. Khác biệt quan trọng nhất so với phương pháp phân loại theo tính pháp lý là ở phương pháp dựa trên thực tế người ta phân chia cơ chế tỷ giá của một nước dựa trên những gì mà quốc gia đó thực hiện chứ không phải dựa trên những gì họ công bố. Nói khác đi, phương pháp phân loại thực tế dựa trên những quan sát được qua hành vi thực tế. Cách phân loại mới theo thực tế của IMF (1999) dựa trên sự kết hợp những thông tin sẵn có về tỷ giá, chính sách tiền tệ và sự can thiệp chính thức hoặc phi chính thức của ngân hàng trung ương với các số liệu về biến động tỷ giá trong thực tế cũng như biến động dự trữ để từ đó đánh giá, phân loại cơ chế tỷ giá.

Mặc dù vậy, các phân loại như vậy không phải là không gặp rắc rối. Những nước đang đối mặt với những bất ổn về kinh tế vĩ mô thường có tỷ lệ lạm phát cao, do vậy nội tệ thường xuyên mất giá cao điều đó có nghĩa là tỷ giá sẽ có sự biến động mạnh. Thế nhưng, nếu phân loại những cơ chế này thành 3 nhóm thả nổi, trung gian hay cố định sẽ thiếu thuyết phục bởi vì những rắc rối trong kinh tế vĩ mô có thể sẽ được giải thích một cách khiên cưỡng là do cơ chế tỷ giá. Hơn nữa, ở những nước còn tồn tại hai hệ thống tỷ giá thì tỷ giá thị trường tự do thường khác biệt lớn so với tỷ giá công bố chính thức và thường thì chính sự biến động trong tỷ giá trên thị trường tự do chứ không phải tỷ giá công bố chính thức mới là thước đo thực tế. Ngoài ra, để đánh giá mối quan hệ giữa cơ chế tỷ giá và thành quả kinh tế dài hạn, cần thiết xác định cơ chế dài hạn hơn là những thủ thuật ngắn hạn trong một cơ chế, ví dụ như mở rộng biên độ hàng ngang hoặc điều chỉnh tỷ giá một lần sau đó là cơ chế cố định.. Sự ổn định của tỷ giá danh nghĩa – là một trong những dấu hiệu quan trọng nhất để phân loại theo thực tế – nhưng lại không thể phản ánh được thực tế nền kinh tế không có những cú sốc hay chính sách chủ động đã loại trừ những cú sốc. Nói khác đi, khi các nước có cơ cấu khác nhau và xảy ra các cú sốc khác nhau, thì rất khó để minh định cơ chế tỷ giá dựa trên các biến động tỷ giá có thể quan sát được.

Như vậy có thể thấy, cả hai phương pháp phân loại nói trên đều có những nhược điểm và không phương pháp nào là lý tưởng cả. Phân loại theo pháp lý tập trung vào các ý định chính sách của cơ quan quản lý về tiền tệ, khó khăn phát sinh khi chính sách thực tế khác với hứa hẹn. Phân loại dựa trên biến động thực tế của tỷ giá lại thiên về quá khứ và có thể giải thích thiếu chính xác về cơ chế tỷ giá. Nếu các quốc gia làm những gì họ nói và nói những gì họ làm thì hai cách phân loại trên chính là một.

Để khắc phục các nhược điểm của hai phương pháp nói trên, Reinhart và Rogoff (2004) đề xuất cách phân loại mới có tên là tự nhiên (natural) trên cơ sở thực hiện tách biệt những áp lực kinh tế vĩ mô nghiêm trọng và những thông tin cấu thành trong tỷ giá ở những nước có hai tỷ giá song song. Theo đó, sẽ sử dụng tỷ giá thị trường để phân loại ở những nước có sự khác biệt lớn giữa tỷ giá công bố chính thức và tỷ giá thị trường, và tách nó thành một nhóm riêng biệt gọi là “rơi tự do”. Về nguyên tắc, phương pháp này dựa trên kỹ thuật phân loại thực tế nhưng quan sát với khoảng thời gian năm năm nhằm đánh giá sự linh hoạt thực sự của cơ chế tỷ giá trong dài hạn và chia làm năm nhóm “thô” là (i) Cố định, (ii) Linh hoạt có giới hạn, (iii) Thả nổi có quản lý, (iv) Thả nổi hoàn toàn và (v) Rơi tự do sau đó thực hiện chia tiếp thành 15 nhóm nhỏ. Vì khoảng thời gian quan sát khá dài nên cách phân loại tự nhiên không

nhất thiết phù hợp cho việc phân tích những vấn đề cụ thể nhất là các ảnh hưởng trong ngắn hạn của những thay đổi trong thủ thuật tỷ giá của các nước. Tuy nhiên, từ góc độ toàn cầu, với cơ sở dữ liệu toàn diện, đề cập đến hầu hết các nước thành viên của IMF với nhiều dữ liệu có được từ năm 1946 nên có độ bao phủ rộng vì vậy phương pháp này tạo sự dễ dàng cho việc phân tích lịch sử của sự phân bổ cơ chế, các chuyển đổi và đề cập đến các yếu tố tiềm năng quan trọng mới trong lịch sử cơ chế tỷ giá cùng với những ảnh hưởng của nó đến kinh tế vĩ mô nên nó tỏ ra thích hợp hơn so với phân loại theo thực tế.

Trái với cách phân loại tự nhiên của Reinhart và Rogoff (2004) dựa trên nền của hệ thống phân loại dựa trên thực tế, Atish R.Ghosh và cộng sự (2002) khởi xướng hệ thống phân loại “đồng nhất” (consensus) dựa trên nền của hệ thống phân loại theo pháp lý nhưng loại bỏ đi những nội dung không phù hợp với hệ thống phân loại theo thực tế tức là sử dụng những điểm chung của cách phân loại theo pháp lý và cách phân loại theo thực tế. Atish R.Ghosh và cộng sự (2002) thực hiện 4.313 quan sát ở 165 nước thành viên của IMF từ năm 1970 đến 1999 và sau đó tiến hành phân loại cơ chế tỷ giá theo cả hai cách pháp lý và thực tế theo ba loại cố định, trung gian và thả nổi. Kết quả thể hiện như Bảng 1 sau.

Bảng 1: Phân phối của phân loại chế độ tỷ giá theo pháp lý và phân loại theo thực tế

Đơn vị: số quan sát

Nguồn: Atish R. Ghosh, Anne-Marie Gulde, Holger C. Wolf, *Exchange rate regimes: Choices & Consequences*, The MIT press, 2002, p.51.

TT	Phân loại theo pháp lý	Phân loại theo thực tế			Tổng
		Cố định	Trung gian	Thả nổi	
1	Cố định	2.265	378	178	2.821
2	Trung gian	432	270	179	881
3	Thả nổi	124	233	254	611
	Tổng	2.821	881	611	4.313
	Tỷ lệ đồng nhất	80,3	30,6	41,6	-

Bảng 1 cho thấy sự trùng lặp lớn nhất ở cơ chế cố định với tỷ lệ 80,3% được phân loại giống nhau giữa hai cách, trong khi đó sự khác biệt trong phân loại ở hai cách ở cơ chế thả nổi và cơ chế trung gian là mơ hồ hơn. Như vậy, 64,7% các quan sát cho thấy có sự đồng nhất giữa hai cách phân loại. Có 178 quan sát được coi như cố định theo phân loại pháp lý (chiếm 6%) nhưng lại được phân loại thực tế xem như là thả nổi trong khi đó có 378 quan sát khác (chiếm 13% trên tổng cố định theo pháp lý) được phân loại là cơ chế trung gian theo cách phân loại thực tế. Nhóm này có cơ chế tỷ giá thực tế linh hoạt hơn so với công bố, được gọi là cố định mềm. Ở hướng ngược lại, thả nổi cứng, có 124 mẫu quan sát (chiếm 20% trong tổng thả nổi theo pháp lý) và 38% được xem là cố định theo cách phân loại thực tế và có 38% thả nổi theo pháp lý được xếp vào cơ chế trung gian theo thực tế. Đây cũng chính là điều mà Calvo và Reinhart gọi là nỗi sợ thả nổi, theo đó

những quốc gia thuộc nhóm này có khuynh hướng để tỷ giá trên thực tế ít linh hoạt hơn so với công bố chính thức tức là việc công bố thả nổi chỉ được thực hiện một cách miễn cưỡng.

Xu hướng chuyển đổi cơ chế tỷ giá ở các nước

Khi mối liên kết kinh tế giữa các nước ngày càng chặt chẽ hơn thì sự chuyển đổi cơ chế tỷ giá ngày càng được thể hiện rõ ràng hơn. Chẳng hạn, năm 1975 các nước đang phát triển có cơ chế tỷ giá cố định chiếm 70% tổng kim ngạch xuất nhập khẩu của các nước đang phát triển, trong lúc các nước đang phát triển có cơ chế tỷ giá linh hoạt chỉ chiếm có 8% nhưng đến năm 1996 thì mô hình này đã bị đảo ngược. Tuy vậy, cho đến nay vẫn còn khá nhiều nước áp dụng cơ chế tỷ giá cố định, và một vài nước khác lại quay trở lại cơ chế tỷ giá cố định như Argentina năm 1991 và HongKong vào năm 1993.

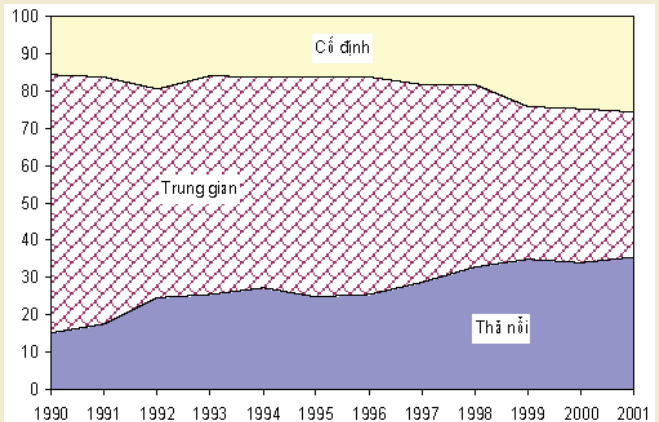
Việc chuyển đổi sang cơ chế tỷ giá linh hoạt cũng diễn ra rộng rãi ở các khu vực địa lý. Năm 1976, cơ chế tỷ giá cố định chiếm ưu thế trong các nước đang phát triển ở tất cả 4 khu vực châu Phi, châu Á, Trung đông và châu Âu, Tây bán cầu và vẫn kéo dài cho đến năm 1986, đặc biệt là ở khu vực châu Phi, Trung đông và châu Âu. Nhưng đến năm 1996, cơ chế tỷ giá hối đoái linh hoạt đã trở nên chiếm ưu thế ở tất cả các khu vực. Một vài nước ở Trung Đông vẫn được IMF chính thức được phân loại trong nhóm linh hoạt có giới hạn nhưng thực tế thì đồng tiền các nước này liên kết chặt chẽ với đồng USD. Đối với những nước ở Tây bán cầu còn cố định tỷ giá thì tất cả đều cố định vào USD. Ở châu Á, mặc dầu không có nước nào chính thức cố định theo USD nhưng ở nhiều nước, USD vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong rổ tiền tệ. Trong các nước châu Á có cơ chế tỷ giá linh hoạt thì phần lớn là thả nổi có quản lý, nhưng trong thập niên 1990 một vài quốc gia đã thả nổi. Ở các nước Tây bán cầu thì số nước áp dụng cơ chế tỷ giá thả nổi có quản lý và thả nổi tự do là gần tương đương nhau. Ở Châu Phi, phần lớn các nước có cơ chế tỷ giá linh hoạt đều chọn thả nổi tự do.

So với sự chuyển đổi theo phân loại thực tế, sự chuyển đổi cơ chế theo phân loại dựa trên pháp lý có một số khác biệt nhưng không lớn. Kết quả nghiên cứu của Fischer (2001) cho thấy trong giai đoạn 1991-1999, các thành viên IMF theo cơ chế trung gian giảm từ 62% (98 nước) xuống 34% (63 nước). Những nước áp dụng cơ chế cố định cứng tăng từ 16% (25 nước) lên 24% (45 nước) trong khi các nước thả nổi tăng từ 23% (36 nước) lên 42% (77 nước).

Nghiên cứu của Rogoff và cộng sự (2003) cho thấy trên thực tế các nước không thường xuyên thay đổi cơ chế tỷ giá. Sử dụng số liệu từ thập niên 1940, Rogoff và cộng sự cho thấy trung bình một năm có khoảng 7% các nước chuyển sang đội cơ chế tỷ giá

và tuổi thọ trung bình của một cơ chế tỷ giá khoảng 14 năm. Nếu không tính đến giai đoạn 1970-1975 và trừ những nước Đông Âu, Trung Âu và Liên xô cũ cùng với các nước trong liên minh tiền tệ Châu Âu thì sự chuyển đổi còn ít hơn, chỉ còn khoảng 6,5% và tuổi thọ trung bình của một cơ chế tỷ giá tăng lên 16 năm.

Hình 1: Sự biến động cơ chế tỷ giá hối đoái theo phân loại thực tế từ 1990 đến 2001



Nguồn: Andrea Bubula and Inci Otker-Robe (2002), The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence from De Facto Policie, IMF

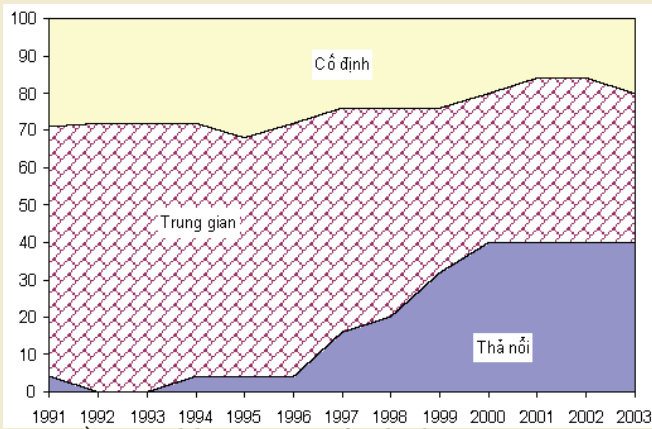
Bảng 2: Số nước chuyển đổi cơ chế tỷ giá từ 1990-2001

Chuyển đổi từ	Sang linh hoạt hơn	Sang ít linh hoạt hơn	Tổng
1. Cố định cứng	8	-	8
2. Trung gian	164	58	222
3. Thả nổi	30	99	129
Tổng	202	157	359

Nguồn: Andrea Bubula and Inci Otker-Robe (2002), The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence from De Facto Policie, IMF

Vào nửa cuối thập niên 1990, khi vài thị trường mới nổi đối mặt với khủng hoảng tài chính bên ngoài, sự thường xuyên chuyển đổi cơ chế tỷ giá trong các nước thị trường mới nổi tăng trở lại (Đồ thị 2). Từ năm 1990, tỷ lệ chuyển đổi cơ chế hàng năm trong số các nước thị trường mới nổi đạt tới mức trung bình khoảng 10%, so với 7% ở các nước phát triển và 2% ở các nước đang phát triển khác. Trung bình khoảng 3% tất cả các nước thị trường mới nổi, không bao gồm các nước đã áp dụng thả nổi hoàn toàn, đã chuyển sang cơ chế thả nổi mỗi năm. Ngược lại, chỉ có 0,5% tất cả các nước phát triển và dưới 2% các nước đang phát triển khác đã chuyển sang thả nổi mỗi năm. Tỷ lệ loại bỏ cơ chế cố định trong số các nước thị trường mới nổi cũng cao hơn (khoảng 7%) các nước phát triển và các nước đang phát triển khác (lần lượt là 5% và 2,5%).

Hình 2: Sự biến động cơ chế quản lý tỷ giá hối đoái theo phân loại thực tế từ ở các nước thị trường mới nổi



Nguồn: World Economic Outlook 2004, IMF

Như vậy, nếu tỷ lệ chuyển đổi vẫn giữ nguyên như quá khứ và không xuất hiện những biến cố lớn toàn cầu, cơ chế trung gian vẫn duy trì phổ biến trong tương lai và tỷ lệ phân bổ chung của cơ chế theo thực tế sẽ tương tự như hiện tại. Do tuổi thọ trung bình của cơ chế cố định dài hơn các cơ chế khác trong quá khứ, nên tỷ lệ chuyển đổi lịch sử cho thấy tỷ lệ cơ chế cố định có thể tăng nhẹ theo thời gian. Tương tự, vì có khá ít nước thực sự áp dụng thả nổi hoàn toàn trong quá khứ, đặc biệt là nhóm các nước đang phát triển, khả năng chuyển sang thả nổi hoàn toàn khá thấp. Tuy nhiên, vì các nước đang phát triển càng ngày hội nhập với thị trường tài chính toàn cầu, sự chuyển đổi cơ chế của họ có vẻ rất giống như các nước thị trường mới nổi trong thập niên 1990. Trong trường hợp đó, tỷ lệ cơ chế cố định trong số các nước đang phát triển có chiều hướng giảm đi từ từ trong tương lai, trong khi thả nổi có kiểm soát và thả nổi hoàn toàn lại từ từ tăng lên. Tất nhiên, về lâu dài, việc xem xét các chế độ chính trị sẽ đóng vai trò định hướng cho việc lựa chọn cơ chế tỷ giá ở một số nước. Ví dụ, một số nước sẽ chọn gia nhập liên minh tiền tệ trong tương lai không xa. Tuy nhiên, tương lai của sự chuyển đổi với bản chất đó không thể được đánh giá trên cơ sở tỷ lệ chuyển đổi trong quá khứ, và điều này là nằm ngoài phạm vi của nghiên cứu này.

Những yếu tố ảnh hưởng đến việc lựa chọn cơ chế tỷ giá

Lợi thế và bất lợi của các cơ chế tỷ giá

Việc phân loại chi tiết cơ chế tỷ giá giúp nhìn thấy được những nét đặc trưng riêng biệt của từng cơ chế nhưng nếu quá tập trung vào các chi tiết này thì sẽ mất đi cái nhìn toàn cảnh cần thiết phải có. Vì vậy, chúng tôi chỉ đánh giá ưu điểm và nhược điểm của hai cơ chế tiêu biểu cho hai thái cực là cơ chế cố định cứng và cơ chế thả nổi trước khi đi vào xem xét các yếu tố ảnh hưởng đến việc lựa chọn cơ chế tỷ giá và quyết định lựa chọn cơ chế tỷ giá thích hợp.

Về nguyên tắc, cơ chế tỷ giá cố định có thể đem lại bốn lợi thế cơ bản là (i) Neo danh nghĩa cho chính sách tiền tệ, (ii) Khuyến khích hoạt

động thương mại và đầu tư, (iii) Ngăn ngừa nguy cơ suy giảm khả năng cạnh tranh, (iv) Tránh được các hoạt động đầu cơ bong bóng. Các lợi thế của cơ chế tỷ giá cố định cũng chính là những bất lợi của cơ chế tỷ giá thả nổi. Trong khi đó, bất lợi của cơ chế tỷ giá cố định cũng chính là lợi thế của cơ chế tỷ giá thả nổi, thể hiện qua bốn điểm là (i) Chính sách tiền tệ độc lập, (ii) Có thể tự động điều chỉnh trước các cú sốc thương mại, (iii) Duy trì được chức năng người cho vay cuối cùng và lợi nhuận từ việc phát hành tiền và (iv) Tránh được các cuộc tấn công đầu cơ. Như vậy, có thể thấy rằng mỗi cơ chế tỷ giá đều có những lợi thế và bất lợi mà chúng không thể thay thế hay bù trừ cho nhau. Không có cơ chế nào là lợi thế nổi trội hơn hoặc tuyệt đối hơn ở tất cả các trường hợp.

Cơ chế tỷ giá và các chỉ số kinh tế vĩ mô

Những phân tích trên cho thấy, lựa chọn một cơ chế tỷ giá đồng nghĩa với việc đánh đổi bất lợi này để đạt được lợi thế kia và do vậy, lựa chọn cơ chế nào tùy thuộc vào tình hình của mỗi quốc gia ở mỗi giai đoạn hoặc thời điểm, hoàn cảnh cụ thể nhưng nhìn chung các yếu tố kinh tế vĩ mô là tiêu chuẩn quan trọng để quyết định lựa chọn cơ chế tỷ giá.

Nghiên cứu của Baxter và Stockman (1989) so sánh hành vi theo chuỗi thời gian của các yếu tố kinh tế chủ yếu trong và sau hệ thống Bretton Wood đã chỉ ra rằng, bên cạnh sự biến đổi lớn của tỷ giá thực dưới cơ chế linh hoạt, sự khác biệt trong hành vi của các yếu tố kinh tế chủ yếu với các cơ chế tỷ giá khác nhau là không lớn. Tuy nhiên, các nghiên cứu gần đây như của Calvo và Reinhart (2002), Ghosh và cộng sự (1997, 2002), W. Max Corden (2002), Bubula và cộng sự (2002), Bordo (2003) và đặc biệt là Ghosh, Gulde và Wolf (2003) đã cho thấy rằng sự linh hoạt tỷ giá sẽ trở nên giá trị hơn khi các nước đã có sự chuẩn bị kỹ trong việc gia nhập thị trường vốn quốc tế và khi hệ thống tài chính của họ đã phát triển tốt. Ở các nước đang phát triển, có mức độ luân chuyển với nguồn vốn quốc tế còn thấp thì khi đó cơ chế cứng với tỷ giá cố định hoặc ở mức trung gian linh hoạt có vẻ như sẽ giúp làm tăng độ tin cậy vào các chính sách và do đó giúp đạt được tỷ lệ lạm phát thấp với ít chi phí hữu hình kiểu như mất đi sự tăng trưởng, nguy hiểm cho tăng trưởng cao, và khủng hoảng thường xuyên hơn. Thực thi cơ chế cố định tốt cần sự cam kết thể hiện từ sự công bố rộng rãi trước công chúng về mục tiêu đó và sau đó là tiếp tục tăng cường thông qua các chính sách vĩ mô nhất quán cho phép tuổi thọ cơ chế dài hơn. Ngược lại, đối với các nước thị trường mới nổi, mức độ luân chuyển với nguồn vốn quốc tế cao thì áp dụng cơ chế trung gian là hữu ích hơn bởi vì nếu áp dụng cơ chế cứng tỷ giá cố định thường sẽ gây nên hậu quả bất ổn cả ở khu vực tài chính lẫn cán cân thanh toán. Hơn nữa, cơ chế tỷ giá cứng cũng không đem lại lợi ích rõ ràng cho việc kiểm soát lạm phát ở mức thấp hoặc giúp tăng trưởng cao. Tuy nhiên, cơ chế tỷ giá thả

nổi cũng khó đem lại hiệu quả cao ở các nước thuộc khu vực này bởi vì nó có thể gây nên hậu quả xấu do sự lo ngại tỷ giá sẽ có những biến động lớn tỷ giá. Trong khi đó, ở các nước phát triển, thả nổi hoàn toàn thường đem lại tăng trưởng nhanh hơn những cơ chế khác mà không phát sinh lạm phát cao do bởi ở những nước này thị trường tài chính đã phát triển, sử dụng hiệu quả các công cụ phòng ngừa rủi ro, chính sách tiền tệ linh hoạt cao, các món nợ phổ biến bằng nội tệ đã giúp giảm đi đáng kể những hậu quả xấu từ những mất cân xứng trên thị trường vốn là nguyên nhân gây nên nỗi lo sợ thả nổi.

Bảng 3: Tăng trưởng GDP, sự bất ổn trong tăng trưởng, đầu tư, tăng trưởng xuất khẩu và cơ chế tỷ giá

TT	Chi tiêu	Phân loại theo pháp lý			Phân loại theo đồng nhất		
		Cố định	Trung gian	Thả nổi	Cố định	Trung gian	Thả nổi
1	Tăng trưởng GDP thực (trung bình, %/năm)						
	- Tất cả	1,2	2,4	1,2	1,3	2,6	-0,9
	- Các nước thu nhập cao	2,1	2,5	1,7	2,1	2,9	0,7
	- Các nước thu nhập thấp	0,8	2,4	0,7	0,9	2,1	-1,5
2	Sự bất ổn định trong tăng trưởng GDP (Độ lệch chuẩn)						
	- Tất cả	3,4	2,1	2,3	3,5	2,3	3,6
	- Các nước thu nhập cao	3,2	2,0	1,7	3,4	2,5	2,5
	- Các nước thu nhập thấp	3,5	2,1	2,9	3,5	1,8	4,1
3	Tỷ lệ đầu tư (% GDP)	22,0	22,5	20,0	22,1	21,7	18,3
4	Tăng trưởng xuất khẩu (bình quân, %/năm)	4,9	8,4	7,0	4,8	7,2	8,8
5	Độ mở thương mại (%/GDP)	76,0	70,3	56,4	78,2	68,9	57,2

Nguồn: Atish R. Ghosh, Anne-Marie Gulde, Holger C. Wolf, *Exchange rate regimes: Choices & Consequences*, The MIT press, 2002.

Lạm phát, tăng trưởng kinh tế:

Ghosh, Gulde và Wolf (2002) tìm ra rằng lạm phát khi áp dụng cơ chế tỷ giá cố định thấp hơn nhiều so với cơ chế trung gian hay thả nổi, do lòng tin lớn hơn về đồng tiền (hiệu ứng tin cậy) và độ tăng trưởng tiền tệ thấp hơn (hiệu ứng kỷ luật), và lợi ích của cơ chế tỷ giá cố định đó về mặt kết quả kiềm chế lạm phát khá chắc chắn. Tuy nhiên, nhóm tác giả này không tìm thấy bằng chứng về mối liên hệ chặt chẽ giữa cơ chế tỷ giá và tăng trưởng kinh tế. Kết quả này lại ngược lại với kết quả của Levy-Yeyati và Trurzenegger (2002). Nhóm nghiên cứu này sử dụng phân loại cơ chế theo thực tế và tìm thấy, với mẫu tương tự, tỷ giá biến động liên quan tới tăng trưởng cao ở các nước đang phát triển (bao gồm cả các nước được xem là thị trường mới nổi) nhưng trong số các nước công nghiệp phát triển, không tồn tại mối liên hệ này. Kết quả này tương đối gần giống với kết quả nghiên cứu của Ghosh và cộng sự (2002) như Bảng 3.

Sự bất ổn trong tăng trưởng: Bảng 3 cho thấy độ lệch chuẩn trong tăng trưởng GDP ở những nước theo đuổi cơ chế tỷ giá cố định cao hơn so với các nước theo cơ chế trung gian hoặc thả nổi. Mức khác biệt này càng cao ở những nước có thu nhập cao nhưng giảm đi ở những nước có thu nhập thấp. Như vậy, sự bất ổn về tăng trưởng kinh tế có mối liên hệ với cơ chế tỷ giá, theo đó mức bất ổn cao ở những nước theo đuổi cơ chế cố định và giảm dần đi qua cơ chế trung gian và cuối cùng thấp nhất là cơ chế thả nổi. Thêm vào đó, các nước giàu sẽ có sự ổn định cao khi theo đuổi cơ chế thả nổi hơn là cơ chế cố định. Điều này cũng đúng với cả các nước có thu nhập thấp dù mức khác biệt không cao. Nghiên cứu của Rogoff và cộng sự (2003) cũng cho kết quả rằng ở những nước theo đuổi cơ chế tỷ giá cố định có nguy cơ gia tăng mức độ xuất hiện các cú sốc và bất ổn trong tăng trưởng GDP.

Khả năng khủng hoảng: Nghiên cứu của Rogoff và cộng sự (2003) trên cơ sở phân loại theo thực tế cho thấy xác suất khủng hoảng bao gồm cả

khủng hoảng ngân hàng và khủng hoảng cán cân thanh toán thường cao hơn ở những nước có cơ chế tỷ giá cố định. Tính cho giai đoạn 1980-1997, tần suất xuất hiện cả hai khủng hoảng ở các nước có cơ chế tỷ giá cố định là 1,6 lần cao hơn 0,5 lần so với các nước có cơ chế trung gian nhưng lại không xuất hiện ở các nước theo đuổi cơ chế thả nổi hoàn toàn. Điều đáng lưu ý là khủng hoảng trong cơ chế tỷ giá cố định chỉ xuất hiện ở các nước thị trường mới nổi, hoàn toàn không xảy ra ở các nước phát triển hoặc đang phát triển theo đuổi cơ chế này. Kết quả khảo sát cho giai đoạn 1990-1997 cũng cho kết quả tương tự. Tuy nhiên, khi tách riêng khủng hoảng ngân hàng và khủng hoảng cán cân thanh toán, kết quả cho thấy xác suất khủng hoảng cao nhất ở các nước có cơ chế trung gian và đáng kể là tình trạng này đều xảy ra ở cả ba nhóm nước phát triển, mới nổi và đang phát triển. Kết quả này khá tương đồng với kết quả khảo sát của Ghosh, Gulde và Wolf (2002) khi dựa trên cách phân loại tỷ giá “đồng nhất”. Theo đó, tần suất xuất hiện khủng hoảng tiền tệ ở các nước có cơ chế cố định là 1,5 lần, cơ chế trung gian là 9 lần còn cơ chế thả nổi là 5,5 lần. Cơ chế trung gian vẫn là cơ chế có khả năng xảy ra khủng hoảng cao nhất cho cả ở các nước có thu nhập cao (11,7 lần trong khi cố định là 1,1 lần, thả nổi là 0 và cho tất cả các nước thu nhập cao là 2,4 lần) lẫn các nước có thu nhập thấp (3,4 lần trong khi cố định là 1,7 lần, thả nổi là 7,7 và cho tất cả các nước thu nhập cao là 2,3 lần).

Các yếu tố ảnh hưởng đến việc lựa chọn cơ chế tỷ giá

Về mặt lý thuyết truyền thống, việc lựa chọn cơ chế tỷ giá dựa trên lý thuyết vùng tiền tệ tối ưu (Optimum Currency Areas – OCA) được khởi xướng bởi Mundell (1961) và sau đó được phát triển bởi McKinnon (1963) and Fleming (1971) nhấn mạnh đến đặc điểm địa lý và thương mại mà một quốc gia dựa vào đó để lựa chọn cơ chế tỷ giá thả nổi hoặc cố định nhằm đạt được khả năng duy trì cân

bằng đối nội và đối ngoại. Lý thuyết OCA chỉ ra rằng một nước có quy mô lớn và độ mở thương mại nhỏ thì thích hợp để sử dụng cơ chế tỷ giá thả nổi. Ngược lại những quốc gia có quy mô nhỏ và độ mở thương mại lớn thì nên chọn cơ chế tỷ giá cố định.

Bên cạnh lý thuyết OCA, việc cân nhắc chọn lựa cơ chế tỷ giá còn dựa trên lý thuyết bộ ba bất khả thi được phát triển bởi Mundell-Fleming vào thập niên 1960, theo đó một quốc gia không thể đạt được ba mục tiêu cùng một lúc đó là ổn định tỷ giá, chính sách tiền tệ độc lập và thị trường tài chính có độ liên kết cao (luân chuyển vốn tự do). Khủng hoảng tiền tệ ở Mexico, Đông Nam Á, Brazil và Nga và sự gia tăng mức luân chuyển vốn tự do với việc sử dụng lý thuyết bộ ba bất khả thi đã khiến xuất hiện cái nhìn lưỡng cực (bipolar) về cơ chế tỷ giá mà kết quả là các nước đôi khi đã không làm như đã công bố hoặc công bố cái không làm như đã đề cập ở phần trên.

Ngoài ra, vấn đề khủng hoảng cũng là một khía cạnh mà các nước đặc biệt quan tâm khi quyết định chọn lựa cơ chế tỷ giá. Krugman (1979) cho rằng khủng hoảng có nguyên nhân là do những yếu kém cơ bản của nền kinh tế chẳng hạn như chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ được mở rộng quá mức. Điều này có nghĩa là dưới cơ chế tỷ giá cố định, việc mở rộng tín dụng trong nước sẽ làm gia tăng cung tiền quá mức dẫn đến dự trữ ngoại tệ bị thâm hụt dần dần và dai dẳng và cuối cùng việc đối mặt với tấn công tiền tệ sẽ khiến cho cơ chế tỷ giá cố định bị sụp đổ. Bên cạnh đó, kinh nghiệm từ mô hình này cũng cho thấy rằng chính sách tiền tệ mở rộng kết hợp với cơ chế tỷ giá cố định sẽ khiến cho nền kinh tế mất cân bằng ngoại. Hậu quả là một quốc gia có lạm phát cao sẽ có thể phải miễn cưỡng áp dụng cơ chế tỷ giá cố định.

Nhìn chung, xác định cơ chế tỷ giá hữu hiệu là việc làm không mấy dễ dàng với hệ thống các yếu tố cần phải xem xét trong mối quan hệ đan xen tác động qua lại lẫn nhau do vậy cần phải xây dựng hệ thống các chỉ tiêu để phân tích, đánh giá trước khi quyết định lựa chọn. Hệ thống các yếu tố cần phải xem xét khi quyết định lựa chọn cơ chế tỷ giá như sau:

Độ mở thương mại và quy mô nền kinh tế: Dựa trên các lợi điểm quan trọng của cơ chế tỷ giá cố định như đã phân tích ở trên có thể thấy nếu hoạt động thương mại chiếm tỷ lệ lớn trong nền kinh tế thì sự thiếu ổn định của tỷ giá sẽ gây nên vấn đề nghiêm trọng cho toàn bộ nền kinh tế chẳng hạn như trường hợp nền kinh tế quá nhỏ và quá mở nhưng lại chọn lựa cơ chế thả nổi hoàn toàn.

Sự đa dạng trong cấu trúc sản xuất/xuất khẩu và sự tập trung hoạt động thương mại theo vùng địa lý: Nếu một quốc gia có cấu trúc sản xuất và xuất khẩu đa dạng thì nó sẽ dễ dàng hấp thụ được các cú sốc hoặc những biến động của thị trường/đối tác và không quá phụ thuộc vào một đặc trưng nào, lúc

này nó đủ khả năng để thực thi cơ chế linh hoạt. Ngược lại, nếu mức độ đa dạng thấp thì tính linh hoạt của cơ chế tỷ giá sẽ phải càng giảm để đảm bảo an toàn cho chính nó. Bên cạnh đó, nếu hoạt động thương mại là đa dạng và phân tán với nhiều đối tác khác nhau thì nó không cần thiết phải neo vào một đồng tiền nào nhưng ngược lại khi mức độ tập trung thương mại vào một quốc gia nào đó là lớn thì việc neo vào tiền tệ đó là điều đáng cân nhắc.

Độ lệch của lạm phát trong nước: Nếu độ lệch của tỷ lệ lạm phát trong nước và lạm phát của các đối tác chính là không cao thì không có áp lực buộc phải điều chỉnh tỷ giá. Ngược lại, nếu độ lệch này cao thì đòi hỏi phải thường xuyên điều chỉnh tỷ giá. Tuy nhiên, nếu quốc gia rơi vào tình trạng siêu lạm phát thì tỷ giá cố định sẽ là lựa chọn khôn ngoan như đã phân tích trong các lợi thế của cơ chế tỷ giá cố định.

Luân chuyển lao động: Nếu nền kinh tế có sự liên kết cao với các quốc gia láng giềng hoặc đối tác, người lao động sẽ có thể phản ứng lại với tình trạng suy thoái trong nước bằng cách di chuyển qua biên giới để làm việc và như vậy sẽ làm giảm áp lực mở rộng chính sách tiền tệ và phá giá nội tệ.

Luân chuyển vốn, mức độ mở của vốn: Khi luân chuyển vốn càng cao, càng dễ dàng các quốc gia sẽ rất khó khăn nếu muốn duy trì cơ chế tỷ giá cố định.

Sự hỗ trợ tài chính: Sự can thiệp của hệ thống tài chính vào những khu vực bất ổn nhằm mục đích giảm thiểu những biến động kinh tế vĩ mô sẽ là hỗ trợ đắc lực cho việc duy trì cơ chế tỷ giá cố định.

Một số các yếu tố khác như *mức độ phát triển kinh tế* được đo bằng GDP bình quân đầu người, *tăng trưởng tín dụng trong nước*, *dự trữ ngoại tệ*, *sự bất ổn của tỷ giá hối đoái thực*, *nợ nước ngoài*, *các cú sốc trong nước*, *các cú sốc từ nước ngoài*, và các yếu tố liên quan đến thể chế như *sự bất ổn về chính trị*, *mức độ độc lập của ngân hàng trung ương*, .v.v. cũng là những yếu tố cần xem xét thêm trong quá trình lựa chọn cơ chế tỷ giá ■

Tài liệu tham khảo

1. Corden W Max (2002), Too sensational: On the Choice of Exchange Rate Regimes, *The MIT Press*.
2. Bordo Michael D. (2003), Exchange Rate Regime Choice in Historical Perspective, *IMF*.
3. Bubula Andrea, Inci Otker-Robe (2002), The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence from De Facto Policies, *IMF*
4. Ghosh Atish R., Gulde Anne-Marie, Wolf Holger C. (2002), Exchange Rate Regimes: Choices & Consequence, *The MIT Press*.
5. IMF (2004), Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, *Washington, D.C*
6. Masson Paul (2000), Exchange Rate Regime Transitions, *IMF*.