

## **Kinh tế Vĩ mô – MPP6 - FETP**

### **Dùng thảo luận cho bài giảng 15**

# **Những phức tạp về tỷ giá hối đoái**

#### **Tại sao người ta mua trái phiếu Nhật Bản?**

Vài năm qua, chính phủ Nhật Bản đối mặt với tình trạng thâm hụt ngân sách lớn, do vậy hàng năm họ phải bán ra một lượng lớn trái phiếu. Các nhà đầu tư Nhật Bản thì lại không bị hạn chế chỉ mua bán trái phiếu của Nhật mà họ có thể mua bán trái phiếu của các nước khác. Trong thực tế, các nhà đầu tư thể chế của Nhật Bản, như là các quỹ hưu trí, mua một lượng lớn trái phiếu Hoa Kỳ cũng như trái phiếu Nhật Bản.

Trái phiếu Nhật lại có mức lãi suất thấp hơn nhiều so với lãi suất trái phiếu Hoa Kỳ. Quý II 2005, lãi suất ngắn hạn ở Nhật trung bình là 0,03% so mức trung bình của Hoa Kỳ là 3,16% (nhớ lại Bẫy Thanh khoản ở Nhật). Cũng trong giai đoạn tương tự, mức lãi suất trung bình của trái phiếu 10 năm của Nhật là 1,4% so với mức 4,3% của Hoa Kỳ. Nếu có nhiều lựa chọn mua trái phiếu các nước khác nhau, vì sao người ta mua trái phiếu Nhật Bản?

Phân tích về tác động của sự lên giá hay xuống giá kỳ vọng sẽ gợi ý cho câu trả lời của chúng ta: các nhà đầu tư sẵn lòng mua trái phiếu Nhật, mặc dù chúng có mức lãi suất thấp hơn nhiều so lãi suất trái phiếu Hoa Kỳ bởi vì họ kỳ vọng về sự lên giá của đồng yên so với đô-la. Kỳ vọng này bắt nguồn từ đâu?

Một dấu hiệu làm cho các nhà đầu tư kỳ vọng về sự thay đổi tỷ giá đó là sự khác nhau về tỷ lệ lạm phát giữa 2 nước. Hoa Kỳ có tỷ lệ lạm phát thông thường ở mức 2-3% năm trong khi Nhật Bản tiếp tục trải qua giảm phát. Vì vậy, ứng với bất kỳ rổ hàng hoá cho trước nào, sẽ cần nhiều đô-la hơn và ít yên hơn để mua được rổ hàng đó trong tương lai. Theo đó, nếu như tỷ giá hối đoái thực giữa yên và đô-la duy trì không đổi, đồng yên sẽ tăng giá so với đô-la xét về tỷ giá danh nghĩa.

Dấu hiệu khác làm cho các nhà đầu tư đôi lúc kỳ vọng về sự thay đổi tỷ giá hối đoái đó là tồn tại tình hình thặng dư hay thâm hụt của cán cân vãng lai. Hoa Kỳ hiện tại đang bị thâm hụt cán cân vãng lai rất lớn, Nhật Bản lại có thặng dư cán cân vãng lai đáng kể - và đây là lý do để kỳ vọng về sự lên giá của đồng yên so với đô-la.

Sự lên giá kỳ vọng của đồng yên so với đô-la có nghĩa là đầu tư vào trái phiếu theo đồng yên cũng tốt như đầu tư vào trái phiếu theo đô-la mặc dù mức lãi suất của chúng thấp. Dĩ nhiên, không chắc chắn là tỷ giá sẽ thay đổi đúng như dự đoán. Điều này hoàn toàn có thể xảy ra, ví dụ như đồng yên có thể giảm giá thay vì lên giá như dự đoán trong thời kỳ tiếp theo. Nhưng rõ ràng rằng dự đoán tốt nhất của các nhà đầu tư là yên sẽ tăng giá theo thời gian.

## **Sự rút giá của đồng Krona - Thụy Điển**

Vào đầu những năm 1990, Thụy Điển theo cơ chế tỷ giá hối đoái cố định, đồng krona được gắn với đồng mark Đức. Khi nước Anh từ bỏ cơ chế tỷ giá hối đoái cố định, nhiều nhà đầu tư bắt đầu tự hỏi liệu rằng Thụy Điển sẽ có thể làm điều tương tự. Những nỗ lực nhằm duy trì cơ chế tỷ giá hối đoái cố định của Thụy Điển cũng đã góp phần chứng minh về sự khó khăn khi một quốc gia phải ra tay đối phó với một cuộc tấn công đầu cơ như thế nào.

Làn sóng tấn công đầu tiên đến vào tháng 09/1992 sau khi đồng bảng Anh gặp trục trặc. Cũng như Anh, Thụy Điển gánh chịu sự sụt giảm kinh tế, nhiều người hoài nghi về đất nước này sẽ từ bỏ cơ chế tỷ giá hối đoái cố định và sẽ đi đến tự do cắt giảm lãi suất. Nhưng chính phủ đã khẳng định cam kết cố định tỷ giá. Nhằm giữ chân các nhà đầu tư giữ tiền của họ ở lại Thụy Điển, ngân hàng trung ương đã tăng tạm thời lãi suất qua đêm – tương đương với mức của các quỹ liên bang Hoa Kỳ - đến 500%.

Để biết được tại sao mức lãi suất lại tăng lên quá cao như vậy, chúng ta cần phải nhớ lại vào tháng 09/1992, các nhà đầu tư nghĩ có nhiều khả năng đồng krona sẽ mất giá – khoảng 10% trong một hay hai năm tiếp theo. Để bù đắp cho sự mất giá kỳ vọng đó, ngân hàng trung ương Thụy Điển phải chào mức lãi suất thay đổi tăng vài phần trăm mỗi tuần. Tương đương mức lãi suất vài trăm phần trăm hàng năm.

Lãi suất cao đã đánh bại cuộc tấn công đầu cơ lúc đầu vào đồng krona, nhưng chỉ kéo dài được vài tháng. Tháng 11/1992, tấn công đầu cơ vào krona lại tiếp tục, chính phủ lúc này lo sợ về hệ quả kinh tế vĩ mô nếu như lãi suất tăng một lần nữa. Thay vào đó, chính phủ đã ngăn chặn dòng vốn ra bằng cách can thiệp vào thị trường ngoại hối. Nhưng qui mô yêu cầu can thiệp lại quá to lớn. Chỉ sau vài ngày, Thụy Điển đã mua khoảng 160 tỷ krona – tương đương 29 tỷ đô-la trên thị trường ngoại hối. Thụy Điển là một nước nhỏ hơn nhiều so với nước Mỹ, vì vậy sự can thiệp này tương đương với một sự can thiệp ở Mỹ lên đến hơn 1000 tỷ đô-la trong cùng một giai đoạn thời gian.

Ngày 19/11/1992 Thụy Điển đã tung khăn đầu hàng và cho phép đồng krona mất giá so với mark Đức. Nền kinh tế trở nên dễ chịu hơn sau vài năm với cơ chế tỷ giá hối đoái thả nổi. Đến năm 2003, một cuộc trưng cầu dân ý với đề nghị từ bỏ đồng krona chuyển sang sử dụng chung đồng euro, có nghĩa là đất nước này sẽ chuyển sang cơ chế tỷ giá hối đoái cố định lâu dài đã được bầu chọn bởi đại đa số người dân Thụy Điển.

## Sự thăng trầm của nền kinh tế Argentina

Argentina có một lịch sử kinh tế nhiều trục trặc. Những năm đầu thế kỷ 20, Argentina được đánh giá là một nền kinh tế giàu có và là điểm đến hấp dẫn của dân di cư châu Âu. Nhưng nền kinh tế này đã tăng trưởng chậm lại hầu như suốt thế kỷ, Argentina bị bỏ lại phía sau. Đất nước này thường xuyên phải đối mặt với các cuộc đảo chính quân sự và khủng hoảng kinh tế.

Vào đầu những năm 1990, Argentina đã cố gắng thực hiện một cuộc khởi đầu mới mẻ. Chính phủ mới được bầu chọn một cách dân chủ. Về kinh tế, Argentina cố gắng ngăn chặn rủi ro lạm phát bằng việc gắn chặt đồng peso với đô-la Mỹ (theo cơ chế Hội đồng tiền tệ, 1 peso = 1 đô-la). Kết quả là suốt những năm 1990, nền kinh tế đạt được thành tựu đáng kể: tăng trưởng nhanh, thu hút dòng vốn nước ngoài vào rất lớn.

Cuối những năm 1990, trục trặc bắt đầu xuất hiện. Đô-la Mỹ tăng giá so với euro, người láng giềng Brazil phá giá đồng real. Theo đó, do gắn với đô-la, peso lên giá so euro và real đã làm giảm xuất khẩu của Argentina, vì vậy tăng trưởng kinh tế chậm lại, dòng vốn vào bắt đầu chậm lại và cạn kiệt, nền kinh tế rơi vào tình trạng suy thoái. Các nhà đầu tư mất dần niềm tin cả vào tương lai của peso và khả năng trả nợ của chính phủ Argentina. Nhiều người đã không còn tin vào sự gắn chặt của peso so với đô-la, họ bắt đầu kỳ vọng Argentina sẽ từ bỏ cơ chế tỷ giá cố định và đồng peso sẽ giảm giá so với đô-la. Trong một nỗ lực nhằm giữ lại các nguồn quỹ ở lại trong nước, chính phủ Argentina đã tăng lãi suất và cố gắng thực hiện cân bằng ngân sách, nhưng tất cả những cố gắng này đã đẩy nền kinh tế rơi sâu vào tình trạng suy thoái.

Cuối cùng, vào cuối năm 2001, sự sụp đổ của hàng loạt ngân hàng ở Argentina đã đẩy tình hình vào khủng hoảng thật sự. Trong một nỗ lực nhằm ngăn chặn sự sụp đổ của ngân hàng, chính phủ đã định ra hạn mức đối với các khoản mà người dân có thể rút tiền từ các tài khoản của họ ở ngân hàng. Kết quả là hàng loạt các cuộc biểu tình chống đối và bạo động diễn ra và lan rộng, 20 người bị giết chết. Ngày 20/12/2001, tổng thống từ chức trong tình trạng thất sủng, bộ trưởng tài chính - kiến trúc sư của các chính sách kinh tế thập niên 90 từ chức với tội danh tham nhũng. Ngày 03/01/2002, cơ chế tỷ giá hối đoái cố định bị từ bỏ và peso mất giá nhanh chóng, 1 peso chỉ còn đổi được 0,3 đô-la. Đất nước cũng ngừng thực hiện việc thanh toán các khoản nợ nước ngoài. Trong sự hỗn loạn này, nhiều doanh nghiệp bị phá sản, niềm tin người tiêu dùng bị sa sút nghiêm trọng, và nền kinh tế gánh chịu một sự giảm sút trầm trọng của GDP thực.

Nhưng ít nhất là câu chuyện này cũng kết thúc có hậu. Sau nhiều bất ổn về chính trị, một tổng thống mới cũng được bầu lên vào tháng 05/2003, peso mất giá đã kéo theo một sự bùng nổ xuất khẩu rùng, giúp nền kinh tế hồi phục nhanh chóng: GDP thực tăng khoảng 9% năm 2003 và 2004. Argentina đạt được một thỏa thuận giải quyết các khoản nợ với các chủ nợ của mình theo đó đã cắt giảm nợ xuống khoảng 70%.

Mặc dù sự hồi phục nhanh chóng đã thành hiện thực, khủng hoảng ở Argentina vẫn còn để lại một lời cảnh báo đối với các nhà kinh tế học vĩ mô. Đã 70 năm từ khi John Maynard Keynes xuất bản tác phẩm Lý thuyết tổng quát về Việc Làm, Lãi suất, và Tiền tệ, thì một số các quốc gia vẫn còn phải gánh chịu những cuộc suy sụp kinh tế được xem là có thể cạnh tranh với Đại Khủng hoảng.