

Chúng ta thường nghe nói đến tên gọi về các chế độ tỷ giá như: Tỷ giá thả nổi, cố định, thả nổi có quản lý, cố định có điều chỉnh... Theo phân loại của IMF, gần đây một số nước đã áp dụng chế độ tỷ giá có tên gọi là tỷ giá chuẩn (currency board).

Chế độ tỷ giá này là gì? Và nó tác động như thế nào đến cuộc khủng hoảng của Argentina hiện nay?

Thuật ngữ chuẩn tiền tệ (currency board) được sử dụng để nói lên sự tương phản với tiền pháp định (fiat money) – là loại tiền giấy không đổi được ra vàng hoặc bạc. Nếu hiểu theo nghĩa khác của từ currency board trong tiếng Anh thì việc phát hành tiền không còn là chức năng của NHTW mà phụ thuộc vào một “hội đồng” điều hành theo luật định. Trong suốt hơn 150 năm qua đã có trên 70 nước áp dụng chuẩn tiền tệ, chủ yếu là các nước thuộc địa của Anh trước đây. Mục đích chính của chuẩn tiền tệ ở các nước thực dân là nhằm áp đặt toàn bộ chính sách tiền tệ của mình lên các nước thuộc địa. Trong một chuẩn tiền tệ, tất cả các quốc gia đều có cùng một tỷ lệ lạm phát với quốc gia phát hành ra đồng tiền dự trữ, không có vấn đề phá giá tiền tệ so với đồng tiền neo làm đồng tiền dự trữ. Cho đến nay những quốc gia đã và đang áp dụng chuẩn tiền tệ là Argentina, Hong Kông, Estonia, Bungari và Lithuania.

Cơ chế vận hành của chuẩn tiền tệ

Chế độ tỷ giá chuẩn tiền tệ là một hệ thống bao gồm các quy định pháp lý dưới dạng luật nghiêm cấm không cho phép chính phủ phát hành các khoản nợ – tiền có quyền lực cao (high – power money) nếu như việc phát hành này không được đảm bảo hỗ trợ 100% bằng một lượng dự trữ quốc tế tương đương. Trong chế độ tỷ giá chuẩn tiền tệ, chính phủ hoặc ngân hàng trung ương ấn định một tỷ giá cố định giữa đồng nội tệ và ngoại tệ, thường là một đồng tiền mạnh và sẵn sàng chuyển đổi từ đồng nội tệ sang ngoại tệ vào bất cứ lúc nào khi công chúng yêu cầu. Trong hệ thống này cơ quan quản lý tiền tệ không được phép dùng quyền hạn của mình để tài trợ và bảo lãnh tín dụng

Chế độ tỷ giá chuẩn tiền tệ và tác động đối với cuộc khủng hoảng Argentina

TS. TRẦN NGỌC THƠ

cho khu vực tư nhân và khu vực công, do đó những mất cân đối trong chính sách tài khóa không thể được tài trợ thông qua thuế lạm phát bằng cách phát hành thêm tiền. Chẳng hạn như luật ở Argentina qui định rất rõ “nhiệm vụ cơ bản và chủ yếu của NHTW là duy trì giá trị của đồng tiền”. Mặc dù chuẩn tiền tệ vận hành giống như một hệ thống tỷ giá cố định nhưng nó có độ tin cậy cao hơn bởi vì chế độ tỷ giá cố định có khả năng không được duy trì và đồng nội tệ có thể bị phá giá. Như vậy trong một hệ thống tỷ giá cố định theo kiểu linh hoạt (soft peg) không có sự đảm bảo chắc chắn rằng đồng tiền của quốc gia đó có cố định tỷ giá liên tục so với đồng ngoại tệ hay không. Mục đích chính của chuẩn tiền tệ, ngược lại, là bảo đảm hoàn toàn khả năng chuyển đổi từ đồng nội tệ sang ngoại tệ với một tỷ giá đã được ấn định trước (hard peg). Như vậy, chuẩn tiền tệ là một hình thức đặc biệt của chính sách tiền tệ hướng về mục tiêu tỷ giá để làm giảm lạm phát.

Trong một chuẩn tiền tệ, NHTW hầu như không còn chức năng phát hành các loại chứng khoán nợ nếu như không có dự trữ ngoại tệ tăng thêm. Vai trò chủ yếu của NHTW trong trường hợp này giống như là một máy bán hàng tự động (vending machine) nghĩa là chỉ có thể phát hành tiền nếu như lại phải bỏ thêm tiền khác vào. Chúng ta có thể nói rằng trong một chuẩn tiền tệ, NHTW tuy rằng tồn tại nhưng không hiện hữu đúng với chức năng của nó.

Một đặc điểm nữa của chuẩn tiền tệ là nó có khả năng nhập khẩu chính sách chống lạm phát từ những quốc gia mà đồng nội tệ cố định vào đồng tiền nước đó. Nói cách khác, chuẩn tiền tệ có khả năng có lập nguồn gốc dẫn đến lạm phát ở các nước đang phát triển. Có hai động cơ chính dẫn đến lạm phát: nhu cầu của chính phủ dùng để tài trợ cho thâm hụt ngân sách thông qua thuế lạm phát và những sai lầm trong chính sách kinh tế vĩ mô. Sở dĩ chính phủ phải dùng tới biện

pháp thuế lạm phát vì so với các biện pháp khác thì biện pháp này dễ “thu ngân sách” hơn, và không chịu nhiều những áp lực so với việc tăng thu và giảm chi ngân sách: vừa lâu phát huy tác dụng vừa khó khăn. Thuế lạm phát đến mức đã trở thành một bộ phận không thể thiếu được trong GDP của nhiều nước đang phát triển. Những quốc gia nào ít sử dụng tới thuế lạm phát là những quốc gia có chính sách thuế khả thi và một thị trường vốn năng động với chi phí sử dụng vốn thấp. Trong khi nguyên nhân dẫn đến lạm phát đặt trọng tâm vào hành vi của chính sách tài khóa thì những sai lầm trong quản lý kinh tế vĩ mô lại làm nổi bật lên hành vi của chính sách tiền tệ. Với nhận thức rằng sản lượng của một quốc gia có thể tăng trưởng dễ dàng bằng một sự mở rộng tiền tệ, NHTW có khuynh hướng thực thi một chính sách tiền tệ nổi lỏng, điều dễ thấy ở những nước mà NHTW phụ thuộc nhiều vào chính phủ, đặc biệt khi mà những cuộc tranh cử sắp diễn ra. Chuẩn tiền tệ không cho phép phát hành nợ chính phủ để tài trợ cho thâm hụt ngân sách và mở rộng cung tiền nếu không có dự trữ tăng thêm cho nên nó đã cắt đứt nguồn gốc quan trọng nhất dẫn đến lạm phát và phá giá nội tệ. Mức độ cao của dự trữ ngoại tệ tương ứng với cơ sở tiền tệ trong nước cũng làm tăng thêm uy tín của quốc gia. Nếu gặp phải những mất cân đối trong ngân sách thì chính phủ phải vận động và thuyết phục khu vực tư nhân cho vay để tài trợ cho thâm hụt và không có quyền buộc NHTW phải phát hành tiền để tiền tệ hóa thâm hụt ngân sách.

Đã từng thành công ở Argentina

Trong suốt thập niên 1980, Argentina đã áp dụng chế độ tỷ giá theo kiểu giống như “con rắn tiền tệ” (crawling peg). Một chế độ tỷ giá kinh điển mà theo quan điểm của IMF và các sách giáo khoa kinh tế là thích hợp cho các nước đang phát triển. Tuy nhiên một trong những điều kiện tối quan trọng để thực

hiện chế độ tỷ giá này là chính phủ phải kiểm soát được chính sách tài khóa lại gặp phải thất bại – nguồn gốc quan trọng dẫn tới lạm phát. Acentina, đã trượt dài vào tình cảnh siêu lạm phát lên đến 3080% vào năm 1989. Vấn đề chính đối với Acentina lúc bấy giờ là cắt giảm lạm phát nhanh chóng và quan trọng hơn là lấy lại niềm tin nơi công chúng và các nhà đầu tư quốc tế. Hàng loạt kế hoạch cải cách đã được áp dụng bao gồm giảm thuế nhập khẩu, cắt giảm chi tiêu ngân sách, tư nhân hoá các XN quốc doanh lớn kể cả ngành hàng không, cải cách lại hệ thống thuế. Tất cả đã làm cho chính phủ cần đối được chính sách tài khóa.

Trên thực tế, thành phần quan trọng nhất dẫn đến sự thành công trong chương trình ổn định hóa giá cả là việc áp dụng chế độ tỷ giá chuẩn tiền tệ. Luật chuyển đổi (Convertibility Law) ngày 27.03.1991 đã ấn định tỷ giá cố định 10.000 Austral = 1 đô la. Sau đó, vào ngày 01/01/1992 đồng peso chính thức thay thế đồng Austral với tỷ lệ 1 peso bằng 10.000 Austral và tỷ giá cố định chính thức áp dụng cho đến khi trước khủng hoảng xảy ra là 1 peso = 1 đô la. Chuẩn tiền tệ đã mang lại những thành tựu rất ấn tượng trong việc tái lập lại niềm tin của thị trường về đồng peso và tạo ra một cái neo cho những kỳ vọng về lạm phát. Lạm phát từ 3080% năm 1989 giảm xuống còn 11% năm 1991 và 4,3% vào năm 1994, trong hai năm 1996, 1997 và đến năm 2000, lạm phát gần như là 0%. Trên thị trường vốn, giá cổ phiếu định danh bằng đô la tăng gấp 5 lần. Ngay năm đầu tiên áp dụng chuẩn tiền tệ, giá của các chứng khoán nợ nước ngoài của Acentina phát hành tăng 45%. Tất cả đã làm cho đồng peso lúc bấy giờ được mệnh danh là đồng tiền “bằng đá” (rock – solid currency) với đúng ý nghĩa chuẩn tiền tệ chứ không phải là loại tiền giấy thông thường.

Những nhược điểm

Mặc dù có những ưu điểm song chuẩn tiền tệ vẫn tồn tại một số nhược điểm nhất định:

- Mất đi sự tự chủ trong chính sách tiền tệ. Một chuẩn tiền tệ sẽ không cho phép quốc gia đó kiểm soát chính sách lãi suất của mình bởi vì lãi suất đồng nội tệ phải gắn chặt với lãi suất ngoại tệ. Chẳng hạn, nếu Acentina giảm lãi suất để kích thích nền kinh tế đang suy thoái, khi đó lãi suất đồng peso sẽ thấp hơn lãi suất đồng

đô la. Hoạt động Arbitrage, tức kinh doanh chênh lệch lãi suất sẽ xuất hiện theo hướng các nhà đầu tư sẽ bán đồng peso và mua đô la và kỳ thác các khoản đô la này ở Mỹ. Bởi vì đồng peso đã cố định theo đồng đô la, do đó các khoản thu nhập cả vốn lẫn lãi cuối kỳ bằng đô la sẽ được các nhà đầu tư chuyển đổi sang peso để kiếm lời mà không gặp phải rủi ro tỷ giá. Kết quả là lãi suất ở Acentina phải tăng lên để bảo đảm thế cân bằng trên thị trường ngoại hối. Những phân tích trên chỉ hàm ý đến những thay đổi trong lãi suất tương đối giữa hai nước. Trong thực tế, lãi suất của những nước như Acentina thường cao hơn lãi suất Mỹ khoảng 4% điểm. Chênh lệch này phản ánh rủi ro tín dụng ở Acentina cao hơn ở Mỹ rất nhiều.

- Giá phải trả cho việc bảo vệ chuẩn tiền tệ rất đắt nếu như các nhà đầu cơ hoài nghi về việc chính phủ sẽ không có khả năng hoặc không đủ sức can thiệp để giữ mức tỷ giá cố định. Trong trường hợp này, các nhà đầu cơ sẽ thực hiện vị thế ngoại hối có lợi để tạo ra lợi nhuận. Chẳng hạn, nếu các nhà đầu cơ suy đoán rằng sự suy thoái kinh tế của Acentina vẫn còn tiếp tục, họ sẽ chuyển từ đồng peso sang đồng đô la. Các nhà đầu cơ sẽ lưu giữ đồng đô la cho đến khi nào đồng peso bị phá giá, khi ấy họ sẽ chuyển đổi đồng đô la trở lại đồng peso với tỷ giá thích hợp để kiếm lời. Những ghi nhận gần đây từ cuộc khủng hoảng tài chính năm 1997 cho thấy Chính phủ Hồng Kông đã thành công trong việc bảo vệ giá trị đồng đô la Hồng Kông trước các cuộc tấn công tiền tệ nhưng với một cái giá phải trả là lãi suất tăng rất cao để bảo vệ đồng đô la Hồng Kông. Điều này càng làm tăng thêm đã suy thoái kinh tế ở Hồng Kông.

- Chuẩn tiền tệ có khuynh hướng khuyến khích các nhà đầu tư trong nước kinh doanh quốc tế không thực hiện vị thế phòng ngừa rủi ro tỷ giá và các định chế tài chính trong nước có thói quen trở nên “nghiện ngoại tệ” thông qua hội chứng vay nợ nước ngoài quá mức. Đây là nguyên nhân quan trọng dẫn đến cuộc khủng hoảng tài chính năm 1997 ở Thái Lan.

- Hệ thống ngân hàng dễ bị tổn thương do không thực hiện được chức năng của người cho vay cuối cùng. Mục đích chính của vai trò người cho vay cuối cùng (lender of last resort) của NHTW là bảo đảm tính chuyển đổi hoàn toàn của các khoản nợ ngân hàng – thường là các khoản nợ có thời kỳ đáo hạn ngắn nhất –

sang đồng nội tệ theo mệnh giá của chúng nhằm chặn đứng một cuộc khủng hoảng khả năng thanh toán. Cuộc khủng hoảng như thế sẽ làm giảm tài sản của ngân hàng và dẫn tới mất khả năng thanh toán, tạo ra một sự sụp đổ trong hệ thống thanh toán và tín dụng, gây ra thiệt hại kinh tế nghiêm trọng cho một quốc gia. Khủng hoảng trong hệ thống ngân hàng dẫn tới mất khả năng thanh toán bởi vì các tài sản của ngân hàng sẽ không thanh toán kịp thời các khoản nợ ngân hàng có thời kỳ đáo hạn sắp đến. Hơn nữa, những mất cân xứng thông tin trong ngân hàng, nghĩa là người cho vay không nắm vững các khoản mà mình đã đầu tư cho người đi vay, càng làm cho tài sản của ngân hàng càng không có tính thanh khoản cao. Kết quả là tài sản của ngân hàng khi bán đi sẽ chịu một khoản chiết khấu rất cao với giá rất thấp (fire sale bank assets) dẫn đến các khoản lỗ rất lớn. Những người gửi tiền hiểu rõ hơn ai hết về rủi ro trên nên sẽ nhanh chóng rút tiền của mình ra khỏi ngân hàng càng sớm càng tốt khi ai cũng nghĩ rằng những người khác cũng làm như thế. Trong trường hợp này, một ngân hàng được quản lý tốt cũng có thể trở thành nạn nhân của một cuộc khủng hoảng như thế nếu như các ngân hàng này không ngăn chặn được tình trạng bán các tài sản có mức chiết khấu cao với giá thấp. Trong những trường hợp như thế ngân hàng là những định chế dễ bị tổn thương nhất bởi chính từ những cuộc khủng hoảng niềm tin về khả năng thanh toán (self – fulfilling confidence crises).

Để khắc phục vấn đề khủng hoảng niềm tin trong hệ thống ngân hàng, vai trò người cho vay cuối cùng của NHTW thể hiện ở việc cung cấp các khoản cho vay khẩn cấp cho các ngân hàng thương mại và đảm bảo tính chuyển đổi hoàn toàn các khoản tiền ký gửi bằng đồng nội tệ theo mệnh giá. Trong một chuẩn tiền tệ, nếu như chính phủ nước ngoài hoặc các định chế tài chính đa phương như WB, IMF không đồng ý hỗ trợ hạn mức tín dụng bằng đồng ngoại tệ thì một chuẩn tiền tệ sẽ không tạo ra đủ khoản tiền mà một quốc gia có thể cho vay đối với các ngân hàng thương mại trong suốt cuộc khủng hoảng thanh toán. Việc thừa nhận một chuẩn tiền tệ có nghĩa là NHTW không thể thực hiện chức năng người cho vay cuối cùng nếu như không có một khoản ngoại tệ tương ứng tăng thêm trong nền kinh tế ■

(Còn tiếp)