

CHÍNH SÁCH TỶ GIÁ VÀ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ CỦA CÁC NƯỚC ĐANG PHÁT TRIỂN Ở CHÂU Á THÁI BÌNH DƯƠNG

Trần Lương Thành
Friedrich Schiller University Jena
tran.lg.thanh@gmail.com

Hà Nội, 12/2013

Nội dung

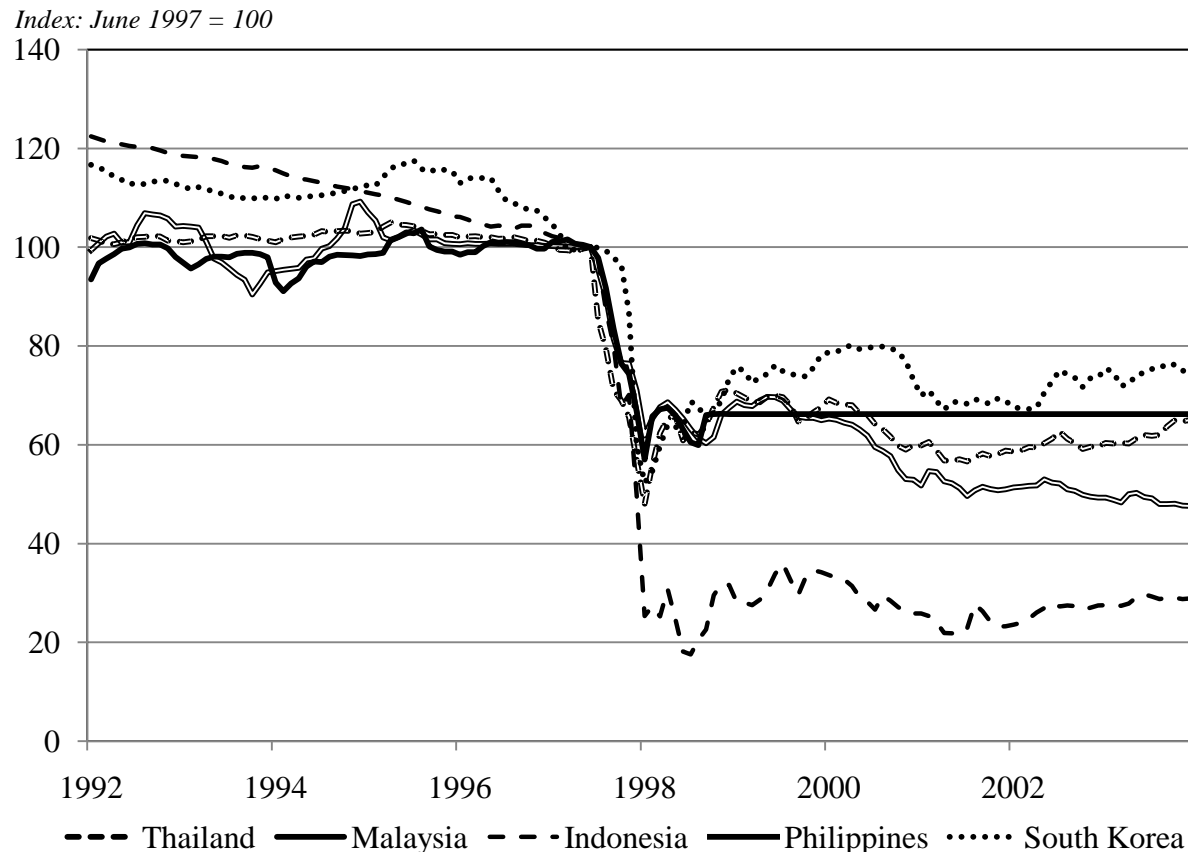
- Tổng quan chính sách tỷ giá ở châu Á – Thái Bình Dương
- Các vấn đề của chính sách tỷ giá ở châu Á và đề xuất phương án giải quyết
 - Mất cân bằng toàn cầu
 - Ổn định tiền tệ trong khu vực
- Hợp tác trong khu vực trong chính sách tỷ giá và chính sách tiền tệ

Phần 1: Tổng quan về chính sách tỷ giá ở châu Á – Thái Bình Dương

- Khủng hoảng kinh tế châu Á 1997
- Lý thuyết bộ ba bất khả thi
- Kiểm soát vốn
- Bất lợi của các nước đang phát triển
- Cơ chế tỷ giá cố định
- Cơ chế tỷ giá thả nổi với chính sách mục tiêu lạm phát

Khủng hoảng kinh tế châu Á 1997

- Tỷ giá của các nước bị ảnh hưởng nặng nề nhất trong khủng hoảng kinh tế châu Á 1997



Note: Exchange rate: U.S. dollar/local currency

Source: International Financial Statistics of the IMF

Khủng hoảng kinh tế châu Á 1997

- Trước khủng hoảng, các nước này cố định đồng nội tệ vào đồng USD, được gọi là “Asian dollar standard”.
- Khủng hoảng tiền tệ thế hệ thứ 3.
- Sự phá giá nhanh và mạnh của các đồng tiền trong khu vực.
- Ngân hàng trung ương không còn đủ dự trữ ngoại tệ để chống chọi lại các đợt thoái vốn bất ngờ của nhà đầu tư.
- Nguyên nhân sâu xa do đầu tư của các doanh nghiệp và ngân hàng không hiệu quả, cho vay quá dễ dàng.
- Sự phát triển ảo của “Asian miracles” (Krugman): tăng trưởng kinh tế cao do đầu tư nước ngoài tràn lan, trong khi năng suất lao động thực không tăng.

Chính sách tỷ giá và tiền tệ hiện tại

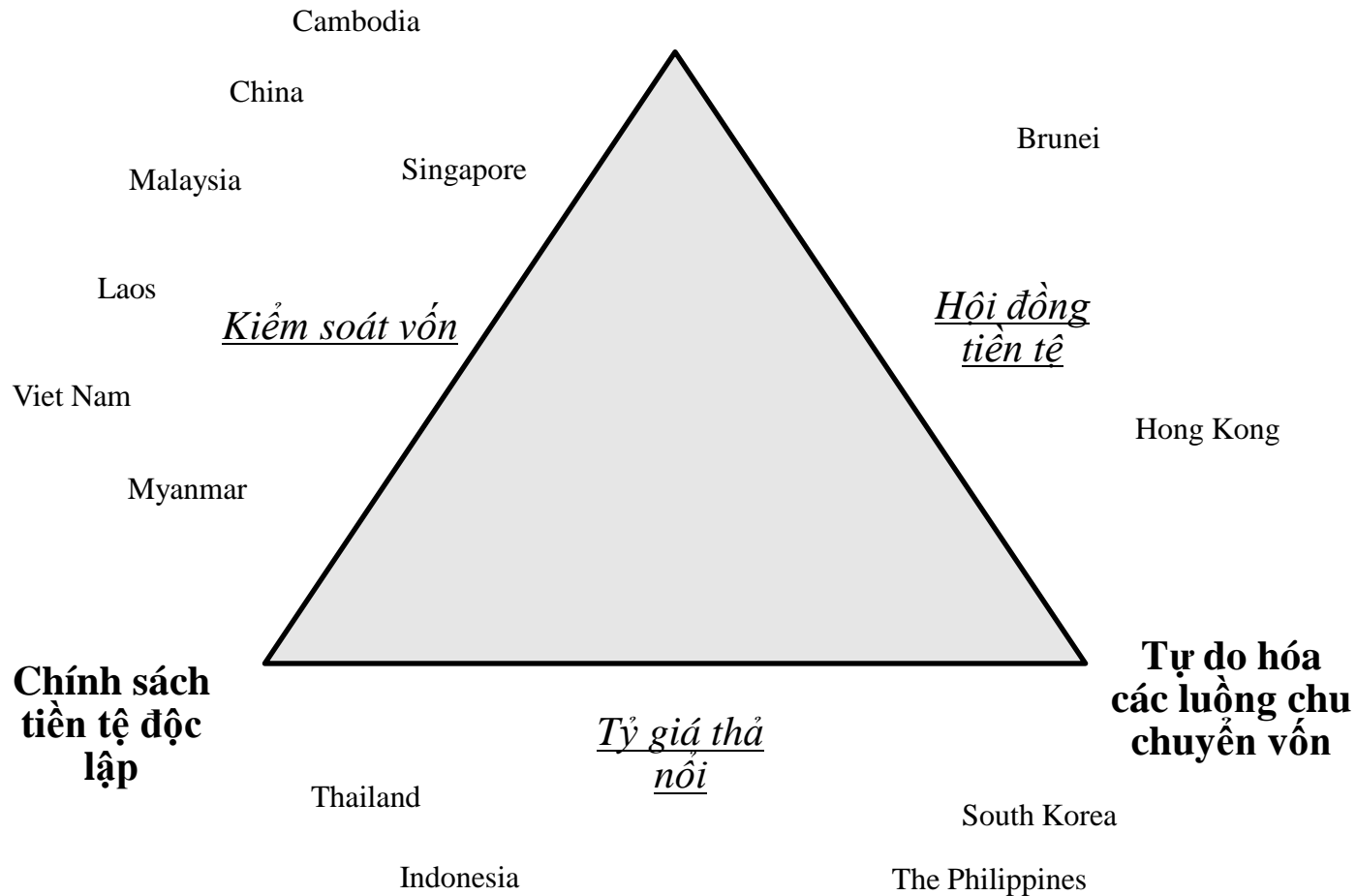
Quốc gia	2003		2008		2012	
	Cơ chế tỷ giá	Neo đậu/ Chính sách tiền tệ	Cơ chế tỷ giá	Neo đậu/ Chính sách tiền tệ	Cơ chế tỷ giá	Neo đậu/ Chính sách tiền tệ
Brunei	Hội đồng tiền tệ	Cố định vào Singapore dollar	Hội đồng tiền tệ	Cố định vào Singapore dollar	Hội đồng tiền tệ	Cố định vào Singapore dollar
Cambodia	Thả nổi điều tiết (*)	Mục tiêu tổng cung tiền	Thả nổi điều tiết (*)	Cố định vào USD	Thả nổi điều tiết (*)	Cố định vào USD
China	Cố định truyền thống khác	Mục tiêu tổng cung tiền	Neo trượt	Cố định vào USD	Neo trượt	Mục tiêu tổng cung tiền
Hong Kong	Hội đồng tiền tệ	Cố định vào USD	Hội đồng tiền tệ	Cố định vào USD	Hội đồng tiền tệ	Cố định vào USD
Indonesia	Thả nổi điều tiết (*)	Mục tiêu tổng cung tiền	Thả nổi điều tiết (*)	Mục tiêu lạm phát	Thả nổi	Mục tiêu lạm phát
Laos	Thả nổi điều tiết (*)	Chính sách tiền tệ khác của IMF	Thả nổi điều tiết (*)	Cố định vào USD	Ổn định tỷ giá	Khác
Malaysia	Cố định truyền thống khác	Cố định vào USD	Thả nổi điều tiết (*)	Khác	Khác	Khác
Myanmar	Thả nổi điều tiết (*)	Cố định vào USD	Thả nổi điều tiết (*)	Cố định vào USD	Cơ chế điều tiết khác	Khác
Philippines	Thả nổi hoàn toàn	Mục tiêu lạm phát	Thả nổi hoàn toàn	Mục tiêu lạm phát	Thả nổi hoàn toàn	Mục tiêu lạm phát
Singapore	Thả nổi điều tiết (*)	Hỗn hợp	Thả nổi điều tiết (*)	Hỗn hợp	Cơ chế điều tiết khác	Hỗn hợp
South Korea	Thả nổi hoàn toàn	Mục tiêu lạm phát	Thả nổi hoàn toàn	Mục tiêu lạm phát	Thả nổi hoàn toàn	Mục tiêu lạm phát
Thailand	Thả nổi điều tiết (*)	Mục tiêu lạm phát	Thả nổi điều tiết (*)	Mục tiêu lạm phát	Thả nổi	Mục tiêu lạm phát
Viet Nam	Thả nổi điều tiết (*)	Cố định vào USD	Cố định truyền thống khác	Cố định vào USD	Ổn định tỷ giá	Hỗn hợp

Source: IMF Annual Reports on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (2003, 2008, 2012)

(*): Cơ chế tỷ giá thả nổi có điều tiết không thông báo trước

Lý thuyết bộ ba bất khả thi

Ổn định tỷ giá



Kiểm soát vốn

- Tại sao các nước đang phát triển thường hay áp dụng kiểm soát vốn?
- Dòng chảy vốn càng dễ dàng luân chuyển thì cơ chế tỷ giá cố định càng dễ bị ảnh hưởng bởi đầu cơ toàn cầu.
- Ổn định tỷ giá nhằm phục vụ xuất nhập khẩu là ưu tiên của nhiều quốc gia đang phát triển.
- Hai quốc gia Brunei và Hong Kong sử dụng chính sách Hội đồng tiền tệ: phụ thuộc hoàn toàn vào đồng ngoại tệ, loại bỏ các công cụ của chính sách tiền tệ và chức năng “người cho vay cuối cùng” của ngân hàng trung ương.
- Phần lớn các quốc gia khác trong khu vực ưu tiên ổn định tỷ giá dưới tên gọi cơ chế tỷ giá thả nổi có điều tiết không thông báo trước, với trung tâm là chính sách kiểm soát vốn.
- Sau khủng hoảng kinh tế châu Á 1997, Malaysia thậm chí kiểm soát vốn chặt chẽ và cố định đồng nội tệ hơn.
- Sự kết hợp giữa ổn định tỷ giá và chính sách tiền tệ của kiểm soát vốn mang lại lợi ích tối ưu cho các nước đang phát triển (Bhagwati, 1998).
- Tuy nhiên, kiểm soát vốn tốn kém và khó thực hiện, hạn chế liên kết, hợp tác kinh doanh trong và ngoài nước và tạo thuận lợi cho tham nhũng (Edwards, 1999), thường xảy ra trong trường hợp cá nhân hoặc tổ chức muốn chuyển tiền và tài sản ra nước ngoài.
- Kiểm soát nguồn vốn vào trong nước hạn chế các nguồn vốn ngắn hạn và tạo điều kiện cho các nguồn vốn dài hạn (Stiglitz, 1999), giúp thúc đẩy phát triển và ổn định lâu dài.

Bất lợi của các nước đang phát triển

- **Fear of Floating** (nỗi sợ hãi thả nổi): các nước đã từng bị khủng hoảng kinh tế không mạnh dạn thả nổi tỷ giá, mặc dù thông báo sử dụng cơ chế tỷ giá thả nổi, nhưng de facto kiểm soát tỷ giá (Calvo & Reinhart, 2002).
- Cho tới năm 2002, tất cả các nước chịu ảnh hưởng của khủng hoảng kinh tế châu Á 1997 vẫn kiểm soát tỷ giá và dòng vốn chặt chẽ. Giải pháp của các nước này nhằm chống lại đầu cơ tiền tệ là tăng dự trữ ngoại hối.
- **Original Sin** (bất lợi tự nhiên): Các nước nghèo không thể vay bằng đồng nội tệ, do các nước giàu không tin tưởng vào khả năng điều hành kinh tế vĩ mô của các nước nghèo, nhất là điều hành như lạm phát và tỷ giá. Do đó các khoản vay của các nước nghèo đều bằng tiền tệ của các nước chủ nợ.
- Ngược lại, các nước giàu vay và trả bằng tiền tệ của chính các nước này, giúp làm giảm áp lực nợ và các nguy cơ rủi ro.
- Khi đồng tiền của các nước vay nợ bị mất giá, các nước giàu được hưởng lợi bởi giá trị thực của khoản nợ giảm, trong khi các nước nghèo bị tăng giá trị khoản nợ.
- Hai vấn đề lớn xuất phát từ Original Sin (Eichengreen & Hausmann, 1999)
 - 1, *Currency mismatch* (tiền tệ không tương xứng): các dự án tạo ra lợi nhuận bằng đồng nội tệ được cấp vốn bằng ngoại tệ.
 - 2, *Maturity mismatch* (đáo hạn không tương xứng): các dự án dài hạn được cấp vốn trong ngắn hạn.
- Từ đó kết luận rằng tỷ giá thả nổi không phù hợp cho các nước đang phát triển (McKinnon & Schnabl, 2004), cho đến khi các nước này phát triển hoàn thiện thị trường trái phiếu cố định và thị trường phái sinh để có thể điều tiết rủi ro từ tỷ giá thả nổi.
- Original Sin đúng cho cả các nước cho vay, điều này phản ánh xu hướng tăng dự trữ ngoại tệ của các nước đang phát triển trong những năm gần đây.

Cơ chế tỷ giá cố định

- Nhằm phát triển xuất nhập khẩu, thuận lợi cho chính sách trọng thương.
- Phù hợp với các nền kinh tế nhỏ và mở (Rogoff et al., 2004).
- Nhập khẩu điều chỉnh lạm phát của quốc gia neo đậu/cố định vào.
- Số nhân tài khóa hiệu quả hơn trong cơ chế tỷ giá cố định (Ilzatzki, 2012).
- Theo sát chính sách tiền tệ của quốc gia neo đậu/cố định vào (Shambaugh, 2004), như vậy sẽ mất sự tự chủ trong chính sách tiền tệ và dễ bị ảnh hưởng bởi stochastic shock. Ngoài ra, nảy sinh các vấn đề về sự khác biệt của chu kỳ kinh doanh, cơ sở hạ tầng của quốc gia neo đậu theo và vào.
- Xu hướng hội tụ tỷ giá toàn cầu, các quốc gia đang phát triển với tăng trưởng nhanh hơn chịu tỷ giá thấp hơn sẽ kém thu hút đầu tư hơn, vì vốn chảy vào nơi có tỷ giá cao hơn.

Độ mở của nền kinh tế: tỷ trọng xuất nhập khẩu/GDP

Quốc gia	1985	1990	1995	2000	2005	2011
ASEAN						
<i>Lớn hơn 100%</i>						
Hong Kong	205	253	291	282	385	456
Singapore	306	345	349	372	430	391
Malaysia	97	136	178	212	204	167
Viet Nam	63	62	75	113	142	161
Thailand	48	74	90	122	138	140
Cambodia	15	11	77	112	137	114
Brunei	94	99	116	103	97	110
<i>Thấp hơn 100%</i>						
The Philippines	41	54	72	105	98	67
Laos	14	36	61	74	65	52
Indonesia	40	46	50	71	64	51
Myanmar	13	6	3	1	0.3	0.2
Others						
South Korea	63	56	57	74	76	110
China	22	28	36	44	68	58
United States	17	21	23	26	27	32
Japan	25	20	17	20	27	31
ASEAN	32	30	31	39	55	61
Thế giới	34	40	43	49	56	63

Source: United Nation Statistics Division unstats.un.org

Cơ chế tỷ giá thả nổi theo mục tiêu lạm phát

- Goldstein (1998) cho rằng nguyên nhân sâu xa của khủng hoảng kinh tế châu Á 1997 không phải do điều hành kém của các ngân hàng trung ương, mà do các ngân hàng này không nhận ra lợi ích và nhu cầu cho cơ chế tỷ giá thả nổi.
- Cho tới nay, bốn nước đang phát triển ở châu Á Thái Bình Dương đã chuyển sang cơ chế thả nổi là Hàn Quốc, Thái Lan, Philippines và Indonesia.
- Thực hiện triệt để chính sách mục tiêu lạm phát giúp các thành phần kinh tế nắm vững, dự báo và định giá thị trường. Chính sách này có phần ưu việt hơn chính sách cố định tỷ giá để dựa vào ảnh hưởng điều chỉnh lạm phát từ các quốc gia neo đậu vào (Eichengreen & Taylor, 2003).
- Tuy nhiên, các quốc gia như khối CLMV chưa có đủ điều kiện để theo đuổi chính sách này, như chưa có thị trường phái sinh và thị trường tài chính đủ mạnh để các ngân hàng và doanh nghiệp có thể tự làm giảm rủi ro của tỷ giá thả nổi.

Phần 2: Các vấn đề của chính sách tỷ giá và phương án giải quyết

- Mất cân bằng toàn cầu
 - Chính sách trọng thương
 - Tăng tỷ lệ dự trữ ngoại hối
 - Bẫy Dollar
- Ổn định tiền tệ trong khu vực
 - Chuỗi giá trị sản xuất khu vực
 - Đa dạng hóa đồng tiền neo đậu/cố định
 - Đồng tiền chung cho khu vực?

Kim ngạch thương mại song phương với Mỹ, 2012

Unit: million U.S. dollar

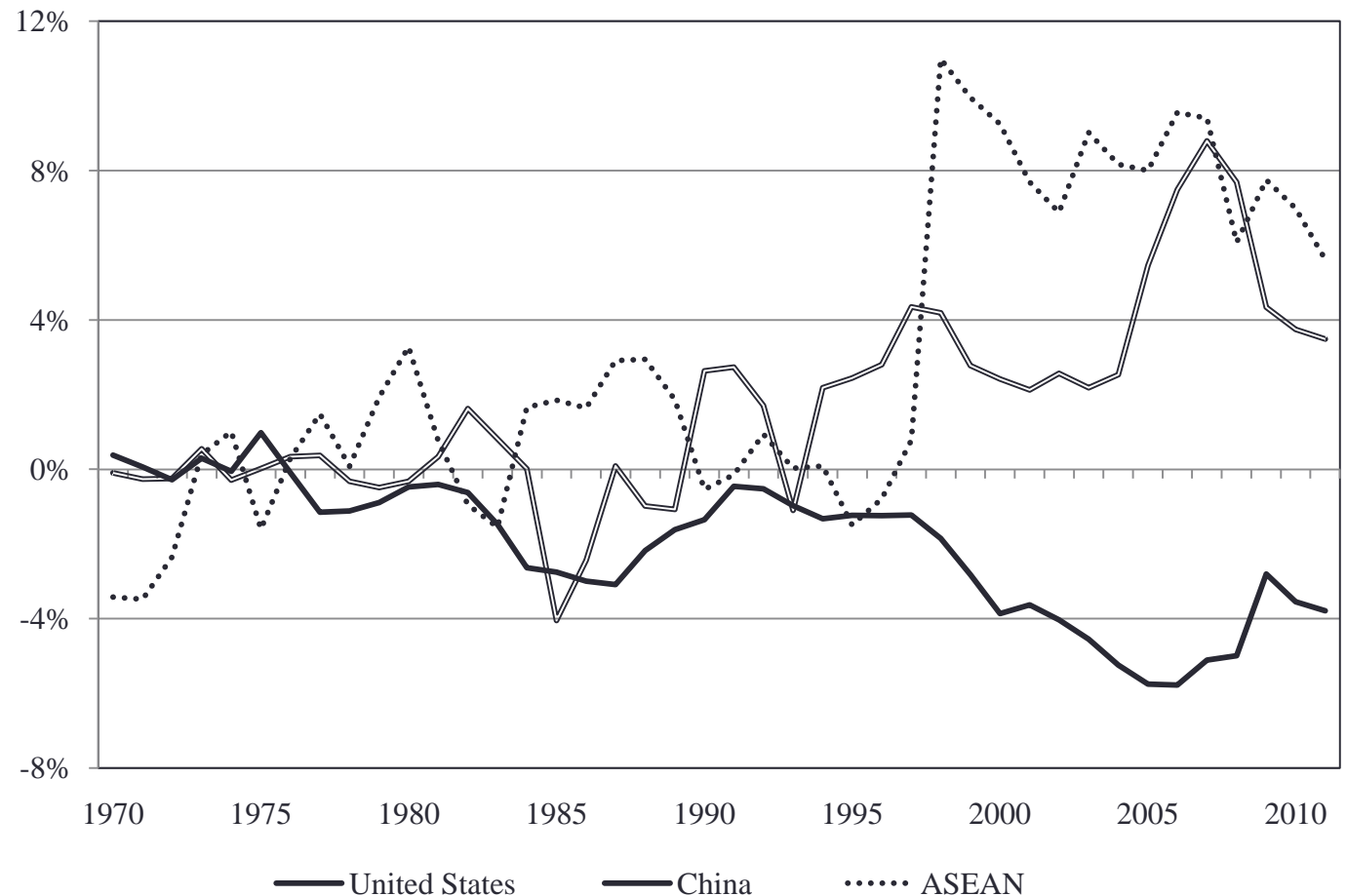
Country/ Region	U.S. Imports	U.S. Exports	Trade Balance
<i>East Asia</i>			
Japan	-146,392	69,955	-76,437
China	-425,579	110,484	-315,095
South Korea	-58,896	42,284	-16,612
Taiwan	-38,858	24,349	-14,509
Hong Kong	-5,455	37,461	32,006
<i>ASEAN</i>			
Brunei	-86	158	71
Cambodia	-2,692	226	-2,465
Indonesia	-17,998	7,997	-10,001
Laos	-25	33	8
Malaysia	-25,933	12,841	-13,092
Myanmar	-0.04	66	66
The Philippines	-9,580	8,060	-1,519
Singapore	-20,232	30,525	10,293
Thailand	-26,108	10,888	-15,220
Viet Nam	-20,266	4,624	-15,642
ASEAN total	-122,919	75,419	-47,500
Developing Asia (excluding Japan)	-651,707	289,996	-361,711
World, seasonally adjusted	-2,275,320	1,545,709	-729,611

Note: Imports to the U.S. are denoted in negative amount.

Source: United States Census Bureau

Mất cân bằng toàn cầu

- Thay đổi tỷ trọng xuất nhập khẩu/ GDP (IMF khuyến cáo < 3%)
- Nước Mỹ từ chủ nợ lớn nhất trở thành con nợ lớn nhất, với tổng tài sản thay đổi 50% (Mussa, 2004)



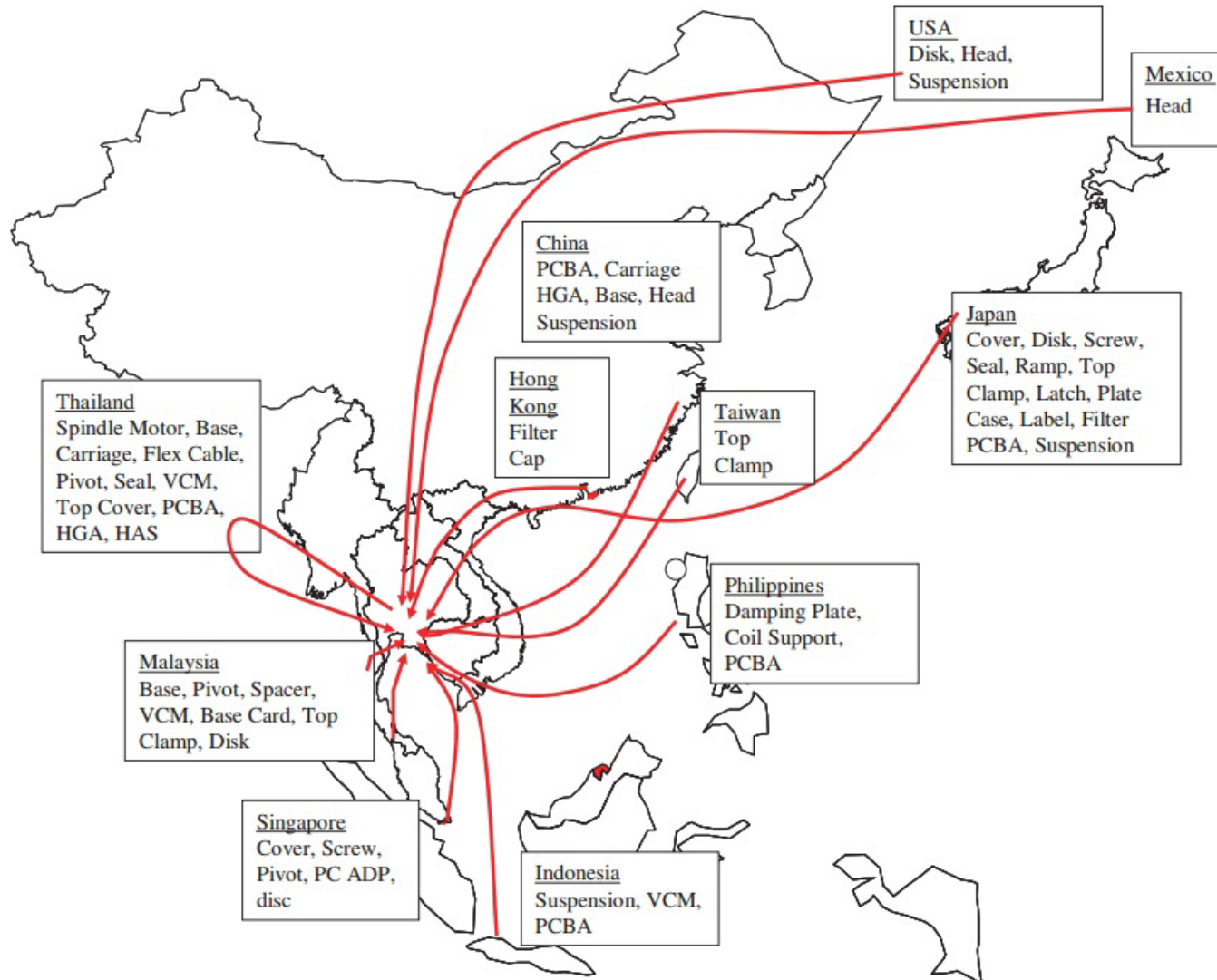
Bẫy Dollar

- Trung Quốc đã rơi vào bẫy Dollar, xuất khẩu hàng hóa rẻ qua Mỹ và nhập khẩu các vấn đề của tài sản USD từ nước này (Krugman, 2009).
- 70% danh mục đầu tư của Trung Quốc dựa vào tài sản USD, với số lượng trái phiếu chính phủ Mỹ T-bills lớn đến nỗi nước này được gọi là “T-bills Republic”.
- *“If you owe your bank a thousand pounds, you are at their mercy. If you owe a million pounds, then the position is reversed”*.
- Trung Quốc không thể bán tháo USD vì làm như vậy sẽ làm giảm giá đồng USD, tự hoại bản thân và phá vỡ cân bằng thị trường vốn và ngoại tệ toàn cầu.
- Trường hợp này tương tự với “bẫy sterling” của nước Pháp những năm 1920, khi Pháp dự trữ tới một nửa số đồng Bảng trên thế giới. Khi Pháp bán đồng Bảng để mua USD đã phá giá đồng Bảng và ngân hàng trung ương Pháp bị phá sản (Accominotti, 2009).
- Trung Quốc buộc phải tiếp tục nâng đỡ đồng USD, tuy nhiên có dấu hiệu nước này đang chậm lại trong việc tăng dự trữ đồng USD.

Ổn định tiền tệ trong khu vực

- Sự phát triển của vertical intraregional trade (thương mại dọc giữa các nước trong khu vực) và hình thành chuỗi giá trị sản xuất trong khu vực, với Trung Quốc là trung tâm lắp ráp của châu Á. (Gaulier et al., 2007).
- Tăng vốn FDI trong khu vực, từ Nhật Bản, Hàn Quốc, Đài Loan vào ASEAN.
- Một hệ thống tiền tệ giống Bretton Woods, nhằm mang đến sự ổn định của các thành viên trong toàn khối.
- Cố định vào một giỏ tỷ giá chung, làm giảm rủi ro tỷ giá giữa các đồng tiền chính USD-Euro-Yen.
- Đa dạng hóa đồng tiền neo đậu/cố định, không chỉ phụ thuộc vào đồng USD.
- Một đồng tiền chung cho khu vực?

Chuỗi giá trị sản xuất khu vực



Đa dạng hóa đồng tiền neo đậu/cố định

Tiền tệ	1998		2001	2004	2007	2010	2013	
	Xếp hạng	Tỷ lệ	Tỷ lệ	Tỷ lệ	Tỷ lệ	Tỷ lệ	Tỷ lệ	Xếp hạng
<i>Đồng tiền chính thế giới</i>								
United States dollar USD	1	86.8	89.9	88.0	85.6	84.9	87.0	1
Euro EUR	N/A	N/A	37.9	37.4	37.0	39.1	33.4	2
Japanese yen JPY	2	21.7	23.5	20.8	17.2	19.0	23.0	3
Pound sterling GBP	3	11.0	13.0	16.5	14.9	12.9	11.8	4
Australian dollar AUD	6	3.03	4.32	6.02	6.62	7.59	8.64	5
Swiss franc CHF	4	7.06	5.98	6.03	6.82	6.31	5.15	6
Canadian dollar CAD	5	3.53	4.49	4.20	4.29	5.28	4.57	7
Mexican peso MXN	9	0.46	0.83	1.11	1.31	1.26	2.53	8
<i>Đồng tiền chính châu Á</i>								
Chinese renminbi CNY	30	0.01	0.01	0.10	0.45	0.86	2.24	9
Hong Kong dollar HKD	8	0.99	2.24	1.76	2.70	2.37	1.45	13
Singapore dollar SGD	7	1.11	1.05	0.91	1.17	1.42	1.40	15
South Korean won KRW	18	0.15	0.80	1.14	1.16	1.52	1.20	17
New Taiwan dollar TWD	21	0.11	0.27	0.42	0.36	0.48	0.46	23
Malaysian ringgit MYR	27	0.04	0.07	0.05	0.13	0.28	0.40	25
Thai baht THB	19	0.14	0.15	0.20	0.20	0.19	0.32	27
Indonesian rupiah IDR	25	0.07	0.05	0.11	0.11	0.15	0.17	30
Philippine peso PHP	29	0.03	0.04	0.04	0.11	0.17	0.15	31
∴		∴	∴	∴	∴	∴	∴	
Tổng		200	200	200	200	200	200	

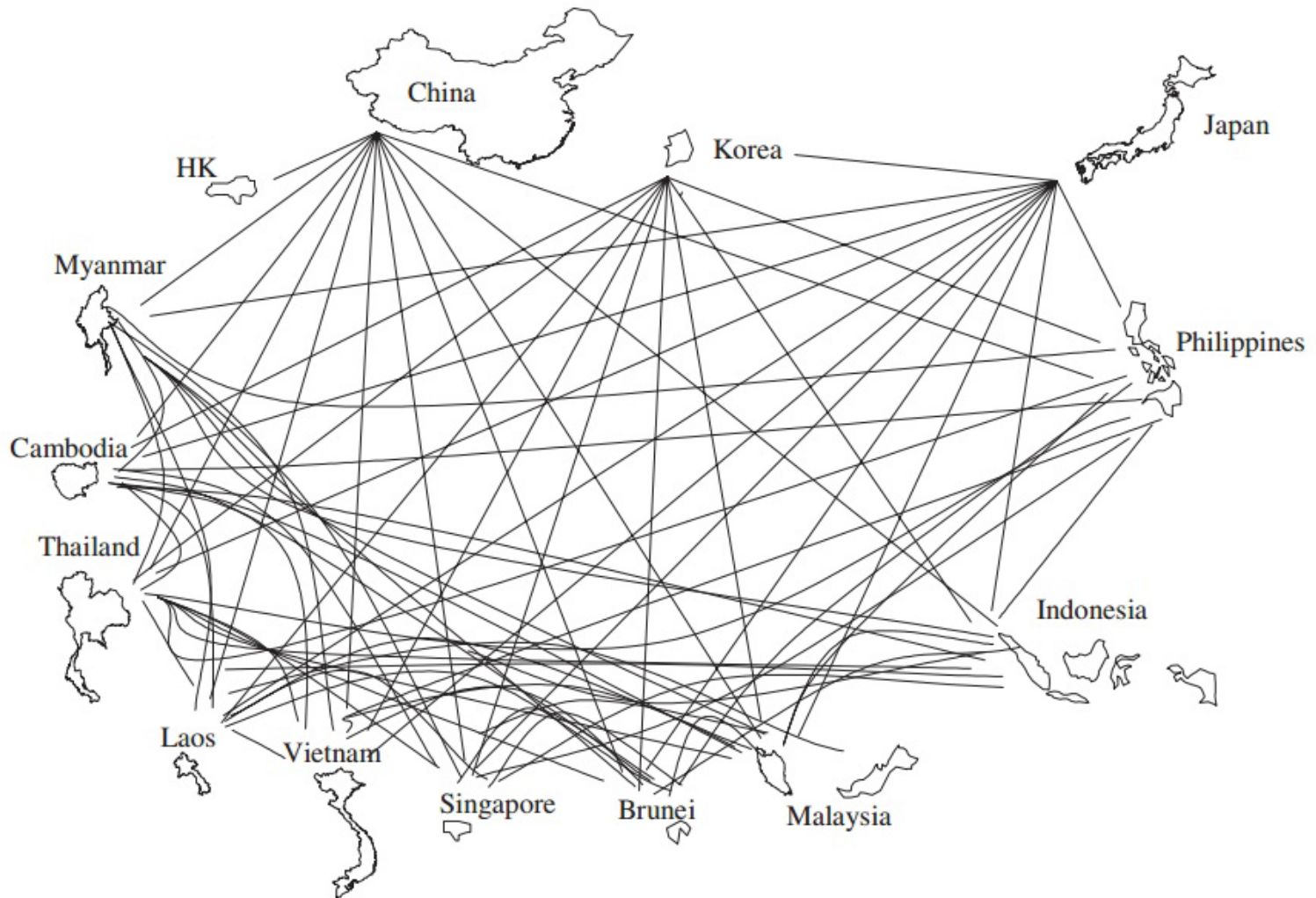
Source: Bank for International Settlements

Phần 3: Hợp tác khu vực về chính sách tỷ giá và chính sách tiền tệ

- **Sự phát triển của các định chế châu Á:**
- AFTA (khu vực mậu dịch thương mại tự do châu Á) thành lập năm 1992.
- Ngay sau khủng hoảng kinh tế, vào tháng 9/1997, Nhật Bản đề xuất thành lập AMF (Asian Monetary Fund) để thay thế chức năng của IMF, tuy nhiên không thành công do sự phủ quyết của IMF và Mỹ, và không có sự đồng thuận giữa Nhật Bản và Trung Quốc.
- CMI (Chiang Mai Initiative) thành lập năm 2000, nối tiếp AMF với mục đích hợp tác trong chính sách tỷ giá và chính sách tiền tệ các quốc gia thành viên. Từ năm 2010, CMI thành lập quỹ dự trữ 120 tỷ USD, tăng gấp đôi cho đến năm 2012.
- ABMI (Asian Bond Market Initiative) và ABF (Asian Bond Fund) được thành lập để phát triển thị trường vốn trong khu vực.

Hiệp định tự do thương mại song phương FTAs

- Noddle Bowl Syndrome (Baldwin, 2008)



Khó khăn và cơ hội cho hợp tác

- Các nền kinh tế khác nhau (heterogeneous)

	GNI per capita		Trade openness		Major export products
	2000	2012	2000	2011	
Brunei	14740	31590	103	110	oil and gas, clothing
Cambodia	300	880	112	114	textile, vehicles, footwear, rubber, fish
China	930	5740	44	58	mechanicals, clothing, furniture, plastics, toys
Hong Kong	26930	36560	282	456	electrical appliances, clothing, fabrics, clocks
Indonesia	570	3420	71	51	oil, gas, fats, waxes, machinery ,rubber, wood
Laos	280	1260	74	52	wood, clothing, coffee, electricity, metals, corn
Malaysia	3420	9800	212	167	electronics, palm oil, oil , timber, chemicals
Philippines	1050	2470	105	67	PCs, chips, hard drives, coconut, pineapple, tuna
Singapore	24500	47210	372	391	electronics, chemicals, food, transport equipment
S. Korea	9910	22670	74	110	semiconductors, automobiles , ships, LCDs
Thailand	1960	5210	122	140	electronics, vehicles , machinery, food, rice
Viet Nam	390	1400	113	161	oil, textiles, seafood, rice, electronics, rubber

Note: Trade openness is measured by percentage of trade volume over GDP

GNI per capita is measured in U.S. dollar, using World Bank Atlas method, without PPP adjustments

Source: World Bank, United Nation Statistics Division, tradingeconomics.com

Khó khăn và cơ hội cho hợp tác

- Hợp tác kinh tế đi đôi với hợp tác chính trị và ngoại giao.
- Châu Á có tiếp theo được sự thành công của Liên Minh Châu Âu?
- Ngân hàng trung ương nào ở châu Á sẽ đóng vai trò lãnh đạo như Bundesbank ở châu Âu?
- Các khó khăn của vấn đề từ lịch sử và văn hóa.
- Vấn đề của đồng tiền thứ n.

Tài liệu tham khảo

- ACCOMINOTTI, O. 2009. The sterling trap: foreign reserves management at the Bank of France, 1928–1936. *European Review of Economic History*, 13, 349-376.
- BHAGWATI, J. 1998. The capital myth: the difference between trade in widgets and dollars. *Foreign Affairs*, 7-12.
- CALVO, G. A. & REINHART, C. M. 2002. Fear of floating. *The Quarterly Journal of Economics*, 117, 379-408.
- EDWARDS, S. 1999. How effective are capital controls? : National Bureau of Economic Research. NBER Working Paper No. 7413.
- EICHENGREEN, B. & HAUSMANN, R. 1999. Exchange rates and financial fragility. National Bureau of Economic Research. NBER Working Paper No. 7418.
- EICHENGREEN, B. & TAYLOR, A. M. 2003. The monetary consequences of a free trade area of the Americas. National Bureau of Economic Research. NBER Working Paper No. 9666.
- GAULIER, G., LEMOINE, F. & ÜNAL-KESENCI, D. 2007. China's integration in East Asia: Production sharing, FDI & high-tech trade. *Economic Change and Restructuring*, 40, 27-63.
- ILZETZKI, E. 2012. How big (small?) are fiscal multipliers? *Journal of monetary economics*, Volume 60, Pages 239–254.
- KRUGMAN, P. 2009. China's dollar trap. *New York Times* [Online], 2. Available: http://www.nytimes.com/2009/04/03/opinion/03krugman.html?_r=0.
- MUSSA, M. 2004. Exchange rate adjustments needed to reduce global payments imbalances. *C. Fred Bergsten and John Williamson, Dollar Adjustment: How Far*, 113-138.
- ROGOFF, K., MODY, A., OOMES, N., BROOKS, R. & HUSAIN, A. M. 2004. Evolution and performance of exchange rate regimes. International Monetary Fund.
- SHAMBAUGH, J. C. 2004. The effect of fixed exchange rates on monetary policy. *The Quarterly Journal of Economics*, 119, 301-352.
- STIGLITZ, J. 1999. Bleak growth prospects for the developing world. *International Herald Tribune*, 10, 6.

Chân thành cảm ơn.