

Phụ lục: Tình huống các nước chọn lọc

Canada 1970

Sau hơn một thập niên thả nổi, đồng đô la Canada (CAD) đã được cố định theo đô la Mỹ (USD) ở mức $1,08 \text{ CAD} = 1 \text{ USD}$ vào năm 1962. Với quyết định quan trọng này, nền kinh tế đã trải qua thời kỳ mở rộng kéo dài. Sau một đợt giảm tốc nhẹ vào năm 1967, hoạt động kinh tế đã tăng lên một lần nữa vào năm 1968 và 1969. Được thúc đẩy nhờ vào hàng xuất khẩu sang Hoa Kỳ, tăng trưởng kinh tế trong hai năm này đạt bình quân là 4,5 phần trăm.

Đến cuối năm 1968, tăng trưởng của Hoa Kỳ khi đó bắt đầu chậm dần. Với kim ngạch xuất khẩu sang Hoa Kỳ chiếm đến 70 phần trăm kim ngạch xuất khẩu của Canada, tình trạng tăng trưởng chậm dần của Hoa Kỳ đã ảnh hưởng đến Canada vào nửa sau năm 1969. Tuy nhiên, bất chấp điều này, nền kinh tế Canada tiếp tục mở rộng. Tình trạng lạm phát gia tăng đã thôi thúc Ngân hàng trung ương Canada dưới thời Thống đốc Louis Rasminsky ban hành các chính sách tiền tệ thắt chặt hơn bắt đầu vào năm 1968. Nhưng những dòng vốn vào gắn liền với lãi suất tương đối hấp dẫn gần 8 phần trăm đã gây áp lực tăng lạm phát hơn nữa.

Sau đó, tăng trưởng giảm tốc hơn, chỉ còn 2,4 phần trăm vào năm 1970. Cầu nội địa sa sút chủ yếu là do tăng trưởng chậm hơn của chi tiêu cho hàng hóa lâu bền (như chi tiêu cho ô tô mới, nhà mới, máy móc và thiết bị). Cầu ít đi có nghĩa là tăng trưởng nhập khẩu chậm hơn và sản xuất nội địa dành để xuất khẩu trở nên nhiều hơn – hay nói cách khác, tài khoản vãng lai mạnh hơn. Vào năm 1970, lần đầu tiên kể từ năm 1952, Canada đạt được thặng dư. Xuất khẩu tăng trưởng 10 phần trăm theo giá trị thực vào năm 1970. Một thay đổi khác trong năm 1970 là phần lớn sự tăng trưởng này là nhờ vào hàng xuất khẩu sang các nước OECD khác chứ không phải Hoa Kỳ. Dòng vốn vào kết hợp bởi thặng dư tài khoản vãng lai này gây áp lực lên đô la Canada. Sự can thiệp để hạn chế tình trạng lên giá đồng tiền làm cho dự trữ tăng thêm 1,1 tỷ USD.

Sự kết hợp các tình huống này làm cho sự lên giá nội tệ trở thành phương cách chống lại lạm phát. Quyết định thả nổi đồng tiền được đưa ra vào tháng 5-1970. Đồng đô la Canada lên giá 4 phần trăm vào tháng 6; đến tháng 9, mức lên giá lũy kế đã đạt đến 6,4 phần trăm. Đến cuối năm 1970, tỷ giá hối đoái tăng lên đến 0,989 USD/CAD, và đến quý đầu của năm 1971, tỷ giá CAD-USD gần như ngang bằng.

Việc thả nổi đồng tiền đã tác động đến lạm phát như mong muốn. Giá tiêu dùng tăng 3,3 phần trăm trong năm 1970, giảm so với mức tăng bình quân hàng năm 4,1 phần trăm suốt ba năm trước đó. Và, bất chấp đồng tiền lên giá, từ năm 1971 đến 1973 một lần nữa là thời kỳ tăng trưởng mạnh. Lúc bấy giờ, động lực của sự mở rộng là khu vực nội địa; do chịu ảnh hưởng của sự lên giá đồng tiền nên hoạt động ngoại thương chỉ đóng vai trò nhỏ. Đầu tư cố định của khu vực tư nhân được củng cố, tăng thêm gần 12 phần trăm vào năm 1973.

Sau những mức thặng dư tài khoản vãng lai mạnh vào năm 1970-1971, tài khoản vãng lai thâm hụt trở lại cùng với sự lên giá đồng đô la Canada. Thâm hụt được tài trợ bằng các dòng vốn vào mạnh, cả ngắn hạn và dài hạn. Như một hệ quả - và bất chấp thâm hụt tài khoản vãng lai – một lần nữa lại có áp lực lên giá của nội tệ. Đến tháng 4-1974, đồng đô la Canada đã lên giá đến 1,0443 USD/CAD so với mức ngang bằng vào đầu năm 1972.

Tây Ban Nha

Tây Ban Nha là ví dụ về một đất nước mà cơ chế tỷ giá hối đoái linh hoạt được ban hành vào năm 1974 theo sau là một giai đoạn giảm tốc mạnh của tăng trưởng: suốt ba năm sau sự kiện này, tăng trưởng bình quân thấp hơn 4,3 phần trăm một năm so với ba năm trước đó.

Có thể cho rằng, sự bất ổn của chính sách trong những năm xung quanh sự kiện ban hành tỷ giá hối đoái linh hoạt liên quan nhiều đến tình trạng giảm sút tăng trưởng này. Một thập niên trước khi kết thúc thời kỳ tỷ giá hối đoái cố định, người ta đã chứng kiến những biến động mang tính chu kỳ mạnh. Chính phủ thay đổi giữa chính sách thu hẹp và chính sách mở rộng trong một nỗ lực không hoàn toàn thành công nhằm cân đối giữa tăng trưởng và lạm phát. Việc phá giá đồng peseta vào giữa năm 1968 giúp mở đầu cho sự mở rộng mạnh mẽ, dẫn đến tình trạng quá nóng của nền kinh tế. Thoạt đầu, chính phủ giảm trợ cấp nhằm điều hoà tình trạng bùng phát kinh tế vào năm 1969, nhưng sau đó quay lại với chính sách mở rộng nhằm thúc đẩy đầu tư và cầu (tăng tín dụng ngân hàng theo chỉ đạo, giảm lãi suất, hoàn thuế cho chi tiêu đầu tư, và thúc đẩy chi tiêu công). Năm 1972 đã chứng kiến sự phục hồi mạnh mẽ nhưng lạm phát cũng gia tăng.

Tuy nhiên, suốt thời gian đó, Tây Ban Nha luôn có thặng dư tài khoản vãng lai. Xuất khẩu tăng nhanh hơn các nước láng giềng châu Âu khác. Thêm vào đó, có sự gia tăng mạnh nguồn thu từ du lịch và các khoản chuyển tiền về nước từ người lao động Tây Ban Nha làm việc ở nước ngoài.

Tây Ban Nha cũng là một nước nhập khẩu vốn ròng. Khoảng hai phần ba dòng vốn vào là đầu tư trực tiếp nước ngoài và mua đất đai và nhà xưởng; một phần ba là vay mượn kinh doanh. Ảnh hưởng ròng là sự tích lũy lớn dự trữ ngoại tệ. Nhưng những nỗ lực nhằm vô hiệu hóa (hay bù trừ) tác động của các dòng vốn vào không có tác dụng hoàn toàn: lạm phát tăng đến 8 phần trăm trong năm 1972. Sau đó là sự kéo theo gia tăng tiền lương: lương tăng thêm 20 phần trăm, dẫn đến tăng tốc lạm phát lên tới 14 phần trăm vào năm 1973.

Thặng dư cả tài khoản vãng lai và tài khoản vốn làm cho cơ chế tỷ giá hối đoái linh hoạt trở thành phương thức hiển nhiên để giải quyết vấn đề lạm phát. Vào tháng hai năm 1973, chính phủ quyết định duy trì mức ngang bằng của đồng peseta so với SDR (quyền rút vốn đặc biệt) thay vì phá giá đồng tiền so với đô la. Từ ngày 13-2, tỷ giá của đồng peseta so với đô la được ấn định ở mức 58,0263 pesetas đổi lấy 1 đô la thay vì 64,4737.

Nhưng tỷ giá hối đoái mạnh hơn lúc bấy giờ, kết hợp với giá dầu cao hơn và tình hình bấp bênh chính trị gia tăng, dẫn đến sự sa sút tăng trưởng đáng kể, giảm từ 7,5 phần trăm trong những năm 1970-73 chỉ còn 2,7 phần trăm trong giai đoạn 1973-76 và 2,4 phần trăm năm 1977. Tiêu dùng công là cầu phần duy nhất trong GDP vẫn còn tương đối đều đặn trong thời gian này.

Các tài khoản bên ngoài suy yếu sau năm 1973. Trong khi một phần nguyên nhân có thể là do cơ chế tỷ giá linh hoạt, trong sự suy yếu này còn có vai trò của tỷ lệ trao đổi ngoại thương xấu đi gắn liền với cú sốc dầu và suy thoái toàn cầu. Thu nhập vô hình cũng giảm bắt đầu vào năm 1974. Vì thế, cơ chế tỷ giá linh hoạt của Tây Ban Nha là một bằng chứng về sự chọn lựa thời điểm không may mắn, trùng hợp với lúc nền kinh tế kết thúc một thời kỳ tăng trưởng nhanh, tình trạng bấp bênh chính trị gia tăng, và cú sốc dầu dẫn đến tăng trưởng chậm hơn trên toàn thế giới.

Thụy Điển 1973

Tăng trưởng kinh tế Thụy Điển chậm lại từ năm 1970 và kéo dài mãi đến năm 1973. Tình trạng chậm dần bắt đầu vào nửa sau năm 1970; sự suy yếu trên mặt trận nội địa phản ánh tăng trưởng chậm của cả tiêu dùng tư nhân và công cộng. Đầu tư cố định gia tăng, nhưng chậm hơn so với dự báo.

Năm 1970 cũng chứng kiến thâm hụt tài khoản vãng lai được phản ánh thông qua tỷ lệ xây dựng trữ lượng vốn nhanh chóng với hàm lượng nhập khẩu cao. Một yếu tố khác góp phần làm cho cán cân bên ngoài yếu đi là mức chi tiêu du lịch cao bất thường. Năm 1971, cầu nội địa đình trệ. Theo sau mức thâm hụt kỷ lục của năm 1970, giai đoạn 1971-73 là thời kỳ thặng dư cán cân thanh toán một cách bền bỉ, giúp ngăn chặn sự giảm mạnh của sản lượng và việc làm.

Nền kinh tế được bình ổn vào năm 1971-72, tăng trưởng với tỷ lệ bình quân hàng năm khoảng 1 phần trăm. Sự tăng trưởng sản lượng chậm này đi kèm với thất nghiệp gia tăng và công suất dư thừa. Ngược lại với xu hướng của năm 1969-70, tích lũy trữ lượng vốn giảm, và ứng với hàm lượng tồn kho nhập khẩu cao, tăng trưởng nhập khẩu chậm lại. Tiêu dùng tư nhân thực giảm, chủ yếu do tăng mạnh tỷ lệ tiết kiệm.

Sau mức thâm hụt tài khoản vãng lai kỷ lục vào năm 1970, cán cân thanh toán được củng cố. Giai đoạn 1971-72 chứng kiến thặng dư đáng kể trong tài khoản vãng lai và dòng vốn vào. Lần đầu tiên từ năm 1951, Thụy Điển đạt thặng dư thương mại nhờ tăng trưởng xuất khẩu hàng hóa cơ bản nhanh chóng. Sau đó, đầu năm 1973, người ta đã chứng kiến sự gia tăng dự trữ ngoại tệ hơn nữa nhờ vào cả nhập khẩu vốn cao hơn và tăng thặng dư vãng lai kéo dài.

Nhưng chính phủ Thụy Điển xem thặng dư tài khoản vãng lai là tạm thời. Họ lo lắng rằng vị thế bên ngoài mạnh mà nền kinh tế đang đạt được phải trả giá bằng tỷ lệ thất nghiệp tương đối cao và tình trạng kìm dục nguồn lực ở nước nhà. Vào ngày 21-12-1971, đáp lại trước Hiệp định Smithsonian, họ cố định đồng krona ở tỷ giá 4,8129 SKR trên 1 đô la Mỹ, giảm 1 phần trăm so với giá trị trước đó tính theo vàng. Vài ngày sau, chính phủ quyết định tận dụng biên độ tỷ giá rộng hơn.

Sau đó, đồng krona được củng cố vào năm 1972. Cho đến thời điểm thả nổi hướng xuống của đồng bảng Anh vào tháng 5-1972, đồng krona đã lên giá 2,1 phần trăm trên cơ sở danh nghĩa kể từ tháng 12-1971. Có hiệu lực từ ngày 15-2-1973, chính quyền ấn định tỷ giá của đồng krona ở mức 4,56 SKR trên 1 USD. Đồng krona mất giá thêm 5 phần trăm so với vàng (và do đó cũng mất giá so với các đồng tiền châu Âu khác) trong khi lại lên giá 5,5 phần trăm so với USD.

Năm 1973 là một năm tăng trưởng đáng thất vọng. So với dự báo tăng trưởng 5 phần trăm, GDP thực chỉ tăng trưởng 3,4 phần trăm. Tiêu dùng tăng trưởng chậm; đầu tư cố định gộp thực đình trệ; và trữ lượng vốn giảm hơn nữa. Cán cân vãng lai cải thiện hơn, phản ánh cầu nội địa suy yếu. Lạm phát tăng tốc từ 6 phần trăm vào năm 1972 lên 7 phần trăm vào năm 1973, phản ánh ảnh hưởng của cú sốc dầu, nhưng vẫn còn nhẹ theo tiêu chuẩn của các nước OECD.

Nền kinh tế sau đó mở rộng vào năm 1974, phản ánh cầu nội địa mạnh hơn, thậm chí trong khi các nước phát triển khác đang trải qua tình trạng sa sút rõ rệt. Sự tương phản này phản ánh các biện pháp ngân sách mở rộng được thực hiện để bù đắp cho thu nhập mất đi do tỷ lệ trao đổi ngoại thương bị xấu đi vì giá dầu. Như một hệ quả, đầu tư cố định gộp, tiêu dùng và hình thành trữ lượng vốn đều tăng trưởng nhanh hơn. Cải thiện cầu nội địa cùng với cầu nước ngoài yếu đi và giá dầu cao hơn khiến cho xuất khẩu thấp hơn so với mức dự báo; và thặng dư tài khoản vãng lai của năm trước rút xuống trở thành thâm hụt.

Trước khi quyết định áp dụng cơ chế tỷ giá linh hoạt, khu vực bên ngoài mở rộng trả giá bằng cầu nội địa của chính nền kinh tế; sau khi thả nổi, chính sách công thúc đẩy cầu nội địa và đầu tư tư nhân trả giá bằng ngoại thương. Sau đó, vào năm 1976 và 1977, trong khi cầu nội địa và việc làm vẫn mạnh thông qua việc đáp lại trước các biện pháp mở rộng, thì vị thế bên ngoài xấu đi hơn nữa. Thoạt đầu, sự bùng phát giá hàng hóa cơ bản có lợi cho Thụy Điển bị trung hoà thông qua giảm thuế gián thu và tăng trợ cấp. Nhưng sau cùng, tỷ lệ lạm phát, vốn dĩ thấp hơn mức bình quân các nước OECD trong những năm trước, đã tăng lên trên tỷ lệ lạm phát bình quân OECD vào năm 1977 (lên đến 11,5 phần trăm). Từ năm 1975, chi phí lao động đơn vị cũng tăng

với tỷ lệ cao và cao hơn nhiều so với các nước đối thủ cạnh tranh. Điều này làm cho Thụy Điển khó tránh khỏi những mức thâm hụt tài khoản vãng lai gia tăng. Đầu tư cố định của doanh nghiệp, đã giảm chút ít trong năm 1975, lại còn giảm mạnh hơn trong năm 1976 và 1977, với đầu tư công nghiệp chế tạo sụt giảm mạnh hơn. Năm 1977 là năm thứ tư sản lượng công nghiệp sụt giảm; và khi việc khai thác công suất giảm và chương trình hỗ trợ tích lũy trữ lượng vốn dần dần kết thúc, sự hình thành hàng tồn kho có giá trị âm vào năm 1976.

Như vậy Thụy Điển xem ra là một trường hợp trong đó không chỉ sự thay đổi cơ chế tỷ giá hối đoái mà những thay đổi trong các chính sách khác đã định hình các diễn biến tiếp theo của cán cân bên trong và bên ngoài.

Malaysia 1973

Trong suốt thập niên 1960, đồng đô la Malaysia (đồng ringitt từ năm 1968) được cố định theo đồng bảng Anh. Đồng tiền nước này cũng được sử dụng bởi Singapore và Brunei theo một thỏa thuận về khả năng chuyển đổi.

Cho đến năm 1971, tỷ giá hối đoái là 3,06 ringitt đổi lấy một bảng Anh. Sự sụp đổ của Hệ thống Bretton Woods sau đó dẫn đến sự thả nổi đồng bảng và khu vực đồng bảng bị bãi bỏ. Vào thời điểm này, Malaysia quyết định thay thế đồng bảng bằng đồng đô la Mỹ như đồng tiền tham chiếu. Tỷ giá được ấn định ở mức 2,82 ringitt trên một USD với biên độ dao động $\pm 2,25\%$.

Sáu tháng sau, khi sự biến động của đồng tiền gia tăng hơn nữa, đồng ringitt được nâng giá lên 2,54 ringitt/USD. Đứng trước tình trạng không chắc chắn thường xuyên diễn ra trên thị trường hối đoái và trong một nỗ lực nhằm kiểm soát lạm phát, chính phủ cho phép đồng ringitt được thả nổi hướng lên vào tháng 6-1973; đồng tiền nhanh chóng lên giá khoảng 5 phần trăm, với sự can thiệp của ngân hàng trung ương chỉ để bảo đảm tình hình thị trường ổn định. Vào tháng 9-1975, để duy trì tỷ giá hối đoái ổn định, ngân hàng trung ương quyết định tỷ giá sẽ được quản lý theo một giỏ tiền bao gồm đồng tiền của những nước đối tác thương mại chính của Malaysia.

Bối cảnh của các quyết định này là một thời kỳ mở rộng vững mạnh, nhất thời bị gián đoạn bởi một đợt sa sút vào năm 1971. Tăng trưởng mạnh khiến cho sự lên giá đồng tiền trở thành một công cụ hợp lý để chống lại lạm phát. Ngay sau cú sốc dầu OPEC lần thứ nhất, đồng ringitt được nâng giá để hạn chế tác động lạm phát đối với nền kinh tế. Vào tháng 5-1973, chính phủ ban hành Luật Ngân hàng cho phép Ngân hàng Negara Malaysia (BNM) có thêm sự linh hoạt nhiều hơn trong việc sử dụng chính sách nhằm thúc đẩy ổn định tiền tệ. Malaysia siết chặt quan hệ tài chính với Singapore và Brunei thông qua kết thúc thỏa thuận về khả năng chuyển đổi đồng tiền. Sau đó, những công việc nền tảng được tiến hành để thiết lập một thị trường cổ phiếu và hàng hóa Malaysia độc lập.

Vào thời điểm này, chính phủ Malaysia quyết định thả nổi đồng tiền trên cơ sở có quản lý. Lạm phát tăng mạnh từ 3 phần trăm vào năm 1972 lên 10 phần trăm vào năm 1973. Ứng với tăng trưởng tương đối mạnh và sự kích thích hình thành từ giá hàng hóa cơ bản tăng mạnh, chính phủ chọn một chính sách tiền tệ thắt chặt hơn, có thể được thực hiện thông qua tách rời nội tệ với đồng USD. Lạm phát bình quân 17,4 phần trăm vào năm 1973, tỷ lệ tăng giá sau đó chậm dần còn 12 phần trăm vào năm 1974. Năm 1975, lạm phát giá tiêu dùng giảm hơn nữa, chỉ còn 4,5 phần trăm.

Vị thế bên ngoài mạnh là một yếu tố khác giúp cho việc thả nổi đồng tiền trở thành một phản ứng hợp lý trước vấn đề lạm phát. Xuất khẩu tăng mạnh năm 1973, tăng thêm 51 phần trăm so với năm trước. Sự phục hồi mạnh của thế giới công nghiệp và sự tăng mạnh giá hàng hóa cơ bản là những lý do chính cho sự tăng trưởng này. Trong khi thời kỳ đi xuống theo chu kỳ kinh tế ở

các nước OECD năm 1974 làm cho khối lượng xuất khẩu đình trệ, sự tăng mạnh giá hàng hóa cơ bản giúp gia tăng kim ngạch xuất khẩu thêm 42 phần trăm. Tài khoản vãng lai một lần nữa chuyển sang thâm hụt nhưng dòng vốn vào ròng mạnh, đặc biệt là đối với khu vực công ty, giúp cán cân thanh toán đạt thặng dư.

Đầu tư cố định gộp và cầu nội địa đều tăng trưởng trong năm 1976 nhưng chậm hơn so với cầu bên ngoài. Lạm phát một lần nữa được khống chế, với giá tiêu dùng chỉ tăng dưới 3 phần trăm vào năm 1976 (với sự giúp đỡ từ giá lương thực thực phẩm tăng chậm). Kết quả vui vẻ này được lặp lại suốt bốn năm nữa, với lạm phát đều thấp hơn 5 phần trăm.

Nhưng tình trạng đình đốn kéo dài của thế giới và mất cân đối bên ngoài gia tăng của các nước OECD có nghĩa là sự tăng trưởng cao của xuất khẩu không thể được duy trì trong những năm tiếp theo. Tỷ lệ tăng trưởng xuất khẩu vẫn tương đối vừa phải ở mức 13-15 phần trăm vào năm 1977-78 (giảm từ 42 phần trăm vào năm 1976). Như trong những năm trước, hàng nông sản tiếp tục là nguồn thu xuất khẩu hàng đầu. Tỷ trọng của cao su, mặt hàng xuất khẩu truyền thống của nền kinh tế, giảm đều, và được thay thế bằng dầu mỏ như một mặt hàng xuất khẩu hàng đầu (nhờ vào giá dầu cao).