

# KHỦNG HOẢNG TIỀN TỆ: LÝ THUYẾT THỂ HỆ THỨ NHẤT VÀ THỨ HAI

Nguyễn Xuân Thành

Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright

Trong suốt thập niên từ 50 cho đến 70, khủng hoảng tài chính ở các nước đang phát triển (đặc biệt là ở châu Mỹ Latinh) đều xoay quanh hệ thống tài chính bị áp chế, thâm hụt ngân sách gia tăng và tỷ giá hối đoái cố định. Trong một hệ thống tài chính bị áp chế, lãi suất được kiểm soát ở dưới mức cân bằng để giảm chi phí cho vay. Chính phủ đồng thời duy trì một mức thâm hụt ngân sách lớn, thường được tài trợ bởi vay nước ngoài, hoặc trong điều kiện không thể làm như vậy thì bằng thuế lạm phát hay bằng tỷ lệ dự trữ bắt buộc cao áp đặt lên các ngân hàng thương mại. Thâm hụt ngân sách cao, lạm phát gia tăng nhưng tỷ giá hối đoái lại được cố định. Điều đó có nghĩa là chính phủ phải sử dụng dự trữ ngoại tệ để bảo vệ tỷ giá hối đoái. Một cú sốc, ví dụ như tỷ giá ngoại thường thay đổi theo chiều hướng xấu làm tăng thâm hụt cán cân xuất nhập khẩu, có thể dẫn tới một cuộc tấn công mang tính đầu cơ vào đồng nội tệ và làm cạn kiệt dự trữ ngoại hối. Chính phủ lúc đó buộc phải từ bỏ tỷ giá hối đoái cố định và để đồng nội tệ phá giá. Đây là diễn biến điển hình của một cuộc *khủng hoảng tiền tệ*.

## I. Mô hình khủng hoảng tiền tệ thể hệ thứ nhất

Khủng hoảng tiền tệ hay khủng hoảng cán cân thanh toán liên quan đến việc chính phủ không còn đủ dự trữ ngoại tệ để đáp ứng nhu cầu sử dụng ngoại tệ của các khu vực khác nhau trong nền kinh tế và buộc phải phá giá đồng nội tệ. Mọi chuyện thường bắt đầu từ việc chính phủ duy trì tỷ giá hối đoái cố định. Chính phủ có thể bảo vệ tỷ giá này bằng cách can thiệp trực tiếp vào thị trường ngoại hối (tức là trực tiếp mua hoặc bán ngoại tệ). Nếu có một thị trường tài chính phát triển, nhiệm vụ này có thể được thực hiện bằng các hoạt động thị trường mở hay can thiệp vào thị trường ngoại hối kỳ hạn. Tuy nhiên, việc bảo vệ tỷ giá cũng có giới hạn của nó. Trước các sức ép giảm giá trị đồng nội tệ (thường thì do chính phủ in tiền để bù đắp thâm hụt ngân sách), chính phủ liên tục phải bán ngoại tệ để bảo vệ tỷ giá. Dự trữ ngoại hối giảm và cuối cùng thì chính phủ buộc phải chấm dứt tỷ giá cố định và chuyển sang thả nổi tỷ giá. Điểm đặc biệt là ngay trước khi dự trữ cạn kiệt, sự suy yếu của các yếu tố kinh tế vĩ mô căn bản trở thành tín hiệu cho các cuộc tấn công mang tính đầu cơ vào đồng tiền nội tệ và đẩy nhanh khủng hoảng.

Paul Krugman (1979) và sau đó là Flood & Garber (1984) đã giải thích tiến trình trên dựa vào mô hình tiền tệ đơn giản với tên gọi là lý thuyết khủng hoảng tiền tệ thể hệ thứ nhất. Sau đây là nội dung cơ bản của mô hình.

### 1. Mô hình căn bản

Chúng ta xem xét một nền kinh tế nhỏ và mở cửa. Nền kinh tế được giả định là đang trong tình trạng toàn dụng với thu nhập không đổi, giá cả và tiền lương có thể thay đổi một cách linh hoạt.

Có hai loại tài sản tài chính tồn tại trong nền kinh tế là nội tệ và ngoại tệ. Những tài sản này do các đối tượng khác nhau trong nền kinh tế nắm giữ. Các đối tượng này được giả định là có khả năng dự đoán hoàn hảo tình huống xảy ra trong tương lai.

Cầu tiền thực là hàm số của mức thu nhập và lãi suất. Thu nhập càng cao thì cầu tiền thực càng lớn; còn lãi suất càng cao thì cầu tiền thực càng giảm.

$$\frac{M_t}{P_t} = k\bar{Y} - \gamma r_t \quad (1)$$

với  $M_t$  là mức cầu tiền danh nghĩa;  $P_t$  là mức giá;  $\bar{Y}$  là mức thu nhập toàn dụng;  $r_t$  là lãi suất nội địa (danh nghĩa);  $k$  và  $\gamma$  là các hệ số dương và cố định; ký hiệu  $t$  thể hiện thời gian.

Đẳng thức cân bằng sức mua được đảm bảo. Điều này có nghĩa là giá trị hàng hóa trong nước khi đổi ra giá trị ngoại tệ bằng cách sử dụng tỷ giá hối đoái hiện hành bằng đúng với giá trị hàng hóa này ở nước ngoài.

$$P_t = E_t P^* \quad (2)$$

với  $P^*$  là mức giá ở nước ngoài và được giả định là cố định;  $E_t$  là tỷ giá hối đoái danh nghĩa (tính bằng tỷ lệ nội tệ/ngoại tệ).

Đẳng thức cân bằng lãi suất dựa vào tỷ giá hối đoái kỳ vọng được bảo đảm. Điều này có nghĩa là nếu ta gửi 1 đồng nội tệ vào ngân hàng ở trong nước với lãi suất trong nước, đồng thời đổi 1 đồng nội tệ ra ngoại tệ theo tỷ giá hiện hành, gửi vào ngân hàng nước ngoài theo lãi suất nước ngoài, rồi sau 1 năm rút ra và đổi trở lại nội tệ theo tỷ giá kỳ vọng sau một năm, thì hai giá trị phải bằng nhau.

$$\frac{1+r_t}{1+r^*} = \frac{E_{t+1}^e}{E_t}$$

với  $r^*$  là lãi suất ở nước ngoài và được giả định là cố định;  $E_{t+1}^e$  là tỷ giá hối đoái kỳ vọng sau một năm.

Đẳng thức trên có thể được biến đổi để trở thành:

$$r_t - r^* = \frac{\Delta E_t^e}{E_t} \quad (3)$$

với  $\Delta E_t^e$  là chênh lệch giữa tỷ giá hối đoái kỳ vọng sau một năm và tỷ giá hiện hành. Vậy,  $\Delta E_t^e/E_t$  chính là tốc độ mất giá kỳ vọng của đồng nội tệ so với đồng ngoại tệ.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Công thức ban đầu có thể được viết thành:  $\frac{1+r_t}{1+r^*} = 1 + \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t}$ , hay  $\frac{1+r_t}{1+r^*} = 1 + \frac{\Delta E_t^e}{E_t}$ . Lấy log hai vế, ta có:

$\ln(1+r) - \ln(1+r^*) = \ln\left(1 + \frac{\Delta E_t^e}{E_t}\right)$ . Đơn giản hơn, ta có:  $r_t - r^* = \frac{\Delta E_t^e}{E_t}$ . (Nhớ rằng với  $x$  có giá trị nhỏ thì  $\ln(1+x) \approx x$ ).

Mức cung tiền bằng tổng của dự trữ ngoại hối và tín dụng nội địa:

$$M_t = R_t + D_t \tag{4}$$

với  $R_t$  là dự trữ ngoại tệ; và  $D_t$  là tín dụng nội địa.

Chính phủ duy trì thâm hụt ngân sách và phải in tiền để bù đắp. Tín dụng nội địa, do vậy, tăng liên tục với tốc độ bình quân là  $\mu$ . Ta có:

$$D_t = D_0(1 + \mu)^t \tag{5}$$

với  $D_0$  là mức tín dụng nội địa vào thời điểm  $t = 0$ .

Thế phương trình (2) và (3) vào (1) ta có:

$$\frac{M_t}{P^* E_t} = k\bar{Y} - \gamma \left( r^* + \frac{\Delta E_t^e}{E_t} \right) \tag{6}$$

## 2. Tỷ giá hối đoái cố định

Bắt đầu từ thời điểm  $t = 0$ , chính phủ duy trì một tỷ giá hối đoái cố định. Điều đó có nghĩa là tốc độ mất giá kỳ vọng của đồng nội tệ so với đồng ngoại tệ bằng không ( $\Delta E^e/E = 0$ ). Phương trình (6) trở thành:

$$\frac{M_t}{P^* E_t} = k\bar{Y} - \gamma r^* \text{ hay } E_t = \frac{M_t}{P^* (k\bar{Y} - \gamma r^*)}$$

Đặt  $\alpha = P^* (k\bar{Y} - \gamma r^*)$ , ta có:

$$E_t = \frac{1}{\alpha} M_t \tag{7}$$

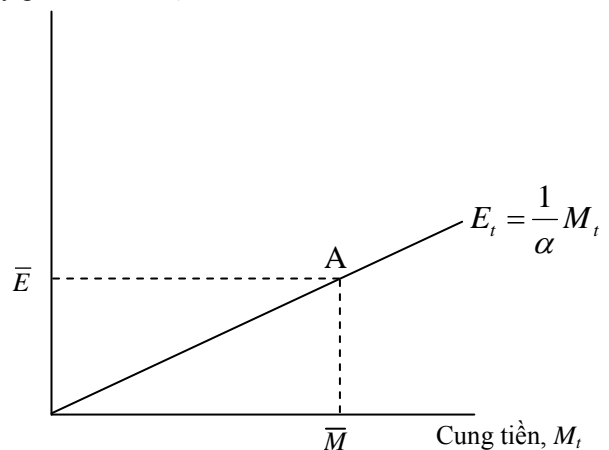
Với tỷ giá cố định, ta có:  $E_t = \bar{E}$ . (7) trở thành:

$$\bar{E} = \frac{1}{\alpha} \bar{M}$$

Khi tỷ giá cố định, nền kinh tế ở vào điểm A trên đồ thị. Chính phủ phải duy trì mức cung tiền cố định bằng  $\bar{M}$ .

Do tín dụng nội địa tăng lên liên tục, chính phủ phải sử dụng dự trữ ngoại tệ để bảo vệ tỷ giá. Phương trình (4) cho thấy tín dụng nội địa tăng lên bao nhiêu thì dự trữ ngoại tệ giảm đi bấy nhiêu.

Tỷ giá hối đoái,  $E_t$



### 3. Dự trữ ngoại tệ cạn kiệt và tỷ giá hối đoái được thả nổi

Sau cùng thì cũng đến lúc dự trữ ngoại tệ cạn kiệt.<sup>2</sup> Lúc đó, chính phủ buộc phải thả nổi tỷ giá. Nếu thâm thủng ngân sách vẫn tồn tại và dự trữ ngoại tệ bằng không, tốc độ tăng tín dụng nội địa bằng với tốc độ tăng cung tiền và bằng với tốc độ mất giá của đồng nội tệ so với ngoại tệ. Vậy, khi chuyển sang thả nổi tỷ giá thì ta có:

$$\mu = \frac{\Delta D_t}{D_t} = \frac{\Delta M_t}{M_t} = \frac{\Delta E_t^e}{E_t} \tag{8}$$

Thế (8) vào phương trình căn bản (6), ta có:

$$\frac{M_t}{P^* E_t} = k\bar{Y} - \gamma(r^* + \mu) \text{ hay } E_t = \frac{M_t}{P^* [k\bar{Y} - \gamma(r^* + \mu)]} = \frac{M_t}{P^* (k\bar{Y} - \gamma r^*) - P^* \gamma \mu}$$

Đặt  $\beta = P^* \gamma \mu$  và nhớ rằng  $\alpha = P^* (k\bar{Y} - \gamma r^*)$ , ta có:

$$E_t = \frac{1}{\alpha - \beta} M_t \tag{9}$$

Vậy, khi bắt đầu từ lúc thả nổi, tỷ giá hối đoái được xác định bởi phương trình (9). Lúc này  $R = 0$  và  $M_t = D_t$ .

### 4. Tấn công dầu cơ và thời điểm tỷ giá cố định sụp đổ

Đồ thị ở bên phải biểu diễn phương trình tỷ giá hối đoái khi tỷ giá cố định và phương trình tỷ giá hối đoái khi chuyển sang thả nổi.

Ta biết rằng khi cố định tỷ giá thì nền kinh tế ở vào vị trí A trên đường

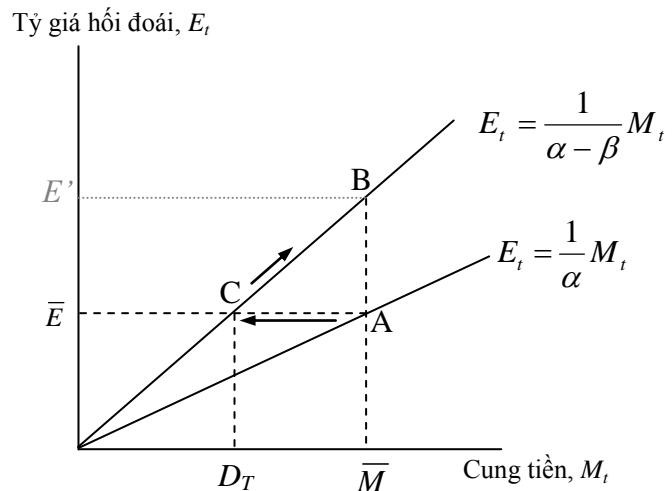
$E_t = \frac{1}{\alpha} M_t$ . Khi chuyển sang tỷ giá hối

đoái thả nổi, nền kinh tế sẽ chuyển từ điểm A tới một vị trí trên đường

$E_t = \frac{1}{\alpha - \beta} M_t$ . Câu hỏi đặt ra là tỷ giá cố định sụp đổ và chính phủ chuyển sang thả nổi tỷ giá

hối đoái vào thời điểm nào và ngay tại thời điểm đó thì nền kinh tế di chuyển đến điểm nào trên

đường  $E_t = \frac{1}{\alpha - \beta} M_t$ .

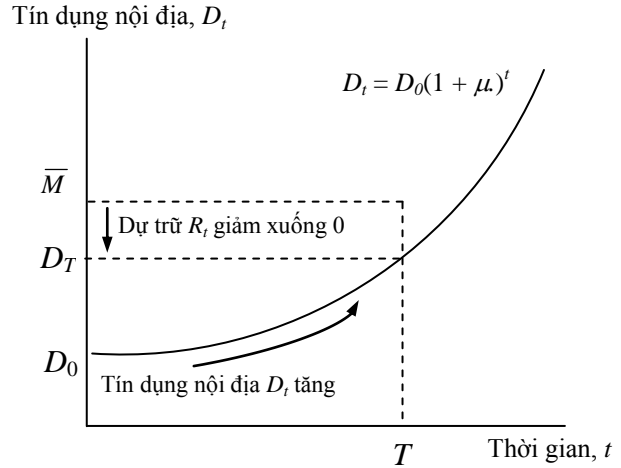


Giả sử quá trình diễn ra là tín dụng nội địa tăng dần và dự trữ ngoại tệ giảm dần cho tới khi dự trữ ngoại tệ bằng 0. Lúc đó, toàn bộ mức cung tiền  $\bar{M}$  là tín dụng nội địa  $D$ . Chính phủ thả nổi

<sup>2</sup> Trên thực tế, có khi dự trữ chỉ giảm đến mức quá thấp nào đó thì chính phủ đã buộc phải thả nổi tỷ giá. Trong mô hình ta giả định chính phủ thả nổi tỷ giá khi dự trữ ngoại tệ bằng không cho đơn giản.

tỷ giá và với tốc độ mất giá là  $\mu$  nền kinh tế dịch chuyển từ A lên B. Tỷ giá hối đoái “nhảy” tức thì từ  $\bar{E}$  lên  $E'$ . Những ai đang giữ đồng nội tệ sẽ bị thua thiệt.

Nếu chính phủ công bố trung thực mức dự trữ ngoại tệ và thâm hụt ngân sách thì mọi người đều có thể biết chắc được thời điểm dự trữ cạn kiệt. Nếu vậy, ai cũng muốn đem nội tệ đi đổi ra ngoại tệ vào thời điểm trước đó để tránh khỏi bị thua thiệt khi đồng nội tệ bị phá giá. Chừng nào tỷ giá còn có khả năng bị mất giá tức thì ngay sau khi thả nổi, thì mọi người còn muốn đổi hết nội tệ ra ngoại tệ vào thời điểm trước đó. Không ai đợi cho đến khi dự trữ cạn kiệt.



Vậy, vào thời điểm tỷ giá hối đoái cố định sụp đổ, nền kinh tế không thể chuyển từ điểm A lên điểm B.

Sự chuyển dịch là từ A đến C và tỷ giá hối đoái không thay đổi vào đúng thời điểm bắt đầu thả nổi. Tại sao lại như vậy? Khi dự trữ giảm xuống một mức thấp nhất định nào đó, một cuộc tấn công mang tính đầu cơ sẽ xảy ra. Mọi người mang nội tệ đến ngân hàng để đổi ra ngoại tệ và làm cho lượng ngoại tệ còn lại giảm ngay lập tức xuống con số không. Mức cung tiền giảm đi đúng bằng lượng ngoại tệ còn lại vừa bị mất này (bằng khoảng cách giữa A và C). Do vậy, nền kinh tế dịch chuyển từ A tới C.

Ta có thể xác định được đúng thời điểm T, ở đó cuộc tấn công đầu cơ xảy ra, dự trữ giảm xuống 0, tỷ giá hối đoái cố định sụp đổ và chuyển sang cơ chế thả nổi.

Biết rằng tại thời điểm T, tỷ giá hối đoái không thay đổi nên:

$$\bar{E} = E_T = \frac{1}{\alpha - \beta} M_T. \text{ Do } \bar{E} = \frac{1}{\alpha} \bar{M}, \text{ ta có: } \frac{1}{\alpha} \bar{M} = \frac{1}{\alpha - \beta} M_T$$

Cũng tại thời điểm T, dự trữ giảm đột ngột xuống không nên  $R_T = 0$  và  $M_T = D_T$ . Nhưng từ phương trình (5), ta có:  $D_T = D_0(1 + \mu)^T$ . Vậy,

$$\frac{1}{\alpha} \bar{M} = \frac{1}{\alpha - \beta} D_0(1 + \mu)^T$$

$$\Leftrightarrow (1 + \mu)^T = \frac{\alpha - \beta}{\alpha} \frac{\bar{M}}{D_0}$$

$$\Leftrightarrow T = \log_{1+\mu} \left( \frac{\alpha - \beta}{\alpha} \frac{\bar{M}}{D_0} \right)$$

Theo đồ thị ở bên phải, tín dụng nội địa  $D_t$  tăng dần với tốc độ  $\mu$ . Dự trữ giảm dần để đảm bảo giữ mức cung tiền và tỷ giá hối đoái không đổi. Đến thời điểm T, dự trữ xuống tới một mức thấp đáng kể và một cuộc tấn công đầu cơ xảy ra với một lượng nội tệ được bán ra để đổi lấy ngoại tệ.

Dự trữ giảm đột ngột xuống 0, làm cho mức cung tiền cũng giảm độ ngọt từ  $\bar{M}$  xuống  $M_T$  ( $=D_T$ ). Chính phủ buộc phải thả nổi tỷ giá hối đoái. Ngay tại thời điểm này thì tỷ giá hối đoái không đổi. Sau đó, tin dụng nội địa tiếp tục tăng với tốc độ  $\mu$ . Mức cung tiền tăng lên và đồng nội tệ bị mất giá liên tục.

*Câu hỏi:* Kết quả của mô hình trên thay đổi như thế nào nếu chính phủ không công bố đúng mức dự trữ ngoại tệ?

## 5. Kết luận

Dựa trên mô hình tiền tệ đơn giản, lý thuyết của Krugman đã giải thích tiến trình dẫn đến khủng hoảng tiền tệ khi chính phủ cố định tỷ giá hối đoái và theo đuổi các chính sách kinh tế vĩ mô không mang tính bền vững. Điểm then chốt là việc cơ chế tỷ giá cố định sụp đổ và được thay bằng tỷ giá thả nổi là một sự kiện tất yếu xảy ra sau một cuộc tấn công mang tính đầu cơ trước khi dự trữ ngoại tệ cạn kiệt. Đó hoàn toàn là kết quả của hành vi tối đa hóa lợi ích của các nhà đầu tư, chứ không hề do các hành động phi lý trí.

Tuy vậy, phân tích ở trên có điểm yếu là dựa vào mô hình vĩ mô đơn giản, trong đó giả định mọi đối tượng có khả năng dự đoán hoàn hảo. Việc giả định hai loại tài sản là nội tệ và ngoại tệ có nghĩa là chính phủ chỉ có thể bảo vệ tỷ giá cố định khỏi bị phá giá bằng cách trực tiếp bán dự trữ ngoại tệ. Những giả định đơn giản của mô hình cho phép ta mô tả khá cụ thể quá trình diễn ra khủng hoảng, nhưng rõ ràng nhiều yếu tố gây ra khủng hoảng khác (chứ không chỉ là thâm hụt ngân sách) đã bị bỏ qua.

## II. Mô hình khủng hoảng tiền tệ thể hệ thứ hai

Như đã trình bày, mô hình khủng hoảng tiền tệ của Krugman (1979) đưa ra một cách giải thích khá thuyết phục về quá trình sụp đổ của tỷ giá hối đoái cố định khi dự trữ ngoại tệ cạn kiệt. Tuy vậy, trong rất nhiều cuộc khủng hoảng tiền tệ (đặc biệt là đối với các nền kinh tế phát triển), chính phủ rõ ràng có đủ dự trữ để bảo vệ tỷ giá, nhưng đã không làm như vậy. Ngược lại, do những mối quan ngại về tác động của lãi suất cao và thất nghiệp nên chính phủ nhiều nước đã thả nổi tỷ giá hối đoái khi bị các nhà đầu cơ tấn công.

Obsfeld (1994) đã đưa ra một cách giải thích khác về khủng hoảng tiền tệ và được gọi là lý thuyết khủng hoảng tiền tệ thể hệ thứ hai.

### 1. Mô hình khủng hoảng tiền tệ của Obsfeld (1994)

Theo Obsfeld, việc quyết định bảo vệ tỷ giá hối đoái cố định có cả lợi ích và chi phí. Đứng trước sức ép phải thả nổi tỷ giá, nếu chính phủ quyết định bảo vệ tỷ giá cố định thì lợi ích có được sẽ là uy tín về chính sách trong dài hạn. Nhưng việc bảo vệ tỷ giá tạo ra những tác động tiêu cực tới nền kinh tế nội địa, vì thường thì lãi suất phải tăng lên.

Lãi suất tăng, trước hết, làm suy giảm tăng trưởng kinh tế và gây ra thất nghiệp. Tác động nữa là đối với hệ thống ngân hàng. Lãi suất cao buộc các ngân hàng phải trả lãi cao hơn cho tiền gửi. Những đối tượng vay nợ theo lãi suất thả nổi sẽ gặp khó khăn về khả năng thanh toán. Tỷ lệ nợ khó đòi và tình trạng vỡ nợ vì thế gia tăng, làm ảnh hưởng tới khả năng vững mạnh về mặt tài chính của cả hệ thống ngân hàng.

Đứng trước sự cân đối giữa lợi ích và chi phí, chính phủ có thể lựa chọn bảo vệ tỷ giá hối đoái hay thả nổi tỷ giá.

Các nhà đầu cơ cũng có hai lựa chọn: hoặc tấn công vào đồng nội tệ hoặc không. Nếu thấy tại một thời điểm nào đó việc bảo vệ tỷ giá cố định tạo nên những chi phí kinh tế quá lớn, thì các nhà đầu cơ có thể suy đoán rằng chính phủ sẽ thả nổi tỷ giá để có thể giảm lãi suất và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Kỳ vọng này làm các nhà đầu cơ và cả nhiều nhà đầu tư khác đồng loạt bán đồng nội tệ để mua vào ngoại tệ.

Điểm then chốt của mô hình Obsfeld là đa cân bằng có thể tồn tại và khủng hoảng có thể mang tính ‘tự phát sinh’ (self-fulfilling). Kỳ vọng đầu cơ phụ thuộc vào việc suy đoán về phản ứng của chính phủ; những phản ứng của chính phủ lại phụ thuộc vào những thay đổi về giá cả và các chỉ số kinh tế khác tác động thế nào tới tình hình kinh tế và chính trị; nhưng những thay đổi về giá cả và các chỉ số kinh tế lại có thể xảy ra đơn giản là vì kỳ vọng của các nhà đầu tư. Những yếu tố và tác động *xoay vòng* này có thể tạo ra một cuộc khủng hoảng mà lẽ ra không thể xảy ra, nhưng lại xảy ra khi các đối tượng trên thị trường có kỳ vọng như vậy.

## **2. Khủng hoảng xảy ra đối với Cơ chế Tiền tệ châu Âu năm 1992-1993**

Từ năm 1979, các nước thành viên của EU thiết lập Hệ thống Tiền tệ châu Âu (EMS) với một cơ chế tỷ giá (gọi là ERM – European Exchange-rate Mechanism) trong đó xác định khoảng giới hạn mà tỷ giá tiền tệ của các nước thành viên được phép dao động.<sup>3</sup> Đồng Mark Đức trở thành cơ sở để các đồng tiền khác dựa vào.

Sau sự kiện thống nhất nước Đức vào năm 1990, thâm hụt ngân sách và lãi suất thực cũng như lãi suất danh nghĩa ở Đức tăng lên nhanh chóng. Cơ chế tiền tệ lúc đó là tỷ giá hối đoái chỉ được dao động trong giới hạn  $\pm 2,25\%$  xung quanh mức trung tâm.

Cơ chế tiền tệ như trên và sự gia tăng lãi suất ở Đức tạo ra khó khăn cho các nước đối tác. Lãi suất gia tăng ở Đức có nghĩa là đồng mark trở nên hấp dẫn; tiền bắt đầu chảy vào Đức với số lượng lớn. Để hỗ trợ cho đồng tiền của mình, các nước thành viên của EMS khác buộc phải tăng lãi suất, từ đó tạo ra tác động giảm phát vào đúng thời điểm mà nhiều nước EMS đang ở trong tình trạng suy thoái kinh tế. Đây chính là lý do căn bản của cuộc khủng hoảng tiền tệ châu Âu năm 1992-1993.

Vào đầu năm 1992, đồng bảng Anh trở thành đồng tiền đầu tiên bị tấn công. Theo ước tính chỉ trong vài ngày Ngân hàng Trung ương Anh quốc đã bán ra dự trữ ngoại tệ và mua vào 15 tỷ bảng Anh để bảo vệ tỷ giá. Nhưng đến ngày 16 tháng 9 năm 1992 thì Anh quyết định đi ra khỏi Hệ thống Tiền tệ châu Âu và thả nổi đồng bảng.<sup>4</sup> Một ngày sau khi Anh ra khỏi EMS, Ý cũng hành động tương tự. Kế đến là Tây Ban Nha phá giá đồng peseta, Ai Len tăng lãi suất qua đêm lên tới 1000% và trong một tuần Pháp cũng sử dụng tới một nửa lượng dự trữ ngoại tệ để bảo vệ tỷ giá giữa đồng franc và đồng mark. Đến mùa hè năm 1993, Pháp và các nước còn lại của cơ chế ERM mở rộng biên độ dao động tỷ giá lên 15%.

Câu chuyện ở trên có thể được giải thích bằng mô hình của Obsfeld. Rõ ràng các nước thành viên của EMS (có lẽ ngoại trừ trường hợp của Ý) có đủ dự trữ ngoại tệ vào thời điểm năm 1992 để hỗ trợ cho tỷ giá nhưng đã không làm như vậy. Để bảo vệ tỷ giá, chính phủ các nước thành viên EMS có thể vay dự trữ ngoại tệ, nâng lãi suất, hay thậm chí áp đặt chính sách kiểm soát ngoại hối tạm thời. Những biện pháp này, mặc dù có thể thành công trong việc duy trì tỷ giá hối đoái cố định, nhưng tạo ra các chi phí lớn về kinh tế, đặc biệt là trong thời điểm suy giảm tăng

<sup>3</sup> Anh không tham gia ngay từ đầu và tới ngày 8 tháng 10 năm 1990 mới tham gia.

<sup>4</sup> Theo ước tính không chính thức, George Soros đã thu lợi tới 1 tỷ US\$ khi đầu cơ vào đồng bảng Anh trong năm 1992.

trường kinh tế và thất nghiệp cao. Chính vì vậy, chính phủ các nước thành viên EMS luôn phải cân bằng lợi ích và chi phí của việc không điều chỉnh tỷ giá. Nếu trong một tình huống nào đó, một sự kiện kinh tế xuất hiện làm tăng những ước tính của thị trường về chi phí chính phủ phải chịu khi duy trì tỷ giá cố định thì một cuộc tấn công đầu cơ vào đồng nội tệ sẽ nảy sinh và chính phủ thất tốt nhất là nên chuyển sang tỷ giá thả nổi.

### **3. Khủng hoảng đồng peso Mêhicô năm 1994**

Các mô hình khủng hoảng tiền tệ trên đây cũng có thể được vận dụng để giải thích một phần cho cuộc khủng hoảng đồng peso của Mêhicô vào năm 1994 (hay còn được gọi là khủng hoảng tequila).

Sau một thập kỷ bị lãng quên, nền kinh tế Mêhicô cho thấy có nhiều dấu hiệu phục hồi tăng trưởng và giá cả được ổn định từ vào đầu thập niên 1990: chương trình ổn định giá được tiến hành khá thành công; tự nhân hóa tạo nguồn thu cho chính phủ để giảm nợ nước ngoài của khu vực công; tự do hóa tài chính làm tăng dòng vốn nước ngoài chảy vào; và triển vọng của Hiệp định Tự do Thương mại Bắc Mỹ (NAFTA) tạo ra các kỳ vọng tích cực cho các nhà đầu tư.

Tuy nhiên, các yếu tố kinh tế căn bản bắt đầu xấu đi nghiêm trọng từ năm 1993. Dòng vốn nước ngoài tăng đột ngột đã làm cho giá trị thực của đồng peso bị lên giá tới 40% trong vòng 5 năm từ 1988 đến 1993. Thâm hụt cán cân thương mại gia tăng từ mức 2,6% GDP vào giữa năm 1989 lên 5% vào năm 1993. Tăng trưởng kinh tế giảm liên tục từ 5,1% năm 1990 xuống 3,6% năm 1992 và 2,0% năm 1993.

Bắt đầu từ đầu năm 1994, dòng vốn nước ngoài chảy vào suy giảm. Kỳ hạn các khoản nợ của chính phủ cũng rút ngắn lại nhanh chóng với nhiều khoản nợ đáo hạn vào năm 1995. Dự trữ ngoại tệ giảm dần để bù đắp cho thâm hụt cán cân thương mại. Ngân hàng trung ương quyết định là ngưng tác động của việc mất dự trữ bằng cách tăng tín dụng nội địa. Chính sách này ngăn không làm giảm mức cung tiền và giữ lãi suất ở mức thấp. Tuy nhiên, dự trữ giảm liên tục và đến tháng 3/1994, tấn công đầu cơ xảy ra. Ước tính không chính thức cho thấy để hỗ trợ tỷ giá peso-đô la, ngân hàng trung ương của Mêhicô đã sử dụng lượng dự trữ tới trên 50 tỷ USD. Mặc dù vậy, chính phủ cũng không ngăn được sự sụp đổ của đồng nội tệ xảy ra vào cuối năm 1994.

Rõ ràng cuộc khủng hoảng peso năm 1994 chứa đựng sự không nhất quán giữa chính sách tỷ giá và chính sách tiền tệ, từ đó làm mất dự trữ ngoại tệ và cuối cùng là sự sụp đổ của đồng tiền, như được giải thích bởi mô hình của Krugman. Nhưng cần lưu ý rằng dự trữ ngoại tệ suy giảm không phải do thâm hụt ngân sách, mà do chính phủ lựa chọn dùng dự trữ để bù đắp thâm hụt cán cân thương mại khi dòng vốn nước ngoài chảy vào giảm sút. Nguyên nhân tại sao ngân hàng trung ương lại quyết định lựa chọn một chính sách như vậy có thể là do mối quan ngại của chính phủ về tình trạng mong manh của hệ thống ngân hàng, vấn đề thất nghiệp và tăng trưởng nếu quyết định thắt chặt tiền tệ và tăng lãi suất để bảo vệ đồng nội tệ. Hơn thế nữa, rõ ràng dòng vốn nước ngoài cũng có một vị trí quan trọng trong toàn bộ quá trình khủng hoảng xảy ra. Những yếu tố này sẽ được giải thích tốt hơn khi ta đề cập đến lý thuyết khủng hoảng thứ ba ở bài sau.