

# Tự do hoá tài khoản vốn, tấn công tiền tệ và các cuộc khủng hoảng<sup>1</sup>

Châu Văn Thành

## Bạn sẽ học được những gì từ nội dung thảo luận này:

- Kỳ vọng về tương lai của sự lên giá hay xuống giá của đồng tiền dẫn đến sự tấn công tiền tệ như thế nào, và đâu là những nhân tố xác định các kỳ vọng này?
- Tại sao các quốc gia gắn với cơ chế tỷ giá hối đoái cố định thường phải đối mặt với các cuộc tấn công tiền tệ?
- Tại sao một cuộc tấn công tiền tệ có thể là nguyên nhân của một cuộc suy thoái, và rủi ro này tác động đến chính sách kinh tế vĩ mô như thế nào?

## Dẫn nhập:

Lịch sử hệ thống tiền tệ quốc tế (International Monetary System IMS) từ sau 1870 có thể được chia thành 3 giai đoạn: (1) Cơ chế bản vị vàng; (2) Hiệp định Bretton Woods; và (3) Cơ chế phi hệ thống. Cơ chế bản vị vàng (Gold Standard, 1870-1914) theo đó tỷ giá hối đoái gần như cố định, vốn (và các nguồn lực lao động) di chuyển tự do và do vậy sự độc lập tiền tệ đã bị giới hạn. Hậu chiến tranh thế giới lần thứ II, hiệp định Bretton Woods (1945-1971) với cơ chế tỷ giá hối đoái cố định có điều chỉnh, đi kèm với nó là những hạn chế nhất định về dòng vốn di chuyển nên đã tạo ra sự độc lập nhất định cho chính sách tiền tệ của từng quốc gia. Hiện nay, giai đoạn hậu Bretton Woods được xem là cơ chế phi hệ thống, thay cho cái neo “tỷ giá hối đoái cố định của hiệp định Bretton Woods” bằng sự tự do lựa chọn cơ chế tỷ giá của từng nền kinh tế. Đặc biệt là từ những năm 1990, xu hướng tự do hoá dòng vốn toàn cầu tạo ra sự di chuyển của các luồng đầu tư trực tiếp (FDI) và đáng kể hơn hết là các dòng vốn đầu tư gián tiếp (FPI hay FII) ngày càng mạnh mẽ, với qui mô và lưu lượng tăng lên nhanh chóng. Những sự đảo chiều ngoạn mục của các dòng FII cùng với cấu trúc kinh tế không bền vững, gắn quá chặt đồng tiền với đô la Mỹ trong thời gian dài, tấn công tiền tệ và sự hoảng loạn được xem là nguyên nhân chủ yếu của nhiều cuộc khủng hoảng khắp nơi trên phạm vi toàn cầu, điển hình là khủng hoảng Mêhicô 1994-95, khủng hoảng tài chính châu Á 1997-98, ở Nga 1998, Ecuador 1999, và cuộc khủng hoảng được ví như sự lặp lại của Đại Khủng hoảng ở Argentina 2001-02.

Vấn đề không phải chỉ là các cuộc khủng hoảng này xảy ra phổ biến, đặc biệt là ở các quốc gia thị trường mới nổi và đang chuyển đổi, gây ra các thiệt hại lớn cho các nền kinh tế, có tính chất lan truyền, gia tăng bất ổn chính trị, các vấn đề xã hội và đói nghèo, mà quan trọng không kém đó là ngay cả các nhà kinh tế và các quan chức chính phủ cũng chưa thể đi đến thống nhất và tìm ra liều thuốc hữu hiệu nhằm góp phần ngăn chặn nguy cơ khủng hoảng. Chương học này nhằm cung cấp cho người học các công cụ cơ bản để có thể hiểu được các cuộc khủng hoảng như tác động của thay đổi kỳ vọng về tỷ giá và các dòng vốn di chuyển, các yếu tố tác động đến sự hình

---

<sup>1</sup> Biên soạn dựa vào các tài liệu được ghi trong mục tài liệu tham khảo dùng cho giảng dạy và nghiên cứu (2008).

thành kỳ vọng về tỷ giá, cơ chế của các cuộc tấn công đầu cơ, và sau cùng là thách thức đối với chính sách kinh tế vĩ mô mà các nhà kinh tế và các quan chức điều hành nền kinh tế đang phải đối mặt.

### Kỳ vọng và các dòng vốn quốc tế

Dòng vốn quốc tế di chuyển giữa nước này và nước khác không chỉ phụ thuộc vào lãi suất (hay khác biệt lãi suất) mà còn phụ thuộc vào kỳ vọng về tỷ giá hối đoái trong tương lai.

#### *Sự lên giá, giảm giá của đồng tiền và các khoản sinh lợi kỳ vọng*

Giả sử chúng ta xét việc đầu tư vào loại trái phiếu kỳ hạn một năm của chính phủ Hoa Kỳ với lãi suất 3% và trái phiếu của chính phủ Việt Nam với lãi suất 8%. Cả hai chính phủ đều được đánh giá là rất đáng tin cậy và không có vấn đề rủi ro gì khác trong việc thanh toán khi đến hạn. Đây là loại trái phiếu được thanh toán bằng chính tiền tệ của nước phát hành (a dollar-denominated bond đối với Hoa Kỳ và a VND-denominated bond đối với Việt Nam). Sau một năm việc đầu tư vào trái phiếu của nước nào sẽ mang lại sinh lợi cao hơn? Câu trả lời không chỉ phụ thuộc vào lãi suất của trái phiếu mà còn vào sự thay đổi tỷ giá của USD và VND (Để đơn giản, chúng ta không xét đến các cơ hội đầu tư hay sự hoán đổi cho các loại ngoại tệ nào khác).

Giả sử tỷ giá hối đoái giữa VND và USD ở thời điểm đầu tư là 16.000 VND = 1 USD. Hai trường hợp được xét đến đó là sau một năm: (1) VND giảm giá 10% so USD (17.600 VND = 1 USD); và (2) VND lên giá 10% so USD (14.400 VND = 1 USD). Kết quả so sánh thể hiện thông qua bảng tính toán sau đây:

#### Giá trị của 1 USD hay 16.000 VND đầu tư sau một năm

		<i>VND giảm giá 10% (USD lên giá) 17.600 VND = 1 USD</i>	<i>VND lên giá 10% (USD giảm giá) 14.400 VND = 1 USD</i>
<i>Nếu đầu tư vào trái phiếu Hoa Kỳ</i>	Giá trị tính theo USD Giá trị tính theo VND	1,03 USD 1,03×17.600 = 18.128 VND	1,03 USD 1,03×14.400 = 14.832 VND
<i>Nếu đầu tư vào trái phiếu Việt Nam</i>	Giá trị tính theo VND Giá trị tính theo USD	17.280 VND 17.280/17.600 = 0,982 USD	17.280 VND 17.280/14.400 = 1,2 USD

**Ghi chú:** Đây là một ví dụ dựa vào thời điểm 2008. Bạn có thể thay đổi và tính lại theo từng thời điểm xem xét và cũng sẽ nhận ra kết quả tương tự.

Như vậy, nếu VND tăng giá so với USD thì trái phiếu Việt Nam sẽ có sinh lợi cao hơn, trong khi VND giảm giá so USD thì trái phiếu Hoa Kỳ sẽ là lựa chọn tốt hơn theo tính toán đơn giản này. Tất nhiên, quyết định đầu tư vào trái phiếu nước nào hay trái phiếu được gắn với đồng tiền nào phụ thuộc vào nhiều yếu tố khác trong thực tế. Ví dụ bên trên cho chúng ta thấy rằng sự thay đổi của tỷ giá hối đoái có tác động rất lớn đến sinh lợi của trái phiếu và quyết định đầu tư và chính vì thế dự báo về tỷ giá có vai trò quan trọng.

#### *Hiểu về đầu cơ tiền tệ*

Rất khó để có thể dự báo một cách chính xác tỷ giá hối đoái của một hay một số đồng tiền theo các đồng tiền khác trong tương lai, thời điểm một năm nữa kể từ bây giờ chẳng hạn. Tuy nhiên, lại có nhiều lý do để những nhà đầu tư hay đầu cơ kỳ vọng về sự lên giá hay mất giá của một

đồng tiền nào đó trong tương lai. Nếu như kỳ vọng này mạnh đến mức họ quyết định thực hiện kinh doanh tiền tệ thông qua các nguồn quỹ của mình, có nghĩa là họ đang tham gia *đầu cơ tiền tệ*<sup>2</sup> (*currency speculation*). Để đầu cơ tiền tệ, các nhà đầu tư thường phân tích các yếu tố sau đây:

*Sự khác biệt về tỷ lệ lạm phát:* Trong dài hạn, tỷ giá hối đoái có xu hướng tuân thủ theo quy tắc PPP (ngang bằng sức mua), hay tỷ giá hối đoái danh nghĩa sẽ thay đổi nhằm bù trừ sự khác biệt về tỷ lệ lạm phát giữa 2 nước. Kết quả là các nhà đầu tư sẽ kỳ vọng rằng đồng tiền của các nước có tỷ lệ lạm phát cao sẽ giảm giá so với đồng tiền của các nước có tỷ lệ lạm phát thấp.

*Độ lệch so với ngang bằng sức mua (Purchasing Power Parity, PPP):* Nếu PPP là đúng có nghĩa là giá cả hàng hoá và dịch vụ trên thế giới có xu hướng tuân thủ theo quy luật một giá. Hay nói khác hơn, nếu giá cả hàng hoá và dịch vụ ở một nước được đánh giá là đắt đỏ so với nước khác thì sẽ xuất hiện một kỳ vọng về sự điều chỉnh giá cả thông qua sự giảm giá của đồng tiền nước này và ngược lại.

*Sự mất cân bằng lớn của cán cân vãng lai:* Thâm hụt lớn của cán cân vãng lai được hiểu là cần vay mượn nhiều để có thể trang trải chi tiêu. Tình trạng này có thể tồn tại trong một giai đoạn nhưng không thể kéo dài mãi mãi. Để góp phần giải quyết và ngăn chặn sự thâm hụt, một trong những cách là cần một sự giảm giá của nội tệ để hàng hoá và dịch vụ trở nên rẻ hơn một cách tương đối. Do vậy, các nhà đầu tư kỳ vọng vào một sự mất giá tiền tệ của các nước có cán cân vãng lai thâm hụt lớn, và tăng giá đồng tiền của các nước có cán cân vãng lai thặng dư.

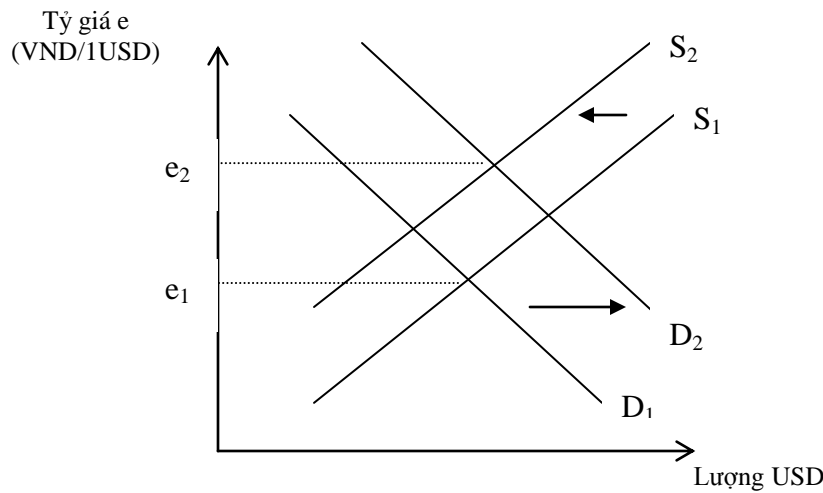
*Những áp lực đối với cơ chế tỷ giá hiện hành:* Một cơ chế tỷ giá hối đoái cố định được duy trì thông qua các biện pháp can thiệp nhưng có dấu hiệu không bền vững như lượng dự trữ ngoại tệ đang có xu hướng cạn kiệt, hay một quốc gia cố gắng duy trì mức lãi suất cao trong thời kỳ suy thoái nhằm cố gắng bảo vệ tỷ giá và ngăn chặn sự tháo chạy của dòng vốn là những tín hiệu tạo ra kỳ vọng về sự mất giá của tiền tệ trong tương lai.

### *Tác động của đầu cơ tiền tệ*

Đầu cơ tiền tệ dựa trên các kỳ vọng tương lai về sự mất giá hay lên giá của đồng tiền. Do vậy, các quyết định đầu tư của các nhà đầu tư ảnh hưởng rất mạnh đến tỷ giá hối đoái hiện hành. Để dễ liên hệ với tình huống của Việt Nam, chúng ta hãy xem xét thị trường ngoại hối về cung và cầu USD và tỷ giá hối đoái đang theo cơ chế thả nổi. Trục hoành đo lường lượng USD và trục tung đo lường tỷ giá danh nghĩa  $e$  (số lượng VND đổi lấy 1 USD) (hình vẽ).

---

<sup>2</sup> Ở một số quốc gia, đầu cơ tiền tệ bị xem là một hoạt động tiêu cực bị chỉ trích. Tuy nhiên, theo ngữ nghĩa kinh tế học, cần xem đây là một hoạt động kinh tế thông thường.



Trước tiên, giả sử các nhà đầu tư không kỳ vọng về sự tăng giá hay giảm giá của VND, tỷ giá tương lai cũng giống như tỷ giá hiện tại. Trên thị trường ngoại hối, đường cung USD ( $S_1$ ) và đường cầu USD ( $D_1$ ) giao nhau tại mức tỷ giá cân bằng ban đầu là  $e_1$ . Bây giờ, vì một số lý do nào đó, các nhà đầu tư thay đổi kỳ vọng của họ theo hướng VND mất giá so với USD trong tương lai. Điều này có nghĩa là trái phiếu Hoa Kỳ (chính xác hơn là trái phiếu theo USD) được xem là có sinh lợi hấp dẫn hơn nếu sau cùng quy đổi theo VND. Sự kỳ vọng về VND giảm giá này sẽ làm dịch chuyển đường cầu USD sang phải. Người dân Việt Nam muốn mua nhiều trái phiếu Hoa Kỳ hơn ứng với các mức tỷ giá cho trước, họ bán VND và mua USD, cầu USD tăng lên. Tương tự như vậy, nếu xét ở góc độ thị trường trái phiếu Việt Nam đủ lớn để có thể thu hút người dân Hoa Kỳ, diễn biến sẽ là trái phiếu Việt Nam ít hấp dẫn hơn, cầu trái phiếu Việt Nam của người dân Hoa Kỳ giảm, cầu VND giảm và họ giảm bán ra USD, nên đường cung USD dịch trái. Kết quả là tỷ giá cân bằng mới ở mức cao hơn ( $e_2 > e_1$ ), VND mất giá ngay từ bây giờ, khi xuất hiện kỳ vọng về sự mất giá của VND trong tương lai.

**Tỷ giá hối đoái cố định và các cuộc tấn công đầu cơ**

Đối với cơ chế tỷ giá hối đoái thả nổi, kỳ vọng về sự giảm giá trong tương lai của một đồng tiền cùng với đầu cơ có thể làm cho tỷ giá thay đổi theo hướng đồng tiền đó mất giá ngay hiện tại. Trong cơ chế tỷ giá hối đoái cố định, loại kỳ vọng này xuất hiện sẽ tạo sức ép và làm cho cơ chế này rất khó duy trì và có thể bị sụp đổ.

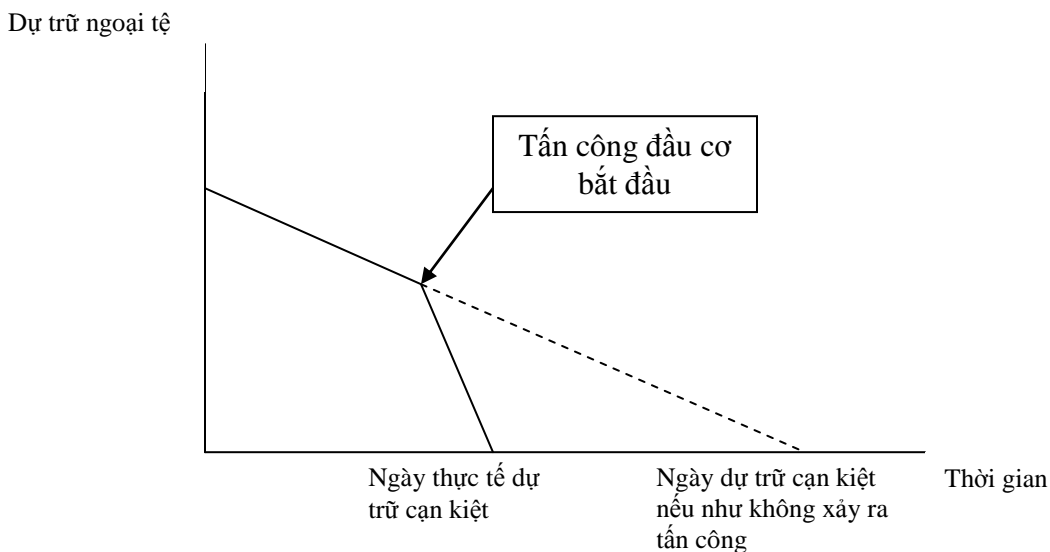
*Hoạt động đầu cơ đe dọa cơ chế tỷ giá hối đoái cố định như thế nào?*

Sau chiến tranh thế giới thứ hai và nhất là sau khi hiệp định Bretton-Woods sụp đổ, càng xuất hiện nhiều trường hợp các nước từ bỏ cơ chế tỷ giá hối đoái cố định một cách chủ động hay thụ động. Một số trường hợp trong đó xảy ra là do sự tấn công vào đồng tiền của các nước này. Khi các nhà đầu tư tin rằng cơ chế tỷ giá hối đoái cố định của một quốc gia nào đó sớm hay muộn sẽ bị từ bỏ, họ bắt đầu tấn công bằng cách bất ngờ bán ra một lượng lớn nội tệ nước này và kéo theo đồng tiền này giảm giá. Do vậy, khi đồng tiền của một quốc gia gặp trục trặc do đối diện với các cuộc tấn công đầu cơ còn được biết đến như là cuộc khủng hoảng tiền tệ (currency crisis).

Thái Lan trong cuộc khủng hoảng tài chính 1997 là một ví dụ điển hình cho cuộc tấn công đầu cơ vào một cơ chế tỷ giá hối đoái cố định đang có dấu hiệu không vững chắc. Khi Baht Thái được cố định ở mức 25 Baht = 1 USD. Tại mức tỷ giá này Baht Thái được đánh giá là có giá trị cao hơn mức cân bằng tính theo USD, do vậy dẫn đến tình trạng thặng dư Baht Thái trên thị trường. Chính phủ Thái sử dụng dự trữ ngoại tệ<sup>3</sup> (USD) để mua lượng Baht hàng ngày trên thị trường ngoại hối nhằm duy trì tỷ giá cam kết (hay có thể hiểu là bán ra USD vào thị trường). Khi các nhà đầu tư bắt đầu kỳ vọng về sự mất giá của Baht trong tương lai, họ đẩy mạnh bán ra Baht. Để giữ tỷ giá cố định, chính phủ Thái phải sử dụng ngày càng nhiều hơn lượng dự trữ ngoại tệ của mình để can thiệp vào thị trường. Thực tế là các nhà đầu tư đã thực hiện một cuộc tấn công đầu cơ bằng cách chuyển một dòng vốn khổng lồ ra khỏi Thái Lan, họ bán tài sản Thái và chuyển các dòng vốn của họ sang các tài sản theo đô la Mỹ ở các tài khoản ngoại tệ bên ngoài. Dự trữ ngoại hối cạn kiệt, Baht mất giá và chuyển sang rơi tự do, cơ chế tỷ giá hối đoái cố định kết thúc. Vấn đề là khi nào thì kỳ vọng xuất hiện, và khi bị tấn công, cơ chế tỷ giá cố định sụp đổ ngay không?

*Lô-gic của một cuộc tấn công đầu cơ*

*Sự cạn kiệt của dự trữ ngoại tệ nhìn thấy trước:* Lô-gic của sự cạn kiệt dự trữ ngoại tệ tương tự như tình huống của Thái Lan. Khi cạn kiệt dự trữ, tỷ giá hối đoái hay giá trị của Baht Thái sẽ trở về giá trị cân bằng của nó (mức tỷ giá khi không có sự can thiệp), các nhà đầu tư xây dựng diễn cảnh đó vào kỳ vọng hiện tại của họ - đồng Baht sẽ mất giá trong tương lai ngay cả khi tỷ giá là cố định trong hiện tại, và họ bắt tay vào công việc “đầu tư” từ hôm nay. Dự trữ ngoại tệ Thái cạn kiệt nhanh hơn là tiến trình lẽ ra nó sẽ diễn ra nếu không có tấn công đầu cơ (hình vẽ)



*Vấn đề kinh tế vĩ mô và niềm tin của công chúng - Trường hợp của nước Anh - 1992:* Nước Anh từ bỏ cơ chế tỷ giá hối đoái cố định tháng 09 năm 1992 mà lý do bị tấn công cơ bản không phải là dự trữ ngoại tệ cạn kiệt mà là dân chúng Anh không còn kiên nhẫn với chính sách thắt chặt tiền tệ, duy trì mức lãi suất cao và nền kinh tế bị kiềm nén, cán cân vãng lai bị thâm hụt ngày

<sup>3</sup> Để đơn giản, chúng ta giả định công cụ can thiệp duy nhất trong tình huống này nhằm giữ tỷ giá hối đoái cố định là dự trữ ngoại tệ.

càng cao, tỷ lệ thất nghiệp gia tăng. Lãi suất trái phiếu của Anh cao và cơ chế tỷ giá hối đoái cố định đã thu hút các nhà đầu tư giữ trái phiếu Anh và đồng Bảng Anh. Điều này đã làm cho khả năng thúc đẩy nền kinh tế thông qua cắt giảm lãi suất không thể thực hiện được. Trước sự căng thẳng diễn ra, các nhà đầu tư càng tin vào khả năng sẽ có những quyết định chính trị nhằm từ bỏ cơ chế tỷ giá hối đoái cố định và kỳ vọng vào một sự mất giá của Bảng Anh. Tấn công đầu cơ đã đẩy chính phủ Anh nâng mức lãi suất cao hơn nhằm bảo vệ tỷ giá. Cuối cùng thì những căng thẳng cũng bị đẩy đến một kết cục của quyết định từ bỏ cơ chế tỷ giá hối đoái cố định và kỳ vọng của các nhà đầu tư cũng xảy ra.

### *Những lời tiên đoán có đủ sức mạnh không?*

Lô-gic của các cuộc tấn công đầu cơ giống như một vòng lặp: một nước bị buộc cho phép đồng tiền của mình mất giá bởi đầu cơ tiền tệ, và việc đầu cơ này phản ánh niềm tin của các nhà đầu tư rằng đồng tiền của nước này sớm hay muộn cũng được cho phép mất giá. Một số nhà kinh tế, nhìn vào vòng lặp này, lập luận rằng trong một số trường hợp tấn công đầu cơ có thể là kết quả của sự tự đáp lại những lời tiên đoán.

Đây là lời giải thích vì sao lập luận của họ có thể xảy ra. Giả sử một nước theo cơ chế tỷ giá hối đoái cố định và chính cơ chế tỷ giá này tạo ra khó khăn cho chính sách kinh tế nhưng chính phủ nước này vẫn muốn duy trì nó. Ví dụ ở Thụy Điển năm 1992, điều này được mô tả trong đạo luật kinh tế. Thời gian này chính phủ Thụy Điển muốn tự do cắt giảm lãi suất để chống chọi với suy thoái nhưng họ cũng muốn duy trì tỷ giá hối đoái cố định giữa krona với mark Đức. Mãi đến mùa thu 1992 mong muốn của chính phủ để cố định tỷ giá vẫn còn nặng hơn sự căm dỗ về sự tự do của chính sách tiền tệ.

Nhưng bây giờ giả sử vì một số lý do nào đó các nhà đầu tư bắt đầu tin rằng tỷ giá hối đoái cố định sẽ bị từ bỏ. Sự thay đổi kỳ vọng này sẽ dẫn đến dòng vốn đi ra và lãi suất cao hơn. Theo kết quả đó, sẽ rất khó khăn để chính phủ duy trì tỷ giá hối đoái cố định. Vấn đề là ở chỗ kỳ vọng về tỷ giá hối đoái cố định bị từ bỏ có thể đẩy một đất nước vào việc từ bỏ tỷ giá cố định: một cuộc tấn công đầu cơ có thể là sự tự đáp lại những lời tiên đoán.

Và điều gì đã kích động sự tự đáp lại như vậy? Có thể là bất kỳ thứ gì - một vụ xi căng đan ảnh hưởng đến chính phủ, một mảng tin kinh tế xấu, một lời tuyên bố bất cẩn của quan chức chính phủ.

Các nhà kinh tế cũng bị phân chia theo mức độ quan trọng của các cuộc khủng hoảng tự đáp lại các cuộc tấn công đầu cơ. Tất cả các chuyên gia đồng ý rằng nhiều, hay có lẽ là hầu hết, cuộc khủng hoảng là kết quả của các trục trặc kinh tế mang tính nền tảng. Họ cũng đồng ý việc các quốc gia với vị thế kinh tế vững chắc thật sự không là mục tiêu của các cuộc tấn công đầu cơ. Nhưng đối với một số quốc gia trong vùng xám: họ đủ mạnh để một cuộc tấn công đầu cơ không xảy ra, với tình trạng hiện hành, nhưng họ cũng yếu đủ để có thể bị đẩy vào tình trạng từ bỏ tỷ giá hối đoái cố định nếu có một cuộc tấn công đầu cơ tạo ra và theo cách đó có sự trải nghiệm về sự tự đáp lại lời tiên đoán.

Một số các nhà kinh tế vĩ mô tin rằng bản chất của sự tự đáp lại từng phần của các cuộc tấn công đầu cơ có thể giải thích tại sao các cuộc tấn công này dường như thường xảy ra theo các lần

sóng, với một cuộc tấn công đầu cơ vào một loại tiền tệ này nhanh chóng kéo theo sự tiếp diễn với một cuộc tấn công vào một loại tiền tệ khác, và cứ thế tạo ra sự lan truyền. Cuộc tấn công đầu cơ vào bảng Anh 1992 kéo theo chẳng bao lâu sau là các cuộc tấn công vào đồng lira Ý, franc Pháp, và krona Thụy Điển. Một cuộc tấn công vào baht Thái 1997 kéo theo một chuỗi các cuộc tấn công trên phạm vi toàn thế giới, lên đến cực điểm là cuộc tấn công vào đồng real Brazil đầu 1999. Các nhà kinh tế gọi hiện tượng này, theo đó, một cuộc khủng hoảng ở một quốc gia dường như lan sang nhiều quốc gia khác, hay còn gọi là sự lan truyền hay lây nhiễm (contagion), và gợi ý rằng điều này có thể xảy ra bởi vì sự sụp đổ của cơ chế tỷ giá hối đoái cố định ở một quốc gia làm cho các nhà đầu tư lo lắng về sự bất ổn của các cơ chế ở các quốc gia khác.

## Các cuộc tấn công đầu cơ và chính sách kinh tế vĩ mô

### *Tác động vĩ mô của các cuộc tấn công tiền tệ*

Tấn công tiền tệ tác động rất khác nhau đến nền kinh tế vĩ mô của các quốc gia khác nhau. Cuộc tấn công vào Mêhicô 1994; Thái Lan, Malaysia, Hàn Quốc và Indonesia 1997-1998; và Argentina tháng 12 năm 2001 đã gây thiệt hại nghiêm trọng đến đất nước này trong khi cuộc tấn công xảy ra ở Anh tháng 9 năm 1992 thì hầu như không tạo ra hệ quả xấu gì. Như vậy, đâu là lời giải thích và vì sao lại có sự khác biệt về hậu quả như vậy? Giả sử chúng ta xem xét một nền kinh tế mở theo cơ chế tỷ giá hối đoái cố định trải qua cuộc tấn công tiền tệ và buộc phải từ bỏ cơ chế này, hệ quả chung nhất đối với nền kinh tế sẽ như thế nào?

Theo lý thuyết, đối với một nền kinh tế mở và vốn di chuyển tự do, từ bỏ cơ chế tỷ giá hối đoái cố định thì chính sách tiền tệ sẽ có vai trò và khả năng lớn hơn trong việc ổn định hoá nền kinh tế. Các bằng chứng từ nghiên cứu thực nghiệm cho thấy một sự giảm giá bất ngờ của đồng tiền của một quốc gia có thể phá vỡ hệ thống tài chính của nền kinh tế này thông qua 02 tác động: (1) Sự sụp đổ của hệ thống ngân hàng thông qua hiện tượng rút tiền ồ ạt (Bank Runs); và (2) Hiệu ứng Bảng cân đối tài sản (Balance-Sheet Effect).

*Sự sụp đổ của hệ thống ngân hàng (Bank Runs):* Tác động này xuất phát từ sự mất niềm tin của người gửi tiền mang tính dây chuyền và đồ xô rút tiền, hệ thống ngân hàng kéo theo sụp đổ ngay cả khi ngân hàng đang ăn nên làm ra, giá trị tài sản của ngân hàng đang lớn hơn giá trị nguồn vốn. Ở các quốc gia có hệ thống tài chính và ngân hàng vững mạnh, hệ thống bảo hiểm tiền gửi hoạt động tốt và ngân hàng trung ương đóng vai trò cứu cánh cuối cùng tốt và hiệu quả thì ngân hàng được giải nguy từ sự hoảng loạn này. Tuy nhiên, tình hình có thể trở nên nghiêm trọng khi tiền gửi ngân hàng dưới dạng tài khoản ngoại tệ.

*Hiệu ứng Bảng cân đối tài sản<sup>4</sup> (Balance-Sheet Effect):* Nội tệ giảm giá cũng đồng nghĩa giảm của cải và tăng nợ nần khi quy đổi hay tính theo ngoại tệ. Kết quả là sẽ kéo theo sụt giảm chi tiêu, nguy cơ phá sản và xáo trộn về tình hình tài chính.

---

<sup>4</sup> Năm 2005 đến nay, cán cân vãng lai của Hoa Kỳ rơi vào tình trạng thâm hụt khá lớn so với GDP. Tuy nhiên, các nhà kinh tế cho rằng khác với những nước khác, các khoản nợ này chủ yếu dưới dạng USD nên không chịu tác động của Hiệu ứng bảng cân đối tài sản. Hơn nữa, Hoa Kỳ có một hệ thống ngân hàng vững mạnh có thể được bảo vệ tốt trước nguy cơ sụp đổ hàng loạt. Nhưng cuối cùng thì bạn đã biết điều gì thực sự đã xảy ra ngay trên nước Mỹ. Đây thực sự là một thách thức cho lý thuyết và quản lý nền kinh tế vĩ mô hiện đại.

### *Các cuộc khủng hoảng và tranh luận chính sách*

Thập niên 90 và đầu những năm 2000 đánh dấu hàng loạt các cuộc khủng hoảng và tấn công đầu cơ. Do tính chất phức tạp và có tính lan truyền nhanh chóng của các cuộc khủng hoảng nên hầu hết các quốc gia đều thống nhất về sự cần thiết phải ngăn chặn tình trạng này. Tuy nhiên, các nhà chính sách vẫn còn tranh luận chưa đi đến sự đồng thuận về bài thuốc và loại hình chính sách nào nên được áp dụng. Hiện có 3 loại phản ứng chính sách hay giải pháp đã được triển khai: (1) Các phản ứng tài khoá và tiền tệ đối với cuộc khủng hoảng; (2) IMF và các giải pháp cứu trợ trọn gói; và (3) Quay về với kiểm soát vốn.

*Các phản ứng tài khoá và tiền tệ đối với cuộc khủng hoảng:* Trước những cú sốc phía cầu, lý thuyết kinh tế vĩ mô chỉ rõ rằng cần áp dụng chính sách tiền tệ và tài khoá mở rộng để giải quyết tình trạng suy thoái và chính sách thắt chặt để cắt giảm áp lực lạm phát. Đối với các cú sốc gây ra từ cuộc tấn công tiền tệ, đồng tiền có nguy cơ mất giá và dòng vốn tháo chạy thì giải pháp không rõ ràng và thường có tác động 2 mặt. Tăng lãi suất nhằm khuyến khích giữ lại các dòng quỹ đầu tư nhưng nguy cơ kéo theo suy thoái do cầu đầu tư giảm. Duy trì lãi suất và cho phép nội tệ mất giá thì lại bị tác động của hiệu ứng bảng cân đối tài sản. Tăng thuế và cắt giảm chi tiêu là một khả năng lựa chọn khác nhưng phải đối mặt với sự sụt giảm tăng trưởng kéo theo suy thoái. Tiếp tục duy trì thành tích kinh tế bằng cách mở rộng tài khoá kích cầu thì có thể gây nên tình trạng nghi ngờ khả năng thanh toán nợ nần của chính phủ và làm trầm trọng thêm khả năng bị tấn công đầu cơ.

*IMF và các giải pháp cứu trợ:* Dự trữ ngoại tệ yếu kém hay khả năng cạn kiệt dự trữ là một trong những nguyên nhân chủ yếu một quốc gia bị tấn công tiền tệ và phải từ bỏ cơ chế tỷ giá hối đoái cố định. Trong một số trường hợp khẩn cấp, các nguồn cho vay có thể đến từ các nước khác (20 tỷ USD đã được chính phủ Hoa Kỳ cho Mêhicô vay năm 1994-95), hay nguồn vay có thể đến từ các tổ chức quốc tế (IMF và các giải pháp cho vay trọn gói đến các nước Hàn Quốc, Thái Lan, Indonesia năm 1997). Tuy nhiên, sự thành công của các cứu trợ từ các nguồn này không thực sự rõ ràng và gây ra khá nhiều tranh cãi từ sự khác biệt trong các giải pháp trọn gói (thường là tăng thuế, cắt giảm chi tiêu trong thời kỳ khủng hoảng) và hệ quả thực tế của các nền kinh tế nhận cứu trợ.

*Kiểm soát vốn (Capital Controls):* Đây là loại hình kiểm soát giao dịch ngoại hối đặc biệt thông qua ngăn cấm các dòng vốn quốc tế. Về nguyên tắc, khi quốc gia tuyên bố kiểm soát vốn thì chỉ có các giao dịch ngoại hối cho thanh toán nhập khẩu hàng hoá và dịch vụ và một số các giao dịch khác trong tài khoản vãng lai của cán cân thanh toán mới được phép, các giao dịch trong tài khoản vốn hoàn toàn bị ngăn cấm. Điều này có nghĩa là bạn không thể chuyển đổi ngoại tệ cho hoạt động mua bán cổ phiếu, trái phiếu với bên ngoài. Câu hỏi đặt ra là có nên hay không nên áp dụng chính sách này? và thời điểm nào áp dụng là phù hợp và hiệu quả nhất? Malaysia là nước đã áp dụng hình thức này trong cuộc khủng hoảng tài chính châu Á 1997. Về nguyên tắc, kiểm soát vốn có thể có tác dụng ngăn chặn đầu cơ tiền tệ khi có dấu hiệu hay trong thời gian xảy ra khủng hoảng. Đây là giải pháp có tính tạm thời và có thể tháo bỏ khi tình hình trở nên lắng dịu. Cái giá phải trả cho giải pháp này là sự ảnh hưởng đến niềm tin của các nhà đầu tư, các động cơ khuyến khích bị bóp méo và tình trạng quan liêu cửa quyền có thể trở thành gánh nặng.



### *Các cuộc khủng hoảng quốc tế như là vấn đề kinh tế vĩ mô quan trọng*

Kinh tế học vĩ mô được xem như một ngành học non trẻ. Sau cuộc Đại khủng hoảng 1929-33, lý thuyết Keynes đã giúp hình thành sự hiểu biết và ứng xử trước sự sụt giảm phía cầu của nền kinh tế. Vào những năm 1970, tình trạng đình lạm (Stagflation) đã mang lại cho các nhà chính sách kinh tế vĩ mô một cách phân tích và kết hợp chính sách hoàn toàn mới để giải quyết các trục trặc mới nổi lên ở cả phía cung và phía cầu. Thập niên 90 đến nay, nhất là sau các cuộc khủng hoảng ở châu Á và châu Mỹ la tinh, một lần nữa lý thuyết kinh tế vĩ mô được cập nhật và bổ sung nhằm giúp các quốc gia tìm ra các giải pháp hữu hiệu trước các biến động của một nền kinh tế hội nhập sâu rộng và khá nhiều rủi ro tiềm ẩn. Tuy vậy, hiện vẫn chưa có một “cái neo” vững chắc cho hệ thống lý thuyết và chính sách kinh tế vĩ mô cho nền kinh tế thế giới nói chung và các nền kinh tế đang phát triển nói riêng. Bằng chứng là cuộc khủng hoảng ở Hoa Kỳ 2008 và sự suy giảm kinh tế lan rộng phạm vi toàn cầu kéo dài đến nay vẫn chưa thực sự kết thúc. Con đường tìm tòi và nghiên cứu vẫn còn ở phía trước.

#### **Tài liệu tham khảo:**

Frederic S. Mishkin (2001), Các chính sách tài chính và việc ngăn chặn khủng hoảng tại các nước thị trường mới nổi. NBER.

Paul Krugman and Robin Wells (2006), Macroeconomics, Worth Publishers. Chapter 20.