

TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ QUỐC DÂN

TÀI CHÍNH QUỐC TẾ

Dành cho chương trình đào tạo Thạc sỹ Tài chính Kinh tế
theo phương thức từ xa



NHÀ XUẤT BẢN THỐNG KÊ - 2002

TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ QUỐC DÂN

TÀI CHÍNH QUỐC TẾ

Biên soạn dựa trên tài liệu "*International Finance*"
Laurence Harris, Đại học Tổng hợp London - 1996.

Tham gia biên soạn:

ThS. Phạm Thái Hưng

ThS. Nguyễn Thị Tuyết Mai

ThS. Nguyễn Thị Thanh Hương

NHÀ XUẤT BẢN THỐNG KÊ - 2002

LỜI GIỚI THIỆU

Cuốn sách này là một phần của bộ tài liệu học từ xa được biên soạn dựa trên phương pháp và tài liệu của Trường Đại học Tổng hợp London, nhằm phục vụ cho chương trình đào tạo thạc sỹ Kinh tế Tài chính theo phương thức từ xa đầu tiên của Trường Đại học Kinh tế Quốc dân. Biên soạn tài liệu học từ xa là một trong những hoạt động tiếp nhận công nghệ của Trường trong khuôn khổ dự án Đào tạo MSc từ xa do Tổ chức Hợp tác Phát triển Quốc tế Vương quốc Thụy Điển (Sida) hỗ trợ.

Mục tiêu của cuốn sách tự học này là nhằm cung cấp đủ các kiến thức cơ bản ở bậc cao học cho người học ngay cả khi không có sự hỗ trợ của giáo viên. Ngoài các nội dung cơ bản dựa trên cơ sở tài liệu gốc, nhóm biên soạn đã tổng hợp và đưa vào cuốn sách các nội dung cốt yếu của các tài liệu đọc và cố gắng liên hệ với thực tế ở Việt Nam và các nước khác có điều kiện tương đồng.

Cùng với cuốn sách này nhóm tác giả đã xây dựng tập tài liệu đọc thêm giúp học viên hiểu sâu hơn về các nội dung cơ bản đã nêu trong tài liệu học cũng như có thêm hiểu biết về thực tiễn trong và ngoài nước. Tập tài liệu đọc thêm bao gồm các tài liệu đọc cơ bản do Trường Đại học Tổng hợp London cung cấp và các tài liệu được xuất bản trong nước do nhóm biên soạn thu thập.

Trường Đại học Kinh tế Quốc dân chân thành cảm ơn Tổ chức Hợp tác Phát triển Quốc tế Vương quốc Thụy Điển (Sida) đã cung cấp bản quyền và hỗ trợ cho việc thực hiện chuyển giao công nghệ đào tạo từ xa, đặc biệt là công việc biên soạn các tài liệu học tập, cảm ơn Trường Đại học Tổng hợp London đã hợp tác tư vấn cho đội ngũ biên soạn tài liệu.

Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

**Xin chân thành cảm ơn Tổ chức Hợp tác
Phát triển Quốc tế Vương quốc Thụy Điển
(Sida) đã hỗ trợ Dự án Đào tạo Từ xa,
Trường Đại học Kinh tế Quốc dân, tổ chức
biên soạn cuốn sách này.**

MỤC LỤC

Giới thiệu	1
Bài 1: Sự phát triển của hệ thống tài chính quốc tế	10
1. Giới thiệu	10
2. Chế độ bản vị vàng	11
3. Hệ thống Bretton Woods	14
4. Sự hình thành của đôla châu Âu	29
5. Khủng hoảng nợ quốc tế	38
6. Kết luận	56
Các thuật ngữ cơ bản	57
Câu hỏi ôn tập	58
Tài liệu tham khảo	58
Bài 2: Tỷ giá hối đoái và thị trường ngoại hối	59
1. Giới thiệu	59
2. Một số khái niệm về tỷ giá và thị trường ngoại hối	60
3. Mô hình giản đơn về tỷ giá giao ngay	68
4. Lý thuyết ngang giá sức mua (PPP)	74
5. Tỷ giá giao ngay và tỷ giá kỳ hạn	91
6. Kết luận	100
Các thuật ngữ cơ bản	102
Câu hỏi ôn tập	103
Tài liệu tham khảo	103
Bài 3: Cán cân thanh toán	104
1. Giới thiệu	104
2. Đo lường cán cân thanh toán	106
3. Quan điểm tiếp cận thu nhập quốc dân	119
4. Quan điểm tiếp cận cơ giãn	127
5. Quan điểm tiếp cận chỉ tiêu	137
6. Kết luận	145

Các thuật ngữ cơ bản-----	147
Câu hỏi ôn tập-----	148
Tài liệu tham khảo-----	148

Bài 4: Chính sách cán cân thanh toán - Mô hình Mundell-Fleming -- 149

1. Giới thiệu -----	149
2. Cân bằng trong và cân bằng ngoài nền kinh tế-----	151
3. Mô hình Mundell-Fleming – Mô hình IS-LM-BP -----	158
4. Phân tích ảnh hưởng chính sách theo Mô hình Mundell-Fleming-----	169
5. Các chính sách dưới chế độ tỷ giá cố định và tỷ giá thả nổi -----	173
6. Di chuyển vốn hoàn hảo -----	179
7. Mối quan hệ giữa mục tiêu và công cụ chính sách -----	186
8. Kiểm định Mô hình Mundell-Fleming -----	189
9. Kết luận -----	192
Các thuật ngữ cơ bản-----	193
Câu hỏi ôn tập-----	193
Tài liệu tham khảo-----	194

Bài 5: Chính sách cán cân thanh toán - Quan điểm tiếp cận tiền tệ -- 195

1. Giới thiệu -----	195
2. Cơ sở của quan điểm tiếp cận tiền tệ -----	196
3. Ba giả định của quan điểm tiếp cận tiền tệ -----	202
4. Đồng nhất thức cung tiền -----	207
5. Quan điểm tiếp cận tiền tệ về cán cân thanh toán -----	209
6. Kiểm định quan điểm tiếp cận tiền tệ -----	223
7. Kết luận -----	228
Các thuật ngữ cơ bản-----	230
Câu hỏi ôn tập-----	230
Tài liệu tham khảo-----	231

Bài 6: Chế độ tỷ giá cố định và thả nổi ----- 232

1. Giới thiệu -----	232
2. Đánh về chế độ tỷ giá cố định và thả nổi theo quan điểm tiếp cận truyền thống -----	233
3. Đánh giá về chế độ tỷ giá cố định và thả nổi bằng mô hình kinh tế vĩ mô-----	240

4. Chế độ tỷ giá thả nổi có điều tiết-----	253
5. Kết luận -----	261
Các thuật ngữ cơ bản-----	263
Câu hỏi ôn tập-----	263
Tài liệu tham khảo-----	264

Bài 7: Các khối tiền tệ, hội nhập tài chính quốc tế và phối hợp chính sách-----

1. Giới thiệu -----	265
2. Các hình thức hợp tác tài chính cơ bản-----	268
3. Phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô-----	273
4. Hệ thống tiền tệ châu Âu -----	288
5. Kết luận -----	317
Các thuật ngữ cơ bản-----	319
Câu hỏi ôn tập-----	320
Tài liệu tham khảo-----	320

Bài 8: Một số vấn đề về tài chính quốc tế của các nước đang phát triển-----

1. Giới thiệu -----	321
2. Tài chính quốc tế và các nền kinh tế đang phát triển-----	324
3. Di chuyển vốn ngầm -----	328
4. Nợ nước ngoài quá hạn và đầu tư -----	347
5. Kết luận -----	362
Các thuật ngữ cơ bản-----	363
Câu hỏi ôn tập-----	364
Tài liệu tham khảo-----	365

GIỚI THIỆU

Tài chính quốc tế là một lĩnh vực nghiên cứu kinh tế học, tập trung chủ yếu vào quan hệ tài chính và kinh tế vĩ mô giữa các nước. Khác với nhiều lĩnh vực khác của kinh tế học, chủ đề nghiên cứu chính của tài chính quốc tế là những vấn đề rất gần gũi với thực tiễn như: mất cân bằng cán cân thanh toán và chính sách điều chỉnh cán cân thanh toán, sự biến động của tỷ giá trong thực tế và sự phụ thuộc giữa các nền kinh tế thông qua các quan hệ kinh tế vĩ mô.

Tài chính quốc tế là một lĩnh vực thay đổi rất nhanh chóng. Đã có nhiều nhà kinh tế tin tưởng rằng sự chấm dứt Hệ thống Bretton Woods vào năm 1973 mở ra một giai đoạn áp dụng rộng rãi chế độ tỷ giá hối đoái thả nổi, sẽ giúp cho chính phủ nhiều nước thoát khỏi gánh nặng mất cân bằng cán cân thanh toán. Đây là một trong những quan điểm được công nhận trong tài chính quốc tế suốt một thời kỳ dài vì gần như hiển nhiên là, nếu tỷ giá được phép dao động tự do thì bất kỳ khi nào cán cân thanh toán rơi vào tình trạng mất cân bằng, tỷ giá sẽ điều chỉnh linh hoạt để khôi phục lại cân bằng cán cân thanh toán. Tuy nhiên, niềm tin đó đã không thể tồn tại lâu vì nhiều nước như Hoa Kỳ, Anh... vẫn phải đối mặt với thâm hụt cán cân thanh toán như là một quan tâm chính sách kinh tế vĩ mô quan trọng nhất vào thập kỷ 1980 và 1990. Thực tế đó là xuất phát điểm của một loạt các lý thuyết mới về mất cân bằng cán cân thanh toán và tỷ giá hối đoái.

Trước sự mất ổn định của tỷ giá sau khi Hệ thống Bretton Woods tan rã, cùng với những cú sốc giá dầu thô vào năm 1973, 1979 và dầu thập kỷ 1980, nền kinh tế các nước công nghiệp phát triển bị ảnh hưởng ở nhiều mức độ khác nhau. Trong khi Anh và nhiều nước châu Âu khác trải qua một thời kỳ lạm phát cao kéo dài thì Nhật Bản, Đức lại duy trì được tỷ lệ lạm phát thấp. Trong bối

cảnh đó, một lần nữa ý tưởng về duy trì ổn định tiền tệ quốc tế giống như giai đoạn trước khi diễn ra Hội nghị tiền tệ quốc tế thành lập Hệ thống Bretton Woods năm 1944 lại được đặt ra dưới lý thuyết khu vực tiền tệ tối ưu. Mặc dù đã có rất nhiều nghi ngờ về khả năng hiện thực của một khu vực tiền tệ tối ưu, những bước đi mạnh dạn của Cộng đồng Kinh tế châu Âu trong việc thành lập Hệ thống tiền tệ châu Âu (và sau đó là Liên minh tiền tệ châu Âu) là những bằng chứng rõ ràng của quyết tâm đạt đến sự ổn định về tiền tệ. Tuy nhiên, sự ra đời của đồng *euro* chưa phải là tất cả. Sự suy yếu của đồng *euro* ngay sau ngày đưa vào lưu thông và những diễn biến chính trị phức tạp mới trong nội bộ Liên minh châu Âu cho thấy, con đường để đạt đến ổn định tiền tệ trước mắt giữa các nước thành viên vẫn còn rất nhiều thách thức.

Do có sự thay đổi nhanh chóng của tài chính quốc tế, khó có thể có một cuốn sách nào để cập được cả những lý thuyết kinh điển của tài chính quốc tế và những quan điểm, xu hướng vận động mới trong tài chính quốc tế, cũng như cân bằng được giữa các chủ đề lý thuyết và các vấn đề thực tiễn. *Trong khuôn khổ của cuốn sách này, bên cạnh những lý thuyết kinh điển cần thiết cho bất kỳ một khoá học sau đại học nào về tài chính quốc tế, nhóm tác giả cố gắng đưa vào các bài học những vấn đề liên quan đến những phát triển mới trong tài chính quốc tế và một số kết quả nghiên cứu thực nghiệm để có một cách nhìn nhận thực tế hơn về những lý thuyết được đề cập.* Cuốn sách này được chia thành tám bài với những nội dung cụ thể như sau:

Bài 1 sẽ giới thiệu tổng quan về sự phát triển của hệ thống tài chính quốc tế. Hoạt động của thị trường ngoại hối và các tổ chức tài chính quốc tế như Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) là những vấn đề chính sách cơ bản và quan trọng nhất của tài chính quốc tế hiện đại. Những đặc điểm của thị trường ngoại hối hay của các tổ chức như IMF hiện nay là kết quả của cả một quá trình phát triển lâu dài của tài chính quốc tế. Chính vì vậy, để hiểu một cách đầy đủ về hệ thống tài chính quốc tế cũng như các vấn đề và ứng dụng

chính sách của nó, chúng ta phải hiểu hệ thống tài chính quốc tế được hình thành và phát triển như thế nào. Vì vậy, Bài 1 tập trung xem xét sự phát triển của hệ thống tài chính quốc tế từ chế độ bản vị vàng đến ba giai đoạn của hệ thống tài chính quốc tế hiện đại là Hệ thống Bretton Woods; Hệ thống đôla châu Âu và khủng hoảng nợ.

Bài 2 trang bị những khái niệm cơ bản nhất về tỷ giá và thị trường ngoại hối. Những khái niệm này là cơ sở để xây dựng một số mô hình giản đơn về tỷ giá: mô hình xác định tỷ giá giao ngay; mô hình tỷ giá kỳ hạn và lý thuyết ngang giá sức mua. Trong thực tế, tỷ giá là một biến số kinh tế có xu hướng vận động rất phức tạp và thường không ở tại mức cân bằng. Giải thích hành vi vận động của tỷ giá là mục tiêu của nhiều mô hình kinh tế trong tài chính quốc tế. Lý thuyết ngang giá sức mua là một trong những mô hình đơn giản và có hiệu quả trong giải thích hành vi tỷ giá. Dựa trên nền tảng là giao dịch *arbitrage* và quy luật một giá, lý thuyết ngang giá sức mua đưa ra những dự đoán về tỷ giá cân bằng. Cũng giống như mô hình đơn giản về tỷ giá giao ngay, lý thuyết ngang giá sức mua không tính đến ảnh hưởng di chuyển vốn quốc tế đối với tỷ giá mà chỉ tập trung vào giao dịch *arbitrage* trên thị trường hàng hoá. Tuy nhiên, cả hai mô hình này đều không quan tâm đến một yếu tố quan trọng là thời gian. Tỷ giá không phải chỉ được xác định cho các giao dịch ngay mà trên thị trường ngoại hối, yếu tố thời gian là nhân tố quan trọng để xác định các mức tỷ giá giao dịch kỳ hạn. Một khía cạnh khác của xác định tỷ giá là mô hình xác định tỷ giá kỳ hạn. Mô hình này sẽ chỉ ra rằng giao dịch *arbitrage* đảm bảo điều kiện cân bằng lãi suất bù đắp là yếu tố duy trì quan hệ giữa tỷ giá giao ngay và tỷ giá kỳ hạn.

Bài 3 giới thiệu khái niệm cán cân thanh toán và phương pháp phân tích tác động của các chính sách chính phủ nhằm cải thiện cán cân thanh toán. Nội dung chính của bài tập trung vào phân tích những vấn đề cơ bản về cán cân thanh toán, từ đó đưa ra

những quan điểm tiếp cận khác nhau nhằm phân tích ảnh hưởng của các chính sách liên quan tới cán cân thanh toán. Trước hết, chúng ta sẽ xem xét những thành phần cơ bản của cán cân thanh toán cũng như những phương pháp ghi chép thống kê cán cân thanh toán. Trên cơ sở những hiểu biết cơ bản, những phân tích tiếp theo tập trung vào ưu điểm và hạn chế của các quan điểm tiếp cận thu nhập quốc dân, quan điểm tiếp cận cơ giãn và quan điểm tiếp cận chi tiêu. Các quan điểm tiếp cận này là nền tảng lý thuyết để phân tích tác động của các chính sách vĩ mô, đặc biệt là chính sách phá giá nội tệ tới cán cân thanh toán và các biến kinh tế khác.

Các quan điểm tiếp cận về cán cân thanh toán trong Bài 3 chủ yếu tập trung vào các vấn đề liên quan đến các thành phần của tài khoản vãng lai. Đối với rất nhiều nước, tình hình tài khoản vãng lai trong cán cân thanh toán luôn là vấn đề kinh tế nổi cộm. Mục tiêu cơ bản của các nước là giảm thâm hụt hoặc tăng thặng dư cán cân vãng lai. Để đối phó với khủng hoảng cán cân thanh toán, các nước thường phá giá nội tệ, sử dụng các biện pháp kiểm soát nhập khẩu, chính sách tài khoá thắt chặt hay chính sách tiền tệ nhằm cắt giảm chi tiêu và đầu tư tư nhân cũng như công cộng với mục đích chủ yếu làm giảm kim ngạch nhập khẩu tương đối so với kim ngạch xuất khẩu.

Tuy nhiên, tài khoản vốn cũng là thành phần quan trọng trong cán cân thanh toán mà mỗi nước phải xem xét đến trong các chiến lược phát triển lâu dài. Nền kinh tế mở có thị trường tài chính phát triển luôn bị tác động bởi các dòng vốn vào và ra. Các dòng vốn này lại luôn biến động theo chênh lệch lãi suất giữa các thị trường khác nhau. Tài khoản vốn không phải chỉ là vấn đề của các nước phát triển. Các nước đang phát triển với thị trường tài chính yếu kém, áp dụng các biện pháp chặt chẽ quản lý di chuyển vốn vẫn phải quan tâm đến tài khoản vốn. Thâm hụt trong tài khoản vốn trở nên đặc biệt nghiêm trọng nếu nó là hậu quả của di chuyển vốn ngầm. Thặng dư tài khoản vốn có thể là

dấu hiệu của nợ nước ngoài đang tăng. Vì vậy, các lý thuyết về cân cân thanh toán chỉ tập trung vào cân cân vãng lai mới chỉ đề cập được một phần ảnh hưởng chính sách đến cân cân thanh toán. Robert Mundell và James Fleming đã phát triển mô hình hiện đại đầu tiên xem xét đầy đủ cả hai khía cạnh này vào đầu những năm 1960.

Bài 4 giới thiệu mô hình Mundell-Fleming và cách thức sử dụng mô hình này để phân tích ảnh hưởng của các chính sách vĩ mô tới cân cân thanh toán và ảnh hưởng vĩ mô của các chính sách cân cân thanh toán. Sau khi được giới thiệu mô hình Mundell-Fleming đã nhanh chóng trở thành một công cụ cơ bản để phân tích các chính sách cân cân thanh toán và chính sách vĩ mô. Ngày nay, mô hình này chiếm vị trí quan trọng trong hành trang của các nhà kinh tế. Một lý do thành công của mô hình xuất phát chính từ sự đơn giản trong xây dựng mô hình. Tuy nhiên, các giả định đơn giản hoá có thể làm mô hình trở nên thiếu thực tế và tạo ra sự không thống nhất và các điểm yếu trong suy luận logic. Vì vậy, bên cạnh việc giải thích bản chất của mô hình, Bài 4 sẽ đưa ra những nhận định, đánh giá về hiệu lực của mô hình Mundell-Fleming trong thực tế.

Bài 5 giới thiệu quan điểm tiếp cận tiền tệ về cân cân thanh toán, mô hình được phát triển một thập kỷ sau mô hình Mundell-Fleming. Quan điểm tiếp cận tiền tệ về cân cân thanh toán sử dụng những giả định và đạt được những kết luận khác mô hình Mundell-Fleming. Mặc dầu quan điểm tiếp cận tiền tệ để lại nhiều dấu ấn trong các chính sách vĩ mô của nhiều nước nhưng cũng giống như mọi lý thuyết kinh tế hiệu lực của quan điểm này còn là vấn đề gây nhiều tranh luận.

Bài 6 giới thiệu một trong những nội dung quan trọng nhất trong tài chính quốc tế: các đặc trưng, hiệu quả của chế độ tỷ giá cố định và thả nổi, cũng như tác động chính sách dưới từng chế độ tỷ giá. Trên một giác độ nhất định, bài này tóm lược lại những

nội dung đã trình bày trong các bài trước đặc biệt nhấn mạnh tới các tác động chính sách. Trong các quan điểm tiếp cận trước đây, rõ ràng có các tác động chính sách khác nhau dưới các chế độ tỷ giá khác nhau. Khi phân tích câu hỏi như “Phá giá gây ra những hậu quả gì?”, các nhà kinh tế thường ngầm phân tích một chính sách cụ thể do một quốc gia tiến hành. Tuy nhiên, lựa chọn một chế độ tỷ giá cố định, thả nổi hay thả nổi có điều tiết thường là quyết định lựa chọn của một nhóm các quốc gia. Phân tích dựa trên quan điểm truyền thống về những điểm mạnh và yếu của hai chế độ tỷ giá không đưa ra một kết luận lựa chọn rõ ràng. Thất bại này của các quan điểm cổ điển đã gợi ra một phương pháp phân tích thay thế trên cơ sở lựa chọn chế độ tỷ giá nào đảm bảo ổn định kinh tế và thị trường nhất thông qua các mô hình kinh tế vĩ mô đơn giản.

Trong sáu bài đầu tiên của cuốn sách này, các mô hình và chính sách dựa trên một giả định rất cơ bản cho rằng nền kinh tế thế giới bao gồm các quốc gia riêng rẽ, hoạt động một cách độc lập và mỗi nước chỉ quan tâm đến ảnh hưởng của các chính sách kinh tế vĩ mô đối với cân bằng trong và cân bằng ngoài của nền kinh tế quốc gia đó. Giả định này trong những bài trước đây được thể hiện thông qua các giả định khác như lãi suất, thu nhập, giá cả ở nước ngoài là cố định. Nói cách khác, sự thay đổi của các biến số kinh tế ở một quốc gia không có ảnh hưởng gì đối với các biến số kinh tế ở các nước khác vì đó là các nền kinh tế mở quy mô nhỏ. Giả định về một nền kinh tế mở có quy mô nhỏ là một giả định khá thực tế để phân tích chính sách ở một số lớn các quốc gia. Tuy nhiên, đối với một số nước có quy mô lớn như Mỹ, Nhật Bản, Đức thì không thể áp dụng giả định này. Trong thực tế, các quốc gia cấu thành nên kinh tế thế giới có mối quan hệ kinh tế ở các mức độ chặt chẽ khác nhau phụ thuộc vào quy mô nền kinh tế, trình độ phát triển, hệ thống chính trị... Vì vậy, một chính sách kinh tế của một quốc gia có khả năng gây ra các ảnh hưởng nhất định đối với kinh tế của các nước khác. Xuất phát từ cơ sở này, tài chính quốc

tế đã phát triển nhiều các lý thuyết về những nền kinh tế mở có quy mô lớn, với sự thay đổi của chính sách kinh tế có khả năng ảnh hưởng đáng kể đến tình hình kinh tế của các quốc gia khác. Các mô hình, lý thuyết này tập trung vào vấn đề phối hợp chính sách ở tầm quốc tế trong lĩnh vực tài chính.

Phạm vi nghiên cứu của *Bài 7* tập trung vào hai vấn đề quan trọng chính của tài chính quốc tế trong điều kiện các nền kinh tế có quy mô lớn là: *phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô và khu vực tiền tệ và liên minh tiền tệ*. Đối với vấn đề phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô, các phân tích sẽ tập trung vào các lợi ích của phối hợp chính sách theo lý thuyết trò chơi truyền thống, mô hình Hamada và các yếu tố hạn chế phối hợp chính sách, cũng như những cản trở đối với việc thúc đẩy phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô giữa các nước. Khu vực tiền tệ và liên minh tiền tệ là hình thức hợp tác tài chính quốc tế được đề cập thông qua phân tích quá trình phát triển, các nội dung của Hệ thống tiền tệ châu Âu. Xung quanh Hệ thống tiền tệ châu Âu còn có nhiều các vấn đề phức tạp với những quan điểm khác nhau, vừa bổ sung, vừa mâu thuẫn. Phần cuối của bài sẽ đưa ra một số đánh giá ban đầu về các mục tiêu của Hệ thống tiền tệ châu Âu.

Bài cuối cùng của môn học tập trung xem xét một số vấn đề chủ yếu về tài chính quốc tế đối với các nước đang phát triển. Khi nghiên cứu về thị trường ngoại hối trong *Bài 2*, một giả định quan trọng là có sự tồn tại và vận hành của thị trường này. Tuy nhiên, điều đó chỉ đúng ở các nước công nghiệp phát triển. Tại hầu hết các nước nghèo, thị trường ngoại hối còn ở giai đoạn phát triển thấp. Giao dịch ngoại hối trên thị trường bị quản lý chặt chẽ bởi các quy định của ngân hàng trung ương. Bên cạnh đó, chỉ có một số rất ít nước đang phát triển là có đồng tiền tự do chuyển đổi, vì vậy đa số đồng tiền của những nước nghèo không tham gia vào giao dịch trên thị trường ngoại hối. Tương tự như vậy, khi xem xét mô hình IS-LM-BP, giả định về dòng vốn vào ròng là co giãn theo lãi suất có thể đúng đối với trường hợp của

các nước phát triển với thị trường vốn vận hành hiệu quả và môi trường tài chính ổn định. Tuy nhiên, đối với nhiều nước kém phát triển, lãi suất chỉ là một biến số trong số những biến quan trọng khác trong tài khoản vốn của cán cân thanh toán. Một trong những vấn đề đặt ra đối với các nước đang phát triển là hiện tượng di chuyển vốn ngầm cho thấy vấn đề về sự di chuyển của các luồng vốn không chỉ đơn giản là sự phản ứng của thị trường trước chênh lệch về lãi suất. Vì vậy, các vấn đề về tài chính quốc tế của các nước đang phát triển cần phải được xem xét khác với của các nước phát triển.

Bài 8 là một bài có nội dung khá phức tạp. Đây là những vấn đề không được các sách giáo khoa về tài chính quốc tế đề cập đến vì phân tích những vấn đề này đòi hỏi phải có sự mở rộng hoặc thay đổi những mô hình lý thuyết về tài chính quốc tế dựa trên những giả định có thể khá gần gũi với các nền kinh tế phát triển. Những vấn đề về tài chính quốc tế của các nền kinh tế thế giới thứ ba thường chỉ được đề cập trong những công trình nghiên cứu, xuất bản trên những tạp chí chuyên ngành. Vì đây là công trình nghiên cứu của các nhà kinh tế đóng góp vào những cuộc tranh luận về kinh tế học cho các nước đang phát triển nên chúng thường không được viết theo cách thức dễ hiểu như sách giáo khoa. Trong phạm vi của một bài, chúng ta không thể đề cập một cách kỹ càng đến tất cả các vấn đề về tài chính quốc tế của các nền kinh tế đang phát triển. Bài 8 sẽ tập trung vào hiện tượng di chuyển vốn ngầm ra nước ngoài và nợ nước ngoài quá hạn. Đây là hai vấn đề đặc biệt gần với vấn đề nợ nước ngoài của một số nước đang phát triển, nhất là sau khủng hoảng nợ đầu thập kỷ 1980. Cùng với một số vấn đề về khủng hoảng nợ đã được đề cập trong Bài 1, hai vấn đề này sẽ đưa ra một bức tranh khá đầy đủ về nợ nước ngoài của các nước đang phát triển trong thời gian gần đây.

Với nội dung như trên, trình tự sắp xếp các bài trong cuốn sách này là từ dễ đến khó, từ những vấn đề mang tính cơ sở đến những

lý thuyết phức tạp, từ những vấn đề lý thuyết chuẩn tắc đến một số dạng mở rộng liên hệ thực tế. Từng bài của cuốn sách sẽ bắt đầu bằng phần giới thiệu khái quát chung, các nội dung sắp xếp theo từng mục lớn, và kết thúc bằng kết luận. Vì trong quá trình biên soạn, có rất nhiều từ ngữ mà nhóm tác giả chưa thể tìm ra những từ tương ứng trong tiếng Việt, vì vậy, ở cuối mỗi bài có phần danh mục các thuật ngữ chính với từ nguyên gốc tiếng Anh và từ tiếng Việt tương ứng được sử dụng trong bài. Với cách sắp xếp như trên, cuốn sách này tạo điều kiện cho người đọc có thể tự nghiên cứu theo trình tự các nội dung được trình bày theo thứ tự các bài. Để trợ giúp thêm cho quá trình tự nghiên cứu, phần cuối cùng của bài sẽ đưa ra các câu hỏi ôn tập về những vấn đề quan trọng được đề cập đến trong bài học và danh mục các tài liệu tham khảo để người đọc có thể nghiên cứu sâu hơn.

Đi kèm với cuốn sách này là một tập *Tài liệu đọc tham khảo Tài chính quốc tế* bằng tiếng Anh và tiếng Việt. Trong quá trình nghiên cứu cuốn sách *Tài chính quốc tế*, việc đọc thêm những tài liệu tham khảo này là rất cần thiết để có thể hiểu rõ hơn các vấn đề lý thuyết và có liên hệ giữa các chủ đề lý thuyết với các vấn đề thực tế. Trong tập tài liệu tham khảo này, người đọc sẽ được hướng dẫn chi tiết những bài đọc cụ thể dành cho từng bài được đề cập trong cuốn sách này kèm theo một số gợi ý về cách đọc và những vấn đề cần đặc biệt lưu ý đối với những bài đọc tham khảo có nội dung phức tạp.

BÀI 1

SỰ PHÁT TRIỂN CỦA HỆ THỐNG TÀI CHÍNH QUỐC TẾ

1. GIỚI THIỆU

Trong hai bài đầu của môn học Tài chính quốc tế, chúng ta sẽ nghiên cứu cơ cấu tổ chức của hệ thống tài chính quốc tế trong đó Quỹ tiền tệ quốc tế (IMF) là một tổ chức đặc biệt có vị trí trung tâm trong toàn hệ thống. Hoạt động của thị trường ngoại hối và các tổ chức tài chính quốc tế như IMF là những vấn đề chính sách cơ bản và quan trọng nhất của tài chính quốc tế hiện đại. Những đặc điểm của thị trường ngoại hối hay của các tổ chức như IMF hiện nay là kết quả của cả một quá trình phát triển lâu dài của tài chính quốc tế. Chính vì vậy, để hiểu một cách đầy đủ về hệ thống tài chính quốc tế cũng như các vấn đề và ứng dụng chính sách của nó, chúng ta phải hiểu hệ thống tài chính quốc tế được hình thành và phát triển như thế nào. Đây cũng chính là đối tượng nghiên cứu của Bài 1: Sự phát triển của hệ thống tài chính quốc tế hiện đại từ năm 1944 đến nay. Trong bài này, chúng ta sẽ nghiên cứu những thể chế tài chính tồn tại trước hệ thống tài chính quốc tế hiện đại ngày nay: chế độ bản vị vàng và ba giai đoạn của hệ thống tài chính quốc tế hiện đại: hệ thống Bretton Woods; hệ thống Đôla châu Âu và khủng hoảng nợ.

Câu hỏi bao trùm cho cả bài này là *có phải dưới hệ thống Bretton Woods, tài chính quốc tế được điều tiết bởi các tổ chức quốc tế chứ không phải thị trường; và sự phát triển của hệ thống Đôla châu Âu đã xoay ngược tình thế, nghĩa là thị trường hoạt động không có sự điều tiết?*

2. CHẾ ĐỘ BẢN VỊ VÀNG

Trước khi đi vào nghiên cứu ba giai đoạn của hệ thống tài chính quốc tế hiện đại, chúng ta sẽ xem xét qua thể chế tài chính có trước đó, đó là chế độ bản vị vàng. Bản vị vàng tồn tại cho đến tận gần giữa thế kỷ XX. Từ sau khi David Hume viết bài "Tiền tệ" vào năm 1750 và "Cán cân thanh toán" vào năm 1752 thì cách thức hoạt động của bản vị vàng và các vấn đề liên quan đến chính sách tài chính quốc gia mới trở thành mối quan tâm chính của các nhà kinh tế (trước đó chúng chỉ là mối quan tâm chính của các nhà chính trị).

Bản vị vàng được coi như một cơ chế tự động liên kết hệ thống tài chính của tất cả các nước bằng cách đảm bảo sự ổn định của chúng. Mối liên hệ đó được dựa trên nguyên tắc: tất cả các khoản thanh toán quốc tế giữa các nước được thực hiện bằng vàng và cung tiền tệ của một nước được liên kết với lượng vàng dự trữ của nước đó. Theo mô hình đơn giản, cơ chế tự động này có thể được coi như một cơ chế đảm bảo tính ổn định cán cân thanh toán của mỗi nước.

Giả thiết cung tiền tệ của mỗi nước không chỉ liên kết với khối lượng dự trữ vàng của nước đó mà còn bằng chính khối lượng dự trữ vàng (đây là giả thiết không hoàn toàn phù hợp nhưng nó cần thiết để đơn giản hoá quá trình phân tích). Giả sử nước Anh đang ở vị trí toàn dụng nhân công, có mức giá ổn định, cán cân thanh toán cân bằng. Đột nhiên nhập khẩu của Anh tăng lên trong khi xuất khẩu không tăng tương ứng, như vậy, tính cân bằng bị phá vỡ, dẫn đến thâm hụt cán cân thanh toán. Bây giờ chúng ta suy luận xem làm thế nào để nền kinh tế tự quay trở lại trạng thái cân bằng ban đầu.

Thâm hụt cán cân thanh toán có thể dẫn đến việc phải dùng vàng để trả các khoản nhập siêu. Vì chúng ta đã giả thiết là cung tiền tệ bằng lượng vàng nên việc luống vàng chạy ra nước ngoài sẽ làm giảm cung tiền tệ. Theo lý thuyết số lượng tiền tệ, việc giảm

cung tiền tệ sẽ làm giảm mức giá. Lý thuyết số lượng tiền tệ cho rằng $MV = PT$ (M: lượng tiền; V: tốc độ lưu thông của tiền; P: mức giá chung và T: số lượng tiền giao dịch), nghĩa là với V và T cố định, việc giảm M sẽ làm cho P giảm. Mức giá nội địa giảm sẽ làm cho hàng sản xuất trong nước rẻ hơn một cách tương đối so với hàng sản xuất ngoài nước, do đó, nhập khẩu giảm và xuất khẩu tăng. Quá trình này sẽ tiếp diễn cho đến khi tài khoản vãng lai trong cán cân thanh toán cân bằng trở lại và luồng vàng chạy ra dừng lại. Như vậy, bản vị vàng có thể hoạt động để điều chỉnh nền kinh tế và đảm bảo tính ổn định của cán cân thanh toán. Thâm hụt cán cân vãng lai khi đó sẽ là tạm thời và có thể tự điều chỉnh.

Trên thực tế, bản vị vàng không hoạt động một cách tự động đơn giản như vậy. Vào thế kỷ XIX và đầu thế kỷ XX các nhà kinh tế và chính trị đã phải đương đầu với những khó khăn trong việc điều tiết bản vị vàng, thậm chí họ còn xem xét việc có từ bỏ cơ chế này hay không.

Trong thế kỷ XIX, bản vị vàng có dạng "*chuyển đổi vàng*". Lượng cung tiền của một nước không bằng lượng vàng và vàng không phải là đồng tiền duy nhất được sử dụng trong thương mại quốc tế. Đồng bảng Anh được coi như đồng tiền chủ đạo vì nó được sử dụng rộng rãi trong thương mại quốc tế và được nắm giữ như một loại tài sản quốc tế trong danh mục đầu tư của các ngân hàng nước ngoài, của ngân hàng trung ương và các nhà đầu tư. Bảng Anh được sử dụng cho các mục đích trên thay cho vàng vì nó có thể chuyển đổi ra vàng theo giá cố định. Cơ chế mà ở đó đồng bảng là đồng tiền chủ đạo và có thể chuyển đổi ra vàng được gọi là *bản vị chuyển đổi vàng*. Hoạt động của nó phức tạp hơn nhiều so với cơ chế do Hume mô tả.

Bản vị chuyển đổi vàng bị huỷ bỏ trong chiến tranh thế giới thứ nhất. Sau chiến tranh, đã có rất nhiều tranh luận xung quanh việc có nên khôi phục lại bản vị vàng hay không. Năm 1925, chính phủ

Anh khôi phục sự chuyển đổi của đồng bảng sang vàng với tỷ giá cao hơn trước kia. Vì tỷ giá cao và cùng vì các lý do khác, Anh đã không duy trì được cơ chế này lâu, đồng bảng buộc phải từ bỏ bản vị vàng vào năm 1931 và các nước khác cũng từ bỏ dần.

Việc chấm hết của bản vị vàng đi đôi với hàng loạt bất ổn. Dưới chế độ bản vị vàng, mỗi nước đều cố định tỷ giá của mình vào các đồng tiền khác vì họ cố định giá trị đồng tiền của mình so với vàng. Nhưng khi chế độ bản vị vàng chấm dứt, các nhà kinh doanh tiền tệ có nhiều tự do hơn trong việc tác động đến tỷ giá. Trong những năm 1930 việc thay đổi tỷ giá đã trở thành công cụ chính sách phổ biến. Trong tình trạng kinh tế thế giới suy thoái nghiêm trọng và các nước gặp nhiều khó khăn trong xuất khẩu, các nước công nghiệp mạnh đã liên tục phá giá cạnh tranh. Họ giảm tỷ giá hối đoái nhằm tăng thị phần của mình trong thị trường quốc tế dựa trên việc giảm thị phần của nước khác, nhưng kết quả là sự tự triệt tiêu vì cố gắng phá giá của nước này bị chính sách phá giá của nước khác làm vô hiệu hoá.

Một nguyên nhân khác gây ra sự bất ổn trên thị trường ngoại hối trong những năm 1930 là chính phủ các nước áp dụng các biện pháp hạn chế tự do thương mại như tăng thuế nhập khẩu, hạn chế nhập khẩu để giải quyết vấn đề về cán cân thanh toán. Như vậy, sự kết thúc của bản vị vàng đã đánh dấu một thời kỳ suy giảm trong thương mại quốc tế, thu hẹp thị trường quốc tế của hàng công nghiệp và nông nghiệp, tăng thất nghiệp và lạm phát ở các nước công nghiệp lớn.

Khi chiến tranh thế giới thứ hai xảy ra, hệ thống tài chính quốc tế cũ không còn tính hệ thống nữa. Hoạt động trao đổi thương mại quốc tế và thanh toán giữa các nước công nghiệp chủ yếu diễn ra trên cơ sở những hợp đồng của các chính phủ. Như vậy, hệ thống tài chính quốc tế đã bị phá vỡ trong chiến tranh, hệ thống mới bắt đầu hoạt động sau khi chiến tranh kết thúc.

3. HỆ THỐNG BRETTON WOODS

Hội nghị quốc tế về việc hoạch định cơ cấu mới cho các quan hệ kinh tế quốc tế được tổ chức tại Bretton Woods, Mỹ năm 1944. Tại hội nghị này, người ta đưa ra những nguyên tắc mới nhằm giải quyết những thất bại của hệ thống tài chính quốc tế cũ. Hội nghị Bretton Woods là điểm khởi đầu cho lịch sử hiện đại của tài chính quốc tế. Cho đến tận năm 1971, hệ thống tài chính quốc tế được thông qua tại Bretton Woods hầu như không có thay đổi đáng kể. Hệ thống này bắt đầu hoạt động từ năm 1946 và được gọi là Hệ thống Bretton Woods. Trung tâm của hệ thống này là hai tổ chức: Quỹ tiền tệ quốc tế (IMF) và Ngân hàng tái thiết và phát triển thế giới (IBRD) hay còn gọi là Ngân hàng thế giới (WB). Trong bài này, chúng ta sẽ tập trung vào các nội dung của hệ thống tài chính quốc tế do Quỹ tiền tệ quốc tế giám sát, đó là:

- Tỷ giá hối đoái;
- Tài trợ thâm hụt cán cân thanh toán;
- Thanh khoản quốc tế.

3.1. Tỷ giá hối đoái

Dưới Hệ thống Bretton Woods, tỷ giá hối đoái giữa các đồng tiền của các nước thành viên IMF đều là tỷ giá cố định. Đôla Mỹ là đồng tiền định giá và tất cả các đồng tiền khác đều cố định tỷ giá theo đôla. Hơn nữa, giá trị của đôla Mỹ được cố định theo vàng với mức 35\$/auco; do đó, giá trị của các đồng tiền cũng được cố định theo vàng. Đây là nội dung cốt yếu của hệ thống tỷ giá hối đoái cố định trong Hệ thống Bretton Woods.

Những vấn đề đặt ra là:

- *Các quốc gia cố định tỷ giá hối đoái của mình như thế nào?*
- *Họ thống nhất với nhau như thế nào để giữ tỷ giá hối đoái cố định theo đôla và giá vàng?*

- *Chính phủ Mỹ thỏa thuận như thế nào về việc cố định giá trị của đôla theo vàng ở mức 35\$/auxơ?*
- *Cơ chế nào được sử dụng để đảm bảo các nước phải tuân thủ thỏa thuận của mình?*

Để trả lời các câu hỏi trên, việc đầu tiên là xác định xem vấn đề ở đây là gì? Tại sao những câu hỏi trên lại quan trọng? Tại sao các chính phủ lại không thể đơn giản đưa ra một sắc lệnh là các tỷ giá hối đoái và giá vàng phải duy trì ở một mức nhất định? Nếu có thể làm như vậy thì sẽ không một vấn đề nào còn quan trọng nữa.

Chúng ta có thể hình dung điều gì sẽ xảy ra trong trường hợp sau: bắt đầu từ trạng thái cân bằng trên thị trường ngoại hối, giả sử cầu của các doanh nghiệp và ngân hàng về một đồng tiền nào đó giảm hoặc số lượng người muốn bán đồng tiền đó tăng lên. đương nhiên, điều đó thể hiện đồng tiền đó đang bị mất giá so với các đồng tiền khác, như vậy, tỷ giá hối đoái của đồng tiền này sẽ tăng (trong trường hợp này, tỷ giá được hiểu là số đơn vị nội tệ/một đơn vị ngoại tệ). Tương tự như vậy, nếu cầu về vàng tăng lên mà cung vàng vẫn giữ nguyên thì giá vàng trên thị trường vàng sẽ tăng.

Bước thứ hai là xác định xem các chính phủ sẽ ngăn cản các thay đổi của tỷ giá hối đoái và giá vàng như thế nào. Cơ chế hoạt động là các chính phủ phải cam kết mua hoặc bán đồng tiền của mình theo giá cố định. Nếu có sự dư thừa cung tư nhân đồng bằng Anh hoặc dư thừa cầu tư nhân đối với đôla, chính phủ Anh phải mua bằng Anh và chính phủ Mỹ phải bán đôla theo giá cố định để cân bằng thị trường tại tỷ giá đã định. Tương tự như vậy, chính phủ Mỹ phải luôn sẵn sàng bán (hoặc mua) vàng theo giá 35\$/auxơ như đã cam kết. Vì đặc điểm này mà hệ thống tỷ giá cố định trong giai đoạn này còn được gọi là *hệ thống bản vị vàng đôla*.

Trên thực tế, trong Hệ thống Bretton Woods, tỷ giá hối đoái không phải là cố định tuyệt đối. Về nguyên tắc, tỷ giá giữa các đồng tiền được định giá cố định theo đồng đôla, nhưng chúng được phép dao động trong khoảng cộng trừ 1% xung quanh mức tỷ giá đó. Các chính phủ phải can thiệp để ngăn cản không cho tỷ giá hối đoái hạ xuống dưới mức tối thiểu và tăng lên trên mức tối đa. Ngoài ra, các nước có thể phá giá đồng tiền của mình trong một số tình huống nhất định được IMF đồng ý. Các tình huống này sẽ được nói đến trong các phần sau. Ở đây, cần lưu ý rằng, khả năng có thể có những điều chỉnh như vậy có nghĩa là Hệ thống Bretton Woods đôi khi được nói đến như một *"Hệ thống neo tỷ giá có thể điều chỉnh"* thay vì *"Hệ thống tỷ giá hối đoái cố định"*.

Vì hai lý do nêu trên, tỷ giá hối đoái của các đồng tiền không cố định đối với nhau và đối với đôla, tuy nhiên, giá đôla theo vàng thì không biến đổi. Ý tưởng cố định giá đôla theo vàng là để tạo niềm tin cho cả hệ thống. Năm 1945, nước Mỹ nắm giữ khoảng 70% dự trữ vàng thế giới. Các ngân hàng trung ương của các nước sẵn sàng nắm giữ dự trữ dưới dạng đôla vì đôla có thể chuyển đổi ra vàng một cách dễ dàng. Việc Mỹ cam kết chuyển đổi đôla ra vàng theo giá 35 đôla/auxơ đã làm cho đôla có giá trị như vàng. Điều đó tạo cơ sở chắc chắn để các nước thành viên của hệ thống cố định tỷ giá theo đồng đôla.

Theo điều lệ của IMF, các nước thành viên phải cam kết chuyển đổi đồng tiền của họ phục vụ cho các hoạt động liên quan đến tài khoản vãng lai. Điều này có nghĩa là mặc dù chính phủ có thể kiểm soát luồng di chuyển vốn, họ không thể ngăn cản việc mua bán đồng tiền của họ để phục vụ cho các giao dịch trên tài khoản vãng lai. Tuy nhiên, cam kết chuyển đổi dưới hình thức này không đòi hỏi phải áp dụng đối với các giao dịch trên tài khoản vốn. Điều này tiên đoán trước việc di chuyển vốn tiềm tàng những bất ổn lớn.

3.2. Tài trợ thâm hụt

Bài 3 sẽ phân tích chi tiết khái niệm và các thành phần của cán cân thanh toán. Trong thực tế, có nhiều cách định nghĩa thâm hụt cán cân thanh toán, cách đơn giản nhất sử dụng trong Bài 1 cho rằng: một nước có cán cân thanh toán thâm hụt nếu nó phải sử dụng dự trữ vàng và ngoại tệ để mua nội tệ khi có cung nội tệ dư thừa (cung ngoại tệ khan hiếm) trên thị trường ngoại hối. Vì vậy, trong trường hợp tổng lượng bán bản tệ vượt tổng lượng mua, chính quyền phải sử dụng dự trữ ngoại tệ của mình để mua bản tệ nhằm duy trì tỷ giá hối đoái cố định, và vì dự trữ ngoại tệ có hạn, nó có thể phải vay bổ sung ngoại tệ. Dưới Hệ thống Bretton Woods, các nước thành viên có quyền nhất định trong việc vay ngoại tệ để tài trợ thâm hụt. Quyền vay vốn không phải đương nhiên mà bao giờ cũng đi kèm các điều kiện và phụ thuộc vào hoàn cảnh cụ thể.

Có hai loại điều kiện áp dụng đối với các khoản vay tài trợ thâm hụt cán cân thanh toán. Loại thứ nhất liên quan đến việc phân biệt giữa thâm hụt được coi là *thâm hụt tạm thời* và *thâm hụt cơ bản*. Trong trường hợp thâm hụt tạm thời, nước đó có thể duy trì được tỷ giá cố định, việc vay ngoại tệ chỉ để tài trợ cho việc can thiệp vào thị trường ngoại hối để duy trì tỷ giá. Nhưng trong trường hợp thâm hụt cơ bản, nước đó có thể thỏa thuận với IMF phá giá đồng tiền với mục đích giải quyết thâm hụt và vay ngoại tệ để tài trợ cho việc thực hiện chính sách đó. Trong trường hợp phải đối phó với thâm hụt cơ bản, một nước có thể phá giá trong khoảng dưới 10% mà IMF có thể không phản đối. Nhưng trong trường hợp phá giá nhiều hơn 10% thì phải được sự thống nhất của Quỹ. Khả năng thay đổi tỷ giá đã được coi như một phần quan trọng của hệ thống. Nó cung cấp cho các nước một kế sách di tản chính thâm hụt cán cân thanh toán thay cho việc giảm phát nền kinh tế hay kiểm soát nhập khẩu.

Loại điều kiện thứ hai để một nước có thể vay từ IMF là nước đó phải thực hiện chương trình ổn định hoá hoặc nói một cách khác, phải thực hiện một số các biện pháp cải thiện cán cân thanh toán và đạt được sự ổn định vĩ mô. Chương trình ổn định hoá bao hàm nhiều biện pháp chứ không chỉ có chính sách phá giá nói riêng vì trong khuôn khổ chương trình ổn định hoá như vậy, chính phủ phải thoả thuận thực hiện một số chính sách thắt chặt tiền tệ, tài khoá và các chính sách khác. Điều kiện này được áp dụng khi nước đó vay quá một mức nhất định. *Lượng tiêu chuẩn* là lượng tín dụng bằng 25% hạn ngạch đóng góp của một nước đối với IMF, đó là lượng tín dụng nước đó có thể vay vô điều kiện. 25% tiếp theo của hạn ngạch đóng góp có thể vay với một số điều kiện đơn giản, nhưng để vay được lượng tín dụng cao hơn, một nước cần phải cam kết thực hiện chương trình ổn định hoá của IMF.

Điều kiện dưới dạng chương trình ổn định hoá hoạt động thông qua *thoả thuận dự phòng*. Hiện nay, cơ cấu và hoạt động của điều kiện này tuân thủ theo các thủ tục chuẩn, đó là một phần của Quỹ tiền tệ quốc tế hiện đại, tuy nhiên, không phải bao giờ nó cũng được tuân thủ đúng như vậy. Điều kiện trên không được hình thành ngay trong Hội nghị Bretton Woods mà được hình thành trong khoảng cuối những năm 1950 và đầu những năm 1960.

3.3. Thanh khoản quốc tế

Để thương mại quốc tế hoạt động thuận lợi và phát triển, các nước cần có một loại tiền tệ quốc tế hoặc tín dụng quốc tế để thanh toán các khoản thâm hụt trong giao dịch có thể phát sinh trong bất cứ một hệ thống nào. Dưới chế độ bản vị vàng, phương tiện thanh khoản quốc tế là vàng; dưới Hệ thống Bretton Woods, phương tiện thanh khoản quốc tế chính là đôla Mỹ. Đôla Mỹ, vàng và bảng Anh là phương tiện dự trữ và phương tiện thanh toán quốc tế chính của một quốc gia. Đôla được liên kết với vàng theo cam kết của Hoa Kỳ, đảm bảo chuyển đổi đôla ra vàng theo giá

35\$/auxơ. Tuy nhiên, một trong những câu hỏi quan trọng liên quan đến sự tồn tại của Hệ thống Bretton Woods là liệu đôla Mỹ có phải là cơ sở vững chắc cho sự phát triển hợp lý của thanh khoản quốc tế hay không?

Trong kế hoạch do John Maynard Keynes đề trình trong các bàn đàm phán với Mỹ về hình thành hệ thống tài chính quốc tế trước khi khai mạc Hội nghị Bretton Woods có chỉ ra rằng, không phải vàng hoặc bất cứ một đồng tiền của một quốc gia nào như đôla có thể là phương tiện thanh khoản quốc tế. Thay vào đó, Keynes đề xuất Quỹ tiền tệ quốc tế phải đưa ra và quản lý một đồng tiền giấy riêng của chính Quỹ, đồng 'bancor' - đây có thể là đồng tiền quốc tế của thế giới. Tuy nhiên, đề án này đã không được hội nghị thông qua.

Như vậy, trong Hệ thống Bretton Woods, đóng góp của IMF cho thanh khoản quốc tế là khả năng cho vay tín dụng để tài trợ cho thâm hụt cán cân thanh toán. Mặc dù lượng tín dụng cho vay là không đáng kể so với tổng lượng đôla lưu hành, nhưng nó có vai trò rất quan trọng giúp các nước thành viên giải quyết thâm hụt cán cân thanh toán. Ngoài các khoản tín dụng tài trợ thâm hụt như đã phân tích ở trên, trong nhiều trường hợp, một nước muốn vay của IMF còn phải thực hiện chương trình ổn định hoá kinh tế vĩ mô. Vì vậy, quy mô và nguồn tín dụng của IMF luôn là mối quan tâm lớn trong các vấn đề chính sách tài chính quốc tế.

Nguồn chủ yếu tạo quỹ cho IMF là hạn ngạch đóng góp của nước thành viên đóng góp cho Quỹ khi gia nhập. Quy mô của hạn ngạch đóng góp của mỗi nước được tính toán dựa trên công thức chung thống nhất tại Bretton Woods. Khi một nước gia nhập IMF, nó phải gửi 25% hạn ngạch đóng góp của nó dưới dạng vàng và ngoại tệ, còn 75% kia gửi dưới dạng bản tệ. Nước có hạn ngạch đóng góp lớn nhất là Mỹ. Hệ thống hạn ngạch đóng góp rõ ràng làm cho IMF không phải là một ngân hàng; nó không thể tạo nguồn cho chính nó bằng cách vay trên thị trường vốn hoặc thị

trường tiền tệ như các ngân hàng có thể vay. Về nguyên tắc đó là một câu lạc bộ vì nguồn vốn cơ bản hình thành từ các khoản đóng góp của các thành viên. Như đã nói ở trên, các hạn ngạch đóng góp quyết định mức tín dụng mà một nước có thể vay, chúng được xác định theo tỷ lệ phần trăm trên hạn ngạch đóng góp của mỗi nước.

Sau khi Hệ thống Bretton Woods sụp đổ, IMF lập ra một số phương thức khác để bổ sung nguồn vốn, như vay vốn đặc biệt từ một số thành viên cụ thể trên hạn ngạch đóng góp của họ. Tuy nhiên, hệ thống hạn ngạch vẫn là cơ sở chính tạo nguồn vốn cho Quỹ.

Sự đổi mới cơ bản được đưa ra từ năm 1967 nhưng chỉ được áp dụng sau khi Hệ thống Bretton Woods sụp đổ là việc tạo ra một hình thức hệ thống tiền tệ quốc tế mới được đặt dưới sự giám sát của IMF. Nó có một số nét giống như đồng bancor do Keynes đưa ra trước kia và được gọi là *Quyền rút vốn đặc biệt* (SDR). Như vậy, thanh khoản quốc tế của các nước thành viên được hình thành bằng việc tạo ra tài khoản SDR của họ tại IMF. Thêm vào đó, SDR trở thành đơn vị tính toán cho tất cả các giao dịch có IMF và Ngân hàng thế giới tham gia. Các giao dịch được thực hiện chủ yếu bằng SDR, dự trữ quốc tế của các nước thành viên và nợ nần cũng được ghi chép bằng SDR. Tuy nhiên, SDR không thay thế đồng đôla Mỹ như một loại tiền tệ quốc tế. Phần tiếp theo, chúng ta sẽ nghiên cứu sơ lược lịch sử của Hệ thống Bretton Woods, nguyên nhân sụp đổ của nó cũng như sự biến đổi của hệ thống tỷ giá sau Hệ thống Bretton Woods.

3.4. Sơ lược lịch sử của Hệ thống Bretton Woods

Khi hệ thống tỷ giá cố định bắt đầu hoạt động, đồng tiền của các nước không được chuyển đổi hoàn toàn tự do vì các nước không có đủ dự trữ đôla. Vào khoảng thời gian đó, cán cân thanh toán của Mỹ thặng dư lớn trong khi cán cân thanh toán của các nước

châu Âu thì thâm hụt nặng nề. Họ không có đủ vốn để mua máy móc, thiết bị cho công cuộc tái thiết. Tình hình này đã thay đổi sau khi Mỹ cung cấp viện trợ theo khuôn khổ Kế hoạch Marshall giúp các nước châu Âu nguồn vốn phục vụ cho tái thiết sau chiến tranh thế giới thứ hai.

Thâm hụt cán cân thanh toán các nước châu Âu vào năm 1949 đã dẫn đến việc phá giá của hàng loạt các đồng tiền ở nhiều nước thành viên (Anh, Pháp, Canada và các nước Bắc Âu). IMF đã chấp nhận việc phá giá này vì tỷ giá xác định vào năm 1944 không còn phù hợp nữa và làm cho các đồng tiền châu Âu bị định giá quá cao. Nếu không phá giá, các nước sẽ phải giảm phát nền kinh tế, đây là việc hoàn toàn không thể chấp nhận được vì họ đang trong quá trình tái thiết kinh tế sau chiến tranh.

Từ đầu những năm 1950, cán cân cơ bản của Mỹ đã chuyển từ thặng dư sang thâm hụt tới 1,5 tỷ đôla hàng năm. Thay vào đó, Nhật và Tây Đức có cán cân thanh toán thặng dư. Ban đầu sự thâm hụt cán cân thanh toán của Mỹ không gây lo ngại vì Đức và Nhật sẵn sàng tăng dự trữ của họ dưới dạng đôla. Hơn nữa, tỷ lệ thâm hụt của Mỹ chưa lớn và dự trữ vàng của Mỹ vẫn còn lớn hơn lượng cung đôla.

Tuy nhiên, trong khoảng từ năm 1958 đến 1961, cán cân thanh toán của Mỹ xấu đi nhanh chóng. Ngân hàng trung ương các nước ngày càng đổi nhiều đôla ra vàng. Quá trình đấu cơ trên các thị trường ngoại hối chống lại đôla ngày càng tăng. Bối cảnh đó dẫn đến sức ép tăng giá vàng ngày càng lớn. Năm 1962, Mỹ và bảy nước công nghiệp khác phải thành lập một cơ chế riêng gọi là *bể vàng* để tăng cung về vàng và giữ giá vàng trong khoảng 35\$/auco. Đến năm 1967, dự trữ đôla rõ ràng đã vượt dự trữ vàng của Mỹ và việc đổi đôla ra vàng của bất kỳ ngân hàng trung ương nào đều dẫn đến sự sụp đổ của cả hệ thống. Trước tình hình

đó, ngân hàng trung ương các nước cam kết không chuyển đổi dự trữ đôla của họ ra vàng. Thị trường vàng hai giá xuất hiện: một là giá chính thức được cố định với 35\$/auxơ và một là giá thị trường khu vực tư nhân cao hơn so với mức giá chính thức.

Với việc leo thang can thiệp vũ trang vào Việt Nam vào giữa những năm 1960, cân cân thanh toán của Mỹ đã xấu đi rõ rệt. Vấn đề càng trở nên trầm trọng hơn khi Anh quyết định phá giá đồng bảng năm 1967 và Pháp tiến hành phá giá đồng phrăng năm 1968. Sự kiện Anh và Pháp cùng phá giá sau thời gian thâm hụt kéo dài trong cân cân thanh toán như một thông điệp củng cố niềm tin trong giới đầu cơ rằng, các mức tỷ giá, đặc biệt là tỷ giá của đồng tiền nước bị thâm hụt nặng nề nhất là Mỹ, sớm muộn cũng sẽ phải được điều chỉnh lại. Trong hoàn cảnh đó, quyết định của các nhà đầu cơ bán ra những đồng tiền sẽ bị phá giá là hoàn toàn lý giải được. Đến năm 1971, xu hướng đồng đôla mất giá đã trở nên quá rõ rệt. Việc đầu cơ chống lại đôla trở nên nghiêm trọng đến mức Ngân hàng Trung ương Đức phải mua 2 tỷ đôla trong chỉ có hai ngày. Tháng 8 - 1971, tổng thống Nixon tuyên bố chấm dứt chuyển đổi đôla ra vàng, đồng thời quyết định tăng thuế 10% đối với tất cả các hàng hoá nhập khẩu vào Mỹ nhằm khôi phục lại sức cạnh tranh của nền kinh tế sau thời gian dài bị thâm hụt.

Nhằm cứu vớt Hệ thống Bretton Woods, mười nước phát triển đã họp tại Washington và ký kết Thoả ước Smithsonian với ba thoả thuận chính: (1) nâng giá vàng lên 38\$/auxơ; (2) mỗi nước sẽ nâng giá đồng tiền của họ lên khoảng 8% so với đôla; (3) biên độ điều chỉnh tăng từ 1% lên 2,25%. Tuy nhiên, Thoả ước Smithsonian chỉ tồn tại được hơn một năm rồi lại rơi vào bế tắc. Từ giữa năm 1972, các nước bắt đầu từ bỏ dần việc cố định tỷ giá và như vậy, Hệ thống Bretton Woods tan rã hoàn toàn.

3.5. Nguyên nhân sụp đổ của hệ thống Bretton Woods

Việc giải thích sự sụp đổ của Hệ thống Bretton Woods tập trung vào hai nguyên nhân chính, đó là vấn đề thanh khoản và việc thiết hụt một cơ chế điều chỉnh thích hợp.

3.5.1. Vấn đề thanh khoản

Trước khi hệ thống Bretton Woods sụp đổ, Robert Triffin (1960) đã dự báo về việc mất lòng tin vào hệ thống. Triffin lập luận rằng, trong bản thân chế độ bản vị vàng đôla đã có mâu thuẫn. Để Hệ thống Bretton Woods hoạt động thành công, vấn đề quan trọng là phải duy trì lòng tin vào đôla Mỹ. Các ngân hàng trung ương chỉ sẵn sàng nắm giữ đôla dưới dạng dự trữ khi họ tin rằng đôla có thể chuyển đổi ra vàng với giá 35\$/auxơ. Triffin chỉ ra rằng, khi thương mại quốc tế phát triển thì nhu cầu về dự trữ quốc tế mà chủ yếu là đôla Mỹ cũng tăng. Để đáp ứng nhu cầu đó, Hệ thống Bretton Woods phụ thuộc vào khả năng Mỹ có thể tự điều chỉnh trước thâm hụt cán cân thanh toán mà không gây ra phá giá đồng đôla và việc các nước thặng dư mua đôla để ngăn chặn việc tăng giá đồng tiền của họ.

Vì vậy, theo thời gian, tổng lượng dư nợ đôla của Mỹ đối với thế giới sẽ tăng và tỷ lệ gia tăng đó sẽ vượt tỷ lệ tăng dự trữ vàng của Mỹ. Kết quả là đến một thời điểm nhất định, tỷ lệ dư nợ của đôla Mỹ đối với dự trữ vàng sẽ ngày càng xấu đi và việc chuyển đổi vàng với tỷ giá cam kết tại 35\$/auxơ sẽ trở nên không thể thực hiện được. Đến khi việc chuyển đổi đôla ra vàng của Mỹ trở nên khó thực hiện, Triffin cho rằng các ngân hàng trung ương sẽ dự đoán trước việc phá giá của đôla và bắt đầu đổi dự trữ đôla của họ ra vàng và cuối cùng là chấm dứt việc neo đồng tiền của họ vào đôla dẫn đến sự sụp đổ của hệ thống.

Hệ thống Bretton Woods hoạt động tốt đến những năm 1950, sau đó lòng tin vào hệ thống giảm dần đi trong những năm 1960 vì

dự nợ đôla bắt đầu vượt quá dự trữ vàng. Lòng tin vào hệ thống giảm dần đánh dấu sự thay đổi trong quá trình tồn tại của Hệ thống Bretton Woods từ giai đoạn *đối* đôla sang giai đoạn *bội thực* đôla từ cuối những năm 1950. Từ năm 1968 đến 1972, tình hình trở nên đặc biệt nghiêm trọng khi rõ ràng phá giá đôla Mỹ là điều không tránh khỏi và kết cục là sự sụp đổ của hệ thống.

Bên cạnh cách giải thích nguyên nhân sụp đổ của Hệ thống Bretton Woods do Triffin đưa ra, Paul De Graau cũng đưa ra một sự giải thích hơi khác một chút. Đó là quan điểm dựa trên định luật Gresham. Gresham (1529-79) lập luận rằng khi có sự khác nhau giữa tỷ giá chính thức và tỷ giá thị trường của hai loại tài sản thì tài sản bị định giá thấp sẽ biến khỏi lưu thông trong khi tài sản được định giá cao sẽ vẫn tiếp tục lưu thông. Áp dụng trong tiền tệ ta có thể nói: *tiền xấu sẽ đẩy tiền tốt đi ra khỏi lưu thông*. Định luật Gresham có thể áp dụng để giải thích cho sự sụp đổ của hệ thống Bretton Woods như sau.

Hai loại tài sản xem xét ở đây là vàng và đôla. Dưới Hệ thống Bretton Woods, tỷ giá chính thức của hai tài sản này là 35 đôla/auxơ vàng. Chính phủ Mỹ đã cam kết mua và bán vàng với các chính phủ nước ngoài theo giá này. Khi mức giá ở Mỹ tăng khoảng 40% trong khoảng 1959 đến 1969, nếu các điều kiện khác không đổi thì giá vàng cũng sẽ tăng gần mức đó. Trên thực tế, chúng ta thấy rằng, ngoài thị trường tự do, sức ép tăng giá vàng ngày càng tăng đã dẫn đến việc thành lập *bể vàng* giữa các chính phủ, và buôn bán vàng trên thị trường chợ đen. Tuy nhiên, vàng bán ra ngày càng nhiều gây tổn thất về dự trữ vàng và cuối cùng, các ngân hàng trung ương phải từ bỏ việc bán vàng vào năm 1968. Trong khi đó, vàng ngày càng được trao đổi nhiều hơn trên thị trường phi chính thức.

Một khi giá vàng chính thức bị định quá thấp, các ngân hàng trung ương có thể đổi đôla ra vàng và sau đó bán ngoài thị trường tư nhân để kiếm lời. Để cứu hệ thống tỷ giá cố định, Mỹ đã

ký một thoả ước với các ngân hàng trung ương nhằm ngăn cản họ đổi đôla ra vàng và bán vàng ngoài thị trường tư nhân. Như vậy, đôla trên thực tế không thể chuyển đổi ra vàng được nữa. Vào năm 1970 và đầu năm 1971, khi cán cân thanh toán Mỹ càng xấu đi rõ rệt, tổng thống Nixon buộc phải tuyên bố chấm dứt việc chuyển đổi đôla ra vàng. Như vậy, *đôla đã đẩy vàng ra khỏi thị trường* theo định luật Gresham.

3.5.2. Thiếu một cơ chế điều chỉnh

Hệ thống Bretton Woods cho phép thay đổi tỷ giá hối đoái như cứu cánh cuối cùng trong trường hợp có thâm hụt cơ bản. Tuy nhiên, trên thực tế, các nước rất miễn cưỡng trong việc phá giá hay nâng giá đồng tiền hoặc thực hiện các biện pháp chính sách cần thiết để đảm bảo cho cán cân thanh toán ổn định lâu dài.

Mỹ không thể giảm giá đồng đôla vì điều này sẽ giảm lòng tin vào hệ thống. Hơn nữa, việc giảm giá đôla so với vàng cũng không thể cải thiện tình hình nếu các đồng tiền khác vẫn giữ nguyên tỷ giá của chúng đối với đôla. Như vậy, để kiểm soát thâm hụt cán cân thanh toán, Mỹ phải giảm phát nền kinh tế, nhưng Mỹ rất miễn cưỡng trong việc này. Bên cạnh đó, việc can thiệp chiến tranh vào Việt Nam đã làm Mỹ phải áp dụng các chính sách lạm phát và càng làm cho cán cân thanh toán xấu thêm.

Các nước bị thâm hụt cán cân thanh toán dai dẳng có thể lập lại cân bằng thông qua việc giảm giá đồng tiền của mình. Trên thực tế, các nước này cũng rất miễn cưỡng trong việc đó vì hành động này có thể bị coi như một dấu hiệu của chính phủ yếu kém. Đồng thời những nước này cũng rất miễn cưỡng trong việc giảm phát nền kinh tế vì đa số các nước đó cam kết thực hiện mục tiêu tăng trưởng và toàn dụng nhân lực. Với việc các nước thâm hụt miễn cưỡng trong điều chỉnh thì các nước thặng dư cần hành động để giảm thặng dư của họ.

Tuy nhiên, các nước thặng dư như Nhật Bản và Tây Đức cũng rất miễn cưỡng trong việc tăng giá đồng tiền của họ vì việc này có thể làm giảm sức cạnh tranh của họ trên trường quốc tế. Định giá thấp đồng nội tệ là một trong những nguyên nhân quan trọng giúp các nền kinh tế này phát triển khu vực hàng hoá mậu dịch, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế dựa vào xuất khẩu (đặc biệt là trong trường hợp của Nhật Bản). Vì vậy, nâng giá đồng tiền sẽ dẫn đến suy giảm sức cạnh tranh quốc tế, hạn chế tăng trưởng xuất khẩu. Thay vì nâng giá đồng tiền, các nước này, về lý thuyết, có thể thực hiện chính sách lạm phát để giảm thặng dư. Trong thực tế, chính phủ những nước này cũng không muốn tăng mức giá của nền kinh tế vì họ lo ngại các hậu quả lạm phát.

Với việc cả các nước thâm hụt lẫn các nước thặng dư đều miễn cưỡng trong việc điều chỉnh tỷ giá thì việc duy trì tỷ giá cố định được thực hiện như thế nào? Để ngăn cản việc thay đổi tỷ giá, các nước có thặng dư cân cân thanh toán cho ngân hàng trung ương của các nước thâm hụt vay ngoại tệ để giữ cố định tỷ giá. Tuy nhiên, việc cho vay này chỉ có thể làm chậm quá trình thay đổi tỷ giá chứ không thể ngăn cản phá giá ở những nước thâm hụt và nâng giá ở những nước thặng dư.

3.6. Biến đổi của tỷ giá hối đoái sau khi Hệ thống Bretton Woods sụp đổ

Việc quay lại tỷ giá thả nổi ban đầu được các ngân hàng trung ương coi như biện pháp tạm thời trước khi hình thành một trật tự tiền tệ quốc tế mới. Tuy nhiên, các sự kiện xảy ra sau đó đã làm tiêu tan mọi hy vọng. Việc tăng giá dầu lần thứ nhất vào năm 1973 đã ảnh hưởng nghiêm trọng đến kinh tế thế giới. Tỷ giá thương mại của các nước nhập khẩu dầu bị xấu đi đáng kể làm cho cán cân thanh toán bị thâm hụt nghiêm trọng. Các nước kém phát triển không xuất khẩu dầu cũng bị tổn thương do nhập dầu giá cao và giảm thu xuất khẩu vì suy thoái kinh tế thế giới. Thâm

hút thương mại của các nước kém phát triển tăng vọt từ 8,7 tỷ đôla năm 1973 tới 51,3 tỷ đôla năm 1975.

Tháng 1 - 1976, các thành viên IMF nhóm họp tại Jamaica để đưa ra các sửa đổi trong điều lệ của IMF. Cụ thể là:

- Chấp nhận hệ thống tỷ giá hối đoái linh hoạt; các ngân hàng trung ương được phép can thiệp vào thị trường ngoại hối để điều tiết các biến động của thị trường.
- Bỏ giá chính thức của đôla đồng thời tăng cường vai trò của SDR với tư cách là dự trữ quốc tế chính thức.

Điều lệ mới của IMF xác định nghĩa vụ của các thành viên là phải thông báo cho Quỹ biết các chính sách của mình về tỷ giá hối đoái. Vai trò chính của IMF là giám sát các chính sách tỷ giá hối đoái của các nước thành viên và bao quát hệ thống tài chính quốc tế bảo đảm sao cho nó hoạt động tốt.

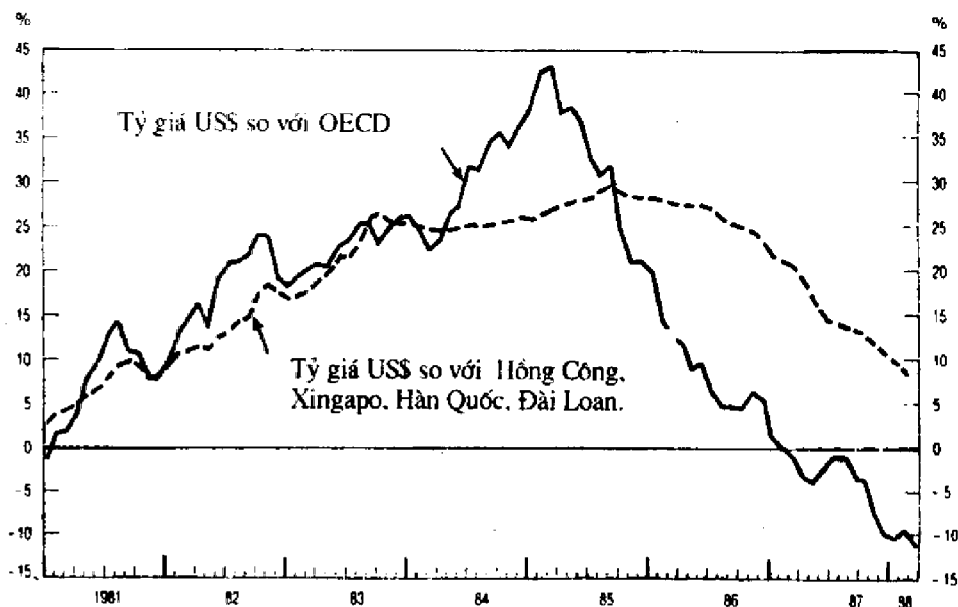
IMF cũng đưa ra ba nguyên tắc trong việc thực thi chính sách tỷ giá, trong đó các thành viên:

- Phải tránh việc dùng chính sách tỷ giá hối đoái hoặc hệ thống tài chính quốc tế để ngăn cản các điều chỉnh cán cân thanh toán tích cực hoặc dành ưu thế trong cạnh tranh đối với các thành viên khác.
- Có thể can thiệp vào thị trường hối đoái nếu cần thiết để lập lại trật tự cho tỷ giá hối đoái.
- Phải tính đến lợi ích của các thành viên khác trong việc đưa ra chính sách tỷ giá hối đoái của họ.

Cú sốc giá dầu lần thứ hai vào năm 1979 tiếp tục gây ra những biến động lớn trong hệ thống tài chính quốc tế. Mặc dù cú sốc giá dầu lần này không lớn như lần trước, nhưng nền kinh tế của các nước phát triển suy thoái nghiêm trọng hơn. Rút kinh nghiệm của cú sốc giá dầu lần thứ nhất, để hạn chế tối đa hậu quả của

lạm phát, các nước công nghiệp phát triển áp dụng chính sách tiền tệ thắt chặt và kết quả là lãi suất thế giới tăng lên.

Hình 1.1. Tỷ giá danh nghĩa của US\$
(Phần trăm thay đổi so với mức năm 1980)



Nguồn: *OECD Survey on the United States, 1988-1989*, trang 35.

Đôla Mỹ tăng giá mạnh từ tháng 1 - 1980 đến tháng 5 - 1985. Trong thời gian này, đôla danh nghĩa tăng giá khoảng 64%. Một trong những nguyên nhân là việc áp dụng chính sách vĩ mô lệch hướng của Mỹ, châu Âu và Nhật. Chính phủ Mỹ áp dụng chính sách tiền tệ thắt chặt và chính sách tài khoá mở rộng với thâm hụt ngân sách lớn. Châu Âu áp dụng chính sách tiền tệ và tài khoá thắt chặt. Vì lãi suất của Mỹ tăng tương ứng so với lãi suất của châu Âu nên dòng di chuyển vốn đổ về Mỹ để tài trợ cho thâm hụt cán cân thanh toán ngày càng tăng. Chính phủ Mỹ lập luận rằng, việc đôla tăng giá là do kinh tế Mỹ mạnh lên chứ không phải là vấn đề chính sách.

Tuy nhiên, đôla tiếp tục tăng giá đã gây ra sự lo lắng. Xuất khẩu của Mỹ bị thu hẹp lại và làm cho cán cân thanh toán xấu đi nhanh chóng. Điều này hối thúc Mỹ phải áp dụng biện pháp để cải thiện tình hình. Châu Âu và Nhật được lợi từ tình hình này cũng lo lắng Mỹ sẽ áp dụng các biện pháp bảo hộ.

Trước tình hình như vậy, tháng 5 - 1985, nhóm G5 đã họp tại khách sạn Plaza và đưa ra Thoả ước Plaza. Họ nhất trí rằng nên định giá đôla thấp xuống. Đôla Mỹ đã suy giảm từ trước Hội nghị Plaza nay càng suy giảm mạnh. Các nước lo ngại rằng đôla có thể suy giảm nhiều hơn nên đã tổ chức hội nghị thượng đỉnh tại Louvre năm 1987 nhằm giải quyết tình trạng đột biến của đôla. Hội nghị cũng đã thoả thuận hợp tác chặt chẽ để giữ tỷ giá hối đoái ở mức gần với hiện tại. Tỷ giá hối đoái được giữ ở mức tương đối ổn định cho tới tháng 10 - 1987, sau khi thị trường chứng khoán thế giới sụp đổ, đôla lại bị sức ép giảm giá mới.

4. SỰ HÌNH THÀNH CỦA ĐÔLA CHÂU ÂU

Như đã phân tích trong phần trên, sau khi Hệ thống Bretton Woods sụp đổ, mặc dù một số nước vẫn duy trì tỷ giá cố định, hệ thống tỷ giá thả nổi bắt đầu hoạt động. Các quy định về tỷ giá hối đoái là những vấn đề quan trọng của hệ thống mới, tuy nhiên, đặc điểm nổi bật quyết định tính chất của giai đoạn mới trong phát triển của hệ thống tài chính quốc tế là sự phát triển về thể chế: sự xuất hiện của thị trường Đôla châu Âu và hoạt động của ngân hàng Đôla châu Âu.

Trước khi tiếp tục, chúng ta phải làm rõ hai vấn đề: Thứ nhất, thuật ngữ *Đôla châu Âu* được sử dụng chung cho Mác châu Âu, Yên châu Âu, Bảng châu Âu và các đồng tiền châu Âu khác vì chúng cùng có chung tính chất và trong đó Đôla châu Âu vẫn chiếm vai trò quan trọng hơn cả. Vì vậy, từ Đôla châu Âu được sử dụng chung cho các đồng tiền châu Âu khác. Thứ hai, Đôla châu

Âu tồn tại từ trước khi Hệ thống Bretton Woods sụp đổ, nhưng chỉ phát triển mạnh mẽ từ năm 1973.

4.1. Nguồn gốc phát triển và đặc điểm của thị trường Đôla châu Âu

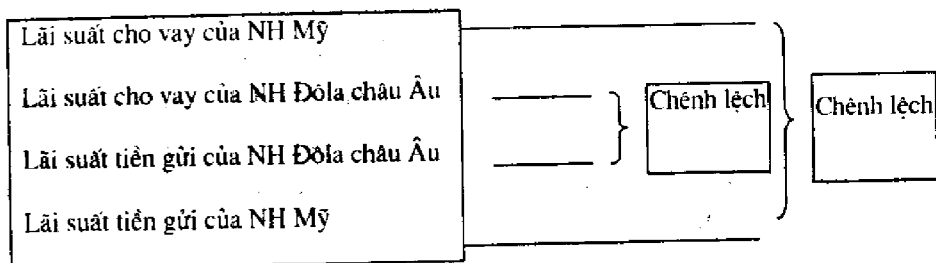
Thị trường Đôla châu Âu bắt đầu xuất hiện vào năm 1957. Từ đầu những năm 1950, nước Nga xuất khẩu hàng thu ngoại tệ dưới dạng đôla Mỹ, vì chiến tranh lạnh giữa Nga và Mỹ nên Nga không thể gửi tiền vào các ngân hàng của Mỹ, thay vào đó, họ gửi tại ngân hàng của Pháp tại Pari. Cũng vào năm 1957, Ngân hàng Trung ương Anh đưa ra các hạn chế đối với việc cho vay khách hàng nước ngoài bằng bảng Anh. Vì vậy, các ngân hàng Anh quay sang sử dụng đôla Mỹ để tài trợ cho hoạt động thương mại quốc tế. Thêm vào đó, các ngân hàng châu Âu được phép giữ đôla trên tài khoản mà không phải đổi ra bản tệ. Thị trường Đôla châu Âu phát triển mạnh từ sau khi chính phủ Mỹ tăng cường kiểm soát đối với hoạt động của ngân hàng Mỹ vào năm 1963. Vì các quy định kiểm soát không áp dụng đối với các chi nhánh ngân hàng hoạt động ở nước ngoài nên các ngân hàng Mỹ mở thêm nhiều chi nhánh ở nước ngoài.

Đặc điểm cơ bản và khác biệt của thị trường Đôla châu Âu là chúng nằm ngoài sự kiểm soát của bất cứ quốc gia hoặc định chế nhà nước nào. Các ngân hàng hoạt động dựa trên Đôla châu Âu phát triển mạnh vì kinh doanh Đôla châu Âu không phải là đối tượng của dự trữ bắt buộc, bảo hiểm tiền gửi, kiểm soát lãi suất hoặc các kiểm soát khác của chính phủ hoặc ngân hàng trung ương áp dụng cho các ngân hàng thuộc hệ thống tài chính quốc gia. Tiền gửi bằng Đôla châu Âu và các khoản cho vay là hình thức tiền tệ và tài chính quốc tế thực sự.

Đặc điểm quốc tế đó của Đôla châu Âu có thể coi là định nghĩa cho tiền gửi bằng Đôla châu Âu. Vì không nằm trong sự kiểm soát như đối với các ngân hàng trong nước nên ngân hàng Đôla

châu Âu có thể trả lãi suất tiền gửi cao hơn và tính lãi suất cho vay thấp hơn bình thường. Như vậy, chênh lệch giữa lãi suất cho vay và lãi suất tiền gửi của ngân hàng Đôla châu Âu thường thấp hơn đối với các ngân hàng Mỹ hoặc châu Âu. Sự chênh lệch này đạt khoảng từ 0,5 đến 1%. Chênh lệch thấp giữa lãi suất tiền gửi và lãi suất cho vay của ngân hàng Đôla châu Âu còn được giải thích bằng việc họ được lợi từ tính tiết kiệm do quy mô. Quy mô tiền gửi vào và các khoản cho vay của ngân hàng Đôla châu Âu thường lớn hơn quy mô tiền gửi vào và các khoản cho vay của các ngân hàng thông thường. Lợi thế cạnh tranh của ngân hàng Đôla châu Âu được minh họa trong Hình 1.2.

Hình 1.2. So sánh chênh lệch lãi suất của NH Mỹ và NH Đôla châu Âu



Vì Ngân hàng Đôla châu Âu thường trả lãi suất tiền gửi cao hơn và tính lãi suất cho vay thấp hơn nên ta có thể đặt câu hỏi, tại sao các giao dịch gửi tiền và vay tiền lại không được tiến hành thông qua hệ thống ngân hàng này? Câu trả lời nằm trong chi phí của các bên tham gia. Thông thường, việc một doanh nghiệp Mỹ xin vay tiền ở ngân hàng địa phương của Mỹ làm nảy sinh chi phí giao dịch vì ngân hàng phải nắm được các thông tin về doanh nghiệp và phải hiểu biết công việc kinh doanh của doanh nghiệp đó để có thể xác định một cách nhanh chóng mức độ rủi ro của việc cho vay và quản lý khoản cho vay. Nếu doanh nghiệp xin vay tiền của ngân hàng Đôla châu Âu thì có thể làm phát sinh chi phí cao hơn nhiều vì ngân hàng phải tiến hành xác định khả năng trả nợ của doanh nghiệp và tính khả thi của dự án. Vì vậy,

trừ khi là những khoản tiền đáng kể, các doanh nghiệp nhỏ thường không gửi tiền/hay vay tiền từ ngân hàng Đôla châu Âu.

Khách hàng chủ yếu của ngân hàng Đôla châu Âu chính là các ngân hàng Đôla châu Âu, các tổ chức tài chính phi ngân hàng, các công ty xuyên quốc gia, các tổ chức quốc tế, các chính quyền trung ương, địa phương của các nước.

Lãi suất thị trường Đôla châu Âu được xác định dựa vào lãi suất cho vay liên ngân hàng Luân Đôn (LIBOR) - lãi suất các ngân hàng bù trừ Luân Đôn áp dụng trên các khoản cho vay trên thị trường liên ngân hàng. Khách hàng phi ngân hàng vay tiền trả lãi suất cao hơn LIBOR phụ thuộc vào đánh giá hệ số tín nhiệm tín dụng và chi phí giao dịch. Khách hàng phi ngân hàng được trả lãi suất thấp hơn LIBOR cho các khoản tiền gửi của họ. Ban đầu, lãi suất cho vay và lãi suất tiền gửi được cố định cho cả thời hạn vay hoặc gửi tiền, sau đó lãi suất biến đổi dựa vào LIBOR trở thành lãi suất chuẩn đối với các khoản cho vay hoặc tiền gửi trung hạn (trên 6 tháng) và dài hạn. Lãi suất biến đổi này được xác định 3 hoặc 6 tháng một lần.

Một trong những đặc điểm thú vị trong kết cấu của tài sản có và tài sản nợ của ngân hàng Đôla châu Âu là các khoản tiền gửi và cho vay ngắn hạn chiếm đa số, thậm chí có những khoản tiền gửi có thời hạn là một ngày, còn lại chủ yếu là 6 tháng. Hơn nữa, thời hạn tiền gửi và cho vay thường là tương đương. Ngoài ra, sự tương đương giữa thời hạn cho vay và tiền gửi còn làm giảm rủi ro do thay đổi lãi suất. Sự xuất hiện của thị trường giao dịch kỳ hạn từ năm 1982 ở Chicago, New York và Luân Đôn đã giúp các ngân hàng Đôla châu Âu tự bảo hiểm rủi ro dao động lãi suất mà không cần đến sự tương hợp của thời hạn thanh toán giữa tài sản có và tài sản nợ của họ.

Sau cú sốc giá dầu vào những năm 1973 - 1974, các nước OPEC gửi những khoản tiền lớn vào thị trường Đôla châu Âu. Các ngân hàng Đôla châu Âu cho các nước nhập khẩu dầu đang có thâm hụt

cán cân thanh toán vay. Các ngân hàng Đôla châu Âu đóng một vai trò trung gian quan trọng trong việc luân chuyển vốn từ các nước OPEC dư thừa đôla tới các nước nhập khẩu dầu thô hụt.

Sự tăng trưởng nhanh chóng của tiền gửi bằng Đôla châu Âu tại các ngân hàng ở Luân Đôn và một số nơi khác từ năm 1973 đi đôi với việc xuất hiện hình thức cho vay mới của các ngân hàng Đôla châu Âu. Từ năm 1973 đến năm 1982, họ đã mở rộng cho vay bằng Đôla châu Âu đối với các nước thuộc thế giới thứ ba, chủ yếu là Braxin và Mêhicô. Các khoản cho vay này là các khoản cho vay chính phủ và sự tăng trưởng của chúng được dựa trên công nghệ cho vay mới. Đó là các khoản cho vay kết hợp với lãi suất thay đổi theo LIBOR (vay kết hợp là một khoản vay từ nhiều ngân hàng khác nhau nhưng do một ngân hàng nào đó đứng ra dàn xếp và chịu trách nhiệm quản lý khoản cho vay đó).

Tuy nhiên, các khoản cho vay chính phủ cho các nước thế giới thứ ba không phải là hình thức tín dụng duy nhất bằng Đôla châu Âu. Các khoản cho vay bằng Đôla châu Âu cho các công ty lớn của Mỹ và Anh để tài trợ cho các hoạt động sát nhập và thôn tính (M&A) trở nên đáng kể từ năm 1982. Việc phát hành trái phiếu có thể trao đổi bằng Đôla châu Âu thay cho việc cho vay cũng phát triển mạnh trong những năm 1980. Các sự kiện trên hàm ý một thay đổi lâu dài trong tài chính quốc tế do sự phát triển của Đôla châu Âu. Nhưng liệu Đôla châu Âu có tác động sâu rộng lên cách thức hoạt động của ngân hàng và tín dụng hay không?

Từ giác độ tài khoản nợ của ngân hàng, tiền gửi bằng Đôla châu Âu ở ngân hàng là cơ sở của hệ thống và điều này làm nảy sinh câu hỏi liệu các khoản tiền gửi này có đại diện cho việc tạo tiền mới không. *Đôla châu Âu làm tăng lượng tiền quốc tế lên bao nhiêu?* Chúng ta sẽ làm rõ vấn đề này trong phần tiếp theo.

4.2. Số nhân tiền châu Âu

Mối quan tâm lớn nhất về thị trường Đôla châu Âu là chúng có khả năng tạo tín dụng mà lãi vẫn nằm ngoài vòng kiểm soát. Sự tăng trưởng nhanh chóng của thị trường Đôla châu Âu vào những năm 1960 - 1970 trùng với thời kỳ lạm phát cao ở các nước công nghiệp. Một số nhà kinh tế lập luận rằng, thị trường Đôla châu Âu phải chịu một phần trách nhiệm về việc này.

Cơ sở của lập luận này là thị trường Đôla châu Âu có tác động khuếch trương cung tiền tệ và vì vậy làm tăng lạm phát. Tuy nhiên, cũng có những ý kiến khác nhau về tác động khuếch trương của thị trường Đôla châu Âu đối với cung tiền. Friedman (1969) và Mayer (1970) lập luận rằng thị trường Đôla châu Âu phải được xem như một sự khuếch trương của hệ thống ngân hàng nội địa Mỹ. Trong phần này, chúng ta phải trả lời được hai câu hỏi:

- *Hệ thống Đôla châu Âu có những tác động gì lên sự phát triển của ngân hàng và tín dụng?*
- *Mối quan hệ giữa hoạt động của ngân hàng Đôla châu Âu và lượng tiền như thế nào?*

Chúng ta sẽ sử dụng mô hình số nhân tiền của McKinnon (1977) để xem xét mối quan hệ giữa thị trường Đôla châu Âu với cung tiền nội địa. Mô hình của McKinnon cho rằng yếu tố quan trọng quyết định việc ngân hàng Đôla châu Âu có chịu trách nhiệm trong việc tạo tín dụng hay không là lượng cung ròng về đôla của các ngân hàng này, nghĩa là sự tăng thêm vào cung đôla toàn cầu so với cung đôla khi không có các ngân hàng Đôla châu Âu.

Cung đôla trong khu vực phi ngân hàng được định nghĩa như sau:

$$M = C + D + E \quad (1.1)$$

Trong đó: M là cung đôla trong khu vực phi ngân hàng, C là tiền mặt trong tay công chúng, D là tiền gửi trong hệ thống ngân

hàng Mỹ của khu vực phi ngân hàng và E là tiền gửi của ngân hàng Đôla châu Âu.

Giả thiết cầu về tiền gửi của Mỹ là phương trình bậc nhất của cung đôla toàn cầu, khi đó:

$$D = \alpha + mM \quad (1.2)$$

Trong đó: α phản ánh sự ưa thích gửi tiền vào ngân hàng Mỹ hơn so với các ngân hàng khác của khu vực phi ngân hàng và m là phần cung đôla được gửi lại hệ thống ngân hàng Mỹ.

Tương tự, cầu về tiền gửi của châu Âu là một phương trình bậc nhất của cung tiền.

$$E = \beta + eM \quad (1.3)$$

Trong đó: β phản ánh sự ưa thích hơn đối với tiền gửi Đôla châu Âu của khu vực phi ngân hàng và e là phần cung tiền được gửi lại vào thị trường Đôla châu Âu.

Ngân hàng Đôla châu Âu nắm giữ dự trữ ở ngân hàng Mỹ để đáp ứng nhu cầu rút tiền của khách hàng. Các khoản dự trữ này được giả thiết là một tỷ lệ trên tổng tiền gửi:

$$RE = reE \quad (1.4)$$

Trong đó: RE là tổng dự trữ của tiền Đôla châu Âu, re là tỷ lệ dự trữ của ngân hàng Đôla châu Âu.

Giả thiết ngân hàng Mỹ nắm giữ dự trữ ở Cục Dự trữ Liên bang theo tỷ lệ trên tổng tiền gửi của khu vực phi ngân hàng và của ngân hàng Đôla châu Âu. Như vậy:

$$R = r(D + RE) \quad (1.5)$$

Trong đó: R là dự trữ của hệ thống ngân hàng Mỹ và r là tỷ lệ dự trữ của các ngân hàng Mỹ.

Tiền cơ sở của Mỹ được định nghĩa là tiền mặt trong tay công chúng cộng dự trữ của các ngân hàng ở Cục Dự trữ Liên bang. Như vậy:

$$B = C + R \quad (1.6)$$

Bây giờ, chúng ta có thể sử dụng các mối quan hệ trên để xem xét tác động của tiền gửi bằng Đôla châu Âu.

- (i) *Tác động của việc chuyển tiền gửi từ hệ thống ngân hàng Mỹ sang thị trường Đôla châu Âu lên tổng tiền gửi Đôla châu Âu.*

Trong ví dụ này, $d\beta = -da$ khi tiền cơ sở không thay đổi, nghĩa là $dB = 0$. Số nhân được xác định như sau:

$$\frac{dE}{d\beta} = \frac{1}{1 + \frac{er(1-re)}{(e+m)(1-r) - 1}} \quad (1.7)$$

Vì $(e+m)(1-r) < 1$ nên số nhân lớn hơn 1, nghĩa là thị trường Đôla châu Âu có thể tăng 1 đôla tiền gửi lên hơn 1 đôla. Nếu chúng ta bỏ qua khả năng nắm giữ tiền mặt thì $e + m = 1$, do đó phương trình (1.7) có thể đơn giản hoá như sau:

$$\frac{dE}{d\beta} = \frac{1}{1 - e(1-re)} > 1 \quad (1.8)$$

Phương trình (1.8) là số nhân tín dụng Đôla châu Âu. Nó cho thấy sự tăng lên của tín dụng trong thị trường Đôla châu Âu sẽ càng lớn khi tỷ lệ tiền gửi ở hệ thống ngân hàng Đôla châu Âu (e) càng lớn và tỷ lệ dự trữ của các ngân hàng châu Âu (re) càng nhỏ.

Lý do tại sao thị trường Đôla châu Âu lại mở rộng lên hơn một đôla cho mỗi đôla tiền gửi rất rõ ràng. Mỗi đôla thêm vào tiền gửi châu Âu có nghĩa là ngân hàng châu Âu có thêm một đôla dùng cho mục đích cho vay và phần lớn của đôla đó ($1-re$) được cho vay, một phần (e) lại được gửi lại vào hệ thống ngân hàng châu Âu.

- (ii) *Tác động của việc chuyển tiền gửi từ hệ thống ngân hàng Mỹ sang thị trường Đôla châu Âu lên cung tiền.*

Trong ví dụ này, $d\beta = -da$ khi cơ sở tiền không thay đổi, nghĩa là $dB = 0$. Kết quả của việc chuyển tiền gửi từ hệ thống ngân hàng

Mỹ sang thị trường Đôla châu Âu đối với cung tiền của Mỹ như sau:

$$\frac{dM}{d\beta} = \frac{r(1-re)}{1-m(1-r)-e(1-rre)} > 1 \quad (1.9)$$

Phương trình (1.9) được gọi là số nhân tiền Đôla châu Âu và vì số nhân lớn hơn 1 nên thị trường Đôla châu Âu có thể được coi như có tác động mở rộng lên cung tiền của Mỹ như đã định nghĩa trong phương trình (1.1). Số nhân càng lớn khi giá trị của tỷ lệ dự trữ của ngân hàng châu Âu càng thấp và tỷ lệ dự trữ nội địa càng thấp. Tuy nhiên, thậm chí khi tỷ lệ dự trữ của Đôla châu Âu bằng tỷ lệ dự trữ nội địa thì số nhân Đôla châu Âu vẫn lớn hơn 1.

Tác động mở rộng của thị trường Đôla châu Âu lên cung tiền toàn diện có thể được giải thích như sau: khi 1 đôla được chuyển từ tiền gửi của thị trường Mỹ sang thị trường châu Âu, thị trường Đôla châu Âu sẽ mở rộng nó lên hơn 1 đôla. Một phần của sự tăng lên này (m) được gửi ở ngân hàng Mỹ và một phần (e) được gửi trở lại ngân hàng Đôla châu Âu. Các ngân hàng Mỹ sẽ phải dự trữ bổ sung thêm ở Cục Dự trữ Liên bang nên một phần của tiền gửi tăng lên không thể cho vay, trong khi các ngân hàng châu Âu sẽ giữ dự trữ ở các ngân hàng Mỹ, nơi có thể sử dụng một phần của khoản dự trữ đó để cho vay.

(iii) *Tác động của thị trường Đôla châu Âu lên cung tiền khi cơ sở tiền tăng.*

Trong ví dụ này, $d\beta = -da = 0$. Bỏ qua thực tế là có một số tiền được nắm giữ dưới dạng tiền mặt thì $e+m=1$. Tác động của việc tăng tiền cơ sở được xác định như sau:

$$\frac{dM}{dB} = \frac{1}{r[1-e(1-re)]} > \frac{1}{r} \quad (1.10)$$

Nếu thị trường Đôla châu Âu không tồn tại ($e=re=0$) thì số nhân sẽ là $1/r$ tương đồng với hệ thống ngân hàng nội địa. Do vậy, có thể nói là thị trường Đôla châu Âu có tác động làm tăng số nhân

cơ sở tiền. Điều này có thể được giải thích thông qua sự thật là một phần của số tiền mới được tạo thành được gửi vào thị trường Đôla châu Âu và nó có tác động thanh khoản lớn hơn hệ thống ngân hàng nội địa.

4.3. Kiểm chứng về số nhân Đôla châu Âu

Giá trị của số nhân tín dụng Đôla châu Âu theo phương trình (1.8) phụ thuộc vào giá trị của e và re . McKinnon (1979) đã đánh giá tỷ lệ dự trữ của ngân hàng Đôla châu Âu (re) nằm trong khoảng 0,01 và 0,05; trong khi tỷ lệ gửi lại của các khoản cho vay của ngân hàng Đôla châu Âu (e) nói chung nhỏ hơn 0,2. Giả sử tỷ lệ dự trữ của ngân hàng Đôla châu Âu (re) là 0,02 và tỷ lệ gửi lại ngân hàng Đôla châu Âu là 0,2 thì giá trị của số nhân Đôla châu Âu là 1,24.

Số nhân Đôla châu Âu 1,24 có nghĩa là 1 đôla chuyển từ hệ thống ngân hàng Mỹ sang thị trường Đôla châu Âu sẽ làm tăng cung đôla toàn diện lên 24 phần trăm so với việc đôla đó nằm lại hệ thống ngân hàng Mỹ. Tác động này tương đối yếu và không chứng minh cho quan điểm rằng sự tăng trưởng của thị trường Đôla châu Âu phải chịu trách nhiệm về việc tăng lạm phát thế giới.

5. KHỦNG HOẢNG NỢ QUỐC TẾ

Sự tăng trưởng các khoản cho vay chính phủ của các ngân hàng Đôla châu Âu đã chấm dứt vào năm 1982, khi khả năng nhiều nước vay nợ không thể trả nợ đúng hạn đã trở nên rõ ràng. Dấu hiệu của khủng hoảng nợ quốc tế trở nên rõ rệt từ đầu năm 1982, nhưng nó chỉ thực sự bắt đầu với việc tuyên bố hoãn trả nợ của Mehico vào ngày 12 - 8 - 1982.

Các vấn đề do khủng hoảng nợ gây ra và cách thức mà hệ thống tài chính quốc tế giải quyết các vấn đề đó đã tạo ra một giai đoạn

mới trong lịch sử tiến triển của hệ thống tài chính quốc tế hiện đại. Để hiểu được hệ thống tài chính quốc tế của những năm 1990 cần phải xem xét hai yếu tố liên quan đến khủng hoảng nợ đã ảnh hưởng như thế nào đối với hệ thống tài chính quốc tế trong thập kỷ 1980.

Yếu tố thứ nhất là đối mặt với khủng hoảng nợ ở Mêhicô, Quỹ tiền tệ quốc tế liên kết việc cho vay của Quỹ với việc cho vay của các ngân hàng tư nhân cho Mêhicô. Từ đó, việc cho vay của ngân hàng tư nhân cho các nước đang phát triển luôn liên kết chặt chẽ với việc cho vay của Quỹ tiền tệ quốc tế (và Ngân hàng thế giới). Trước năm 1982, các ngân hàng thường thích những nước vay nợ có áp dụng chương trình ổn định hoá của IMF hơn. Sau năm 1982, điều kiện tiên quyết cho tất cả là phải có khoản vay mới hoặc gia hạn nợ là phải có chương trình ổn định hoá do IMF khuyến nghị. Mối liên kết mới giữa các ngân hàng tư nhân với IMF (hoặc Ngân hàng thế giới) đạt đỉnh cao của nó trong Kế hoạch Baker - một kế hoạch giải quyết khủng hoảng nợ do Bộ trưởng Bộ Tài chính Mỹ đưa ra tháng 10 - 1985.

Tác động chủ yếu thứ hai của khủng hoảng nợ lên hệ thống tài chính quốc tế là hệ thống ngân hàng đã phát triển một phương pháp tiếp cận mới đối với các khoản cho vay mạo hiểm. Theo quan điểm thông thường và quan điểm của các nhà ngân hàng trước kia, tính mạo hiểm của việc cho vay thường được quy về hai kết cục: hoặc là người đi vay trả được cả gốc lẫn lãi, hoặc người đi vay vỡ nợ. Trên thực tế, người đi vay ở các nước đang phát triển thường không vỡ nợ một cách chính thức; các khoản vay của họ thường được coi là các khoản nợ không hoạt động hay nợ quá hạn nhưng vẫn có khả năng hoàn trả, kèm theo chúng là các thoả thuận hoàn nợ. Khủng hoảng nợ vào những năm 80 đã làm ra đời các dạng thị trường, định chế và phương thức tính toán đo lường rủi ro mới.

Một trong những thị trường mới phát triển là thị trường cho các khoản nợ không hoạt động, thông qua đó, các ngân hàng có thể bán các khoản nợ không hoạt động của họ với một tỷ lệ chiết khấu nhất định. Tỷ lệ này thể hiện kỳ vọng xác suất trả lãi và hoàn nợ. Nói cách khác, đã có sự định giá của thị trường về tính rủi ro của các khoản nợ chính phủ của các ngân hàng, khác với trước kia khi chỉ có sự định giá của liên ngân hàng và sự định giá của thị trường thể hiện đầy đủ xác suất trả nợ.

Một sự phát triển nữa là các ngân hàng buộc phải đánh giá lại tính hợp lý của cơ sở vốn của họ, đó là vốn chủ sở hữu của ngân hàng so với tổng nguồn vốn và mức độ rủi ro của các khoản cho vay của họ (và so với cả chênh lệch giữa tiền gửi và cho vay). Các khoản nợ xấu hoặc nợ không hoạt động phát sinh do khủng hoảng nợ làm cho các ngân hàng bị mất vốn và giảm cơ sở vốn. Khi xây dựng lại cơ sở vốn, các ngân hàng phải điều chỉnh tính hợp lý của chúng theo các đánh giá rủi ro theo cách hợp lý và chính xác hơn trước kia. Bây giờ chúng ta sẽ nghiên cứu một số vấn đề của khủng hoảng nợ thông qua trả lời các câu hỏi như:

- *Khủng hoảng nợ xuất hiện như thế nào?*
- *Tại sao các nước kém phát triển lại không vỡ nợ?*
- *Theo quan điểm của ngân hàng, cơ chế và thể thức quản lý và giảm nhẹ nợ là gì?*
- *Khủng hoảng nợ tác động đến hệ thống tài chính quốc tế như thế nào?*

5.1. Đặc điểm các nước kém phát triển

Khủng hoảng nợ bao trùm một loạt các nước kém phát triển có thu nhập trung bình. Trước khi đi vào chi tiết, chúng ta hãy xem xét các đặc điểm kinh tế tài chính của các nước kém phát triển.

- *Thị trường tài chính* các nước kém phát triển thường có ít cơ hội đầu tư cho người tiết kiệm và thường là đối tượng giám sát của chính phủ. Khác với thị trường tài chính của các nước phát triển, thị trường tài chính của các nước kém phát triển còn thô sơ và các công ty thường dựa vào ngân hàng để tài trợ cho các nhu cầu đầu tư của mình. Các ngân hàng thường là của nhà nước hoặc là đối tượng bị giám sát chặt chẽ để giữ lãi suất thực thấp nhằm khuyến khích đầu tư. Tuy nhiên, lãi suất thực thấp thường không khuyến khích tiết kiệm, dẫn đến việc dư cầu tín dụng và do đó phải phân phối tín dụng hạn chế. Ngoài ra, lãi suất thực thấp còn kích thích nhập khẩu dẫn đến các vấn đề về cán cân thanh toán (vấn đề này được phân tích chi tiết trong Bài 3, môn học Tài chính Phát triển);
- *Neo tỷ giá hối đoái và kiểm soát ngoại hối.* Tỷ giá hối đoái của các nước kém phát triển thường được neo theo đôla, bảng Anh, franc Pháp hoặc SDR. Việc neo tỷ giá được thực hiện theo hình thức điều chỉnh từ từ. Hình thức neo tỷ giá này có thể gây ra vấn đề khi đồng tiền được neo vào lại tăng giá, dẫn đến suy giảm sức cạnh tranh của hàng hoá xuất khẩu. Vì lý do này mà các nước kém phát triển thường neo bản tệ theo một rổ ngoại tệ. Ngoài việc neo tỷ giá, các nước kém phát triển thường kiểm soát ngoại tệ chặt chẽ bằng cách ngân hàng trung ương áp dụng các hạn chế khác nhau trong việc mua và bán ngoại tệ.
- *Mức độ đa dạng hoá thấp.* Sản phẩm của các nước kém phát triển thường kém đa dạng hơn các nước phát triển. Các sản phẩm nông nghiệp thường chiếm tỷ trọng lớn trong tổng sản phẩm quốc nội và thường chỉ có số lượng rất hạn chế các mặt hàng xuất khẩu như nông sản và nguyên liệu thô. Điều này có nghĩa là nền kinh tế của các nước này dễ bị ảnh hưởng bởi thời tiết xấu và sự thay đổi của thị trường thế giới.

- *Môi trường lạm phát.* Các nước kém phát triển thường xuyên có vấn đề trong việc kiểm soát lạm phát. Thâm hụt cán cân thanh toán, thâm hụt ngân sách chính phủ thường được tài trợ bởi việc in thêm tiền và dẫn đến hậu quả lạm phát.

5.2. Khía cạnh kinh tế việc vay mượn của các nước kém phát triển

Vấn đề đầu tiên chúng ta xem xét là tại sao các nước kém phát triển lại thích vay và tại sao các ngân hàng thương mại lại sẵn lòng cho vay? Đặc điểm của các nước kém phát triển là sự kết hợp giữa thu nhập thấp với thị trường tài chính kém phát triển dẫn đến sự thiếu hụt tiết kiệm trong nước để tài trợ cho đầu tư. Tổng lượng vốn thấp nghĩa là có nhiều cơ hội đầu tư có lãi. Tỷ lệ vốn trên lao động thấp có nghĩa là năng suất cận biên của vốn so với lao động là tương đối cao. Bằng việc đi vay nước ngoài, các nước kém phát triển có thể tăng đầu tư nội địa lớn hơn tiết kiệm nội địa và như thế có thể đạt tốc độ tăng trưởng kinh tế cao hơn so với chỉ dựa vào tiết kiệm trong nước. Việc đầu tư nội địa lớn hơn tiết kiệm sẽ gây ra vấn đề thâm hụt cán cân thanh toán và các nước kém phát triển sẽ phải trả nợ trong tương lai. Nhưng họ hy vọng tăng trưởng kinh tế trong tương lai sẽ làm cho vấn đề trả nợ trở nên dễ dàng.

Còn ở các nước phát triển, thu nhập cao kết hợp với thị trường tài chính phát triển dẫn đến tỷ lệ tiết kiệm tương đối cao. Tỷ lệ vốn trên lao động tương đối cao của họ có nghĩa là năng suất cận biên của vốn tương đối thấp làm hạn chế các cơ hội đầu tư có lãi, vì vậy có xu hướng tìm kiếm các cơ hội đầu tư có lãi. Các cơ hội như vậy lại rất sẵn có ở các nước kém phát triển. Như vậy, vay nợ nước ngoài là một quyết định tài chính có lợi cho các nước phát triển (nước cho vay) và các nước kém phát triển (nước vay nợ).

Các nước kém phát triển có thể tài trợ cho các dự án đầu tư mới của mình bằng nhiều cách khác nhau. Hiểu được các phương pháp

tài trợ này là cần thiết không chỉ để giải thích tại sao khủng hoảng nợ lại hình thành mà còn để giải thích bản chất của nợ.

- **Tài trợ bằng trái phiếu:** Các nước kém phát triển có thể phát hành trái phiếu để bán cho các nhà đầu tư nước ngoài. Lãi suất của trái phiếu phải được đảm bảo tùy thuộc vào kỳ hạn của trái phiếu và việc chúng được phát hành bằng nội tệ hay ngoại tệ. Nếu trái phiếu được phát hành bằng tiền nội tệ thì nó sẽ là đối tượng của rủi ro lạm phát vì có nguy cơ là tỷ lệ lạm phát thực tế cao hơn tỷ lệ lạm phát kỳ vọng của nước phát hành sẽ giảm giá trị hoàn trả của trái phiếu. Ngược lại, nếu trái phiếu được phát hành bằng ngoại tệ nó sẽ là đối tượng của rủi ro không thực hiện nghĩa vụ. Đây là rủi ro khi nước phát hành không hoàn trả trái phiếu. Mặc dù tài trợ bằng trái phiếu là một phương pháp tài trợ quan trọng của các nước kém phát triển, nhưng nó chỉ chiếm một phần rất không đáng kể. Năm 1988, trái phiếu chỉ chiếm khoảng 0,5% nợ của các nước kém phát triển.
- **Vay ngân hàng:** Các nước kém phát triển có thể vay từ các ngân hàng thương mại của các nước phát triển. Lãi suất có thể cố định hoặc biến đổi. Trong giai đoạn 1970 - 1980, đây là nguồn tài trợ chính của các nước kém phát triển, đặc biệt là các nước châu Mỹ Latinh. Các khoản cho vay chủ yếu là các khoản cho vay kết hợp. Những khoản vay này thường được thực hiện bằng USD và lãi suất biến đổi dựa vào LIBOR.
- **Đầu tư trực tiếp:** Các nước kém phát triển có thể sử dụng hình thức tài trợ khác, đó là thu hút vốn đầu tư trực tiếp của nước ngoài. Đầu tư trực tiếp có thể thực hiện bằng nhiều cách khác nhau: liên doanh, đầu tư 100% vốn nước ngoài.
- **Tài trợ chính thức:** Ngoài các nguồn tài trợ tư nhân cho đầu tư nước ngoài, các nước kém phát triển còn có thể huy động vốn cho các mục tiêu phát triển trực tiếp từ các chính phủ và các tổ chức quốc tế. Các chính phủ nước ngoài thường cho các nước

kém phát triển vay với lãi suất thấp hơn lãi suất thị trường như một phần chính sách viện trợ của họ. Ngân hàng thế giới thường cho vay với lãi suất ưu đãi vì tổ chức này có thể huy động nguồn vốn từ các thị trường tư nhân với lãi suất thấp hơn lãi suất các nước kém phát triển có thể huy động.

5.3. Thước đo mức độ nợ

Thường không có một chỉ số thống nhất hoặc một thước đo gánh nặng nợ nước ngoài của một quốc gia. Để đánh giá rủi ro, các ngân hàng dựa vào một tập hợp các chỉ số, trong đó đa số được Ngân hàng thế giới thông báo trong *Bảng thống kê nợ thế giới*. Một số chỉ tiêu phổ biến là:

- Nợ nước ngoài trên xuất khẩu hàng hoá và dịch vụ - thể hiện tỷ lệ tổng nợ nước ngoài kể cả nợ tư nhân, nợ chính phủ và nợ được chính phủ bảo lãnh trên thu nhập từ xuất khẩu. Tuy nhiên, thu nhập từ xuất khẩu thường dao động qua các năm nên có thể sử dụng các chỉ tiêu khác như:
- Tỷ lệ dự trữ trên tổng nợ;
- Tỷ lệ nợ nước ngoài trên tổng sản phẩm quốc nội;
- Tỷ lệ trả nợ trên xuất khẩu hàng hoá;
- Tỷ lệ trả nợ trên tổng sản phẩm quốc nội.

5.4. Nguồn gốc khủng hoảng nợ

Khủng hoảng nợ bắt nguồn từ cú sốc giá dầu tăng gấp bốn lần vào năm 1973. Tăng giá dầu ảnh hưởng nghiêm trọng đến các nước không sản xuất dầu. Chi tiêu cho nhập khẩu tăng vọt trong khi thu nhập từ xuất khẩu giảm mạnh do suy thoái kinh tế của các nước phát triển. Kết quả là thâm hụt cán cân tài khoản vãng lai của các nền kinh tế phát triển tăng từ 8,7 tỷ USD vào năm 1973 lên 42,9 tỷ USD vào năm 1974 và 51,3 tỷ vào năm 1975.

Trong khi việc tăng giá dầu làm cho cán cân vãng lai của các nước kém phát triển và các nước phát triển bị thâm hụt nặng thì cán cân vãng lai của các nước OPEC lại thặng dư lớn, từ 6,2 tỷ USD năm 1973 lên 68,7 tỷ USD vào năm 1974. Không thể chi tất cả thu nhập vào tăng nhập khẩu, họ gửi đôla dầu hoả vào thị trường tài chính ở Luân Đôn và New York. Khối lượng tiền gửi lớn vào các ngân hàng Anh và Mỹ làm nảy sinh vấn đề làm thế nào để sử dụng chúng có lợi. Lạm phát tăng do sốc giá dầu có nghĩa là lãi suất thực ở các nước công nghiệp rất thấp nếu không phải là âm, trong khi đó họ lại không muốn giảm phát nền kinh tế để kiểm soát tình trạng thâm hụt cán cân thanh toán. Thay vào đó, họ sẵn sàng cho vay để tài trợ thâm hụt. Các ngân hàng quốc tế coi châu Mỹ Latinh là nơi có tiềm năng tăng trưởng kinh tế. Vì vậy, đôla dầu hoả được quay vòng bằng cách cho các nước kém phát triển vay. Hầu hết các khoản cho các nước kém phát triển vay đều được thực hiện dưới dạng cho vay kết hợp theo lãi suất thay đổi.

Mặc dù mức độ nợ của các nước kém phát triển tăng đáng kể từ 130 tỷ năm 1973 lên 336 tỷ năm 1978, nhưng trong thời gian này, những nền kinh tế đang phát triển vẫn đạt tăng trưởng kinh tế tốt và không có bất cứ khó khăn nào trong việc trả nợ. Tuy nhiên, một số nhân tố bất lợi đã bắt đầu xảy ra, đặc biệt là sau khủng hoảng dầu lần thứ hai. Khủng hoảng nợ bắt đầu sau khi công bố lệnh hoãn nợ của Mêhicô vào ngày 12 - 8 - 1982. Đó là thời kỳ kinh tế Mêhicô phải đương đầu với nhiều vấn đề trong và ngoài nước. Từ giữa thập niên 1970, Mêhicô là từng là nước xuất khẩu dầu chính của thế giới và cũng vì thế mà Mêhicô được lợi trong việc tăng giá dầu do các cú sốc dầu 1973 - 1974 và 1978 mang lại. Vì chính phủ Mêhicô sở hữu và kiểm soát ngành công nghiệp dầu lửa nên toàn bộ thu nhập về dầu lửa thuộc về chính phủ. Các ngân hàng quốc tế, đặc biệt là các ngân hàng Mỹ coi Mêhicô là một địa chỉ an toàn để cho vay. Với thu nhập cao từ dầu lửa, chính phủ Mêhicô sẵn lòng áp dụng chương trình tăng chi tiêu công cộng để cải thiện cơ sở hạ tầng và các chương trình xã hội khác nhau. Kết

quả là để đạt tỷ lệ tăng trưởng cao trong khi ngân sách chính phủ rơi vào tình trạng thâm hụt nghiêm trọng.

Sau cú sốc dầu lần thứ hai, kinh tế Mêhicô bắt đầu phải đương đầu với nhiều khó khăn. Sau cú sốc dầu lần thứ nhất, các nước công nghiệp đã áp dụng nhiều biện pháp để giảm sự lệ thuộc của họ vào dầu nhập khẩu. Vì vậy, sự tác động của tăng giá dầu lần thứ hai lên cầu nhảy cảm hơn cú sốc lần trước. Thêm vào đó, sự suy thoái toàn cầu càng làm giảm cầu về dầu. Tỷ lệ lạm phát cao ở Mêhicô làm cho đồng peso đang bị neo tỷ giá theo đôla Mỹ bị định giá quá cao. Việc đồng tiền bị định giá quá cao, kết hợp với thâm hụt ngân sách trầm trọng và giảm thu nhập từ xuất khẩu dầu có nghĩa là cán cân thanh toán Mêhicô bị thâm hụt trầm trọng.

Tình hình kinh tế khó khăn, đặc biệt là dự đoán việc phá giá của đồng tiền trong tương lai đã dẫn đến đầu cơ chống lại đồng peso. Đầu cơ dẫn đến luồng vốn lớn chạy ra nước ngoài và sụt giảm nhanh chóng dự trữ ngoại hối. Để giảm thâm hụt cán cân thanh toán, tháng 2 - 1982 Mêhicô đã phá giá đồng tiền, nhưng chính phủ thất bại trong việc áp dụng các chính sách khác như giảm thâm hụt ngân sách và giảm tăng cung tiền. Kết quả là tác động chính của việc phá giá đã làm tỷ lệ lạm phát tăng thêm. Tình hình kinh tế khó khăn của Mêhicô và việc mất lòng tin vào chính phủ trong việc áp dụng các chính sách giảm thâm hụt làm cho các ngân hàng nước ngoài không muốn cho Mêhicô vay thêm.

Việc giảm sút trong xuất khẩu càng làm cho việc trả nợ trở nên khó khăn hơn. Tình hình đầu cơ chống lại đồng peso càng trở nên nghiêm trọng và Mêhicô cạn kiệt dự trữ. Hậu quả cuối cùng là Mêhicô phải tuyên bố hoãn trả nợ.

Sau khi Mêhicô tuyên bố hoãn trả nợ, các ngân hàng nước ngoài lo rằng sẽ có nhiều nước cũng đang gặp những khó khăn tương tự trong việc trả nợ. Mối lo lắng thực tế của các ngân hàng và chính phủ các nước phát triển là Mêhicô vỡ nợ và sau đó các nước

nợ khác cũng sẽ di theo nhanh chóng. Việc bất cứ nước nào trong số năm nước nợ chính bị vỡ nợ đều có thể dẫn đến sự đổ vỡ của các ngân hàng của các nước phát triển.

5.5. Kinh tế của vỡ nợ

Các ngân hàng thương mại và chính phủ các nước phát triển cố gắng áp dụng các biện pháp ngăn chặn các nước vay nợ tuyên bố vỡ nợ. Trong khi đó họ cũng đồng thời cố gắng giảm thiểu mất mát tài chính cho các ngân hàng. Các nước vay nợ cũng rất không muốn tuyên bố vỡ nợ vì tiết kiệm từ việc không trả nợ thường thấp hơn chi phí tuyên bố vỡ nợ.

5.5.1. Chi phí vỡ nợ

Có ba loại chi phí thông thường cho việc tuyên bố vỡ nợ.

Mất khả năng vay trong tương lai: Một nước đã tuyên bố vỡ nợ nước ngoài thì được coi như là bị loại ra khỏi khả năng vay nước ngoài trong tương lai. Những người cho vay đã mất tiền trong vỡ nợ sẽ không cho vay nữa, còn những nhà cho vay tiềm năng khác sẽ coi việc cho những nước đó vay là đặc biệt rủi ro. Hơn nữa, chính phủ các nước thiệt hại có thể ngăn IMF và Ngân hàng thế giới cấp vốn thêm cho các nước vỡ nợ. Không thể thu hút nguồn vốn từ bên ngoài, các nước vỡ nợ chỉ có thể dựa vào nguồn vốn hạn hẹp trong nước để đầu tư và tỷ lệ tiết kiệm trong nước thấp sẽ hạn chế tăng trưởng kinh tế. Hơn nữa, nếu xảy ra cú sốc kinh tế trong nước, nước vỡ nợ cũng không thể vay nước ngoài để chống đỡ.

Thương mại thu hẹp: Một trong những cái giá phải trả liên quan đến vỡ nợ là nước vỡ nợ có thể sẽ gặp phải các biện pháp trả đũa của các nước khác. Có thể có nguy cơ hàng xuất khẩu bị tịch thu khi đưa ra nước ngoài. Việc vay tín dụng để tài trợ cho nhập khẩu cũng sẽ khó khăn. Như vậy, vỡ nợ sẽ thu hẹp quy mô thương mại quốc tế và thiệt hại về tài sản.

Tài sản ở nước ngoài bị tịch biên: Mặc dù các nhà cho vay không thể đưa nước vỡ nợ ra toà nhưng họ có thể khuyến khích chính phủ của họ phong toả hay tịch biên tài sản của nước vỡ nợ. Rất nhiều nước kém phát triển gửi một phần lớn dự trữ vàng của họ tại ngân hàng các nước phát triển.

5.5.2. Lợi ích của vỡ nợ

Lợi ích của vỡ nợ trên giác độ của nước vỡ nợ là nước đó tiết kiệm được tiền hoàn trả cả gốc đến hạn và lãi suất đến hạn của nợ còn lại. Lượng tiền trả nợ có thể tính như sau:

$$DS = P + rD \quad (1.11)$$

Ở đây: DS là tiền trả nợ, P là nợ gốc đến hạn và trả lãi suất đến hạn, r là lãi suất và D là lượng nợ còn lại.

Lượng tiền trả nợ thể hiện số tiền nước nợ phải trả, nhưng không thể hiện số hoàn trả tịnh. Hoàn trả tịnh là tiền trả nợ trừ vay mới nhận được, được gọi là chuyển vốn tịnh (NRT) từ nước vay đến nước cho vay.

$$NRT = P + rD - L = DS - L \quad (1.12)$$

Trong đó: L là các khoản vay mới nhận được.

Chuyển vốn tịnh trong mô hình đơn giản này có thể được coi là lợi thu được do vỡ nợ. Giả sử C là chi phí do vỡ nợ, một nước sẽ không tuyên bố vỡ nợ khi:

$$NRT = P + rD - L < C \quad (1.13)$$

và sẽ tuyên bố vỡ nợ khi:

$$NRT = P + rD - L > C \quad (1.14)$$

Công thức (1.13) và (1.14) rất quan trọng trong việc hiểu rõ các chiến lược khác nhau được ngân hàng áp dụng để khuyến khích các quốc gia nợ không vỡ nợ. Để giữ không cho nước nợ vỡ nợ, ngân hàng phải điều chỉnh để lợi ích từ vỡ nợ thấp hơn chi phí. Ngân hàng thương mại dùng nhiều cách để khuyến khích các

nước vay nợ không tuyên bố vỡ nợ như giảm nợ gốc đến hạn bằng cách định lại thời biểu trả nợ trong khoảng thời gian dài hơn, họ cũng có thể giảm tiền trả lãi suất đến hạn, giảm lượng nợ tổn động hoặc cho vay mới. Tất cả các biện pháp này nhằm giảm lợi từ vỡ nợ. Đây là một trong các giải pháp quản lý khủng hoảng từ 1982.

5.6. Vai trò và các quan điểm của các tác nhân trong khủng hoảng nợ

Ngân hàng thương mại

Ban đầu, khi khủng hoảng nợ mới xuất hiện, các ngân hàng quốc tế coi các vấn đề của khủng hoảng nợ như hiện tượng khủng hoảng thanh khoản. Các nhà ngân hàng tin rằng lãi suất cao và số tiền hoàn trả gốc đến hạn lớn cùng với bối cảnh kinh tế bất lợi, có nghĩa là các nước vay nợ bị rơi vào hoàn cảnh khó khăn ngắn hạn. Để ủng hộ quan điểm này, người ta đã lập luận rằng cơ cấu nợ nước ngoài của các nước ban đầu là ngắn hạn và rằng họ không thể phá sản. Vì vậy, các ngân hàng dễ dàng cơ cấu lại tiền hoàn trả nợ để cho họ thêm thời gian trả nợ.

Các ngân hàng không muốn xoá nợ vì một số lý do. Họ cho rằng xoá nợ cho một nước có thể làm cho một số nước khác tìm kiếm cách xoá nợ. Xoá nợ còn có thể không khuyến khích các nước nợ áp dụng các biện pháp cải thiện nền kinh tế của họ. Ngoài ra, người ta lập luận rằng đối với một nước vay nợ, bất cứ mức độ xoá nợ nào cũng có nghĩa là khả năng không thể trả nợ và nó sẽ làm đông cứng các khoản cho vay mới.

Các chính phủ

Chính phủ các nước phát triển quan tâm đến việc tránh không để các ngân hàng của họ phá sản do sự vỡ nợ của một trong các con nợ chính. Tuy nhiên, họ không muốn bỏ tiền ra để giúp nước nợ vì bất cứ sự giúp đỡ đáng kể nào đều rất tốn kém và đều dẫn đến

việc tăng thuế hoặc cắt giảm chi tiêu chính phủ. Tuy nhiên, các chính phủ đều có lợi ích chiến lược và kinh tế ở các nước nợ nên họ không thể bàng quan với tình hình các nước Mỹ Latinh. Họ sẵn sàng nhượng bộ về thuế đối với mất mát của ngân hàng trong việc cho vay các nước kém phát triển. Thêm vào đó, các chính phủ tăng nguồn vốn tại Ngân hàng thế giới và IMF. Biện pháp này được coi là có ích vì Ngân hàng thế giới và IMF có thể đảm bảo các nước nợ áp dụng các chương trình cải cách nền kinh tế và do đó họ có thể có khả năng trả nợ.

IMF và WB

Hai tổ chức quốc tế này đóng vai trò khác nhau và đôi khi mâu thuẫn với nhau. Một mặt Ngân hàng thế giới (WB) rất quan tâm đến thời gian kéo dài của khủng hoảng nợ và đặc biệt đến sự mất mát do tốc độ phát triển chậm lại và do gánh nặng hoàn trả nợ đè lên các nước nợ. Mặt khác, Quỹ tiền tệ quốc tế (IMF) lại đóng vai trò quan trọng trong việc đảm bảo các nước vay nợ phải thực hiện các biện pháp ổn định hoá kinh tế vĩ mô để cải thiện khả năng trả nợ. Chương trình ổn định hoá kinh tế vĩ mô của IMF có thể gây ra chi phí kinh tế lớn trong ngắn hạn như mức sống giảm và lạm phát cao. Một vai trò khác của IMF là đảm bảo cho các nước nợ chấp nhận các chính sách điều chỉnh của IMF có thể tiếp cận các khoản vay mới. Đôi khi, hai tổ chức quốc tế này mâu thuẫn với nhau trong việc giải quyết khủng hoảng nợ. WB thường phê phán IMF về việc đưa ra những chương trình điều chỉnh quá khắc nghiệt. Các chương trình điều chỉnh của IMF thường làm tăng mức giá các hàng hoá cơ bản và gây ra lạm phát. Tuy nhiên, tác động trực tiếp mà hai tổ chức này có thể rất hạn chế vì khả năng tài chính có hạn của họ.

Các nước vay nợ

Các nước vay nợ phần lớn đều cho rằng khủng hoảng nợ không phải do họ gây ra mà do sự kết hợp của một số yếu tố bên ngoài nằm ngoài sự kiểm soát của họ. Vì vậy, họ cho rằng các ngân

hàng cho vay phải xem xét việc giảm nợ để giảm khối lượng nợ hoặc giảm lãi suất xuống dưới mức thị trường. Các nước nợ lập luận rằng họ cần giảm nợ để tạo sự khích lệ điều chỉnh nền kinh tế, nếu không mọi lợi ích từ những cố gắng điều chỉnh nền kinh tế sẽ lại rơi vào tay các nước cho vay thông qua các khoản thanh toán nợ.

5.7. Quản lý khủng hoảng nợ 1982 - 1991

Khủng hoảng nợ được quản lý theo *phương pháp tiếp cận từng trường hợp*. Ban đầu, các nhà ngân hàng nhận định khủng hoảng nợ chỉ là vấn đề thanh khoản tạm thời. Vì vậy, chiến lược cơ bản để đối phó với khủng hoảng nợ là định lại thời biểu trả nợ nhằm mục tiêu tránh vỡ nợ vì nó có thể làm ảnh hưởng đến sự ổn định tài chính của các ngân hàng. Tuy nhiên, việc định lại thời biểu trả nợ không phải là không có điều kiện, nó thường đi kèm các chương trình điều chỉnh của IMF. Đặc biệt là khi ngân hàng quyết định cho những nước mắc nợ vay các khoản mới.

Tuy nhiên, sau năm 1982, giá trị thực tế của các khoản nợ định lại thời biểu trả nợ ngày càng tăng lên chứng tỏ khủng hoảng nợ không phải là hiện tượng tạm thời và không thể giải quyết một cách đơn giản thông qua định lại thời gian trả nợ. Trước thực tế đó, điều kiện của các ngân hàng trong việc định lại thời biểu trả nợ trở nên dễ dàng hơn, và đối với các khoản nợ có lãi suất cao hơn LIBOR thì được giảm dần lãi suất dưới mức LIBOR.

Đối với các nước vay nợ, dù đang nợ rất nặng nề nhưng các nước nợ vẫn cần các khoản vay mới để đáp ứng nhu cầu đầu tư và trả nợ. Tuy nhiên, các ngân hàng rất không muốn cho vay tiếp. Mặc dù vậy, các ngân hàng vẫn thấy rằng không có các khoản vay mới thì động cơ vỡ nợ sẽ tăng. Vì vậy, các khoản cho vay mới vẫn được thực hiện một cách hạn chế để tránh việc vỡ nợ.

Các ngân hàng thường cho vay mới với điều kiện nước nợ phải thực hiện chương trình điều chỉnh của IMF. Chương trình điều

chính của IMF thường bao gồm chính sách tiền tệ thắt chặt và các mục tiêu ngân sách nhằm giảm phát nền kinh tế và phá giá đồng bản tệ để cải thiện cán cân thanh toán. Tóm lại, sự kết hợp giữa giảm tổng cầu, cải thiện khả năng cạnh tranh và từ đó cải thiện được cán cân vãng lai là giải pháp để cải thiện khả năng trả nợ. Mặc dù cán cân vãng lai của các nước nợ có được cải thiện, nhưng họ phải trả giá bằng việc giảm nhập khẩu tư liệu sản xuất. Một vấn đề nữa là các cố gắng tăng lượng xuất khẩu đã bị sự giảm giá xuất khẩu triệt tiêu nên thu nhập từ xuất khẩu không tăng.

Một cách thức khác để đối phó với rủi ro của các khoản cho vay đối với các nước kém phát triển là các ngân hàng để ra một số tiền đầu tư vào các loại tài sản an toàn nhưng có cổ tức thấp. Dự phòng chuẩn bị cho các ngân hàng về mặt mát có thể xảy ra cho các khoản cho vay. Tuy nhiên, khoản dự phòng đó chỉ có ý nghĩa đối với các ngân hàng mà không làm giảm nghĩa vụ nợ của các nước nợ. Động cơ của việc lập dự phòng có nhiều nhưng động cơ chủ yếu là từ năm 1985, các ngân hàng nhận thấy rằng việc thu lại phần lớn vốn cho vay các nước kém phát triển nợ nặng là khó. Nguyên nhân của dự đoán này là:

- Tình hình kinh tế các nước kém phát triển nợ nặng trở nên xấu đi. Mặc dù cán cân vãng lai ổn định, nhưng tỷ trọng đầu tư trên GDP và khối lượng thương mại giảm đáng kể.
- Mức độ nợ chung và nhiều chỉ số về thanh toán nợ trở nên xấu đi từ sau 1982.
- Có dấu hiệu xấu đi của kinh tế thế giới.
- Chiết khấu nợ trên thị trường thứ cấp tăng lên, đặc biệt từ sau 1987, sau khi Braxin tuyên bố hoãn trả nợ.
- Tốc độ tăng trưởng chậm và thu nhập trên đầu người giảm.

Để giảm rủi ro, các ngân hàng giảm cho vay các nước kém phát triển, đặc biệt các khoản cho vay mới. Vì vậy, các nước kém phát

triển chỉ còn trông chờ vào đầu tư nước ngoài trực tiếp cho các mục tiêu tăng trưởng.

Một đặc điểm khác của quản lý khủng hoảng nợ là tăng cường sự can thiệp của khu vực chính thức như chính phủ và các tổ chức quốc tế. Tỷ trọng nợ tồn đọng của khu vực chính thức tăng từ 14% năm 1982 lên 30% năm 1988. Điều này cũng chứng tỏ nguồn vốn cho vay từ các ngân hàng thương mại giảm từ sau năm 1982.

Số liệu thống kê cho thấy, mức độ nợ của các nước năm 1989 tăng lên so với năm 1983 mặc dù có một chút cải thiện trong các chỉ số về nợ. Đối với bốn nước nợ nước ngoài chính (Braxin, Áchentina, Vênezuela, Mêhicô), có một số chỉ số nợ có cải thiện nhưng không đáng kể, một số chỉ tiêu khác thậm chí còn xấu đi từ sau 1982. Một điểm quan trọng nữa cần lưu ý là sự cải thiện rất hạn chế ở bốn nước nợ nặng do các chương trình điều chỉnh theo hướng thắt chặt các chính sách kinh tế đã làm cho tốc độ tăng trưởng bị giảm. Khó khăn trong việc trả nợ đã làm cho các nước nợ thiếu tiền cho chi tiêu thường xuyên dẫn đến việc in tiền và lạm phát.

Đánh giá chung cho việc quản lý khủng hoảng nợ rất khó vì khủng hoảng nợ vẫn còn xa mới giải quyết được. Ngân hàng thực hiện chiến lược không khuyến khích các nước vỡ nợ và với các khoản dự phòng, họ an toàn hơn nhiều nếu có nước nào đó vỡ nợ. Trên nhiều phương diện, các vấn đề về nợ trong đầu thập kỷ 1990 vẫn còn rất nghiêm trọng. Rất nhiều các giải pháp được đưa ra nhằm giảm nhẹ khủng hoảng nợ.

5.8. Các giải pháp giải quyết khủng hoảng nợ

Các giải pháp khác nhau được xây dựng dựa trên quan điểm về bản chất và quy mô của khủng hoảng nợ và lợi ích của các nước đưa ra các giải pháp. Chúng có thể được phân ra ba loại lớn:

- Thay đổi cơ cấu và bản chất của nợ;
- Cải cách kinh tế các nước vay nợ;

- **Xoá nợ ở một mức độ nào đó.**

Thay đổi cơ cấu và bản chất của nợ

Theo đề xuất này, các ngân hàng không xoá bất cứ khoản nợ nào. Họ lập luận rằng bằng việc kéo dài thời hạn trả nợ các khoản nợ sẽ có thể quản lý được. Ví dụ nhiều khoản nợ có lãi suất biến đổi được đổi thành chứng khoán có lãi suất cố định. Điều này cũng giải thích tại sao khủng hoảng nợ được quản lý bằng cách định lại thời gian trả nợ ở mức độ lớn như vậy.

Cải cách kinh tế ở các nước nợ

Các ngân hàng và các tổ chức quốc tế như IMF ủng hộ cải cách kinh tế vì họ cho rằng cải cách kinh tế sẽ cải thiện khả năng trả nợ trong ngắn hạn và hoạt động kinh tế trong trung và dài hạn. Các biện pháp bao gồm phá giá đồng tiền để tăng tính cạnh tranh của nền kinh tế, chính sách tài khoá thắt chặt dựa trên việc cắt giảm chi tiêu ngân sách và chính sách tiền tệ thắt chặt nhằm ổn định lạm phát. Các biện pháp này thường phải được bổ sung bằng cải cách thị trường như giảm trợ giá lương thực, giảm bảo trợ. Nói chung, các biện pháp này có thể tóm lại là "phá giá, giảm phát và phi điều tiết".

Xoá nợ/giảm nợ

Những người ủng hộ giải pháp này cho rằng tình trạng của các nước nợ nghiêm trọng đến mức cách tốt nhất để giúp đỡ họ là xoá một phần các khoản nợ của họ. Họ lập luận rằng, hầu hết các ngân hàng đều không trông đợi vào việc thu lại phần lớn các khoản cho vay của họ, vì vậy, họ phải nhận thức được điều này bằng cách giảm một phần nợ. Những người ủng hộ giải pháp này lập luận rằng xoá một phần nợ bây giờ sẽ giảm lượng nợ phải xoá trong dài hạn.

Trong thực tế, hầu hết các phương pháp tiếp cận giải quyết nợ đều kết hợp các giải pháp trên. Một vấn đề rõ ràng nhất là không có cách giải quyết dễ dàng và tất cả các bên đều phải tham gia giải quyết khủng hoảng nợ. Khủng hoảng nợ xuất hiện do các nguyên nhân trong và ngoài nước, nhưng quy mô và thời gian xảy ra gần nhau chứng tỏ các nguyên nhân bên ngoài đóng vai trò đáng kể. Không phải chỉ các nước nợ vay quá nhiều mà các ngân hàng thương mại cũng cho vay quá nhiều.

Mặc dù khủng hoảng nợ xảy ra chủ yếu do các nguyên nhân bên ngoài, nhưng gánh nặng điều chỉnh lại rơi chủ yếu vào các nước vay nợ. Vai trò của IMF và WB thường bị phê phán vì họ quá nghiêng về phía các nước cho vay và đòi hỏi sự điều chỉnh quá nặng đối với các nước nợ. Theo một số phương diện nào đó sự phê phán này là không công bằng vì đó là những biện pháp mà các nước nợ đang nào cũng phải áp dụng.

Việc khái quát phương pháp giải quyết nợ, để áp dụng chung cho các nước là không thể thực hiện được vì hoàn cảnh và khả năng của các nước nợ khác nhau. Điểm cuối cùng là khủng hoảng nợ không phải chỉ là vấn đề đối với các nước nợ và cộng đồng tài chính trong các nước phát triển mà còn là vấn đề của cả các nước phát triển vì nợ hạn chế cơ hội việc làm cũng như xuất khẩu của chính họ.

6. KẾT LUẬN

Như vậy, hệ thống tài chính quốc tế hiện nay là kết quả của cả một quá trình phát triển của những hệ thống tài chính quốc tế tồn tại trước đó. Điều này có nghĩa là, một hệ thống tài chính nào đó luôn là kết quả của một quá trình phát triển và những đặc điểm của một hệ thống tài chính quốc tế trong tương lai sẽ khác biệt so với hệ thống tài chính quốc tế hiện tại.

Ở mỗi giai đoạn của sự phát triển hệ thống tài chính, các nhà chính trị và các cố vấn của họ phải đấu tranh với các vấn đề khó khăn của chính sách kinh tế và tài chính. Trong các bài tiếp theo, chúng ta sẽ nghiên cứu các nguyên tắc và các mô hình để có thể phân tích được các vấn đề đó. Tuy nhiên, vấn đề quan trọng là phải nhớ rằng các mô hình luôn có tính thời đại; lý thuyết tài chính quốc tế trong giai đoạn Bretton Woods sử dụng các giả thiết khác hẳn so với lý thuyết phát triển trong khuôn khổ của hệ thống tỷ giá thả nổi.

Các thuật ngữ cơ bản

Bản vị vàng	Gold standard
Bảng Thống kê nợ quốc tế	World debt tables
Bản vị vàng - đôla	Gold-dollar standard
Bản vị vàng ngoại hối/bản vị chuyển đổi vàng	Gold exchange standard
Bể vàng	Gold pool
Các khoản vay kết hợp	Syndicate loans
Chương trình ổn định hoá	Stabilization programme
Đôla dầu	Oil dollar
Giao dịch trên tài khoản vốn	Capital account transaction
Giao dịch trên tài khoản vãng lai	Current account transaction
Hệ thống neo tỷ giá có thể điều chỉnh	Adjustable peg system
Nợ không hoạt động	Non-performing loans
Nợ xấu	Bad debt
Ngân hàng Đôla châu Âu	Eurodollar bank
Lượng tiêu chuẩn	Standard quota
Lãi suất cho vay liên ngân hàng Luân Đôn	LIBOR
Khủng hoảng nợ quốc tế	International debt crisis
Thanh khoản	Liquidity
Thanh toán nợ	Debt service payment
Thị trường Đôla châu Âu	Eurodollar market
Thâm hụt/mất cân bằng cơ bản	Fundamental deficit/disequilibrium
Thâm hụt/mất cân bằng tạm thời	Temporary deficit/disequilibrium
Thoả thuận dự phòng	Stand-by arrangement
Rủi ro lạm phát	Inflation risk
Rủi ro không thực hiện nghĩa vụ	Default risk

Câu hỏi ôn tập

1. Trình bày bản chất của chế độ bản vị vàng? Bản vị chuyển đổi vàng là gì?
2. Nêu các đặc điểm cơ bản của Hệ thống tiền tệ Bretton Woods? Trình bày khái quát quá trình hình thành và phát triển của Hệ thống tiền tệ Bretton Woods?
3. Phân tích nguyên nhân tan rã của Hệ thống Bretton Woods?
4. Nêu bản chất của của thị trường Đôla châu Âu? Tại sao thị trường Đôla châu Âu lại có sức cạnh tranh mạnh hơn các thị trường tài chính khác?
5. Phân tích số nhân tiền tệ châu Âu? Sự tồn tại của thị trường Đôla châu Âu có phải là một nguyên nhân cơ bản của tình trạng lạm phát ở các nước công nghiệp trong thời kỳ những năm 1970 hay không?
6. Trình bày nguồn gốc khủng hoảng nợ nước ngoài? Phân tích những tác động của khủng hoảng nợ quốc tế đối với hệ thống tài chính quốc tế đầu thập kỷ 1980?
7. Phân tích các chi phí/lợi ích của vỡ nợ? Phân tích này có gợi ý như thế nào đối với chiến lược quản lý nợ của các ngân hàng?
8. Phân tích vai trò của các tác nhân trong khủng hoảng nợ và quản lý khủng hoảng nợ nước ngoài?

Tài liệu tham khảo

Harris, L., *International Finance*, CIEE, SOAS, University of London – 1996.

Pilbeam, Keith (1992), *International Finance*, Macmillan Press Ltd, London.

BÀI 2

TỶ GIÁ HỐI ĐOẠI VÀ THỊ TRƯỜNG NGOẠI HỐI

1. GIỚI THIỆU

Bài này trang bị những khái niệm cơ bản nhất về tỷ giá và thị trường ngoại hối, bao gồm định nghĩa về tỷ giá, phân loại tỷ giá, tổ chức thị trường ngoại hối và các thành viên tham gia vào thị trường ngoại hối. Những khái niệm cơ bản này là cơ sở để xây dựng mô hình cung cầu giản đơn về tỷ giá trên thị trường giao ngay. Cũng giống như các loại hàng hoá khác, công cụ phân tích cung cầu cũng có thể được sử dụng để xác định mức tỷ giá cân bằng trên thị trường. Cung và cầu về ngoại tệ trong mô hình này có nguồn gốc chủ yếu từ nhu cầu thanh toán cho các hoạt động thương mại quốc tế. Quan hệ giữa cung và cầu ngoại tệ trên thị trường sẽ xác định mức tỷ giá cân bằng.

Trong thực tế, tỷ giá là một biến số kinh tế có xu hướng vận động rất phức tạp và thường không ở tại mức cân bằng. Giải thích hành vi vận động của tỷ giá là mục tiêu của nhiều mô hình kinh tế trong tài chính quốc tế. Lý thuyết ngang giá sức mua là một trong những mô hình đơn giản và có hiệu quả trong giải thích hành vi tỷ giá. Dựa trên nền tảng là giao dịch *arbitrage* và quy luật một giá, lý thuyết ngang giá sức mua đưa ra những dự đoán về tỷ giá cân bằng.

Cũng giống như mô hình đơn giản về tỷ giá giao ngay, lý thuyết ngang giá sức mua không tính đến ảnh hưởng di chuyển vốn quốc tế đối với tỷ giá mà chỉ tập trung vào giao dịch *arbitrage* trên thị trường hàng hoá. Tuy nhiên, cả hai mô hình này đều không quan tâm đến một yếu tố quan trọng là thời gian. Tỷ giá

không phải chỉ được xác định cho các giao dịch ngay mà trên thị trường ngoại hối, yếu tố thời gian là nhân tố quan trọng để xác định các mức tỷ giá kỳ hạn. Một khía cạnh khác của xác định tỷ giá là mô hình xác định tỷ giá giao dịch kỳ hạn. Mô hình này sẽ chỉ ra rằng giao dịch *arbitrage* đảm bảo điều kiện cân bằng lãi suất bù đắp là yếu tố duy trì quan hệ giữa tỷ giá giao ngay và tỷ giá kỳ hạn.

Phần 2 trình bày các khái niệm về tỷ giá hối đoái và thị trường ngoại hối. Những khái niệm cơ bản trong phần này là cơ sở để phân tích mô hình đơn giản về tỷ giá giao ngay ở phần 3. Tuy nhiên, mô hình này không cho phép rút ra bất kỳ một kết luận cụ thể gì về hành vi của tỷ giá. Lý thuyết ngang giá sức mua được coi là một lý thuyết đơn giản và ra đời sớm nhất, giải thích hành vi của tỷ giá. Phần 4 sẽ tập trung phân tích bản chất của lý thuyết ngang giá sức mua, các dạng của lý thuyết ngang giá sức mua và một số kết quả kiểm định hiệu lực của lý thuyết này trong giải thích vận động của tỷ giá trong thực tế. Phần cuối cùng của bài sẽ xây dựng mô hình xác định tỷ giá trên thị trường ngoại hối kỳ hạn.

2. MỘT SỐ KHÁI NIỆM VỀ TỶ GIÁ VÀ THỊ TRƯỜNG NGOẠI HỐI

2.1. Khái niệm tỷ giá hối đoái

Tỷ giá hối đoái là giá của một đồng tiền tính theo một đồng tiền khác. Có hai cách định nghĩa về tỷ giá:

- *Tỷ giá là giá cả của đồng ngoại tệ tính theo một đơn vị nội tệ.* Đây là cách yết giá trực tiếp. Ví dụ: tỷ giá USD/BGP (BGP là đồng nội tệ, USD là đồng ngoại tệ) ngày 10/02/2000 trên thị trường ngoại hối Luân Đôn là 156 USD/1 BGP.
- *Tỷ giá là giá cả của đồng nội tệ tính theo một đơn vị ngoại tệ.* Đây là cách yết giá gián tiếp. Ví dụ: tỷ giá VNĐ/USD ngày 10/02/2000 là 14.050 VNĐ/1 USD.

Tồn tại hai định nghĩa về tỷ giá là nguyên nhân gây nhiều nhầm lẫn khi nghiên cứu về tỷ giá hay các vấn đề có liên quan. Nếu chọn cách yết giá trực tiếp thì phá giá đồng tiền có nghĩa là tỷ giá giảm, nâng giá đồng tiền có nghĩa là tỷ giá tăng. Nhưng khi sử dụng cách yết giá gián tiếp thì phá giá lại có nghĩa là tỷ giá tăng và nâng giá đồng tiền lại có nghĩa là giảm tỷ giá. Trong phạm vi của bài này, do có liên quan đến quan hệ giữa tỷ giá giao ngay và tỷ giá kỳ hạn và với nguồn số liệu hiện có, khi nhắc đến tỷ giá có nghĩa là tỷ giá được định nghĩa theo cách trực tiếp, nghĩa là (nếu không có chú giải cụ thể) *số đơn vị ngoại tệ trên một đơn vị nội tệ*. Trong các bài sau, tỷ giá được định nghĩa theo cách thứ nhất, nghĩa là số đơn vị nội tệ trên một đơn vị ngoại tệ.

2.2. Các loại tỷ giá

Tỷ giá giao ngay

Là tỷ giá dùng cho các khoản thanh toán ngay. Trong thực tế, giao dịch ngay trên thị trường ngoại hối thường có khoảng thời gian 2 ngày giữa ngày ký hợp đồng và ngày giao tiền theo tỷ giá giao ngay.

Tỷ giá kỳ hạn

Là tỷ giá được dùng cho các giao dịch kỳ hạn. Tỷ giá kỳ hạn thay đổi tùy theo độ dài của kỳ hạn được sử dụng. Thông thường kỳ hạn thường là 1 tháng, 3 tháng, 6 tháng, 9 tháng hay 1 năm. Các vấn đề liên quan đến tỷ giá kỳ hạn sẽ được xem xét cụ thể trong phần cuối của bài này.

Tỷ giá hối đoái danh nghĩa

Là tỷ giá giao dịch hàng ngày trên các thị trường tài chính. Tỷ giá này đo lường giá trị danh nghĩa của các đồng tiền mà không phản ánh sức cạnh tranh của hàng hoá các nước trong trao đổi thương mại quốc tế. Sự phá giá của tỷ giá danh nghĩa vì vậy không có ảnh hưởng gì đến cạnh tranh của một quốc gia. Ví dụ được đưa ra trong phần tiếp theo sẽ minh hoạ cụ thể tại sao sự

biến động của tỷ giá danh nghĩa không phản ánh được sự thay đổi trong sức cạnh tranh quốc tế hàng hoá của một nước.

Tỷ giá hối đoái thực tế

Là tỷ giá danh nghĩa đã được điều chỉnh theo mức giá tương đối giữa các nước:

$$E_r = E_n P_D / P_F \quad (2.1)$$

Trong đó:

E_r là tỷ giá thực tế, E_n là tỷ giá danh nghĩa (trong trường hợp này E được định nghĩa là ngoại tệ/nội tệ), P_D là mức giá nước ngoài, P_F là mức giá trong nước.

Đây là mức tỷ giá quyết định tính cạnh tranh của các hàng hoá trên thị trường quốc tế. Bảng 2.1. cho thấy sự khác nhau giữa tỷ giá danh nghĩa và tỷ giá thực tế:

Bảng 2.1. Tỷ giá hối đoái thực tế

Giai đoạn	Tỷ giá danh nghĩa (1)	Chỉ số tỷ giá danh nghĩa (2)	Chỉ số giá tại Anh (3)	Chỉ số giá tại Mỹ (4)	Chỉ số tỷ giá thực tế (5)
1	\$ 2,00	100	100	100	100
2	\$ 2,00	100	120	100	120
3	\$ 2,40	120	120	120	120
4	\$ 1,80	90	130	117	100
5	\$1,60	80	150	160	75

Trong Bảng 2.1, tỷ giá hối đoái thực được tính theo công thức:

$$\text{Tỷ giá thực} = \text{Tỷ giá danh nghĩa} * CPI_{UK} / CPI_{US} \quad (2.2)$$

Như vậy, chỉ số tỷ giá thực tế (5) = (2) * (3)/(4)

Giai đoạn 1:

Một giỏ hàng hoá trị giá là 100 GBP tại Anh sẽ mua được một giỏ hàng hoá trị giá 200 USD tại Mỹ.

Giai đoạn 2:

Chỉ số tỷ giá danh nghĩa không đổi. Như vậy, nếu căn cứ vào tỷ giá danh nghĩa thì không có sự thay đổi về sức cạnh tranh quốc tế của hàng hoá Anh trên thị trường Mỹ. Nhưng, trong giai đoạn này, lạm phát ở Anh tăng dẫn đến đồng tiền GBP mất giá một cách tương đối so với USD làm tỷ giá thực tăng. Trong trường hợp đó, hàng hoá của Anh đắt hơn tại thị trường Mỹ, nói cách khác, sức cạnh tranh quốc tế hàng hoá Anh giảm.

Giai đoạn 3:

Chỉ số tỷ giá danh nghĩa tăng, nhưng đồng thời CPI_{us} cũng tăng. Kết quả cuối cùng là không có sự thay đổi về tỷ giá thực. Như vậy, sức cạnh tranh của hàng hoá của Anh và Mỹ vẫn không thay đổi.

Tỷ giá hối đoái hiệu lực

Phân tích ở trên đã chỉ ra rằng tỷ giá danh nghĩa không phản ánh được chính xác sức cạnh tranh quốc tế của hàng hoá một nước. Trong thực tế, tất cả các quốc gia đều thực hiện trao đổi thương mại hàng hoá dịch vụ với nhiều nước khác và thanh toán bằng nhiều đồng tiền khác nhau. Thực tế đó đặt ra câu hỏi:

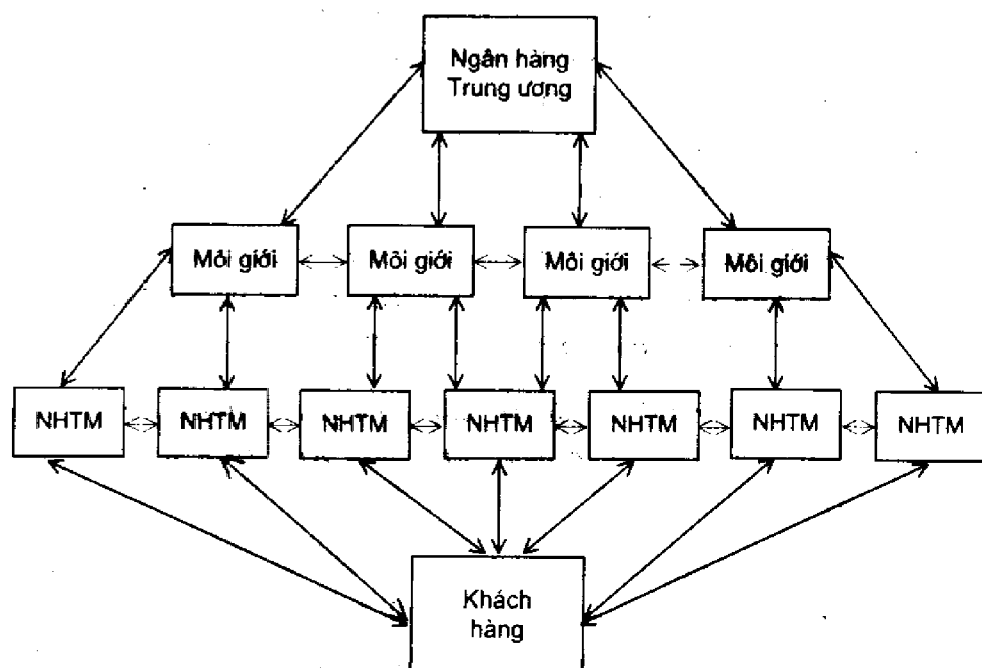
- *Có thể đánh giá được sức cạnh tranh quốc tế của hàng hoá Anh trên thị trường Đức, Nhật Bản và ASEAN căn cứ vào tỷ giá thực giữa USD và GBP hay không?*
- *Nếu không thì có chỉ số nào có thể đo lường được sức cạnh tranh quốc tế của hàng hoá Anh trên những thị trường này?*

Đối với câu hỏi thứ nhất, câu trả lời là không. Vì tỷ giá thực giữa USD và BGP chỉ phản ánh được sức cạnh tranh quốc tế của hàng hoá Anh trên thị trường Mỹ chứ không trực tiếp phản ánh được sức cạnh tranh của hàng hoá Anh trên thị trường các quốc gia khác.

Khái niệm tỷ giá hối đoái hiệu lực là câu trả lời cho câu hỏi thứ hai. Tỷ giá hối đoái hiệu lực là giá trị của một đồng tiền được tính theo một giỏ ngoại tệ khác nhau. Ví dụ: tỷ giá của đồng Việt Nam so sánh với một giỏ ngoại tệ gồm USD, JPY, DM. Tỷ giá hối đoái hiệu lực của VND với các đồng tiền này được tính bằng trung bình gia quyền của các mức tỷ giá riêng rẽ, trong đó, quyền số là tỷ trọng kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam sang các nước tương ứng là Mỹ, Nhật Bản, Đức. Tương tự như phân biệt giữa tỷ giá danh nghĩa và tỷ giá thực tế, tỷ giá hiệu lực danh nghĩa chỉ phản ánh sự biến động của nội tệ so với các đồng tiền khác ở trong giỏ ngoại tệ được lựa chọn. Tỷ giá hiệu lực thực tế mới phản ánh thay đổi trong sức cạnh tranh hàng hoá của một nước trên thị trường quốc tế.

2.3. Các thành viên tham gia vào thị trường ngoại hối

Hình 2.1. Sơ đồ tổ chức thị trường ngoại hối



Khác với các thị trường hàng hoá khác, thị trường ngoại hối có tính quốc tế hoá cao, với sự tham gia của các cá nhân chủ yếu như: ngân hàng thương mại, trung gian ngoại hối, ngân hàng trung ương và các khách hàng. Các thành viên tham gia vào thị trường giao dịch với nhau thông qua hệ thống liên lạc viễn thông và mạng máy tính hiện đại. Hình 2.1. minh hoạ các thành viên của thị trường ngoại hối.

Ngân hàng trung ương

Là cơ quan quản lý vĩ mô về tiền tệ, chịu trách nhiệm xây dựng và thực hiện chính sách tiền tệ. Mức độ độc lập của ngân hàng trung ương là khác nhau: ở Mỹ, Đức, mức độ độc lập của ngân hàng trung ương do hiến pháp quy định; ở một số quốc gia khác, nhất là các nước đang phát triển, ngân hàng trung ương thực hiện các chính sách tiền tệ theo hướng dẫn của chính phủ và trong nhiều trường hợp trở thành cơ quan in tiền tài trợ cho thâm hụt của ngân sách quốc gia.

Vai trò của ngân hàng trung ương trong kiểm soát tỷ giá khác nhau giữa các thời kỳ. Khi thực hiện chính sách ổn định hoá của IMF, các biện pháp quản lý ngoại hối được thực hiện chặt chẽ hơn so với mức thông thường. Dưới hệ thống tỷ giá cố định, ngân hàng trung ương có nghĩa vụ phải can thiệp vào thị trường để duy trì tỷ giá ở mức quy định thông qua can thiệp vào thị trường ngoại hối để giải quyết các mất cân đối về cung cầu ngoại tệ. Đối với chế độ tỷ giá thả nổi, quan hệ cung cầu ngoại tệ trên thị trường ngoại hối sẽ quyết định mức tỷ giá cân bằng.

Môi giới ngoại hối

Thông thường, các ngân hàng rất ít khi giao dịch mua bán ngoại tệ trực tiếp với nhau, họ thường thực hiện các giao dịch thông qua người môi giới ngoại hối được chỉ định trên các sổ giao dịch. Giao dịch thông qua môi giới giúp tận dụng được các thông tin sẵn có về nhiều loại tiền tệ khác nhau luôn được niêm yết công khai trên các sổ giao dịch.

3. MÔ HÌNH GIẢN ĐƠN VỀ TỶ GIÁ GIAO NGAY

Phần phân tích trên đã khái quát các thành viên tham gia vào thị trường ngoại hối. Những thành viên này là các nhân tố cấu thành lên cung và cầu về ngoại tệ, tương quan giữa cung cầu ngoại tệ dưới các chế độ tỷ giá khác nhau sẽ quyết định mức tỷ giá trên thị trường. Một câu hỏi đặt ra là:

- *Yếu tố nào quyết định cung cầu về ngoại tệ trên thị trường?*

Để đơn giản hoá, trước hết, hãy xem xét các nhân tố ảnh hưởng đến cung cầu ngoại tệ đối với tỷ giá giao ngay. Các nhân tố này bao gồm:

- Cung và cầu về ngoại hối để thanh toán cho xuất nhập khẩu hàng hoá dịch vụ (cung cầu về ngoại hối có nguồn gốc từ thương mại).
- Cung và cầu ngoại hối trả cho các tài sản dưới các đồng tiền khác nhau (cung và cầu ngoại hối có nguồn gốc từ các quyết định đầu tư tài chính).

Trong hai nhóm nhân tố này, nhóm nhân tố nào có vai trò quan trọng hơn trong việc quyết định cung cầu về ngoại hối trên thị trường? Nếu căn cứ vào các quan sát thực tế trên thị trường ngoại hối thì dễ nhận ra rằng, trao đổi thương mại quốc tế đóng vai trò rất quan trọng quyết định cung cầu ngoại hối trên thị trường. Khi một quốc gia có cán cân thanh toán thâm hụt ở mức độ lớn thì tất yếu sẽ dẫn đến sức ép phá giá đồng tiền. Bên cạnh đó, một bằng chứng thực tế nữa về vai trò của thương mại quyết định cung cầu ngoại hối là thực tế, các đồng tiền mạnh chiếm vai trò chủ đạo trong thanh toán quốc tế đều là đồng tiền của những nước có tỷ trọng lớn trong trao đổi thương mại toàn cầu như Hoa Kỳ, Đức, Nhật Bản.

Tuy nhiên, xét về thực chất, các giao dịch chủ yếu trên thị trường ngoại hối lại là các giao dịch về mua bán tài sản và đầu tư tài chính. Mỗi ngày, trên các trung tâm giao dịch ngoại hối, tỷ giá

các giao dịch mua bán tài sản và đầu tư tài chính lên đến hàng trăm tỷ USD, trong khi chỉ có một tỷ lệ ít hơn rất nhiều là các giao dịch thanh toán cho các dòng hàng hoá dịch vụ xuất nhập khẩu. Phần lớn giao dịch mua bán tài sản và đầu tư tài chính được tiến hành bởi các ngân hàng và các công ty tài chính khác nhau để thay đổi cơ cấu danh mục đầu tư dưới các dạng tài sản của các nước khác nhau, được thanh toán bằng các đồng tiền khác nhau.

Bài này chưa xem xét nhiều đến ảnh hưởng của các quyết định mua bán tài sản và đầu tư tài chính đến cung cầu ngoại hối trên thị trường, mà chủ yếu tập trung vào xem xét ảnh hưởng của hoạt động thương mại quốc tế đối với cung cầu về ngoại tệ. Trong thực tế, có rất nhiều các lý thuyết kinh tế được xây dựng dựa trên giả định cho rằng, trao đổi thương mại là yếu tố chủ yếu quyết định đến cung cầu về ngoại tệ, vì vậy, nó là nhân tố quyết định tỷ giá trên thị trường ngoại hối. Mô hình đơn giản nhất về tỷ giá được xây dựng theo xu hướng này là mô hình ngang giá sức mua PPP sẽ được đề cập đến ở phần 4 của bài.

Với giả định như trên, mô hình đơn giản về cung cầu ngoại tệ trên thị trường ngoại hối có thể được xây dựng như sau:

3.1. Cầu về ngoại tệ

Giả định rằng, hàng hoá xuất khẩu của một nước sẽ được thanh toán bằng đồng tiền của nước đó. Như vậy, khi nước Anh xuất khẩu sang Mỹ thì nhà sản xuất của Anh sẽ nhận được GBP, còn khi nhập khẩu từ Mỹ thì sẽ phải thanh toán bằng USD.

Bảng 2.2. đưa ra một ví dụ minh hoạ cách xây dựng cầu ngoại tệ. Khi đồng bảng Anh tăng giá (tỷ giá USD/GBP tăng), sức cạnh tranh của hàng hoá Anh xuất khẩu sang thị trường Mỹ giảm (hàng hoá Anh trở nên đắt hơn trên thị trường Mỹ), dẫn đến khối lượng xuất khẩu giảm, kết quả là, cầu về ngoại tệ để trả cho hàng hoá xuất khẩu cũng giảm. Vì vậy, đường cầu về GBP là đường có độ dốc xuống, sang bên phải, phản ánh quy luật khi tỷ giá tăng thì khối lượng cầu về GBP giảm.

Bảng 2.2. Cầu về bảng Anh

Giá xuất khẩu hàng hoá Anh tính theo GBP	Tỷ giá (USD/GBP)	Giá hàng hoá Anh xuất khẩu tính theo USD	Khối lượng hàng hoá Anh xuất khẩu	Cầu về GBP
10	1,50	15	1600	16000
10	1,60	16	1550	15500
10	1,70	17	1500	15000
10	1,80	18	1450	14500
10	1,90	19	1400	14000
10	2,00	20	1350	13500
10	2,10	21	1300	13000
10	2,20	22	1250	12500

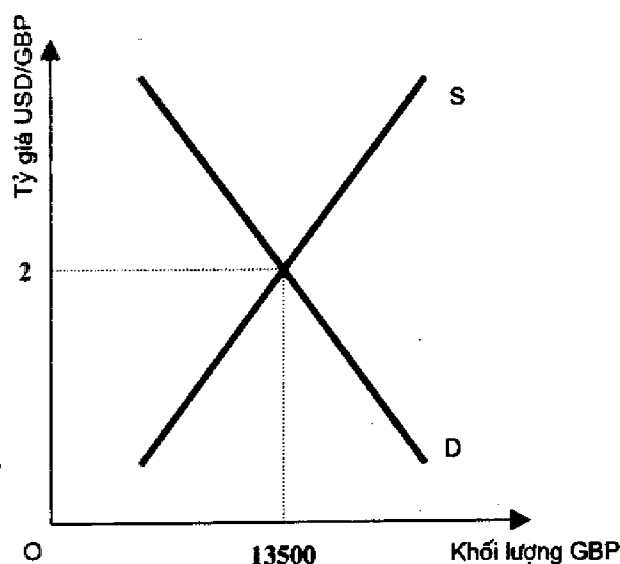
Trong mô hình giản đơn này, độ co giãn của cầu về GBP theo tỷ giá USD/GBP phụ thuộc vào độ co giãn của cầu của Mỹ đối với hàng hoá nhập khẩu từ Anh. Cầu của người Mỹ đối với hàng hoá nhập khẩu từ Anh càng co giãn thì đường cầu D trong Hình 2.2. sẽ càng thoải. Bất kỳ một nhân tố nào làm tăng độ co giãn cầu của người Mỹ đối với hàng hoá nhập khẩu từ Anh sẽ đều làm cho đường cầu về GBP trên thị trường ngoại hối di chuyển hướng ra phía ngoài, sang bên phải, trong điều kiện các nhân tố khác không thay đổi.

3.2. Cung ngoại tệ

Với giả định hàng hoá xuất khẩu của một nước sẽ được thanh toán bằng đồng tiền nước đó, để xây dựng được cung ngoại tệ, hãy xem xét trường hợp Anh nhập khẩu hàng hoá từ Mỹ. Trong trường hợp này, nhà nhập khẩu Anh sẽ phải trả bằng USD. Như vậy, cung về GBP xuất phát từ nhu cầu thanh toán cho hàng hoá nhập khẩu từ Mỹ.

Bảng 2.3. Cung về ngoại tệ

Giá hàng hoá Mỹ xuất khẩu tính theo USD	Tỷ giá (USD/GBP)	Giá hàng hoá Mỹ xuất khẩu tính theo GBP	Khối lượng hàng hoá xuất khẩu	Cầu về USD	Cung GBP
20	1,50	13,33	700	14000	9333
20	1,60	12,50	800	16000	10000
20	1,70	11,76	950	19000	11176
20	1,80	11,11	1100	22000	12222
20	1,90	10,53	1225	24500	12895
20	2,00	10,00	1350	27000	13500
20	2,10	9,53	1450	29000	13810
20	2,20	9,09	1550	31000	14091

**Hình 2.2. Cung cầu và tỷ giá cân bằng trên thị trường ngoại hối**

Trong Bảng 2.3, khi đồng USD mất giá so với GBP, hàng hoá xuất khẩu từ Mỹ sang thị trường Anh sẽ rẻ hơn, dẫn đến cầu nhập khẩu hàng hoá Mỹ tăng, vì vậy, nhà nhập khẩu người Anh phải bán nhiều hơn GBP ra thị trường để mua USD trả cho nhà xuất khẩu Mỹ. Đường cung GBP vì vậy sẽ có độ dốc lên trên, từ trái sang trong Hình 2.2.

Tương tự như phần trên, độ co giãn của cung GBP theo tỷ giá phụ thuộc vào độ co giãn về cầu của người Anh đối với hàng hoá nhập khẩu từ Mỹ. Cầu nhập khẩu hàng hoá từ Mỹ càng co giãn thì đường cung GBP trong Hình 2.2 sẽ càng thoải. Bất kỳ một nhân tố nào làm tăng độ co giãn cầu của người Anh đối với hàng hoá nhập khẩu từ Mỹ sẽ làm đường cung GBP dịch chuyển hướng sang bên phải lên phía trên, trong điều kiện các nhân tố khác không thay đổi.

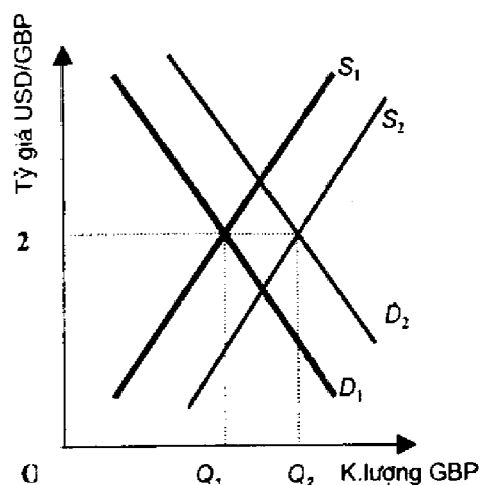
3.3. Xác định tỷ giá giao ngay

Như vậy, có thể coi thị trường ngoại hối là tập hợp của những người mua và người bán cùng một loại tiền tệ. Khi đó, tỷ giá giao ngay sẽ được xác định tại điểm cân bằng cung cầu trên thị trường ngoại hối, thể hiện trong Hình 2.2.

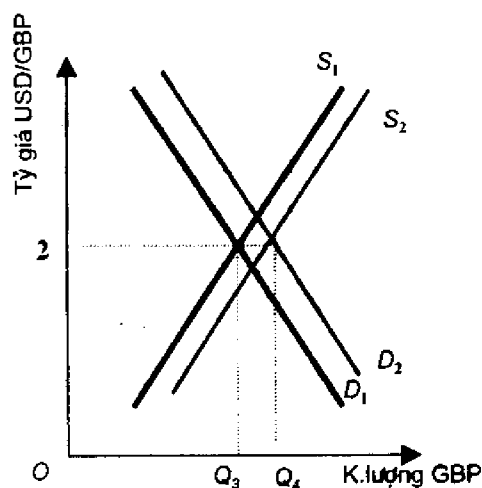
Mức tỷ giá cân bằng được xác định tại mức tỷ giá giữa USD và GBP là 2, khi đó, lượng cầu về GBP đúng bằng với lượng cung của GBP là 13.500 bảng. Tuy nhiên, cách xác định tỷ giá cân bằng trên thị trường ngoại hối thay đổi tùy theo tính chất của hệ thống tỷ giá là hệ thống tỷ giá cố định hay thả nổi.

3.3.1. Đối với hệ thống tỷ giá cố định

Giả sử rằng, mức tỷ giá được ngân hàng trung ương cố định tại 2 USD/GBP tại giao điểm giữa đường cầu D_1 và đường cung S_1 trong Hình 2.3. Giả định rằng, thu nhập của Hoa Kỳ tăng dẫn đến cầu về nhập khẩu tăng, đường cầu D_1 sẽ dịch sang bên phải đến D_2 trong Hình 2.3a, gây ra sức ép nâng giá đối với đồng GBP. Để duy trì mức tỷ giá cố định tại 2 USD/1 GBP, ngân hàng trung ương Anh sẽ phải can thiệp bằng cách bán ra một lượng GBP tương đương với Q_2Q_1 . Khi đó, đường cung GBP sẽ dịch chuyển từ S_1 sang phía bên phải đến S_2 . Tỷ giá được giữ ở mức cân bằng tại mức ban đầu. Trong trường hợp cung về GBP tăng, dẫn đến sức ép phá giá đồng GBP như trong Hình 2.3b, ngân hàng trung ương Anh sẽ phải can thiệp bằng cách bán ra một lượng GBP tương đương với Q_2Q_1 để giữ tỷ giá ở mức cân bằng ban đầu.

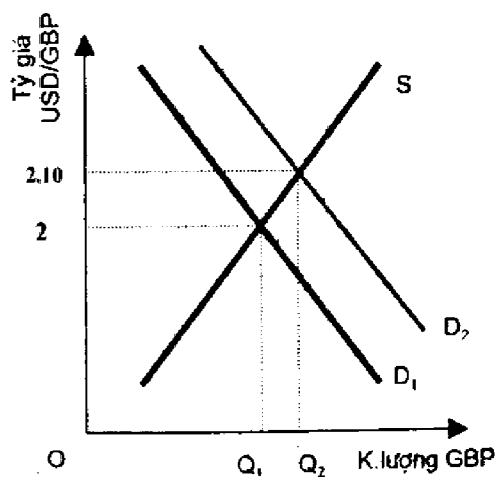


Hình 2.3a. Cầu ngoại tệ tăng từ D_1 đến D_2 , ngân hàng trung ương cần bán ra Q_1, Q_2 GBP để tăng cung GBP từ S_1 đến S_2 , giữ tỷ giá ở mức cân bằng 2 USD/1 GBP.

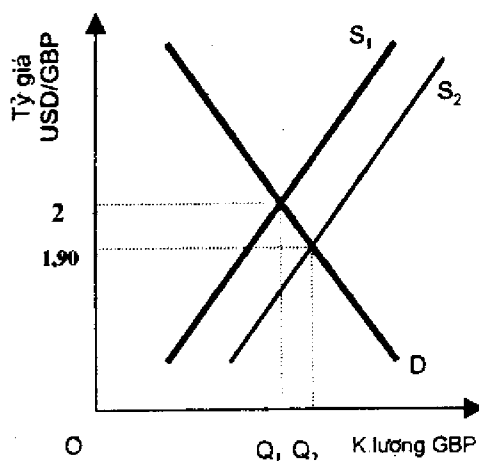


Hình 2.3b. Cung ngoại tệ tăng từ S_1 đến S_2 , ngân hàng trung ương cần mua vào Q_3, Q_4 GBP để tăng cầu GBP từ D_1 đến D_2 , giữ tỷ giá ở mức cân bằng 2 USD/1 GBP.

3.3.2. Đối với hệ thống tỷ giá thả nổi



Hình 2.4a. Cầu ngoại tệ tăng trong hệ thống tỷ giá thả nổi.



Hình 2.4b. Cung ngoại tệ tăng trong hệ thống tỷ giá thả nổi.

Trong trường hợp ngân hàng trung ương không can thiệp vào thị trường ngoại hối, mức tỷ giá cân bằng sẽ hoàn toàn do tương quan cung cầu trên thị trường xác định. Trong Hình 2.4a, tỷ giá đang ở mức ban đầu là 2 USD/1 GBP. Nếu cầu về GBP tăng, tỷ giá sẽ tăng (đồng GBP nâng giá, đồng USD xuống giá) đến mức 2,10 USD/GBP. Trong Hình 2.4b, cung GBP giảm dẫn đến sức ép giảm tỷ giá (đồng GBP tăng giá, đồng USD giảm giá) xuống đến mức cân bằng mới là 1,90 USD/1 GBP.

4. LÝ THUYẾT NGANG GIÁ SỨC MUA (PPP)

4.1. Giới thiệu về PPP

Mục 2 ở trên giới thiệu về mô hình giản đơn về tỷ giá giao ngay, dựa trên giả định cho rằng, trao đổi thương mại là nhân tố cơ bản quyết định tỷ giá giao ngay trên thị trường ngoại hối. Tỷ giá trong mô hình này chịu ảnh hưởng của nhiều yếu tố phức tạp trên thị trường hàng hoá cũng như quan hệ tác động qua lại giữa các yếu tố đó. Tuy nhiên, mô hình không xem xét cụ thể những yếu tố đó là gì và mức độ ảnh hưởng đến tỷ giá như thế nào, mà sử dụng “*độ co giãn*” để ám chỉ tất cả những nhân tố đó. Bất kỳ một yếu tố nào ảnh hưởng đến độ co giãn của cầu hàng hoá nhập khẩu và xuất khẩu đều làm dịch chuyển đường cung và cầu về ngoại tệ trên thị trường ngoại hối, vì vậy, ảnh hưởng đến mức tỷ giá (mức độ ảnh hưởng như thế nào phụ thuộc vào tính chất của hệ thống tỷ giá là cố định hay thả nổi). Chính vì vậy, mô hình này không cho phép rút ra được kết luận trực tiếp, cụ thể gì về tỷ giá và xu hướng biến động của tỷ giá.

Phần này đưa ra một lý thuyết gắn vấn đề tỷ giá với trao đổi thương mại quốc tế nhưng ở mức độ cụ thể hơn, cho phép có thể đưa ra các kết luận trực tiếp về tỷ giá và hành vi của tỷ giá. Đây cũng có thể coi là lý thuyết ra đời sớm nhất và đơn giản nhất về tỷ giá giao ngay trong điều kiện hệ thống tỷ giá thả nổi: *Lý thuyết ngang giá sức mua PPP*. Mặc dù đây là lý thuyết đơn giản nhưng có vai trò quan trọng trong việc tiếp tục tìm hiểu các lý

thuyết phức tạp hơn về tỷ giá. PPP cũng được sử dụng như một giả định quan trọng trong nhiều lý thuyết kinh tế có đề cập đến vai trò của tỷ giá, đồng thời PPP cũng được sử dụng như là một công cụ dự báo sự biến động của tỷ giá trong dài hạn.

Các nghiên cứu về PPP có thể được thấy trong các bài viết của Gustav Cassells vào những năm 1920, 1930 của thế kỷ XX. Tuy nhiên, mầm mống của lý thuyết này xuất phát từ tư tưởng của David Ricardo từ đầu thế kỷ XIX. Khái niệm cơ bản làm nền móng cho PPP là *Quy luật một giá*.

Quy luật một giá cho rằng, trong điều kiện cạnh tranh hoàn hảo, không có các chi phí vận chuyển và không có các rào cản đối với thương mại tự do, ở các thị trường của các nước khác nhau, một sản phẩm sẽ được bán với cùng một mức giá khi tính theo một đồng tiền chung. Ví dụ: nếu một chiếc xe hơi trên thị trường Anh bán với giá 5.000 GBP. Cùng chiếc xe giống như vậy được bán với giá 10.000 USD, khi đó, quy luật một giá sẽ đảm bảo mức tỷ giá giữa USD và GBP là 2 USD/1 GBP. Khi đó, người Anh sẽ chỉ mua xe hơi tại Anh, người Mỹ sẽ chỉ mua xe hơi tại Mỹ. Nếu tỷ giá là 4 USD/1 GBP, khi đó, nếu một người Anh mua xe ở Mỹ thì chỉ cần có 2.500 GBP. Như vậy, trong trường hợp này, người Anh sẽ bán GBP và mua USD trên thị trường ngoại hối làm cho cung về GBP tăng trong khi cầu về USD cũng tăng, dẫn đến đồng USD tăng giá so với GBP, kéo theo tỷ giá giảm từ 4 USD/1 GBP xuống cho đến mức cân bằng là 2 USD/1 GBP.

Như vậy, quy luật một giá chủ yếu dựa trên cơ sở giao dịch *arbitrage* đã xem xét đến trong phần đầu của bài. Các lực lượng tham gia vào giao dịch *arbitrage* là những nhân tố đảm bảo giá cả của một hàng hoá được bán ở các thị trường khác nhau khi tính theo cùng một đồng tiền là như nhau. Bất kỳ sự chênh lệch nào cũng đều tạo động lực để cho các giao dịch *arbitrage* phát sinh, đảm bảo cân bằng về giá cả. Những người ủng hộ quan điểm của PPP cho rằng, quy luật một giá đúng với một hàng hoá và cũng có thể đúng với một tập hợp hàng hoá tương tự ở hai quốc gia khác nhau.

4.2. Các dạng khác nhau của PPP

4.2.1. PPP tuyệt đối

Lý thuyết PPP ở dạng tuyệt đối phát biểu rằng, giá của một giỏ hàng hoá bán tại một nước sẽ bằng với giá của một giỏ hàng hoá tương tự bán tại nước khác khi tính theo cùng một đồng tiền. Ví dụ: nếu một giỏ hàng hoá ở Anh trị giá 100 USD, cùng giỏ hàng hoá đó trị giá 200 GBP ở Mỹ, thì trong trường hợp này, tỷ giá giữa USD và GBP là $2 \text{ USD} = 1 \text{ GBP}$.

Dạng tuyệt đối của PPP có thể được thể hiện theo công thức như sau:

$$S = \frac{P_D}{P_F} \quad (2.3)$$

Trong đó:

S là tỷ giá, định nghĩa là số đơn vị nội tệ trên 1 đơn vị ngoại tệ.

P_D là mức giá của giỏ hàng hoá đó ở thị trường trong nước, tính bằng đồng nội tệ.

P_F là mức giá của giỏ hàng hoá đó ở nước ngoài, tính bằng đồng ngoại tệ.

Như vậy, khi chỉ số giá trong nước tăng, lý thuyết PPP dạng tuyệt đối cho rằng tỷ giá sẽ tăng, hay đồng nội tệ bị phá giá.

4.2.2. PPP tương đối

PPP tuyệt đối không đúng trong trường hợp có chi phí vận chuyển cao, cạnh tranh không hoàn hảo, các can thiệp của chính phủ đối với thương mại tự do thông qua các hàng rào thuế quan và phi thuế quan. Khi có các vấn đề này, giá của giỏ hàng hoá ở hai thị trường khác nhau sẽ còn bao gồm cả mức giá do chi phí vận chuyển, do quyền lực độc quyền, do thuế quan gây ra, vì vậy, quy luật một mức giá sẽ không đúng.

Lý thuyết PPP dạng tương đối cho rằng tỷ giá giữa hai đồng tiền sẽ điều chỉnh theo chênh lệch lạm phát giữa hai nước theo công thức sau đây:

$$\% \Delta S = \% \Delta P_D - \% \Delta P_F \quad (2.4)$$

- Trong đó:
- $\% \Delta S$ là tốc độ thay đổi của tỷ giá.
 - $\% \Delta P_D$ là tỷ lệ lạm phát trong nước.
 - $\% \Delta P_F$ là tỷ lệ lạm phát ở nước ngoài.

Như vậy, nếu lạm phát ở Anh là 10%, lạm phát ở Đức là 5% thì tỷ giá giữa đồng DM/GBP sẽ nâng giá 5%. Trong trường hợp này, dạng tuyệt đối của PPP có thể không đúng. Ví dụ: một giỏ hàng hoá ở Anh có giá 120 GBP, trong khi đó trị giá 360 DM tại Đức. Giả sử trước khi có chênh lệch lạm phát tỷ giá giữa DM và GBP là 3DM/1GBP (bằng với tỷ giá như PPP dạng tuyệt đối đưa ra). Sau khi có lạm phát, giá của giỏ hàng hoá đó ở Anh tăng lên 132 GBP, trong khi đó ở Đức là 378 DM. Theo PPP dạng tuyệt đối, tỷ giá sẽ là 2,86 DM/GBP, trong khi đó PPP dạng tương đối cho rằng, tỷ giá sẽ bị nâng giá 5% lên mức 2,85 DM/GBP.

4.2.3. PPP tổng quát

Trong cả hai dạng trên của PPP, PPP được sử dụng cho cả hàng hoá mậu dịch (là các hàng hoá có thể tham gia vào trao đổi thương mại quốc tế: máy móc, sản phẩm chế tạo) và các hàng hoá phi mậu dịch (nhà đất, dịch vụ cắt tóc, ăn uống tại nhà hàng, khách sạn...). Trong thực tế, chỉ có các hàng hoá mậu dịch mới tham gia vào trao đổi thương mại quốc tế giữa các nước. Chỉ số giá hàng hoá mậu dịch biến động cùng chiều với sức cạnh tranh quốc tế hàng hoá của một nước, trong khi đó, chỉ số giá hàng hoá phi mậu dịch chủ yếu được quyết định bởi cung và cầu của những hàng hoá này ở trong nước. Vì vậy, tỷ giá có xu hướng biến động

gần hơn với sự biến động của chỉ số giá hàng hoá mậu dịch so với chỉ số giá chung bao gồm cả hàng hoá mậu dịch và hàng hoá phi mậu dịch. Ví dụ sau đây sẽ minh hoạ cụ thể nhận định này.

Giả sử một chiếc xe hơi được bán với giá 5.000 GBP ở Anh và 15.000 DM ở Đức, khi đó lý thuyết PPP dạng tuyệt đối chỉ ra rằng, tỷ giá giữa DM và GBP sẽ là 3 DM/1 GBP và giao dịch *arbitrage* sẽ đảm bảo để duy trì mức tỷ giá này. Tuy nhiên, nếu giá cắt tóc ở Anh là 5 GBP và ở Đức là 60 DM, với mức tỷ giá vẫn không đổi thì không có bất kỳ một công dân nào của nước Anh lại bay sang Đức để cắt tóc với niềm tin chắc chắn rằng sẽ tiết kiệm được 15 GBP. Trong trường hợp này, giao dịch *arbitrage* không thể xảy ra.

Khi xây dựng lý thuyết PPP dạng tổng quát, giả sử rằng PPP dạng tuyệt đối đúng đối với hàng hoá mậu dịch. Khi đó:

$$S = P^D_T / P^F_T \quad (2.5)$$

Trong đó, các chỉ số T thể hiện hàng hoá mậu dịch, phân biệt với chỉ số N là các hàng hoá phi mậu dịch.

P^D_T và P^F_T ở trên được rút ra từ công thức tính chỉ số giá tiêu dùng CPI ở hai nước:

$$CPI_D = \alpha P^D_N + (1 - \alpha) P^D_T \quad (2.6)$$

$$CPI_F = \beta P^F_N + (1 - \beta) P^F_T \quad (2.7)$$

Với α là tỷ trọng của hàng hoá mậu dịch trong chỉ số giá bình quân; β là tỷ trọng của hàng hoá phi mậu dịch trong chỉ số giá tiêu dùng.

Như vậy:

$$CPI_D / CPI_F = \{ \alpha P^D_N + (1 - \alpha) P^D_T \} / \{ \beta P^F_N + (1 - \beta) P^F_T \} \quad (2.8)$$

Chia cả tử số cho P^D_T và mẫu số cho P^F_T :

$$CPI_D / CPI_F = \{ \{ \alpha P^D_N / P^D_T + (1 - \alpha) \} / \{ \beta P^F_N / P^F_T + (1 - \beta) \} \} S \quad (2.9)$$

Như vậy:

$$S = (CPI_D / CPI_F) \{ \beta P^* / P^*_T + (1 - \beta) \} / \{ \alpha P^D / P^D_T + (1 - \alpha) \} \quad (2.10)$$

Công thức trên cho thấy, tương quan giá hàng hoá mậu dịch và phi mậu dịch trong nước và ở nước ngoài có thể là nhân tố quan trọng, ảnh hưởng đến tỷ giá giữa hai đồng tiền. Trong trường hợp giá hàng hoá phi mậu dịch trong nước tăng tương đối so với giá hàng hoá mậu dịch, tỷ giá hối đoái (là số đơn vị nội tệ trên một đơn vị ngoại tệ) sẽ giảm, hay đồng tiền trong nước tăng giá. Kết quả đó có thể được lý giải như sau: khi giá hàng hoá phi mậu dịch tăng, trong điều kiện chỉ số giá tiêu dùng nói chung vẫn không thay đổi thì giá hàng hoá mậu dịch phải giảm. Vì PPP chỉ đúng cho trường hợp hàng hoá mậu dịch nên khi chỉ số hàng hoá mậu dịch trong nước giảm thì tỷ giá cũng giảm theo, hay đồng nội tệ tăng giá.

Việc phân biệt giữa hàng hoá mậu dịch và hàng hoá phi mậu dịch có ý nghĩa quan trọng khi thực hiện các nghiên cứu kiểm định PPP. Trong thực tế, các nghiên cứu thực nghiệm sử dụng chỉ số giá của hàng hoá mậu dịch thường có kết quả tốt hơn là các nghiên cứu sử dụng chỉ số giá tiêu dùng bao gồm cả hàng hoá mậu dịch và phi mậu dịch.

4.3. Các kết quả thực nghiệm về lý thuyết PPP

4.3.1. Vấn đề lựa chọn ban đầu khi kiểm định PPP

Vấn đề đầu tiên đặt ra cho các nghiên cứu kiểm định PPP là vấn đề áp dụng PPP cho hàng hoá mậu dịch hay cho cả hàng hoá mậu dịch và phi mậu dịch. Mặc dù PPP có thể áp dụng tốt hơn đối với trao đổi hàng hoá mậu dịch, nhưng trong thực tế, phân biệt giữa hàng hoá mậu dịch và hàng hoá phi mậu dịch chỉ là tương đối. Một số tác giả còn cho rằng có liên hệ khá chặt chẽ giữa một số chủng loại hàng hoá mậu dịch và phi mậu dịch. Một số loại hàng

hoá phi mậu dịch lại đóng vai trò là đầu vào cho sản xuất cung cấp các hàng hoá mậu dịch. Trong trường hợp lựa chọn hàng hoá mậu dịch thì chỉ số giá sử dụng trong nghiên cứu thường là chỉ số giá bán buôn hay chỉ số giá sản xuất. Còn đối với các nghiên cứu kiểm định PPP cho cả hàng hoá mậu dịch và hàng hoá phi mậu dịch thì chỉ số giá được sử dụng thường là chỉ số giá tiêu dùng.

Vấn đề thứ hai liên quan đến đo lường khi kiểm định PPP là cách xác định giỏ hàng hoá. Theo lý thuyết, PPP chỉ đúng đối với những giỏ hàng hoá tương tự như nhau. Trong thực tế, các quốc gia khác nhau thường gán tỷ trọng nhất định khác nhau cho các hàng hoá trong cùng một giỏ. Trong khi ở các nước phát triển, chi phí cho lương thực thực phẩm thường là thấp trong tổng chi tiêu thì ở các nước đang phát triển đây lại là những khoản mục chi tiêu chủ yếu. Vì vậy, khi tính chỉ số giá, mức độ tương đồng thường khó được xác định chính xác.

Vấn đề lựa chọn khác là độ dài của thời gian nghiên cứu. Liên quan đến vấn đề này có rất nhiều ý kiến khác nhau. Một số ý kiến cho rằng, cần phải kiểm định PPP theo tháng, trong khi có ý kiến khác lại cho rằng, PPP có thể đúng trong thời gian dài hơn, có thể là theo quý, 6 tháng, 1 năm hay dài hơn nữa. Phần dưới đây sẽ đưa ra một số kết quả thực nghiệm kiểm định lý thuyết PPP bằng đồ thị và các kết quả kiểm định kinh tế lượng.

4.3.2. Kiểm nghiệm PPP bằng đồ thị

Các Hình 2.5a đến 2.5g thể hiện tỷ giá hối đoái thực và tỷ giá tính toán theo PPP đối với 7 nước khác nhau trong thời kỳ từ 1973 (sau khi Hệ thống Bretton Woods tan vỡ) cho đến năm 1991.

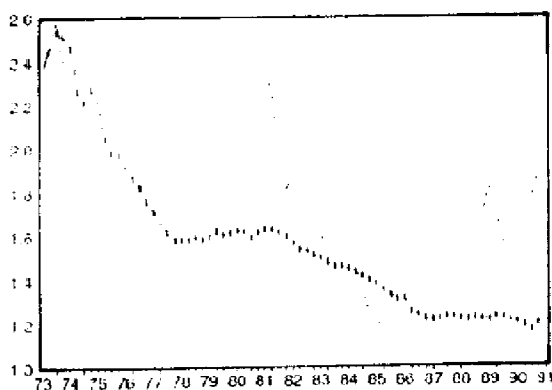
Hình 2.5a, 2.5b cho thấy mức độ chênh lệch lớn và thường xuyên giữa tỷ giá thực tế của GBP và DM so với USD. Tương tự như vậy,

Hình 2.5c, 2.5d cũng chỉ ra sự khác biệt đáng kể trong thời gian dài giữa tỷ giá của JPY so với USD và DM.

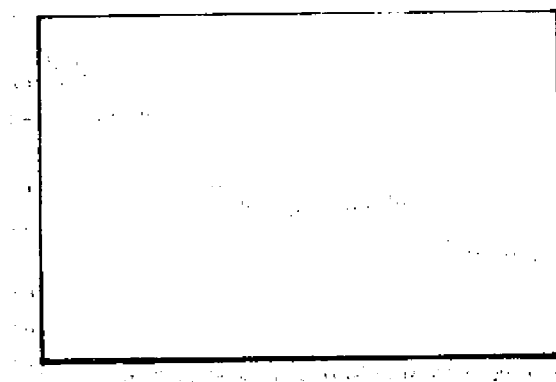
Tuy nhiên, các Hình 2.5e, 2.5f, 2.5g lại cho thấy một kết quả đáng ngạc nhiên: tỷ giá của các đồng Lira Italia, Phrăng Pháp, Bảng Anh so với đồng Mác Đức biến động gần với mức tỷ giá do PPP dự báo trong suốt khoảng thời gian xem xét. Mặc dù còn có sự chênh lệch giữa tỷ giá thực tế trên thị trường và mức tỷ giá tính toán theo PPP, nhưng biên độ dao động trong trường hợp này nhỏ hơn nhiều lần so với biên độ dao động của tỷ giá thị trường và tỷ giá PPP của các đồng JPY, GBP, DM so với đồng USD.

Thực tế của nền kinh tế các nước trong Cộng đồng chung châu Âu có thể lý giải được cho kết quả trên. Kể từ khi áp dụng hệ thống tỷ giá thả nổi sau năm 1973, các nước này đã tập trung nhiều cố gắng để thúc đẩy hợp tác tiền tệ trong khuôn khổ của các tổ chức và thể chế như Snake và Hệ thống tiền tệ châu Âu (là chủ đề nghiên cứu của Bài 7), trong đó, sự biến động của đồng tiền một nước bị hạn chế theo sự dao động của đồng DM vốn là đồng tiền mạnh có tính ổn định cao. Bên cạnh đó, một nguyên nhân rất quan trọng khác là sự gắn gù về địa lý giữa các nước này. Khoảng cách địa lý nhỏ trong bối cảnh thương mại tự do giữa các quốc gia thành viên là điều kiện thuận lợi để phát triển giao dịch *arbitrage*, vốn là nền tảng cơ bản của lý thuyết PPP.

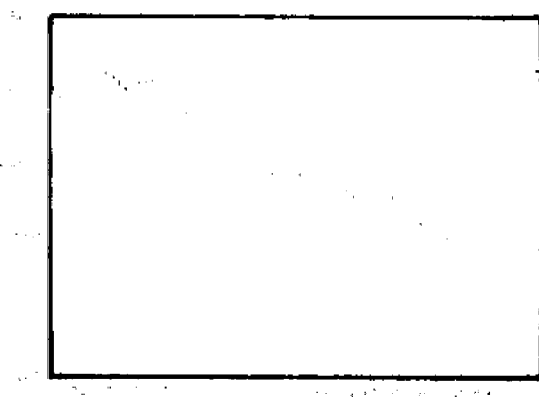
Đồ thị 2.5a. Tỷ giá USD/GBP



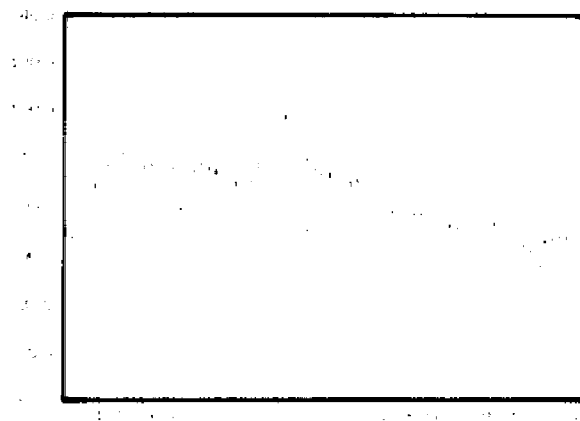
Đồ thị 2.5b Tỷ giá DM/USD



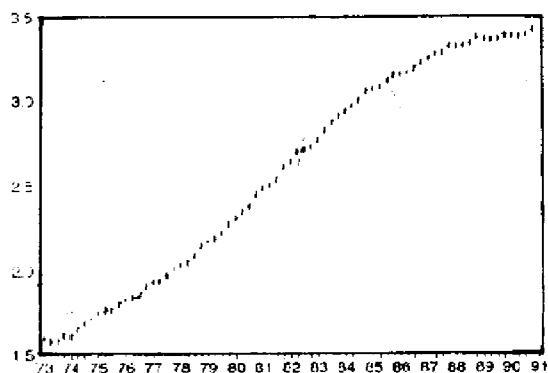
Đồ thị 2.5c Tỷ giá JPY/USD



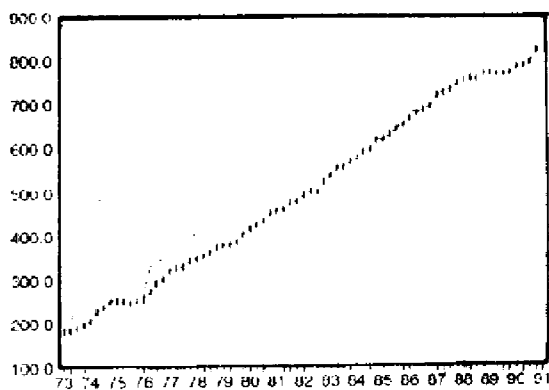
Đồ thị 2.5d Tỷ giá JPY/DM



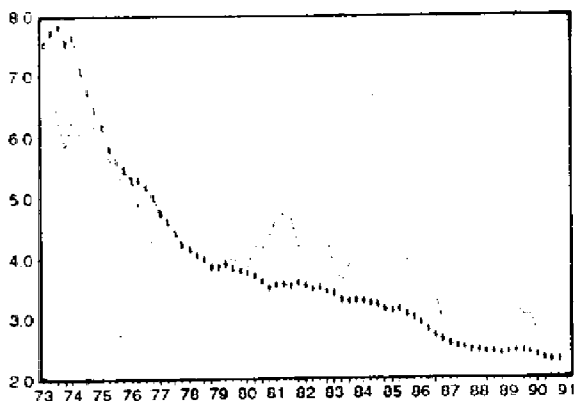
Đồ thị 2.5e Tỷ giá FFR/DM



Đồ thị 2.5f Tỷ giá Lira/DM



Đồ thị 2.5g Tỷ giá DM/GBP



Nguồn: Pilbeam (1992), trang 148-151

(Đường thẳng là tỷ giá thực, đường gạch là tỷ giá PPP)

Ngoài ra, cần chú ý rằng trong tất cả các hình ở trên, mặc dù tỷ giá thị trường có mức độ dao động lớn nhỏ khác nhau xung quanh tỷ giá PPP, nhưng trong dài hạn, hai mức tỷ giá này vẫn có xu hướng tương đồng với nhau. Đây là một bằng chứng đối với quan điểm cho rằng PPP có thể là một phương tiện tham khảo quyết định tỷ giá trong dài hạn.

4.3.3. Kiểm nghiệm PPP bằng kết quả kiểm định kinh tế lượng

Kết quả kiểm định kinh tế lượng trong phần này giới thiệu nghiên cứu của Keith Pilbeam (1992) đối với các tỷ giá trong các Hình 2.5a-g trong giai đoạn nghiên cứu từ 1973 đến 1991 đối với lý thuyết PPP dạng tuyệt đối và tương đối. Trong nghiên cứu này, Pilbeam chỉ xem xét PPP áp dụng cho các hàng hoá mẫu dịch, vì vậy, các chỉ số giá được sử dụng trong các kết quả hồi quy là chỉ số giá của hàng hoá mẫu dịch.

Phương trình hồi quy

Dạng tuyệt đối và tương đối của PPP được lấy dưới dạng *logarithm* như sau:

Dạng tuyệt đối của PPP:

$$\ln S_t = a_1 + a_2 (\ln P_t^D - \ln P_t^F) + u_t \quad (2.11)$$

Dạng tương đối của PPP:

$$\Delta \ln S_t = a_1 + a_2 (\Delta \ln P_t^D - \Delta \ln P_t^F) + u_t \quad (2.12)$$

Trong đó:

Δ thể hiện sự thay đổi của biến số trong một giai đoạn thời gian.

u_t là biến ngẫu nhiên có phân phối thường và giá trị trung bình bằng 0.

$\ln$ là ký hiệu *logarithm* cơ số tự nhiên.

Phương trình hồi quy (2.11) và (2.12) sử dụng để kiểm nghiệm các tỷ giá: GBP/USD, DM/USD, JPY/USD, Lira/USD, FFR/DM, Lira/DM,

GBP/DM và JPY/DM trong giai đoạn từ quý 1 năm 1973, ký hiệu là 73Q1, đến quý 3 năm 1990, ký hiệu là 90Q3 và hai giai đoạn nhỏ 73Q1-81Q4 và 81Q4-90Q3. Phần tiếp theo đây chỉ ra các kết quả hồi quy đối với lý thuyết PPP dạng tuyệt đối và tương đối.

Trong trường hợp lý thuyết PPP được kiểm nghiệm là đúng trong thực tế, khi đó ở hai phương trình (2.11) và (1.12), a_1 sẽ bằng 0, a_2 bằng 1.

Kết quả hồi quy lý thuyết PPP dạng tuyệt đối

Bảng 2.4 dưới đây cho thấy tất cả các kết quả kiểm định đều đưa ra một kết luận chung là a_1 có giá trị khác 0 và có ý nghĩa thống kê. Trong khi đó các kết quả thu được đối với a_2 lại không rõ ràng. Với tỷ giá GBP/USD, giá trị của a_2 vừa nhỏ hơn giá trị lý thuyết vừa không có ý nghĩa thống kê. Hệ số a_2 trong các ước lượng khác đối với tỷ giá Lira/USD, DM/USD, JPY/USD cũng cho kết quả tương tự. Bên cạnh đó, kết quả ước lượng đối với tỷ giá của các đồng tiền so với DM lại đưa ra các kết quả khả quan hơn đối với tỷ giá của các đồng tiền này so với đồng USD.

Kết quả của các ước lượng ở Bảng 2.5 cho thấy, đối với lý thuyết PPP ở dạng tương đối, cũng giống như kết quả ở phần trên, tỷ giá của các đồng tiền (trừ USD) tính theo đồng DM có xu hướng vận động gần hơn với tỷ giá PPP so với tỷ giá của các đồng tiền này tính theo USD. Tuy nhiên, cũng giống như ở phần trên, các kết quả trong Bảng 2.5 cũng không rõ ràng với hệ số a_2 chủ yếu là không có ý nghĩa thống kê.

Như vậy, kết quả ước lượng hồi quy đối với lý thuyết PPP ở cả dạng tuyệt đối và tương đối đều đưa ra các kết quả không chứng tỏ tính hiệu lực của PPP trong giải thích hành vi thực tế của tỷ giá. Đồ thị và kết quả hồi quy chỉ ra rằng, tỷ giá hối đoái trên thị trường dao động đáng kể và thậm chí còn vận động rất xa mức tỷ giá tính toán theo PPP. Kết quả trên cho thấy, tỷ giá là một biến số nhạy cảm, chịu tác động ảnh hưởng của nhiều nhân tố khác nhau chứ không phải chỉ giản đơn như lý thuyết PPP dự đoán.

Bảng 2.4. Kiểm nghiệm lý thuyết PPP dạng tuyệt đối

$$\ln S_t = a_1 + a_2 (\ln P_t^D - \ln P_t^F) + u_t$$

Tỷ giá	Giai đoạn	a1	a2	SE	DW
GBP/USD	72Q4-81Q4	-0,78 (-10,78)	0,18 (0,78)	0,049	1,78
	81Q4-90Q3	-0,43 (-1,39)	-0,11 (-0,21)	0,058	1,92
	72Q4-90Q3	-0,72 (-6,20)	0,24 (1,08)	0,053	1,89
DM/USD	72Q4-81Q4	1,01 (15,25)	0,89* (3,24)	0,068	2,00
	81Q4-90Q3	1,76 (9,12)	2,49 (5,31)	0,061	1,98
	72Q4-90Q3	1,03 (9,32)	0,80* (2,66)	0,064	1,98
JPY/USD	72Q4-81Q4	5,63 (210,65)	1,29* (6,08)	0,046	2,11
	81Q4-90Q3	5,97 (44,02)	2,13 (6,06)	0,062	2,01
	72Q4-90Q3	5,66 (89,78)	1,35* (6,71)	0,056	1,98
Lia/USD	72Q4-81Q4	6,33 (110,94)	0,99* (7,34)	0,051	1,96
	81Q4-90Q3	7,17 (15,21)	0,05* (0,09)	0,055	1,99
	72Q4-90Q3	6,42 (46,88)	0,81* (4,56)	0,054	1,96
FFR/DM	72Q4-81Q4	0,52 (17,26)	0,85 (17,27)	0,032	1,96
	81Q4-90Q3	0,49 (6,28)	0,97* (8,32)	0,019	1,97
	72Q4-90Q3	0,51 (21,66)	0,94* (20,44)	0,026	2,03
Lia/DM	72Q4-81Q4	5,30 (162,26)	1,01* (19,53)	0,052	1,99
	81Q4-90Q3	5,63 (142,18)	0,67 (22,13)	0,015	1,90
	72Q4-90Q3	5,34 (137,70)	0,90 (23,75)	0,040	2,06
GBP/DM	72Q4-81Q4	-1,87 (-22,48)	0,64 (4,20)	0,055	2,04
	81Q4-90Q3	-2,10 (-26,03)	0,89* (10,92)	0,040	1,98
	72Q4-90Q3	-1,88 (-35,00)	0,67 (10,05)	0,049	2,04
JPY/DM	72Q4-81Q4	4,59 (77,44)	0,92* (2,19)	0,056	1097
	81Q4-90Q3	4,39 (125,66)	1,08* (2,97)	0,037	1,91
	72Q4-90Q3	4,49 (75,55)	1,04* (3,24)	0,049	1,96

Ghi chú: Dấu sao biểu thị dấu đúng nhưng không có ý nghĩa thống kê. Giá trị *t-statistics* để trong ngoặc đơn. Phương pháp Beach-MacKinnon được sử dụng để điều chỉnh tất cả các ước lượng.

Bảng 2.5. Lý thuyết PPP dạng tương đối

$$\Delta \ln S_t = a_1 + a_2 (\Delta \ln P_t^D - \Delta \ln P_t^F) + u_t$$

Tỷ giá	Giai đoạn	a_1	a_2	SE	DW
GBP/USD	72Q4-81Q4	0,01 (0,56)	-0,17 (-0,46)	0,050	1,83
	81Q4-90Q3	0,00 (0,03)	-0,21 (-0,26)	0,059	1,85
	72Q4-90Q3	0,00 (0,41)	-0,01 (-0,04)	0,054	1,87
DM/USD	72Q4-81Q4	0,00 (-0,25)	0,53 (0,89)	0,069	1,79
	81Q4-90Q3	-0,01 (-0,76)	0,48 (0,59)	0,062	1,96
	72Q4-90Q3	-0,01 (-0,80)	0,46 (1,00)	0,064	1,88
JPY/USD	72Q4-81Q4	0,00 (-0,43)	0,82 (1,82)	0,051	1,94
	81Q4-90Q3	0,01 (0,93)	2,79 (3,67)	0,063	2,01
	72Q4-90Q3	0,00 (-0,26)	1,22* (3,15)	0,058	1,95
Lia/USD	72Q4-81Q4	0,01 (0,74)	0,68* (2,25)	0,053	1,99
	81Q4-90Q3	-0,01 (-0,70)	0,78* (1,07)	0,055	1,90
	72Q4-90Q3	0,00 (-0,05)	0,73* (2,36)	0,055	1,98
FFR/DM	72Q4-81Q4	0,00 (0,21)	0,77* (0,29)	0,034	1,89
	81Q4-90Q3	0,00 (0,59)	0,76* (0,35)	0,021	1,91
	72Q4-90Q3	0,00 (0,53)	0,71* (1,90)	0,027	2,00
Lia/DM	72Q4-81Q4	0,01 (1,32)	0,51* (1,64)	0,054	1,80
	81Q4-90Q3	0,00 (0,56)	0,55* (2,39)	0,017	1,88
	72Q4-90Q3	0,00 (0,87)	0,68* (3,51)	0,040	1,79
GBP/DM	72Q4-81Q4	0,01 (0,91)	0,16 (0,39)	0,057	1,95
	81Q4-90Q3	-0,01 (-0,71)	1,32* (2,63)	0,045	1,97
	72Q4-90Q3	0,01 (0,83)	0,40 (1,32)	0,051	1,96
JPY/DM	72Q4-81Q4	0,00 (-0,25)	0,90* (1,84)	0,061	1,99
	81Q4-90Q3	0,00 (0,10)	1,18* (2,81)	0,039	1,97
	72Q4-90Q3	0,00 (-0,15)	0,93* (2,78)	0,050	1,99

Ghi chú: Dấu sao biểu thị dấu đúng nhưng không có ý nghĩa thống kê. Giá trị *t*-statistics để trong ngoặc đơn. Phương pháp Beach-MacKinnon được sử dụng để điều chỉnh tất cả các ước lượng.

4.3.4. Tóm tắt các kết quả nghiên cứu thực nghiệm về PPP

Các nghiên cứu thực nghiệm về PPP tập trung vào một số kết luận sau đây:

- PPP có thể giải thích tốt hơn hành vi tỷ giá giữa các đồng tiền của các quốc gia có sự gắn gũi về địa lý và có quan hệ thương mại chặt chẽ. Hình 2.5a-g minh hoạ rất rõ kết luận này.
- Trong thực tế, tỷ giá thị trường dao động với biên độ lớn và trong thời gian dài xung quanh mức tỷ giá tính toán theo lý thuyết PPP.
- Nhiều nghiên cứu đã chỉ ra rằng, tỷ giá có mức độ dao động phức tạp hơn rất nhiều so với chỉ số giá cả (Frenkel và Mussa - 1980, MacDonald - 1988), trong khi đó, PPP lại cho rằng, mức độ dao động của tỷ giá và chỉ số giá cả là như nhau. Điều đó cho thấy còn có rất nhiều nhân tố khác có ảnh hưởng đến hành vi của tỷ giá trên thị trường.
- Các nghiên cứu thực nghiệm về PPP trong dài hạn thường có kết quả tốt hơn là các nghiên cứu về PPP trong khoảng thời gian ngắn hơn. Manzur (1990) chỉ ra rằng, trong ngắn hạn, lý thuyết PPP không giải thích được hành vi của tỷ giá trên thị trường ngoại hối thả nổi nhưng PPP lại đúng trong dài hạn.
- Các đồng tiền có tỷ lệ lạm phát rất cao so với lạm phát của các nước bạn hàng thường có xu hướng phá giá nhanh chóng. Thực tế đó cho thấy, PPP có thể là một mô hình xác định tỷ giá khá chính xác trong trường hợp này.
- Nhìn chung, PPP thường đúng đối với hàng hoá mậu dịch hơn là đối với hàng hoá phi mậu dịch. Nghiên cứu của Officer (1986) đã khẳng định lại nhận định này.

4.4. Giải thích kết quả nghiên cứu thực nghiệm về PPP

Những phân tích ở phần trên cho thấy, các nghiên cứu thực nghiệm về khả năng sử dụng PPP để giải thích hành vi của tỷ giá

trong thực tế đưa ra những kết quả cho thấy, tỷ giá thị trường thường có xu hướng vận động không tuân theo quy luật do PPP đưa ra. Phần này sẽ phân tích một số nguyên nhân dẫn đến những kết quả đó.

4.4.1. Các vấn đề thống kê

Như đã phân tích ở phần trên, nền tảng của PPP là quy luật một giá áp dụng cho các tập hợp hàng hoá như nhau ở các nước. Trong thực tế, khi cơ quan thống kê của các quốc gia tính toán các chỉ số giá, các chủng loại hàng hoá khác nhau trong giỏ hàng hoá được chọn thường có tỷ trọng khác nhau. Vì vậy, cùng là một chỉ số giá tính cho cùng một tập hợp hàng hoá ở hai nước khác nhau, nhưng vì cách tính tỷ trọng từng chủng loại hàng hoá là khác nhau nên chỉ số giá không phản ánh được giá của hai tập hợp hàng hoá tương tự như trong quy luật một giá. Đây là vấn đề có ý nghĩa quan trọng, nhất là khi kiểm nghiệm PPP đối với tỷ giá giữa hai đồng tiền của hai nước có trình độ phát triển kinh tế chênh lệch nhau đáng kể (như giữa một nước phát triển và một nước đang phát triển).

4.4.2. Chi phí vận chuyển và các rào cản đối với thương mại tự do

Frenkel (1980) và Pilbeam (1992) đã chỉ ra rằng lý thuyết PPP có thể giải thích tương đối tốt sự biến động của tỷ giá giữa đồng tiền của các nước có sự gần gũi về địa lý và có quan hệ thương mại chặt chẽ. Đây là những điều kiện thuận lợi để giao dịch *arbitrage* trên thị trường hàng hoá phát huy. Tuy nhiên, trong những nghiên cứu này, chi phí vận chuyển và các rào cản đối với thương mại tự do thay đổi từ từ trong khoảng thời gian nghiên cứu, vì vậy, bản thân sự gần gũi về địa lý hay quan hệ thương mại tự do không đủ để có thể giải thích các kết quả thực nghiệm không ủng hộ dự đoán về tỷ giá của lý thuyết PPP dạng tương đối.

4.4.3. *Cạnh tranh không hoàn hảo*

Một trong những giả định quan trọng của PPP là tồn tại thị trường cạnh tranh hoàn hảo trong thương mại quốc tế. Cạnh tranh hoàn hảo sẽ làm cho mức giá trên các thị trường quốc tế không chênh lệch nhau đáng kể. Tuy nhiên, trong thực tế, mức độ cạnh tranh của các thị trường trên phạm vi quốc tế là khác nhau. Các công ty xuyên quốc gia thường đặt ra các mức giá khác nhau cho cùng một sản phẩm được bán tại các nước khác nhau.

4.4.4. *Thị trường vốn và thị trường hàng hoá*

Lý thuyết PPP chỉ xem xét đến giao dịch *arbitrage* xảy ra trên thị trường hàng hoá mà không xem xét đến các giao dịch này ở trên thị trường vốn. Điều đó xuất phát từ những giả định đã được nhắc đến ở trong phần II khi xây dựng mô hình giản đơn về cung cầu ngoại tệ và mức tỷ giá cân bằng. Trong một nghiên cứu năm 1976, Rudiger Dornbusch đã đưa ra trường hợp trong đó, thị trường vốn của các nước có quan hệ chặt chẽ với nhau và giá cả trên thị trường hàng hoá điều chỉnh tương đối chậm. Trong ngắn hạn, có thể coi giá cả hàng hoá là cố định, vì vậy, tỷ giá không vận động theo sự biến động của mức giá cả. Thay vào đó, tỷ giá sẽ điều chỉnh nhanh chóng theo các thông tin thị trường và sự thay đổi của chính sách kinh tế. Trong trường hợp đó, tỷ giá thị trường sẽ dao động vượt ra khỏi phạm vi dự đoán của lý thuyết PPP và xu hướng dao động đó có thể kéo dài trong dài hạn.

4.4.5. *Sự khác biệt về năng suất lao động*

Trong thực tế, khi tính giá của một tập hợp hàng hoá tương tự bao gồm cả hàng hoá mậu dịch và hàng hoá phi mậu dịch thì chỉ số giá của các nước phát triển thường cao hơn của các nước đang phát triển. Lý do chủ yếu của thực tế này là do hàng hoá phi mậu dịch ở các nước phát triển thường có giá cao hơn rất nhiều so với

ở các nước đang phát triển (ví dụ: giá tối thiểu cho một lần cắt tóc ở nước Anh là 5 bảng, trong khi đó, ở Philippin là 40 peso và ở Việt Nam là 5.000 đồng). Sự khác biệt này phần nào thể hiện chênh lệch về năng suất lao động giữa các nước. Bela Balassa (1964) và Paul Samuelson (1964) đưa ra cách giải thích cụ thể hơn về sự khác biệt này.

5. TỶ GIÁ GIAO NGAY VÀ TỶ GIÁ KỲ HẠN

Mô hình đơn giản xác định tỷ giá trên thị trường giao ngay và lý thuyết ngang giá sức mua được phân tích ở trong phần 2, 3 đã đề cập đến mối liên hệ giữa thị trường hàng hoá trao đổi thương mại quốc tế và thị trường ngoại hối. Một trong những nhược điểm cơ bản của những mô hình này là không tính đến khả năng ảnh hưởng của nhân tố thời gian, vốn là một yếu tố có vai trò rất quan trọng đối với quyết định mức tỷ giá trên thị trường.

Phân tích về các loại tỷ giá trong phần 2 đã đề cập đến tỷ giá giao ngay và tỷ giá kỳ hạn. Phần này sẽ xem xét cụ thể hơn đặc điểm của thị trường giao dịch kỳ hạn, các thành viên của thị trường kỳ hạn và mối quan hệ giữa tỷ giá giao ngay và tỷ giá kỳ hạn thông qua điều kiện cân bằng lãi suất bù đắp.

5.1. Các thành viên tham gia thị trường giao dịch kỳ hạn

Căn cứ vào động cơ tham gia giao dịch, có thể phân chia các thành viên tham gia vào thị trường giao dịch kỳ hạn như sau:

5.1.1. Thành viên tự bảo hiểm

Là các thành viên (thường là các hãng kinh doanh) tham gia vào thị trường kỳ hạn để hạn chế rủi ro xuất phát từ sự biến động của tỷ giá hối đoái trên thị trường trong một khoảng thời gian nhất định.

Xem xét ví dụ sau đây: một nhà nhập khẩu Anh phải trả cho nhà xuất khẩu Mỹ 4.100 USD trong khoảng thời gian 3 tháng. Giả sử rằng, tỷ giá giao ngay là 2 USD/1 GBP, trong khi đó, tỷ giá giao dịch kỳ hạn 3 tháng là 2,05 USD/1 GBP. Nếu lựa chọn mua USD ở mức tỷ giá kỳ hạn, hãng nhập khẩu sẽ có thể chắc chắn rằng sẽ chỉ phải bỏ ra 2000 GBP để trả cho hãng nhập khẩu. Trong trường hợp hãng nhập khẩu không mua USD tại mức tỷ giá kỳ hạn thì hãng sẽ chịu một rủi ro tỷ giá nhất định, trong đó, tỷ giá sẽ có khả năng lên cao hơn mức 2,05 USD/1 GBP sau khoảng thời gian 3 tháng sau.

Câu hỏi đặt ra trong trường hợp này là, tại sao hãng nhập khẩu lại không mua 4100 USD tại mức tỷ giá giao ngay và giữ số tiền đó cho đến ngày thanh toán cho bạn hàng? Một trong những lý do có thể là bản thân hãng vào thời điểm đó chưa có đủ số tiền cần thiết để có thể mua ngay số USD cần thanh toán tại mức tỷ giá giao ngay. Trong khi đó, hãng lại không muốn phải vay thêm tiền để thực hiện giao dịch đó vì biết rằng, sau 3 tháng tới thì hãng sẽ thu được tiền từ việc kinh doanh những sản phẩm đã được nhập khẩu vào thị trường trong nước. Bằng cách ký kết một hợp đồng kỳ hạn 3 tháng, hãng nhập khẩu có thể chắc chắn sẽ có đủ số tiền vào đúng thời hạn thanh toán cho hợp đồng nhập khẩu tại mức tỷ giá kỳ hạn đã được biết trước tại thời điểm ký kết hợp đồng kỳ hạn, mặc dù hãng chưa có tiền GBP để trả cho hợp đồng đó vào thời điểm ký kết.

5.1.2. Thành viên arbitrage

Là các thành viên (thường là các ngân hàng) tham gia vào thị trường kỳ hạn để khai thác chênh lệch lãi suất trên các thị trường và hưởng lợi nhuận từ *kỳ hạn gia tăng* và *kỳ hạn khấu trừ*.

Kỳ hạn gia tăng được định nghĩa là tỷ giá giao dịch kỳ hạn của một đồng tiền so với đồng tiền khác, thể hiện sự đánh giá cao đồng tiền đó (*nâng giá đồng tiền*) so với tỷ giá giao ngay. *Kỳ hạn*

khấu trừ được định nghĩa là tỷ giá giao dịch kỳ hạn của một đồng tiền so với đồng tiền khác, thể hiện sự đánh giá thấp đồng tiền đó (*phá giá đồng tiền*) so với tỷ giá giao ngay.

Kỳ hạn gia tăng và kỳ hạn khấu trừ thường được biểu diễn dưới dạng phần trăm của tỷ giá giao ngay theo công thức:

$$\text{Kỳ hạn gia tăng/khấu trừ} = \frac{F - S}{S} * 100 \quad (2.13)$$

Trong đó:

F là tỷ giá kỳ hạn.

S là tỷ giá giao ngay được định nghĩa bằng số đơn vị ngoại tệ trên một đơn vị nội tệ.

Như vậy, nếu công thức 2.13 cho kết quả âm thì sẽ là kỳ hạn khấu trừ ($F < S$), dương thì sẽ là kỳ hạn gia tăng ($F > S$).

Sự tham gia của các thành viên giao dịch *arbitrage* trên thị trường sẽ đảm bảo điều kiện *cân bằng lãi suất bù đắp* (CIP). Điều kiện *cân bằng lãi suất bù đắp* là một công thức mà các ngân hàng (là thành viên chủ yếu tham gia giao dịch *arbitrage* trên thị trường kỳ hạn) sử dụng để tính mức tỷ giá kỳ hạn. Công thức này như sau:

$$F = \frac{(r^F - r^D)S}{(1 + r)} + S \quad (2.14)$$

Trong đó: r^D là lãi suất theo năm ở thị trường trong nước, r^F là lãi suất theo năm ở nước ngoài. F là tỷ giá kỳ hạn một năm. Trong trường hợp tính tỷ giá kỳ hạn theo tháng, quý, nửa năm thì lãi suất trong nước và nước ngoài trong công thức 2.14 cần thay đổi từ lãi suất năm sang lãi suất tháng, quý, nửa năm tương ứng. Bảng 2.7 đưa ra ví dụ về cách chuyển đổi này.

Bảng 2.6 Tỷ giá kỳ hạn theo cách tính CIP

	Tỷ giá USD/GBP	Lãi suất tại Anh	Lãi suất tại Mỹ
Tỷ giá giao ngay	1,9740	14,00	8,125
Kỳ hạn 1 tháng	1,9645	14,00	8,1875
Kỳ hạn 3 tháng	1,9475	13,75	8,1875
Kỳ hạn 6 tháng	1,9249	13,4375	8,125
Kỳ hạn 12 tháng	1,89	13,0	8,1875

Theo điều kiện CIP, tỷ giá kỳ hạn 1 tháng được tính như sau:

$$F = \frac{(0,081875 - 0,14)/12}{(1 + 0,14/12)} 1,9740 + 1,9740 = 1,9645$$

Tỷ giá kỳ hạn 3 tháng được tính như sau:

$$F = \frac{(0,081875 - 0,1375)/4}{(1 + 0,1375/4)} 1,9740 + 1,9740 = 1,9475$$

Tỷ giá kỳ hạn 6 tháng được tính như sau:

$$F = \frac{(0,08125 - 0,134375)/2}{(1 + 0,134375/2)} 1,9740 + 1,9740 = 1,9249$$

Tỷ giá kỳ hạn 12 tháng được tính như sau:

$$F = \frac{(0,081875 - 0,13)/1}{(1 + 0,13/1)} 1,9740 + 1,9740 = 1,89$$

Ý nghĩa của CIP được thể hiện rõ qua ví dụ đơn giản sau: giả sử lãi suất 3 tháng của Mỹ là 5% và của Anh là 10%, tỷ giá giao ngay giữa GBP và USD là 2 USD/1 GBP, theo công thức 2.14, tỷ giá kỳ hạn 3 tháng giữa GBP và USD sẽ bằng:

$$F = \frac{(0,0125 - 0,025)2}{1,025} + 2 = 1,9756$$

Tỷ giá kỳ hạn 3 tháng được sử dụng để tính kỳ hạn gia tăng/khấu trừ như sau:

$$\frac{F - S}{S} = \frac{1,9756 - 2}{2} \times 100 = -1,22$$

Như vậy, tỷ giá kỳ hạn 3 tháng là kỳ hạn khấu trừ với tỷ lệ hàng năm là 4,88% (tương đương với $1,22 \times 4$).

Trong trường hợp tỷ giá kỳ hạn 3 tháng khác với mức tỷ giá như tính toán theo công thức trên, thay vì 1,9756 tỷ giá kỳ hạn 3 tháng trên thị trường là 1,99 USD/1 GBP. Trong trường hợp này, một nhà đầu tư người Mỹ với 100 USD có thể gửi tiết kiệm số tiền đó để được hưởng cả gốc và lãi sau 3 tháng là 101,25 USD. Thay vì gửi tiền vào ngân hàng, nhà đầu tư này có thể dùng USD để mua GBP tại mức tỷ giá giao ngay để có được 50 GBP và ký hợp đồng bán GBP tại tỷ giá kỳ hạn 3 tháng. Với 50 GBP mua được, nhà đầu tư này có thể gửi vào ngân hàng nước Anh để được hưởng mức lãi suất cao hơn ở Mỹ. Sau 3 tháng, số tiền cả gốc lẫn lãi thu về từ ngân hàng là 51,25 GBP, số tiền đó được bán ra theo hợp đồng kỳ hạn 3 tháng tại mức tỷ giá 1,99 USD/1 GBP thu được 101,99 USD. Như vậy, do mức tỷ giá kỳ hạn cao hơn mức tính theo CIP, một nhà đầu tư Mỹ sẽ mua GBP tại mức tỷ giá giao ngay và bán GBP tại mức tỷ giá kỳ hạn để được hưởng một khoản chênh lệch là 0,74 cent. Nếu như nhiều nhà đầu tư khác cũng làm như vậy thì tỷ giá giao ngay sẽ tăng, trong khi tỷ giá kỳ hạn giảm cho đến khi không còn có khả năng khai thác được lợi nhuận thông qua giao dịch *arbitrage* như vậy nữa. Nói tóm lại, tại mức tỷ giá giao ngay là 2 USD/1 GBP, với lãi suất trong và ngoài nước được cho như trên thì mức tỷ giá kỳ hạn phải là 1,9756 USD/1 GBP. Tại mức tỷ giá này, thu nhập của nhà đầu tư mua lựa chọn cách mua GBP tại tỷ giá giao ngay, bán GBP tại tỷ giá kỳ hạn 3 tháng sẽ là $1,9756 \times 51,25 = 101,25$ USD, đúng bằng với thu nhập có thể thu được nếu nhà đầu tư này chỉ đơn giản sử dụng số tiền ban đầu của mình mang gửi tiết kiệm tại ngân hàng Mỹ để được hưởng lãi suất.

Trong công thức (2.14) ở trên, do mẫu số là $(1 + r)$ thường có giá trị gần bằng 1 nên CIP còn có thể biểu diễn dưới dạng gần đúng là:

$$\frac{F - S}{S} \approx r^f - r^D \quad (2.15)$$

Căn cứ vào công thức CIP gần đúng, có thể phát biểu rằng, nếu lãi suất trong nước cao hơn lãi suất nước ngoài thì đồng nội tệ sẽ ở điểm kỳ hạn khấu trừ với tỷ lệ khấu trừ tương đương với phần trăm chênh lệch lãi suất. Còn trong trường hợp nếu lãi suất trong nước thấp hơn lãi suất nước ngoài thì đồng nội tệ sẽ ở điểm kỳ hạn gia tăng với tỷ lệ gia tăng tương đương với phần trăm chênh lệch lãi suất.

5.1.3. Các nhà đầu cơ

Nhà đầu cơ là các thành viên tham gia vào thị trường kỳ hạn, chấp nhận rủi ro tỷ giá với mục tiêu khai thác lợi nhuận. Nhà đầu cơ tham gia vào giao dịch kỳ hạn với hy vọng rằng, tỷ giá giao ngay vào thời điểm thanh toán giao dịch kỳ hạn sẽ khác với mức tỷ giá kỳ hạn đã mua/bán trước đây. Giả sử một nhà đầu cơ có số tiền là 100 GBP, mức tỷ giá kỳ hạn 3 tháng là 2,05 USD/GBP. Vì tin tưởng rằng, tỷ giá giao ngay vào thời điểm 3 tháng sau sẽ là 1,90 USD/GBP, nhà đầu cơ mua USD tại mức tỷ giá kỳ hạn để chắc chắn sau 3 tháng sẽ thu được 205 USD. Sau khi kết thúc kỳ hạn 3 tháng, nhà đầu cơ này sử dụng số USD để mua lại GBP với tỷ giá giao ngay khi đó là 1,90 USD/GBP để thu được 107,89 GBP. Như vậy, với sự tham gia vào thị trường kỳ hạn, nhà đầu cơ được hưởng một khoản lợi nhuận là 7,89 GBP trong thời gian 3 tháng. Lê dĩ nhiên, trong ví dụ ở trên, dự đoán của nhà đầu cơ về tỷ giá giao ngay sau 3 tháng có thể không đúng. Thay vì tỷ giá là 1,90 USD/GBP, mức tỷ giá giao ngay sau 3 tháng có thể là 2,10 USD/GBP, lớn hơn tỷ giá kỳ hạn 2,05 USD/GBP. Trong trường hợp đó, nhà đầu cơ này sẽ chịu lỗ số tiền 2,38 GBP.

Trong thực tế hoạt động, các nhà đầu cơ trên thị trường kỳ hạn được phân loại thành hai nhóm: *gấu* và *bò* phụ thuộc vào dự đoán của nhà đầu cơ về xu hướng biến động của giá cả. Nếu một nhà đầu cơ dự đoán rằng, đồng GBP sẽ tăng giá trong thời gian tới thì phản ứng tiếp theo sẽ là mua GBP trên thị trường (có thể tại mức tỷ giá giao ngay hoặc kỳ hạn) với hy vọng sẽ bán được GBP với giá cao hơn trong thời gian tới. Trong trường hợp này, nhà đầu cơ được gọi là *bò*. Ngược lại, một nhà đầu cơ được gọi là *gấu* khi cho rằng, giá của một đồng tiền nào đó trên thị trường ngoại hối sẽ giảm, vì vậy, tìm cách bán đồng tiền đó sau đó sẽ mua lại đồng tiền này trong tương lai với hy vọng thu về một số tiền lớn hơn.

5.2. Cung cầu và tỷ giá kỳ hạn trên thị trường kỳ hạn

Tỷ giá kỳ hạn sẽ được quyết định bởi tác động qua lại giữa các thành viên tham gia vào thị trường. Để thị trường kỳ hạn cân bằng thì một điều kiện nhất thiết phải được thoả mãn là khối lượng tiền tệ trong các hợp đồng bán kỳ hạn cũng đúng bằng khối lượng tiền tệ của các hợp đồng mua kỳ hạn. Như vậy:

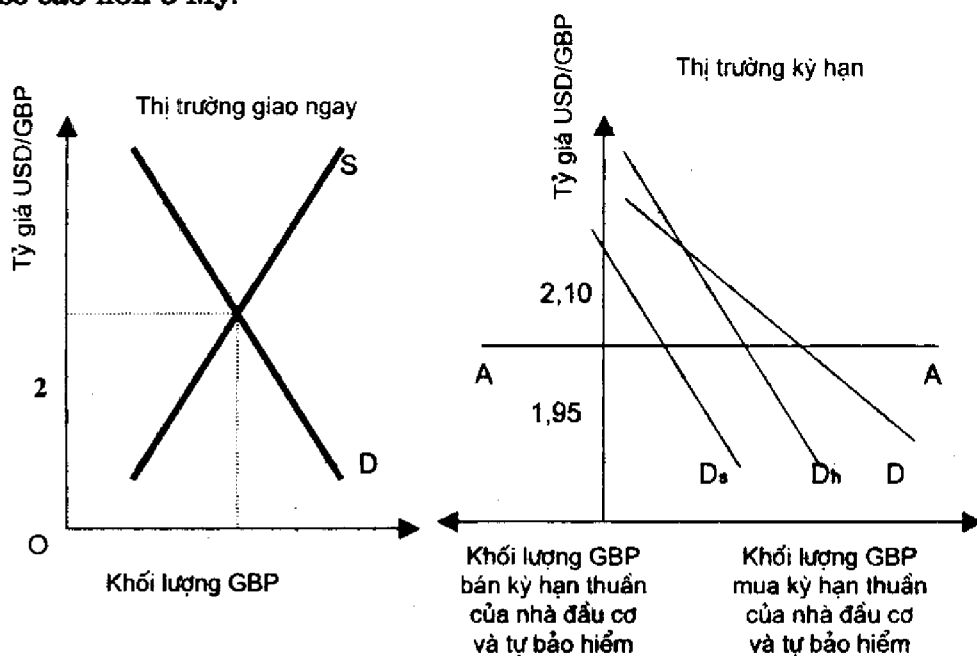
$$NDH + NDA + NDS = 0$$

Trong đó: *NDH* là khối lượng cầu *thuần* (lượng cầu - lượng cung) của những thành viên tự bảo hiểm; *NDA* là khối lượng cầu *thuần* của những thành viên *arbitrage*; *NDS* là khối lượng cầu *thuần* của những nhà đầu cơ.

Tỷ giá kỳ hạn được xác định trên cơ sở quan hệ cung cầu về ngoại tệ trên thị trường giao dịch kỳ hạn. Cách xác định tỷ giá kỳ hạn trong mối quan hệ với tỷ giá giao ngay được thể hiện trong Hình 2.5 dưới đây.

Hình 2.5a minh họa cân bằng cung cầu ngoại hối trên thị trường giao ngay. Mức tỷ giá cân bằng là 2 USD/1 GBP. Hình 2.5b minh họa cung cầu *thuần* trên thị trường kỳ hạn. Đường nằm ngang AA thể hiện tỷ giá kỳ hạn thoả mãn điều kiện CIP. Căn cứ vào phân tích về CIP ở phần trên, đường AA chính là đường phản ánh

cung và cầu về ngoại hối kỳ hạn của các thành viên *arbitrage* với mức chênh lệch lãi suất trong quốc tế và trong nước nhất định. Vì tỷ giá kỳ hạn được xác định trong Hình 2.5b thấp hơn tỷ giá giao ngay, đồng bảng Anh đang ở điểm kỳ hạn khấu trừ. Theo điều kiện CIP, khi GBP đang ở điểm kỳ hạn khấu trừ thì lãi suất ở Anh sẽ cao hơn ở Mỹ.



Hình 2.5a. Tỷ giá trên thị trường giao ngay

Hình 2.5b Cung cầu và tỷ giá trên thị trường kỳ hạn

Đường D_h là đường cầu thuần của những người tự bảo hiểm trên thị trường kỳ hạn. Đường D_h có độ dốc từ trên xuống, từ trái sang thể hiện khi GBP phá giá (tỷ giá USD/GBP giảm), khối lượng cầu thuần về GBP của những thành viên tự bảo hiểm trên thị trường kỳ hạn sẽ tăng.

Đường D_s là đường cầu thuần của những nhà đầu cơ trên thị trường kỳ hạn, cắt trục tung tại điểm với mức tỷ giá tương ứng là 2.10 USD/GBP. Tại mức tỷ giá này, các nhà đầu cơ không mua thêm cũng không bán thêm ngoại tệ trên thị trường. Với mức tỷ

giá kỳ hạn cao hơn 2,10, các nhà đầu cơ sẽ là những người bán GBP ra thị trường. Tại mức tỷ giá kỳ hạn thấp hơn 2,10, các nhà đầu cơ sẽ trở thành những người mua GBP trên thị trường kỳ hạn. Đường *D* là đường tổng hợp cầu thuận của những thành viên tự bảo hiểm và các nhà đầu cơ. *D* cắt đường *AA* tại điểm tương ứng với mức tỷ giá 1,95 USD/GBP, tại mức tỷ giá này, cầu thuận của các nhà tự bảo hiểm và đầu cơ đúng bằng cầu thuận các thành viên *arbitrage*. Khi đó, khối lượng mua thuận của các nhà đầu cơ và tự bảo hiểm sẽ bằng khối lượng bán thuận của các thành viên giao dịch *arbitrage*.

Cần lưu ý rằng, các nhà đầu cơ xuất hiện cả trên thị trường giao dịch ngay và thị trường kỳ hạn. Nếu những nhà đầu cơ cho rằng, tỷ giá giao ngay của một đồng tiền nào đó đang bị đánh giá cao thì họ sẽ bán đồng tiền đó tại mức tỷ giá giao ngay, dẫn đến đồng tiền bị phá giá trên thị trường giao ngay. Trong trường hợp lãi suất vẫn không thay đổi thì tỷ giá kỳ hạn sẽ phá giá cùng với tỷ giá giao ngay để đảm bảo điều kiện CIP. Tương tự như vậy, nếu các nhà đầu cơ cho rằng tỷ giá kỳ hạn của một đồng tiền cho thấy đồng tiền đó đang bị đánh giá cao thì họ sẽ bán đồng tiền đó tại mức tỷ giá kỳ hạn, dẫn đến đồng tiền đó bị phá giá trên thị trường kỳ hạn. Trong điều kiện lãi suất vẫn không thay đổi, để đảm bảo cân bằng CIP (thông qua các thành viên giao dịch *arbitrage*), tỷ giá giao ngay cũng phá giá. Như vậy, giao dịch *arbitrage* là yếu tố duy trì liên hệ giữa tỷ giá giao ngay và tỷ giá kỳ hạn. Liên hệ giữa tỷ giá kỳ hạn và giao ngay được duy trì thông qua giao dịch *arbitrage* để đảm bảo điều kiện CIP được thoả mãn.

6. KẾT LUẬN

Các phân tích ở trên đã đưa ra bức tranh khái quát về tỷ giá và thị trường ngoại hối. Phần này tổng kết một số điểm quan trọng sau đây:

- Có nhiều cách định nghĩa khác nhau về tỷ giá và nhiều loại tỷ giá khác nhau. Khi nghiên cứu về tỷ giá và các vấn đề liên quan, cần xác định rõ định nghĩa nào về tỷ giá được áp dụng. Tỷ giá danh nghĩa không phản ánh được sức cạnh tranh quốc tế hàng hoá của một nước. Trong thực tế, tỷ giá thực và tỷ giá hiệu lực thường được sử dụng để so sánh sức cạnh tranh về hàng hoá của các quốc gia.
- Trong mô hình giản đơn về xác định tỷ giá giao ngay trên thị trường ngoại hối, phạm vi của bài này mới chỉ đề cập đến cung và cầu về ngoại hối có nguồn gốc từ hoạt động trao đổi thương mại quốc tế. Mặc dù thương mại quốc tế là một nhân tố rất quan trọng, ảnh hưởng đến sự biến động của tỷ giá, nhưng trong thực tế, giao dịch hàng ngày trên các thị trường ngoại hối, một phần chủ yếu các giá trị giao dịch lại gắn với các quyết định mua bán tài sản, đầu tư tài chính. Mô hình này cung cấp một mối quan hệ giản đơn giữa thị trường hàng hoá và thị trường ngoại hối, nhưng ảnh hưởng của những nhân tố phức tạp trên thị trường hàng hoá đối với tỷ giá không được xem xét một cách cụ thể.
- PPP là một lý thuyết giản đơn nhưng có vai trò quan trọng trong hệ thống lý thuyết về hành vi tỷ giá trong hệ thống tỷ giá hối đoái thả nổi. Nền tảng của PPP là quy luật một giá được đảm bảo nhờ giao dịch *arbitrage* trên thị trường hàng hoá. Cũng giống như mô hình giản đơn về tỷ giá giao ngay ở phần trên, PPP cũng không đề cập đến ảnh hưởng của các quyết định đầu tư tài chính đối với tỷ giá hối đoái trên thị trường. Vấn đề này sẽ được giải quyết trong các bài sau.

- Tỷ giá kỳ hạn có mối quan hệ chặt chẽ với tỷ giá giao ngay thông qua điều kiện *cân bằng lãi suất bù đắp* - CIP. Điều kiện CIP cung cấp mối liên hệ đơn giản giữa thị trường tiền tệ và thị trường ngoại hối thông qua chênh lệch lãi suất trong nước và nước ngoài. Yếu tố đảm bảo điều kiện CIP có thể được thoả mãn, giống như quy luật một giá trong lý thuyết PPP vẫn là giao dịch *arbitrage*.
- Bài này mới chỉ tập trung vào thị trường ngoại hối. Trong thực tế, thị trường ngoại hối có mối quan hệ chặt chẽ với thị trường tiền tệ (là thị trường tín dụng ngắn hạn). Điều kiện CIP là một sự thể hiện mối quan hệ chặt chẽ này. Các bài sau sẽ tiếp tục phân tích mối quan hệ giữa thị trường ngoại hối và thị trường tiền tệ.

Các thuật ngữ cơ bản

Bù kỳ hạn	Forward premium
Cung ngoại tệ/Cầu ngoại tệ	Foreign exchange supply/demand
Cân bằng lãi suất bù đắp	Covered interest parity - CIP
Cân bằng lãi suất không bù đắp	Uncovered interest parity – UIP
Đầu cơ/Thành viên đầu cơ	Speculation/speculator
Giao dịch ngay/Giao dịch kỳ hạn	Spot transaction/forward transaction
Hàng hoá mậu dịch/Hàng hoá phi mậu dịch	Tradables/Non-tradables
Khấu trừ kỳ hạn	Forward discount
Môi giới ngoại hối	Broker
Ngang giá sức mua	Purchasing power parity (PPP)
Thị trường ngoại hối giao ngay	Spot foreign exchange market
Thị trường ngoại hối kỳ hạn	Forward foreign exchange market
Tỷ giá danh nghĩa	Nominal exchange rate
Tỷ giá thực	Real exchange rate
Tỷ giá hiệu lực	Effective exchange rate
Tỷ giá giao ngay/Tỷ giá kỳ hạn	Spot rate/forward rate
Tự bảo hiểm/Thành viên tự bảo hiểm	Hedge/Hedger
Quy luật một giá	Law of one price
Rổ ngoại tệ	Currency basket

Câu hỏi ôn tập

1. Trình bày các khái niệm tỷ giá? Tỷ giá nào phản ánh được sức cạnh tranh quốc tế của hàng hoá một nước?
2. Giải thích giao dịch arbitrage? Giao dịch arbitrage có ảnh hưởng như thế nào đến thị trường ngoại hối?
3. Xây dựng mô hình giản đơn về tỷ giá giao ngay? Đưa ra các giả định quan trọng của mô hình này?
4. Trình bày lý thuyết ngang giá sức mua? Lý thuyết này có giải thích được hành vi tỷ giá trong thực tế hay không?
5. Phân tích mối quan hệ giữa giao dịch arbitrage và lý thuyết ngang giá sức mua?
6. Xác định tỷ giá kỳ hạn bằng sơ đồ cung cầu ngoại tệ trên thị trường kỳ hạn và thị trường giao ngay?
7. Tỷ giá kỳ hạn và tỷ giá giao ngay có quan hệ như thế nào? Ý nghĩa của điều kiện cân bằng lãi suất bù đắp?

Tài liệu tham khảo

Keith Pilbeam (1992), *International Finance*, Macmillan, London.

Học viện Ngân hàng (1998), *Tài chính quốc tế*, NXB Thống kê.

Nguyễn Văn Tiến (1999), *Cẩm nang thị trường ngoại hối và các giao dịch kinh doanh ngoại hối*, NXB Thống kê.

BÀI 3

CÁN CÂN THANH TOÁN

1. GIỚI THIỆU

Bài 3 giới thiệu khái niệm cán cân thanh toán và phương pháp phân tích tác động của các chính sách chính phủ nhằm cải thiện cán cân thanh toán. Bài học này sẽ phân tích những vấn đề cơ bản về cán cân thanh toán, từ đó đưa ra những quan điểm tiếp cận khác nhau nhằm phân tích ảnh hưởng của các chính sách liên quan tới cán cân thanh toán. Trước hết, chúng ta sẽ xem xét những thành phần cơ bản của cán cân thanh toán cùng những phương pháp ghi chép thống kê cán cân thanh toán. Trên cơ sở những hiểu biết cơ bản, phần tiếp theo sẽ phân tích ưu điểm và hạn chế của quan điểm tiếp cận thu nhập quốc dân, quan điểm tiếp cận cơ giãn và quan điểm tiếp cận chỉ tiêu. Các quan điểm tiếp cận này là nền tảng lý thuyết để phân tích tác động của các chính sách vĩ mô, đặc biệt là chính sách phá giá nội tệ tới cán cân thanh toán và các biến kinh tế khác trong Bài 4.

Trong các bài trước, khái niệm cán cân thanh toán được trình bày một cách chung chung. Bài 1 đã đề cập đến cán cân thanh toán ở mức độ đơn giản, phân biệt giữa tình trạng mất cân bằng nhất thời và mất cân bằng cơ bản của cán cân thanh toán. Những khái niệm này được đề cập trong khi phân tích quá trình vận hành của Hệ thống Bretton Woods. Dưới hệ thống này, cán cân thanh toán mất cân bằng đồng nghĩa với giãn ròng trong dự trữ quốc gia chính thức bằng vàng và ngoại hối hay tăng ròng khoản vay chính thức của ngân hàng trung ương.

Bài 2, trong phần giới thiệu về thị trường ngoại hối giao ngay cũng đề cập tới khái niệm cán cân thanh toán. Mô hình đơn giản trong bài đã giả định rằng các giao dịch ngoại hối chỉ xuất phát

từ những giao dịch hàng hoá và dịch vụ, vì vậy, dư cung nội tệ xuất hiện đồng nghĩa với kim ngạch mua hàng hoá và dịch vụ lớn hơn kim ngạch bán (thâm hụt cán cân vãng lai). Có thể nói, Bài 2 đã đồng nhất khái niệm cán cân thanh toán và khái niệm cán cân vãng lai. Trong khi đó, thực chất khái niệm cán cân vãng lai hoàn toàn khác khái niệm thanh toán chính thức và cũng không đồng nghĩa với khái niệm cán cân thanh toán.

Phần 2 của bài sẽ xem xét các khái niệm cán cân thanh toán nhằm mục đích trả lời hai vấn đề:

- *Sự khác nhau trong các khái niệm cán cân thanh toán?*
- *Khái niệm nào chính xác, quan trọng và hữu dụng nhất?*

Tuy nhiên, không thể tìm thấy một câu trả lời thoả đáng cho câu hỏi thứ hai: khái niệm cán cân thanh toán nào chính xác, quan trọng và hữu dụng nhất. Như sẽ phân tích trong phần 2, mỗi trường hợp cụ thể sẽ sử dụng một khái niệm cán cân thanh toán cụ thể. Ví dụ, nhiều nước chỉ tập trung vào cán cân vãng lai và vì vậy, các chính sách cán cân thanh toán của chính phủ các quốc gia này chủ yếu nhằm giảm thâm hụt cán cân vãng lai thông qua tăng kim ngạch xuất khẩu và giảm kim ngạch nhập khẩu. Trong những phần sau của Bài 3 cũng chỉ quan tâm đến các chính sách điều chỉnh cán cân vãng lai. Những bài sau sẽ đề cập đến khái niệm cán cân thanh toán rộng hơn. Phần 3, 4 và 5 của bài sẽ tập trung vào câu hỏi:

Có thể sử dụng công cụ nào để phân tích và đánh giá ảnh hưởng của các chính sách nhằm giảm thâm hụt (hoặc tăng thặng dư) cán cân vãng lai trong cán cân thanh toán?

Ba phần tiếp theo sẽ giới thiệu ba quan điểm tiếp cận với các công cụ chủ yếu đã được sử dụng để điều chỉnh cán cân vãng lai trong suốt ba thập kỷ qua. Phần 3 giới thiệu các công cụ phân tích thông qua quan điểm tiếp cận thu nhập quốc dân. Phần 4 sử dụng khái niệm độ co giãn cầu trong quan điểm tiếp cận co giãn.

Phần 5 hợp nhất hai quan điểm tiếp cận trên và xây dựng lên quan điểm tiếp cận chi tiêu.

2. ĐO LƯỜNG CÁN CÂN THANH TOÁN

"Cán cân thanh toán của một quốc gia là bản ghi chép các giao dịch giữa công dân nước đó và công dân các nước khác trong một khoảng thời gian nhất định (thường là một năm)" (Pilbeam, 1992, trang 33-34). Khi thống kê cán cân thanh toán, cần lưu ý sự khác biệt giữa khái niệm công dân và khái niệm cư dân. Khái niệm cư dân của một nước trong thống kê cán cân thanh toán bao gồm tất cả các cá nhân, hộ gia đình, hãng và các tổ chức công cộng có thời gian cư trú tại nước đó trên 1 năm. Như vậy, một công ty xuyên quốc gia có thể được thống kê là đơn vị cư trú trong cán cân thanh toán của nhiều quốc gia. Khi thống kê cán cân thanh toán, chi nhánh của một công ty xuyên quốc gia thuộc sở hữu của công dân nước công ty có trụ sở chính lại được thống kê là đơn vị kinh tế cư trú tại nước chi nhánh nếu chi nhánh đó đã hoạt động tại đó trong khoảng thời gian từ 1 năm trở nên. Ngoài ra, một vấn đề hay gây nhầm lẫn khi hiểu về cán cân thanh toán là thống kê các tổ chức quốc tế như Quỹ tiền tệ quốc tế, Ngân hàng thế giới hay Liên hiệp quốc. Đối với các nước, đại diện của các tổ chức này luôn được xem như cư dân nước ngoài khi thống kê cán cân thanh toán của một nước mặc dù các văn phòng đại diện này thực sự cư trú tại nước đó. Ví dụ, mặc dù IMF có trụ sở chính tại New York nhưng phần đóng góp của chính phủ Mỹ vào IMF được các nhà thống kê Mỹ tính như khoản chuyển giao cho người nước ngoài. Người du lịch sẽ được thống kê là người nước ngoài khi họ cư trú tại nước thống kê ít hơn một năm. Một giao dịch được tính là giao dịch quốc tế và tính vào cán cân thanh toán khi giao dịch đó diễn ra giữa cư dân quốc gia đang thống kê và cư dân nước ngoài. Các giao dịch giữa các cư dân trong cùng một quốc gia không được tính vào cán cân thanh toán, mặc dù những cư dân này có thể là công dân của nhiều quốc gia khác nhau.

Từ khái niệm trên có thể hình thành ba cách giải thích có mối quan hệ qua lại về cân cân thanh toán:

- Cân cân thanh toán là ghi chép kế toán tất cả các giao dịch với nước ngoài;
- Cân cân thanh toán là ghi chép kế toán bao gồm tập hợp các tài khoản khác nhau ghi lại các giao dịch với nước ngoài;
- Cân cân thanh toán là cân bằng kinh tế phản ánh các hành vi kinh tế vĩ mô của cả nền kinh tế;

Phần tiếp theo sẽ cho thấy, mặc dù đây là ba cách định nghĩa khác nhau về cân cân thanh toán, nhưng ba cách định nghĩa này lại có quan hệ chặt chẽ với nhau.

2.1. Cân cân thanh toán là ghi chép kế toán tất cả các giao dịch với nước ngoài

Với cách giải thích này, cân cân thanh toán có thể định nghĩa là ghi chép kế toán tất cả các giao dịch hàng hoá, dịch vụ và tài sản tài chính như trái khoán, cổ phiếu và các giao dịch ngân hàng giữa cư dân trong và ngoài nước. Thông thường, các số liệu cân cân thanh toán được thống kê bằng nội tệ. Tuy nhiên, rõ ràng không thể thu thập được số liệu tất cả các giao dịch. Các nhà thống kê cân cân thanh toán thường thu thập thông tin thông qua cơ quan hải quan, các điều tra về số lượng và chi tiêu của khách du lịch; số liệu về các dòng vốn lưu chuyển giữa các ngân hàng, các quỹ hưu trí, các công ty xuyên quốc gia và các dòng vốn đầu tư ra và vào nội địa. Các khoản chi tiêu chính phủ được thu thập từ các cơ quan chính phủ ở địa phương và các văn phòng chính phủ. Mặc dù số liệu cân cân thanh toán được thu thập bằng các phương pháp và kỹ thuật mẫu đáng tin cậy, nhưng do nguồn cung cấp thông tin quá đa dạng nên số liệu thống kê cuối cùng chỉ là con số ước tính về giá trị cân cân thanh toán thực. Mỗi chính phủ thường có cơ quan riêng nhằm thực hiện công tác thống kê liên quan tới cân cân thanh toán. Cơ quan chịu trách

thống kê liên quan tới cán cân thanh toán. Cơ quan chịu trách nhiệm này ở Mỹ là Phòng Thương mại Mỹ và cơ quan này tại Anh là Phòng Thương mại và Công nghiệp. Không có mẫu và phương pháp thống nhất để thống kê cán cân thanh toán, mỗi quốc gia có phương pháp đo lường và trình bày cán cân thanh toán khác nhau. Tuy nhiên, IMF đã tập hợp những hướng dẫn thống kê cán cân thanh toán và ban hành trong ấn bản *Sổ tay thống kê cán cân thanh toán*. Thêm vào đó, IMF cũng sử dụng một phương pháp chuẩn cho phép so sánh giữa các quốc gia nhằm thống kê và xuất bản số liệu về cán cân thanh toán của các nước thành viên trong hai ấn bản mang tên *Niên giám Thống kê cán cân thanh toán* và *Thống kê tài chính quốc tế*.

Khi đo lường cán cân thanh toán, phải lưu ý rằng xuất phát từ nguyên tắc ghi sổ kép nên theo quan điểm kế toán, cán cân thanh toán luôn cân bằng. Mỗi giao dịch giữa cư dân trong nước với cư dân nước ngoài đều có hai phía, một bên nhận và một bên trả và cả hai phía đều được thể hiện trên cán cân thanh toán. Mỗi khoản nhận được từ cư dân nước ngoài được ghi có (giá trị dương trong cán cân thanh toán) và mỗi khoản cư dân nội địa phải trả cư dân nước ngoài được ghi nợ (mang giá trị âm trong cán cân thanh toán). Cuối cùng, tổng khoản nhận được phải bằng tổng khoản phải trả. Với nguyên tắc này, cán cân thanh toán luôn cân bằng. Bảng 3.1 là một ví dụ về kết cấu cán cân thanh toán.

Tuy nhiên, một câu hỏi đặt ra là *tại sao một số nước có thặng dư còn một số nước khác lại phải chịu thâm hụt cán cân thanh toán*. Câu trả lời có thể tìm thấy trong giải thích thứ hai về cán cân thanh toán dưới đây.

2.2. Cán cân thanh toán là tập hợp các hạng mục/tài khoản khác nhau

Có thể nói, cán cân thanh toán bao gồm tập hợp nhiều hạng mục/tài khoản nhỏ khác nhau. Mỗi hạng mục ghi lại cùng một

loại các giao dịch với nước ngoài. Cán cân thanh toán có thể bao gồm các hạng mục sau:

- *Cán cân thương mại:* Cán cân thương mại (còn được gọi là cán cân hữu hình) đo lường chênh lệch giữa doanh thu xuất khẩu và chi tiêu nhập khẩu hàng hoá (những hàng hoá này thường được vận chuyển qua biên giới quốc gia). Trong cán cân thanh toán, doanh thu xuất khẩu được ghi có và chi tiêu nhập khẩu được ghi nợ. Cán cân thương mại thặng dư nghĩa là quốc gia đó thu nhập từ xuất khẩu nhiều hơn chi tiêu cho nhập khẩu.
- *Cán cân/tài khoản vãng lai:* Cán cân vãng lai là tổng của cán cân thương mại hữu hình và cán cân thương mại vô hình. Cán cân thương mại vô hình là chênh lệch giữa doanh thu xuất khẩu và chi tiêu nhập khẩu dịch vụ như vận chuyển, du lịch, bảo hiểm và ngân hàng. Thêm vào đó, thu nhập và chi trả lãi suất, cổ tức và lợi nhuận đều được ghi vào cán cân thương mại vô hình. Thu nhập được xem là thưởng đầu tư ra nước ngoài và chi tiêu là trả thưởng đầu tư cho các nhà đầu tư nước ngoài đã đầu tư vào trong nước, vì vậy, doanh thu và chi trả dịch vụ cung cấp vốn cũng được xem như xuất khẩu và nhập khẩu dịch vụ.

Một khoản khác cũng được ghi trong cán cân vô hình là các khoản chuyển nhượng không có đối ứng như tiền gửi của người lao động ở nước ngoài gửi về cho gia đình, lương hưu trả cho cư dân nước ngoài, viện trợ nước ngoài... Chuyển nhượng không có đối ứng là phân phối lại thu nhập giữa cư dân nội địa và nước ngoài. Chuyển nhượng không có đối ứng trả cho người nước ngoài làm giảm thu nhập của nội địa nên được ghi nợ và chuyển nhượng không có đối ứng nhận được từ nước ngoài làm tăng thu nhập nội địa nên được ghi có.

Bảng 3.1: Cán cân thanh toán

<i>Cán cân vãng lai</i>			
(1)	Xuất khẩu hàng hoá	+200	
(2)	Nhập khẩu hàng hoá	-150	
(3)	Cân bằng cán cân thương mại	+50	dòng (1) + (2)
(4)	Xuất khẩu dịch vụ	+120	
(5)	Nhập khẩu dịch vụ	-160	
(6)	Thu lãi suất, lợi nhuận và cổ tức	+15	
(7)	Trả lãi suất, lợi nhuận và cổ tức	-10	
(8)	Nhận chuyển khoản đơn phương	+30	
(9)	Trả chuyển khoản đơn phương	-20	
(10)	Cân bằng cán cân vãng lai	+25	tổng từ dòng (3) đến dòng (9)
<i>Cán cân vốn</i>			
(11)	Đầu tư ra nước ngoài	-35	} tăng sở hữu tài sản nước ngoài hay giảm nợ nước ngoài
(12)	Cho vay ngắn hạn	-60	
(13)	Cho vay trung và dài hạn	-90	
(14)	Đầu tư nước ngoài	+70	} giảm sở hữu tài sản nước ngoài hay tăng nợ nước ngoài
(15)	Vay ngắn hạn	+40	
(16)	Vay trung và dài hạn	+30	
(17)	Cân bằng cán cân vốn	-45	Tổng từ dòng (11) tới dòng (16):
(18)	Sai số thống kê	+5	
(19)	Số dư tài khoản vãng lai và tài khoản vốn	-15	$0 - [(10) + (17) + (20) + (21)]$ $(10) + (17) + (18)$
(20)	Tăng (-), giảm (+) dự trữ	+10	
(21)	Vay (+) và trả (-) IMF	+5	

- **Cán cân/tài khoản vốn:** Cán cân vốn ghi chép các dòng vốn ra và vào quốc gia. Vốn chuyển vào quốc gia bao gồm nguồn vay nợ, bán tài sản nước ngoài hay đầu tư của người nước ngoài vào trong nước được ghi có trong cán cân thanh toán. Thực chất, dòng vốn vào làm giảm sở hữu tài sản ở nước ngoài của cư dân trong nước hay tăng khoản nợ nước ngoài. Các khoản vay nước ngoài được ghi có trong cán cân thanh toán vì vay nước ngoài có thể được coi như là xuất khẩu một khoản nợ (IOU), đầu tư của người nước ngoài vào trong nước là xuất

khẩu trái phiếu hoặc cổ phiếu và bán tài sản nước ngoài là xuất khẩu tài sản đó cho người nước ngoài. Dòng vốn ra bao gồm các khoản cho vay, mua tài sản nước ngoài và mua tài sản nội địa do người nước ngoài sở hữu và được ghi nợ trong cán cân thanh toán. Dòng vốn ra làm tăng sở hữu tài sản nước ngoài của cư dân trong nước và làm giảm nợ nước ngoài, vì vậy được xem như nhập khẩu một khoản nợ (IOU) từ người nước ngoài.

Các khoản mục trong cán cân vốn thường được phân loại trên cơ sở nguồn xuất phát từ lĩnh vực công cộng hay tư nhân và thuộc loại ngắn, trung hay dài hạn. Tổng dòng vốn vào và dòng vốn ra phản ánh tổng giá trị đầu tư và di chuyển vốn trong tài khoản vốn.

- *Số dư tài khoản vãng lai và tài khoản vốn:* Về mặt nguyên lý, tổng tất cả các khoản ghi trên cán cân vãng lai, cán cân vốn và dự trữ chính thức (được giải thích dưới đây) phải bằng không, nhưng trong thực tế, đôi khi những sai sót thống kê làm cho tổng này không cân bằng. Để đảm bảo cán cân thanh toán luôn cân bằng phải tính đến những sai sót khi thống kê khoản nợ và có trong cán cân thanh toán. Có nhiều lý do gây sai số trong thống kê. Nguyên nhân chính là khó có thể theo dõi tất cả các giao dịch giữa cư dân trong và ngoài nước. Nhiều báo cáo thống kê được tính toán dựa trên những mẫu ước lượng do nhiều nguồn cung cấp nên không thể tránh khỏi những sai sót. Một nguyên nhân khác, vì mục tiêu trốn thuế nên nhiều giao dịch bị ghi dưới giá trị thực. Một số công ty gian lận thương mại bằng cách ghi hoá đơn dưới giá trị khi xuất khẩu và/hoặc trên giá trị khi nhập khẩu nhằm giảm lợi nhuận trên sổ sách để trốn thuế. Một nguyên nhân khác là xuất phát từ độ trễ trong giao dịch. Mặc dù cán cân thanh toán đã ghi chép giao dịch giữa cư dân trong và ngoài nước, nhưng chỉ có hàng hoá được chuyển quyền sở hữu trong khi

tiền được thanh toán chậm hơn. Vì hai quan chịu trách nhiệm theo dõi dòng hàng hoá vào ra và ngân hàng chịu trách nhiệm chuyển tiền nên thời gian trễ có thể làm hai mặt của giao dịch không được ghi cùng thời kỳ gây chênh lệch trong cán cân thanh toán.

Tổng cán cân vãng lai, cán cân vốn và chênh lệch thống kê tạo nên số dư tài khoản vãng lai và tài khoản vốn. Cán bằng tài khoản này phản ánh nguồn tiền sẵn có để bổ sung quỹ dự trữ quốc gia hoặc khoản tiền sẵn có có thể trả cho người nước ngoài.

- *Dự trữ chính thức:* Ngân hàng trung ương thường dự trữ khoản ngoại hối nhất định nhằm điều chỉnh tỷ giá khi tỷ giá có nguy cơ biến động ngoài mong muốn. Khi số dư tài khoản vãng lai và tài khoản vốn là âm thì ngân hàng trung ương phải rút từ quỹ dự trữ ngoại hối, vay ngân hàng trung ương nước ngoài hoặc IMF để bù đắp (ghi dấu dương trong tài khoản). Và ngược lại, khi số dư tài khoản vãng lai và tài khoản vốn là dương thì ngân hàng trung ương có nguồn để tăng dự trữ, trả nợ nước ngoài hoặc trả nợ IMF (ghi dấu âm trong cán cân thanh toán).

Thực tế, việc ghi dấu âm khi tăng dự trữ và ghi dấu dương khi giảm dự trữ thường làm cho người nghiên cứu về cán cân thanh toán khó hiểu. Để đơn giản và dễ hiểu, hãy xem tăng dự trữ là khi ngân hàng trung ương phải mua ngoại tệ do nội tệ được đánh giá quá cao, nghĩa là các tài khoản khác trong cán cân thanh toán đang thặng dư nên phải ghi dấu âm đối với phần dự trữ tăng lên để đảm bảo cán cân thanh toán cân bằng. Tương tự, khi giảm dự trữ lại ghi dấu dương vì ngân hàng trung ương phải bán ngoại tệ để hỗ trợ nội tệ đang mất giá. Khi đó, tất cả các tài khoản khác trong cán cân thanh toán đang thâm hụt nên cần ghi dương khoản dự trữ giảm để đảm bảo cán cân thanh toán cân bằng.

Để hiểu rõ hơn về thống kê cán cân thanh toán, hãy xem xét ví dụ về năm dạng giao dịch cơ bản giữa cư dân trong và ngoài nước:

1. Trao đổi hàng hoá dịch vụ và thanh toán bằng tiền;
2. Trao đổi hàng hoá dịch vụ thanh toán bằng hàng hoá dịch vụ khác (giao dịch đối lưu);
3. Trao đổi tài sản tài chính thanh toán bằng tài sản tài chính;
4. Chuyển nhượng không có đối ứng hàng hoá và dịch vụ (vì mục tiêu quân sự hoặc viện trợ);
5. Chuyển nhượng không có đối ứng tài sản tài chính (như khi lao động gửi tiền về cho người thân ở nước ngoài, hay quà tặng bằng tiền).

Bảng 3.2 trình bày cách thức ghi kép các giao dịch trong cán cân thanh toán của Mỹ và Anh với giả thiết tỷ giá giữa bảng Anh và đôla Mỹ là 2/1. Trong Bảng 3.2, tất cả các khoản có đều đi kèm với một khoản nợ tương ứng nên tổng các tài khoản luôn cân bằng. Tuy nhiên, cán cân thanh toán luôn cân bằng không có nghĩa là tất cả các cán cân thành phần đều phải trong trạng thái cân bằng. Ví dụ, cán cân vãng lai có thể thâm hụt trong khi cán cân vốn thặng dư. Khi xem xét khái niệm thặng dư hay thâm hụt các nhà kinh tế luôn phân biệt các khoản giao dịch tự định và khoản giao dịch điều chỉnh. Các tài khoản giao dịch tự định ghi các giao dịch độc lập với cán cân thanh toán, trong khi các tài khoản giao dịch điều chỉnh ghi chép các giao dịch để bù đắp cho chênh lệch của giao dịch tự định. Cán cân thanh toán thặng dư có nghĩa là khoản thu tự định lớn hơn trả tự định và khi cán cân thanh toán thâm hụt nghĩa là khoản trả tự định lớn hơn thu tự định:

Thu tự định > trả tự định = thặng dư

Thu tự định < trả tự định = thâm hụt

Bảng 3.2: Ví dụ về thống kê cán cân thanh toán

Ví dụ 1: Nhà xuất khẩu Mỹ xuất khẩu \$100 triệu hàng hoá cho một nhà nhập khẩu Anh. Nhà nhập khẩu Anh thanh toán bằng cách chuyển tiền từ tài khoản của anh ta tại ngân hàng Mỹ.

Cán cân thanh toán Mỹ		Cán cân thanh toán Anh	
<i>Cán cân vãng lai</i>		<i>Cán cân vãng lai</i>	
Xuất khẩu hàng hoá	+\$100 tr	Nhập khẩu hàng hoá	-50 tr. bằng
<i>Cán cân vốn</i>		<i>Cán cân vãng lai</i>	
Giảm nợ của ngân hàng Mỹ đối với cư dân Anh	-\$100 tr	Giảm tiền trên tài khoản của người Anh tại ngân hàng Mỹ	+50 tr. bằng

Ví dụ 2: Nhà xuất khẩu Mỹ xuất khẩu \$100 triệu hàng hoá cho một nhà nhập khẩu Anh. Nhà nhập khẩu Anh thanh toán bằng \$100 triệu dịch vụ.

Cán cân thanh toán Mỹ		Cán cân thanh toán Anh	
<i>Cán cân vãng lai</i>		<i>Cán cân vãng lai</i>	
Xuất khẩu hàng hoá	+\$100 tr	Xuất khẩu dịch vụ	+50 tr. bằng
Nhập khẩu dịch vụ	-\$100 tr	Nhập khẩu hàng hoá	-50 tr. bằng

Ví dụ 3: Nhà đầu tư Mỹ quyết định mua trái phiếu kho. bạc Anh trị giá 500 bảng và thanh toán bằng cách chuyển tiền từ tài khoản của anh ta tại ngân hàng Mỹ đồng thời chuyển (ghi có) vào tài khoản kho bạc Anh tại New York.

Cán cân thanh toán Mỹ		Cán cân thanh toán Anh	
<i>Cán cân vốn</i>		<i>Cán cân vốn</i>	
Tăng sở hữu trái phiếu kho bạc Anh	-\$1000	Tăng nợ trái phiếu đối với công dân Mỹ	+500 bảng
Tăng nợ của ngân hàng Mỹ	+\$1000	Tăng tiền gửi tại ngân hàng Mỹ	-500 bảng

Ví dụ 4: Chính phủ Mỹ tặng cho một tổ chức từ thiện Anh hàng hoá giá trị 10 triệu bảng Anh.

Cán cân thanh toán Mỹ		Cán cân thanh toán Anh	
<i>Cán cân vãng lai</i>		<i>Cán cân vãng lai</i>	
Xuất khẩu	+\$20 tr	Nhập khẩu	-10 tr. bằng
Đơn trả	-\$20 tr	Đơn nhận	+10 tr. bằng

Ví dụ 5: Mỹ trả lãi suất, lợi nhuận và cổ tức cho nhà đầu tư Anh \$50 triệu và ghi nợ vào tài khoản ngân hàng Mỹ đồng thời ghi có vào tài khoản của cư dân Anh tại Mỹ.

Cán cân thanh toán Mỹ		Cán cân thanh toán Anh	
<i>Cán cân vãng lai</i>		<i>Cán cân vãng lai</i>	
Trả lãi suất, lợi nhuận và cổ tức	-\$50 tr	Nhận lãi suất, lợi nhuận và cổ tức	+25 tr. bằng
<i>Cán cân vốn</i>		<i>Cán cân vốn</i>	
Tăng nợ ngân hàng Mỹ	+\$50 tr	Tăng tiền gửi tại ngân hàng Mỹ	-25 tr. bằng

Tuy nhiên, vấn đề là ở chỗ tài khoản nào được xếp thuộc tài khoản tự định và tài khoản nào được xếp thuộc tài khoản điều chỉnh. Bất đồng trong quan điểm về vấn đề này dẫn đến xác định tình trạng cán cân thanh toán (thâm hụt hay thặng dư) không đồng nhất. Khó khăn trong xác định tính tự định hay điều chỉnh của giao dịch xuất phát từ thực tế khó có thể xác định chính xác động cơ của giao dịch. Ví dụ, nếu dòng vốn ngắn hạn đầu tư vào thị trường nội địa do lãi suất nội địa cao hơn lãi suất nước ngoài thì khi đó dòng vốn ngắn hạn thuộc loại tự định. Tuy nhiên, nếu dòng vốn ngắn hạn đó được vay để tài trợ cho hoạt động nhập khẩu thì được xếp vào tài khoản điều chỉnh. Khó khăn trong việc xác định tính tự định hay điều chỉnh của giao dịch làm nảy sinh các khái niệm khác nhau về mất cân bằng cán cân thanh toán.

2.3. Cán cân thanh toán phản ánh hành vi của nền kinh tế

Cán cân thương mại và cán cân vãng lai

Hai cán cân này thu hút nhiều sự chú ý nhất của công luận vì tại các nước phát triển, số liệu ước tính của hai tài khoản này được công bố hàng tháng. Vì cán cân vãng lai bao gồm cả cán cân thương mại vô hình và hữu hình nên công luận chú ý nhiều hơn cán cân thương mại. Lý do của sự chú ý tới tình trạng thặng dư hay thâm hụt của cán cân vãng lai là khi cán cân vãng lai thặng dư, nghĩa là quốc gia đó tăng thu nhập từ nước ngoài trong khi thâm hụt nghĩa là quốc gia đó đang giảm thu nhập từ nước ngoài. Hơn thế nữa, trong lý thuyết phân tích nền kinh tế mở, tình trạng cán cân vãng lai có ảnh hưởng rất lớn. Thay đổi tình trạng cán cân vãng lai tác động rất lớn tới tỷ giá thực, lạm phát và tăng trưởng kinh tế nội địa và nước ngoài.

Cán cân cơ sở

Cán cân cơ sở bằng cán cân vãng lai cộng với cân bằng dòng vốn dài hạn. Trong những năm 1950 và 1960, thời kỳ hoàng kim của chế độ tỷ giá cố định, cán cân cơ sở được xem là yếu tố quan trọng quyết định sự ổn định của cán cân thanh toán. Các nhà kinh tế cho rằng, thay đổi cán cân cơ sở chắc chắn sẽ dẫn đến thay đổi cùng chiều trong cán cân thanh toán. Các yếu tố biến động hơn

như dòng vốn ngắn hạn và thay đổi trong dự trữ chính thức được xếp dưới đường kẻ (trong thống kê cán cân thanh toán, sau mỗi cán cân nhỏ, các nhà thống kê thường kẻ một dòng kẻ để thể hiện rằng cán cân này được tính bằng tổng của các khoản trên dòng kẻ). Mặc dù cán cân cơ sở xấu đi là dấu hiệu xấu đi của cả nền kinh tế, nhưng không có nghĩa cán cân cơ sở thâm hụt là hoàn toàn xấu. Ví dụ, khi một nước bị thâm hụt cán cân vãng lai và một dòng vốn dài hạn lớn chảy ra nước ngoài thì chắc chắn cán cân cơ sở thâm hụt nặng nề. Tuy nhiên, dòng vốn ra này sẽ thu được lợi nhuận, cổ tức và lãi suất trong tương lai và vì vậy sẽ tạo thặng dư cán cân vãng lai.

Bảng 3.3: Tóm tắt các khái niệm cơ bản trong cán cân thanh toán

Cán cân thương mại	
+ Xuất khẩu hàng hoá	
- Nhập khẩu hàng hoá	
= Cán cân thương mại	
Cán cân vãng lai	
Cán cân thương mại	
+ Xuất khẩu dịch vụ	
+ Thu lãi suất, cổ tức và lợi nhuận	
+ Thu chuyển nhượng không có đối ứng	
- Nhập khẩu dịch vụ	
- Trả lãi suất, cổ tức và lợi nhuận	
- Trả chuyển nhượng không có đối ứng	
= Cân bằng cán cân vãng lai	
Cán cân cơ sở	
Cán cân vãng lai	
+ Cân bằng cán cân vốn dài hạn	
= Cán cân cơ sở	
Cán cân thanh toán chính thức	
Cán cân cơ sở	
+ Cân bằng cán cân vốn ngắn hạn	
+ Chênh lệch thống kê	
= Cán cân thanh toán	

Tương tự, thặng dư cán cân cơ sở không phải luôn là dấu hiệu tốt. Một nước có thặng dư cán cân vãng lai do dòng vốn dài hạn chảy vào lớn, tạo thặng dư cán cân cơ sở sẽ xảy ra hai trường hợp. Có thể cho rằng vì quốc gia này có thể vay dài hạn, có nghĩa là nhà đầu tư nước ngoài tin tưởng vào nền kinh tế nội địa. Một cách giải thích khác, có thể cho rằng thặng dư cán cân cơ sở gây ra vấn đề nghiêm trọng cho nền kinh tế nội địa vì nền kinh tế này phải đối mặt với những khoản trả nợ nước ngoài lớn trong tương lai, bao gồm cả tiền nợ gốc, lãi suất, lợi nhuận và cổ tức, chính bản thân những khoản này sẽ gây thâm hụt cán cân vãng lai trong tương lai.

Một vấn đề liên quan tới cán cân cơ sở là phân loại dòng vốn ngắn và dài hạn. Dòng vốn dài hạn thường được xem là vốn có thời kỳ đáo hạn lớn hơn 12 tháng. Tuy nhiên, rất nhiều dòng và dạng vốn dài hạn có thể dễ dàng chuyển sang vốn ngắn hạn. Ngoài ra, các dòng vốn được xác định là ngắn hạn hay dài hạn trên cơ sở thời gian đáo hạn ban đầu. Nếu sau 4 năm 6 tháng, nhà đầu tư Anh bán trái phiếu kho bạc Mỹ có thời kỳ đáo hạn là 5 năm cho một nhà đầu tư Mỹ khác thì giao dịch bán này được xem là giao dịch vốn dài hạn mặc dù trái phiếu này chỉ còn 6 tháng sẽ đáo hạn.

Quan điểm thanh toán

Quan điểm thanh toán tập trung vào các động thái của các cơ quan tiền tệ nhằm bù đắp thâm hụt cán cân vốn và cán cân vãng lai. Theo quan điểm thanh toán, các tài khoản tự định là các tài khoản tạo nên số dư tài khoản vãng lai và tài khoản vốn, tài khoản điều chỉnh là tài khoản ghi các giao dịch do cơ quan tiền tệ phải tiến hành nhằm cân bằng cán cân thanh toán. Các giao dịch trong cán cân vãng lai và cán cân vốn do các hộ gia đình, hãng, cơ quan chính phủ trung ương và địa phương thực hiện được xếp vào các giao dịch tự định. Nếu số dư tài khoản vãng lai và tài khoản vốn âm, nước đó có thể xem là bị thâm hụt, vì vậy, ngân hàng trung ương phải rút từ quỹ dự trữ, vay từ nước ngoài,

hoặc vay IMF để tài trợ cho các giao dịch. Một điểm cần lưu ý là, nếu một quốc gia dùng đồng tiền của mình làm tài sản dự trữ thì có thể có số dư tài khoản vãng lai và tài khoản vốn thâm hụt, nhưng không làm thay đổi nguồn dự trữ hay vay từ IMF. Khi đó, ngân hàng trung ương nước ngoài có thể triệt tiêu dư cung nội tệ bằng cách mua nội tệ của nước đó và đưa vào quỹ dự trữ của họ. Đây là ví dụ điển hình đối với Cục dự trữ liên bang Mỹ. Thâm hụt cán cân vãng lai, cán cân vốn của Mỹ có thể tài trợ bằng cách tăng dự trữ bằng USD của ngân hàng trung ương nước ngoài.

Quan điểm thanh toán về tình trạng thâm hụt hay thặng dư của cán cân thanh toán không có hiệu lực trong chế độ tỷ giá thả nổi như trong chế độ tỷ giá cố định. Khi tỷ giá được thả nổi hoàn toàn, dự trữ chính thức có xu hướng giảm cho đến 0 vì ngân hàng trung ương không phải mua hoặc bán nội tệ để can thiệp vào thị trường ngoại hối. Nếu cung nội tệ lớn hơn cầu nội tệ thì nội tệ sẽ bị phá giá, nếu cung nhỏ hơn cầu thì nội tệ có xu hướng nâng giá. Tuy nhiên, dưới chế độ tỷ giá cố định, quan điểm thanh toán hết sức quan trọng vì nó xác định áp lực phá giá hay nâng giá, ảnh hưởng tới quyết định chính sách của ngân hàng trung ương. Dưới chế độ tỷ giá cố định, quốc gia bị thâm hụt số dư tài khoản vãng lai và tài khoản vốn sẽ chịu áp lực phá giá do dư cung nội tệ nên họ sẽ bán ngoại hối trong quỹ dự trữ và thu lại nội tệ. Cần lưu ý rằng, trong trường hợp này, quan điểm thanh toán đã bỏ qua khả năng chính phủ có thể sử dụng nhiều công cụ khác để tác động tới tỷ giá như kiểm soát vốn và lãi suất chiết khấu.

Những phân tích ở trên chỉ ra rằng, có rất nhiều khái niệm khác nhau về sự mất cân bằng cán cân thanh toán. Việc lựa chọn khái niệm nào phụ thuộc vào chế độ tỷ giá và mục tiêu cụ thể của từng phân tích. Mỗi khái niệm đều chứa đựng những thông tin khác nhau và cung cấp những dấu hiệu quan trọng khác nhau phản ánh hoạt động vĩ mô của nền kinh tế mở. Trong ngắn hạn, rõ ràng cán cân vãng lai và cán cân thương mại thu hút sự quan tâm lớn nhất của các nhà lập chính sách.

Bên cạnh đó, khi phân tích cán cân thanh toán cần lưu ý tới yếu tố thời gian. Thâm hụt hiện tại chưa hẳn đã là kết quả xấu nếu đảm bảo thặng dư trong tương lai. Trên quan điểm này, cũng cần quan tâm tới cơ cấu hàng hoá nhập khẩu trong cán cân thanh toán. Nếu hàng tiêu dùng chiếm tỷ trọng lớn trong kim ngạch nhập khẩu thì đây có thể là một dấu hiệu không tốt, nhưng nếu máy móc và nguyên liệu nhập khẩu chiếm tỷ trọng lớn thì cơ cấu này có thể đảm bảo thúc đẩy xuất khẩu trong tương lai, tạo ra thặng dư ngoại tệ bù đắp thâm hụt cán cân thanh toán.

Một vấn đề khác cũng cần quan tâm khi xem xét thặng dư hay thâm hụt là tình trạng tài chính của quốc gia: quốc gia đó đang là con nợ hay chủ nợ. Cán cân vãng lai thâm hụt nghĩa là quốc gia đang chịu thêm gánh nặng nợ. Nếu quốc gia đó đang là chủ nợ thì có khả năng chấp nhận thâm hụt nhưng nếu quốc gia đó đang là con nợ thì thâm hụt cán cân vãng lai sẽ phát sinh nhiều vấn đề nghiêm trọng đối với nền kinh tế.

Cuối cùng, khi phân tích cán cân thanh toán và dự đoán những vấn đề mà nền kinh tế có thể phải đối mặt, cần lưu ý rằng, mọi khái niệm về tình trạng cán cân thanh toán chỉ phản ánh một phần tình trạng nền kinh tế. Nếu quốc gia bị thâm hụt cán cân vãng lai trong tình trạng lạm phát cao và tăng trưởng thấp thì hậu quả của thâm hụt sẽ là vấn đề đáng lo ngại hơn rất nhiều so với khi quốc gia đó đang trong tình trạng tăng trưởng cao và lạm phát thấp.

3. QUAN ĐIỂM TIẾP CẬN THU NHẬP QUỐC DÂN

Quan điểm cho rằng cán cân thanh toán là phản ánh hành vi vĩ mô của nền kinh tế chủ yếu dựa trên những biến lượng hoá cơ bản trong kinh tế học vĩ mô: tổng tiết kiệm và tổng đầu tư. Phần này sẽ nghiên cứu mối quan hệ giữa cán cân thanh toán với thu nhập quốc dân và chi tiêu thông qua các đồng nhất thức trong nền kinh tế mở và các số nhân. Để đơn giản trong quá trình phân

tích từ phần này, khi nhắc đến tài khoản vãng lai, chúng ta bỏ qua các chuyển nhượng không có đối ứng, lãi suất, lợi nhuận và cổ tức nhằm tập trung phân tích xuất nhập khẩu hàng hoá và dịch vụ.

3.1. Các đồng nhất thức trong nền kinh tế mở

Tổng sản phẩm quốc dân trong nền kinh tế mở có kết cấu khác GDP trong nền kinh tế đóng. Thành phần của GDP trong nền kinh tế mở bao gồm thêm một khoản bổ sung vào là doanh thu xuất khẩu hay chi tiêu của người nước ngoài vào hàng hoá sản xuất nội địa và một khoản rõ ràng là chi tiêu nhập khẩu hay chi tiêu của cư dân nội địa vào hàng hoá do nước ngoài sản xuất và giúp tăng thu nhập của người nước ngoài. Đồng nhất thức trong nền kinh tế mở có thể viết như sau:

$$Y = C + I + G + X - M \quad (3.1)$$

Trong đó: Y là thu nhập quốc dân hay GDP, C là chi tiêu nội địa, I là đầu tư nội địa, G là chi tiêu chính phủ, X là doanh thu xuất khẩu và M là chi tiêu nhập khẩu.

Thêm biến về thuế vào vế phải của đồng nhất thức 3.1, chúng ta được:

$$Y_d = C + I + G + X - M - T \quad (3.2)$$

Trong đó: Y_d là thu nhập khả dụng.

Nếu viết tiết kiệm tư nhân dưới dạng $S = Y_d - C$, phương trình 3.2 trở thành:

$$(X - M) = (S - I) + (T - G) \quad (3.3)$$

Cán cân	Tiết kiệm ròng/phi tiết	Thặng dư/ thâm hụt
vãng lai	kiệm của khu vực tư nhân	ngân sách chính phủ

Đồng nhất thức 3.3 cho thấy, thâm hụt cán cân vãng lai là chênh lệch giữa tiết kiệm và đầu tư tư nhân và/hoặc thâm hụt ngân sách chính phủ (nghĩa là chi tiêu chính phủ lớn hơn thu nhập từ thuế).

Như vậy, thâm hụt cán cân vãng lai xuất phát từ thiếu hụt tiết kiệm tư nhân và/hoặc thâm hụt ngân sách chính phủ. Ngoài ra, cũng có thể có tình huống thâm hụt cán cân vãng lai gây ra thiếu hụt tiết kiệm và/hoặc thâm hụt ngân sách chính phủ. Có thể sắp xếp lại đồng nhất thức 3.3 như sau:

$$I + G + X = S + T + M \quad (3.4)$$

Nghĩa là mức thu nhập quốc dân cân bằng được xác định khi tổng các khoản bổ sung vào (các biến bên trái của đồng nhất thức 3.4) bằng tổng các khoản rò rỉ ra (các biến bên phải của đồng nhất thức). (Các khoản bổ sung vào là các biến có thể làm tăng thu nhập quốc dân trong khi các khoản rò rỉ ra là biến làm giảm thu nhập quốc dân).

3.2. Các số nhân trong nền kinh tế mở

J.M. Keynes là nhà kinh tế học đầu tiên đã khởi xướng việc sử dụng các số nhân nhằm phân tích ảnh hưởng khi chi tiêu chính phủ, đầu tư vào sản lượng và việc làm thay đổi. Các giả định căn bản khi sử dụng các số nhân phân tích trong nền kinh tế mở là:

- (i) Giá trong nước, giá nước ngoài, và tỷ giá luôn giữ cố định;
- (ii) Nền kinh tế chưa đạt mức toàn dụng nhân công nghĩa là khi cầu tăng có thể thúc đẩy tăng sản lượng;
- (iii) Chính phủ điều chỉnh cung tiền theo biến động của cầu tiền để đảm bảo lãi suất không đổi. Khi sản lượng tăng dẫn tới tăng cầu tiền trong khi cung tiền được giữ cố định chắc chắn sẽ đẩy lãi suất nội địa tăng. Vì vậy, chính phủ phải thụ động tăng cung tiền để đáp ứng dư cầu tiền, giữ lãi suất không thay đổi. Tăng cung tiền trong trường hợp này không dẫn đến lạm phát vì tăng cung tiền đáp ứng cầu tiền do sản lượng tăng.

Phân tích số nhân được bắt đầu bằng đồng nhất thức:

$$Y = C + I + G + X - M \quad (3.5)$$

Trong đó, giả định chi tiêu chính phủ và xuất khẩu là biến ngoại sinh. Các quyết định chính trị hoàn toàn không ảnh hưởng đến quyết định chi tiêu chính phủ, thu nhập nước ngoài và quyết định chi tiêu của người nước ngoài quyết định cầu xuất khẩu.

Tiêu dùng nội địa có một phần tự định, một phần phụ thuộc vào mức thu nhập quốc dân:

$$C = C_a + cY \quad (3.6)$$

Trong đó, C_a là tiêu dùng tự định (tiêu dùng cố định so với thu nhập. Người tiêu dùng luôn phải chi tiêu những khoản tiền nhất định cho các hàng hoá thiết yếu tại mọi mức thu nhập), c là xu hướng tiêu dùng cận biên, là tỷ lệ tiêu dùng tăng khi thu nhập tăng. Trong mô hình đơn giản tiêu dùng được giả định là hàm tuyến tính của thu nhập, bất cứ khi nào thu nhập tăng đều làm tăng tiêu dùng.

Chi tiêu nhập khẩu cũng được giả định bao gồm phần chi tiêu nhập khẩu tự định và một phần phụ thuộc vào thu nhập nội địa:

$$M = M_a + mY \quad (3.7)$$

Trong đó, M_a là chi tiêu nhập khẩu tự định và m là xu hướng nhập khẩu cận biên, là tỷ lệ tăng chi tiêu nhập khẩu khi thu nhập tăng. Mô hình đơn giản giả định chi tiêu nhập khẩu là hàm dương tuyến tính của thu nhập. Đồng thời, chúng ta cũng giả định rằng giá nội địa cố định nên thu nhập Y chính là thu nhập thực. Thế đồng nhất thức 3.6 và 3.7 vào 3.5, chúng ta được:

$$\begin{aligned} Y &= C_a + cY + I + G + X - M_a - mY \\ \Leftrightarrow (1 - c + m)Y &= C_a + I + G + X - M_a \end{aligned}$$

Vì $(1-c)$ bằng xu hướng tiết kiệm cận biên s , nên:

$$Y = \frac{1}{s + m} (C_a + I + G + X - M_a) \quad (3.8)$$

Lấy vi phân 3.8, ta có:

$$dY = \frac{1}{s+m} (dC_a + dI + dG + dX - dM_a) \quad (3.9)$$

Trên cơ sở đồng nhất thức 3.9, có thể rút ra những số nhân cơ bản trong nền kinh tế mở như sau:

Số nhân chi tiêu chính phủ

Số nhân quan trọng đầu tiên là số nhân chi tiêu chính phủ. Số nhân chi tiêu chính phủ thể hiện mức tăng thu nhập khi chi tiêu chính phủ tăng một mức nhất định:

$$\frac{dY}{dG} = \frac{1}{s+m} > 1 \quad (3.10)$$

Chi tiêu chính phủ tăng có ảnh hưởng tích cực tới thu nhập quốc dân và mức độ tác động của chi tiêu chính phủ tới thu nhập quốc dân phụ thuộc vào xu hướng tiết kiệm cận biên và xu hướng nhập khẩu cận biên. Vì tổng của xu hướng tiết kiệm cận biên và xu hướng nhập khẩu cận biên nhỏ hơn 1, nên khi chi tiêu chính phủ tăng một đơn vị sẽ làm thu nhập quốc dân tăng hơn một đơn vị. Lưu ý rằng, số nhân kinh tế mở nhỏ hơn số nhân kinh tế đóng vì số nhân kinh tế đóng bằng $1/s$. Lý do là mức tăng chi tiêu trong nền kinh tế mở tiêu dùng cả vào hàng hoá nội địa và hàng hoá nhập khẩu và vì vậy làm tăng cả thu nhập nội địa và thu nhập nước ngoài, trong khi tăng chi tiêu trong nền kinh tế đóng chỉ tiêu dùng vào hàng hoá nội địa và vì vậy chỉ làm tăng thu nhập nội địa.

Số nhân ngoại thương hay số nhân xuất khẩu

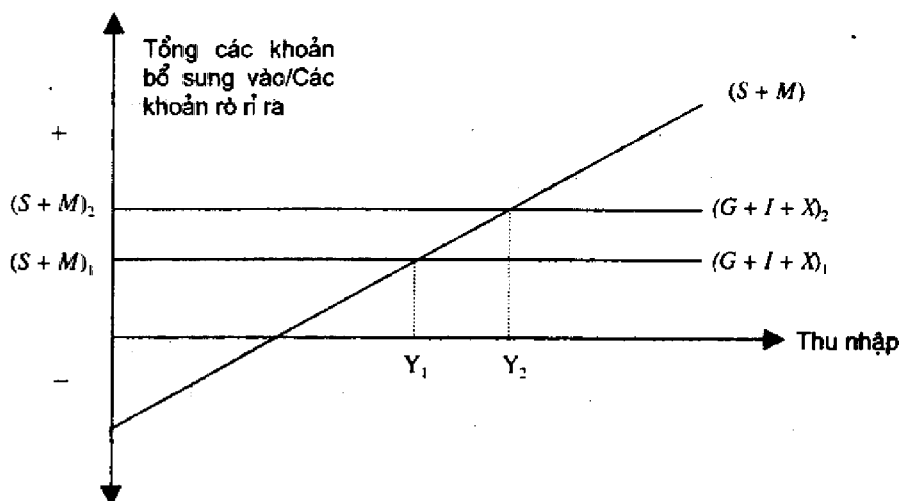
Trong mô hình đơn giản này, số nhân xuất khẩu chính bằng số nhân chi tiêu chính phủ và bằng:

$$\frac{dY}{dX} = \frac{1}{s+m}$$

Trên thực tế, chính phủ có xu hướng tăng phần chi tiêu vào hàng hoá nội địa khi quyết định tăng chi tiêu, vì vậy m trong số nhân chi tiêu chính phủ thường nhỏ hơn m trong số nhân xuất khẩu.

Khi đó, tăng chi tiêu chính phủ tác động mạnh hơn tới tăng thu nhập nội địa hơn là khi xuất khẩu tăng một mức tương tự.

Hình 3.1. Số nhân chi tiêu chính phủ và số nhân ngoại thương



Hình 3.1 thể hiện tác động của tăng chi tiêu chính phủ và tăng xuất khẩu tới thu nhập quốc dân nội địa. Trục tung là tổng các khoản bổ sung vào/ra và trục hoành thể hiện thu nhập quốc dân. Tổng tiết kiệm và nhập khẩu được giả định là hàm tỷ lệ thuận của thu nhập, thể hiện bằng đường các khoản rò rỉ ra dốc lên. Vì tổng xu hướng tiết kiệm cận biên và xu hướng nhập khẩu cận biên nhỏ hơn 1 nên đường này có độ dốc nhỏ hơn độ dốc của đường thẳng 45° đi qua gốc tọa độ. Giả định các các khoản bổ sung vào độc lập với thu nhập nên đường các khoản bổ sung vào là đường thẳng song song với trục hoành. Mức thu nhập cân bằng Y_1 được xác định khi các khoản bổ sung vào (gồm chi tiêu chính phủ, đầu tư và xuất khẩu) bằng các khoản rò rỉ ra (gồm tiết kiệm và nhập khẩu). Khi chi tiêu chính phủ, xuất khẩu hoặc đầu tư tăng sẽ làm đường các khoản bổ sung vào dịch chuyển lên trên từ $(G + I + X)_1$ lên $(G + I + X)_2$ làm tăng thu nhập và từ đó làm tăng

cả tiết kiệm và nhập khẩu, mức tăng thu nhập lớn hơn mức tăng trong các khoản bổ sung vào. Xu hướng tiết kiệm cận biên và xu hướng nhập khẩu cận biên càng nhỏ thì đường các khoản rò rỉ ra càng thoải và mức tăng thu nhập khi các khoản bổ sung vào tăng càng lớn.

Số nhân cân cân bằng lại:

Ảnh hưởng của chi tiêu chính phủ và xuất khẩu tới cân bằng cán cân vãng lai là một vấn đề quan trọng khi phân tích cán cân thanh toán. Xếp xếp lại phương trình 3.5 chúng ta được:

$$Y - C - I - G + M - X = 0$$

Thay vào đồng nhất thức 3.6 và 3.7 khi đó:

$$Y - cY + mY - C_a + M_a - I - G - X = 0$$

Vì: $Y(1 - c + m) = Y(s + m)$, nên:

$$Y(s + m) - C_a + M_a - I - G - X = 0$$

Chia cả hai vế cho $(s + m)$, sau đó nhân với m ta có:

$$mY - \frac{m}{s + m}(C_a - M_a + I + G + X) = 0$$

Thêm $X - M_a$ vào hai vế của đồng nhất thức với $M = M_a + mY$, ta được:

$$\begin{aligned} X - M_a + mY - \frac{m}{s + m}(C_a + M_a + I + G + X) &= X - M_a \\ \Rightarrow X - M_a - \frac{m}{s + m}(C_a + M_a + I + G + X) &= X - (M_a + mY) \\ \Rightarrow X - M_a - \frac{m}{s + m}(C_a + M_a + I + G + X) &= X - M = CA \end{aligned} \quad (3.11)$$

Lấy vi phân 3.11, ta có:

$$dCA = dX - dM_a - \frac{m}{s+m}(dC_a + dM_a + dI + dG + dX) \quad (3.12)$$

Từ đồng nhất thức (3.12) có thể rút ra tác động của tăng chi tiêu chính phủ tới cân cân vãng lai là số nhân cân cân vãng lai như sau:

$$\frac{dCA}{dG} = \frac{-m}{s+m} < 0$$

Như vậy, tăng chi tiêu chính phủ làm giảm thặng dư (hay tăng thâm hụt) cân cân vãng lai vì một phân tăng chi tiêu làm tăng nhập khẩu.

Số nhân tác động của tăng xuất khẩu tới cân cân vãng lai được tính theo công thức:

$$\frac{dCA}{dX} = 1 - \frac{m}{s+m} = \frac{s+m}{s+m} - \frac{m}{s+m} = \frac{s}{s+m} > 0$$

Vì $s/(s+m)$ nhỏ hơn 1 nên tăng xuất khẩu cải thiện cân cân vãng lai một mức nhỏ hơn mức tăng trong xuất khẩu xuất phát từ lý do là một phần thu nhập tăng do tăng xuất khẩu lại được chi tiêu vào hàng hoá nhập khẩu.

Phân tích tác động các chính sách kinh tế vĩ mô đến thu nhập và cân cân thanh toán thông qua các số nhân đơn giản trên đây là một phần quan trọng trong lý thuyết phân tích cân cân thanh toán. Thông qua những phân tích này cũng có thể kết luận được rằng cân cân vãng lai trong cân cân thanh toán là một cân bằng vĩ mô quan trọng trong nền kinh tế mở. Một kết luận khác cũng cần lưu ý là khi phân tích các biến động vĩ mô trong nền kinh tế mở cần chú ý tới biến động kinh tế nước ngoài. Trong phần này khi phân tích số nhân ngoại thương chúng ta đã giả định rằng giá luôn cố định. Phần sau sẽ phân tích ảnh hưởng của phá giá tới cân cân thanh toán khi tương quan giá nội địa và nước ngoài thay đổi trong khi thu nhập và các biến khác cố định.

4. QUAN ĐIỂM TIẾP CẬN CƠ GIẢN

4.1. Quan điểm tiếp cận cơ giản về cân cân thanh toán

Quan điểm tiếp cận cơ giản về cân cân thanh toán phân tích tác động của phá giá tới cân cân vãng lai một quốc gia. Quan điểm này do Alfred Marshall, Abba Lerner khởi xướng và sau đó được Joan Robinson (1937) và Fritz Machlup (1939) phát triển. Quan điểm tiếp cận cơ giản này tập trung vào các điều kiện về cầu thông qua giá định cung hàng nội địa xuất khẩu và hàng hoá nhập khẩu hoàn toàn cơ giản nên thay đổi cầu không làm giá thay đổi. Nói cách khác, vì giá nội địa và nước ngoài đều cố định nên thay đổi tương quan giá chỉ bị ảnh hưởng bởi tỷ giá danh nghĩa. Luận điểm chính của quan điểm tiếp cận cơ giản là phá giá tác động tới cân cân vãng lai theo hai hướng, một hướng làm giảm thâm hụt hướng kia lại đẩy thâm hụt trầm trọng hơn. Có thể viết cân cân vãng lai theo nội tệ như sau:

$$CA = PX_v - SP^*M_v \quad (3.13)$$

trong đó, P là mức giá nội địa, X_v là lượng xuất khẩu nội địa, S là tỷ giá (số lượng đơn vị nội tệ có thể mua được một đơn vị ngoại tệ), P^* là mức giá nước ngoài và M_v là lượng nhập khẩu. Chúng ta đặt mức giá nội địa và nước ngoài bằng 1 thì kim ngạch xuất khẩu (PX_v) sẽ bằng X và kim ngạch nhập khẩu (P^*M_v) sẽ bằng M . Khi đó phương trình (3.13) trở thành:

$$CA = X - SM \quad (3.14)$$

Lấy vi phân phương trình này chúng ta được:

$$dCA = dX - SdM - MdS \quad (3.15)$$

Chia cả hai vế cho mức thay đổi tỷ giá dS :

$$\frac{dCA}{dS} = \frac{dX}{dS} - S \frac{dM}{dS} - M \frac{dS}{dS} \quad (3.16)$$

Phần trăm thay đổi của xuất khẩu so với phần trăm thay đổi của giá chính bằng phần trăm thay đổi của xuất khẩu so với phần trăm thay đổi của tỷ giá và chính bằng độ co giãn của cầu xuất khẩu đối với giá η_x :

$$\begin{aligned}\eta_x &= \frac{dX / X}{dS / S} \\ \Rightarrow dX &= \eta_x \frac{dSX}{S}\end{aligned}\quad (3.17)$$

Phần trăm thay đổi của nhập khẩu so với phần trăm thay đổi của giá chính bằng phần trăm thay đổi của xuất khẩu so với phần trăm thay đổi của tỷ giá và bằng co giãn cầu nhập khẩu đối với giá η_m :

$$\begin{aligned}\eta_m &= - \frac{dM / M}{dS / S} \\ \Rightarrow dM &= \eta_m \frac{dSM}{S}\end{aligned}\quad (3.18)$$

Thay (3.17) và (3.18) vào (3.16), khi đó:

$$\begin{aligned}\frac{dCA}{dS} &= \frac{\eta_x X}{S} + \eta_m M - M \\ \Rightarrow \frac{dCA}{dS} \frac{1}{M} &= \frac{\eta_x X}{SM} + \eta_m - 1\end{aligned}\quad (3.19)$$

Giả định rằng ban đầu cân cán văng lai ở trạng thái cân bằng nghĩa là $X/SM = 1$ khi đó:

$$\frac{dCA}{dS} = M(\eta_x + \eta_m - 1) \quad (3.20)$$

Phương trình (3.20) gọi là *điều kiện Marshall-Lerner*. Điều kiện này cho rằng xuất phát từ điểm cân bằng cán cân văng lai, phá giá chỉ cải thiện cán cân văng lai, nghĩa là làm $dCA/dS > 0$, khi tổng co giãn của cầu nước ngoài đối với hàng hoá xuất khẩu nội địa và co giãn của cầu nội địa đối với hàng hoá nhập khẩu lớn

hơn 1, nghĩa là $(\eta_x + \eta_m) > 1$. Nếu tổng này nhỏ hơn 1 thì phá giá sẽ tác động xấu (làm thâm hụt) cán cân vãng lai.

Bảng 3.2. giải thích cụ thể tác động của phá giá tới cán cân vãng lai thông qua phân tích tình hình trước và sau khi phá giá. Trước khi phá giá tỷ giá giữa GBP/USD = 0.5/1, sau khi phá giá tỷ giá mới là GBP/USD = 0.666/1. Giá một đơn vị xuất khẩu Anh là 1 GBP và một đơn vị xuất khẩu Mỹ là 4 USD.

Qua Bảng 3.2, chúng ta có thể thấy xuất hiện hai chiều hướng tác động khi phá giá (trong phân tích này, GBP là đồng nội tệ).

Bảng 3.4. Phá giá và cán cân thanh toán

<i>Trước khi phá giá, cán cân vãng lai ở tình trạng cân bằng</i>				
<i>Tình huống</i>	<i>Lượng</i>	<i>Giá</i>	<i>Giá trị tính bằng GBP</i>	<i>Giá trị tính bằng USD</i>
Anh xuất khẩu	100	1 GBP	100 GBP	200 USD
Mỹ nhập khẩu	50	4 USD	100 GBP	200 USD
Cán cân vãng lai			0 GBP	0 USD
<i>Trường hợp 1: Phá giá dẫn đến thâm hụt cán cân vãng lai</i>				
Anh xuất khẩu	105	1 GBP	105 GBP	157,5 USD
Mỹ nhập khẩu	45	4 USD	120 GBP	180 USD
Cán cân vãng lai			-15 GBP	-22,5 USD
Độ co giãn tương đối: $\eta_x = 0,05/0,33 = 0,15$; $\eta_m = 0,1/0,33 = 0,3$				
<i>Trường hợp 2: Phá giá không ảnh hưởng đến cán cân vãng lai</i>				
Anh xuất khẩu	120	1 GBP	120 GBP	180 USD
Mỹ nhập khẩu	45	4 USD	120 GBP	180 USD
Cán cân vãng lai			0 GBP	0 USD
Độ co giãn tương đối: $\eta_x = 0,20/0,33 = 0,6$; $\eta_m = 0,1/0,33 = 0,3$				
<i>Trường hợp 3: Phá giá dẫn đến thặng dư cán cân vãng lai</i>				
Anh xuất khẩu	140	1 GBP	140 GBP	210 USD
Mỹ nhập khẩu	45	4 USD	120 GBP	180 USD
Cán cân vãng lai			+20 GBP	+30 USD
Độ co giãn tương đối: $\eta_x = 0,40/0,33 = 1,2$; $\eta_m = 0,1/0,33 = 0,3$				

- **Ảnh hưởng giá cả:** phá giá đồng GBP làm cho hàng hoá xuất khẩu của Anh tính bằng ngoại tệ trở nên rẻ hơn. Trước khi phá giá, một nhà xuất khẩu ở Anh thu được \$2 sau khi phá giá số ngoại tệ thu được từ xuất khẩu một đơn vị hàng hoá là \$1.5. Hàng hoá nhập khẩu vào nước Anh khi tính bằng nội tệ trở nên đắt hơn. Trước khi phá giá mỗi đơn vị hàng hoá nhập khẩu có giá 2 GBP, sau khi phá giá mỗi đơn vị nhập khẩu có giá 2.67 GBP. Ảnh hưởng giá cả có tác động xấu tới cán cân vãng lai của Anh.
- **Ảnh hưởng số lượng:** vì hàng hoá xuất khẩu của Anh trở nên rẻ hơn nên thúc đẩy cầu xuất khẩu và lượng xuất khẩu tăng lên trong khi đó cầu và lượng nhập khẩu giảm xuống. Tác động về lượng rõ ràng cải thiện cán cân vãng lai.

Tác động của phá giá tới cán cân vãng lai phụ thuộc vào độ lớn của ảnh hưởng số lượng và ảnh hưởng giá cả. Trong trường hợp thứ nhất (Bảng 3.4) lượng xuất khẩu tăng và nhập khẩu giảm không đủ để bù đắp chi phí trả thêm cho nhập khẩu do ảnh hưởng giá cả nên cán cân vãng lai không những không được cải thiện mà còn rơi vào tình trạng thâm hụt. Tổng độ co giãn cầu xuất khẩu và cầu nhập khẩu trong trường hợp này là 0.45. Trong trường hợp 2, mức tăng lượng xuất khẩu và giảm lượng nhập khẩu vừa đủ bù đắp mức giảm giá hàng hoá xuất khẩu và tăng giá hàng hoá nhập khẩu nên cán cân vãng lai không thay đổi. Tổng độ co giãn trong trường hợp này là 0.9 (gần tiến tới 1). Trong trường hợp 3, tăng lượng xuất khẩu và giảm lượng nhập khẩu tương đối lớn và có khả năng bù đắp tác động giá nên cán cân vãng lai được cải thiện khi phá giá. Tổng độ co giãn là 1.5 đáp ứng yêu cầu của điều kiện Marshall-Lerner. Gandolfo (1987, trang 104-108) đã đưa vào trong điều kiện cải thiện cán cân vãng lai khi phá giá với độ co giãn cung xuất khẩu và nhập khẩu. Gandolfo cho rằng độ co giãn của cung xuất khẩu và nhập khẩu nhỏ hơn 1 nên yêu cầu về tổng độ co giãn của cầu xuất khẩu và nhập khẩu không quá chặt chẽ như trong điều kiện Marshall-Lerner. Nói cách khác trong điều kiện co giãn của cung xuất

khẩu và nhập khẩu nhỏ hơn 1 cán cân vãng lai vẫn có thể được cải thiện khi tổng co giãn cầu xuất khẩu và nhập khẩu nhỏ hơn 1. Vì khi độ co giãn của cung xuất khẩu và nhập khẩu nhỏ hơn 1 thì tăng cầu xuất khẩu sẽ đẩy giá hàng hoá xuất khẩu tăng từ đó làm tăng kim ngạch xuất khẩu hơn nữa (ảnh hưởng của phá giá không làm giảm thặng dư cán cân thanh toán). Tương tự, giảm cầu nhập khẩu có thể làm giá hàng hoá nhập khẩu tính bằng ngoại tệ và từ đó làm giảm chi tiêu vào hàng hoá nhập khẩu so với phân tích điều kiện Marshall-Lerner.

4.2. Kiểm định thực nghiệm về độ co giãn cầu xuất khẩu và nhập khẩu

Điều kiện Marshall-Lerner khẳng định khả năng phá giá có thể làm tăng thâm hụt cán cân thanh toán. Khẳng định này làm nảy sinh yêu cầu kiểm định thực nghiệm về độ co giãn của cầu xuất khẩu và nhập khẩu. Quan điểm của các nhà kinh tế chia theo hai trường phái. Trường phái "co giãn lạc quan" cho rằng tổng co giãn cầu xuất khẩu và nhập khẩu luôn lớn hơn 1; trong khi trường phái "co giãn bi quan" lại cho rằng tổng độ co giãn này nhỏ hơn 1. Một số nhà kinh tế khác còn cho rằng phá giá tại các nước công nghiệp phát triển có hiệu lực cao hơn tại các nước đang phát triển. Nhiều nước đang phát triển phụ thuộc rất lớn vào nhập khẩu nên độ co giãn cầu nhập khẩu của họ rất nhỏ. Các nước phát triển phải đối mặt với thị trường xuất khẩu cạnh tranh gay gắt nên cầu đối với hàng hoá xuất khẩu của tương đối co giãn so với giá. Vì vậy, theo điều kiện Marshall-Lerner, phá giá có thể là phương thuốc hữu hiệu cho thâm hụt cán cân thanh toán nhiều nước nhưng có thể lại vô dụng khi áp dụng tại nước khác.

Có nhiều vấn đề nảy sinh khi ước lượng độ co giãn xuất khẩu và nhập khẩu. Gylfason (1987) đã sử dụng 10 tình huống nghiên cứu kinh tế lượng trong giai đoạn 1969-1981 và kết luận rằng cả 15 nước công nghiệp và 9 nước đang phát triển trong mẫu nghiên cứu thoả mãn điều kiện Marshall-Lerner. Ông đã ước lượng độ co giãn của cầu xuất khẩu và nhập khẩu trong giai đoạn 2-3 năm.

	Độ co giãn cầu xuất khẩu	Độ co giãn cầu nhập khẩu	Tổng độ co giãn
Nước công nghiệp			
Áo	1,02	1,23	2,25
Bỉ	1,12	1,27	2,39
Canada	0,68	1,28	1,96
Đan Mạch	1,04	0,91	1,95
Pháp	1,28	0,93	2,21
Đức	1,02	0,79	1,81
Ai-len	0,83	0,87	1,70
Italia	1,26	0,78	2,04
Nhật Bản	1,40	0,95	2,35
Hà Lan	1,46	0,74	2,20
Na-uy	0,92	1,19	2,11
Thụy Điển	1,58	0,88	2,46
Thụy Sĩ	1,03	1,13	2,16
Vương quốc Anh	0,86	0,65	1,51
Mỹ	1,19	1,24	2,43
<i>Trung bình</i>	<i>1,11</i>	<i>0,99</i>	<i>2,1</i>
Nước đang phát triển²			
Ac-hen-ti-na	0,6	0,9	1,5
Brazil	0,4	1,7	2,1
Ấn Độ	0,5	2,2	2,7
Kenya	1,0	0,8	1,8
Hàn Quốc	2,5	0,8	3,3
Morocco	0,7	1,0	1,7
Pakistan	1,8	0,8	2,6
Philipin	0,9	2,7	3,6
Thổ Nhĩ Kỳ	1,4	2,7	4,1
<i>Trung bình</i>	<i>1,1</i>	<i>1,5</i>	<i>2,6</i>

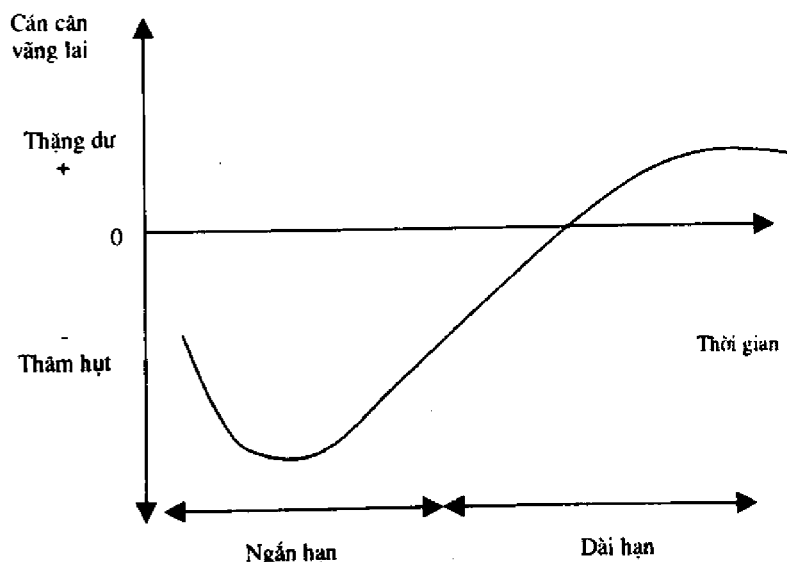
Các độ co giãn ước lượng trên đây là độ co giãn của giai đoạn 2-3 năm. Các kết quả này dựa trên những nghiên cứu khác nhau. Các nghiên cứu khác nhau có thể có kết quả khác nhau tùy thuộc vào giai đoạn ước lượng, phương pháp kinh tế lượng sử dụng và các dữ liệu dùng để ước lượng.

Nguồn: T. Gylfason, "Does Exchange Rate Policy Matter", Tạp chí Kinh tế châu Âu số 30 (1987) trang 377

Bảng 3.3 chỉ ra rằng phá giá cải thiện cán cân vãng lai trong giai đoạn 2-3 năm nhưng cũng không phủ nhận rằng trong ngắn hạn cán cân vãng lai có thể bị thâm hụt. Một nghiên cứu khác của Artus và Knight (1984) đã khẳng định rằng trong giai đoạn ngắn 6 tháng độ co giãn cầu xuất khẩu và nhập khẩu rất nhỏ và không thể đáp ứng điều kiện Marshall-Lerner.

Một kết luận được nhiều nhà kinh tế đồng tình là độ co giãn cầu xuất khẩu và nhập khẩu trong ngắn hạn nhỏ hơn trong dài hạn và vì vậy điều kiện Marshall-Lerner có thể không được thoả mãn trong ngắn hạn nhưng lại được thoả mãn trong dài hạn. Goldstein và Kahn (1985) đưa ra kết luận rằng độ co giãn cầu xuất khẩu và nhập khẩu trong dài hạn (giai đoạn 2-3 năm) lớn hơn gần gấp hai lần độ co giãn cầu xuất khẩu và nhập khẩu trong ngắn hạn (giai đoạn 0-6 tháng). Hơn thế nữa, tổng hai độ co giãn này trong ngắn hạn thường nhỏ hơn 1 trong khi trong dài hạn tổng này thường lớn hơn 1. Những kết luận này đã giải thích cho hiện tượng vẫn được gọi là *ảnh hưởng đường chữ J* trong Hình 3.2.

Hình 3.2. Ảnh hưởng đường chữ J



Ý tưởng chủ yếu của ảnh hưởng đường chữ J là trong ngắn hạn lượng xuất khẩu và nhập khẩu thay đổi không lớn nên sau khi phá giá, ảnh hưởng giá cả làm cho kim ngạch xuất khẩu giảm trong khi chi tiêu nhập khẩu tăng dẫn đến cán cân vãng lai vẫn thâm hụt. Tuy nhiên, sau một thời gian nhất định, lượng xuất khẩu bắt đầu tăng và lượng nhập khẩu bắt đầu giảm. Khi đó ảnh hưởng số lượng bắt đầu phát huy dẫn đến cán cân vãng lai được cải thiện và chuyển dần sang trạng thái thặng dư. Câu hỏi đặt ra là liệu mức cải thiện cán cân vãng lai sau một thời gian nhất định đó có lớn hơn mức thâm hụt trong ngắn hạn để có thể kết luận phá giá cải thiện cán cân vãng lai không?

Có nhiều lý do giải thích sự chuyển biến chậm của lượng xuất khẩu và nhập khẩu trong ngắn hạn và sự cải thiện trong dài hạn. Có ba lý do chính sau:

- **Người tiêu dùng phản ứng chậm (*Độ trễ trong phản ứng của người tiêu dùng*):** Cả người tiêu dùng ở nước phá giá và người tiêu dùng nước ngoài đều cần một thời gian nhất định để thay đổi thói quen tiêu dùng. Người tiêu dùng ở nước phá giá cần thời gian để chuyển từ tiêu dùng hàng hoá nhập khẩu sang hàng hoá sản xuất trong nước. Bên cạnh yếu tố giá, họ cần xem xét độ tin cậy và uy tín của sản phẩm nội địa. Người tiêu dùng nước ngoài cần thời gian để chuyển từ tiêu dùng hàng hoá nội địa sang tiêu dùng hàng hoá xuất khẩu với giá rẻ hơn từ nước phá giá.
- **Người sản xuất phản ứng chậm (*Độ trễ trong phản ứng của người sản xuất*):** Mặc dầu phá giá nâng cao sức cạnh tranh của hàng hoá xuất khẩu nhưng người sản xuất trong nước cần có thời gian để mở rộng sản xuất đáp ứng nhu cầu hàng hoá xuất khẩu. Thêm vào đó, các đơn đặt hàng nhập khẩu đặt trước khi phá giá không thể đình chỉ hay huỷ bỏ sau khi phá giá, đặc biệt là các đơn đặt nguyên vật liệu và các yếu tố đầu vào khác. Ví dụ, một đơn đặt hàng Boeing có thể phải thực hiện trong 5 năm và Hãng hàng không Anh Quốc không thể huỷ bỏ hợp

đồng chỉ vì đồng GBP phá giá. Hơn thế nữa, nhiều hợp đồng nhập khẩu được tự bảo hiểm trên thị trường kỳ hạn nên không bị ảnh hưởng của phá giá.

- **Cạnh tranh không hoàn hảo:** Phá giá làm giảm sức cạnh tranh của hàng hoá nhập khẩu nên nhà xuất khẩu nước ngoài có thể giảm giá hàng hoá xuất khẩu nhằm giữ thị trường. Vì vậy, mức tăng giá hàng hoá nhập khẩu do phá giá có thể không cao như phân tích. Tương tự, nhà sản xuất nước ngoài có thể cạnh tranh bằng cách giảm giá hàng hoá bán trên thị trường nước ngoài từ đó hạn chế lượng xuất khẩu từ nước phá giá. Cạnh tranh không hoàn hảo đảm bảo mức lợi nhuận cận biên nhất định cho nhà sản xuất nước ngoài nên họ có thể giảm mức lợi nhuận này để cạnh tranh với các nhà sản xuất nước phá giá. Nếu nhà sản xuất nước ngoài kinh doanh trong môi trường cạnh tranh tương đối cao với mức lợi nhuận cận biên không đáng kể thì khả năng giảm giá để cạnh tranh với hàng hoá nước phá giá giảm.

Thêm vào đó, phá giá không có nghĩa là giá nội địa hoàn toàn cố định. Nhiều nhà sản xuất hàng hoá xuất khẩu sử dụng các yếu tố đầu vào nhập khẩu nên phá giá có thể làm tăng chi phí nguyên vật liệu, tăng chi phí nhân công do lạm phát từ đó làm tăng tổng chi phí sản xuất, tăng giá thành một đơn vị sản phẩm. Cuối cùng, giá hàng hoá xuất khẩu có thể tăng theo làm giảm tính cạnh tranh do phá giá.

Mặc dù quan điểm tiếp cận cơ giản đã chỉ ra và phân tích những tác động trực tiếp của phá giá tới cán cân vãng lai nhưng quan điểm tiếp cận này còn có nhiều hạn chế.

Thứ nhất, quan điểm tiếp cận cơ giản không đề cập đến những tác động gián tiếp của phá giá. Phá giá làm cho hàng hoá nhập khẩu trở nên tương đối đắt và hàng hoá xuất khẩu trở nên tương đối rẻ. Như vậy, phá giá đã làm giảm tỷ lệ thương mại (là tỷ lệ giữa

giá hàng hoá xuất khẩu và giá hàng hoá nhập khẩu. Tỷ lệ này thể hiện số lượng hàng hoá xuất khẩu phải bỏ ra để mua được một đơn vị hàng hoá nhập khẩu đồng thời thể hiện tính cạnh tranh của hàng hoá xuất khẩu của nước đó) từ đó làm giảm thu nhập thực của cư dân nước phá giá. Mức thu nhập thực giảm có thể tiếp tục làm giảm cầu nhập khẩu (vì xu hướng nhập khẩu cận biên là dương và nhập khẩu là hàm tỷ lệ thuận với thu nhập). Quan điểm tiếp cận co giãn không xem xét tới tác động này.

Thứ hai, quan điểm tiếp cận co giãn chỉ tập trung vào cán cân vãng lai (cân bằng bên ngoài của nền kinh tế) mà không quan tâm tới vấn đề trọng tâm của mọi lý thuyết kinh tế vĩ mô : cân bằng trong của nền kinh tế, liệu nền kinh tế có đạt mức toàn dụng nhân công hay đang thất nghiệp. Trong khi tình trạng cân bằng trong của nền kinh tế ảnh hưởng lớn đến sự thành công của phá giá thì quan điểm tiếp cận co giãn lại bỏ qua vấn đề này.

Thứ ba, tập trung phân tích tác động xuất phát từ tỷ giá không phải là công cụ hữu hiệu để phân tích ảnh hưởng của các chính sách cán cân thanh toán khác. Ví dụ, không thể sử dụng phân tích thông qua tỷ giá để phân tích tác động của chính sách kiểm soát nhập khẩu trực tiếp, tác động của chính sách thắt chặt tiền tệ/tài khoá tới cán cân vãng lai.

Những hạn chế của quan điểm tiếp cận co giãn này được cải thiện trong quan điểm tiếp cận chi tiêu được phát triển vào những năm 50 và 60. Quan điểm tiếp cận chi tiêu là một trong những công cụ hữu dụng nhất để phân tích các ảnh hưởng chính sách tới cán cân vãng lai. Quan điểm tiếp cận chi tiêu dựa trên nền tảng các đồng nhất thức trong quan điểm tiếp cận thu nhập quốc dân nhưng mở rộng hơn và cho phép các nhà kinh tế phân tích ảnh hưởng của co giãn cầu và các tác động khác tới cán cân vãng lai.

5. QUAN ĐIỂM TIẾP CẬN CHI TIÊU

Một hạn chế lớn của quan điểm tiếp cận cơ giản là quan điểm tiếp cận dựa trên giả định rằng ngoài tỷ giá tất cả các biến kinh tế khác đều không thay đổi. Trong thực tế, thay đổi lượng xuất khẩu và nhập khẩu chắc chắn có tác động đến thu nhập quốc dân vì vậy không thể bỏ qua tác động này khi phân tích ảnh hưởng của phá giá. Alexander (1952) đã rút ra những kết luận quan trọng về tác động này trên cơ sở lý luận rằng mất cân bằng cán cân vãng lai chính là chênh lệch giữa sản lượng và chi tiêu nội địa.

Từ đồng nhất thức thu nhập quốc dân trong quan điểm tiếp cận thu nhập ta có:

$$Y = C + I + G + X - M \quad (3.21)$$

Do chi tiêu $A = C + I + G$, nên:

$$CA = X - M = Y - A \quad (3.22)$$

Cán cân vãng lai phản ánh chênh lệch giữa sản lượng nội địa và chi tiêu nội địa. Cán cân vãng lai thặng dư khi sản lượng nội địa lớn hơn chi tiêu nội địa và thâm hụt khi sản lượng hay thu nhập nội địa nhỏ hơn chi tiêu nội địa. Lấy vi phân (3.22) ta có:

$$dCA = dY - dA \quad (3.23)$$

Từ phương trình (3.23) có thể thấy rằng ảnh hưởng của phá giá tới cán cân vãng lai phụ thuộc vào tác động của phá giá tới sản lượng và chi tiêu nội địa. Nếu phá giá làm tăng thu nhập nội địa một cách tương đối so với chi tiêu nội địa thì cán cân vãng lai được cải thiện. Ngược lại, nếu phá giá làm tăng chi tiêu nội địa một cách tương đối so với thu nhập nội địa thì cán cân vãng lai thâm hụt. Phân tích tác động của phá giá tới thu nhập và chi tiêu là nội dung cơ bản của quan điểm tiếp cận chi tiêu về cán cân thanh toán.

Có thể chia chi tiêu nội địa thành hai bộ phận: bộ phận chi tiêu phụ thuộc vào thu nhập, xác định bằng xu hướng chi tiêu cận

biên a ; bộ phận chi tiêu thứ hai là chi tiêu trực tiếp bị tác động của phá giá thông qua các biến khác ký hiệu là A_d . Khi đó, thay đổi chi tiêu do phá giá có thể viết như sau:

$$dA = adY + dA_d \quad (3.24)$$

Thế (3.24) vào (3.23):

$$dCA = (1 - a)dY - dA_d \quad (3.25)$$

Như vậy, có ba yếu tố cần xem xét khi phân tích tác động của phá giá tới cân cán vãng lai. Phá giá có thể tác động đến cân cán vãng lai theo ba hướng: thay đổi xu hướng chi tiêu cận biên (a), thay đổi thu nhập nội địa (dY) và thay đổi chi tiêu trực tiếp (dA_d). Phá giá chỉ cải thiện cân cán vãng lai khi:

$$(1 - a)dY > dA_d$$

Nghĩa là, thay đổi trong thu nhập không dùng cho chi tiêu phải lớn hơn mức thay đổi trong chi tiêu trực tiếp. Để xem xét điều kiện trên chúng ta cần phân tích trong hai trường hợp phân biệt: khi nền kinh tế dưới mức toàn dụng nhân công và khi nền kinh tế ở mức toàn dụng nhân công.

5.1. Ảnh hưởng của phá giá tới thu nhập quốc dân

Một câu hỏi rõ ràng cần đặt ra là khi nền kinh tế ở dưới mức toàn dụng nhân công thì liệu phá giá có thể tăng hay làm giảm thu nhập quốc dân. Nếu xu hướng chi tiêu cận biên nhỏ hơn 1 thì tăng thu nhập sẽ làm tăng tỷ lệ chi tiêu/thu nhập, dẫn đến cải thiện cân cán vãng lai. Nếu thu nhập quốc dân giảm tỷ lệ chi tiêu/thu nhập cũng tăng lên vì tốc độ giảm của chi tiêu chậm hơn tốc độ giảm của thu nhập, từ đó tác động xấu tới cân cán vãng lai. Cần xem xét hai tác động của phá giá tới thu nhập: tác động tới việc làm và tác động tới tỷ lệ thương mại.

Tác động tới việc làm:

Nếu nền kinh tế ở dưới mức toàn dụng nhân công và điều kiện Marshall-Lerner được thoả mãn thì xuất khẩu ròng tăng khi phá

giá làm tăng thu nhập quốc dân thông qua số nhân ngoại thương. Tuy nhiên, nếu điều kiện Marshall-Lerner không được thoả mãn thì xuất khẩu ròng sẽ giảm kéo theo thu nhập quốc dân giảm. Vì vậy không thể xác định được chính xác liệu tác động tới việc làm sẽ tăng hay giảm thu nhập quốc dân.

Tác động tới tỷ lệ thương mại:

Tỷ lệ thương mại bằng giá hàng hoá xuất khẩu chia cho giá hàng hoá nhập khẩu:

$$\text{Tỷ lệ thương mại} = \frac{P}{SP'}$$

Trong đó: P là giá nội địa của hàng hoá xuất khẩu, P' là giá hàng hoá nhập khẩu, S là tỷ giá tính bằng số lượng đơn vị nội tệ để mua được một đơn vị ngoại tệ.

Khi phá giá, tỷ giá tăng lên làm hàng nhập khẩu tính bằng nội tệ trở nên tương đối đắt và giá xuất khẩu không thể bù đắp lại từ đó làm suy giảm tỷ lệ thương mại. Tỷ lệ thương mại giảm đồng nghĩa với giảm thu nhập quốc dân thực vì công dân nước đó phải bỏ nhiều đơn vị hàng hoá xuất khẩu hơn để mua được một đơn vị hàng hoá nhập khẩu. Vì vậy, có thể nói phá giá tác động thông qua tỷ lệ thương mại làm giảm thu nhập quốc dân.

Tóm lại, tác động của phá giá tới thu nhập quốc dân là không rõ ràng. Ngay cả khi điều kiện Marshall-Lerner thoả mãn, xuất khẩu ròng tăng thì tác động ngược tới tỷ lệ thương mại cũng có thể sẽ làm giảm thu nhập quốc dân. Ngoài ra, khi thu nhập quốc dân tăng thì cũng không thể xác định chính xác ảnh hưởng của tăng thu nhập tới cán cân vãng lai. Tác động của thu nhập tới cán cân vãng lai phụ thuộc vào xu hướng chi tiêu cận biên. Nếu xu hướng chi tiêu cận biên nhỏ hơn 1 thì tăng thu nhập do tăng xuất khẩu sẽ lớn hơn tăng chi tiêu và vì vậy sẽ cải thiện cán cân vãng lai.

Nếu xu hướng chi tiêu cận biên lớn hơn 1 thì tăng chi tiêu sẽ lớn hơn tăng thu nhập và cán cân vãng lai bị thâm hụt nhiều hơn.

Nhiều người cho rằng xu hướng chi tiêu cận biên chắc chắn nhỏ hơn 1. Trên thực tế, trường hợp ngược lại có thể xảy ra. Alexander cho rằng những công nhân đang có việc làm thường có xu hướng chi tiêu cận biên cao hơn 1 nên tăng thu nhập có thể thúc đẩy tăng chi tiêu cao lên rất nhiều. Những công nhân này có thể đi vay để chi tiêu và kỳ vọng thu nhập tương lai sẽ giúp họ trả nợ. Tương tự với các hãng kinh doanh trong thời kỳ hưng thịnh chi tiêu, đặc biệt chi tiêu đầu tư, có thể tăng cao hơn lợi nhuận và doanh thu hàng năm vì họ đặt kỳ vọng thu nhập cao trong tương lai. Vì vậy, trong ngắn hạn có thể xu hướng chi tiêu cận biên lớn hơn 1 và phá giá tác động xấu tới cán cân vãng lai. Dĩ nhiên, nếu nền kinh tế ở điểm toàn dụng nhân công thì không thể tăng sản lượng và thu nhập quốc dân. Trong điều kiện này, phá giá chỉ cải thiện cán cân vãng lai khi phá giá làm giảm chi tiêu trực tiếp.

5.2. Ảnh hưởng của phá giá tới chi tiêu trực tiếp

Phần này giả định rằng phá giá không tác động tới thu nhập quốc dân và chỉ xem xét các tác động của phá giá tới chi tiêu trực tiếp. Nếu phá giá thực sự làm giảm chi tiêu trực tiếp thì cán cân vãng lai cải thiện. Ngược lại, nếu phá giá làm tăng chi tiêu trực tiếp thì sẽ đẩy cán cân vãng lai vào tình trạng thâm hụt nặng nề hơn. Chúng ta sẽ xem xét những cách thức phá giá có thể tác động tới chi tiêu trực tiếp.

Ảnh hưởng cân bằng thực:

Hàm cầu tiền đơn giản là hàm cầu cân bằng thực. Nếu giá tăng gấp đôi thì các thành viên thị trường sẽ đòi hỏi một lượng tiền tăng tương tự. Hàm cầu tiền có thể viết như sau:

$$\frac{M}{P_1} = k \quad (3.26)$$

Trong đó: k là hằng số và P_1 là chỉ số giá được tính như sau:

$$P_1 = \alpha P + (1 - \alpha)SP^* \quad (3.27)$$

Trong đó: α là phần trăm chi tiêu vào hàng hoá nội địa, P là giá hàng hoá nội địa và P^* là giá hàng hoá nhập khẩu, S là tỷ giá.

Với giả định cung tiền không đổi và mục đích của các thành viên thị trường là giữ cân bằng thực thì phá giá sẽ làm tăng tỷ giá và từ đó làm tăng chỉ số giá như trong phương trình (3.27). Để giữ cân bằng thực các thành viên thị trường buộc phải cắt giảm chi tiêu trực tiếp, và cố gắng tăng cung tiền bằng cách bán trái phiếu. Cung trái phiếu tăng đẩy giá trái phiếu giảm và tăng lãi suất nội địa. Lãi suất nội địa tăng hạn chế đầu tư và chi tiêu từ đó làm giảm chi tiêu trực tiếp. Tuy nhiên giả định ở đây là chính phủ không tham gia vào thị trường tiền tệ và không đáp ứng cầu tiền tăng bằng cách tăng cung tiền. Nếu cung tiền tăng để đáp ứng cầu tiền thì tỷ lệ M/P_1 không đổi, vì vậy ảnh hưởng cân bằng thực không xảy ra.

Ảnh hưởng phân phối lại thu nhập:

Tăng chỉ số giá do phá giá có thể có những tác động nhất định đến phân phối lại thu nhập. Nếu chỉ số giá tăng dẫn đến phân phối lại thu nhập từ người có xu hướng chi tiêu cận biên thấp sang người có xu hướng chi tiêu cận biên cao thì chi tiêu trực tiếp tăng. Nếu xu hướng phân phối thu nhập diễn ra theo chiều ngược lại, chi tiêu trực tiếp sẽ giảm. Một số tình huống sau có thể xảy ra:

- a) Tăng chỉ số giá chung có thể làm giảm thu nhập thực của những người có thu nhập cố định nhưng nếu tổng thu nhập không đổi thì những người có thu nhập biến đổi lại có lợi. Thông thường, những người nghèo có xu hướng chi tiêu cận biên cao thường có thu nhập cố định trong khi những người giàu có xu hướng chi tiêu cận biên thấp lại có thu nhập biến đổi và có lợi khi chỉ số giá tăng. Khi đó, nếu thu nhập được

phân phối lại từ người có thu nhập cố định sang người có thu nhập biến đổi thì sẽ làm chi tiêu trực tiếp giảm.

- b) Phá giá có thể đẩy lợi nhuận công ty tăng cao do tăng doanh thu xuất khẩu và tăng doanh số bán trong nước do hàng nhập khẩu giảm tính cạnh tranh trong khi lương công nhân chưa thay đổi kịp với mức tăng giá (lạm phát) trên thị trường. Khi đó, ảnh hưởng phân phối lại tới cân cân vãng lai không rõ ràng. Xu hướng chi tiêu và quyết định chi tiêu của hãng còn phụ thuộc vào kỳ vọng tương lai. Nếu hãng kỳ vọng tương lai sáng lạn thì phá giá và lợi nhuận cao hơn có thể là nguồn động lực thúc đẩy đầu tư và làm tăng chi tiêu trực tiếp.
- c) Có thể xuất hiện sự điều chỉnh thu nhập trong nhóm các công ty và nhóm người lao động. Khi phá giá lợi nhuận một số công ty có thể tăng do tăng doanh thu xuất khẩu trong khi một số công ty khác phải nhập khẩu nguyên liệu đầu vào gặp thua lỗ do chi phí sản xuất quá cao. Tương tự, một số công nhân có hiệp hội công đoàn nhiều quyền lực có thể bảo vệ họ chống lại giá tăng trong khi số công nhân khác không được bảo vệ. Ảnh hưởng ròng của phá giá tới chi tiêu trực tiếp là dương khi công ty và người lao động có lợi từ phá giá có xu hướng chi tiêu cận biên cao hơn những công ty và người lao động bị thiệt từ phá giá và ngược lại. Tóm lại, tác động của phá giá tới chi tiêu trực tiếp phụ thuộc vào xu hướng chi tiêu cận biên của những người có lợi và những người bị thiệt từ phá giá. Vì vậy, khó có thể xác định chính xác liệu phân phối thu nhập có làm tăng hay giảm chi tiêu trực tiếp.

Ảnh hưởng ảo tưởng tiền tệ:

Phá giá dẫn đến giá tăng nhưng người tiêu dùng có thể bị ảo tưởng tiền tệ và vẫn tiếp tục mua lượng hàng nhất định như trước khi phá giá mặc dù thu nhập thực của họ đã giảm. Khi đó, họ thực sự đã chi tiêu với tỷ lệ chi tiêu trực tiếp/thu nhập cao hơn trước

đây. Tuy nhiên, nếu ảo tưởng tiền tệ ảnh hưởng theo hướng ngược lại có nghĩa là người tiêu dùng cắt giảm chi tiêu trực tiếp với tỷ lệ lớn hơn tỷ lệ tăng giá thì chi tiêu trực tiếp sẽ giảm xuống. Mặc dù vậy, bất kỳ chiều hướng tác động nào có thể nói ảnh hưởng ảo tưởng tiền chỉ là những ảnh hưởng nhất thời.

Ảnh hưởng kỳ vọng:

Có thể xảy ra trường hợp là ngay sau khi giá tăng do phá giá các thành viên thị trường dự đoán rằng giá tiếp tục sẽ tăng cao và quyết định nhanh chóng mua những hàng hoá cần thiết, khi đó chi tiêu trực tiếp sẽ tăng nhanh và tác động xấu tới cán cân thanh toán. Tuy nhiên, cũng có thể lý luận rằng lạm phát sẽ làm giảm đầu tư, dẫn đến giảm chi tiêu trực tiếp.

Ảnh hưởng Laursen-Metzler:

Laursen và Metzler (1950) cho rằng tỷ lệ thương mại giảm do phá giá có thể phân tích ảnh hưởng đến chi tiêu theo hai cách: ảnh hưởng thu nhập và ảnh hưởng thay thế. Khi tỷ lệ thương mại giảm làm giảm thu nhập quốc dân và giảm chi tiêu theo thu nhập nhưng lại làm tăng sức cạnh tranh của hàng nội địa vì vậy xuất hiện ảnh hưởng thay thế hàng nhập khẩu bằng tiêu dùng hàng nội địa. Vì giá hàng nội địa tương đối rẻ nên có thể thúc đẩy chi tiêu trực tiếp. Nếu ảnh hưởng thay thế có thể bù đắp ảnh hưởng thu nhập thì Laursen và Metzler cho rằng tỷ lệ thương mại có thể đẩy chi tiêu trực tiếp tăng lên.

Như vậy có thể thấy, tác động của phá giá tới chi tiêu trực tiếp không rõ ràng. Trong khi ảnh hưởng cân bằng thực có thể làm giảm chi tiêu trực tiếp tất cả các ảnh hưởng khác đều có thể làm tăng hoặc giảm chi tiêu trực tiếp. Vì chúng ta không thể biết chắn chắn xu hướng chi tiêu cận biên lớn hơn hay nhỏ hơn 1 nên không thể xác định được chính xác ảnh hưởng của phá giá. Hơn thế nữa, quá trình phân tích phức tạp hơn nhiều vì các ảnh hưởng tác động khác nhau trong từng giai đoạn và trong từng nền kinh

tế. Nhìn chung, quan điểm tiếp cận chi tiêu cho rằng tác động của phá giá tới cán cân vãng lai rất đa dạng và khó xác định.

Tuy nhiên, các nhà hoạch định chính sách cũng có thể rút ra nhiều bài học từ quan điểm tiếp cận chi tiêu. Bài học quan trọng nhất là tăng thu nhập tương đối so với chi tiêu nội địa sẽ cải thiện cán cân vãng lai khi đó phá giá sẽ thành công nếu kết hợp tốt với các chính sách tập trung tăng thu nhập quốc dân và giảm chi tiêu.

Ban đầu, nhiều người cho rằng, quan điểm tiếp cận chi tiêu là quan điểm tiếp cận thay thế quan điểm tiếp cận co giãn, quan điểm tiếp cận co giãn tập trung vào ảnh hưởng giá cả trong khi quan điểm tiếp cận chi tiêu tập trung vào ảnh hưởng thu nhập. Tuy nhiên, một số nhà kinh tế như Tsiang (1961) và Alexander (1959) cho rằng hai quan điểm tiếp cận không hề thay thế lẫn nhau mà có quan hệ bổ trợ. Để hiểu rõ quan điểm bổ xung này hãy xem xét tác động của phá giá tới thu nhập. Chỉ khi điều kiện Marshall-Lerner được thoả mãn thì phá giá mới làm tăng thu nhập. Nếu điều kiện Marshall-Lerner không được thoả mãn thì xuất khẩu có thể tăng ít hơn nhập khẩu, thu nhập giảm. Rõ ràng điều kiện Marshall-Lerner vẫn duy trì hiệu lực trong quan điểm tiếp cận chi tiêu.

Tương tự, điều kiện phá giá cải thiện cán cân vãng lai trong quan điểm tiếp cận co giãn sẽ bị thay đổi khi xem xét tới ảnh hưởng thu nhập. Nếu tổng độ co giãn lớn hơn 1 thì cán cân vãng lai được cải thiện nhưng tăng thặng dư cán cân vãng lai sẽ kéo thu nhập tăng theo, thu nhập tăng lại thúc đẩy tăng cầu nhập khẩu từ đó hạn chế tác động tích cực của phá giá tới cán cân vãng lai. Vì vậy, cán cân vãng lai sẽ cải thiện nhiều hơn khi không xem xét tới ảnh hưởng thu nhập. Điều đó cũng có nghĩa là tổng độ co giãn phải lớn hơn một mức yêu cầu trong quan điểm tiếp cận co giãn (lớn hơn một mức nào đó lớn hơn 1). Và như vậy, rõ ràng có thể vận dụng phân tích của quan điểm tiếp cận chi tiêu vào phân tích quan điểm tiếp cận co giãn và ngược lại.

6. KẾT LUẬN

Bài 3 giới thiệu những quan điểm khác nhau về cán cân thanh toán, và về thành phần cơ bản, quan trọng và được chú ý nhiều nhất trong cán cân thanh toán đó là cán cân vãng lai. Ba quan điểm tiếp cận khác nhau có thể sử dụng để đánh giá và phân tích tác động của các chính sách khác nhau tới cán cân thanh toán thông qua cán cân vãng lai. Ba quan điểm tiếp cận này đã được hình thành và phát triển kể từ khi các nước tư bản phát triển bắt đầu phải quan tâm đến cán cân thanh toán trong giai đoạn biến động tài chính quốc tế những năm 1930.

Như chúng ta đã thấy cả quan điểm tiếp cận cơ giản và quan điểm tiếp cận chi tiêu đều không đạt được câu trả lời rõ ràng liệu phá giá có cải thiện cán cân vãng lai không. Tuy nhiên cả hai quan điểm tiếp cận đều nhấn mạnh kết quả phân tích phụ thuộc rất lớn vào thời kỳ xem xét và tính đa dạng của các ảnh hưởng. Độ cơ giản của cấu trúc dài hạn lớn trong ngắn hạn đã dẫn đến hiện tượng ảnh hưởng đường chữ J, ảnh hưởng của phá giá tới thu nhập và chi tiêu cũng thay đổi theo thời gian. Ngay trong mô hình đơn giản này đã xuất hiện hàng loạt các ảnh hưởng đa dạng và khác nhau. Rõ ràng, câu trả lời sẽ phức tạp và mơ hồ hơn nhiều nếu thêm các biến khác như độ trễ của thời gian, ảnh hưởng tài sản hay kỳ vọng vào mô hình.

Mặc dầu có những giả định đơn giản hoá và những kết luận không rõ ràng nhưng các quan điểm tiếp cận trên đây cũng đóng vai trò quan trọng trong lý thuyết tài chính quốc tế đặc biệt là những đóng góp ứng dụng và gợi mở hữu ích cho các nhà hoạch định chính sách. Chính sách phá giá có thể thành công nếu kết hợp với các chính sách tài khoá và tiền tệ nhằm đẩy thu nhập tăng nhanh hơn chi tiêu.

Mặc dù các nghiên cứu thực nghiệm đã chỉ ra rằng điều kiện Marshall-Lerner có thể được thoả mãn trong những giai đoạn nghiên cứu 2-3 năm và khi đó có thể sử dụng tỷ giá như một công cụ hữu hiệu để chặn đứng thâm hụt cán cân vãng lai song không có nghĩa phá giá có hiệu lực như nhau ở mọi quốc gia. Ảnh hưởng của phá giá còn phụ thuộc vào tình trạng cân bằng bên trong của nền kinh tế: nền kinh tế ở dưới mức toàn dụng nhân công hay đã đạt được mức toàn dụng nhân công và phụ thuộc vào các biến cơ cấu kinh tế khác. Thêm vào đó, cần lưu ý rằng cả hai quan điểm tiếp cận đều giả định rằng nước ngoài không phản ứng khi hàng hoá nước nội địa tăng sức cạnh tranh do phá giá. Trong trường hợp nước ngoài phản ứng bằng cách phá giá đồng tiền của họ thì hiệu lực chính sách phá giá của nước nội địa bị ảnh hưởng rất lớn.

Các thuật ngữ cơ bản

Ảnh hưởng tài sản thực	Real balance effect
Ảnh hưởng việc làm	Employment effect
Ảnh hưởng tỷ lệ thương mại	Term of trade effect
Ảnh hưởng phân phối lại thu nhập	Income redistribution effect
Ảnh hưởng ảo tưởng tiền tệ	Money illusion effect
Ảnh hưởng đường chữ J	J-curve effect
Ảnh hưởng kỳ vọng	Expectation effect
Các khoản bổ sung vào	Injectons / Injectons schedule
Các khoản rò rỉ ra	Leakages / Leakages schedule
Cán cân thương mại	Trade balance
Cán cân thanh toán	Balance of payment
Cân bằng cơ bản	Basic balance
Điều kiện Marshall-Lerner	Marshall-Lerner condition
Khoản tự định	Autonomous item
Khoản điều chỉnh	Acommodation
Nhận đơn phương	Unilateral receipt
Quan điểm tiếp cận chi tiêu	Absorption approach
Quan điểm tiếp cận cơ giãn	Elasticities approach
Số nhân ngoại thương hay xuất khẩu	Foreign trade or export multiplier
Số nhân chi tiêu chính phủ	Government expenditure multiplier
Sai số thống kê	Statistical discrepancy
Tỷ lệ thương mại	Term of trade
Tác động giá	Price effect
Thanh toán đơn phương	Unilateral payment
Tác động lượng	Volumn effect
Tài khoản vốn	Capital account
Tài khoản vãng lai	Current account

Câu hỏi ôn tập

1. Nêu các khái niệm cán cân thanh toán? Thành phần cán cân thanh toán: khái niệm, thành phần?
2. Cho biết cách ghi chép và đo lường cán cân thanh toán?
3. Nội dung quan điểm tiếp cận thu nhập quốc dân về cán cân thanh toán là gì?
4. Hãy chứng minh điều kiện Marshall-Lerner.
5. Khi chứng minh điều kiện Marshall-Lerner cần giả định gì về độ co giãn cung?
6. Khi chứng minh điều kiện Marshall-Lerner cần giả định gì về mức thâm hụt ban đầu của cán cân vãng lai?
7. Hai tác động ngược chiều tới cán cân vãng lai sau phá giá (một tác động làm giảm thâm hụt và một tác động đẩy thâm hụt cao hơn) là hai tác động nào?
8. Đường chữ J là gì? Tại sao đường chữ J tồn tại sau phá giá?
9. Các nghiên cứu thực nghiệm có ủng hộ trường phái “co giãn bị quan” không?
10. Hãy định nghĩa chi tiêu. Phân biệt chi tiêu với thu nhập quốc dân và chi tiêu quốc dân.
11. Mối quan hệ giữa xu hướng chi tiêu cận biên, xu hướng tiêu dùng cận biên và xu hướng nhập khẩu cận biên là gì?
12. Khi điều kiện Marshall-Lerner thoả mãn quan điểm tiếp cận co giãn cho rằng phá giá sẽ thành công nhưng quan điểm tiếp cận chi tiêu có kết luận tương tự không? Nếu không thì tại sao?

Tài liệu tham khảo

Branson, H. W (1989): *Macroeconomics - Theory and Policy*, xuất bản lần thứ ba, NXB Happer and Row, New York.

Harris: *International Finance*, CIEE SOAS, University of London, 1996.

Học viện Ngân hàng: *Tài chính Quốc tế* (1999), NXB Thống kê.

Pilbeam, Keith (1992): *Tài chính Quốc tế*, xuất bản lần thứ nhất, NXB Macmillan, Hampshire, London.

Dornbusch, R., & Fischer, S. (1994): *Macroeconomics*, xuất bản lần thứ 6, NXB McGraw-Hill Inc, USA.

BÀI 4

CHÍNH SÁCH CÂN CÂN THANH TOÁN MÔ HÌNH MUNDELL - FLEMING

1. GIỚI THIỆU

Bài 3 đã giới thiệu ba quan điểm tiếp cận nhằm phân tích ảnh hưởng của các chính sách đối với cân cân thanh toán: quan điểm tiếp cận thu nhập quốc dân, quan điểm tiếp cận cơ giới và quan điểm tiếp cận chi tiêu. Các quan điểm tiếp cận này đều tập trung vào sự thay đổi của tài khoản vãng lai (ảnh hưởng của các chính sách tới xuất khẩu và nhập khẩu hàng hoá và dịch vụ).

Đối với rất nhiều nước, tình hình tài khoản vãng lai trong cân cân thanh toán luôn là vấn đề kinh tế nổi cộm. Mục tiêu cơ bản của các nước là giảm thâm hụt hoặc tăng thặng dư cân cân vãng lai. Để đối mặt với khủng hoảng cân cân thanh toán, các nước thường phá giá nội tệ, sử dụng các biện pháp kiểm soát nhập khẩu, chính sách tài khoá thắt chặt hay chính sách tiền tệ nhằm cắt giảm chi tiêu và đầu tư tư nhân cũng như công cộng với mục đích chủ yếu làm giảm kim ngạch nhập khẩu tương đối so với kim ngạch xuất khẩu. Nhìn chung, chiến lược dài hạn của các nước cũng tập trung vào cân cân thanh toán nhằm hoặc khuyến khích công nghiệp hoá thay thế nhập khẩu hoặc tập trung phát triển khu vực xuất khẩu.

Tuy nhiên, tài khoản vốn cũng là thành phần quan trọng trong cân cân thanh toán mà mỗi nước phải xem xét đến trong các chiến lược phát triển lâu dài. Nền kinh tế mở có thị trường tài chính phát triển luôn bị tác động bởi các dòng vốn vào và ra. Các

dòng vốn này lại luôn biến động theo chênh lệch lãi suất giữa các thị trường và giữa các đồng tiền khác nhau. Tài khoản vốn không phải chỉ là vấn đề của các nước phát triển. Các nước đang phát triển với thị trường tài chính yếu kém, áp dụng các biện pháp chặt chẽ quản lý di chuyển vốn vẫn phải quan tâm đến tài khoản vốn. Thâm hụt trong tài khoản vốn trở nên đặc biệt nghiêm trọng nếu nó là hậu quả của di chuyển vốn ngầm. Trong khi đó, thặng dư tài khoản vốn có thể là dấu hiệu của nợ nước ngoài đang tăng. Vì vậy, các lý thuyết về cán cân thanh toán chỉ tập trung vào cán cân vãng lai mới chỉ đề cập được một phần ảnh hưởng chính sách đến cán cân thanh toán. Nhằm xem xét ảnh hưởng đầy đủ của các chính sách kinh tế vĩ mô đến cán cân thanh toán cần có thêm những kỹ thuật mô hình hoá cán cân thanh toán tính cả đến cán cân vãng lai và cán cân vốn.

Robert Mundell và James Fleming đã phát triển mô hình hiện đại đầu tiên xem xét đầy đủ cả hai khía cạnh này vào đầu những năm 1960. Ba bài báo của hai nhà kinh tế phát triển mô hình này là: Fleming (1962): *"Các chính sách tài chính quốc gia dưới chế độ tỷ giá cố định và thả nổi"*, Mundell (1962): *"Sử dụng hợp lý chính sách tiền tệ và tài khoá nhằm mục tiêu cân bằng trong và cân bằng ngoài"* và Mundell (1963): *"Lưu chuyển vốn và chính sách điều hoà trong chế độ tỷ giá cố định và thả nổi"*.

Bài 4 giới thiệu mô hình Mundell-Fleming và cách thức sử dụng mô hình này để phân tích ảnh hưởng của các chính sách vĩ mô tới cán cân thanh toán và ảnh hưởng của chính sách cán cân thanh toán đến các biến kinh tế vĩ mô khác. Sau khi được phát triển, mô hình Mundell-Fleming đã nhanh chóng trở thành một công cụ cơ bản để phân tích các chính sách cán cân thanh toán và chính sách vĩ mô. Ngày nay, mô hình này chiếm vị trí quan trọng trong hành trang của các nhà kinh tế. Một lý do thành công của mô hình xuất phát chính từ sự đơn giản trong xây dựng mô hình. Tuy nhiên, các giả định đơn giản hoá có thể làm mô hình trở nên thiếu thực tế, tạo ra sự không thống nhất và thiếu logic. Vì vậy, bên cạnh

việc giải thích bản chất của mô hình, Bài 4 sẽ đưa ra những nhận định, đánh giá về hiệu lực của mô hình Mundell-Fleming trong thực tế.

Mô hình Mundell-Fleming được xây dựng trên nền tảng của mô hình IS-LM đã được giới thiệu kỹ lưỡng trong môn học Mô hình & Chính sách Kinh tế vĩ mô. Phần 2 đến phần 5 của bài giới thiệu sơ lược mô hình Mundell-Fleming trên cơ sở mô hình IS-LM. Phần 6 đưa ra khái niệm di chuyển vốn hoàn hảo. Phần 7 thực hiện mục tiêu thứ hai của bài là đánh giá mô hình Mundell-Fleming thông qua tóm tắt các quan điểm phê phán của các nhà kinh tế về mô hình này.

2. CÂN BẰNG TRONG VÀ CÂN BẰNG NGOÀI NỀN KINH TẾ

2.1. Mô hình Mudell - Fleming và khái niệm cân bằng trong, cân bằng ngoài

Khác với nhiều mô hình kinh tế vĩ mô khác có thể chỉ tập trung vào một chính sách, một vấn đề cụ thể, mô hình Mundell-Fleming đề cập đến ảnh hưởng tổng hợp của cả chính sách tài khoá và tiền tệ. Mô hình này giả định rằng, mục tiêu chính sách không chỉ dừng lại ở cân bằng cán cân thanh toán, ngược lại, các nhà lập chính sách có hai mục tiêu chính với vai trò và tầm quan trọng ngang nhau. Mục tiêu đầu tiên là đạt cân bằng trong cán cân thanh toán; nghĩa là khoản thâm hụt (hay thặng dư) trong cán cân vãng lai luôn được triệt tiêu bởi khoản thặng dư (hay thâm hụt) trong cán cân vốn trừ đi các khoản thanh toán chính thức. Cân bằng cán cân thanh toán đồng nghĩa với trong tài khoản thanh toán chính thức không có giảm dự trữ ngoại hối ròng hoặc không có tăng nợ nước ngoài. Đây là trạng thái nền kinh tế đạt *cân bằng ngoài*. Mục tiêu thứ hai là đạt được *cân bằng trong* - cân bằng vĩ mô trong nền kinh tế nội địa. Cân bằng trong đạt được khi tổng cầu cân bằng với tổng sản lượng sản xuất ra (tổng cung)

tại mức toàn dụng nhân công. Nói cách khác, cân bằng trong diễn ra khi đồng thời không có thất nghiệp và không có thặng dư cầu hàng hoá và dịch vụ (không có lạm phát).

Mục tiêu của mô hình Mundell-Fleming là đưa ra những kiến nghị chính sách cho các chính phủ để đồng thời đạt được cả cân bằng bên trong và bên ngoài. Mô hình giả định rằng, chính phủ đánh giá tầm quan trọng của mục tiêu đạt toàn dụng nhân công không gây lạm phát và mục tiêu cân bằng cán cân thanh toán là như nhau. Giả định này xuất phát từ bối cảnh quốc tế ra đời mô hình Mundell-Fleming. Vào cuối những năm 1970, chính phủ nhiều nước công nghiệp phát triển phản đối ý tưởng cho toàn dụng nhân công là mục tiêu của mọi chính sách kinh tế vĩ mô. Các chính phủ có hàng loạt mục tiêu chính sách liên quan tới cân bằng cán cân thanh toán. Nhiều nước kém phát triển hơn từ bỏ mục tiêu chính sách giảm thất nghiệp để chuyển sang tập trung vào các chính sách nhằm đạt được cân bằng ngoài. Mô hình Mundell-Fleming ra đời, vào giai đoạn hình thành và tồn tại của Hệ thống Bretton Woods (Bài 1). Mục tiêu phát triển mô hình là đảm bảo mọi quốc gia thành viên đều đạt được cân bằng trong (theo nghĩa toàn dụng nhân công trong điều kiện giá ổn định) và cân bằng ngoài.

Mặc dù đây là mục tiêu chiến lược của Hệ thống Bretton Woods nhưng các quốc gia thành viên đều nhận thức được rằng, khó có thể đạt được đồng thời cả hai mục tiêu. Lịch sử kinh tế Vương quốc Anh trong giai đoạn tồn tại Hệ thống Bretton Woods là một ví dụ điển hình. Chính sách tiền tệ và tài khoá có thể tạo ra toàn dụng nhân công trên phạm vi toàn Vương quốc Anh lại không thể tạo ra cân bằng cán cân thanh toán vì các chính sách này luôn gây ra thâm hụt cán cân vãng lai mà cán cân vốn lại không thể bù đắp được thâm hụt này. Để đạt được cân bằng ngoài, các nhà lập chính sách thường phải tăng lãi suất để thu hút các dòng vốn vào. Và khi đó, chính sách tiền tệ và tài khoá thắt chặt lại hạn chế tăng trưởng sản lượng tại mức thấp hơn mức toàn dụng

nhân công tuy thất nghiệp không tăng quá cao vào thời gian đó tại Vương quốc Anh.

Một số quốc gia khác nhanh chóng đạt được cơ cấu sản xuất và thương mại hợp lý, trong đó cân bằng cán cân thanh toán cùng tồn tại với toàn dụng nhân công do có thặng dư cán cân vãng lai (xuất khẩu lớn hơn nhập khẩu - xuất khẩu ròng dương) trong khi cán cân vốn không thâm hụt. Cộng hoà Liên bang Đức là ví dụ điển hình của các nước này. Tuy nhiên, chúng ta khó có thể khẳng định cân bằng đồng thời trong và ngoài này là thành công của chính sách kinh tế vĩ mô của chính phủ vì nhờ nhiều yếu tố khác mà các nước này đạt được thặng dư cán cân thanh toán trong nhiều năm. Có một số lý do giải thích tại sao một nước có thể không đồng thời hướng mục tiêu chính sách vào cân bằng trong và ngoài. Trong khi mục tiêu toàn dụng nhân công không gây lạm phát luôn là mục tiêu chính sách của mọi quốc gia thì không phải tất cả các nước đều hướng tới mục tiêu cân bằng cán cân thanh toán ngay cả khi nước này bị thâm hụt cán cân vãng lai nặng nề kéo dài trong nhiều năm dưới thời Hệ thống Bretton Woods. Bài 1 đã giải thích rõ lý do này.

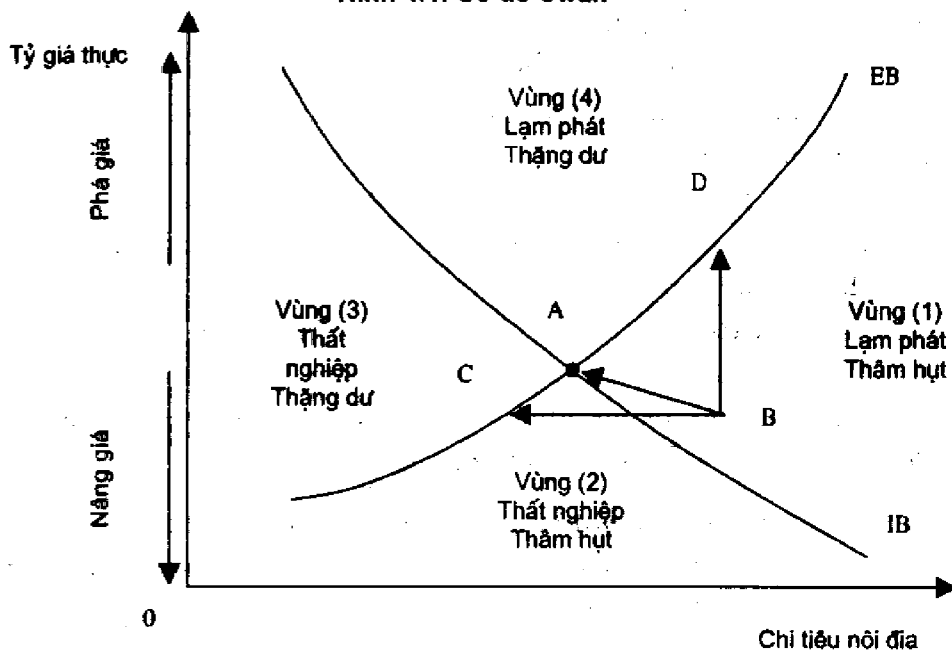
Vấn đề đạt đồng thời cân bằng trong và ngoài đã được nhiều nhà kinh tế đề cập đến trong những năm 1950. Một trong số các nhà kinh tế này là Trevor Swan. Trevor Swan đã thiết lập và phát triển một sơ đồ nhằm phân biệt và phân tích ảnh hưởng của các chính sách khác nhau. Mặc dù cơ sở kinh tế của sơ đồ Swan không có tính thực tiễn bằng mô hình Mundell-Fleming nhưng xem xét phân tích trên cơ sở sơ đồ Swan là nền tảng quan trọng để hiểu rõ hơn mô hình Mundell-Fleming.

2.2. Sơ đồ Swan

Với giả định chính phủ đánh giá cân bằng trong và ngoài có tầm quan trọng như nhau trong mục tiêu chính sách, khi chính phủ áp dụng chính sách tài khoá và tiền tệ nhằm đạt toàn dụng nhân công với mức giá ổn định, chính phủ luôn phải nhận thức được

hậu quả của mục tiêu chính sách tới cân cân thanh toán. Sản lượng và việc làm tăng lên sẽ kéo theo tăng chi tiêu nhập khẩu và hậu quả là thâm hụt cán cân vãng lai tăng. Nếu chính phủ chỉ sử dụng chính sách tài khóa thì sẽ rơi vào tình trạng tiến thoái lưỡng nan. Chính phủ có thể sử dụng chính sách tài khóa thắt chặt để đạt được cân bằng ngoài nhưng lại gây thất nghiệp.

Hình 4.1: Sơ đồ Swan



Nhắc lại quan điểm tiếp cận chi tiêu và phương trình thể hiện mối quan hệ giữa cán cân vãng lai, chi tiêu nội địa và sản lượng đã trình bày trong Bài 3:

$$CA = X - M = Y - A$$

Có thể thấy rằng, thặng dư cán cân vãng lai tăng (hay thâm hụt giảm) khi hoặc sản lượng Y tăng hoặc ít nhất một thành phần của chi tiêu nội địa A giảm. Trên cơ sở phân tích tác động tới cán cân vãng lai thông qua chi tiêu, có thể phân biệt hai loại chính sách:

Các chính sách thay đổi (hay giảm) chi tiêu: là các chính sách tài khoá và tiền tệ nhằm mục tiêu tác động vào tổng cầu nền kinh tế, cụ thể hơn, là các chính sách tác động tới các thành phần của chi tiêu nội địa. Chính sách thay đổi chi tiêu có thể là chính sách tiền tệ, cắt giảm cung tiền, hoặc chính sách tài khoá, cắt giảm thâm hụt ngân sách, khi đó cầu nội địa đối với hàng hoá và dịch vụ giảm (chi tiêu nội địa giảm) và cân cán văng lai được cải thiện.

Các chính sách chuyển hướng chi tiêu là các chính sách nhằm tác động và thay đổi cơ cấu chi tiêu như mức chi tiêu vào hàng hoá nội địa và hàng nước ngoài. Cụ thể hơn là các chính sách tác động vào sản lượng. Một ví dụ của chính sách chuyển hướng chi tiêu là phá giá. Ngay cả khi tổng chi tiêu nội địa và thế giới không đổi, phá giá cũng sẽ gây ra ảnh hưởng chuyển hướng chi tiêu trong nước theo hướng tăng chi tiêu cho hàng sản xuất nội địa. Bên cạnh đó, tỷ giá tăng sẽ khuyến khích người nước ngoài chuyển hướng sang tiêu dùng hàng hoá của nước phá giá.

Hậu quả chính sách đặt ra câu hỏi là: *liệu có thể đồng thời đạt được cả cân bằng trong và ngoài và làm thế nào để đạt được?* Trevor Swan (1955) đã phân tích hậu quả chính sách và các vấn đề chính sách khi xác định cả hai mục tiêu cân bằng trong và ngoài thông qua sơ đồ Swan trong Hình 4.1.

Trục tung biểu thị tỷ giá thực. Tỷ giá tăng đồng nghĩa với giảm giá trị nội tệ và cải thiện khả năng cạnh tranh quốc tế của hàng hoá nội địa. Trục hoành biểu thị lượng chi tiêu nội địa thực bao gồm chi tiêu hộ gia đình, đầu tư và chi tiêu chính phủ.

Đường *IB* là tập hợp các kết hợp của tỷ giá thực và chi tiêu nội địa nhằm đảm bảo cân bằng trong (toàn dụng nhân công tại mức giá ổn định). Đường *IB* dốc xuống từ trái sang phải do khi tỷ giá giảm (đồng nội tệ tăng giá), sẽ làm giảm xuất khẩu và tăng nhập khẩu nên để giữ mức toàn dụng nhân công phải tăng chi tiêu nội địa. Tại các điểm ở bên phải của đường *IB* có áp lực lạm phát trong nền kinh tế vì tại một mức tỷ giá nhất định, chi tiêu nội địa

lớn hơn mức cần thiết để đạt toàn dụng nhân công, nghĩa là có dư cầu (và hậu quả của dư cầu là lạm phát). Tương tự, tại các điểm ở phía bên trái của IB sẽ có áp lực giảm phát vì cầu thấp hơn sản lượng cần thiết để đạt toàn dụng nhân công. Như vậy, thất nghiệp sẽ xảy ra bên trái của IB .

Đường EB là tập hợp các kết hợp của tỷ giá thực và chi tiêu nội địa đảm bảo cân bằng ngoài. Đường EB có dạng dốc lên từ trái sang phải. Lý do là tỷ giá tăng sẽ khuyến khích xuất khẩu và hạn chế nhập khẩu, cải thiện cán cân vãng lai, để ngăn chặn cán cân vãng lai chuyển sang tình trạng thặng dư thì chi tiêu nội địa phải tăng lên để thu hút tiêu dùng hàng hoá nhập khẩu. Tại các điểm ở phía bên phải của EB , chi tiêu nội địa lớn hơn mức cần thiết để cân bằng cán cân vãng lai, nhập khẩu lớn nên cán cân vãng lai thâm hụt. Tương tự, tại các điểm ở phía bên trái EB , chi tiêu nội địa nhỏ hơn mức cần thiết để cân bằng cán cân vãng lai, nên cán cân vãng lai thặng dư.

Như vậy, sơ đồ Swan chia bốn khu vực thể hiện bốn tình trạng khác nhau có thể xảy ra trong một nền kinh tế khi áp dụng các chính sách vĩ mô:

- Vùng 1: thâm hụt và lạm phát;
- Vùng 2: thâm hụt và thất nghiệp;
- Vùng 3: thặng dư và thất nghiệp;
- Vùng 4: thặng dư và lạm phát.

Nền kinh tế chỉ đạt được cả cân bằng trong và ngoài tại điểm A , nơi đường IB cắt đường EB . Giả sử vì một lý do nào đó, nền kinh tế ở điểm B trong vùng 1. Khi đó, nền kinh tế chịu cả áp lực lạm phát và thâm hụt cán cân vãng lai. Nếu chính phủ đang thực hiện chế độ tỷ giá cố định, chính phủ sẽ cố gắng giảm thâm hụt cán cân vãng lai bằng cách cắt giảm chi tiêu nội địa và đẩy nền kinh tế tới điểm C . Sử dụng chính sách cắt giảm chi tiêu để đạt cân bằng ngoài đẩy nền kinh tế vào tình trạng suy thoái và gây ra

hậu quả thất nghiệp. Ngoài ra, chính phủ có thể giảm thâm hụt bằng cách phá giá, khi đó nền kinh tế sẽ bị đẩy tới điểm D trên đường EE Đồng thời với tác động làm giảm thâm hụt cán cân vãng lai, chính sách phá giá cũng gây thêm áp lực lạm phát cho nền kinh tế. Điều này thể hiện bằng thực tế là nền kinh tế ngày càng dịch chuyển xa đường cân bằng trong.

Bài học có thể rút ra từ mô hình đơn giản này là việc sử dụng một công cụ chính sách hoặc tài khoá hoặc phá giá nhằm đạt được cả hai mục tiêu chính sách, cân bằng trong và ngoài, dường như không thể thành công. Để có thể chuyển nền kinh tế từ điểm B về điểm A , chính phủ cần tiến hành giảm phát nền kinh tế (cắt giảm chi tiêu nội địa) đồng thời với phá giá ở mức độ phù hợp. Kết quả giảm phát từ chính sách tài khoá hoặc tiền tệ sẽ triệt tiêu lạm phát do phá giá gây ra trong khi phá giá sẽ cải thiện cán cân vãng lai. Trong trường hợp này, rõ ràng cả hai mục tiêu chính sách đều có thể đạt được. Đó chính là ý tưởng số chính sách sử dụng phải bằng với số mục tiêu chính phủ theo đuổi do một nhà kinh tế học đã từng được nhận giải Nobel người Hà Lan Jan Tinbergen (1952) khởi xướng và được nhiều người biết đến dưới tên *Quy tắc Mục tiêu - Công cụ Tinbergen*.

Mặc dù sơ đồ Swan cung cấp cơ sở nền tảng cho các phân tích chính sách nhưng sơ đồ này quá đơn giản và không định nghĩa cũng như phân biệt các quan hệ kinh tế một cách rõ ràng. Thêm vào đó, sơ đồ không hề đề cập đến lưu chuyển các dòng vốn quốc tế mặc dù đây là đặc điểm nổi bật nhất và ngày càng gia tăng tầm quan trọng trong kinh tế quốc tế hậu Chiến tranh thế giới thứ hai. Hơn thế nữa, trong sơ đồ Swan không hề có sự phân biệt giữa chính sách tài khoá và chính sách tiền tệ dưới góc độ công cụ tác động vào tổng cung và tổng cầu của nền kinh tế. Trên thực tế, hai chính sách này tác động tới tổng cung và tổng cầu theo phương thức rất khác nhau. Mô hình Mundell-Fleming sửa chữa nhược điểm này bằng cách đặt nền kinh tế vào một mô hình kinh tế vi mô của nền kinh tế mở chuẩn tắc.

3. MÔ HÌNH MUNDELL-FLEMING - MÔ HÌNH IS-LM-BP

Phần này tập trung vào những nguyên lý chung của mô hình Mundell-Fleming. Mô hình này được xây dựng trên cơ sở mô hình IS-LM của Keynes. Trong khi mô hình IS-LM được xây dựng để phân tích trong nền kinh tế đóng thì mô hình Mundell-Fleming thêm vào IS-LM một đường mới, đường BP để xem xét tác động của chính sách tài khoá và tiền tệ nhằm hai mục tiêu chính sách: cân bằng trong và cân bằng ngoài. Sự kết hợp giữa *IS*, *LM* và *BP* tạo ra một mô hình mới có thể áp dụng trong phân tích kinh tế học vĩ mô của nền kinh tế mở. Trước hết, chúng ta hãy xem xét phương thức xây dựng đường *IS*, *LM* và *BP* độc lập trước khi kết hợp 3 đường trong mô hình Mundell-Fleming.

3.1. Xây dựng đường IS trong nền kinh tế mở

Đường *IS* trong nền kinh tế mở là tập hợp các kết hợp của sản lượng và lãi suất đảm bảo cân bằng giữa tổng các biến ra, gồm tiết kiệm và chi tiêu nhập khẩu ($S+M$), với tổng các biến vào, gồm đầu tư, chi tiêu chính phủ và xuất khẩu ($I+G+X$).

Trong nền kinh tế mở chúng ta có đồng nhất thức:

$$Y = C + I + G + X - M \quad (4.1)$$

Trong đó, Y là thu nhập quốc dân, C là tiêu dùng nội địa, I là đầu tư nội địa, G là chi tiêu chính phủ, X là kim ngạch xuất khẩu và M là chi tiêu nhập khẩu.

Vì $Y - C = S$ nên phương trình 4.1 có thể được sắp xếp lại như sau:

$$S = M = I + G + X \quad (4.2)$$

Để đơn giản, giả định rằng tiết kiệm và sản lượng có mối quan hệ tuyến tính và tiết kiệm bằng tổng của tiết kiệm tự định (S_d) và tiết kiệm dưới dạng hàm của thu nhập, trong đó s là xu hướng tiết kiệm cận biên:

$$S = S_d + sY \quad (4.3)$$

Giả sử thêm rằng, nhập khẩu bằng tổng của nhập khẩu tự định (M_u) và nhập khẩu dưới dạng một hàm tỷ lệ thuận với thu nhập trong đó m là xu hướng nhập khẩu cận biên:

$$M = M_u + mY \quad (4.4)$$

Đầu tư được giả định là hàm tỷ lệ nghịch với lãi suất.

$$I = I(r) \quad dI/dr < 0 \quad (4.5)$$

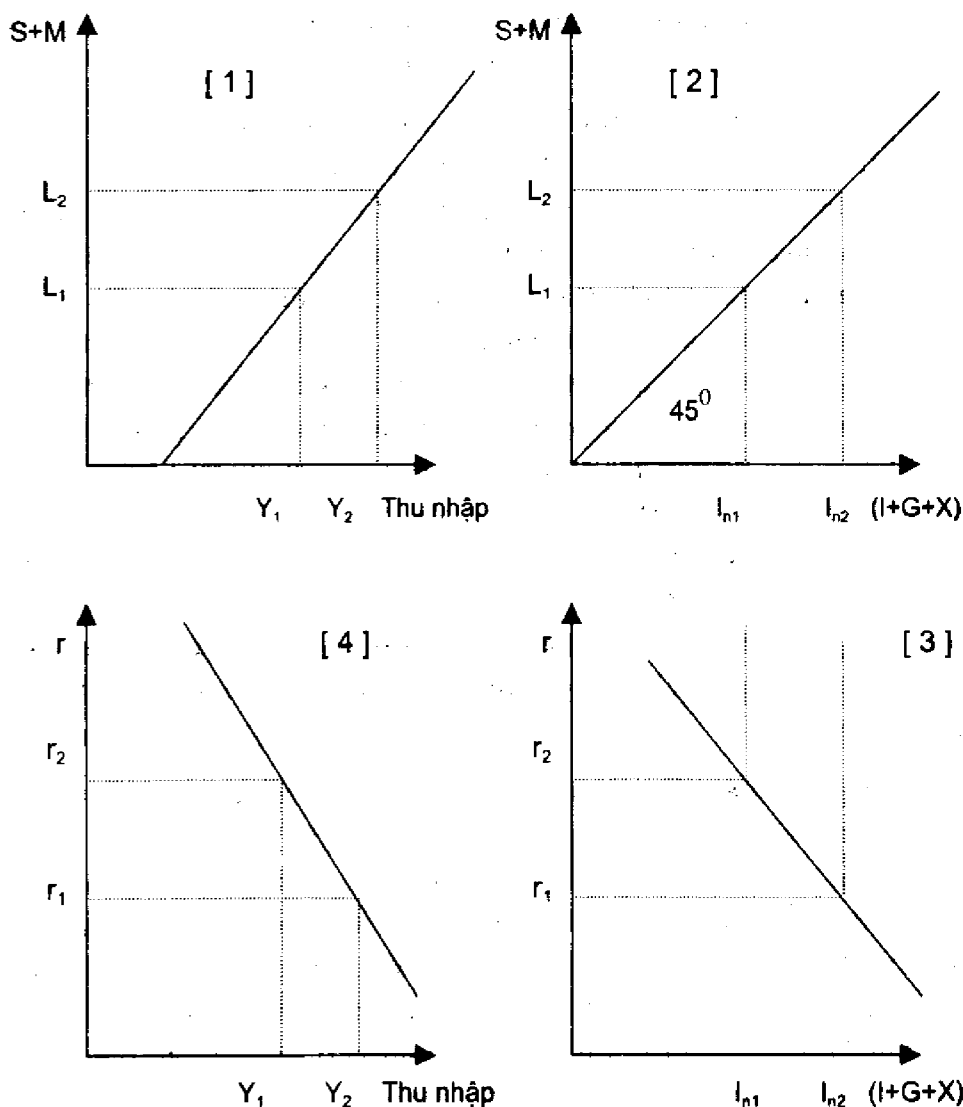
Chi tiêu chính phủ và xuất khẩu được giả định cố định không phụ thuộc vào lãi suất và thu nhập quốc dân. Những mối quan hệ mà giả định trên được thể hiện trong Hình 4.2.

Trong góc phần tư thứ nhất, mối quan hệ giữa các biến ra và thu nhập thể hiện bằng một đường thẳng dốc lên. Khi thu nhập tăng sẽ dẫn đến tiết kiệm tăng cao hơn nên đường thẳng dốc lên và độ dốc dương là $(s+m) < 1$. Tại mức thu nhập Y_1 , tổng các biến ra tương ứng là L_1 và mức thu nhập Y_2 tương ứng với L_2 . Do tổng biến ra bằng tổng biến vào nên mọi giá trị của các biến ra đều có thể chuyển tương ứng từ trục tung trong góc phần tư thứ nhất sang trục hoành chỉ giá trị các biến vào trong góc phần tư thứ hai thông qua đường 45° . Vì vậy, L_1 có thể được chuyển tương ứng sang I_m ở góc phần tư thứ ba. Góc phần tư thứ ba thể hiện đường các biến vào. Tại mức giá và kỳ vọng nhất với lãi suất r_1 , tổng các biến vào là I_m . Đường các biến vào là một đường dốc xuống từ trái sang phải vì đầu tư là hàm tỷ lệ nghịch với lãi suất trong khi chi tiêu chính phủ và xuất khẩu được giả định không phụ thuộc vào lãi suất.

Tại mức thu nhập Y_1 nếu lãi suất bằng r_1 thì tổng các biến ra L_1 bằng tổng các biến vào I_m . Nghĩa là trên góc phần tư thứ tư có một điểm trên đường IS của nền kinh tế mở tương ứng với lãi suất r_1 và thu nhập Y_1 , tại đó tổng các biến vào bằng tổng các biến ra. Thực hiện quy trình tương tự với thu nhập Y_2 và lãi suất r_2 và các mức thu nhập - lãi suất khác, chúng ta sẽ được tập hợp các kết hợp giữa thu nhập lãi suất đảm bảo giá trị các biến vào (đầu tư, chi tiêu chính phủ, xuất khẩu) cân bằng với giá trị các

biến ra (tiết kiệm, nhập khẩu). Tập hợp các điểm này chính là đường IS trong nền kinh tế mở. Như có thể thấy trên góc phần tư thứ tư, đường IS là một đường kết hợp giữa thu nhập và lãi suất, dốc xuống từ trái sang phải. Thu nhập cao hơn tạo ra giá trị các biến ra cao hơn, đòi hỏi lãi suất phải giảm để tăng đầu tư nhằm đảm bảo cân bằng giữa các biến vào và biến ra.

Hình 4.2: Xây dựng đường IS trong nền kinh tế mở



3.2. Xây dựng đường LM trong nền kinh tế mở

Đường LM thể hiện tập hợp các mức thu nhập và lãi suất đảm bảo thị trường tiền tệ đạt cân bằng, nghĩa là cung tiền bằng cầu tiền. Để đơn giản hoá, giả định cầu tiền xuất phát từ hai mục tiêu: mục tiêu giao dịch và mục tiêu đầu cơ. Do thời điểm nhận và chi tiêu không đồng thời nên người ta phải giữ tiền vì động cơ giao dịch. Chúng ta mặc nhiên chấp nhận rằng, thu nhập càng cao thì lượng tiền giữ vì mục tiêu giao dịch càng lớn. Điều này xuất phát từ tiền để thu nhập cao hơn thì chi tiêu cao hơn và lượng thanh toán sẽ cao hơn. Vì vậy, cầu tiền giao dịch được giả định là hàm tỷ lệ thuận với thu nhập:

$$M = M_i(Y) \quad (4.6)$$

Trong đó, M_i là cầu tiền giao dịch.

Lý do giữ tiền thứ hai là vì động cơ đầu cơ. Giả định rằng mọi lượng tiền giữ lớn hơn mức cần thiết để giao dịch đều là cầu tiền đầu cơ. Nếu lãi suất tăng, chi phí cơ hội của việc giữ tiền tăng. Ví dụ, nếu lãi suất là 5%/năm thì chi phí cơ hội của việc giữ tiền của \$100 là \$5/năm, nhưng nếu lãi suất tăng lên 10% thì chi phí cơ hội tăng lên \$10, như vậy cầu tiền đầu cơ sẽ giảm nếu lãi suất tăng. Có thể thể hiện mối quan hệ tỷ lệ nghịch giữa lãi suất và cầu tiền đầu cơ như sau:

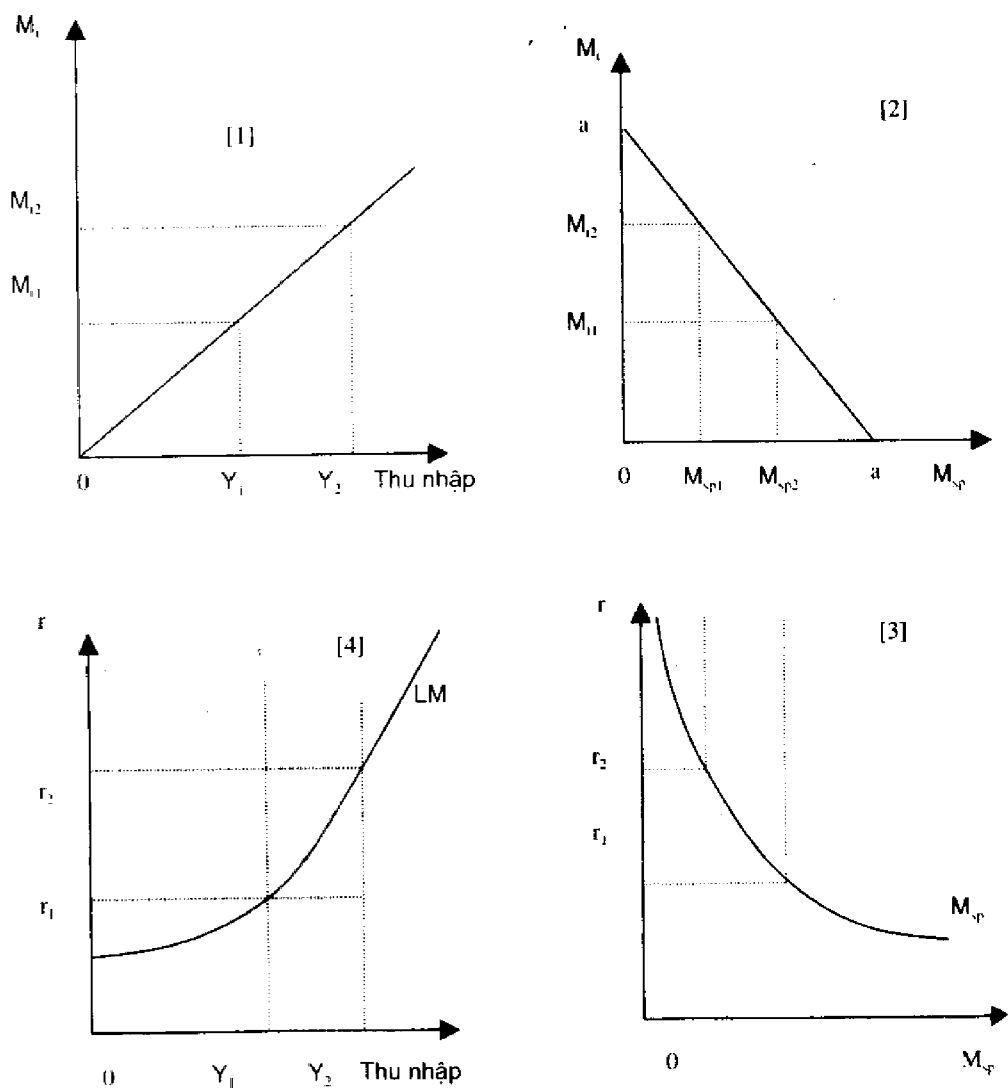
$$M_{sp} = M_{sp}(r) \quad dM_{sp}/dr < 0 \quad (4.7)$$

Trong đó, M_{sp} là cầu tiền đầu cơ.

Tại điểm cân bằng thị trường tiền tệ, cầu tiền (M_d) là tổng của cầu tiền giao dịch và cầu tiền đầu cơ bằng với cung tiền (M_s):

$$M_d = M_{sp} + M_i = M_s \quad (4.8)$$

Hình 4.3: Xây dựng đường LM trong nền kinh tế mở



Đường LM được xây dựng trên Hình 4.3. Góc phân tư thứ nhất thể hiện cầu tiền dưới dạng hàm tỷ lệ thuận với thu nhập. Khi thu nhập tăng từ Y_1 tới Y_2 , cầu tiền giao dịch tăng từ M_{d1} tới M_{d2} . Góc phân tư thứ hai thể hiện phân bố giữa cầu tiền giao dịch và cầu tiền đầu cơ tương ứng với mức cung tiền cố định. Khoảng Oa là

tổng cung tiền, vì vậy, nếu cầu tiền giao dịch là M_u , thì cầu tiền đầu cơ sẽ là $M_{pi} = Oa - M_u$. Góc phần tư thứ ba thể hiện cầu tiền đầu cơ dưới dạng một đường dốc xuống từ trái sang phải vì cầu tiền đầu cơ có mối quan hệ tỷ lệ nghịch với lãi suất. Đường này thể hiện M_{pi} là lượng cầu tiền đầu cơ được giữ tại mức lãi suất r_1 . Trên góc phần tư thứ tư tại lãi suất r_1 và thu nhập Y_1 , cầu tiền bằng cung tiền, kết hợp giữa r_1 và Y_1 này hình thành một điểm trên đường LM . Tiến hành tương tự với mức lãi suất r_2 tại thu nhập Y_2 cũng như với các mức lãi suất khác, chúng ta thu được các điểm tại đó cân bằng cung tiền và cầu tiền. Tập hợp tất cả các điểm này chính là đường LM . Đường LM thẳng dốc lên từ trái sang phải vì mức thu nhập cao hơn đòi hỏi lượng tiền giao dịch tương ứng cao hơn. Tại một mức cung tiền nhất định, cầu tiền đầu cơ phải chịu chi phí cơ hội (lãi suất) cao hơn.

Sự khác nhau giữa đường IS-LM trong nền kinh tế đóng và nền kinh tế mở:

Đối với đường IS: Có hai điểm khác biệt giữa đường IS trong nền kinh tế đóng và IS của nền kinh tế mở, đó chính là hai thành phần mới trong tổng cầu. Thành phần thứ nhất phụ thuộc vào tổng thu nhập là nhập khẩu, M . Nhập khẩu là thành phần mang dấu âm trong tổng cầu: $E = C + I + G + (X - M)$ và là hàm tỷ lệ nghịch với thu nhập quốc dân. Xu hướng nhập khẩu cận biên tác động và làm thay đổi độ dốc của đường IS . Thành phần mới thứ hai trong hàm tổng cầu của nền kinh tế mở là xuất khẩu. Xuất khẩu được giả định là biến ngoại sinh và vì vậy, xuất khẩu chỉ ảnh hưởng tới vị trí mà không ảnh hưởng tới độ dốc của IS . Đường IS trong nền kinh tế mở có mối quan hệ chặt chẽ với cân thanh toán.

Đối với đường LM: Tuy trong phương trình xây dựng đường LM trên đây không có sự khác biệt giữa LM trong nền kinh tế đóng và mở, nhưng thực chất, tài khoản vốn trong cân thanh toán tác động đến LM trong nền kinh tế mở. LM là tập hợp các điểm

cân bằng giữa cung và cầu trên thị trường tiền tệ, trong khi cung tiền có thể bị tác động lớn từ các dòng vốn ra và vào nội địa, đặc biệt là các khoản thanh toán chính thức. Dự trữ ròng ngoại hối là một bộ phận của cung tiền. Khi có dòng ngoại hối vào, dòng này phải đi qua các ngân hàng thương mại để chuyển thành nội tệ, hoặc ngân hàng trung ương sẽ mua khoản ngoại hối này bằng nội tệ làm cung tiền nội tệ tăng lên. Vì vậy, thực chất LM nên kinh tế mở phụ thuộc vào độ mở cửa của thị trường tài chính. Mặc dầu vậy, phương trình trên vẫn giả định cung tiền là biến ngoại sinh như trong nền kinh tế đóng.

3.3. Xây dựng đường BP trong nền kinh tế mở

Đường cân cân thanh toán BP là tập hợp các kết hợp khác nhau của lãi suất và thu nhập đảm bảo sự cân bằng trong cân cân thanh toán. Giả định rằng, xuất khẩu không phụ thuộc vào thu nhập quốc gia và lãi suất, nhập khẩu là hàm tỷ lệ thuận với thu nhập, nghĩa là:

$$M = M_0 + mY \quad (4.9)$$

Nói chính xác hơn, nhập khẩu là hàm của nhập khẩu tự định M_0 và thu nhập theo xu hướng nhập khẩu cận biên m .

Như đã trình bày trong Bài 3, cân cân thanh toán bao gồm ba bộ phận chính: cân cân vãng lai CA , cân cân vốn K và thay đổi trong dự trữ quốc gia dR . Khi cung và cầu ngoại hối bằng nhau (có cân bằng ngoại) thì chính phủ không có lý do gì để phải thay đổi dự trữ ngoại hối. Điều này cũng giống như khi thâm hụt cân cân vãng lai được bù đắp bởi thặng dư cân cân vốn (hay khi thặng dư cân cân vãng lai phải bù đắp thâm hụt cân cân vốn) thì cân cân thanh toán vẫn cân bằng và chính phủ không phải thay đổi dự trữ ngoại hối.

Vì xuất khẩu là biến ngoại sinh và nhập khẩu là một hàm tỷ lệ thuận với thu nhập nên khi thu nhập tăng thì thặng dư cân cân vãng lai giảm (hay thâm hụt cân cân vãng lai tăng). Dòng vốn

ròng là hàm của lãi suất nội địa. Giả định rằng lãi suất của tất cả các nước khác trên thế giới cố định thì khi lãi suất nội địa tăng lên sẽ thu hút nhiều dòng vốn vào thị trường nội địa hơn. Mỗi quan hệ này có thể thể hiện như sau:

$$K = K(r) \quad (4.10)$$

Vì đường BP là tập hợp các mức thu nhập và lãi suất để cân cân thanh toán cân bằng nên có thể viết phương trình đường BP như sau:

$$X - M + K = 0 \quad (4.11)$$

Hay:

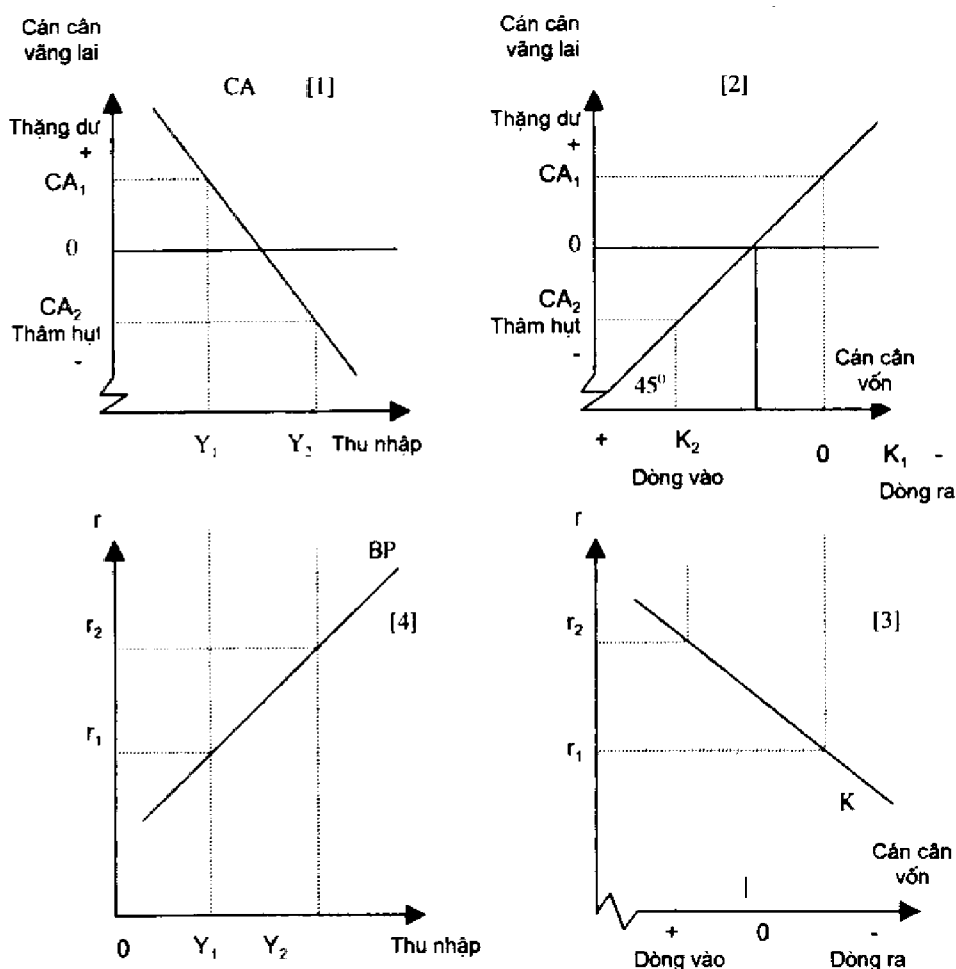
$$\bar{X} - \bar{M}_s + mY + K$$

$K > 0$ thể hiện giá trị ròng của dòng vốn vào (sau khi đã trừ đi dòng vốn ra) là dương; $K < 0$ thể hiện giá trị ròng của dòng vốn ra lớn hơn giá trị của dòng vốn vào.

Hình 4.4. xây dựng đường BP . Góc phần tư thứ nhất thể hiện mối quan hệ giữa cán cân vãng lai và thu nhập quốc gia. Đường cán cân vãng lai là một đường thẳng dốc xuống từ trái sang phải, vì thu nhập tăng sẽ làm tăng nhập khẩu, dẫn đến cán cân vãng lai xấu đi. Tại mức thu nhập Y_1 , cán cân vãng lai thặng dư tại CA_1 . Khi thu nhập tăng lên Y_2 , cán cân vãng lai thâm hụt tại CA_2 . Để cán cân thanh toán luôn cân bằng, cán cân vốn và cán cân vãng lai luôn phải bù đắp lẫn nhau. Điều này thể hiện trên đường 45° trên góc phần tư thứ hai. Lượng thâm hụt hay thặng dư trong cán cân vãng lai được chuyển tương ứng sang lượng thặng dư hay thâm hụt trong cán cân vốn. Khi cán cân vãng lai thặng dư CA_1 , đòi hỏi một dòng ra tương ứng là K_1 , khi cán cân vãng lai thâm hụt CA_2 , đòi hỏi một dòng vào K_2 . Góc phần tư thứ ba thể hiện lãi suất tương ứng nhằm thu hút được dòng vốn vào/ra phù hợp, đảm bảo cân bằng cán cân thanh toán. Ảnh hưởng của lãi suất đối với di chuyển vốn được thể hiện bằng một đường thẳng dốc xuống từ trái sang phải, vì lãi suất cao sẽ thúc đẩy người nước ngoài đầu tư vốn vào thị trường nội địa trong khi lãi suất thấp sẽ là động

lực của các dòng vốn ra. Vì vậy, dòng ra K_1 sẽ tương ứng với lãi suất thấp r_1 và dòng vào K_2 sẽ tương ứng với lãi suất cao r_2 .

Hình 4.4: Xây dựng đường BP



Vì mức thu nhập Y_1 tạo thặng dư cán cân vãng lai nên cần có một dòng vốn ra để cân bằng cán cân thanh toán. Lãi suất thấp r_1 thúc đẩy rút vốn khỏi thị trường nội địa. Kết hợp thu nhập Y_1 và lãi suất r_1 hình thành nên một điểm trên đường BP ở góc phần tư thứ tư. Thực hiện qui trình tương tự, chúng ta sẽ xây dựng được các điểm khác nhau trên đường BP. Đường BP dốc lên là vì thu nhập

cao hơn sẽ làm cán cân vãng lai xấu đi và điều này đòi hỏi phải giảm dòng vốn ra hay tăng dòng vốn vào nghĩa là đòi hỏi lãi suất giảm đi. Mọi điểm trên đường BP đều thể hiện những tập hợp thu nhập và lãi suất đảm bảo cán cân thanh toán cân bằng. Tại mọi điểm bên trái đường BP , tại một mức lãi suất nhất định tương ứng với dòng vốn nhất định, do thu nhập thấp hơn thu nhập cần thiết để cán cân thanh toán cân bằng nên cán cân vãng lai thặng dư và kết quả là cán cân thanh toán thặng dư. Suy luận tương tự, mọi điểm bên phải của BP , cán cân thanh toán luôn thâm hụt do thu nhập lớn hơn mức thu nhập tại điểm cân bằng tương ứng với lãi suất.

Phương trình 4.10 thể hiện sự khác biệt lớn giữa mô hình Mundell-Fleming và các quan điểm tiếp cận cơ giản và quan điểm tiếp cận chi tiêu trong Bài 3. Trong khi hai trường phái sau chỉ quan tâm tới cán cân vãng lai thì mô hình Mundell-Fleming đã xem xét đến tác động của di chuyển vốn. Tuy nhiên, phương trình 4.10 mới chỉ thể hiện sự phụ thuộc của dòng tiền vào lãi suất nội địa. Thực chất, có rất nhiều yếu tố tác động tới di chuyển vốn. Một yếu tố quan trọng nhất là lãi suất ở nước ngoài hay lãi suất thế giới. Lãi suất nội địa sẽ không phát huy được tác dụng tác động vào dòng vốn vào, ra nếu lãi suất nội địa bằng lãi suất thế giới và cả hai lãi suất cùng biến động cùng chiều với độ lớn. Như vậy, để phản ánh đúng phương trình dòng vốn, hàm K phải là hàm của chênh lệch lãi suất nội địa và lãi suất thế giới r^* :

$$K = K(r - r^*)$$

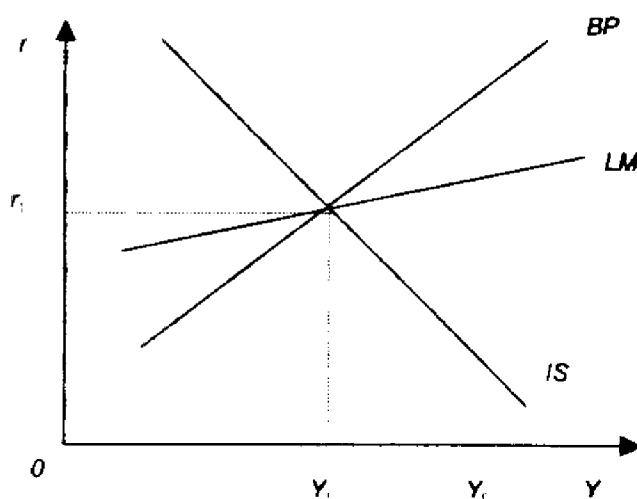
Trong phương trình đường BP trên đây, lãi suất thế giới được giả định là biến ngoại sinh cố định.

3.4. Cân bằng của mô hình IS-LM-BP

Hình 4.5 tổng hợp cả ba đường đã xây dựng trên đây IS , LM , BP để xác định một mô hình cân bằng. Trong Hình 4.5, đường BP được vẽ dốc hơn đường LM nhưng không phải trong mọi trường

hợp BP luôn dốc hơn LM . Độ dốc của BP còn phụ thuộc vào mức độ tự do di chuyển vốn (sẽ xem xét trong phần 4). Thay đổi độ dốc tương đối của hai đường này sẽ tác động tới những kết quả chính sách khác nhau. Trên Hình 4.5 cả ba đường này đều đi qua điểm A tại mức lãi suất r , và thu nhập Y_1 . Mức thu nhập Y_1 thấp hơn thu nhập tại điểm toàn dụng nhân công Y , chứng tỏ rằng có thất nghiệp trong nền kinh tế. Mặc dầu nền kinh tế chưa có cân bằng trong nhưng đã đạt được cân bằng ngoài vì IS cắt LM tại một điểm trên đường BP .

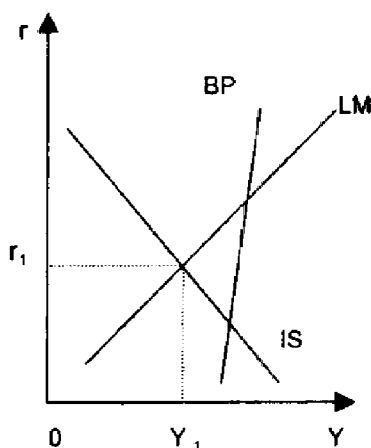
Hình 4.5: Cân bằng của mô hình IS-LM-BP



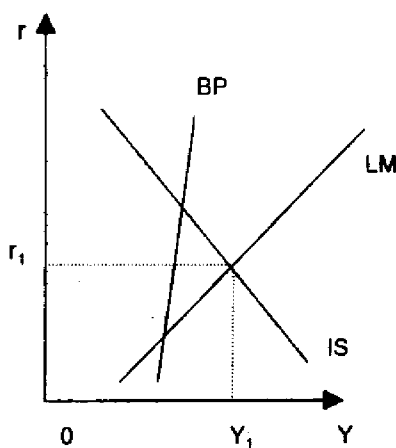
Đường IS và LM không cắt nhau tại điểm toàn dụng nhân công là vì tại mức sản lượng toàn dụng nhân công, tổng giá trị các biến ra dự kiến (gồm tiết kiệm và chi tiêu nhập khẩu) lớn hơn tổng giá trị biến vào dự kiến (chi tiêu chính phủ, xuất khẩu và đầu tư). Các nhà sản xuất phải giảm sản lượng sản xuất do tồn kho nhiều hàng hoá không bán được. Các nhà sản xuất lựa chọn sản xuất tại Y_1 khi tổng giá trị biến ra dự kiến bằng tổng giá trị biến vào dự kiến.

Hình 4.6(a) và Hình 4.6(b) thể hiện hai trường hợp khi có thặng dư và thâm hụt cán cân thanh toán. IS cắt LM bên trái của BP , nghĩa là thu nhập quá thấp, trong khi lãi suất quá cao so với điểm cân bằng trong, vì vậy, cán cân thanh toán thặng dư. Tại Hình 4.6(b), cán cân thanh toán thâm hụt vì IS cắt LM tại một điểm bên phải của BP , thu nhập Y_2 quá cao trong khi lãi suất r_2 lại quá thấp so với giá trị tại điểm cân cân thanh toán cân bằng.

Hình 4.6: Thặng dư và thâm hụt cán cân thanh toán -
(a) thặng dư và (b) thâm hụt



(a)



(b)

4. PHÂN TÍCH ẢNH HƯỞNG CÁC CHÍNH SÁCH THEO MÔ HÌNH MUNDELL-FLEMING

Để có thể sử dụng mô hình Mundell-Fleming phân tích các tác động chính sách, trước hết cần phân tích tác động của từng chính sách tiền tệ, tài khoá và tỷ giá tới từng đường IS , LM , BP . Trên cơ sở các tác động làm dịch chuyển từng đường này, chúng ta sẽ xem xét tác động tổng hợp của một hay nhiều chính sách lên cả ba đường trong nền kinh tế.

4.1. Các yếu tố làm dịch chuyển các đường IS, LM và BP

Các yếu tố dịch chuyển đường IS

Đường *IS* sẽ dịch chuyển sang phải khi ít nhất một trong các biến đầu tư, chi tiêu chính phủ, chi tiêu xuất khẩu tăng lên vì khi các biến vào tăng, đòi hỏi lượng thu nhập lớn hơn dẫn đến sự gia tăng trong các biến ra dưới dạng tổng của tiết kiệm và chi tiêu nhập khẩu. Khi tiết kiệm hoặc nhập khẩu tự định giảm, lượng thu nhập sẽ phải cao hơn để đẩy các biến ra tăng bằng với các biến vào, dẫn đến đường *IS* dịch chuyển sang phải. Yếu tố khác làm *IS* dịch chuyển sang phải là phá giá khi điều kiện Marshall-Lerner thoả mãn. Phá giá làm cho nhập khẩu giảm và xuất khẩu tăng lên, dẫn đến các biến vào vượt quá các biến ra, đòi hỏi thu nhập phải tăng để đưa nền kinh tế về vị trí cân bằng.

Các yếu tố làm dịch chuyển đường LM

Cung tiền nội địa tăng tại một mức lãi suất tương đối cố định đòi hỏi lượng thu nhập cao hơn để tăng cầu tiền giao dịch, nhằm đảm bảo cân bằng trên thị trường tiền tệ, vì vậy, đường *LM* dịch chuyển sang phải. Do chỉ số giá là chỉ số bình quân gia quyền của rổ hàng hoá, bao gồm cả hàng hoá nội địa và nhập khẩu nên phá giá sẽ làm giá hàng hoá nhập khẩu tăng lên kéo theo chỉ số giá tăng lên. Chỉ số giá tăng sẽ làm cung tiền thực giảm đi trong khi cầu tiền chưa thay đổi. Để thị trường tiền tệ cân bằng cầu tiền, cầu tiền giao dịch phải giảm, nghĩa là thu nhập phải giảm đi, khi đó đường *LM* dịch chuyển sang trái.

Các yếu tố làm dịch chuyển đường BP

Khi xuất khẩu ngoại sinh tăng hoặc nhập khẩu tự định giảm, cán cân vãng lai sẽ được cải thiện, đường *BP* dịch chuyển sang phải nhằm làm tăng lượng nhập khẩu cần thiết để cân bằng cán cân thanh toán. Khi điều kiện Marshall-Lerner thoả mãn, phá giá cũng làm dịch chuyển đường *BP*. Khi đó, kim ngạch xuất khẩu sẽ tăng và kim ngạch nhập khẩu sẽ giảm, cán cân vãng lai cải thiện

và biện pháp duy nhất để duy trì cân bằng là tăng thu nhập nội địa nhằm khôi phục lại nhập khẩu.

4.2. Phân tích ảnh hưởng của các chính sách theo mô hình Mundell-Fleming

Tuy sơ đồ Swan đã khẳng định rằng, cần phải có sự phối hợp chính sách mới có thể cùng đạt được cân bằng trong và ngoài, nhưng sơ đồ này không phân biệt tác động chính sách khác nhau của chính sách tiền tệ và tài khoá và không trả lời được câu hỏi: liệu kết hợp chính sách tài khoá và tiền tệ có đảm bảo hai mục tiêu cân bằng hay phải có sự góp mặt của chính sách tỷ giá? Trước khi trả lời câu hỏi này, chúng ta cần xem xét sự tác động của từng chính sách độc lập.

Chính sách tiền tệ

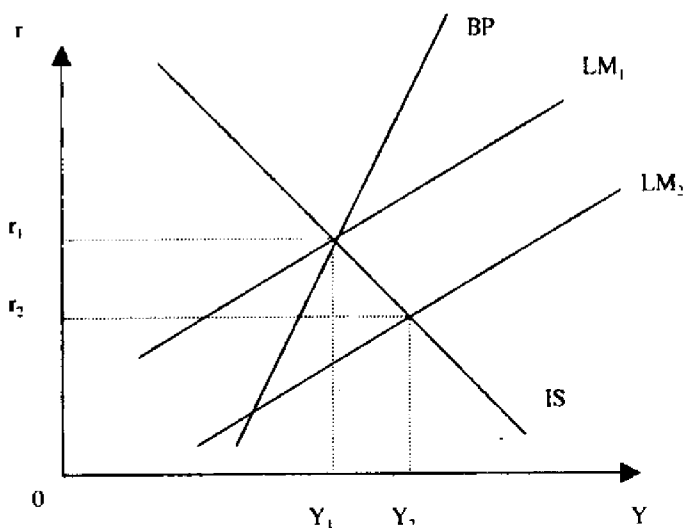
Chính phủ có thể thực hiện một chính sách tiền tệ mở rộng bằng cách mua trái phiếu trên thị trường. Hành động này đẩy giá trái phiếu và làm giảm lãi suất. Lãi suất giảm thúc đẩy đầu tư và làm sản lượng tăng lên. Sản lượng tăng tác động xấu tới cán cân vãng lai, đồng thời lãi suất giảm dẫn đến dòng vốn di chuyển ra, đẩy cán cân thanh toán vào tình trạng thâm hụt. Ngược lại, khi chính phủ áp dụng chính sách tiền tệ thắt chặt bằng cách bán trái phiếu ra thị trường, giá trái phiếu sẽ giảm xuống và làm lãi suất nội địa tăng lên. Lãi suất tăng không khuyến khích đầu tư và làm giảm sản lượng. Cán cân thanh toán cải thiện do nhập khẩu giảm và lãi suất cao thu hút dòng vốn di chuyển vào.

Chính sách tài khoá

Chính phủ có thể thực hiện chính sách mở rộng tài khoá bằng cách tăng chi tiêu chính phủ (chi tiêu này có thể được tài trợ bằng cách bán thêm trái phiếu ra thị trường). Tăng chi tiêu đẩy đường *IS* dịch chuyển sang phải một lượng bằng số nhân chi tiêu. Tuy nhiên, hành động bán trái phiếu để tài trợ cho chi tiêu đã làm lãi suất nội địa tăng lên và phần nào hạn chế mức tăng của sản

lượng. Mức ảnh hưởng chính xác của chính sách mở rộng tài khoá tới cân cân thanh toán không rõ ràng vì tăng sản lượng sẽ kéo theo tăng nhập khẩu và tác động xấu tới cân cân vãng lai, trong khi lãi suất cao sẽ thu hút dòng vốn di chuyển vào làm cải thiện cân cân vốn. Tác động ngược của chính sách tài khoá thắt chặt tới cân cân thanh toán cũng có kết quả tương tự. Lưu ý rằng, chính sách tài khoá này không tác động tới cung tiền khu vực tư nhân vì toàn bộ số tiền phát sinh từ hoạt động bán (mua) trái phiếu đều tác động tới nền kinh tế thông qua tăng (giảm) chi tiêu chính phủ. Như vậy, khác với chính sách tiền tệ, ảnh hưởng của chính sách tài khoá tới cân cân thanh toán là không rõ ràng.

Hình 4.7: Chính sách tiền tệ mở rộng dưới chế độ tỷ giá cố định



Can thiệp điều hoà và can thiệp không điều hoà

Một loại chính sách khác mà chúng ta cần phân biệt là sự khác nhau giữa can thiệp điều hoà và can thiệp không điều hoà trên thị trường ngoại hối. Trong chính sách can thiệp điều hoà, chính phủ triệt tiêu ảnh hưởng của thay đổi dự trữ trên thị trường ngoại hối tới tiền cơ sở nội địa. Ngược lại, trong chính sách can

thiệp không điều hoà, chính phủ để thay đổi dự trữ ngoại hối tác động tới tiền cơ sở.

Có thể phân biệt rõ hai loại can thiệp thông qua xem xét tác động của chính sách tiền tệ mở rộng dưới chế độ tỷ giá cố định trong Hình 4.7. Chính sách tiền tệ mở rộng đẩy đường LM dịch chuyển sang phải từ LM_1 tới LM_2 . Lãi suất giảm xuống r_2 và thu nhập tăng lên Y_2 . Cân cân thanh toán thâm hụt vì chính sách này tác động xấu tới cả cân cân vãng lai và cân cân vốn. Thâm hụt này chứng tỏ rằng có dư cung nội tệ trên thị trường ngoại hối. Để giữ được tỷ giá cố định, chính phủ phải mua nội tệ bằng dự trữ ngoại hối.

Thông thường, hành động mua nội tệ sẽ đẩy đường LM từ LM_2 về LM_1 . Đây chính là kết quả của một chính sách can thiệp không điều hoà, nghĩa là chính phủ cho phép tác động trên thị trường ngoại hối ảnh hưởng tới cung tiền. Tuy nhiên, lượng cung tiền giảm do can thiệp của chính phủ vào thị trường ngoại hối sẽ được triệt tiêu bằng một lượng nội tệ để đảm bảo dự trữ không đổi, đường LM vẫn giữ tại LM_2 . Khi đó, cân cân thanh toán sẽ liên tục không ngừng và dự trữ liên tục giảm. Chính sách điều hoà này chỉ có thể tồn tại trong ngắn hạn vì áp dụng chính sách này trong dài hạn sẽ tất yếu dẫn đến phá giá.

5. ẢNH HƯỞNG CỦA CÁC CHÍNH SÁCH DƯỚI CHẾ ĐỘ TỶ GIÁ CỐ ĐỊNH VÀ THẢ NỔI

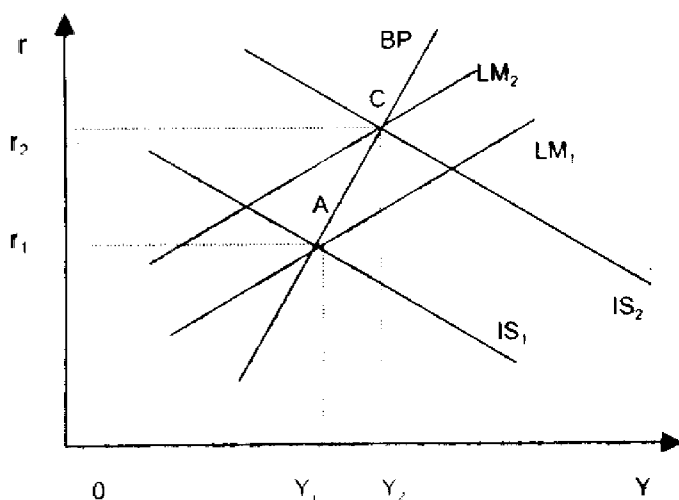
Phần này xem xét các tác động chính sách tới cân bằng chung của mô hình, nói cách khác là xem xét ảnh hưởng chính sách tới mức thu nhập và lãi suất tại điểm cân bằng trong và ngoài. Công cụ chính sách trong phần này sẽ là chính sách tài khoá và tiền tệ. Nếu chính phủ điều chỉnh và tác động tới tỷ giá thì đây sẽ là công cụ thứ ba. Tỷ giá sẽ được xem xét dưới hai chế độ: tỷ giá cố định (chính phủ tác động và sử dụng tỷ giá như công cụ chính sách) và chế độ tỷ giá thả nổi (các yếu tố và quy luật thị trường xác định tỷ giá).

5.1. Các chính sách dưới chế độ tỷ giá cố định

Tác động chính sách dưới chế độ tỷ giá cố định được thể hiện trên Hình 4.8. Giả sử nền kinh tế ban đầu tại điểm A với lãi suất r_1 và thu nhập Y_1 . Tại điểm A , nền kinh tế đạt cân bằng ngoài do A nằm trên BP nhưng sản lượng thấp hơn sản lượng toàn dụng nhân công Y_f .

Chính phủ cố gắng giảm thất nghiệp bằng một chính sách tài khoá mở rộng tài trợ bằng bán trái phiếu ra thị trường. Chính sách này đẩy IS dịch chuyển sang phải từ IS_1 sang IS_2 . Sản lượng nội địa tăng đẩy nền kinh tế đạt tới điểm B . Do sản lượng lớn hơn mức toàn dụng nhân công nên nhập khẩu tăng và đẩy cán cân vãng lai vào tình trạng thâm hụt. Mặc dầu lãi suất cao hơn cũng thu hút thêm dòng vào, nhưng nhìn chung, cán cân thanh toán vẫn thâm hụt vì nền kinh tế đang nằm bên phải đường BP . Chính phủ buộc phải mua nội tệ trên thị trường ngoại hối nhưng vì theo đuổi chính sách điều hoà nên LM giữ nguyên tại LM_1 . Như vậy, sử dụng một công cụ chính sách (ở đây là chính sách tài khoá), chính phủ chỉ có thể tạm thời đạt được mục tiêu cân bằng trong và không đạt được mục tiêu cân bằng ngoài.

Hình 4.8: Cân bằng trong và ngoài dưới chế độ tỷ giá cố định



Chính phủ có thể đạt được mục tiêu lý tưởng của mình bằng cách kết hợp các công cụ chính sách. Sau khi áp dụng chính sách tài khoá mở rộng, chính phủ sử dụng chính sách tiền tệ thắt chặt. Chính sách tiền tệ thắt chặt đẩy đường LM di chuyển từ LM_1 lên LM_2 và đi qua điểm C trên đường BP . Kết hợp chính sách tiền tệ thắt chặt này làm lãi suất tăng cao hơn chính sách tài khoá độc lập và vì vậy thu hút thêm nhiều nguồn vốn từ nước ngoài, cải thiện cán cân vốn và đưa cán cân thanh toán trở lại trạng thái cân bằng. Kết hợp chính sách tài khoá mở rộng và tiền tệ thắt chặt có thể đạt được cả cân bằng trong và ngoài. Từ phân tích này có thể thấy rằng, chính phủ có thể đạt được cả hai mục tiêu cân bằng trong và ngoài bằng chính sách tài khoá và tiền tệ mà không cần chính sách tỷ giá. Nói cách khác, vì chính phủ chỉ đặt ra hai mục tiêu nên chỉ cần hai công cụ chính sách.

5.2. Các chính sách dưới chế độ tỷ giá thả nổi

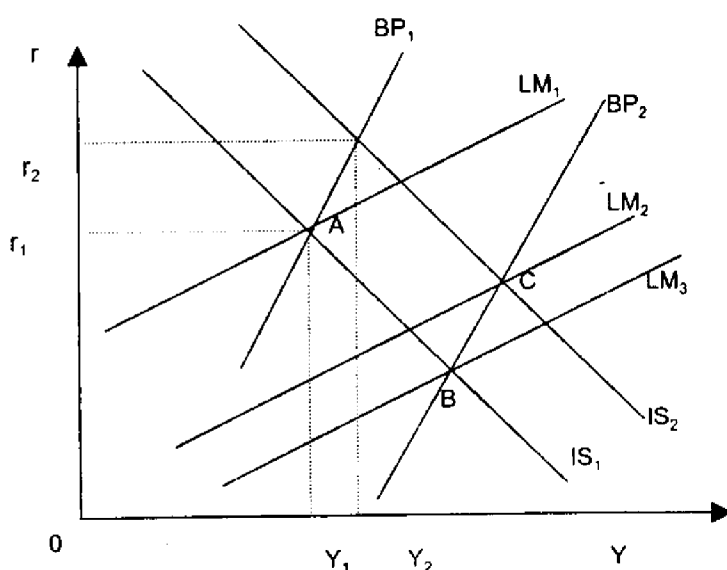
5.2.1. Chính sách tiền tệ dưới chế độ tỷ giá thả nổi

Theo phân tích trên sơ đồ Swan, bằng cách kết hợp một chính sách tỷ giá và một chính sách thay đổi chi tiêu có thể đạt được cả cân bằng trong và ngoài. Câu hỏi chúng ta đặt ra là: *liệu có sự khác nhau giữa kết hợp chính sách tiền tệ - tỷ giá và kết hợp chính sách tài khoá - tỷ giá không?* Để trả lời câu hỏi này, trước hết hãy xem xét trường hợp kết hợp điều chỉnh tỷ giá với chính sách tiền tệ, sau đó sẽ so sánh với trường hợp kết hợp điều chỉnh tỷ giá với chính sách tài khoá.

Hình 4.9 xem xét trường hợp ảnh hưởng của chính sách tiền tệ mở rộng dưới chế độ tỷ giá thả nổi. Trong Hình 4.9, ban đầu, nền kinh tế cân bằng tại điểm A với lãi suất r_1 và sản lượng Y_1 . Chính sách tiền tệ mở rộng đẩy đường LM từ LM_1 tới LM_2 . Kết hợp giảm lãi suất và tăng thu nhập làm cán cân thanh toán thâm hụt tại B . Tuy nhiên, trong chế độ tỷ giá thả nổi, thị trường sẽ tự động điều chỉnh dẫn đến tỷ giá tăng làm đường IS dịch chuyển sang phải từ IS_1 tới IS_2 và đường BP dịch chuyển sang phải từ BP_1 tới BP_2 .

Đồng thời tỷ giá tăng làm tăng chỉ số giá, cung và cầu tiền giảm đi, đường LM dịch chuyển ngược từ LM_2 sang trái cho tới khi LM_3 đồng thời cắt IS và BP tại điểm C với lãi suất r_2 và thu nhập Y_2 . Như vậy, sử dụng chính sách tiền tệ mở rộng và tỷ giá tự do điều chỉnh có thể dễ dàng đưa nền kinh tế tới mức toàn dụng nhân công và đồng thời đạt cân bằng ngoài.

Hình 4.9: Chính sách nới rộng tiền tệ dưới chế độ tỷ giá thả nổi



Tóm lại, chính sách tiền tệ mở rộng làm giảm lãi suất và tăng thu nhập. Mức lãi suất thấp hơn sẽ làm giảm dòng vốn vào hay tăng dòng vốn ra so với trước khi cung tiền mở rộng trong khi thu nhập tăng tác động xấu tới cán cân vãng lai. Tỷ giá tăng sẽ cải thiện cán cân vãng lai đúng bằng mức để triệt tiêu ảnh hưởng trước đây.

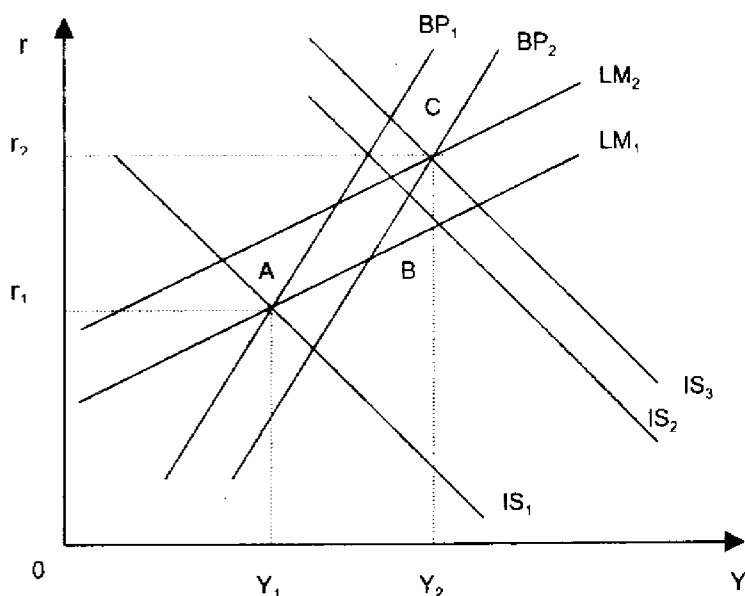
5.2.2. Chính sách tài khoá mở rộng dưới chế độ tỷ giá thả nổi

Tác động của mở rộng tài khoá tới tỷ giá dưới chế độ tỷ giá thả nổi phụ thuộc chặt chẽ vào độ dốc của đường BP so với đường

LM Phần này sẽ xem xét hai trường hợp: (1) đường **BP** dốc hơn đường **LM** và (2) đường **LM** dốc hơn đường **BP**.

Trường hợp 1: Đường BP dốc hơn đường LM

Hình 4.10: Trường hợp 1 - Chính sách tài khoá mở rộng dưới chế độ tỷ giá thả nổi



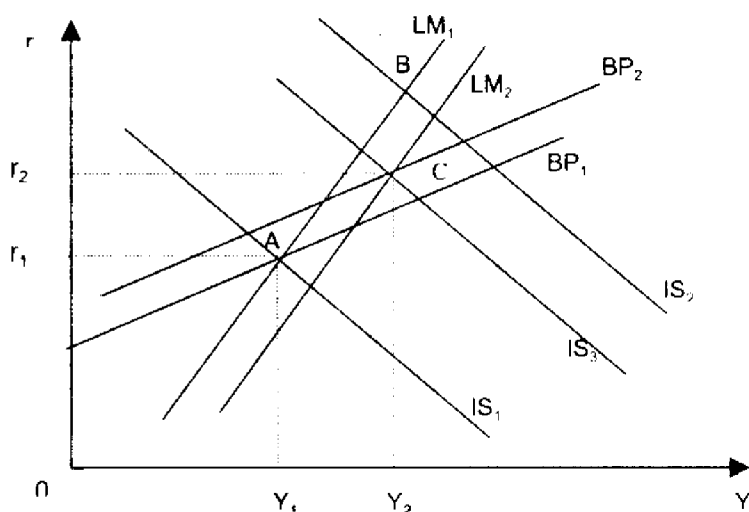
Hình 4.10 miêu tả trường hợp 1, trong đó, đường **BP** dốc hơn đường **LM**. Khi đó, di chuyển vốn tương đối không nhạy cảm với thay đổi lãi suất trong khi cầu tiền lại tương đối nhạy cảm so với lãi suất.

Như thể hiện trên Hình 4.10, chính sách tài khoá mở rộng dịch chuyển đường **IS** từ IS_1 tới IS_3 . Lãi suất nội địa và thu nhập tăng có ảnh hưởng trái ngược tới cân cân thanh toán: thu nhập tăng tác động xấu tới cân cân vàng lại trong khi lãi suất tăng cải thiện cân cân vốn. Tuy nhiên, vì dòng vốn tương đối không nhạy cảm với lãi suất nên tác động của thu nhập lớn hơn tác động của lãi suất và hậu quả là cân cân thanh toán rơi vào tình trạng thâm hụt. Thâm hụt cân cân thanh toán đòi hỏi phá giá và tỷ giá tăng

đẩy đường BP từ BP_1 sang phải tới BP_2 và phá giá cùng dịch chuyển đường LM sang trái từ LM_1 tới LM_2 , đồng thời cũng làm đường IS dịch chuyển tới IS_3 . Cuối cùng, cân bằng nền kinh tế đạt được tại điểm C với lãi suất r_2 và thu nhập Y_2 . Như vậy, kết hợp lãi suất cao và phá giá đã triệt tiêu thâm hụt cán cân thanh toán do thu nhập thực tăng.

Trường hợp 2: Đường LM dốc hơn đường BP

Hình 4.11: Trường hợp 2 - Chính sách tài khoá mở rộng dưới chế độ tỷ giá thả nổi



Hình 4.11 mô tả trường hợp LM dốc hơn BP . Mở rộng tài khoá đẩy đường IS từ IS_1 tới IS_2 . Do dòng vốn nhạy cảm với lãi suất hơn cầu tiền nên thặng dư cán cân vốn lớn hơn thâm hụt cán cân vãng lai nên cán cân thanh toán thặng dư. Thặng dư này đòi hỏi nâng giá tiền tệ. Giá trị nội tệ tăng lên làm chỉ số giá giảm và đẩy đường LM sang phải từ LM_1 tới LM_2 , đẩy đường BP sang trái từ BP_1 tới BP_2 và lại kéo đường IS ngược trở lại từ IS_2 xuống IS_3 . Cân bằng nền kinh tế đạt tại điểm C có lãi suất cao hơn và trị giá nội tệ cao hơn (tỷ giá thấp hơn). Như vậy, tùy thuộc vào mức độ di chuyển vốn quốc tế, chính sách tài khoá mở rộng có thể đòi hỏi phá giá hay nâng giá tiền tệ.

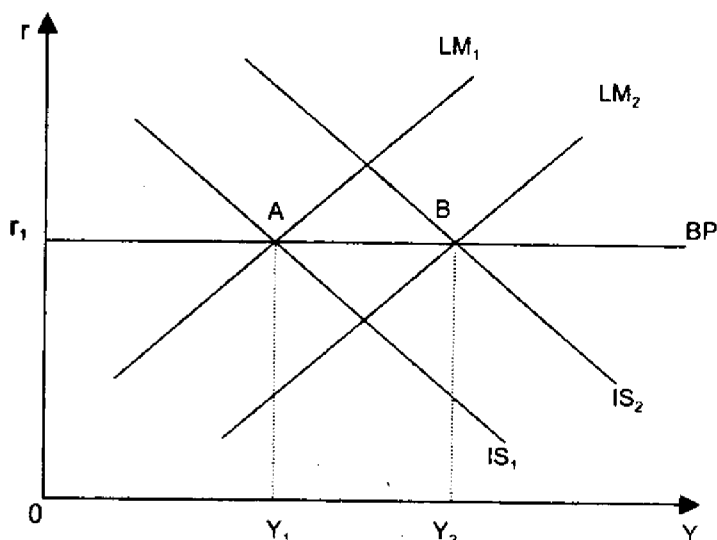
6. DI CHUYỂN VỐN HOÀN HẢO

Di chuyển vốn hoàn hảo là thể chế trong đó vốn được tự do lưu chuyển theo sự biến động của tỷ giá giữa các quốc gia với chi phí giao dịch không đáng kể. Ngoại trừ trường hợp đường *BP* thẳng đứng, mô hình Mundell-Fleming luôn giả định thị trường trong điều kiện di chuyển vốn hoàn hảo. Từ những năm 1970, khái niệm di chuyển vốn hoàn hảo thu hút rất nhiều sự chú ý. Khi mức độ lưu động vốn quốc tế càng tăng thì khả năng một nước có thể sử dụng một chính sách điều chỉnh vĩ mô độc lập càng trở nên khó khăn. Sự phát triển của các thị trường Đôla châu Âu (như nghiên cứu trong Bài 1) là một động lực mới thu hút sự quan tâm tới thị trường vốn hoàn hảo. Hậu quả của sự gia tăng lưu chuyển vốn hoàn hảo trên phạm vi thế giới không phải phạm vi nghiên cứu của môn học này. Vấn đề quan trọng hơn là xem xét tác động của lưu chuyển vốn hoàn hảo tới hiệu lực của các chính sách vĩ mô. Phần này sẽ sử dụng mô hình IS-LM trong nền kinh tế mở để xem xét tác động của di chuyển vốn hoàn hảo tới hiệu lực của chính sách tài khoá và tiền tệ.

Trước hết, giả định rằng di chuyển vốn là hoàn toàn tự do, nền kinh tế trong nước không có khả năng ảnh hưởng đến lãi suất thị trường quốc tế, mọi nỗ lực tăng lãi suất nội địa cao hơn lãi suất quốc tế đều thu hút các dòng vốn từ nước ngoài đầu tư vào mua trái phiếu nội địa và đẩy lãi suất nội địa giảm cho tới khi bằng lãi suất thị trường quốc tế. Ngược lại, mọi nỗ lực làm giảm lãi suất nội địa đều dẫn đến dòng vốn trong nước chảy ra nước ngoài nhằm tìm kiếm mức lãi suất cao hơn. Hành động bán trái phiếu nội địa và mua trái phiếu nước ngoài đưa lãi suất nội địa về mức bằng lãi suất quốc tế. Kết quả là, đường *BP* trong một thị trường có lưu chuyển vốn hoàn hảo luôn là đường thẳng nằm ngang tại mức lãi suất nội địa bằng lãi suất thị trường quốc tế.

6.1. Chế độ tỷ giá cố định và lưu chuyển vốn hoàn hảo

Hình 4.12: Tỷ giá cố định và lưu chuyển vốn hoàn hảo

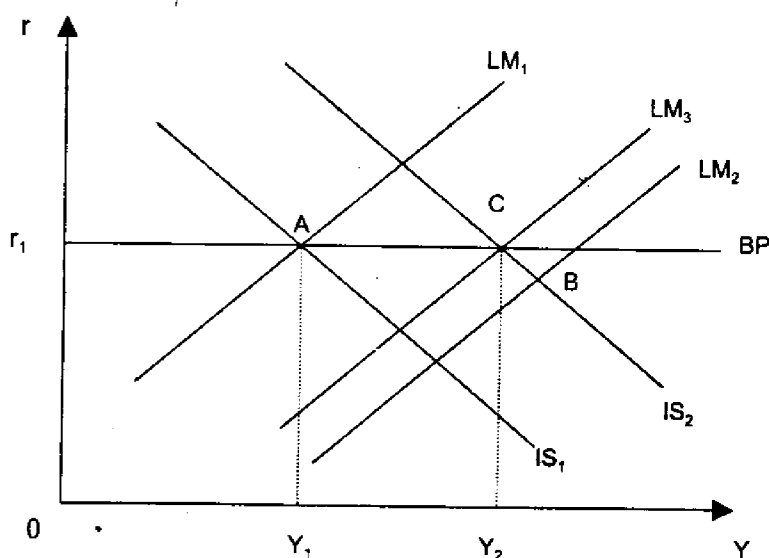


Hình 4.12 mô tả trường hợp di chuyển vốn hoàn hảo trong chế độ tỷ giá cố định. Nền kinh tế cân bằng tại giao điểm ban đầu giữa IS và LM với thu nhập Y_1 thấp hơn thu nhập toàn dụng nhân công Y_s . Nếu chính phủ cố gắng nâng sản lượng bằng cách áp dụng chính sách tiền tệ mở rộng thì đường LM sẽ dịch chuyển sang phải từ LM_1 tới LM_2 . Sự dịch chuyển này của LM gây ra áp lực giảm lãi suất nội địa dẫn đến di chuyển vốn ra. Dòng vốn di chuyển ra gây sức ép phá giá nội tệ và chính phủ phải tác động vào thị trường ngoại hối thông qua mua nội tệ bằng dự trữ ngoại hối. Mua lại nội tệ sẽ làm giảm cung tiền trong nước và hành động mua nội tệ chỉ dừng lại khi LM dịch chuyển về vị trí ban đầu với lãi suất nội địa bằng lãi suất quốc tế vì khi đó các áp lực phá giá mới kết thúc. Như vậy, trong một thị trường di chuyển vốn hoàn hảo thì mọi nỗ lực theo đuổi chính sách điều hoà đều gây ra tổn thất nghiêm trọng cho dự trữ ngoại hối quốc gia. Có thể nói, chính sách tiền tệ không có hiệu lực tác động tới sản lượng trong điều kiện di chuyển vốn hoàn hảo.

Ngược lại, trong trường hợp mở rộng tài khoá, đường IS sẽ dịch chuyển từ trái sang phải từ IS_1 tới IS_2 và gây ra áp lực đẩy lãi suất nội địa lên cao thu hút các dòng vốn di chuyển vào. Để tránh nâng giá tiền tệ, chính phủ phải mua ngoại hối dẫn đến tăng cung tiền và đẩy LM dịch chuyển sang phải. Cung tiền tiếp tục tăng cho tới khi đường LM cắt IS_2 tại mức lãi suất ban đầu cân bằng lãi suất quốc tế. Như vậy, dưới chế độ tỷ giá cố định và trong điều kiện lưu chuyển vốn hoàn hảo, một chính sách tài khoá độc lập cũng đủ khả năng tạo cân bằng trong và ngoài. Đây là trường hợp cá biệt của qui tắc mục tiêu - công cụ, mặc dù cũng có thể nói chính sách tiền tệ cũng đã tham gia thụ động vào quá trình điều chỉnh.

6.2. Chế độ tỷ giá thả nổi và lưu chuyển vốn hoàn hảo

Hình 4.13: Tỷ giá thả nổi và lưu chuyển vốn hoàn hảo



Trong Hình 4.13, điểm cân bằng nền kinh tế ban đầu đạt tại điểm đường IS_1 cắt đường LM_1 tại mức thu nhập Y_1 . Trong trường hợp tỷ giá thả nổi, giả sử chính phủ sử dụng chính sách tài khoá mở rộng để tăng sản lượng. Khi chi tiêu chính phủ tăng, đường IS

dịch chuyển sang phải từ IS_1 tới IS_2 . Nhưng việc bán trái phiếu để tài trợ cho chi tiêu chính phủ lại gây sức ép tới lãi suất và đẩy lãi suất nội địa tăng lên, dẫn đến dòng vốn di chuyển vào và gây áp lực nâng giá nội tệ. Nâng giá nội tệ lại làm giảm xuất khẩu và tăng nhập khẩu, đẩy đường IS về vị trí ban đầu. Như vậy, trong cơ chế tỷ giá thả nổi và lưu chuyển vốn hoàn hảo, chính sách tài khoá không thể tác động tới sản lượng thực của nền kinh tế.

Ngược lại, khi chính phủ sử dụng chính sách tiền tệ mở rộng, đường LM dịch chuyển từ LM_1 tới LM_2 và đẩy lãi suất nội địa hạ xuống, gây áp lực phá giá nội tệ. Phá giá nội tệ khuyến khích xuất khẩu và hạn chế nhập khẩu và đẩy đường IS dịch chuyển sang phải từ IS_1 tới IS_2 , đồng thời cũng gây áp lực giảm cung tiền thực và đẩy LM dịch chuyển ngược lại LM_1 . Kết quả là, thu nhập tăng lên Y_2 . Trong trường hợp này, một chính sách tiền tệ độc lập cũng có thể đạt được cả cân bằng trong và cân bằng ngoài mặc dầu tỷ giá phải điều chỉnh thụ động theo sự biến động trên thị trường tiền tệ.

Hiệu lực trái ngược của chính sách tài khoá và tiền tệ trong lưu chuyển vốn hoàn hảo dưới hai chế độ tỷ giá khác nhau là một trong những phát hiện nổi tiếng nhất của kinh tế học quốc tế. Chính sách tiền tệ không có hiệu lực tác động tới sản lượng trong chế độ tỷ giá cố định nhưng rất hữu hiệu trong chế độ tỷ giá thả nổi. Ngược lại, chính sách tài khoá có khả năng tác động tới lãi suất trong chế độ tỷ giá cố định nhưng không hề có hiệu lực trong chế độ tỷ giá thả nổi.

6.3. Đánh giá thực tế di chuyển vốn hoàn hảo

Thị trường tài chính của các nước kinh tế phát triển đã có những bước tiến đáng kể từ giữa những năm 1970. Những thay đổi này xuất phát từ nhiều yếu tố quan hệ với nhau như: bãi bỏ những quy chế chặt chẽ về thị trường tài chính đối với nhà đầu tư trong và ngoài nước, đặc biệt ở những nước phát triển; quốc tế hoá các thị trường tài chính quốc tế, sự ra đời các công cụ tài chính mới;

sự xuất hiện và phát triển của các tổ chức trung gian tài chính mới, đặc biệt là các tổ chức đầu tư trên thị trường như các công ty bảo hiểm, quỹ hưu trí, quỹ tương hỗ, quỹ đầu tư tín thác... Câu hỏi đặt ra là:

- *Làm thế nào để đo lường mức độ hội nhập quốc tế của các thị trường tài chính?*

Feldman (1986) và Levich (1987) đề cập đến ba phương pháp đo lường mức độ hội nhập của các thị trường tài chính. Phương pháp *pháp lý* tập trung vào quyền và khả năng pháp luật cho phép di chuyển vốn qua các quốc gia. Phương pháp *lượng* cho rằng lượng lưu chuyển vốn và các giao dịch qua biên giới càng lớn đồng nghĩa với mức độ quốc tế hoá thị trường tài chính càng cao. Phương pháp *giá* là một trong những phương pháp được đánh giá cao nhất. Phương pháp giá cho rằng, mức độ quốc tế hoá hoàn hảo khi giá đạt mức giá cân bằng trên toàn thế giới. Feldman coi ngang bằng lãi suất là tiêu chuẩn so sánh và như vậy, theo phương pháp giá, khi ngang bằng lãi suất nhỏ thì thị trường tài chính được xem là đã hội nhập. Cả ba phương pháp này đều khẳng định sự tiến bộ nhanh chóng trong tiến trình hội nhập các thị trường tài chính trên toàn thế giới trong 3 thập kỷ vừa qua. Tuy nhiên, *nguyên nhân của sự gia tăng mức độ tự do di chuyển vốn quốc tế là gì?*

Sự sụp đổ của Hệ thống Bretton Woods và chế độ tỷ giá cố định đồng thời với sự ra đời và phát triển của chế độ tỷ giá thả nổi trên hầu hết các thị trường tài chính đã tạo động lực cho quốc tế hoá các thị trường tài chính quốc tế, mở rộng giao dịch tín dụng và trái phiếu trên phạm vi thế giới và hình thành các công cụ tài chính mới hỗ trợ cho tiến trình phát triển này.

Tiếp sau đó, bắt đầu vào những năm 1950, các nước Tây Âu lần lượt bãi bỏ các kiểm soát và hạn chế giao dịch giữa các thành viên trong thị trường với các thành viên ngoài thị trường. Đặc biệt các chính phủ cho phép các tổ chức tài chính nước ngoài có

thể trở thành thành viên của thị trường chứng khoán nội địa. Cho tới tháng 10 - 1979, khi chính phủ Anh quyết định loại bỏ tất cả những hạn chế giao dịch và lưu chuyển vốn quốc tế, các dòng vốn được thực sự lưu chuyển tự do trong phạm vi thị trường tài chính của các nước phát triển. Các công ty có cơ hội tìm kiếm các nguồn tài trợ, các nhà đầu tư có cơ hội đa dạng hoá các danh mục đầu tư nhằm tối thiểu hoá rủi ro và tối đa hoá thu nhập trên các thị trường khác nhau.

Cùng với việc dỡ bỏ các kiểm soát giao dịch quốc tế, tự do hoá giao dịch trên phạm vi thị trường tài chính nội địa cũng được các chính phủ tăng cường thông qua loại bỏ các biện pháp quản lý hạn chế. Trước đó, các thị trường tài chính kể cả thị trường tài chính nội địa và quốc tế luôn là các thị trường bị kiểm soát nghiêm ngặt nhất, một phần nhằm bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư, đảm bảo sự phát triển bình ổn các thị trường tài chính, nhưng một phần khác là do thị trường tài chính là một trong những công cụ quan trọng và chính yếu trong các chính sách tiền tệ của chính phủ. Vì vậy, các thị trường tài chính được xây dựng thành các thể chế riêng biệt với những quy chế chặt chẽ về quản lý tài sản và vốn. Các đạo luật của chính phủ hạn chế cạnh tranh không chỉ giữa các hình thức thể chế thị trường khác nhau mà trong cả các thể chế cùng loại như các quy định về chuyên môn hoá và các rào cản xâm nhập. Thập kỷ vừa qua chứng kiến những thay đổi có ý nghĩa lớn trong môi trường luật pháp. Những thay đổi này là nhân tố tiên phong thúc đẩy cạnh tranh và quốc tế hoá tài chính. Sự phát triển không ngờ của thị trường tài chính Anh tháng 10 - 1986 là kết quả của những thay đổi và mở rộng chính sách trong năm 1979. Ngoài ra, sự phát triển vượt bậc của công nghệ thông tin trong những năm qua cũng là một phần nền tảng và nguyên nhân giải thích sự hội nhập của các thị trường tài chính nội địa.

Bên cạnh đó, các yếu tố *cơ cấu* cũng là một cách giải thích cho sự hội nhập thị trường tài chính. *Thứ nhất*, các công ty xuyên quốc

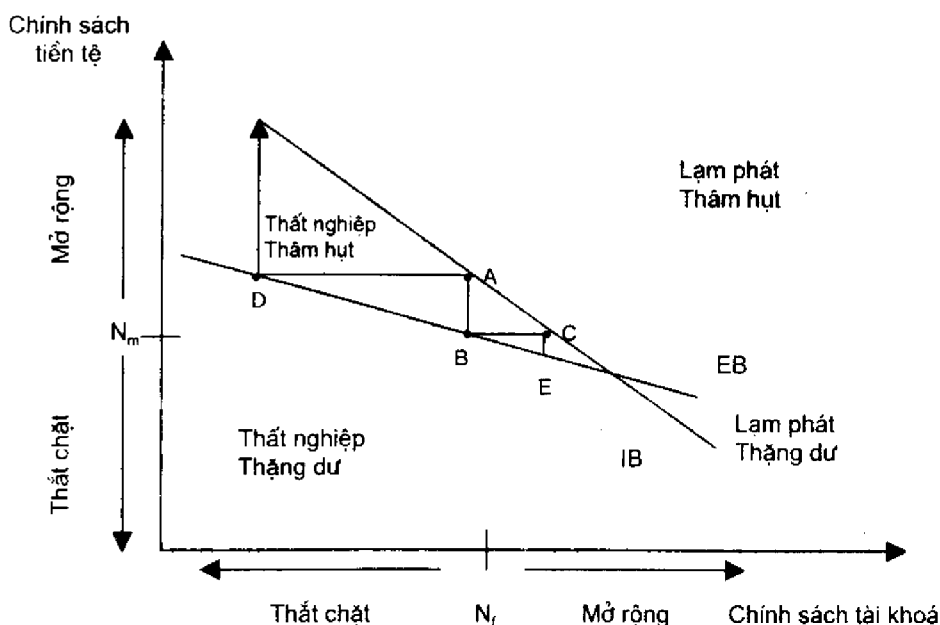
gia không chỉ mong muốn thực sự trở thành xuyên quốc gia thông qua sự có mặt của các chi nhánh và sản phẩm của họ trên toàn thế giới mà họ còn mong muốn thu hút các cổ đông ở tất cả các nước nhằm đáp ứng được nhu cầu đầu tư và kinh doanh. Đồng thời, quá trình quốc tế hoá về sản phẩm và tài chính này đem lại nhiều lợi ích cho các công ty xuyên quốc gia như khuyếch trương tên tuổi, nâng cao uy tín, biểu dương thanh thế, tăng thêm sự chú ý tới sản phẩm của công ty trong cộng đồng tài chính nước ngoài, đem lại sức mạnh lớn hơn trong cuộc cạnh tranh với các đối thủ. Tuy nhiên, quốc tế hoá cũng mang lại nguy cơ các công ty nội địa bị các đối thủ xuyên quốc gia và quốc tế có tiềm lực cả về tài chính và uy thế thôn tính. *Thứ hai*, là sự ra đời và phát triển của các tổ chức tài chính, cùng với mong muốn đa dạng hoá các danh mục đầu tư của các nhà quản lý tài chính nói riêng và của mọi nhà đầu tư nói chung nhằm điều chỉnh rủi ro và tối đa hoá thu nhập ở mức rủi ro họ chấp nhận.

Mặc dầu thị trường tài chính, đặc biệt là thị trường chứng khoán, ở các nước tư bản hàng đầu đã có những bước tiến quan trọng trong tiến trình hội nhập trong những năm gần đây, song, công cuộc hội nhập thực sự mới đang ở những bước chập chững ban đầu. Mức độ phân đoạn trên thị trường tài chính thế giới vẫn lớn và rõ ràng, vẫn tồn tại những khác biệt và rào cản lớn trên các thị trường tài chính nội địa. Thị trường tài chính chỉ thực sự hội nhập khi nhà đầu tư có thể truy cập mọi nguồn thông tin, tham gia vào tất cả các giao dịch bình đẳng không phân biệt đối xử. Các rào cản thông tin, chi phí giao dịch, cản trở luật pháp, các chính sách thuế đa dạng và khác biệt giữa các thị trường, những phân biệt đối xử giữa nhà đầu tư trong và ngoài nước đã, đang và sẽ hạn chế tiến trình hội nhập của các thị trường tài chính quốc tế. Chính vì vậy, mặc dù thực tế chứng minh sự phát triển vượt bậc của mức độ di chuyển vốn quốc tế, nhưng khả năng di chuyển vốn hoàn hảo vẫn đang chỉ là những giả định. Giả định này vẫn hạn chế ứng dụng thực tiễn của các lý thuyết tài chính quốc tế.

7. MỐI QUAN HỆ GIỮA MỤC TIÊU VÀ CÔNG CỤ CHÍNH SÁCH

Quy tắc mục tiêu - công cụ chính sách của Tinbergen cho rằng, để đạt được cả cân bằng trong và ngoài, chúng ta cần dùng tới hai kết hợp chính sách. Tuy nhiên, quy tắc này không cho biết nên áp dụng công cụ chính sách nào để đạt được mục tiêu nào. Mundell (1968) cho rằng, các nhà lập chính sách nên phân loại thị trường hiệu quả trước khi áp dụng luật của Tinbergen. Thông qua nguyên lý phân loại thị trường hiệu quả, Mundell kết luận “nên so sánh mục tiêu và công cụ chính sách và áp dụng công cụ chính sách phù hợp nhất với mục tiêu đó”. Ví dụ, nếu chính sách tiền tệ là chính sách hiệu quả nhất để tác động tới cân bằng ngoài và chính sách tài khoá có hiệu lực nhất khi muốn tác động tới sản lượng thì đây chính là cơ sở so sánh để tìm ra chính sách hiệu quả cho một mục tiêu chính sách. Theo Mundell, khi nguyên lý phân loại thị trường hiệu quả không được coi trọng thì nền kinh tế sẽ rơi vào tình trạng bất ổn chu kỳ.

Hình 4.14: Phân công chính sách



Bài toán mà nhà lập chính sách phải giải khi xác định công cụ chính sách phù hợp cho một mục tiêu còn được gọi là *vấn đề phân công*. Theo Mundell, trong chế độ tỷ giá cố định nên sử dụng chính sách tiền tệ để đạt được mục tiêu cân bằng ngoài và sử dụng chính sách tài khoá để đạt được mục tiêu cân bằng trong. Một minh họa về *vấn đề phân công* được thể hiện trên Hình 4.14.

Hình 4.14 thể hiện những mục tiêu cân bằng trong và ngoài khi áp dụng chính sách tài khoá và tiền tệ dưới chế độ tỷ giá cố định. Chính sách tiền tệ đạt mức trung bình tại N_m trên trục tung, điểm trên N_m chỉ chính sách tiền tệ mở rộng và điểm dưới N_m chỉ chính sách tiền tệ thắt chặt. Tương tự, chính sách tài khoá đạt trung bình tại điểm N_r , những điểm bên phải N_r chỉ chính sách tài khoá mở rộng và điểm bên trái N_r chỉ chính sách tài khoá thu hẹp. Đường cân bằng trong IB dốc xuống là vì nếu chúng ta bắt đầu từ điểm toàn dụng nhân công thì một chính sách tiền tệ thu hẹp phải đi liền với một chính sách tài khoá mở rộng để giữ mức cân bằng toàn dụng nhân công ban đầu. Bên phải đường IB kết hợp chính sách tài khoá/tiền tệ gây ra lạm phát trong khi bên trái của IB kết hợp chính sách gây ra thất nghiệp.

Đường cân bằng ngoài có thể có độ dốc dương hoặc âm do chính sách tài khoá mở rộng gây hai ảnh hưởng xung đột tới cán cân thanh toán như trong Hình 4.10 và 4.11. Mặt khác, thu nhập tăng có thể dẫn tới tác động xấu tới cán cân vãng lai, sau đó tác động xấu tới cán cân thanh toán, đồng thời lãi suất tăng thu hút di chuyển vốn vào, cải thiện cán cân thanh toán. Hình 4.14 vẽ đường EB dốc xuống với ẩn ý rằng mở rộng tài khoá tác động xấu tới cán cân thanh toán (nghĩa là tác động thâm hụt cán cân vãng lai mạnh hơn tác động cải thiện cán cân vốn). Đường IB được vẽ dốc hơn EB có nghĩa là mở rộng tài khoá làm thu nhập tăng $x\%$ sẽ không tác động xấu tới cán cân thanh toán bằng khi chính sách tiền tệ làm thu nhập tăng $x\%$. Lý do là chính sách tài khoá mở rộng tăng lãi suất và thu hút nguồn vào cải thiện cán cân vốn và cán cân thanh toán trong khi chính sách tiền tệ đẩy lãi suất nội

địa giảm, tác động xấu thêm tới cán cân thanh toán. Như vậy, chính sách tiền tệ tác động mạnh tới cân bằng ngoài hơn chính sách tài khoá.

Theo nguyên lý phân loại thị trường hiệu quả của Mundell, nếu thị trường đang ở điểm A có cân bằng trong, nhưng cán cân thanh toán thâm hụt thì chính sách tiền tệ thắt chặt có thể sử dụng để đạt được cân bằng ngoài và dịch chuyển nền kinh tế tới điểm B trên đường EB . Nhưng tại B lại xuất hiện thất nghiệp và đòi hỏi chính sách tài khoá mở rộng để đưa nền kinh tế tới điểm C trên đường IB . Động thái này lại đưa nền kinh tế về tình trạng thâm hụt cán cân thanh toán và cần một chính sách tiền tệ thắt chặt để đạt được cân bằng ngoài. Mỗi lần như vậy, điều chỉnh của chính sách tài khoá và tiền tệ lại nhỏ dần đi. Đây chính là *phân công ổn định* vì rõ ràng, nền kinh tế đang dần dịch chuyển tới điểm giao giữa đường cân bằng trong và cân bằng ngoài.

Giả sử nhà lập chính sách giải bài toán phân công sai và sử dụng chính sách tài khoá để xoá bỏ thâm hụt cán cân thanh toán, chính sách tiền tệ để đạt được cân bằng trong. Trong trường hợp này, chính sách tài khoá thắt chặt đẩy nền kinh tế từ A tới D : đạt được cân bằng ngoài nhưng gây hậu quả thất nghiệp càng nặng nề hơn. Sau đó, nhà lập chính sách lại sử dụng chính sách tiền tệ mở rộng nhằm mục đích cân bằng trong và đưa nền kinh tế từ D tới E . Rõ ràng, một phân công chính sách sai lầm như vậy sẽ đẩy nền kinh tế vào trạng thái bất ổn và ngày càng xa rời điểm cân bằng đồng thời trong và ngoài. Nhà lập chính sách sẽ gây ra những hậu quả nặng nề cho nền kinh tế trước khi kịp nhận ra phân công chính sách sai của mình.

Tuy nhiên, không hề có câu trả lời rõ ràng cho bài toán phân công. Hãy xem xét khi phân tích một nền kinh tế trong điều kiện lưu chuyển vốn hoàn hảo và hiệu lực của chính sách tài khoá và tiền tệ phụ thuộc vào cơ chế tỷ giá. Trong chế độ tỷ giá cố định

thì chính sách tài khoá nên được sử dụng để đạt mục tiêu việc làm và sản lượng, trong khi phải dùng chính sách tiền tệ để đạt mục tiêu này trong chế độ tỷ giá thả nổi. Vấn đề phân công càng phức tạp khi chúng ta có ba mục tiêu và ba công cụ chính sách. Khi đó, cặp mục tiêu và chính sách phù hợp phụ thuộc vào các biến cơ cấu điều chỉnh, các hành vi kinh tế như mức độ di chuyển vốn, xu hướng tiết kiệm và nhập khẩu cận biên, độ co giãn của cầu tiền với thu nhập và lãi suất, co giãn cầu xuất khẩu và nhập khẩu với giá, phản ứng của đầu tư với thay đổi lãi suất.

8. KIỂM ĐỊNH MÔ HÌNH MUNDELL-FLEMING

Mặc dầu mô hình Mundell-Fleming rất đơn giản nhưng mô hình này đã rút ra những kết luận quan trọng về ảnh hưởng của các chính sách vĩ mô tới cân bằng trong và ngoài của nền kinh tế và đã trở thành một trong những mô hình chính sách quan trọng trong phân tích vĩ mô nền kinh tế mở trong ba thập kỷ gần đây. Tuy nhiên, mô hình Mundell-Fleming còn khá nhiều hạn chế. Những hạn chế chính tập trung vào đặc tính ngắn hạn của mô hình.

Về điều kiện Marshall-Lerner

Trong khi điều kiện Marshall-Lerner khó có thể thoả mãn trong ngắn hạn thì mô hình Mundell-Fleming (một mô hình ngắn hạn) lại giả định rằng điều kiện này luôn thoả mãn.

Tác động qua lại giữa di chuyển vốn và tổng số vốn

Mô hình Mundell-Fleming cho rằng có thể bù đắp thâm hụt cán cân vãng lai bằng các dòng vốn từ nước ngoài mà không nhận thấy rằng sự bù đắp này sẽ gây hậu quả xấu cho chính cán cân vãng lai trong tương lai khi phải trả nợ lãi suất và nợ gốc. Rõ ràng, một nước không thể tìm giải pháp thoát khỏi thâm hụt cán cân vãng lai bằng cách trở thành con nợ của cả thế giới.

Bỏ qua giới hạn ngân sách trong dài hạn

Frenkel và Razin (năm 1987) phê phán mô hình Mundell-Fleming không tính đến hạn chế ngân sách trong dài hạn đối với cả khu vực tư nhân và công cộng. Trong dài hạn, chi tiêu khu vực tư nhân phải bằng thu nhập khả dụng và nếu không phát hành thêm tiền, hoặc vay nợ thì chi tiêu chính phủ bao gồm cả thanh toán nợ phải bằng nguồn thu ngân sách chính phủ từ thuế. Điều đó có nghĩa là trong dài hạn cân cân vãng lai phải cân bằng. Khi đó, khu vực tư nhân có thể dự đoán rằng tăng chi tiêu chính phủ tất yếu sẽ dẫn tới tăng thuế trong tương lai để bù đắp và khu vực tư nhân sẽ quyết định tăng tiết kiệm để đảm bảo chi tiêu tương lai. Hậu quả là, hiệu lực của chính sách tài khoá hoàn toàn bị triệt tiêu.

Các ảnh hưởng của của cải

Mô hình Mundell-Fleming không tính đến các ảnh hưởng của của cải tới quá trình hồi phục cân bằng dài hạn. Giảm của cải do giảm sở hữu tài sản nước ngoài sẽ dẫn tới giảm chi tiêu nhập khẩu và cải thiện cân cân vãng lai. Trong ngắn hạn, tác động này của của cải tới chi tiêu nhập khẩu không đáng kể. Việc mô hình Mundell-Fleming bỏ qua tác động này một lần nữa thể hiện tính ngắn hạn của mô hình.

Bỏ qua các yếu tố cung

Một trong những hạn chế rõ ràng nhất của mô hình Mundell-Fleming là mô hình chỉ tập trung vào khía cạnh cầu của nền kinh tế mà bỏ qua khía cạnh cung. Mô hình giả định ngầm rằng nhà sản xuất có khả năng đáp ứng mọi nhu cầu của nền kinh tế. Và đường tổng cung nằm ngang cho tới điểm toàn dụng nhân công nên tăng tổng cầu không làm tăng giá mà chỉ làm tăng sản lượng thực.

Phản ứng của các dòng vốn

Một hạn chế lớn nhất của mô hình Mundell-Fleming thể hiện trong giả định về các dòng vốn. Mô hình giả định rằng lãi suất

nội địa tăng luôn thu hút vốn không ngừng từ nước ngoài. Tuy nhiên, giả định dòng vốn vào không ngừng dường như không tưởng vì sau khi lãi suất nội địa giảm, các nhà đầu tư sẽ sắp xếp lại danh mục đầu tư quốc tế phù hợp với mức độ rủi ro và thu nhập họ mong muốn. Khi các nhà đầu tư quốc tế đã sắp xếp xong thì dòng vốn vào sẽ ngừng lại và dòng vốn chỉ tiếp tục chảy vào trong nước khi lãi suất nội địa tiếp tục giảm, hơn nữa, tạo động lực mới cho các nhà đầu tư. Nói cách khác, dòng vốn từ nước ngoài thực chất phải là hàm của sự thay đổi của chênh lệch lãi suất nội địa và quốc tế, chứ không phải chỉ là hàm của chênh lệch giữa lãi suất nội địa và lãi suất quốc tế.

Kỳ vọng tỷ giá

Một hạn chế nữa của mô hình là cách đề cập tới kỳ vọng về tỷ giá. Mô hình Mundell-Fleming không hề xem xét tới tác động của kỳ vọng tỷ giá và ngầm giả định rằng kỳ vọng thay đổi tỷ giá bằng 0. Giả định này dường như không hợp lý trong chế độ tỷ giá cố định và càng không hợp lý trong chế độ tỷ giá thả nổi. Theo mô hình Mundell-Fleming, chính sách tiền tệ mở rộng sẽ gây phá giá nội tệ trong chế độ tỷ giá thả nổi. Rõ ràng không có lý do gì để có thể giả định rằng các thành viên thị trường không hề kỳ vọng và dự đoán rằng sẽ có phá giá. Nếu dự đoán có phá giá, các thành viên thị trường có thể đòi hỏi lãi suất nội địa cao hơn để thuyết phục họ tiếp tục giữ nội tệ và như vậy, tác động ngược tới đầu tư trong nước. Kết quả là, chính sách tiền tệ mở rộng sẽ kém hiệu lực hơn kết luận của mô hình.

Sự linh hoạt của các công cụ chính sách

Một hạn chế trong phân tích của mô hình nữa là mô hình Mundell-Fleming cho rằng việc điều chỉnh và kết hợp chính sách tiền tệ và tài khoá là đơn giản. Trong thực tế, kinh tế và chính trị thế giới khó có thể điều chỉnh linh hoạt các công cụ chính sách đặc biệt là chính sách tài khoá.

9. KẾT LUẬN

Bài 4 đã đề cập đến những khía cạnh quan trọng trong việc hoạch định và thực hiện các chính sách vĩ mô trong nền kinh tế mở. Chính sách tài khoá và tiền tệ có vai trò quan trọng nhằm đạt được mục tiêu sản lượng toàn dụng nhân công (cân bằng trong), đồng thời cũng có tác động lớn đến cán cân thanh toán. Ngược lại, tỷ giá cũng có tác động phản hồi tới trạng thái cân bằng trong nước. Vì vậy, chính sách vĩ mô trong nền kinh tế mở phải xem xét tất cả các đặc điểm này.

Bài học quan trọng nhất đối với những nhà hoạch định chính sách là phải sử dụng kết hợp nhiều chính sách khác nhau để đạt được mục tiêu chính sách họ theo đuổi. Tuy nhiên, các nhà lập chính sách vẫn luôn phải đối mặt với một bài toán là sử dụng chính sách nào để phù hợp với mỗi mục tiêu chính sách. Bài toán này xuất phát từ thực tế mỗi cơ cấu kinh tế khác nhau đòi hỏi các kết hợp chính sách khác nhau, vì vậy, không có một quy luật chung cho mọi nền kinh tế. Trong khi đó, họ luôn phải ý thức được rằng quyết định kết hợp chính sách sai lầm sẽ đem lại hậu quả nghiêm trọng hơn sự bất ổn của nền kinh tế rất nhiều.

Bài 4 cũng nhấn mạnh rằng hiệu lực của chính sách tài khoá và tiền tệ phụ thuộc rất lớn vào chế độ tỷ giá. Cụ thể, trong lưu chuyển vốn hoàn hảo, chính sách tiền tệ hiệu quả hơn dưới chế độ tỷ giá thả nổi, trong khi chính sách tài khoá có hiệu lực hơn trong chế độ tỷ giá cố định. Mức độ hội nhập của các thị trường tài chính thể hiện mức độ lưu chuyển vốn đồng thời xác định hiệu lực tương đối của chính sách tài khoá và tiền tệ.

Mô hình Mundell-Fleming là nền tảng phân tích hiệu lực chính sách trong bài. Mặc dù mô hình Mundell-Fleming còn nhiều hạn chế nhưng mô hình đã tập trung giải quyết những khó khăn và nhiều vấn đề tiến thoái lưỡng nan của các nhà lập chính sách.

Một trong những đóng góp lớn nhất của mô hình Mundell-Fleming trong kinh tế học quốc tế là phát hiện vai trò quan trọng của các dòng vốn quốc tế đối với mức độ hiệu lực của các chính sách vĩ mô dưới các chế độ tỷ giá hối đoái khác nhau.

Các thuật ngữ cơ bản

Ảnh hưởng của cải	Wealth effect
Các yếu tố cung	Supply-side factors
Cân bằng ngoài	External equilibrium
Cân bằng trong	Internal equilibrium
Chính sách (làm) giảm chi tiêu	Expenditure reducing policy
Chính sách (làm) thay đổi thành phần chi tiêu	Expenditure switching policy
Chính sách tài khoá mở rộng	Fiscal expansion
Chính sách tiền tệ mở rộng	Monetary expansion
Hạn chế (nguồn lực) ngân sách	Budget constraint
Lưu chuyển vốn hoàn hảo	Perfect capital mobility
Thanh toán chính thức	Official settlement
Thị trường hiệu quả	Effective market
Tỷ giá cố định	Fixed exchange rate
Tỷ giá thả nổi	Floating exchange rate
Tỷ giá thả nổi có điều tiết	Managed exchange rate
Vấn đề phân công	Assignment problem

Câu hỏi ôn tập

1. Nêu cách xây dựng đường IS, LM và BP trong nền kinh tế đóng và mở?
2. Trình bày các yếu tố tác động và làm dịch chuyển đường IS, LM và BP?
3. Phân tích các tác động chính sách khi sử dụng chính sách tài khoá và tiền tệ độc lập?

4. Sự khác nhau giữa chính sách can thiệp không điều hoà và can thiệp điều hoà là gì?
5. Trình bày tác động chính sách dưới chế độ tỷ giá cố định và thả nổi?
6. Nêu khái niệm lưu chuyển vốn hoàn hảo. Nêu tác động của các chính sách dưới điều kiện lưu chuyển vốn hoàn hảo. Hãy đánh giá tính hiện thực của giả định lưu chuyển vốn hoàn hảo?
7. Trình bày các quan điểm đo lường mức độ quốc tế hoá thị trường tài chính?
8. Phân tích mối quan hệ giữa mục tiêu và chính sách?
9. Tình trạng tiến thoái lưỡng nan của các nhà lập chính sách là gì?
10. Nêu những hạn chế của mô hình Mundell-Fleming?
11. Hãy sử dụng mô hình Mundell-Fleming để phân tích những tác động chính sách có thể có ở Việt Nam. Hãy đưa ra một số khuyến nghị về chính sách vĩ mô dưới tư cách một nhà lập chính sách?

Tài liệu tham khảo

Branson, H. W (1989) *Kinh tế học vĩ mô: Lý thuyết và chính sách*, ấn bản thứ ba, NXB Happer and Row, New York.

Harris, L., *International Finance*, CIEE, SOAS, University of London, 1996.

Học viện Ngân hàng: *Tài chính Quốc tế* (1999), NXB Thống kê.

Laurens, Bernard và Enrique G. de la Piedra (1998): *Kết hợp chính sách tài khoá và tiền tệ*, IMF working paper.

Pilbeam, Keith (1992): *Tài chính Quốc tế*, ấn bản thứ nhất, NXB Macmillan, Hampshire, London.

Cosh, Andrew D., Alan Hughes và Ajit Singh (1992): Mở cửa, cách mạng tài chính, chuyển đổi hình thức sở hữu và cơ cấu thị trường tài chính in trong cuốn *Mở cửa tài chính và chính sách độc lập quốc gia: cơ hội và thách thức* do Tariq Banuri và Juliet B. Schor biên tập.

BÀI 5

CHÍNH SÁCH CÁN CÂN THANH TOÁN

QUAN ĐIỂM TIẾP CÂN TIỀN TỆ

1. GIỚI THIỆU

Tình hình cán cân thanh toán của một quốc gia phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố và mối quan hệ tác động qua lại giữa các yếu tố đó. Ví dụ, cung cầu xuất nhập khẩu của các loại hàng hoá dịch vụ khác nhau được ghi lại bằng các con số trong cán cân vãng lai. Tuy nhiên, kim ngạch xuất khẩu và nhập khẩu của một hàng hoá nhất định là tập hợp của rất nhiều biến: chất lượng hàng hoá, chất lượng dịch vụ giao nhận và hải quan, giá tương đối tính bằng nội tệ, ngoại tệ, mức thu nhập xã hội. Tương tự, cán cân vốn chỉ là những con số trong thống kê cán cân thanh toán nhưng là kết quả của nhiều quyết định khác nhau như tiết kiệm, phân bổ danh mục đầu tư giữa các tài sản.

Có nhiều yếu tố tác động đến các quyết định vốn như lãi suất, kỳ vọng thay đổi lãi suất, thưởng rủi ro của một số tài sản cũng như tỷ giá và kỳ vọng thay đổi tỷ giá. Tuy nhiên, không thể hình thành những kiến thức, mô hình và chính sách hữu dụng về cán cân thanh toán nếu kiểm định tất cả các yếu tố tác động tới các chính sách cán cân thanh toán. Vì vậy, hoàn toàn hợp lý khi chúng ta đơn giản hoá vấn đề nghiên cứu bằng cách xây dựng các mô hình tập trung xem xét một hoặc hai biến quan trọng nhất.

Mô hình Mundell-Fleming là một trong những mô hình đơn giản hoá theo phương thức đó. Trên cơ sở các giả định đơn giản hoá, mô hình Mundell-Fleming đã cho phép chúng ta xem xét cán cân

thanh toán qua hai biến thu nhập quốc gia (tác động đến cán cân vãng lai) và lãi suất (tác động đến cán cân vốn). Bằng cách kết hợp xem xét cả cán cân vãng lai và cán cân thanh toán một cách đơn giản, mô hình Mundell-Fleming đã phân biệt rõ tác động của chính sách tài khoá, tiền tệ và đặt các chính sách cán cân thanh toán vào mục tiêu đồng thời đạt được cân bằng trong và cân bằng ngoài.

Bài 5 giới thiệu quan điểm tiếp cận tiền tệ về cán cân thanh toán, mô hình được phát triển một thập kỷ sau mô hình Mundell-Fleming. Quan điểm tiếp cận tiền tệ về cán cân thanh toán sử dụng những giả định và đạt được những kết luận khác mô hình Mundell-Fleming. Mặc dầu quan điểm tiếp cận tiền tệ để lại nhiều dấu ấn trong các chính sách vĩ mô của nhiều nước nhưng cũng giống như mọi lý thuyết kinh tế, hiệu lực của quan điểm này còn là một vấn đề có nhiều tranh luận.

Phần 2 sẽ giới thiệu mô hình tiền thân của quan điểm tiền tệ: mô hình Polak và đặc biệt tập trung vào sự khác biệt căn bản giữa giả định của mô hình Polak và mô hình Mundell-Fleming. Phần 3 trình bày những giả định chính của quan điểm tiếp cận tiền tệ và phần 4 phân tích nội dung và những kết luận chính của quan điểm tiền tệ về cán cân thanh toán. Các phần từ 2 đến 4 sẽ cung cấp nền tảng kiến thức để nghiên cứu những phân tích của quan điểm tiền tệ trong phần 5 và phần 6 là nội dung quan trọng nhất của bài này.

2. CƠ SỞ CỦA QUAN ĐIỂM TIẾP CẬN TIỀN TỆ

Ý tưởng cơ bản của quan điểm tiếp cận tiền tệ cho rằng thâm hụt cán cân thanh toán của một nước là hậu quả của dư cung tiền. Khá nhiều chính phủ và các nhà hoạch định chính sách cũng như các nhà kinh tế cũng tin tưởng vào kết luận này. Khi chính phủ một nước mở rộng cung tiền hơn các nước khác, các nhà kinh doanh ngoại hối, báo chí và các nhà bình luận kinh tế luôn dự

đoán rằng hành động này sẽ đẩy nhanh thâm hụt cán cân thanh toán. Quan điểm này tác động đến rất nhiều quyết sách của các chính phủ. Một ví dụ điển hình về những nỗ lực bình ổn tỷ giá ở châu Âu cuối những năm 1980 và đầu thập kỷ 1990 là thoả ước của các chính phủ về phối hợp điều chỉnh chính sách tiền tệ nhằm bảo đảm tốc độ tăng đồng bộ của cung tiền tương đối so với cầu tiền giữa các quốc gia.

Ý tưởng cơ bản của quan điểm tiếp cận tiền tệ phù hợp với khung chính sách cơ bản mà Quỹ tiền tệ quốc tế (IMF) xây dựng vào những năm 1950 và yêu cầu các nước thành viên tuân thủ. Mô hình đầu tiên thể hiện ý tưởng này là mô hình Polak do J.J Polak, một quan chức của IMF phát triển. Mô hình này yêu cầu các quốc gia hạn chế tốc độ tăng của cung tiền. Các chính sách của IMF hiện nay dựa trên những mô hình lập chính sách tài chính hoàn hảo hơn, nhưng mô hình Polak vẫn có ý nghĩa quan trọng trong các chính sách này. Mô hình Polak xác định phần lớn các chính sách IMF áp dụng cho các nước thâm hụt cán cân thanh toán (cả các nước phát triển như Anh vào năm 1976 và các nước kém phát triển). Chính vì vậy, nghiên cứu mô hình Polak trước khi nghiên cứu quan điểm tiền tệ về cán cân thanh toán là hết sức cần thiết, mặc dù hai mô hình này không giống nhau. Điểm giống nhau chính giữa Mô hình Polak và quan điểm tiền tệ là các giả định về cung và cầu tiền như nhau nên các kết luận cũng tương đồng.

2.1. Mô hình Polak

Mô hình Polak đơn giản chỉ tập trung vào cán cân vãng lai trong cán cân thanh toán. Để đơn giản hoá các biến kinh tế phức tạp và những tác động khác nhau tới xuất khẩu và nhập khẩu, Polak đưa ra hai giả định hành vi thể hiện trong phương trình (5.1) và (5.2):

$$M = \frac{1}{V} P_y \quad (5.1)$$

$$Z = zY \quad (5.2)$$

Trong đó: M là cung tiền, $Py = Y$ là thu nhập quốc dân danh nghĩa, P là mức giá, V là vòng quay của tiền, y là thu nhập hay sản lượng thực, Z là kim ngạch nhập khẩu danh nghĩa.

Giả định rằng vòng quay của tiền (V) cố định và xu hướng nhập khẩu cận biên (z) cố định. Hai giả định này giúp đơn giản hoá các mối quan hệ và rút ra được các kết luận đơn giản. Trên cơ sở hai phương trình trên, chúng ta thấy cung tiền tăng sẽ làm thu nhập quốc dân danh nghĩa tăng tương ứng và vì vậy, kim ngạch nhập khẩu cũng tăng một lượng tương ứng. Vì xuất khẩu được giả định là biến ngoại sinh nên nền kinh tế khởi điểm tại mức cân bằng xuất khẩu và nhập khẩu (cán cân vãng lai cân bằng) thì tăng cung tiền sẽ dẫn tới thâm hụt cán cân vãng lai.

Theo mô hình Polak, tùy thuộc vào chế độ tỷ giá thả nổi hay cố định mà thâm hụt cán cân vãng lai sẽ gây ra các tác động tiếp theo. Dưới chế độ tỷ giá cố định, ảnh hưởng duy nhất của thâm hụt là làm giảm cung tiền. Có thể xây dựng đồng nhất thức cung tiền như sau:

$$M = DC + R \quad (5.3)$$

Trong đó: DC là tín dụng nội địa (bao gồm các khoản hệ thống ngân hàng cho vay chính phủ và khu vực tư nhân); R là dự trữ ngoại hối. Trên cơ sở đồng nhất thức này có thể xem xét các tác động của chính sách mở rộng thất chặt tiền tệ.

Giả định rằng chính phủ vay ngân hàng trung ương để tài trợ cho tăng cung tiền, khi đó DC tăng dẫn đến M tăng lên, làm tăng thâm hụt cán cân vãng lai. Nếu giả định rằng chính phủ không tăng vay ngoại hối để bù đắp thâm hụt thì dự trữ ngoại hối sẽ giảm để đảm bảo tỷ giá cố định. Theo phương trình (5.3), giảm R sẽ làm giảm cung tiền.

Vậy điểm cân bằng mới của nền kinh tế sẽ ở điểm nào? Nền kinh tế sẽ trở về điểm cân bằng ban đầu nếu lượng giảm dự trữ ngoại

hối bằng lượng tăng tín dụng nội địa. Khi đó, cung tiền lại về vị trí ban đầu và theo phương trình (5.1) và (5.2), thu nhập và nhập khẩu cũng trở về vị trí ban đầu. Nói cách khác, cán cân vãng lai lại cân bằng trở lại và dự trữ ngoại hối không tiếp tục bị giảm.

2.2. So sánh mô hình Polak với mô hình Mundell-Fleming

Mô hình Polak (cũng như các mô hình khác của quan điểm tiếp cận tiền tệ) không phải là những mô hình duy nhất kết luận rằng chính sách tiền tệ là nguyên nhân lớn nhất gây ra thâm hụt cán cân thanh toán. Mô hình Mundell-Fleming cũng có kết luận tương tự. Theo mô hình Mundell-Fleming, tăng cung tiền nhìn chung sẽ làm cán cân thanh toán thâm hụt và giảm cung tiền sẽ đem lại thặng dư cho cán cân thanh toán. Tuy nhiên, mô hình Polak xây dựng trên những giả định khác mô hình Mundell-Fleming nên có các kết luận tập trung hơn vào vai trò của cung tiền.

So với mô hình Mundell-Fleming, mô hình Polak có một số *giả định khác biệt*. *Điểm khác biệt thứ nhất* trong mô hình Polak, công cụ chính sách kinh tế vi mô duy nhất là kiểm soát cung tiền, trong khi theo mô hình Mundell-Fleming thì cả thay đổi cung tiền và thay đổi trong chính sách tài khoá đều tác động tới sản lượng và cán cân thanh toán. Các mô hình sau này trong quan điểm tiền tệ về cán cân thanh toán thậm chí còn nhấn mạnh hơn nữa vai trò xác định duy nhất của cung tiền tới cán cân thanh toán.

Tuy nhiên, điều này không có nghĩa rằng, chính sách tài khoá không tồn tại và không có tác động trong mô hình Polak (hay tổng quát hơn là trong các mô hình của quan điểm tiền tệ). Vì theo phương trình (5.3), thâm hụt ngân sách được giả định là yếu tố cơ bản làm giảm tín dụng nội địa nên thay đổi tình trạng ngân sách là nguyên nhân căn bản làm thay đổi cung tiền. Nói cách khác, khi chính phủ vay tiền các ngân hàng để tài trợ cho thâm hụt ngân sách hay chính sách mở rộng tài khoá thì cũng đã gián

tiếp thay đổi cung tiền. Chính trên quan điểm này mà trong các ứng dụng thực tiễn, mô hình Polak đã trở thành nền tảng cho các chính sách của IMF nhằm giảm thâm hụt ngân sách của các quốc gia thành viên. Vì giả định rằng chỉ có cung tiền mới tác động tới cân bằng vĩ mô của nền kinh tế nên khác với mô hình Mundell-Fleming, mô hình Polak không phân tích tác động của chính sách tài khoá tới tổng cầu mà phân tích các tác động thâm hụt ngân sách thông qua tác động gián tiếp tới cung tiền.

Điểm khác biệt thứ hai, mô hình Mundell-Fleming định nghĩa cân cân thanh toán bao gồm cả cân cân vãng lai và cân cân vốn trong khi mô hình Polak chỉ xem xét cân cân vãng lai. Đây không phải là khác biệt căn bản vì cả hai mô hình đều kết luận là cung tiền tăng sẽ dẫn tới thâm hụt cân cân thanh toán. Mô hình Mundell-Fleming giải thích rằng cung tiền tăng làm giảm lãi suất nội địa, dẫn đến di chuyển vốn ra làm tăng thâm hụt cân cân vốn và sau đó làm thâm hụt cân cân thanh toán. Mô hình Polak giải thích tác động của cung tiền tới cân cân thanh toán thông qua nhập khẩu.

Điểm khác biệt thứ ba tập trung vào sự khác biệt quan trọng trong cấu trúc lý thuyết của hai mô hình. Mặc dầu hai mô hình có kết luận giống nhau nhưng cơ chế hình thành và phân tích hoàn toàn khác nhau. Trong mô hình Mundell-Fleming, cung tiền có tác động gián tiếp. Cung tiền tác động tới tổng cầu hàng hoá và dịch vụ thông qua lãi suất: tăng cung tiền làm giảm lãi suất dẫn tới tăng nhu cầu đầu tư (qua số nhân tiền tệ) và làm tăng thu nhập và sản lượng của nền kinh tế. Quan hệ gián tiếp này thể hiện qua đường *IS* dốc xuống trong mối quan hệ với đường *LM* dốc lên trong mô hình Mundell-Fleming.

Ngược lại, mô hình Polak giả định rằng cung tiền tác động qua kênh trực tiếp. Tăng cung tiền sẽ trực tiếp đẩy cầu cá nhân về hàng hoá và dịch vụ tăng lên (như trong phương trình 5.1 - một dạng của lý thuyết số lượng tiền tệ). Mô hình Polak giả định rằng, $1/V$ cố định có nghĩa rằng tỷ lệ giữ thu nhập dưới dạng tiền tệ là cố định. Vì vậy, cầu tiền không phụ thuộc vào lãi suất và

cung tiền cũng không làm thay đổi lãi suất nhằm tạo ra sự cân bằng trên thị trường tiền tệ. Kết quả là, cơ chế tác động gián tiếp qua lãi suất không hoạt động giống như trong mô hình Mundell-Fleming. Nói cách khác, cơ chế tác động trực tiếp xuất phát từ nhu cầu giữ tiền tỷ lệ cố định với thu nhập. Khi cung tiền tăng lên sẽ làm thu nhập tăng và dẫn đến cầu tiền cân bằng lớn hơn cầu tiền mong muốn giữ, phần chênh lệch này được chi tiêu vào hàng hoá và dịch vụ khác.

2.3. Mối quan hệ giữa mô hình Polak và quan điểm tiếp cận tiền tệ

Mặc dù mô hình Polak tập trung vào mối quan hệ giữa cán cân thanh toán và cung tiền nhưng cũng chỉ có thể xem mô hình Polak là tiền thân của quan điểm tiếp cận tiền tệ về cán cân thanh toán mà không thể xem mô hình Polak là một phần của quan điểm tiếp cận tiền tệ. Quan điểm tiếp cận tiền tệ ra đời sau mô hình Polak và lần đầu tiên xuất hiện vào năm 1976 trong cuốn sách của J.A Frenkel và H.G. Johnson, *Quan điểm tiếp cận tiền tệ về cán cân thanh toán*.

Sự khác biệt lớn nhất giữa mô hình Polak và quan điểm tiếp cận tiền tệ là khái niệm cán cân thanh toán. Quan điểm tiếp cận tiền tệ định nghĩa cán cân thanh toán bao gồm cả cán cân vốn (gồm cả thay đổi dự trữ ngoại hối) và cán cân vãng lai trong khi cán cân thanh toán trong mô hình Polak chỉ có cán cân vãng lai. Bên cạnh khái niệm cán cân thanh toán, quan điểm tiếp cận tiền tệ cũng có những giả định khác mô hình Polak. Mặc dù cả hai mô hình đều có giả định chung là vòng quay của tiền cố định, song quan điểm tiếp cận tiền tệ có thêm hai giả định đơn giản hoá khác. Thứ nhất, quan điểm tiếp cận tiền tệ giả định rằng tổng cung trong nền kinh tế là cố định, không biến đổi đáp ứng mọi nhu cầu. Thứ hai, lý thuyết ngang giá sức mua luôn tồn tại nghĩa là quan điểm tiếp cận tiền tệ cho rằng mọi giả định và kết luận của thuyết ngang giá sức mua luôn đúng.

3. BA GIẢ ĐỊNH CỦA QUAN ĐIỂM TIẾP CẬN TIỀN TỆ

3.1. Vòng quay của tiền cố định

Ý tưởng vòng quay tiền cố định là nội dung trọng tâm của lý thuyết số lượng tiền tệ, lý thuyết chiếm vị trí quan trọng trong các quan điểm kinh tế trong suốt thế kỷ XIX. Các nhà tiền tệ sử dụng lý thuyết số lượng tiền tệ làm nền tảng xây dựng hàm cầu tiền với ý tưởng rằng cầu tiền phải là hàm của thu nhập và giá. Hàm cầu tiền có thể được viết như sau:

$$M_d = kPy \quad (5.4)$$

Trong đó: M_d là cầu tiền danh nghĩa, P là mức giá nội địa, y là thu nhập nội địa thực, k là tham số đo lường độ nhạy cảm của cầu tiền đối với biến động của thu nhập danh nghĩa hay tỷ lệ mong muốn giữ tiền trong thu nhập. Quan điểm tiếp cận tiền tệ giả định rằng k cố định¹.

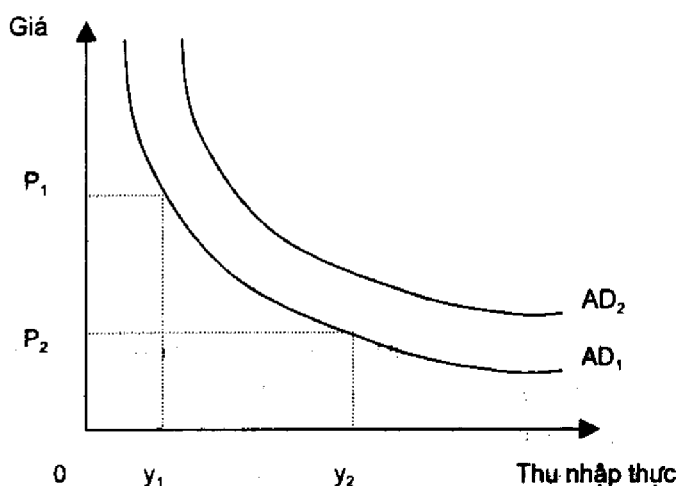
Khi đó cầu tiền là hàm tỷ lệ thuận với giá nội địa vì cầu tiền ở đây thực chất là cầu tiền thực. Khi giá nội địa tăng sẽ làm giá trị một đơn vị tiền tệ tính bằng số lượng hàng hoá có thể mua được giảm đi dẫn đến cân bằng tiền thực (M/P) giảm, vì vậy, cầu tiền danh nghĩa tăng lên để đáp ứng nhu cầu mua lượng hàng hoá như cũ. Hàm cầu tiền cũng có mối quan hệ tỷ lệ thuận với thu nhập nội địa thực. Khi thu nhập nội địa thực tăng sẽ phát sinh thêm nhu cầu chi tiêu và kết quả là cầu tiền giao dịch tăng. Hàm cầu tiền là cơ sở để xác định đường tổng cầu như Hình 5.1

Hình 5.1 thể hiện đường tổng cầu trong mô hình tiền tệ đơn giản. Nếu chúng ta giả định cung và cầu tiền cố định và k là tham số cố định thì khi thu nhập tăng từ y_1 tới y_2 đòi hỏi giá phải giảm

¹ So với định nghĩa vòng quay của tiền trong mô hình Polak, hai khái niệm này không khác nhau nhiều. Thực chất, $k = M/Py$, trong khi vòng quay của tiền là Py/M nên $1/V = M/Py$. Như vậy: $k = 1/V$. Phương trình (5.3) và (5.4) thực chất là giống nhau mặc dù M trong phương trình (5.3) chỉ cầu tiền cân bằng trong khi M_d trong phương trình (5.4) chỉ dùng để chỉ cầu tiền nói chung.

tương ứng từ P_1 xuống P_2 để đảm bảo cung cầu tiền tệ cân bằng. Vì cầu tiền cố định nên mọi cặp thay đổi y và P phải đảm bảo tích Py không đổi nghĩa là $P_1 y_1 = P_2 y_2$ nên đường tổng cầu AD có dạng *hyperbol* vuông như trong Hình 5.1. Giá giảm từ P_1 xuống P_2 với cung tiền (M) cố định sẽ tạo ra thặng dư cầu tiền thực (M/P) và sẽ làm tăng tổng cầu từ y_1 tới y_2 . Như vậy, mở rộng cung tiền đòi hỏi cầu tiền Md phải tăng tương ứng để đảm bảo cân bằng thị trường tiền tệ và kéo theo tăng thu nhập danh nghĩa, đường tổng cầu dịch chuyển song song từ trái sang phải từ AD_1 tới AD_2 . Khi đó, tăng cung tiền chỉ tác động tới thu nhập danh nghĩa mà không tác động đến giá và thu nhập hoặc thu nhập thực.

Hình 5.1. Đường tổng cầu

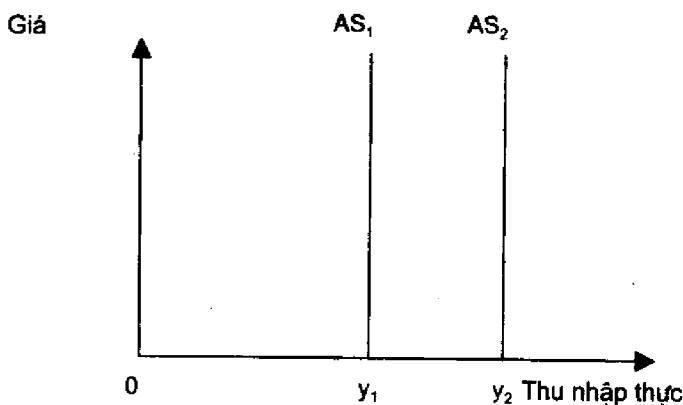


3.2. Tổng cung cố định (hay đường thẳng đứng)

Mô hình tiền tệ đơn giản giả định rằng thị trường lao động linh hoạt và nền kinh tế liên tục tồn tại tại điểm toàn dụng nhân công. Nói cách khác, tiền lương luôn ở tại mức cung và cầu lao động cân bằng. Khi đó, giá nội địa tăng không làm tăng sản lượng nội địa vì lương sẽ ngay lập tức biến động theo giá và nhà sản xuất không có lợi ích và động lực thuê thêm lao động. Đường tổng

cung sẽ là một đường thẳng đứng tại điểm toàn dụng nhân công như trong Hình 5.2. Mặc dù trong Hình 5.2, đường cung thẳng đứng tại sản lượng toàn dụng nhân công y_1 , nhưng không có nghĩa sản lượng và đường cung luôn bị cố định tại y_1 . Đường cung có thể dịch chuyển tới AS_2 nếu có tiến bộ khoa học công nghệ lớn đẩy năng suất sản xuất nhảy vọt và cùng một lượng lao động có thể tạo ra nhiều sản lượng lớn hơn.

Hình 5.2. Đường tổng cung



Giả định sản lượng ở mức toàn dụng nhân công được đưa ra để phù hợp với giả định của lý thuyết số lượng tiền tệ cho rằng sản lượng là cố định. Trong thực tế, giả thiết này là hạn chế hơn mức cần thiết. Có thể tồn tại nhiều khả năng, trong đó sản lượng là cố định (ít nhất là trong ngắn hạn), nhưng nền kinh tế không nhất thiết phải ở mức toàn dụng nhân lực. Trong môn học Mô hình & Chính sách kinh tế vĩ mô, khái niệm thất nghiệp tự nhiên được định nghĩa là một trạng thái trong đó nền kinh tế đạt mức sản lượng cố định tại tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên. Trong điều kiện thị trường cạnh tranh không hoàn hảo, nhiều quốc gia, đặc biệt là các nền kinh tế đang phát triển phải đối mặt với những tình huống trong đó có thất nghiệp không tự nguyện (tỷ lệ thất nghiệp cao hơn mức thất nghiệp tự nhiên tại điểm toàn dụng nhân công) và sản lượng ở dưới mức sản lượng tiềm năng. Ngoài

ra, đường tổng cung có thể không co giãn và/hoặc không phản ứng, ít nhất là trong ngắn hạn, với sự thay đổi của giá cả hay các yếu tố khác.

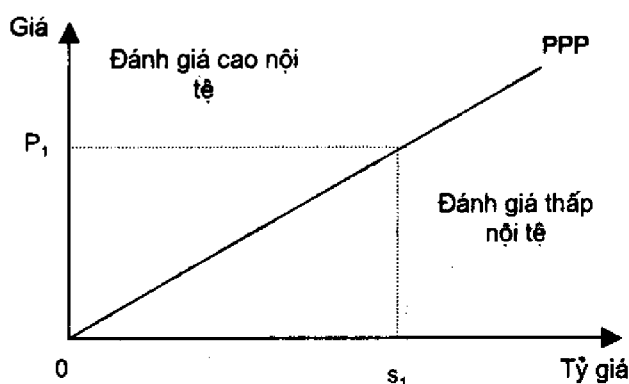
3.3. Ngang giá sức mua

Giả định cuối cùng của mô hình tiền tệ là giả định về hiệu lực hoàn toàn của thuyết ngang giá sức mua. Các giả định và kết luận của thuyết ngang giá sức mua đã phân tích trong Bài 3. Kết luận chính của thuyết ngang giá sức mua là tỷ giá luôn điều chỉnh để đảm bảo cân bằng trong phương trình:

$$s = \frac{P}{P^*} \rightarrow P = sP^* \quad (5.5)$$

Trong đó: s là tỷ giá được định nghĩa là giá một đơn vị ngoại tệ tính bằng nội tệ. Tỷ giá này sẽ tăng khi phá giá nội tệ và giảm khi nội tệ nâng giá. P là mức giá nội địa tính bằng nội tệ và P^* là mức giá nước ngoài tính bằng ngoại tệ.

Hình 5.3. Đường PPP



Từ phương trình (5.5), có thể phát biểu rằng, nếu giá một rổ hàng hoá ở Anh là 100 bảng Anh và giá rổ hàng hoá tương tự ở Mỹ là \$200 thì tỷ giá giữa bảng Anh và USD là 0,5 GBP/1USD. Theo lý

thuyết này thì giá một rổ hàng hoá nhất định phải có giá như nhau ở các quốc gia khác nhau khi tính theo cùng một đơn vị tiền tệ. Nếu tỷ giá cao hơn 0,5/1; ví dụ là 0,6/1 thì đối với người Anh, giá rổ hàng hoá của Mỹ là $200 \times 0,6 = 120$ GBP và đối với người Mỹ thì rổ hàng hoá tương tự của Anh sẽ là $100/0,6 = \$166,66$. Theo thuyết ngang giá sức mua, với tỷ giá mới 0,6/1, hàng hoá Anh trở nên có khả năng cạnh tranh cao hơn. Cầu của người Mỹ đối với hàng hoá Anh tăng nhanh làm cho bảng Anh nâng giá lên 0,5GBP/1USD. Ngược lại, nếu tỷ giá thấp hơn PPP, ví dụ bằng 0,4GBP/1USD thì đối với người Anh, rổ hàng hoá của Mỹ giá 200 $\times 0,4 = 80$ GBP và đối với người Mỹ thì rổ hàng hoá Anh giá là $100/0,4 = \$250$. Theo lý thuyết, cầu của người Anh đối với hàng hoá Mỹ tăng lên do hàng hoá Mỹ tương đối rẻ so với hàng hoá Anh và cầu tăng làm giảm giá trị bảng Anh cho đến khi tỷ giá quay lại mức PPP và bằng 0,5/1.

Hình 5.3 thể hiện PPP trong mối quan hệ giữa giá nội địa và tỷ giá. Đường PPP này thể hiện các kết hợp của giá nội địa và tỷ giá để đảm bảo hiệu lực của thuyết ngang giá sức mua trong điều kiện mức giá nước ngoài P^* cố định. Đường PPP có độ dốc là P^* với ý nghĩa giá nội địa tăng $x\%$ đòi hỏi tỷ giá tăng $x\%$ nhằm giữ cố định PPP. Các điểm nằm trong vùng bên trái của PPP là vùng nội tệ bị đánh giá cao hơn so với PPP, vùng bên phải của PPP là vùng nội tệ bị đánh giá thấp hơn so với PPP.

Hai giả định ban đầu đưa ra kết luận giống như lý thuyết số lượng tiền tệ: tăng cung tiền $\rightarrow$ giá cả tăng tương ứng $\rightarrow$ tăng thu nhập quốc dân danh nghĩa. Tuy nhiên, giả định thứ ba về yếu tố quốc tế đã thay đổi kết luận trên. Thuyết ngang giá sức mua hạn chế những tác động tới giá vì mức giá nội địa và tỷ giá có liên hệ chặt chẽ với giá thế giới được giả định là ngoại sinh. Mức độ của sự hạn chế này phụ thuộc vào nhiều yếu tố chính sách và thể chế, đặc biệt là tính chất của hệ thống tỷ giá là thả nổi hay cố định. Trong chế độ tỷ giá cố định, giá nội địa không thể thay đổi trừ

khi giá thế giới thay đổi nên cung tiền không thể làm thay đổi mức giá nội địa. Và vì cung tiền không làm thay đổi giá nên chắc chắn sẽ có biến khác thay đổi. Phần tiếp theo sẽ chứng minh rằng cung tiền tăng sẽ làm tăng thâm hụt cán cân thanh toán.

4. ĐỒNG NHẤT THỨC CUNG TIỀN

Cung nội tệ trong nền kinh tế bao gồm hai thành phần:

$$M_s = D + R \quad (5.6)$$

Trong đó: M_s là cung tiền nội tệ cơ bản, D là trái phiếu nội địa do các cơ quan tiền tệ nắm giữ và R là dự trữ ngoại hối.

Chính phủ có thể điều chỉnh cung nội tệ cơ bản bằng các phương thức khác nhau:

- *Nghiệp vụ thị trường mở (OMO)*: Ngân hàng trung ương mua/bán trái phiếu từ/ra khu vực tư nhân. Hoạt động này làm thay đổi lượng trái phiếu nội địa do khu vực tư nhân nắm giữ (D).
- *Nghiệp vụ thị trường ngoại hối (FXO)*: Ngân hàng trung ương mua bán tài sản ngoại tệ (tiền mặt hoặc trái phiếu nước ngoài) với khu vực tư nhân. Hoạt động này làm thay đổi lượng ngoại hối (R).

Phương trình (5.6) có thể viết lại như sau:

$$dM_s = dD + dR \quad (5.7)$$

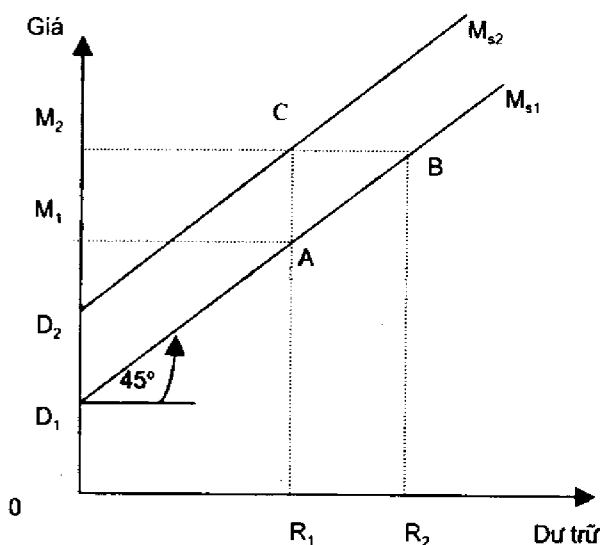
Phương trình (5.7) cho thấy, cung tiền có thể thay đổi thông qua OMO làm thay đổi D hoặc FXO thông qua thay đổi R . Mối quan hệ giữa cung tiền và dự trữ ngoại hối thể hiện trên Hình 5.4

Trên hình 5.4, tại điểm D_1 , thành phần duy nhất của cung tiền là trái phiếu nội địa vì dự trữ ngoại hối bằng không. Để đơn giản trong phân tích, giả định rằng tỷ giá giữa nội tệ và ngoại tệ

bảng 1. Như vậy, khi dự trữ ngoại hối là R , thì cung tiền là $M_t = D_t + R_t$.

OMO làm tăng lượng trái phiếu do ngân hàng trung ương nắm giữ từ D_1 tới D_2 , làm dịch chuyển đường M_s từ M_{s1} tới M_{s2} dẫn đến tổng cung tiền tăng từ M_1 tới M_2 . Ngược lại, FXO làm tăng dự trữ ngoại hối từ R_1 tới R_2 , làm cung tiền vận động dọc theo đường M_{s1} từ A tới B và cũng dẫn đến cung tiền tăng từ M_1 tới M_2 .

Hình 5.4. Cung tiền và dự trữ



Trước khi chuyển sang phần tiếp theo, cần lưu ý rằng giả định cung tiền sử dụng trong phân tích ở trên đã được đơn giản hoá đến mức thậm chí quá đơn giản để có thể đưa ra những phân tích thực tế. Hệ thống ngân hàng thương mại trong giả định này giữ tài sản nội địa duy nhất là trái phiếu chính phủ mà không hề thực hiện bất kỳ khoản cho vay nào đối với khu vực tư nhân. Nói cách khác, quy tắc số nhân tiền tệ (đã giới thiệu trong môn học Mô hình và Chính sách kinh tế vĩ mô) không hoạt động.

5. QUAN ĐIỂM TIẾP CẬN TIỀN TỆ VỀ CÁN CÂN THANH TOÁN

5.1. Khái niệm cân bằng cán cân thanh toán trong quan điểm tiếp cận tiền tệ

Các nhà kinh tế tiền tệ cho rằng, mất cân bằng cán cân thanh toán là do mất cân bằng trên thị trường tiền tệ. Dư cung tiền so với cầu tiền dẫn tới thâm hụt cán cân thanh toán và dư cầu tiền so với cung tiền dẫn tới cán cân thanh toán thặng dư. Như vậy, tình trạng cán cân thanh toán phản ánh thực trạng cân bằng trên thị trường tiền tệ. Theo nghĩa này, trong cán cân thanh toán, các dòng tiền là *tài khoản tự định*, hoạt động mua bán hàng hoá và dịch vụ cũng như đầu tư (bao gồm cả ngắn, trung và dài hạn) là *tài khoản điều chỉnh*. Quan điểm này ngược với quan điểm của trường phái Keynes cho rằng các tài khoản vãng lai là tài khoản tự định, tài khoản vốn và dự trữ ngoại hối là tài khoản điều chỉnh. Đôi khi các nhà kinh tế giải thích sự khác biệt này bằng cách cho rằng những người theo trường phái Keynes xem xét cán cân thanh toán từ trên xuống (nghĩa là từ cán cân vãng lai) trong khi trường phái tiền tệ xem xét từ dưới lên (nghĩa là từ thay đổi trong dự trữ ngoại hối).

Các nhà tiền tệ cho rằng cán cân thanh toán bao gồm ba thành phần: cán cân vãng lai, cán cân vốn và thay đổi trong dự trữ ngoại hối, vì cán cân thanh toán luôn cân bằng nên:

$$BP = CA + K + dR = 0$$

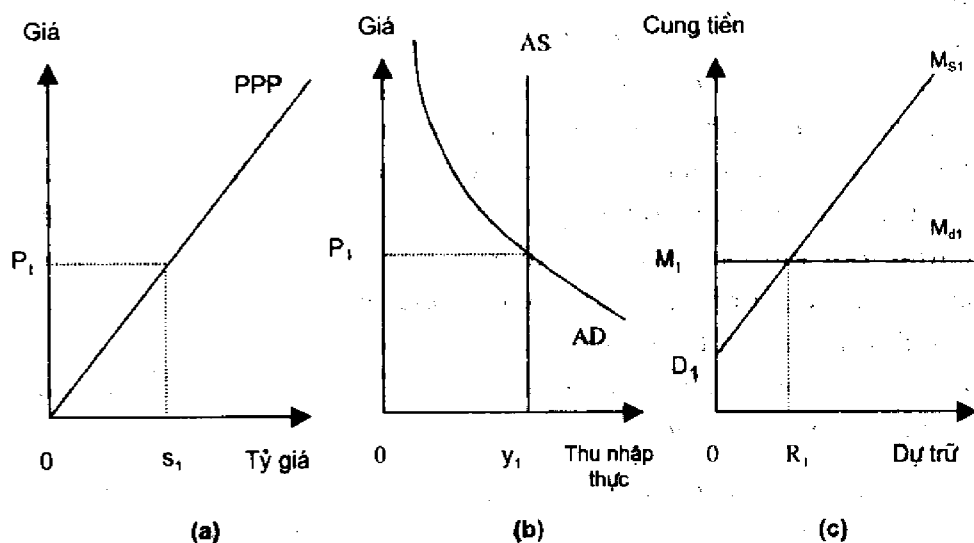
$$\Rightarrow CA + K = -dR \quad (5.8)$$

Trong đó: CA là cán cân vãng lai, K là cán cân vốn, dR là thay đổi trong dự trữ ngoại hối.

Nếu dR dương có nghĩa là, tổng cán cân vãng lai và cán cân vốn ở trạng thái thâm hụt. Chính phủ phải dùng ngoại hối để mua nội tệ trên thị trường tiền tệ. Phương trình (5.7) là một cách tiếp cận cán cân thanh toán tương đối thú vị: mua ngoại hối làm tăng dự

trữ sẽ đẩy cán cân thanh toán vào trạng thái thặng dư và khi dự trữ giảm do bán ngoại hối thì cán cân thanh toán sẽ thâm hụt. Nếu chính quyền không tác động vào thị trường ngoại hối nghĩa là được thả nổi thì dự trữ sẽ không thay đổi, điều này sẽ dẫn các nhà tiền tệ tới kết luận cán cân thanh toán luôn cân bằng. Dưới chế độ tỷ giá thả nổi, thâm hụt cán cân vãng lai phải được bù đắp bởi dòng vốn vào tương ứng nên cán cân thanh toán luôn cân bằng.

Hình 5.5. Mô hình cân bằng



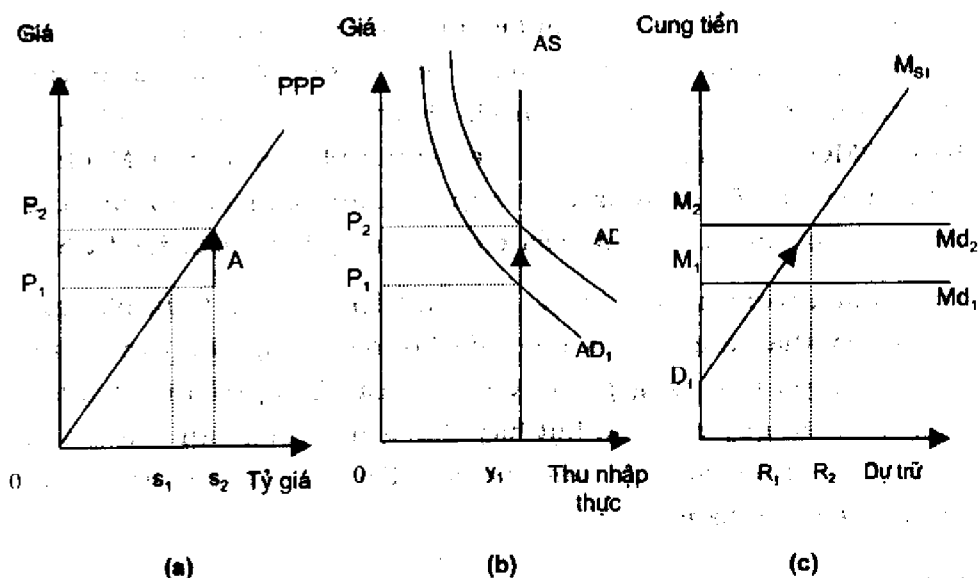
Cân bằng nền kinh tế theo khái niệm trên được thể hiện trên Hình 5.5. Trong phần (b) của Hình 5.5, nền kinh tế cân bằng tại điểm tổng cung bằng tổng cầu hàng hoá tại mức giá P_1 và sản lượng y_1 . Đồng thời, do giả định thuyết PPP luôn thoả mãn nên tại mức giá nội địa P_1 và mức giá nước ngoài P^* cố định, tỷ giá theo định nghĩa PPP là S_1 được thể hiện trong phần (a) của Hình 5.5. Thị trường tiền tệ đạt điểm cân bằng tại điểm cung tiền M_{S1} bao gồm cầu nội địa D_1 và dự trữ R_1 . Thị trường tiền tệ cân bằng tại giao điểm của M_{S1} và M_{d1} trong phần (c) của Hình 5.5. Mức giá nội địa và thu nhập nội địa quyết định vị trí chính xác của cầu

tiền trong nền kinh tế. Cân bằng trên thị trường tiền tệ cũng đồng nghĩa với cân bằng trong cán cân thanh toán. Những phần sau sẽ sử dụng khái niệm cán cân thanh toán này để phân tích các ảnh hưởng của các cú sốc đối với nền kinh tế dưới chế độ tỷ giá cố định và thả nổi.

5.2. Ảnh hưởng của phá giá

Quan điểm tiếp cận tiền tệ lập luận rằng phá giá chỉ có thể tác động tới cán cân thanh toán thông qua tác động tới cầu tiền trong mối quan hệ với cung tiền trong nền kinh tế. Hình 5.6 thể hiện tác động của phá giá.

Hình 5.6. Ảnh hưởng của phá giá



Phá giá đột ngột sẽ làm tỷ giá tăng từ S_1 tới S_2 và làm tăng sức cạnh tranh cho hàng hoá nội địa, theo định nghĩa của PPP, vì điểm A nằm dưới đường PPP trong phần (a) của Hình 5.6. Vì hàng hoá nội trở nên cạnh tranh hơn so với hàng nước ngoài nên cầu nội tệ tăng và đường cầu tiền M_d dịch chuyển từ M_{d1} tới M_{d2} . Như vậy, cầu tiền lớn hơn cung tiền M_1 . Lợi thế cạnh tranh đưa cán

cân thanh toán vào tình trạng thặng dư vì cư dân trong nước giảm cầu về hàng hoá nước ngoài, trong khi cư dân nước ngoài tăng cầu về hàng hoá nội địa. Để tránh nâng giá nội tệ, chính phủ phải dùng nội tệ để mua ngoại tệ. Động thái này làm tăng dự trữ ngoại hối và mở rộng cung tiền nội tệ từ đó càng tăng cầu đối với hàng hoá nội địa. Đường tổng cầu dịch chuyển từ AD_1 tới AD_2 và bắt đầu đẩy giá nội địa tăng dần cho tới khi trở về mức giá P_2 trên đường PPP.

Khi mức giá nội địa đạt mức P_2 và cung tiền đã tăng lên M_2 , khi đó $M/P_1 = M_2/P_2$ và lợi thế cạnh tranh do phá giá tạo ra bị triệt tiêu. Cân cân thanh toán lại về điểm cân bằng vì cung tiền lại cân bằng với cầu tiền. Trong dài hạn, phá giá x% sẽ làm giá nội địa tăng lên x% và cung tiền nội địa tăng x%. Nói cách khác, thặng dư do phá giá chỉ là hiện tượng nhất thời. Quan điểm tiếp cận tiền tệ nhấn mạnh rằng ảnh hưởng nhất thời của phá giá tới cân cân thanh toán chỉ tồn tại khi chính phủ không đồng thời tiến hành OMO làm tăng cung tiền. Nếu chính phủ sử dụng OMO làm tăng cung tiền M_2 thì tổng cầu và giá nội địa sẽ ngay lập tức tăng lên P_2 và lợi thế cạnh tranh của phá giá ngay lập tức bị triệt tiêu.

Điểm quan trọng rút ra từ quan điểm tiếp cận tiền tệ là phá giá không có khả năng tạo ra biến đổi lâu dài trong cân cân thanh toán. Phá giá hay nâng giá gây ra mất cân bằng trên thị trường tiền tệ, từ đó gây ra thâm hụt hay thặng dư trong cân cân thanh toán. Tình trạng này chỉ tiếp tục cho đến khi thị trường tiền tệ trở về điểm cân bằng.

5.3. Phương trình tỷ giá theo quan điểm tiếp cận tiền tệ

Trước khi xem xét tác động của các cú sốc đột ngột khác nhau trong chế độ tỷ giá cố định và thả nổi cần phải xác định rõ khái niệm tỷ giá theo quan điểm tiếp cận tiền tệ.

Cầu tiền nội địa được quy định trong phương trình 5.4:

$$M_d = kPy \quad (5.4)$$

Phương trình cầu tiền nước ngoài cũng có thể viết như sau:

$$M_d^* = k^* P^* y^* \quad (5.9)$$

Trong đó: M_d^* là cầu ngoại tệ, k^* là co giãn của cầu ngoại tệ đối với thu nhập danh nghĩa nước ngoài, P^* là mức giá nước ngoài, y^* là thu nhập nước ngoài thực.

Với định nghĩa PPP, tỷ giá sẽ bằng:

$$S = \frac{P}{P^*} \quad (5.10)$$

Tại điểm cân bằng thị trường tiền tệ, cung tiền bằng cầu tiền tại mỗi nước nên:

$$M_s = M_d \text{ và } M_s^* = M_d^* \quad (5.11)$$

Có thể lấy tỷ lệ giữa cung tiền hai nước bằng cách chia phương trình 5.4 cho phương trình 5.9 và thay cầu tiền M_d và M_d^* bằng cung tiền M_s và M_s^* :

$$\frac{M_s}{M_s^*} = \frac{kPy}{k^*P^*y^*} \quad (5.12)$$

Vì $P/P^* = S$ theo PPP nên có thể viết lại phương trình 5.12 như sau:

$$\frac{M_s}{M_s^*} = \frac{kSy}{k^*y^*} \quad (5.13)$$

$$\Rightarrow S = \frac{M_s / M_s^*}{ky / k^*y^*} \quad (5.14)$$

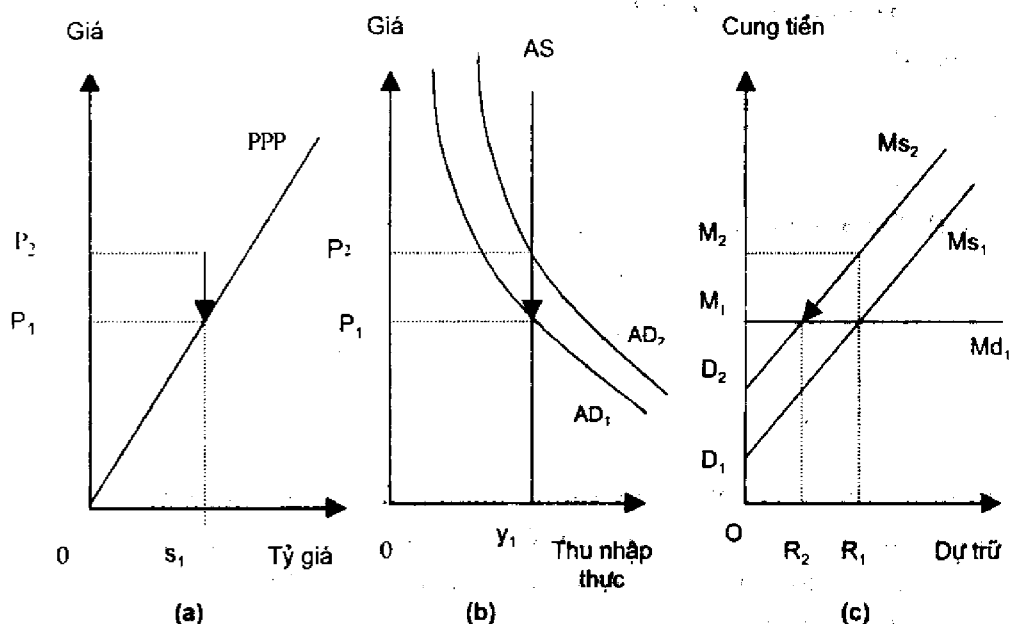
Phương trình 5.14 cho thấy tương quan giữa cung cầu tiền của hai nước xác định tỷ giá giữa tiền tệ hai quốc gia đó. Cung tiền nội tệ tăng tương đối so với cung ngoại tệ sẽ dẫn tới phá giá nội tệ hay tỷ giá tăng trong khi thu nhập nội địa tăng tương đối so với thu nhập nước ngoài sẽ dẫn tới nâng giá nội tệ, tỷ giá giảm. Lý do là thu nhập tăng sẽ đẩy cầu tiền giao dịch nội địa tăng và tỷ giá giảm. Với hình dung đơn giản như vậy về mô hình tỷ giá, chúng ta sẽ xem xét và phân tích chi tiết ảnh hưởng của thay đổi cung tiền, thu nhập và giá nước ngoài tới cán cân thanh toán.

5.4. Tác động của mở rộng cung tiền dưới chế độ tỷ giá cố định

5.4.1. Mở rộng cung tiền dưới chế độ tỷ giá cố định

Trong chế độ tỷ giá cố định, chính phủ phải mua nội tệ khi có dư cung tiền và bán nội tệ ra thị trường tư nhân khi có dư cầu để ngăn chặn tỷ giá giảm hoặc tăng. Bán nội tệ sẽ làm tăng dự trữ ngoại hối và ngược lại, mua nội tệ sẽ làm giảm dự trữ. Giả sử ngân hàng trung ương tăng cung tiền bằng cách mua trái phiếu chính phủ, khi đó các biến động của nền kinh tế sẽ diễn ra như trên Hình 5.7.

Hình 5.7. Chính sách tiền tệ mở rộng dưới chế độ tỷ giá cố định



Mở rộng cung tiền đẩy đường cung tiền dịch chuyển từ M_{s1} tới M_{s2} và tăng cung tiền từ M_1 tới M_2 , thành phần tiền nội địa cơ sở tăng từ D_1 tới D_2 . Ảnh hưởng tức thời là các cơ dân nội địa đối mặt với dư cung tiền thực ($M_2/P_1 > M_1/P_1$), cung tiền M_2 lớn hơn cầu tiền M_1 .

Để giảm dư cung tiền, cư dân nội địa tăng tổng cầu hàng hoá dịch vụ và đẩy đường tổng cầu từ AD_1 tới AD_2 ; động thái này tạo áp lực tới giá hàng hoá nội địa và tăng giá từ P_1 tới P_2 . Tại mức giá P_2 và tỷ giá cố định S_1 , hàng hoá nội địa trở nên kém cạnh tranh so với tại mức tỷ giá PPP vì nền kinh tế nằm bên trái đường PPP.

Sự kém cạnh tranh về giá đã đưa nền kinh tế tới thâm hụt cán cân thanh toán. Để tránh phá giá, chính phủ phải can thiệp vào thị trường tiền tệ bằng cách mua nội tệ, dẫn đến dự trữ ngoại hối giảm thấp hơn R_1 . Việc mua lại nội tệ sẽ dẫn làm giảm dư cung tiền và đồng thời tổng cầu cũng giảm dần, đường tổng cầu AD dịch chuyển về vị trí ban đầu, từ AD_2 về AD_1 . Dư cung tiền giảm, một lần nữa lại gây áp lực giảm giá và đưa giá về mức ban đầu tại P_1 ở trên đường PPP. Khi cung tiền di chuyển dọc theo đường M_{22} về mức M_1 , dư cung tiền bị triệt tiêu và nền kinh tế quay lại điểm cân bằng.

Trong dài hạn, giá, sản lượng và cung tiền sẽ trở về điểm cân bằng ban đầu. Khi đó, để giữ tỷ giá cố định, lượng tăng trong thành phần nội địa của tiền cơ bản từ D_1 đến D_2 sẽ dẫn tới lượng giảm tương ứng trong dự trữ từ R_1 tới R_2 . Giảm dự trữ do mua nội tệ sẽ đưa cung tiền về vị trí ban đầu. Lý do có thể được giải thích qua phương trình 5.14. Vì các biến S , M_1 , ky , $k'y$ cố định nên bất kỳ tác động nào làm thay đổi M_2 cũng phải đưa M_1 về vị trí ban đầu để đảm bảo phương trình cân bằng và S luôn được cố định.

Quan điểm tiếp cận tiền tệ về cán cân thanh toán cho rằng thâm hụt cán cân thanh toán do mở rộng cung tiền là hiện tượng mang tính tạm thời và tự điều chỉnh. Cung tiền tăng gây ra dư cung tiền và thâm hụt tạm thời cán cân vãng lai cũng như cán cân vốn, để giữ tỷ giá cố định, ngân hàng trung ương bắt buộc phải có các tác động tới thị trường ngoại hối và tác động này sẽ triệt tiêu dư cung, đưa nền kinh tế trở về trạng thái cân bằng ban đầu.

Tuy nhiên, có hai trường hợp trong đó thâm hụt hay thặng dư cán cân thanh toán không phải là hiện tượng tạm thời. Thứ nhất, khi

ngân hàng trung ương tiến hành điều hoà FXO. Khi ngân hàng trung ương mua nội tệ để tránh phá giá thì sẽ gây ra giảm cung tiền cơ bản. Để điều hoà FXO, ngân hàng trung ương có thể giữ không làm giảm cung tiền cơ bản bằng cách thực hiện OMO như mua trái phiếu. Tuy nhiên, như chúng ta đã biết, OMO đó sẽ đẩy nhanh tình trạng thâm hụt cán cân thanh toán và đòi hỏi ngân hàng Trung ương phải tiếp tục can thiệp vào thị trường ngoại hối. Vì vậy, các chính sách điều hoà có thể dẫn tới thâm hụt cán cân thanh toán lâu dài. Khả năng theo đuổi các chính sách điều hoà FXO phụ thuộc vào dự trữ của các quốc gia. *Thứ hai*, thâm hụt kéo dài xảy ra khi nước có cán cân thanh toán thặng dư cũng chuẩn bị để mua nội tệ của nước thâm hụt và giữ nội tệ nước này trong dự trữ ngoại hối. Trong trường hợp này, ngân hàng trung ương của nước thâm hụt sẽ tiến hành can thiệp để giữ tỷ giá cố định cho đến khi ngân hàng trung ương nước ngoài vẫn tiến hành các hoạt động giữ nội tệ của họ làm dự trữ. Mặc dầu trong trường hợp này thay đổi dự trữ bằng không nhưng thâm hụt cán cân thanh toán thể hiện trên sự gia tăng nợ nước ngoài.

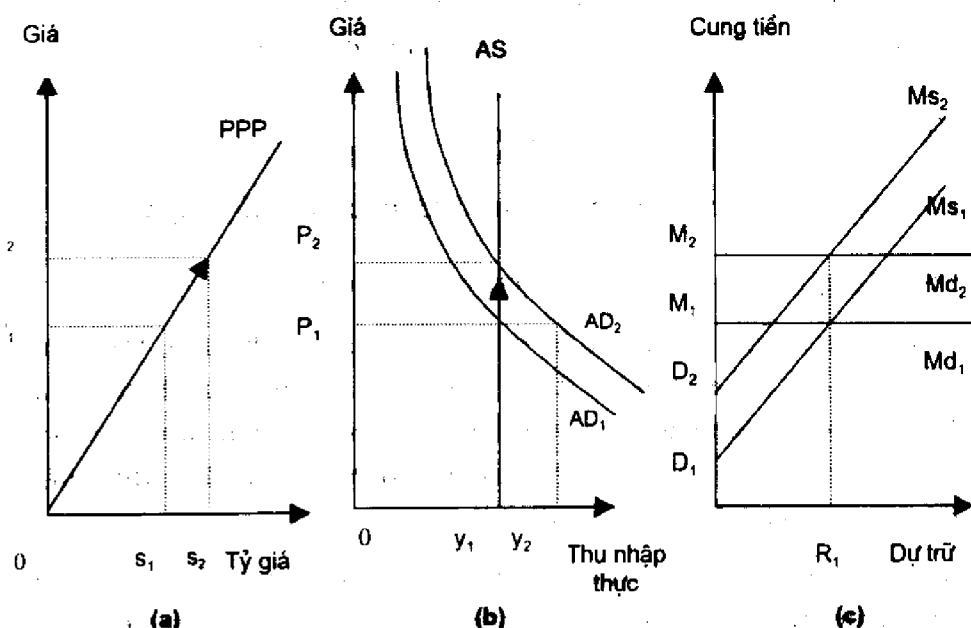
5.4.2. Mở rộng cung tiền trong chế độ tỷ giá thả nổi

Dưới chế độ tỷ giá thả nổi, quan điểm tiếp cận tiền tệ cho rằng không có khái niệm thâm hụt hay thặng dư cán cân thanh toán vì

Mở rộng cung tiền thông qua OMO làm cung tiền tăng từ M_1 tới M_2 và tạo ra dư cung tiền thực. Kết quả là tổng cầu dịch chuyển từ AD_1 tới AD_2 . Cầu hàng hoá dịch vụ tại y_2 lớn hơn sản lượng sản xuất y_1 . Dư cầu hàng hoá dịch vụ dẫn tới tăng chi tiêu hàng hoá dịch vụ nhập khẩu và đầu tư nước ngoài dẫn tới giảm giá nội tệ. Đồng thời kết quả của dư cầu hàng hoá dịch vụ cũng đẩy giá nội tệ tăng và dẫn tới tăng cầu tiền, đẩy hàm cầu tiền và đường cầu tiền dịch chuyển từ M_{d1} tới M_{d2} . Vì giá nội tệ tăng và cầu tiền tăng dẫn tới tác động ngược tới tổng cầu và làm tổng cầu dịch

chuyển dọc đường AD , cho tới khi đạt mức cân bằng tại mức giá P_2 .

Hình 5.8. Mở rộng tiền tệ dưới chế độ tỷ giá thả nổi



Trong dài hạn, cung tiền tăng $x\%$ sẽ làm tỷ giá tăng $x\%$ và giá nội địa tăng $x\%$. Tăng giá nội địa sẽ làm tăng cầu tiền và triệt tiêu dư cung do OMO đem lại. Nhìn vào phương trình 5.14, chúng ta thấy do các biến M , k và k' cố định nên bất kỳ tác động nào làm tăng M sẽ làm tỷ giá S biến đổi tương ứng để đảm bảo phương trình luôn cân bằng.

Trường hợp mở rộng cung tiền trong chế độ tỷ giá thả nổi có ảnh hưởng ngược hoàn toàn so với dưới chế độ tỷ giá cố định. Dưới chế độ tỷ giá cố định, mở rộng tiền thông qua OMO sẽ gây ra mất cân bằng trên thị trường tiền tệ và chính phủ điều chỉnh qua dự trữ ngoại hối để đảm bảo cân bằng cán cân thanh toán và cân bằng thị trường tiền tệ. Dưới chế độ tỷ giá cố định, chính phủ không thể kiểm soát độc lập cung tiền, cung tiền sẽ quay về vị trí ban đầu khi chính phủ sử dụng dự trữ ngoại hối để can thiệp.

Trong khi dưới chế độ tỷ giá thả nổi, chính phủ có thể độc lập xác định lượng cung tiền thay đổi và thị trường tiền tệ sẽ cân bằng do thay đổi cầu tiền xuất phát từ các thay đổi trong mức giá nội địa và tỷ giá. Như vậy, trong chế độ tỷ giá cố định, chính phủ không thể sử dụng một chính sách tiền tệ độc lập trong khi trong chế độ tỷ giá thả nổi, chính phủ có thể tự do mở rộng hoặc hạn chế cung tiền theo mức mong muốn.

5.5. Tác động của tăng thu nhập dưới các chế độ tỷ giá

5.5.1. Tăng thu nhập dưới chế độ tỷ giá cố định

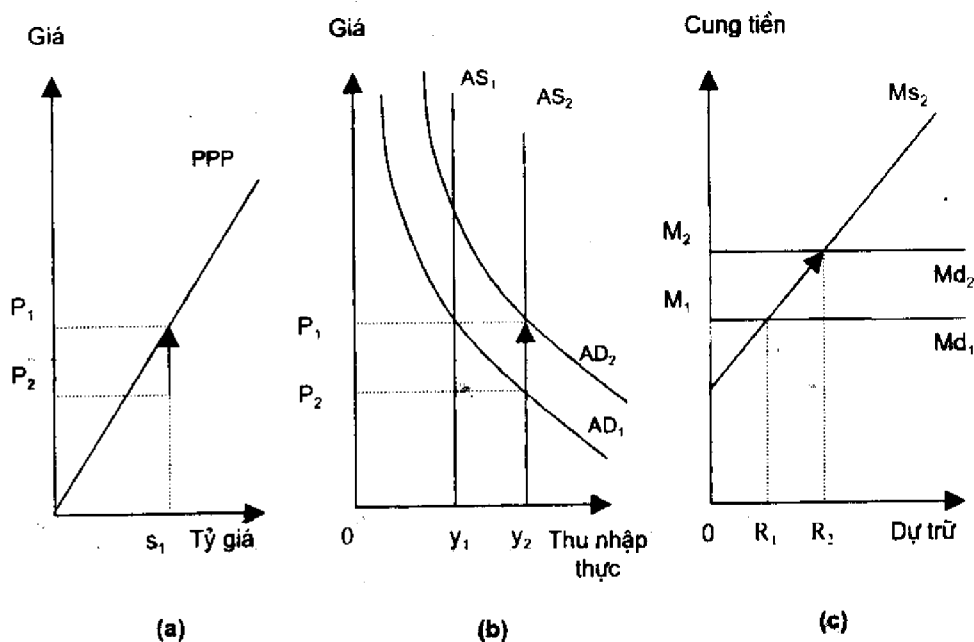
Theo quan điểm tiếp cận tiền tệ về cân cân thanh toán, tăng thu nhập nội địa chỉ có thể tác động gián tiếp tới cân cân thanh toán thông qua tác động tới cầu tiền trên thị trường tiền tệ trong mối quan hệ với cung tiền. Hình 5.9 miêu tả trường hợp tăng thu nhập nội địa dưới chế độ tỷ giá cố định.

Thu nhập nội địa thực tăng đẩy đường tổng cung dịch chuyển sang phải từ AS_1 tới AS_2 . Kết quả là mong muốn giữ tiền (cầu tiền) tăng lên làm đường cầu tiền dịch chuyển từ MD_1 tới MD_2 , xuất hiện dư cầu tiền do cầu tiền M_2 lớn hơn cung tiền M_1 . Chi tiêu vào hàng hoá và dịch vụ nội địa và nước ngoài đồng thời giảm, tạo động lực làm giảm giá nội địa từ P_1 tới P_2 . Giảm giá trong điều kiện tỷ giá cố định nâng cao sức cạnh tranh của hàng hoá nội địa làm thặng dư cán cân vãng lai. Để tránh nguy cơ nâng giá nội tệ, chính phủ phải tiến hành các hoạt động mua ngoại tệ bằng nội tệ làm tăng dự trữ ngoại hối và tăng cung tiền trên thị trường tiền tệ. Cung tiền tăng làm đường tổng cầu dịch chuyển từ AD_1 tới AD_2 và đẩy giá nội địa trở về giá trị ban đầu theo PPP tại mức P_1 . Khi cung tiền tăng tới M_2 , dư cầu tiền bị triệt tiêu hoàn toàn.

Lưu ý rằng trong dài hạn, khi giá quay về mức ban đầu P_1 , thặng dư cán cân thanh toán tạm thời làm cung tiền tăng từ M_1 tới M_2 . Như vậy, cung cầu tiền cân bằng thực lớn hơn trước đây, nghĩa là

$M_2/P_2 > M_1/P_1$. Lý do là thu nhập nội địa tăng lên tạo dư cầu tiền giao dịch nên thị trường tiền tệ đón nhận mọi lượng cung tiền đáp ứng thẳng dư cầu tiền giao dịch. Nhìn vào phương trình 5.14, các biến S , M , và $k'y$ cố định nên khi thu nhập nội địa tăng, cung tiền nội địa cũng phải tăng theo để đảm bảo phương trình luôn cân bằng.

Hình 5.9. Tăng thu nhập dưới chế độ tỷ giá cố định



5.5.2. Tăng thu nhập dưới chế độ tỷ giá thả nổi

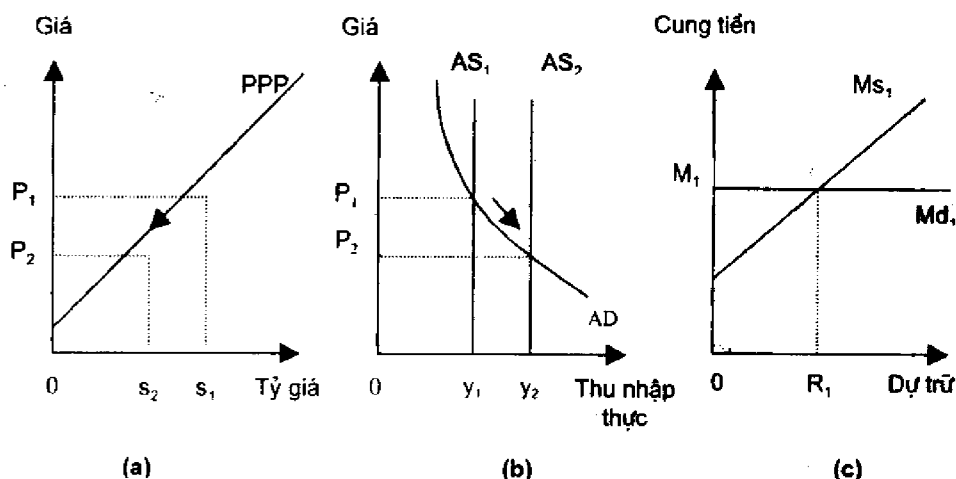
Dưới chế độ tỷ giá thả nổi, tăng thu nhập cũng tác động gián tiếp qua cầu tiền. Hình 5.10 mô tả các tác động của tăng thu nhập nội địa trong chế độ tỷ giá thả nổi.

Tăng thu nhập nội địa đẩy đường tổng cung từ AS_1 tới AS_2 và làm cho cầu tiền giao dịch tăng, gây dư cung hàng hoá dịch vụ ($y_2 > y_1$) tại mức giá P_1 . Dư cung hàng hoá dịch vụ gây áp lực giảm giá nội địa từ P_1 xuống P_2 nhằm cân bằng với cầu hàng hoá

dịch vụ và phù hợp với PPP. Thực chất, điểm cân bằng mới nằm dưới mức P_1 và tỷ giá giảm từ S_1 tới S_2 (nội tệ nâng giá).

Trong dài hạn, cân bằng cung cầu tiền thực sẽ tăng vì M/P_1 lớn hơn M/P_2 với lý do tương tự dưới chế độ tỷ giá cố định. Nhìn chung, đường cầu tiền không dịch chuyển vì mức cầu tiền giảm do giá nội địa giảm ngay lập tức được bù đắp bởi lượng cầu tiền tăng do thu nhập nội địa tăng. Nhìn vào phương trình 5.14, khi các biến M_1 , M_2 và $k'y$ cố định, biến ky tăng do thu nhập nội địa (y) tăng sẽ dẫn đến nâng giá nội tệ, tỷ giá (S) giảm.

Hình 5.10. Tăng thu nhập dưới chế độ tỷ giá thả nổi



Như vậy, dưới chế độ tỷ giá cố định, khi thu nhập nội địa tăng, quá trình điều chỉnh bắt đầu từ tăng cung tiền và dự trữ để đáp ứng tăng cầu tiền. Dưới chế độ tỷ giá thả nổi, tỷ giá và giá nội địa điều chỉnh (giảm để đảm bảo điều kiện PPP) trong khi cung tiền nội địa không thay đổi để tạo ra điểm cân bằng mới.

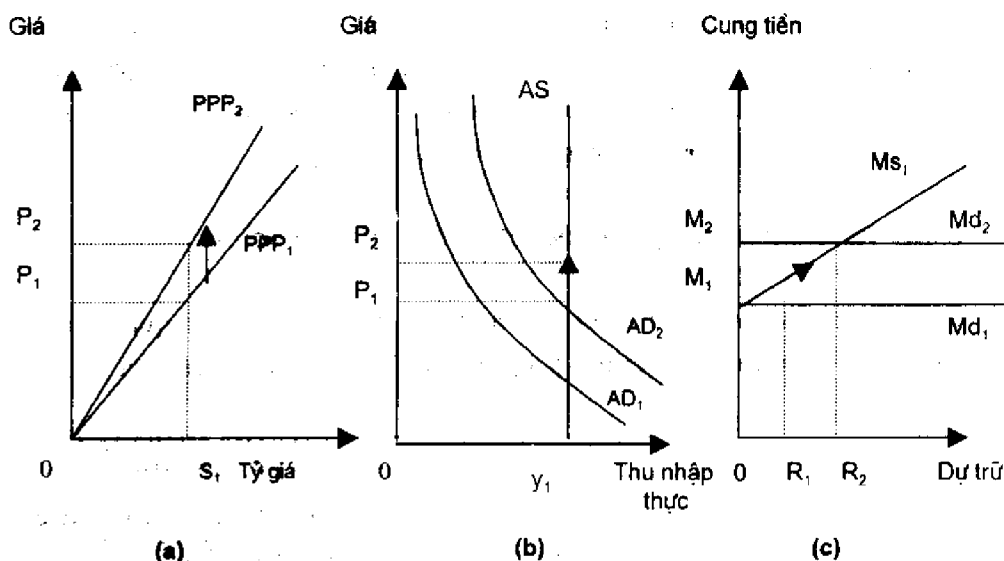
5.6. Tác động của tăng giá nước ngoài dưới các chế độ tỷ giá

5.6.1. Tăng giá nước ngoài dưới chế độ tỷ giá cố định

Ảnh hưởng của tăng giá nước ngoài dưới chế độ tỷ giá cố định được thể hiện trên Hình 5.11. Khi giá nước ngoài tăng, tại mức tỷ

giá S_1 và giá nội địa P_1 , nền kinh tế nội địa trở nên cạnh tranh hơn so với tại mức tỷ giá PPP và đường PPP quay lên trên từ PPP_1 tới PPP_2 . Để giữ tỷ giá PPP tại mức S_1 đòi hỏi giá nội địa phải tăng lên từ P_1 tới P_2 .

Hình 5.11. Tăng giá nước ngoài dưới chế độ tỷ giá cố định



Tác động đầu tiên của tăng giá nước ngoài là tạo sức cạnh tranh cao hơn cho hàng hoá và dịch vụ nội địa trong mối quan hệ so sánh với giá hàng hoá và dịch vụ nước ngoài. Tăng sức cạnh tranh làm giảm chi tiêu vào hàng hoá nước ngoài và tạo ra thặng dư cho cán cân thanh toán, đồng thời tăng cầu chi tiêu hàng hoá nội địa và đẩy cầu tiền nội địa tăng, dẫn đến đường cầu tiền dịch chuyển từ Md_1 tới Md_2 . Để tránh nâng giá nội tệ, chính phủ phải mua ngoại hối bằng nội tệ cơ bản, dự trữ ngoại hối tăng từ R_1 tới R_2 và cung tiền tăng từ M_1 tới M_2 . Cung tiền tăng trong khi tỷ giá thấp hơn PPP làm đường tổng cầu dịch chuyển từ AD_1 tới AD_2 , đẩy giá nội địa tăng từ P_1 tới P_2 nhằm đảm bảo cân bằng tỷ giá theo khái niệm PPP. Khi tỷ giá quay về mức PPP thì thặng dư cán cân thanh toán cũng dừng lại.

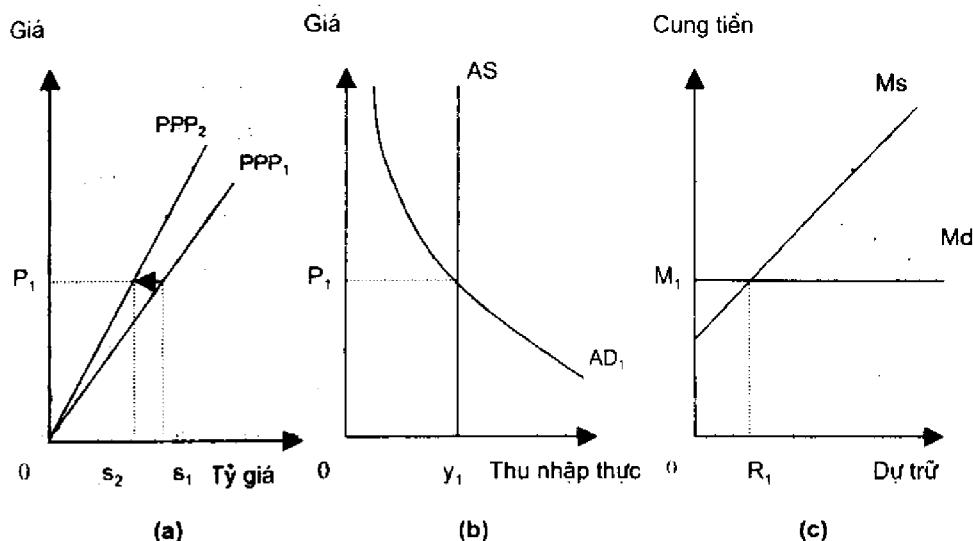
Điểm quan trọng trong phân tích này là, khi một quốc gia cố gắng cố định tỷ giá thì phải chấp nhận tác động của giá nước ngoài tới giá nội địa. Có thể nói, quốc gia đó chấp nhận phải nhập khẩu lạm phát hoặc giảm phát từ nước ngoài. Nếu thay đổi cung tiền nước ngoài gây lạm phát thì quan điểm tiếp cận tiền tệ cho rằng quốc gia muốn giữ tỷ giá cố định phải thay đổi cung tiền nội địa theo sự biến động của cung tiền nước ngoài. Quốc gia chọn cố định tỷ giá phải từ bỏ chính sách tiền tệ độc lập và chấp nhận chính sách tiền tệ phụ thuộc vào nước ngoài. Điều này không xảy ra trong chế độ tỷ giá thả nổi.

5.6.2. Tăng giá nước ngoài dưới chế độ tỷ giá thả nổi

Tác động của tăng giá nước ngoài tới nền kinh tế theo quan điểm tiếp cận tiền tệ dưới chế độ tỷ giá thả nổi được miêu tả trong Hình 5.12.

Tăng giá nước ngoài làm đường PPP xoay từ PPP_1 tới PPP_2 . Dưới chế độ tỷ giá thả nổi, lợi thế cạnh tranh của nền kinh tế nội địa bị triệt tiêu do nâng giá nội tệ từ S_1 tới S_2 nhằm đảm bảo mức PPP tại mức giá P_1 hiện tại. Vì vậy, dưới chế độ tỷ giá thả nổi, tổng cầu nội địa và sản lượng không bị tác động bởi sốc giá nước ngoài. Dưới chế độ tỷ giá thả nổi, nền kinh tế nội địa được cách ly và không bị tác động bởi những cú sốc giá từ nước ngoài và có thể theo đuổi chính sách tiền tệ độc lập mà không phải nhập khẩu lạm phát từ nước ngoài như dưới chế độ tỷ giá cố định. Theo quan điểm tiếp cận tiền tệ, đây là lợi thế lớn nhất của chế độ tỷ giá thả nổi. Tỷ giá liên tục điều chỉnh để đảm bảo tỷ giá theo PPP và triệt tiêu lạm phát hay giảm phát. Dưới chế độ tỷ giá cố định, để đảm bảo được PPP nền kinh tế phải chấp nhận lạm phát do tăng cung tiền nước ngoài và một chính sách tiền tệ phụ thuộc. Tuy nhiên, sự điều chỉnh tỷ giá theo đường PPP quyết định sự phụ thuộc của chính sách tiền tệ.

Hình 5.12. Tăng giá nước ngoài dưới chế độ tỷ giá thả nổi



6. KIỂM ĐỊNH QUAN ĐIỂM TIẾP CẬN TIỀN TỆ

6.1. Các kết luận của quan điểm tiếp cận tiền tệ

Điểm nổi bật trong quan điểm tiếp cận tiền tệ về cân cân thanh toán là mất cân bằng trên thị trường tiền tệ là yếu tố quyết định gây ra mất cân bằng cán cân thanh toán. Quan điểm tiếp cận tiền tệ cũng cho rằng, quyết định quan trọng nhất của các tác nhân trong nền kinh tế là quyết định về mức cầu tiền thực. Khi sản lượng thực ổn định, tổng chi tiêu là hàm của cầu tiền thực chứ không phải là hàm của thu nhập. Trong quan điểm tiếp cận tiền tệ, các thành viên thị trường ra quyết định trước hết dựa trên cơ sở lượng tiền thực họ mong muốn nắm giữ và chi tiêu. Khi đó, các quyết định về cầu tiền quan trọng hơn quyết định chi tiêu. Trọng tâm của quan điểm tiếp cận tiền tệ là hàm cầu tiền ổn định và có thể dự đoán được trên cơ sở một số ít các biến nhất định. Theo quan điểm tiếp cận tiền tệ, các biến như cơ cấu hàng xuất khẩu và nhập khẩu theo giá không phải là biến quan trọng.

Một kết luận quan trọng khác của quan điểm tiếp cận tiền tệ, dưới chế độ tỷ giá cố định chính phủ phải chấp nhận mất quyền kiểm soát chính sách tiền tệ nội địa và coi đó là giá phải trả để giữ tỷ giá cố định. Như đã phân tích ở trên, mọi nỗ lực mở rộng cung tiền nội địa dưới chế độ tỷ giá cố định đều gây ra thâm hụt cán cân thanh toán và buộc chính phủ phải mua lại nội tệ trên thị trường ngoại hối. Giá nước ngoài tăng sẽ kéo theo tăng cung tiền và giá nội địa. Dưới chế độ tỷ giá cố định, chính phủ mất khả năng theo đuổi một chính sách tiền tệ độc lập. Chính phủ và ngân hàng trung ương chỉ có thể kiểm soát các thành phần (thành phần nội địa và dự trữ ngoại hối) trong cung tiền cơ bản. Dưới chế độ tỷ giá cố định, nếu thành phần nội địa (D) của cung tiền tăng thì thành phần dự trữ (R) phải giảm bằng một lượng tương ứng.

Một kết luận quan trọng khác của quan điểm tiếp cận tiền tệ là, dưới góc độ tác động của cung tiền tới cán cân thanh toán thì không có sự khác biệt giữa OMO và FXO vì tất cả các nghiệp vụ này đều có thể gây ra mất cân bằng trên thị trường tiền tệ. Dưới chế độ tỷ giá cố định, cả OMO và FXO đều mở rộng cung tiền và gây dư cung tiền thực. Thâm hụt cán cân thanh toán đòi hỏi chính phủ cố gắng giữ giá trị nội tệ bằng cách bán ngoại hối, làm dự trữ ngoại hối tiếp tục giảm cho tới khi cung tiền về vị trí ban đầu và dư cung tiền bị triệt tiêu.

Có thể thấy rõ sự khác biệt của mô hình tiền tệ dưới hai chế độ tỷ giá khác nhau. Dưới chế độ tỷ giá cố định, chính sách tiền tệ trở nên thụ động và phụ thuộc vì yêu cầu giữ cố định tỷ giá. Trong khi đó, dưới chế độ tỷ giá thả nổi, chính phủ có thể theo đuổi một chính sách tiền tệ độc lập vì trong trường hợp này tỷ giá chứ không phải cung tiền sẽ điều chỉnh để đưa nền kinh tế về vị trí cân bằng.

Tuy nhiên, cũng có những tranh luận giữa các nhà tiền tệ về lựa chọn một chế độ tỷ giá tối ưu cho nền kinh tế. Một số nhà tiền tệ lý luận rằng, vì thâm hụt hay thặng dư cán cân thanh toán chỉ là

hiện tượng tạm thời và nền kinh tế sẽ tự điều chỉnh nên một quốc gia nên lựa chọn theo đuổi chế độ tỷ giá cố định và hưởng lợi từ những ưu điểm của một chế độ tỷ giá ổn định. Song, Milton Friedman và nhiều nhà tiền tệ khác luôn khẳng định rằng một quốc gia nên để tỷ giá thả nổi, khi đó chính phủ có thể độc lập quyết định mức lạm phát và lựa chọn một chính sách tiền tệ họ mong muốn.

6.2. Các kiểm định thực nghiệm về quan điểm tiếp cận tiền tệ

Bảng 5.1. Ước lượng thực nghiệm về hệ số triệt tiêu

Tác giả	Nước	Giai đoạn ước lượng	Hệ số triệt tiêu
Bean (1976)	Nhật	1959-1970	-0,67 (-8,32)
Genberg (1976)	Thụy Điển	1959-1970	-1,11' (-3,00)
Kouri và Porter (1974)	Ôxtrâyli	1961-1972	-0,47 (-5,29)
	Đức	1960-1970	-0,77 (18,40)
	Italia	1964-1970	-0,43 (-4,36)
	Hà Lan	1960-1970	-0,59 (-7,58)
Obstfeld (1982)	Đức	1961-1967	0,003 (0,001)
Giả thuyết cho rằng hệ số triệt tiêu bằng -1. Dấu sao thể hiện rằng kết quả thống kê và ước lượng phù hợp với giả thuyết. Kết quả thống kê nằm trong ngoặc đơn.			

Nhiều kiểm định về quan điểm tiếp cận tiền tệ đã cố gắng đo lường *hệ số triệt tiêu*. Hệ số triệt tiêu đo lường mức độ mà sự gia tăng của thành phần nội địa của cung tiền cơ bản dẫn đến giảm một lượng tương ứng trong dự trữ ngoại hối như quan điểm tiếp cận tiền tệ lý luận. Để chứng thực quan điểm tiếp cận tiền tệ thì ước lượng thực nghiệm của hệ số triệt tiêu dưới chế độ tỷ giá cố định phải bằng -1, nghĩa là một đơn vị tăng trong thành phần nội địa của cung tiền làm giảm đúng một đơn vị trong thành phần

nước ngoài của cung tiền. Bảng 5.1 là kết quả ước lượng thực nghiệm dưới chế độ tỷ giá cố định trước năm 1973 ở một số quốc gia.

Nhìn vào Bảng 5.1, có thể thấy kết quả thực nghiệm về quan điểm tiếp cận tiền tệ không rõ ràng. Trong nghiên cứu của Bean (1976) và nghiên cứu của Kouri-Porter (1974), hệ số triết tiêu có dấu như giả thuyết, nhưng giá trị tuyệt đối nhỏ hơn 1. Magee (1976) đã đưa ra lý do có thể giải thích là chế độ tỷ giá trong Hệ thống Bretton Woods không hoàn toàn cố định. Như vậy, một phần tăng trong thành phần nội địa của cung tiền cơ bản có thể gây tăng tỷ giá thay vì hoàn toàn được triết tiêu bởi giảm dự trữ như trong lý luận của quan điểm tiếp cận tiền tệ.

Tuy nhiên, Obstfeld (1982) chỉ ra rằng nghiên cứu của Kouri & Porter (1974) cũng như nghiên cứu của Bean (1976) đã ước lượng quá cao giá trị của hệ số triết tiêu do các tác động của chính sách điều hoà ngoại hối của các ngân hàng trung ương. Giả sử một nước mở rộng cung tiền thông qua tăng thành phần nội địa. Khi đó, động thái này sẽ gây áp lực phá giá nội tệ và buộc chính phủ phải mua nội tệ gây giảm dự trữ ngoại hối. Để tránh giảm cung tiền, chính phủ phải cố gắng điều hoà bằng cách tăng cường mua trái phiếu chính phủ trên thị trường tiền tệ. Vì hoạt động mua trái phiếu chính phủ sẽ làm giảm lãi suất nội địa và khuyến khích các dòng vốn chảy ra nước ngoài nên giá trị tuyệt đối của hệ số triết tiêu đáng lẽ phải lớn hơn 1. Nghĩa là, mức độ mở rộng của thành phần nội địa trong cung tiền phải lớn hơn mức giảm dự trữ. Vì Kouri-Porter và Bean bỏ qua các tác động của chính sách điều hoà nên cần phải sử dụng các quy trình kinh tế lượng phức tạp hơn để ước lượng lại nghiên cứu thực nghiệm của họ. Trong nghiên cứu của mình, Obstfeld (1982) phát hiện ra rằng, khi xem xét thêm yếu tố tác động của chính sách điều hoà thì hệ số triết tiêu của Đức biến động trong khoảng từ -0,55 tới mức +0,003. Kết quả thực nghiệm của Obstfeld gây mỗi nghi ngờ về các lý luận của quan điểm tiếp cận tiền tệ.

Tuy nhiên, mọi kết quả thực nghiệm đều cần được xem xét một cách thận trọng, mặc dù các nhà nghiên cứu đều dùng các kỹ thuật kinh tế lượng phù hợp để hạn chế vấn đề lệch lạc trong ước lượng. Lý do để nghi ngờ là tất cả các nghiên cứu đều giả định rằng giá, sản lượng thực và lãi suất là biến ngoại sinh và không chịu tác động của cung tiền. Các giả định này không có cơ sở lý thuyết kinh tế và cũng không có tính thực tiễn.

6.3. Các chỉ trích về quan điểm tiếp cận tiền tệ

Cần lưu ý rằng không phải tất cả các nhà kinh tế ủng hộ quan điểm tiếp cận tiền tệ về cân cân thanh toán đều đồng tình với các kết luận của mô hình tiền tệ trình bày trong bài này. Cho tới nay, đã xuất hiện hàng loạt các quan điểm khác nhau. Một số nhà tiền tệ lý luận rằng, tăng cung tiền nội địa không hoàn toàn gây ra giảm tương ứng trong dự trữ dưới chế độ tỷ giá cố định. Ví dụ, nếu có thất nghiệp và chính sách mở rộng tiền tệ có thể tạo ra thêm sản lượng (thể hiện độ dốc dương của hàm tổng cung) thì tăng cầu tiền sẽ làm giảm áp lực phá giá đối với đồng nội tệ. Trong trường hợp đó, dự trữ không nhất thiết giảm đúng bằng phần trăm tăng ban đầu của cung tiền vì một phần dự cung tiền được giữ dưới dạng cầu tiền giao dịch.

Một số nhà phê bình lý luận rằng chỉ có thể coi cân cân thanh toán là một hiện tượng tiền tệ khi cân cân thanh toán đo lường các dòng tiền lưu thông giữa cư dân trong và ngoài nước. Họ cho rằng coi thâm hụt hay thặng dư cân cân thanh toán là hậu quả của các quyết định tiền tệ hoàn toàn sai vì có rất nhiều nguyên nhân gây thâm hụt hay thặng dư cân cân thanh toán. Nếu một số thành viên thị trường quyết định chi tiêu nhiều hơn vào hàng hoá và dịch vụ cũng như đầu tư nước ngoài dưới chế độ tỷ giá cố định thì sẽ xuất hiện thâm hụt cân cân thanh toán tạm thời. Thâm hụt buộc các nhà cầm quyền phải mua lại tiền nội tệ cơ bản trên thị trường tiền tệ.

Một nghiên cứu thực nghiệm về quan điểm tiếp cận tiền tệ của Boughton (1988) cho rằng tất cả các giả định của quan điểm tiếp cận tiền tệ đều đáng đặt câu hỏi. Có nhiều bằng chứng cho thấy hàm cầu tiền biến động rất lớn, nền kinh tế khó có thể đạt tới mức toàn dụng nhân công và thuyết ngang giá sức mua không thể dự đoán và hướng dẫn các biến động tỷ giá. Mặc dầu các giả định này có thể tồn tại trong dài hạn nhưng trong trung và dài hạn khó có thể tìm được những dẫn chứng thuyết phục về sự tồn tại của những giả định đó. Những kết luận thực nghiệm về giả định này lại đặt câu hỏi về các kết luận của quan điểm tiếp cận tiền tệ.

Một phê phán khác đối với quan điểm tiếp cận tiền tệ về cán cân thanh toán cho rằng quan điểm tiếp cận này không phân tích thâm hụt cũng như thặng dư của các thành phần cán cân thanh toán khác nhau. Trong trường hợp thâm hụt cán cân vãng lai được bù đắp hoàn toàn bởi thặng dư trong cán cân vốn thì theo quan điểm tiếp cận tiền tệ không cần xem xét bất kỳ một chính sách điều chỉnh cán cân thanh toán khác. Hơn nữa, vì thặng dư và thâm hụt chỉ là hiện tượng tạm thời phản ánh mất cân bằng trên thị trường tiền tệ, thị trường sẽ nhanh chóng tự điều chỉnh nên không cần thiết phải có các chính sách về cán cân thanh toán. Tuy nhiên, quan điểm tiếp cận này bỏ qua nguy cơ tăng nợ nước ngoài do thâm hụt cán cân vốn lâu dài. Trên thực tế, các nhà hoạch định chính sách phải quan tâm tới đặc điểm này nếu tiếp tục gia tăng tình trạng nợ như trong khủng hoảng nợ thế giới thứ ba.

7. KẾT LUẬN

Quan điểm tiếp cận tiền tệ phân tích những tác động của phá giá và mở rộng cung tiền tới cán cân thanh toán tương đối rõ ràng. Ý tưởng cho rằng mất cân bằng trong cán cân thanh toán xuất phát từ mất cân bằng trên thị trường tiền tệ là một đóng góp lớn của quan điểm tiếp cận tiền tệ vào nghiên cứu kinh tế học. Hơn thế

nữa, quan điểm tiếp cận tiến tệ đã đóng góp nhiều gợi ý chính sách xác đáng trong các tình huống kinh tế khác nhau. Một nền kinh tế quyết tâm giữ chế độ tỷ giá cố định sẽ mất quyền chủ động và độc lập điều chỉnh chính sách tiền tệ của mình. Mở rộng tiền tệ trong quốc gia đó sẽ gây ra thâm hụt tạm thời. Quốc gia theo đuổi một chế độ tỷ giá thả nổi giữ được quyền độc lập điều chỉnh chính sách tiền tệ nhưng quốc gia này phải đối mặt với mất giá trị nội tệ (phá giá) khi thực hiện chính sách mở rộng tiền tệ. Như vậy, có thể nói quan điểm tiếp cận tiến tệ đã cảnh báo các nguy cơ cho các nhà hoạch định chính sách khi áp dụng chính sách mở rộng tiền tệ sẽ phải đối mặt với vấn đề cán cân thanh toán trong chế độ tỷ giá cố định hoặc đối mặt với vấn đề tỷ giá dưới chế độ tỷ giá thả nổi.

Khi xem xét ảnh hưởng của phá giá, xuất phát từ điểm cân cân thanh toán cân bằng, quan điểm tiếp cận tiến tệ cho rằng thặng dư cán cân thanh toán chỉ là tạm thời. Đây là điểm trái ngược so với quan điểm tiếp cận cơ giằn và chỉ tiêu. Hai quan điểm tiếp cận này cho rằng thặng dư cán cân thanh toán là hoàn toàn rõ ràng và chắc chắn. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng quan điểm tiếp cận tiến tệ xem xét tác động của phá giá tới cả cán cân vãng lai và cán cân vốn trong khi hai quan điểm tiếp cận cơ giằn và chỉ tiêu chỉ quan tâm tới tác động của phá giá tới cán cân vãng lai. Hơn thế nữa, quan điểm tiếp cận tiến tệ cũng không khẳng định chính xác mức độ thặng dư tạm thời mà chỉ cho rằng mức độ tạm thời của thặng dư cán cân thanh toán ở các nước khác nhau là khác nhau, phụ thuộc vào nền tảng kinh tế và chính sách hiện thời của quốc gia đó.

Các thuật ngữ cơ bản

Ảnh hưởng tạm thời	Transitory effect
Đồng nhất thức cung tiền	Money supply identity
Đường tổng cung thẳng đứng	Vertical aggregate supply schedule
Hoạt động mua bán trên thị trường ngoại hối	FXO (Foreign Exchange Operation)
Hiện tượng tự điều chỉnh	Self-correcting phenomenon
Hệ số triệt tiêu	Offset coefficient
Khủng hoảng nợ	Debt crisis
Lập luận	Argument
Nâng giá (nội tệ)	Appreciation (revaluation)
Nghiệp vụ thị trường mở	OMO (Open Market Operation)
Phá giá (nội tệ)	Devaluation
Quan điểm tiếp cận tiền tệ	Monetary approach
Thâm hụt cán cân thanh toán	BP deficit
Thặng dư cán cân thanh toán	BP surplus
Vòng quay của tiền	Velocity of money

Câu hỏi ôn tập

1. Nêu các giả định và nội dung của mô hình Polak?
2. So sánh mô hình Polak và mô hình Mundell-Fleming?
3. Các giả định của quan điểm tiếp cận tiền tệ và mô hình Mundell-Fleming khác nhau như thế nào?

4. Tại sao quan điểm tiếp cận tiền tệ phải giả định vòng quay của tiền là cố định và đường cung là đường thẳng đứng?
5. Cung tiền trong quan điểm tiếp cận tiền tệ bao gồm những thành phần nào?
6. Quan điểm tiếp cận tiền tệ định nghĩa cân bằng cán cân thanh toán như thế nào?
7. Hãy phân tích hậu quả của phá giá dưới quan điểm tiếp cận tiền tệ?
8. Phân tích tác động của các chính sách tài khoá và tiền tệ dưới chế độ tỷ giá cố định và thả nổi theo quan điểm tiếp cận tiền tệ. So sánh kết luận của quan điểm tiếp cận tiền tệ và mô hình Mundell-Fleming?
9. Hãy phân tích tác động của tăng thanh toán và giá nước ngoài tới cán cân thanh toán dưới chế độ tỷ giá cố định và thả nổi.
10. Đánh giá hiệu lực và tính thực tiễn của quan điểm tiếp cận tiền tệ. Trên cơ sở đó, hãy bình luận về những kết luận của quan điểm tiếp cận tiền tệ?

Tài liệu tham khảo

Harris, L., *International Finance*: CIEE, SOAS, University of London, 1996.

Học viện Ngân hàng: *Tài chính Quốc tế* (1999), Nxb Thống kê.

Makoto Sakurai (1998): *Khủng hoảng tài chính tiền tệ châu Á*, Tạp chí *Kinh tế châu Á - Thái Bình Dương* - số 4.

PTS. Nguyễn Hồng Sơn (1998): *Hệ thống tài chính – tiền tệ toàn cầu và khủng hoảng ở các nước đang phát triển*, Tạp chí *Những vấn đề Kinh tế Thế giới* - số 3/1998.

Pilbeam, Keith (1992): *Tài chính Quốc tế*, xuất bản lần thứ nhất, Nxb Macmillan, Hampshire, London.

TS. Võ Đại Lộc (1998): *Về cuộc khủng hoảng tiền tệ, tài chính ở một số nước châu Á*, Tạp chí *Những vấn đề Kinh tế Thế giới* - số 3.

BÀI 6

CHẾ ĐỘ TỶ GIÁ CỐ ĐỊNH VÀ THẢ NỔI

1. GIỚI THIỆU

Bài 6 giới thiệu một trong những nội dung quan trọng nhất trong tài chính quốc tế: các đặc trưng và hiệu quả, cũng như tác động chính sách dưới chế độ tỷ giá cố định và thả nổi. Trên một giác độ nhất định, bài này tóm lược lại những nội dung đã trình bày trong các bài trước, đặc biệt nhấn mạnh tới các tác động chính sách kinh tế vĩ mô dưới các chế độ tỷ giá khác nhau. Trong các quan điểm tiếp cận trước đây, rõ ràng có các tác động chính sách khác nhau dưới các chế độ tỷ giá khác nhau.

Khi phân tích câu hỏi *“Phá giá gây ra những hậu quả gì?”*, các nhà kinh tế thường ngầm phân tích một chính sách cụ thể do một quốc gia tiến hành. Tuy nhiên, lựa chọn một chế độ tỷ giá cố định, thả nổi hay thả nổi có điều tiết thường là quyết định lựa chọn của một nhóm các quốc gia.

Quyết định lựa chọn chế độ tỷ giá mới đã đánh dấu bước ngoặt kinh tế và chính trị quan trọng trong thế kỷ XX. Ví dụ, quyết định từ bỏ bản vị vàng của Vương Quốc Anh năm 1931 đã đánh dấu thời kỳ tỷ giá bất ổn. Hội nghị Bretton Woods năm 1944 tạo lập một hệ thống tỷ giá cố định trong toàn bộ các quốc gia thành viên cho tới tận năm 1973. Trong giai đoạn từ năm 1973, một số quốc gia trên thế giới lựa chọn chế độ tỷ giá thả nổi có điều tiết trong khi cả thế giới phải đối mặt với những cú sốc giá dầu mỏ cùng với sự hình thành các thị trường Đôla châu Âu và các quyết định loại bỏ những hạn chế di chuyển vốn trên thị trường quốc tế. Trong những năm 1980 và 1990, phát triển kinh tế và tình hình chính trị của cả Tây Âu bị ảnh hưởng bởi nỗ lực tạo lập chế độ tỷ

giá cố định giữa các đồng tiền châu Âu và tạo lập một liên minh tiền tệ.

Phần 2 tập trung đánh giá vai trò của chế độ tỷ giá cố định và thả nổi theo quan điểm tiếp cận truyền thống. Phân tích dựa trên quan điểm truyền thống về những điểm mạnh và điểm yếu của hai chế độ tỷ giá không đưa ra một kết luận lựa chọn rõ ràng. Thất bại này của các quan điểm cổ điển đã gợi ra một phương pháp phân tích thay thế trên cơ sở lựa chọn chế độ tỷ giá nào đảm bảo ổn định kinh tế và thị trường thông qua các mô hình kinh tế vĩ mô đơn giản sẽ được phân tích trong phần 3. Phần 4 của bài phân tích ưu điểm và nhược điểm của chế độ tỷ giá hỗn hợp: chế độ tỷ giá thả nổi có điều tiết. Cuối cùng, sau khi đã đánh giá những tồn tại và ưu điểm của các chế độ tỷ giá, bài này sẽ đưa ra các khuyến nghị chính sách khi lựa chọn các chế độ tỷ giá khác nhau.

2. ĐÁNH GIÁ VỀ CHẾ ĐỘ TỶ GIÁ CỐ ĐỊNH VÀ THẢ NỔI THEO QUAN ĐIỂM TIẾP CẬN TRUYỀN THỐNG

2.1. Đánh giá chế độ tỷ giá cố định

Khi xem xét đánh giá về hai chế độ tỷ giá cố định hay thả nổi cần lưu ý rằng, chỉ trích chế độ tỷ giá thả nổi không đồng nghĩa với ủng hộ chế độ tỷ giá cố định. Những đánh giá chỉ trích này có thể ủng hộ chế độ tỷ giá thả nổi có điều tiết. Phần này sẽ xem xét cả những đánh giá ủng hộ và chỉ trích cả chế độ tỷ giá cố định và thả nổi.

Tỷ giá cố định thúc đẩy thương mại và đầu tư

Những người ủng hộ chế độ tỷ giá cố định lập luận rằng, chế độ tỷ giá cố định tạo lập môi trường tốt nhất cho thương mại và đầu tư quốc tế. Họ cho rằng, một đồng tiền duy nhất là công cụ hữu hiệu nhất để thúc đẩy và khuyến khích các hoạt động kinh tế trên phạm vi thị trường quốc tế và như vậy, tỷ giá cố định sẽ là công

cụ hiệu quả nhất để thúc đẩy thương mại và đầu tư quốc tế. Biến động tỷ giá gây biến động thêm trên thị trường và tăng rủi ro trong giao dịch kinh doanh quốc tế, hạn chế sự tăng trưởng và phát triển của các giao dịch quốc tế.

Tỷ giá cố định tạo lập cơ sở cho các chính sách kinh tế vĩ mô khác.

Một trong những lập luận ủng hộ chế độ tỷ giá cố định mạnh mẽ nhất cho rằng chế độ tỷ giá này hình thành nên những nguyên tắc nhất định không thể có trong chế độ tỷ giá thả nổi đối với các chính sách kinh tế vĩ mô. Nếu chính phủ một quốc gia áp dụng chế độ tỷ giá cố định quyết định theo đuổi những chính sách vĩ mô không cần trọng (như gia tăng cung tiền quá mức), chính sách này sẽ gây áp lực phá giá và buộc nhà cầm quyền phải sử dụng quỹ dự trữ ngoại hối để giữ tỷ giá ổn định. Nếu áp lực lên tỷ giá vẫn gia tăng buộc chính phủ phải phá giá do quỹ ngoại hối hạn chế. Dư luận xã hội sẽ đánh giá quyết định phá giá của chính quyền là những quyết định điều hành sai lầm. Vì vậy, các chính phủ thường tránh sử dụng những chính sách tai tiếng trong giai đoạn trước bầu cử và trước những nỗ lực tập hợp những ý tưởng trái ngược.

Tỷ giá cố định khuyến khích hợp tác quốc tế

Một lập luận ủng hộ chế độ tỷ giá cố định khác cho rằng, tỷ giá cố định tạo lập một mức độ hợp tác nhất định giữa một số quốc gia. Sự hợp tác này không thể tồn tại trong chế độ tỷ giá thả nổi. Các quốc gia cùng cam kết giữ cố định tỷ giá thường phải cùng thoả thuận những chính sách vĩ mô áp dụng khi có áp lực phá giá. Tối thiểu nhất, chế độ tỷ giá cố định cũng đòi hỏi những thoả ước nhất định giữa các quốc gia và tránh được những quyết định phá giá cạnh tranh đồng loạt như đã diễn ra trong những năm 1930. Sau đó, hợp tác quốc tế sẽ thiết lập một môi trường ổn định cho thương mại và đầu tư quốc tế.

Đấu cơ trong chế độ tỷ giá thả nổi dẫn đến nguy cơ bất ổn

Một chỉ trích mạnh mẽ chế độ tỷ giá thả nổi và đồng thời ủng hộ chế độ tỷ giá cố định là các hoạt động đấu cơ tư nhân dưới chế độ tỷ giá thả nổi sẽ hình thành nên những mức tỷ giá không đúng thực chất, không có tác dụng khuyến khích khai thác lợi thế của quốc gia và giảm hiệu quả phân bổ các nguồn lực. Đấu cơ tư nhân có thể tác động và tạo lập một tỷ giá không hiệu quả thông qua đấu cơ bất hợp lý gây ra những biến động thất thường của thị trường ngoại hối.

Một ví dụ về đấu cơ bất hợp lý xuất phát từ thực tế là thị trường ngoại hối là một thị trường rất rủi ro. Mặc dù các thông tin thị trường cơ bản chưa đủ để đưa ra kết luận chính xác, nhưng các nhà đấu cơ thường có xu hướng đánh giá quá cao xác suất phá giá của một đồng tiền yếu và xác suất nâng giá của một đồng tiền mạnh. Dự đoán xác suất quá cao của các nhà đấu cơ gây áp lực đối với thị trường ngoại hối. Hơn thế nữa, các nhà đấu cơ nhiều khi không đánh giá và dự đoán biến động tỷ giá thông qua các thông tin cơ bản hiện tại mà sử dụng các dữ liệu trong quá khứ. Kết quả là, các nhà đấu cơ có thể làm cho một đồng tiền nhất định biến động không đúng với biến số thực và mâu thuẫn với tác động thực của các biến kinh tế khác, từ đó đẩy hậu quả của phá giá trầm trọng hơn. Khi các nhà đấu cơ dự đoán rằng đồng GBP đang có nguy cơ giảm giá và đồng USD là đồng tiền mạnh, an toàn hơn, họ ngay lập tức bán tài sản bằng GBP để giữ thêm USD. Động thái này chắc chắn sẽ đẩy GBP vào tình trạng giảm giá trị nhiều hơn trong khi USD được nâng giá trên mức cân bằng thực của thị trường. Cần lưu ý rằng, quan điểm này hoàn toàn không kết luận rằng rủi ro là đặc tính không hữu hiệu của thị trường ngoại hối, mà chỉ cho rằng bất ổn tỷ giá là hậu quả của đấu cơ, gây thêm nhiều rủi ro không thể dự đoán trước được trên cơ sở các biến cơ bản.

Một hậu quả khác của đấu cơ bất hợp lý là *ảnh hưởng dây chuyền*. Trong một số trường hợp, các nhà đấu cơ tự điều chỉnh hành vi

của mình quá xa so với dự đoán trên cơ sở các biến thực. Hành vi đầu cơ này lại khuyến khích và gây ra các hành vi đầu cơ khác, tạo ra các hành vi đầu cơ dây chuyền. Ví dụ khi có thông tin dự đoán tăng cung tiền GBP, các nhà đầu tư lập tức tiến hành các hoạt động đầu cơ lạm phát từ thông tin này. Khi cung tiền thực sự tăng lên, áp lực phá giá đồng GBP lớn hơn nhiều so với áp lực thực tế từ quyết định tăng cung tiền. Lập luận về tăng rủi ro và ảnh hưởng dây chuyền ngầm khẳng định rằng các nhà đầu cơ đã không sử dụng hữu hiệu tất cả các thông tin sẵn có và các quyết định đầu cơ thường thiết lập những mức tỷ giá không phù hợp.

Một số nhà kinh tế như Dornbusch (1983) đã thông qua phân tích sự bất ổn của tỷ giá nhằm nhấn mạnh lý do đầu cơ có thể hình thành mức tỷ giá không phù hợp. Trong chế độ tỷ giá thả nổi, các nhà đầu cơ không thể tìm ra mô hình tỷ giá chính xác và họ phải sử dụng những mô hình có khiếm khuyết nhất định. Các dự đoán và ước lượng của các nhà đầu cơ dựa trên mô hình không phù hợp nên thường dẫn đến xác định tỷ giá sai lầm. Điểm này hết sức quan trọng vì có thể các thành viên thị trường đưa ra dự đoán về tỷ giá không dựa trên những biến số cơ bản. Hơn thế nữa, biến động của các biến không quan trọng do tác động của đầu cơ có thể làm tỷ giá biến động mạnh. Nguy hiểm hơn nữa là các thành viên thị trường có thể đặt kỳ vọng vào những biến khác nhau và thông tin khác nhau, gây những biến động tỷ giá không thể dự đoán được có thể dẫn đến nguy cơ sụp đổ thị trường.

Một lý do khác giải thích đầu cơ có thể thiết lập một tỷ giá không phù hợp là "vấn đề Peso". Không chỉ các biến cơ bản hiện tại mà cả những biến cơ bản trong tương lai cũng có ảnh hưởng đến mức tỷ giá. Ngay cả khi nhà đầu cơ sử dụng một mô hình đúng mà những kỳ vọng tương lai của họ không chính xác thì cũng hình thành những mức tỷ giá không phù hợp. Những yếu tố và hiện tượng không xảy ra trong tương lai sẽ xác định tỷ giá một cách thụ động. Những biến động tỷ giá như vậy ảnh hưởng rất nghiêm trọng tới việc thực hiện các chính sách kinh tế vì mô và mục tiêu ổn định nền kinh tế.

Blanchard (1978) lập luận về hiện tượng *bong bóng* để giải thích nguyên nhân hình thành mức tỷ giá không phù hợp. Bong bóng tỷ giá xảy ra khi người sở hữu một đồng tiền nhận thức được đồng tiền bị đánh giá quá cao nhưng họ vẫn giữ đồng tiền đó với kỳ vọng rằng, đồng tiền sẽ tiếp tục lên giá và xác suất giảm giá là rất thấp. Khi đó, các nhà đầu cơ kỳ vọng rằng họ có thể bán đồng tiền với giá cao hơn đủ bù đắp rủi ro do xác suất phá giá. Hành động đầu cơ như vậy tiếp tục nuôi dưỡng đồng tiền và đồng tiền tiếp tục bị đánh giá quá cao kéo theo các chi phí vì mô không cần thiết.

Như vậy, có hàng loạt những sự lập luận giải thích tại sao đầu cơ trong hệ thống giá thả nổi gây ra bất ổn định kinh tế. Những lập luận này thường dùng để chỉ trích chế độ tỷ giá thả nổi và ủng hộ chế độ tỷ giá cố định. Tuy nhiên, cũng cần lưu ý rằng, cũng có thể tỷ giá bị giữ cố định ở mức không phù hợp trong khi dưới chế độ tỷ giá thả nổi, tỷ giá có thể tự điều chỉnh về mức tỷ giá cân bằng. Ngay cả khi ban đầu tỷ giá được cố định ở mức lý tưởng nhưng biến động của các biến cơ bản làm thay đổi mức tỷ giá phù hợp trong khi tỷ giá trong thực tế không hề thay đổi.

2.2. Đánh giá chế độ tỷ giá thả nổi

Phần này sẽ trình bày cả những lập luận ủng hộ chế độ tỷ giá thả nổi và những lập luận chỉ trích chế độ tỷ giá cố định. Một lần nữa lưu ý rằng, lập luận chỉ trích chế độ tỷ giá cố định không hoàn toàn đồng nghĩa với ủng hộ chế độ tỷ giá thả nổi.

Tỷ giá thả nổi đảm bảo cân bằng cán cân thanh toán

Những người ủng hộ chế độ tỷ giá thả nổi lập luận rằng chế độ tỷ giá thả nổi tạo lập cơ chế điều chỉnh tự động, luôn đảm bảo cân bằng cung và cầu tiền trên thị trường tiền tệ. Nếu quốc gia bị thâm hụt cán cân vãng lai thì lập tức tỷ giá sẽ tăng để giảm nhập khẩu và tăng xuất khẩu, đưa cán cân vãng lai về vị trí cân bằng phù hợp ban đầu. Ngược lại, thặng dư cơ cấu trong cán cân thanh

gây tổn thất cho nhà đầu cơ. Tuy nhiên, ngay cả trong trường hợp này, đầu cơ tư nhân vẫn cố gắng đưa tỷ giá về mức cân bằng thực.

Tất cả những lập luận ủng hộ và chỉ trích hai chế độ tỷ giá trên đây rất khó có thể chứng minh nếu không muốn nói không thể chứng minh. Mặc dầu không nghi ngờ về một số điểm chân thực trong các lập luận ủng hộ hay phản đối hai chế độ tỷ giá này, đầu cơ tư nhân có thể tạo động lực ổn định trong giai đoạn này nhưng lại gây bất ổn trong giai đoạn khác. Tỷ giá cố định có thể tạo lập một môi trường ổn định và khuyến khích thương mại quốc tế nhưng tỷ giá thả nổi cũng có thể đảm bảo cho quốc gia giữ khả năng cạnh tranh quốc tế. Các chính sách kinh tế cũng có thể ổn định và không ổn định trong cả chế độ tỷ giá thả nổi và cố định. Vì quan điểm truyền thống về vai trò của hai chế độ tỷ giá này luôn bất đồng nên đòi hỏi một quan điểm tiếp cận khác để đánh giá chính xác hơn hai chế độ tỷ giá. Trong quan điểm tiếp cận mới này, những đặc trưng của hai chế độ tỷ giá sẽ được thử nghiệm thông qua một mô hình kinh tế vĩ mô.

3. ĐÁNH GIÁ VỀ CHẾ ĐỘ TỶ GIÁ CỐ ĐỊNH VÀ THẢ NỔI BẰNG MÔ HÌNH KINH TẾ VĨ MÔ

Các quan điểm lý thuyết so sánh chế độ tỷ giá cố định và thả nổi thường so sánh thông qua việc đánh giá chế độ nào đảm bảo ổn định nhất cho nền kinh tế trước các cú sốc. Chế độ tỷ giá đảm bảo ổn định nhất sẽ là chế độ tỷ giá lý tưởng. Như đã thấy trong phân tích ở trên, các quan điểm lý thuyết không hề đưa ra tiêu chuẩn của một chế độ tỷ giá lý tưởng. Quan điểm truyền thống chỉ kết luận rằng quyết định lựa chọn chế độ tỷ giá phụ thuộc chặt chẽ vào hàng loạt các yếu tố. Mô hình dưới đây chỉ ra ba yếu tố quan trọng quyết định lựa chọn chế độ tỷ giá: (i) xác định mục tiêu của chính phủ giữa ổn định giá cả và sản lượng; (ii) các dạng sốc ảnh hưởng đến nền kinh tế và (iii) các biến cố của nền kinh tế.

Các nhà hoạch định chính sách phải cân nhắc rất nhiều mục tiêu khi thiết kế các chính sách kinh tế vĩ mô. Quan trọng nhất là họ phải xác định các mục tiêu chính sách và mức độ ưu tiên của từng mục tiêu. Để đơn giản, chúng ta giả định chính phủ chỉ phải lựa chọn giữa hai mục tiêu: giá và sản lượng. Mục tiêu của chính phủ là làm sao hạn chế tối thiểu sự biến động giá P và sản lượng Y xung quanh giá trị mục tiêu. Nghĩa là chính phủ phải tối thiểu hoá hàm mục tiêu sau:

$$O(P, Y) = w(Y - Y_n)^2 + (1 - w)(P - P_n)^2 \quad 0 \leq w \leq 1$$

Trong đó:

- $O(P, Y)$ là hàm mục tiêu của chính phủ về giá và sản lượng;
- w là mức độ ưu tiên cho mục tiêu ổn định sản lượng trong hàm mục tiêu;
- Y_n là sản lượng toàn dụng nhân công hay sản lượng thực mục tiêu;
- P_n là mức giá toàn dụng nhân công hay giá nội địa mục tiêu.

Ý tưởng quan trọng của hàm này là tồn tại một sự đánh đổi giữa mục tiêu ổn định giá và ổn định sản lượng. Một số nhà hoạch định chính sách có thể ưu tiên hơn cho mục tiêu ổn định giá trong khi những người khác lại ưu tiên mục tiêu ổn định sản lượng hơn và đặt giá trị cao hơn cho w . Khi $w = 1$ nghĩa là nhà lập chính sách chỉ quan tâm tới mục tiêu ổn định sản lượng và khi $w = 0$ nghĩa là chỉ có một mục tiêu duy nhất là ổn định giá cả.

3.1. Mô hình

Phần này xem xét và lựa chọn chế độ tỷ giá phù hợp thông qua phân tích tác động của các cú sốc khác nhau đối với nền kinh tế: sốc cầu tiền, sốc tổng cầu và sốc tổng cung. Giả định rằng các cú sốc này chỉ có tác động nhất thời và nền kinh tế luôn quay trở về vị trí cân bằng với giá và sản lượng toàn dụng nhân công (P_n, Y_n). Nếu tỷ giá trong giai đoạn hiện tại tăng thì tỷ giá sẽ

quay lại mức ban đầu trong tương lai. Tương tự, nếu sản lượng tăng cao hơn mức toàn dụng nhân công thì luôn có kỳ vọng sản lượng quay về mức ban đầu trong giai đoạn tới.

Cầu tiến nội tệ là hàm tỷ lệ thuận với chỉ số giá, thu nhập nội địa thực, tỷ lệ nghịch với lãi suất nội địa danh nghĩa. Có thể viết hàm cầu nội tệ như sau (tất cả những biến trong hàm sau trừ lãi suất đều được thể hiện dưới dạng logarithm):

$$Md_t = P_t + \eta Y_t - \sigma r_t + U_t \quad (6.1)$$

Trong đó:

Md_t là cầu tiến nội tệ trong giai đoạn t ;

P_t là chỉ số giá hiện tại (là trung bình gia quyền của mức giá nội địa và nước ngoài như trong phương trình 6.1a);

Y_t thu nhập nội địa thực trong giai đoạn t ;

r_t lãi suất nội địa danh nghĩa trong giai đoạn t và được coi như một biến tài chính;

U_t là sốc cầu tiến nhất thời có giá trị trung bình bằng 0 và tuân theo quy luật phân phối chuẩn.

Sự xuất hiện của chỉ số giá trong hàm cầu nội tệ xuất phát từ ý tưởng của các nhà tiền tệ cho rằng cầu tiến thực chất là cầu cân bằng thực theo thuyết ngang giá sức mua. Chỉ số giá là trung bình gia quyền của mức giá hàng hoá nội địa và hàng hoá nhập khẩu từ nước ngoài. Giá nhập khẩu bằng tỷ giá nhân với giá bằng ngoại tệ.

$$P_t = \alpha P_t^* + (1 - \alpha)(s_t + P_t^*) \quad 0 \leq \alpha \leq 1 \quad (6.1a)$$

Trong đó:

α là quyền số của hàng hoá nội địa trong cả rổ hàng hoá tiêu dùng;

s_t là tỷ giá định nghĩa bằng số đơn vị nội tệ/một đơn vị ngoại tệ;

P_t là giá hàng hoá nội địa tại giai đoạn hiện tại;

P_t^* là giá hàng hoá nhập khẩu tính bằng ngoại tệ tại giai đoạn hiện tại.

Cầu hàng hoá nội địa là tỷ lệ thuận với tỷ giá thực, sản lượng, tỷ lệ nghịch với lãi suất nội địa thực:

$$Yd_t = \theta(s_t + P_t^* - P_t) - \beta(r_t + P_t - P_{t+1}) + \pi Y_n + Ut_2 \quad (6.2)$$

Trong đó: P_{t+1} là mức giá kỳ vọng trong một giai đoạn xác định trên cơ sở các thông tin sẵn có hiện tại, Y_n là sản lượng toàn dụng nhân công và Ut_2 là số dư tổng cầu có trung bình bằng 0 và tuân theo quy luật phân phối chuẩn.

Tỷ giá thực được thể hiện trong ngoặc đơn thứ nhất. Tỷ giá giảm sẽ làm giảm cầu hàng hoá nội địa. Lãi suất nội địa thực được thể hiện trong ngoặc đơn thứ hai và bằng lãi suất danh nghĩa trừ tỷ lệ lạm phát kỳ vọng. Tăng lãi suất thực sẽ giảm cầu hiện tại đối với hàng hoá nội địa.

Cung sản lượng nội địa phụ thuộc vào mức giá mà nhà sản xuất có thể bán sản phẩm và lương mà họ phải trả cho một đơn vị nhân công:

$$Ys_t = \varphi(P_t - W_t) + Ut_3 \quad (6.3)$$

$$Ys_t = Ys_t(L_t) \quad \text{với } \delta Ys_t / \delta L_t > 0 \text{ và } \delta^2 Ys_t / \delta L_t < 0 \quad (6.3a)$$

Trong đó: Ys_t là cung hàng hoá nội địa, L_t là đầu vào lao động, W_t là tỷ lệ lương, Ut_3 là số dư tổng cung nhất thời có giá trị trung bình bằng 0 và tuân theo quy luật phân phối chuẩn.

Theo phương trình 6.3, nếu giá hàng hoá nội địa tăng tương đối so với tiền lương, nhà sản xuất nội địa sẽ tăng sản lượng và thuê thêm lao động vì lương thực tế sẽ giảm khi giá tăng. Sản lượng là hàm tỷ lệ thuận với lao động và tuân theo quy luật hiệu suất giảm dần theo quy mô. Giả định rằng thị trường tài chính là di chuyển vốn hoàn hảo, trái phiếu nội địa và trái phiếu nước ngoài có thể thay thế hoàn toàn cho nhau. Khi đó điều kiện ngang bằng

lãi suất luôn được đảm bảo:

$$r_t = r_t^* + (s_{t+1/t} - s_t) \quad (6.4)$$

Trong đó: r_t^* là lãi suất nước ngoài tại giai đoạn hiện tại, $s_{t+1/t}$ là kỳ vọng biến đổi tỷ giá trong giai đoạn $t+1$ trên cơ sở các thông tin trong giai đoạn t . Hiệu số $(s_{t+1/t} - s_t)$ thể hiện mức phá giá kỳ vọng của nội tệ.

Đặc điểm của hợp đồng lao động ký giữa người thuê nhân công và công nhân là một giả định quan trọng của mô hình. Giả sử hợp đồng lao động ký trong một năm và mức lương cơ bản danh nghĩa xác định tại mức W_t và người chủ thuê lao động và người công nhân xác định mức lương danh nghĩa W_t trên cơ sở sản lượng kỳ vọng tại mức Y_t . Khi đó:

$$W_t = W_t^* \quad (6.5)$$

Trong đó: W_t^* là mức lương tại điểm toàn dụng nhân công hay sản lượng tự nhiên nếu không có các cú sốc trong nền kinh tế.

Để xây dựng hoàn chỉnh mô hình lại, chúng ta cần tạo sự cân bằng trong mô hình: cầu tiền hiện tại (M_d) phải bằng cung tiền hiện tại (M_s) và tổng cung phải bằng tổng cầu hàng hoá:

$$M_s = M_d, \quad (6.6)$$

$$\text{và } Y_s = Y_d, \quad (6.7)$$

Dưới chế độ tỷ giá cố định và di chuyển vốn hoàn hảo, lãi suất nội địa bằng lãi suất nước ngoài, và cung tiền được xác định một cách thụ động. Dưới chế độ tỷ giá thả nổi, cung tiền độc lập, lãi suất nội địa và tỷ giá phụ thuộc lẫn nhau nhưng luôn thoả mãn điều kiện ngang bằng lãi suất.

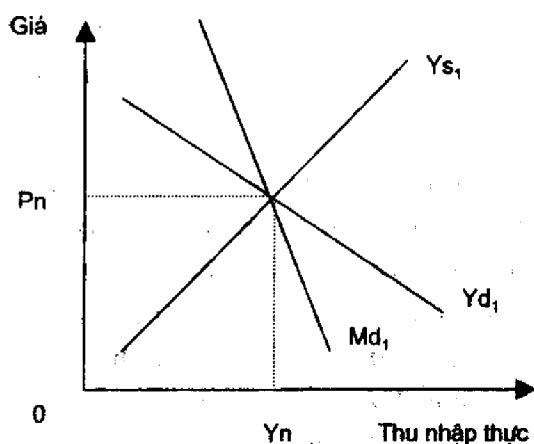
3.2. Điều kiện cân bằng của mô hình

Để xác định điểm cân bằng thị trường, sử dụng ba phương trình tổng cầu 6.2, tổng cung 6.3 và phương trình đường thị trường tiền tệ 6.1. Điểm cân bằng là giao điểm của ba đường tổng cung, tổng

cầu, đường thị trường tiền tệ được thể hiện trên Hình 6.1

Đường tổng cầu Y_d rút ra từ phương trình 6.2 là đường thẳng dốc xuống theo đúng quy luật cầu: giá nội địa tăng dẫn đến lượng cầu hàng hoá nội địa giảm. Nguyên nhân giảm của tổng cầu có thể xem xét trên hai khía cạnh: *thứ nhất*, giá nội địa tăng làm xuất khẩu ròng giảm, *thứ hai*, khi giá nội địa tăng sẽ dẫn tới kỳ vọng giá quay lại vị trí ban đầu, vì vậy, lạm phát kỳ vọng sẽ có giá trị âm, điều này sẽ đẩy lùi suất thực tăng. Độ dốc tuyệt đối của đường Y_d là nghịch đảo của tổng độ co giãn của tổng cầu với tỷ giá thực và lãi suất thực, nghĩa là bằng $1/(\theta + \beta)$.

Hình 6.1. Mô hình cân bằng



Đường cầu tiền M_d được rút ra từ phương trình 6.1 có độ dốc âm vì khi giá nội địa tăng đòi hỏi thu nhập thực giảm để thị trường tiền tệ cân bằng. Độ dốc tuyệt đối của đường cầu tiền M_d là tỷ lệ giữa độ co giãn cầu tiền với thu nhập và quyền số của hàng hoá nội địa trong chỉ số giá (η/α).

Độ dốc của đường Y_d có thể dốc hơn hoặc thoải hơn đường M_d . Đây chính là điểm bị chỉ trích nhiều nhất khi xem xét sức tổng cung tác động đến nền kinh tế dưới chế độ tỷ giá cố định và thả nổi. Điều kiện để đường Y_d có độ dốc nhỏ hơn đường M_d là $\eta(\theta + \beta) > \alpha$. Trong hầu hết các phân tích, chúng ta giả định rằng

điều kiện này được thỏa mãn. Rõ ràng, khi nền kinh tế càng mở (nghĩa là α càng nhỏ) và độ co giãn của cầu hàng hoá nội địa đối với tỷ giá và lãi suất thực càng lớn (nghĩa là θ, β càng lớn) thì điều kiện này càng dễ được thỏa mãn. Tuy nhiên, trong trường hợp sốc tổng cung sẽ xem xét cả hai trường hợp để có thể thấy tầm quan trọng của độ dốc tương đối giữa Md và Yd .

Đường tổng cung là đường thẳng có độ dốc dương vì khi giá nội địa tăng mà mức lương danh nghĩa cố định sẽ làm giảm mức lương thực và khuyến khích nhà sản xuất thuê thêm nhân công đẩy sản lượng tăng nhanh. Độ dốc của đường tổng cung là $1/\phi$.

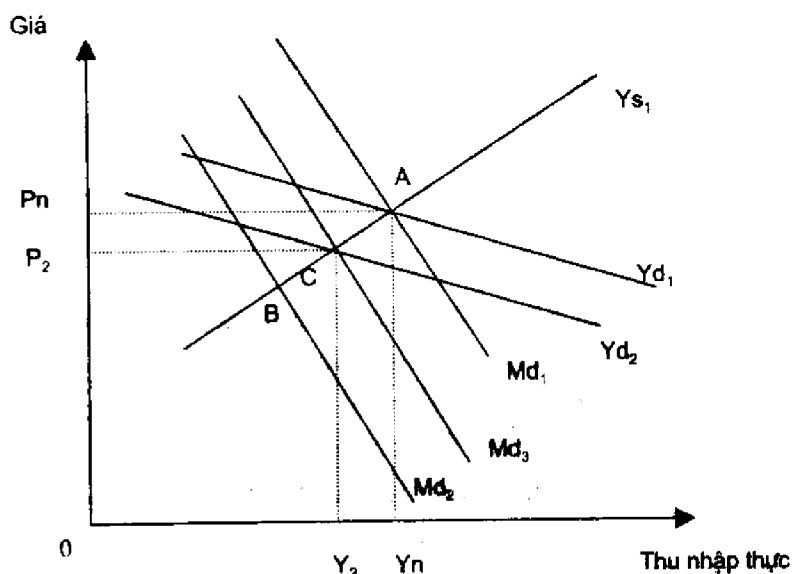
Cân bằng thị trường diễn ra tại điểm cắt giữa ba đường. Trong trường hợp không có các cú sốc không dự đoán trước được thì sản lượng và giá đạt tại mức toàn dụng nhân công (Y_n, P_n). Trong phân tích này giả định rằng ban đầu nền kinh tế ở tại điểm cân bằng tại (Y_n, P_n).

Nếu nền kinh tế ban đầu ở điểm cân bằng thì chỉ có các tác động không thể dự đoán trước mới có thể dịch chuyển các đường, dẫn đến thay đổi sản lượng và giá, đưa nền kinh tế ra khỏi điểm cân bằng ban đầu. Dưới chế độ tỷ giá cố định, vì cung tiền là biến ngoại sinh nên cung tiền sẽ điều chỉnh thụ động theo sự dịch chuyển của các đường Yd và Ys . Dưới chế độ tỷ giá thả nổi, sự thay đổi của tỷ giá và lãi suất để đảm bảo cân bằng trong nền kinh tế sẽ làm dịch chuyển các đường Md và Ys . Ví dụ, khi tỷ giá giảm làm giảm khả năng cạnh tranh của nền kinh tế do giảm xuất khẩu ròng, gây kỳ vọng phá giá trong tương lai từ đó làm dịch chuyển đường Yd sang trái. Kết quả là lãi suất nội địa bị đẩy cao hơn để đảm bảo điều kiện ngang bằng lãi suất và tiếp tục đẩy đường Yd sang trái. Lãi suất tăng làm cầu tiền giảm và đẩy đường cầu tiền Md sang phải. Phần dưới đây sẽ xem xét tác động của các cú sốc khác nhau trong nền kinh tế dưới các chế độ tỷ giá khác nhau thông qua mô hình cân bằng vừa thiết lập.

3.3. Ảnh hưởng của các cú sốc đối với nền kinh tế dưới chế độ tỷ giá cố định và thả nổi

3.3.1. Sốc cấu tiền

Hình 6.2. Ảnh hưởng của sốc cấu tiền

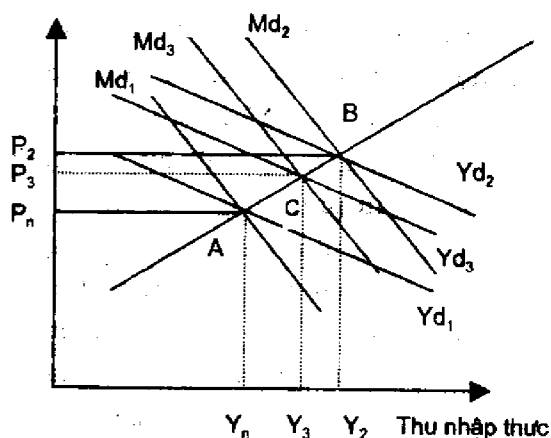


Giả định cấu tiền tăng đột ngột không thể dự tính trước làm đường Md dịch chuyển sang trái từ Md_1 tới Md_2 (Hình 6.2) và không có các biến động bất thường khác tác động vào nền kinh tế. Vì giao của đường Y_{s1} và Y_{d1} ở bên phải của Md_1 nên xuất hiện dư cầu tiền. Dưới chế độ tỷ giá cố định dư cầu tiền sẽ làm đồng nội tệ lên giá và buộc chính phủ phải mua ngoại hối bằng nội tệ làm cung nội tệ tăng. Chính phủ tiếp tục mua ngoại hối cho đến khi đường cầu tiền Md dịch chuyển trở lại vị trí ban đầu từ Md_2 về Md_1 . Như vậy, dưới chế độ tỷ giá cố định, điểm cân bằng ngắn hạn vẫn là A nếu không có các cú sốc bất thường nào khác. Điều này có nghĩa là chế độ tỷ giá cố định luôn đảm bảo điểm cân bằng tối ưu. Khi cầu tiền đột ngột tăng, chính phủ tăng cung tiền để đáp ứng dư cầu tiền mà không cần thay đổi giá và sản lượng.

Dưới chế độ tỷ giá thả nổi, nội tệ nâng giá làm giảm cầu đối với hàng hoá xuất khẩu và tăng lãi suất gây kỳ vọng phá giá trong tương lai, đẩy đường Yd_1 dịch sang trái tới Yd_2 . Lãi suất tăng làm cầu tiền giảm và đường cầu tiền Md dịch chuyển từ Md_1 về Md_2 . Điểm cân bằng tạm thời đạt được khi cả ba đường cùng cắt nhau tại C . Như vậy, dưới chế độ tỷ giá thả nổi, tăng cầu tiền dẫn đến giảm cả sản lượng và giá. Như vậy, có thể kết luận là bất kể mục tiêu chính sách là ổn định giá hay sản lượng thì chế độ tỷ giá cố định vẫn là chế độ tỷ giá được ưa thích hơn khi có các cú sốc cầu tiền vì dưới chế độ tỷ giá thả nổi cả sản lượng và giá đều bị biến động.

3.3.2. Sốc tổng cầu

Giả định tổng cầu hàng hoá dịch vụ đột ngột tăng lên làm đường tổng cầu Yd dịch chuyển sang phải từ Yd_1 tới Yd_2 (Hình 6.3). Vì giao của đường Ys_1 và Yd_2 nằm bên phải của đường cầu tiền Md_1 , nên xuất hiện dư cầu tiền tệ làm nội tệ có xu hướng tăng giá. Kết quả là chính phủ phải tác động vào thị trường tiền tệ bằng cách mua ngoại hối bằng nội tệ làm đường Md_1 dịch chuyển sang phải từ Md_1 tới Md_2 , dư cầu tiền bị triệt tiêu.



Hình 6.3. Ảnh hưởng của sốc tổng cầu

Dưới chế độ tỷ giá cố định, điểm cân bằng đạt tại điểm B cả giá và sản lượng đều tăng tới P_2 và Y_2 . Tuy nhiên, nếu chính phủ để tỷ giá thả nổi thì dư cầu tiền sẽ ngay lập tức dẫn đến nâng giá nội tệ và gây ra hai ảnh hưởng: đường tổng cầu dịch chuyển từ Yd_1 tới Yd_2 do giảm xuất khẩu ròng và đường cầu tiền Md dịch chuyển sang phải từ Md_1 tới Md_2 do lãi suất tăng. Điểm cân bằng mới đạt tại C với sản lượng Y_3 và giá P_3 .

Trên cơ sở phân tích trên, có thể thấy khi sốc tổng cầu, bất kể mục tiêu chính sách là ổn định sản lượng hay giá thì chế độ tỷ giá thả nổi có ưu điểm hơn chế độ tỷ giá cố định. Vì chế độ tỷ giá thả nổi giữ sản lượng và giá cả gần với mức sản lượng và giá toàn dụng nhân công hơn chế độ tỷ giá cố định.

3.3.3. Sốc tổng cung

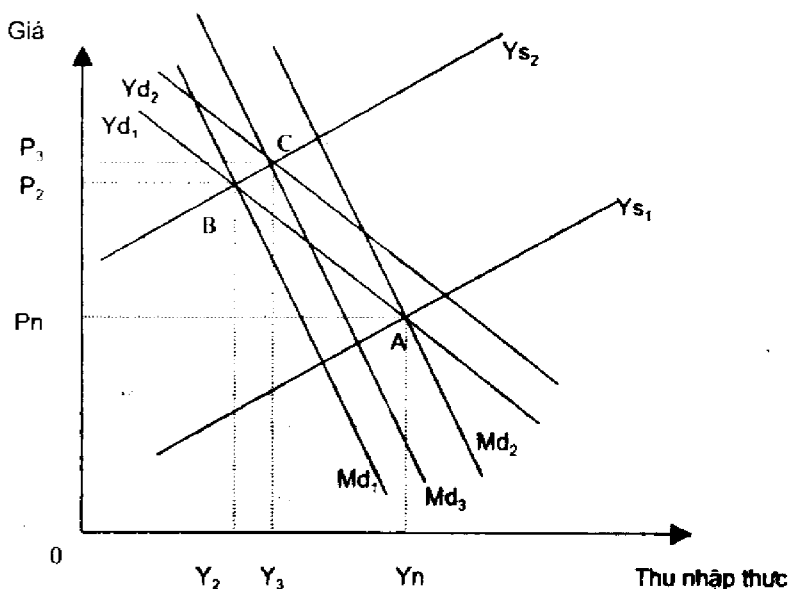
Giả định rằng tổng cung hàng hoá dịch vụ đột ngột giảm xuống làm đường tổng cung dịch chuyển sang trái. Phần này sẽ xem xét hai trường hợp: đường Md dốc hơn đường Yd và trường hợp đường Yd dốc hơn Md .

Trường hợp 1: Đường Md dốc hơn đường Yd . Nền kinh tế ban đầu cân bằng tại điểm A trong Hình 6.4 với giá P_1 và sản lượng Y_1 . Khi nền kinh tế bị sốc giảm tổng cung, đường tổng cung dịch chuyển sang Ys_1 tới Ys_2 , đường Ys_2 cắt đường Yd_1 tại điểm B nằm bên trái của Md_1 , xuất hiện dư cung nội tệ, dẫn đến sức ép phá giá. Để giữ tỷ giá cố định, chính phủ phải tiến hành chính sách thắt chặt cung tiền cho tới khi dư cung tiền bị triệt tiêu hoàn toàn, vì vậy, đường Md dịch chuyển từ Md_1 tới Md_2 . Như vậy, dưới chế độ tỷ giá cố định, một cú sốc giảm tổng cung làm giá tăng lên P_2 và sản lượng giảm xuống Y_2 .

Nếu chính phủ cho phép tỷ giá thả nổi thì lập tức xảy ra phá giá để triệt tiêu dư cung nội tệ. Phá giá đẩy đường Yd dịch chuyển sang phải từ Yd_1 tới Yd_2 do xuất khẩu ròng tăng. Hơn nữa, phá giá làm xuất hiện kỳ vọng nâng giá nội tệ trong tương lai nên lãi

suất giảm làm tăng cầu nội tệ và đẩy đường cầu tiến từ Md_1 tới Md_3 . Điểm cân bằng dưới chế độ tỷ giá thả nổi đạt được tại điểm C với giá tăng lên P_3 , và sản lượng giảm xuống Y_3 .

Hình 6.4. Sốc tổng cung: Trường hợp 1 - đường Md dốc hơn đường Yd ($\eta(\theta + \beta) > \alpha$)

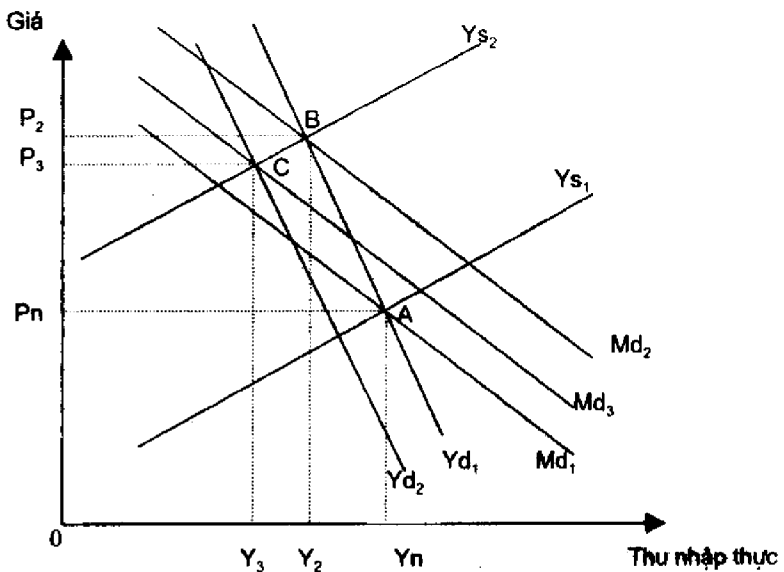


Trên cơ sở những phân tích trong Hình 6.4, có thể thấy rằng lựa chọn giữa các chế độ tỷ giá phụ thuộc chặt chẽ vào mục tiêu chính sách của nhà hoạch định chính sách. Lý do là chế độ tỷ giá cố định dường như đảm bảo giá ổn định hơn và chế độ tỷ giá thả nổi dường như đảm bảo sản lượng ổn định hơn. Rõ ràng, nếu nhà lập chính sách ưu tiên mục tiêu ổn định giá thì chế độ tỷ giá tối ưu sẽ là chế độ tỷ giá cố định, nếu ưu tiên ổn định sản lượng thì chế độ tỷ giá lý tưởng sẽ là chế độ tỷ giá thả nổi.

Trường hợp 2: Đường Yd dốc hơn Md . Sốc giảm tổng cung tạm thời dịch chuyển đường tổng cung từ Ys_1 tới Ys_2 (Hình 6.5). Dưới chế độ tỷ giá cố định, dư cầu tiền xuất hiện tại điểm giao của tổng cung Ys_2 và tổng cầu Yd , phía bên phải của Md_1 , xuất hiện xu hướng nâng giá nội tệ. Để tránh nâng giá nội tệ, chính phủ

can thiệp vào thị trường tiền tệ thông qua mua ngoại hối và làm tăng cung nội tệ cho đến khi đường Md dịch chuyển từ Md_1 tới Md_2 . Cuối cùng, nền kinh tế cân bằng tại mức giá P_2 và sản lượng giảm xuống Y_2 .

Hình 6.5. Shock tổng cung: Trường hợp 2 - đường Yd dốc hơn đường Md ($\eta(\theta + \beta) < \alpha$)



Dưới chế độ tỷ giá thả nổi, dư cầu nội tệ làm tỷ giá tăng. Tổng cầu dịch chuyển từ Yd_1 tới Yd_2 . Tỷ giá tăng dẫn tới kỳ vọng phá giá trong tương lai và để đảm bảo ngang bằng lãi suất, lãi suất nội địa sẽ tăng và làm cho đường Yd dịch chuyển ngược lại về bên trái. Tăng lãi suất đồng thời cũng làm cầu tiền giảm dẫn đến đường cầu tiền dịch chuyển sang phải từ Md_1 tới Md_2 . Kết quả là, dưới chế độ tỷ giá thả nổi, điểm cân bằng đạt được tại C với giá nội địa tăng lên P_3 và sản lượng giảm xuống Y_3 .

Trong trường hợp này, quyết định lựa chọn chế độ tỷ giá ngược lại với trường hợp trước: chế độ tỷ giá cố định phù hợp hơn với mục tiêu ổn định sản lượng trong khi chế độ tỷ giá thả nổi phù hợp hơn với mục tiêu ổn định giá.

Từ kết luận của cả hai trường hợp, có thể thấy rằng, quyết định lựa chọn chế độ tỷ giá cố định hay thả nổi phụ thuộc rất lớn vào các biến cơ cấu nền kinh tế. Trong trường hợp thứ nhất, mục tiêu ổn định sản lượng đạt được qua chế độ tỷ giá thả nổi trong khi trong trường hợp thứ hai lại đạt được dưới chế độ tỷ giá cố định. Rõ ràng, bất kỳ gợi ý chính sách nào đều phải căn cứ chặt chẽ vào đặc điểm kinh tế của nền kinh tế đó. Ngay cả khi hai nền kinh tế có cùng mục tiêu chính sách và đối mặt với cùng một loại sốc thì cũng có thể có hai gợi ý chính sách khác nhau căn cứ vào sự khác biệt trong các biến cơ cấu kinh tế. Kết quả phân tích này thể hiện trên Bảng 6.1

Bảng 6.1. Tóm lược kết quả tác động dưới chế độ tỷ giá cố định và thả nổi

Loại sốc	Tỷ giá thả nổi		Tỷ giá cố định	
	Ổn định giá	Ổn định sản lượng	Ổn định giá	Ổn định sản lượng
Sốc cầu tiến	X	X	✓	✓
Sốc tổng cầu	✓	✓	X	X
Sốc tổng cung				
Md dốc hơn Yd	X	✓	✓	X
Yd dốc hơn Md	✓	X	X	✓

✓ : hoạt động tốt nhất; X : hoạt động kém nhất

Bảng 6.1. cho thấy rằng, quyết định lựa chọn một chế độ tỷ giá phù hợp không đơn giản. Quyết định này phụ thuộc vào loại sốc, mục tiêu chính sách lựa chọn và các biến cơ cấu của nền kinh tế (đường Md hay Yd dốc hơn).

Cần lưu ý rằng mô hình xem xét trên đây là mô hình lý thuyết hết sức đơn giản. Trong thực tế, quyết định lựa chọn chế độ tỷ giá còn phức tạp hơn nhiều. Mô hình trên chỉ xem xét những biến động nhất thời, ngắn hạn trong khi trên thực tế, nền kinh tế phải đối mặt đồng thời với cả những biến động ngắn hạn và dài hạn. Hơn nữa, một số nền kinh tế có thể xây dựng chỉ số lượng để điều chỉnh lương theo biến động của mức giá hay tỷ giá trong khi một số nền kinh tế khác không thể. Cuối cùng, mô hình cũng không xem xét tác động qua lại giữa các nền kinh tế, sự phụ thuộc kinh

tế thế giới ngày càng mở rộng trong giai đoạn hiện nay. Trong trường hợp một nước thành viên của một nhóm kinh tế theo đuổi chế độ tỷ giá cố định trong khi thành viên khác đang theo đuổi chế độ tỷ giá thả nổi thì lựa chọn một chính sách tỷ giá phù hợp cho cả hai quốc gia thành viên và cho tất cả các thành viên trong nhóm là một quyết định hết sức phức tạp và khó khăn.

4. CHẾ ĐỘ TỶ GIÁ THẢ NỔI CÓ ĐIỀU TIẾT

Từ khi hệ thống tỷ giá thả nổi được vận hành năm 1973, rất ít các chính phủ cho phép tỷ giá thả nổi hoàn toàn. Trong thực tế, ngân hàng trung ương thường xuyên can thiệp gây ảnh hưởng đến biến động tỷ giá trên thị trường, mặc dù mức độ can thiệp có thể thay đổi từ thường xuyên hoặc không thường xuyên. Thực tế đó chính là sự vận hành của chế độ tỷ giá thả nổi có điều tiết.

Phần này sẽ giải thích một số lý do dẫn đến sự can thiệp của chính phủ vào thị trường ngoại hối trong chế độ tỷ giá thả nổi có điều tiết. Giả định cơ bản của các quan điểm giải thích về sự can thiệp phải có sự can thiệp của chính sách là chính phủ có thể can thiệp làm thay đổi tỷ giá danh nghĩa đạt đến giá trị dự tính. Với giả định như vậy, các nhà kinh tế ủng hộ sự can thiệp của chính phủ đối với hệ thống tỷ giá thường đưa ra những quan điểm cho rằng sự can thiệp vào thị trường ngoại hối có thể mang lại lợi ích lớn hơn các chính sách kinh tế khác. Những quan điểm về mức độ can thiệp của chính phủ có thể được chia thành ba nhóm chính như sau:

- *Thứ nhất*, chính phủ có thể lựa chọn một mức tỷ giá phù hợp với các biến số cơ bản của nền kinh tế hơn là để cho thị trường quyết định;
- *Thứ hai*, can thiệp của chính phủ là cần thiết để giảm chi phí trong những trường hợp tỷ giá bị đánh giá quá cao;
- *Thứ ba*, can thiệp của chính phủ đối với tỷ giá là công cụ hiệu quả để thực hiện những biện pháp điều chỉnh kinh tế cần thiết.

4.1. Chính phủ có thể lựa chọn một mức tỷ giá phù hợp với các biến số cơ bản của nền kinh tế hơn là để cho thị trường quyết định

Phân phân tích theo quan điểm truyền thống về chế độ tỷ giá hối đoái cố định đã chỉ ra rằng, vì nhiều lý do khác nhau, thị trường có thể đưa ra những mức tỷ giá không phản ánh đúng các biến số kinh tế cơ bản của nền kinh tế. Ví dụ thị trường có thể sử dụng những mô hình sai lầm về tỷ giá, cách thức phản ứng của thị trường trước các yếu tố thông tin, kỳ vọng về tỷ giá không chính xác... Tuy nhiên, nếu chỉ căn cứ vào thực tế là thị trường có thể đưa ra những mức tỷ giá không phù hợp với các biến số cơ bản của nền kinh tế thì chưa đủ để lý giải tại sao chính phủ lại phải can thiệp vào tỷ giá vì sự can thiệp của chính phủ cũng có thể dẫn đến những kết quả tương tự như những sai lầm của thị trường.

Thiếu thông tin hoặc thông tin không chính xác là một cơ sở cho sự can thiệp của chính phủ vào thị trường ngoại hối. Trong trường hợp này, ngay cả khi thị trường có thể sử dụng hiệu quả thông tin sẵn có bằng những mô hình tỷ giá đúng đắn thì vẫn có khả năng thị trường sẽ đưa ra quyết định về mức tỷ giá không chính xác. Trong khi đó, chính phủ thường có khả năng sở hữu những nguồn thông tin đầy đủ hơn, chính xác hơn. Vì vậy, theo quan điểm này, chính phủ có khả năng tốt hơn thị trường trong việc quyết định một mức tỷ giá phù hợp với các biến số kinh tế cơ bản của nền kinh tế. Tuy nhiên, nếu chỉ căn cứ vào thực tế, chính phủ có thể sở hữu thông tin đầy đủ hơn, chính xác hơn thì vẫn chưa đủ để lý giải cho sự can thiệp của chính phủ. Trong trường hợp này, câu hỏi đặt ra là tại sao chính phủ không cung cấp những thông tin đó cho thị trường và để cho thị trường điều tiết tỷ giá hối đoái?

Câu trả lời cho câu hỏi này là ngay cả khi chính phủ không có những thông tin đầy đủ hơn, tốt hơn thị trường thì ít nhất chính

phủ cũng có thể biết rõ hơn thị trường về những gì mà họ sắp thực hiện. Trên cơ sở đó, chính phủ có thể xác định và dự đoán những tác động trong tương lai và mức độ ảnh hưởng của những chính sách tới kỳ vọng tương lai của thị trường, sử dụng thay đổi kỳ vọng này để điều chỉnh thị trường. Việc chính phủ ra quyết định sẽ làm các thành viên thị trường tin tưởng rằng chính phủ đang dự định tiến hành một can thiệp thị trường nào đó. Khi đó, các thành viên thị trường quyết định các hành động của mình trên cơ sở kỳ vọng về chính sách sắp ban hành. Xu hướng này có thể giúp chính sách hoạt động hiệu quả và ổn định hơn khi thực sự được ban hành.

Xem xét trường hợp thị trường xuất hiện thông tin chính phủ đã quyết định sẽ tăng cung tiền. Thông tin này có thể tác động tới kỳ vọng của nhà đầu cơ theo ít nhất ba cách sau: (i) tăng cung tiền chỉ là nhất thời và cung tiền sẽ nhanh chóng về vị trí ban đầu; (ii) tăng cung tiền có thể không chỉ là nhất thời và sẽ không quay trở về vị trí ban đầu, nhưng cung tiền sẽ chỉ tăng trong một thời điểm nào đó trong tương lai mà không ảnh hưởng đến cung tiền trong ngắn hạn; (iii) cung tiền chắc chắn sẽ tăng, thậm chí là chỉ sau một thời gian ngắn sau khi chính phủ quyết định tăng cung tiền. Tương ứng với mỗi cách đánh giá khác nhau, các nhà đầu cơ sẽ đưa ra những quyết định khác nhau, dẫn đến sức ép phá giá nội tệ khác nhau. Kỳ vọng mức độ tăng cung tiền càng lớn thì các nhà đầu cơ sẽ càng mua nhiều ngoại tệ, dẫn đến sức ép phá giá càng cao. Trong trường hợp này, không có lý do gì để khẳng định rằng thị trường ngay lập tức xác định được mức độ phá giá cần thiết. Trong khi đó, chính phủ lại có thể xác định tương đối chính xác các tác động và thiết lập những chính sách can thiệp phù hợp vì chính phủ biết rõ mức độ tăng cung tiền và thời gian ảnh hưởng là ngắn hay dài hạn. Vì vậy, sự can thiệp của chính phủ vào thị trường ngoại hối có khả năng tạo ra một mức tỷ giá phù hợp hơn với các biến số kinh tế cơ bản của nền kinh tế, chứ không phải chỉ căn cứ vào nhận định dựa trên kỳ vọng thiếu chắc chắn

của thị trường.

4.2. Can thiệp của chính phủ là cần thiết để giảm chi phí trong những trường hợp tỷ giá bị đánh giá quá cao

Trong Bài 5, mô hình đánh giá quá cao tỷ giá của Dornbusch (1976) đã chứng minh rằng giảm cung tiền có thể gây nâng giá nội tệ, giảm tỷ giá thực trong ngắn hạn và tăng cung tiền có thể gây giảm giá nội tệ, tăng tỷ giá thực. Biến động tỷ giá thực (cao hơn hoặc thấp hơn giá trị PPP) đều tác động tới nền kinh tế.

Tỷ giá xác định không chính xác dẫn đến các nguồn lực không được phân bổ một cách có hiệu quả giữa hai khu vực sản xuất hàng hoá mậu dịch và phi mậu dịch cũng như làm thay đổi cơ cấu chi tiêu dành cho hai nhóm hàng hoá này. Đánh giá cao tỷ giá có thể dẫn đến hạn chế tăng trưởng của khu vực sản xuất hàng hoá mậu dịch, làm tăng thất nghiệp trong khu vực này. Bên cạnh đó, tỷ giá xác định không chính xác làm tăng rủi ro tỷ giá (vì phá giá/nâng giá làm thay đổi dự tính của các nhà đầu tư về lợi nhuận đầu tư vào các khu vực sản xuất hàng hoá mậu dịch và phi mậu dịch), dẫn đến hạn chế quyết định đầu tư.

Bên cạnh đó, tỷ giá xác định không chính xác sẽ gây ra những ảnh hưởng phụ tới bảo hộ. Khi nội tệ bị đánh giá thấp, một số nguồn lực sẽ được huy động vào khu vực sản xuất hàng hoá mậu dịch, vì những hàng hoá mậu dịch trong trường hợp này có sức cạnh tranh quốc tế cao hơn. Đánh giá thấp nội tệ cũng giống như một khoản trợ cấp thông qua tỷ giá đối với khu vực sản xuất hàng xuất khẩu. Như vậy, một phần nguồn lực sử dụng trong khu vực sản xuất hàng hoá mậu dịch là kết quả của trợ cấp tỷ giá sẽ bị di chuyển sang khu vực sản xuất khác nếu tỷ giá được xác định chính xác. Khi tỷ giá quay trở về trạng thái cân bằng, khi đó, sức cạnh tranh của khu vực sản xuất hàng hoá mậu dịch sẽ suy giảm, dẫn đến một loạt khó khăn cho những khu vực trước đây có được lợi nhuận nhờ vào trợ cấp thông qua tỷ giá. Để tiếp tục tồn tại, những khu vực này sẽ tìm cách huy động những

nguồn lực khác nhằm duy trì hàng rào bảo hộ. Trong trường hợp những khu vực này có thể đạt được mục đích đó thì sẽ lại có thêm những nguồn lực mới không được sử dụng có hiệu quả. Tương tự như vậy, khi nội tệ bị đánh giá cao thì khu vực sản xuất hàng hoá mậu dịch sẽ phải tìm ra những biện pháp bảo hộ trước sức cạnh tranh bị suy giảm vì nguyên nhân tỷ giá. Như vậy, khi một đồng tiền bị đánh giá cao/thấp đều phát sinh chi phí vì hệ quả của đánh giá cao/thấp đồng tiền là những bóp méo đối với quyết định phân bổ có hiệu quả các nguồn lực khan hiếm. Can thiệp của chính phủ vào thị trường ngoại hối là cần thiết để hạn chế chi phí này.

Ngoài ra, can thiệp vào thị trường ngoại hối một phần còn nhằm hạn chế các chi phí phát sinh do tỷ giá bị đánh giá quá cao như mô hình của Dornbusch. Trong trường hợp này, sự cần thiết phải có can thiệp của chính phủ không có nghĩa rằng thị trường ngoại hối hoạt động không hiệu quả. Thị trường xác định chính xác tỷ giá chính xác nhưng vì giá hàng hoá có thể không phản ứng nhanh trước các tín hiệu thị trường dẫn đến những thay đổi ngắn hạn của mức tỷ giá thực. Trong mô hình tiền tệ với giá thay đổi linh hoạt, cung tiền thay đổi $x\%$ dẫn đến giá hàng hoá tăng hoặc giảm $x\%$, như vậy không xuất hiện hiện tượng tỷ giá bị đánh giá quá cao/thấp. Trong trường hợp này, có thể sự can thiệp của chính phủ vào thị trường ngoại hối là không cần thiết.

Tuy nhiên, nếu giá cả không điều chỉnh linh hoạt thì tăng cung tiền $x\%$ sẽ dẫn đến tỷ giá bị phá giá cao hơn $x\%$. Chỉ sau một thời gian nhất định, sau khi giá trong nước đã kịp điều chỉnh thích ứng với thay đổi của cung tiền thì tỷ giá mới quay trở về mức của phá giá $x\%$. Trong trường hợp tỷ giá bị đánh giá quá cao, chính phủ có thể có hai lựa chọn: (i) can thiệp vào thị trường ngoại hối; (ii) thay vì can thiệp vào thị trường ngoại hối, chính phủ điều chỉnh các nguyên nhân của thị trường hàng hoá và lao động dẫn đến giá cả không phản ứng linh hoạt theo sự thay đổi của cung tiền. Nếu thị trường hàng hoá và lao động đã được điều chỉnh để

có thể làm cho giá cả trở nên linh hoạt thì tỷ lệ lạm phát sẽ nhanh chóng vận động theo tác động của chính sách tiền tệ và giảm mức độ đánh giá quá cao tỷ giá (có nghĩa là đánh giá quá thấp đồng nội tệ). Nếu áp dụng lựa chọn thứ hai, chính phủ nên ban hành các luật chống độc quyền, giảm quyền lực của các công đoàn và giảm trợ cấp thất nghiệp. Những biện pháp này sẽ làm thị trường hàng hoá và lao động linh hoạt hơn, vì vậy, giá cả có thể phản ứng nhanh chóng trước sự thay đổi của cung tiền. Tuy nhiên, nếu so sánh hai sự lựa chọn ở trên thì rõ ràng, can thiệp vào thị trường ngoại hối vẫn là chính sách tốn kém ít chi phí để thực hiện và hiệu quả hơn so với can thiệp vào thị trường hàng hoá và lao động.

4.3. Can thiệp của chính phủ đối với tỷ giá là công cụ hiệu quả để thực hiện những biện pháp điều chỉnh kinh tế cần thiết

Đảm bảo quá trình điều chỉnh kinh tế nhanh chóng và đơn giản là một lý do khác để chính phủ can thiệp vào thị trường ngoại hối. Bất kỳ một quá trình điều chỉnh cơ cấu nào cũng đều mang đến những xung đột về lợi ích trong đó có nhóm được lợi lại có nhóm chịu tổn thất từ quá trình điều chỉnh. Trong trường hợp đó, thông qua can thiệp vào thị trường ngoại hối, chính phủ có thể xác định được một mức tỷ giá làm giảm bớt tổn thất của những đối tượng chịu nhiều thiệt hại nhất từ quá trình điều chỉnh. Vì vậy, chi phí kinh tế và hậu quả xã hội của các biện pháp điều chỉnh sẽ trở nên dễ chấp nhận hơn.

Giả sử một quốc gia liên tục có thặng dư cán cân thanh toán do khu vực sản xuất hàng hoá mậu dịch quá lớn so với khu vực sản xuất hàng hoá phi mậu dịch. Thặng dư liên tục trong cán cân thanh toán chắc chắn sẽ dẫn đến sức ép đối với nâng giá nội tệ. Xu hướng này khuyến khích các yếu tố sản xuất chuyển từ khu vực sản xuất hàng hoá mậu dịch sang khu vực sản xuất hàng hoá phi mậu dịch. Nếu chính phủ phát hiện và muốn ngăn chặn khả năng thất nghiệp chuyển đổi hàng loạt do sự chuyển hướng này,

chính phủ có thể hạn chế mức tăng giá trị nội tệ, tạo ra khoảng thời gian cho khu vực sản xuất hàng hoá mậu dịch tự thu hẹp và khu vực sản xuất hàng hoá phi mậu dịch mở rộng sản xuất. Corden (1982) đề cập đến ý tưởng "bảo hộ tỷ giá" để miêu tả trường hợp một quốc gia bảo hộ khu vực sản xuất hàng hoá mậu dịch so với khu vực sản xuất hàng hoá phi mậu dịch bằng cách phá giá, hoặc cho phép tỷ giá dao động theo hướng đánh giá thấp đồng nội tệ hơn mức cho phép, hoặc ít nhất cũng là hạn chế nâng giá đồng tiền.

Tình trạng bùng nổ hay trì trệ của một số ngành trong khu vực sản xuất hàng hoá mậu dịch cũng có thể là một trong những nguyên nhân lý giải cho tính cần thiết phải có can thiệp của chính phủ đối với tỷ giá để giảm chi phí của quá trình điều chỉnh. Khi một số ngành sản xuất hàng hoá mậu dịch phát triển với tốc độ bùng nổ, nội tệ sẽ có xu hướng tăng giá trị, đẩy ngành sản xuất hàng hoá mậu dịch đang trì trệ vào tình trạng phá sản nhanh hơn. Rõ ràng trong trường hợp này, sự can thiệp của chính phủ là cần thiết để giảm mức độ đánh giá cao đồng tiền nhằm bảo hộ cho những ngành sản xuất hàng hoá mậu dịch trì trệ, thông qua sự can thiệp của chính phủ, nhằm tạo cho những ngành này nhiều thời gian hơn để chúng có thể điều chỉnh hoặc phá sản, hoặc thu hẹp nhưng với chi phí thấp hơn.

Bên cạnh đó, bảo hộ bằng can thiệp vào thị trường ngoại hối có thể có một số ưu điểm hơn các biện pháp bảo hộ truyền thống khác như thuế quan và hạn ngạch. Bảo hộ bằng can thiệp vào thị trường ngoại hối làm biến động tỷ giá về cơ bản chỉ là bảo hộ trong ngắn hạn vì tỷ giá thường không cố định trong một khoảng thời gian quá dài. Trong khi đó, bảo hộ bằng thuế hay trợ cấp thường có tính khá bền vững vì một khi chính sách thuế hay hạn ngạch được ban hành thì nó sẽ mất nhiều thời gian để chính phủ có thể thay đổi.

Thêm vào đó, bảo hộ bằng những biện pháp truyền thống như thuế quan, hạn ngạch ngày càng trở nên khó khăn vì những ràng

buộc tự do hoá thương mại toàn cầu ngày càng tăng. Tuy nhiên, nếu phân tích một cách toàn diện thì khó có thể nhận xét hình thức bảo hộ nào có ưu điểm nhiều hơn. Mặc dù có một số hạn chế nhưng bảo hộ bằng thuế quan, hạn ngạch cũng có một số ưu điểm so với bảo hộ tỷ giá. Thuế quan hay hạn ngạch có thể bảo hộ từng khu vực riêng lẻ trong khu vực sản xuất hàng hoá mẫu dịch như các khu vực trì trệ trong khi bảo hộ bằng tỷ giá lại can thiệp vào tất cả khu vực sản xuất hàng hoá thương mại. Tác động rộng rãi của bảo hộ bằng tỷ giá đôi khi gây ra phản ứng trả đũa lớn hơn cả bảo hộ bằng thuế và trợ cấp. Ngoài ra, bảo hộ bằng thuế còn là một nguồn thu quan trọng của ngân sách chính phủ.

Một lý do khác để chính phủ can thiệp vào thị trường ngoại hối là khi nền kinh tế bị rơi vào vòng luẩn quẩn. Xem xét một quốc gia bị thâm hụt cán cân vãng lai vì một lý do nào đó và đang cố gắng loại bỏ thâm hụt bằng cách cho phép phá giá nội tệ. Nếu tiền lương ngay lập tức điều chỉnh linh hoạt hoàn toàn theo biến động giá nội địa thì chính phủ phải thực hiện chính sách tiền tệ hỗ trợ để tránh tăng thất nghiệp, dẫn đến nền kinh tế lại quay về vị trí ban đầu. Khi đó, các chính sách tài khoá và tiền tệ không thể đưa nền kinh tế ra khỏi tình trạng luẩn quẩn. Chính sách phá giá có thể được thử nghiệm song nền kinh tế lại tiếp tục về vị trí ban đầu và yêu cầu phá giá tiếp tục đẩy nền kinh tế vào tình trạng phá giá, tăng lương và tăng giá liên tục. Trong trường hợp đó, can thiệp của chính phủ là cần thiết để hạn chế phá giá, tránh rơi vào vòng xoắn ốc luẩn quẩn.

Cuối cùng, cần nhấn mạnh rằng, can thiệp của chính phủ là nhằm làm quá trình điều chỉnh trở nên dễ dàng và ít tốn kém hơn chứ không phải là ngăn chặn quá trình điều chỉnh và tự điều chỉnh. Như vậy, mục tiêu của chính sách can thiệp là cho phép tỷ giá điều chỉnh về vị trí cân bằng với một tốc độ lý tưởng. Về mặt lý thuyết, có thể nói yêu cầu của chính sách can thiệp là đảm bảo những điều chỉnh cần thiết cho nền kinh tế phải được diễn ra với tốc độ phù hợp.

5. KẾT LUẬN

Những phân tích trên đây chứng tỏ rằng cả quan điểm tiếp cận truyền thống và mô hình vĩ mô đều không thể đưa ra câu trả lời rõ ràng nên chọn chế độ tỷ giá nào. So với chế độ tỷ giá thả nổi, chế độ tỷ giá cố định cũng có những ưu điểm và hạn chế nhất định. Hơn nữa, trong một số trường hợp cụ thể, những ưu điểm của hai chế độ tỷ giá lại biến thành những hạn chế. Ví dụ, chế độ tỷ giá thả nổi đảm bảo quyền độc lập của chính sách tiền tệ nhưng đây là ưu hay nhược điểm lại phụ thuộc vào hiệu quả can thiệp chính sách của chính phủ. Trong khi chế độ tỷ giá cố định tạo lập sự ổn định và khuyến khích thương mại quốc tế nhưng bản thân sự cố định tỷ giá cũng có thể đánh giá quá cao nội tệ gây hạn chế xuất khẩu và các chính sách tỷ giá bảo hộ tạo lập nhiều hàng rào cản trở thương mại tự do.

Phân tích của mô hình kinh tế vĩ mô về hai chế độ tỷ giá này khẳng định chỉ trong một số trường hợp cụ thể mới có thể xác định chế độ tỷ giá nào hữu hiệu hơn. Phân tích của mô hình này tập trung vào ba yếu tố tác động đến quyết định lựa chọn chính sách: hàm mục tiêu chính sách, các loại sốc, và cơ cấu kinh tế. Phân tích này đặc biệt tập trung vào tầm quan trọng của hàm mục tiêu chính sách và chỉ rõ vai trò của mục tiêu chính sách trong quyết định lựa chọn chế độ tỷ giá. Quốc gia khác nhau có cùng cơ cấu kinh tế và cùng đối mặt với một dạng sốc có thể lựa chọn hai chế độ tỷ giá khác nhau chỉ vì mục tiêu chính sách của họ khác nhau.

Tuy nhiên, có hàng loạt các yếu tố khác nhau tác động đến quyết định lựa chọn chế độ tỷ giá như chỉ số lương, thời gian tác động và mối quan hệ giữa các biến khác nhau. Trên thực tế, khó có thể xác định liệu nền kinh tế có cùng bị tác động bởi sốc tổng cầu,

sốc tổng cung hay sốc cầu tiền hay không. Và nếu các biến động này là như nhau thì cũng khó có thể xác định thời gian ảnh hưởng (ngắn hay dài hạn, nhất thời hay lâu dài).

Những tranh luận không có câu trả lời thống nhất về cả hai chế độ tỷ giá thả nổi và cố định dẫn đến ý tưởng kết hợp điều hành nhằm tận dụng những ưu điểm và hạn chế những nhược điểm của cả hai chế độ tỷ giá này. Đây là ý tưởng hình thành nên chế độ tỷ giá thả nổi có điều tiết. Can thiệp của chính phủ vào thị trường ngoại hối có thể ngăn chặn thị trường lựa chọn sai mức tỷ giá và tránh tỷ giá vượt quá giới hạn vì chính phủ có thể xác định một mức tỷ giá phù hợp hơn và can thiệp để tỷ giá biến động theo chiều hướng mong muốn. Hơn nữa, can thiệp là biện pháp truyền thống để kiểm soát các vấn đề kinh tế. Biến động của tỷ giá có thể là do sự bất ổn của các chính sách kinh tế vĩ mô, vì vậy, biện pháp cần thiết không phải là các biện pháp diễn ra trên thị trường ngoại hối mà là ổn định lại các chính sách vĩ mô.

Vì không tồn tại một trường hợp can thiệp thị trường duy nhất trên mọi quốc gia nên không thể tìm ra những quy luật can thiệp phù hợp cho mọi tình huống có thể xảy ra. Mỗi trường hợp cụ thể sẽ đòi hỏi mức độ và hướng điều chỉnh tỷ giá khác nhau, thời gian can thiệp khác nhau và mức độ can thiệp cũng khác nhau.

Hơn nữa, cũng cần lưu ý rằng, chúng ta chỉ xem xét quyết định lựa chọn chế độ tỷ giá thông qua một mô hình vĩ mô của nền kinh tế nhỏ mở cửa hết sức đơn giản. Đồng thời, cần lưu ý mối quan hệ qua lại giữa các quyết định lựa chọn chế độ tỷ giá của các quốc gia khác nhau. Quyết định lựa chọn chế độ tỷ giá của quốc gia này bị tác động rất lớn bởi quyết định lựa chọn của quốc gia khác.

Các thuật ngữ cơ bản

Ảnh hưởng dây chuyền	Bandwagon effect
Chế độ tỷ giá thả nổi có điều tiết	Managed floating exchange rate regime
Chính sách tiền tệ tự định (độc lập)	Monetary autonomy
“Hiện tượng bong bóng”	Rational bubble
Hàm mục tiêu	Objective function
Khả năng cạnh tranh quốc tế	International competitiveness
Mô hình vượt quá giới hạn	Overshooting model
Quá trình điều chỉnh kinh tế	Economic adjustment process
Sốc cầu tiền	Money demand shock
Sốc tổng cầu	Aggregate demand shock
Sốc tổng cung	Aggregate supply shock
Vấn đề Peso	Peso problem

Câu hỏi ôn tập

1. Ưu điểm, nhược điểm và vai trò của chế độ tỷ giá cố định và thả nổi?
2. Vai trò của IMF trong việc xác định và duy trì chế độ tỷ giá cố định trong Hệ thống Bretton Woods?
3. Quan điểm hiện đại phân tích gì về chế độ tỷ giá cố định và thả nổi?
4. Các nhà hoạch định chính sách quan tâm tới những mục tiêu chính sách nào?
5. Hiệu quả của các chế độ tỷ giá theo mô hình tổng cung- tổng cầu?
6. Các yếu tố tác động đến mô hình tổng cung - tổng cầu?

7. Tác động của sốc cầu tiến, sốc tổng cầu và sốc tổng cung dưới chế độ tỷ giá cố định và thả nổi?
8. Nguyên nhân hình thành ý tưởng về một chế độ tỷ giá thả nổi có điều tiết?
9. Tại sao nhà nước cần can thiệp vào thị trường ngoại hối?
10. Vai trò của chế độ tỷ giá thả nổi có điều tiết trong việc hạn chế những nhược điểm của hai chế độ tỷ giá cố định và thả nổi?
11. Những căn cứ và lưu ý khi quyết định lựa chọn chế độ tỷ giá phù hợp. Theo bạn Việt Nam nên lựa chọn một chế độ tỷ giá như thế nào?

Tài liệu tham khảo

Harris, L., *International Finance*, CIEE, SOAS, University of London; 1996.

Học viện Ngân hàng (1999): *Tài chính Quốc tế*, Nxb Thống kê.

Hoàng Chương (1999): *Hoàn thiện chính sách tỷ giá hối đoái vì sự ổn định tiền tệ, phục vụ yêu cầu phát triển kinh tế ở Việt Nam*, Tạp chí *Những vấn đề Kinh tế Thế giới*, số 3/1999.

Krugman, Paul và Maurice Obstfeld (1996): *Kinh tế học Quốc tế - Lý thuyết và chính sách*, tập II, Nxb Chính trị Quốc gia, Hà Nội.

Pilbeam, Keith (1992): *Tài chính Quốc tế*, xuất bản lần thứ nhất, Nxb Macmillan, Hampshire, London.

BÀI 7

CÁC KHỐI TIỀN TỆ, HỘI NHẬP TÀI CHÍNH QUỐC TẾ VÀ PHỐI HỢP CHÍNH SÁCH

1. GIỚI THIỆU

Trước khi nghiên cứu Bài 7, cần xem xét câu hỏi sau:

- *Khi xem xét về các mô hình kinh tế quốc tế, giả định nào thường được đưa ra về chính sách kinh tế của một nước?*

Các mô hình và chính sách phân tích ở trong các bài trước đây của môn học đều dựa trên một giả định rất cơ bản cho rằng nền kinh tế thế giới bao gồm các quốc gia riêng rẽ, hoạt động một cách độc lập và mỗi nước chỉ quan tâm đến ảnh hưởng của các chính sách kinh tế vì mô đối với cân bằng trong và cân bằng ngoài của nền kinh tế quốc gia đó. Giả định này trong những bài trước đây được thể hiện thông qua các giả định khác như lãi suất, thu nhập, giá cả ở nước ngoài là cố định. Nói cách khác, sự thay đổi của các biến số kinh tế ở một quốc gia không có ảnh hưởng gì đối với các biến số kinh tế ở các nước khác.

Ví dụ, khi giới thiệu mô hình Mundell-Fleming (Bài 4), sự thay đổi của lãi suất hay của cán cân thanh toán trong nước không có ảnh hưởng gì đến lãi suất trên thị trường thế giới. Khi phân tích về tác động của phá giá, của chính sách tiền tệ và tài khoá, các Bài 3, 4, 5 mới chỉ dừng lại ở mức độ xem xét các ảnh hưởng của những chính sách này đối với thu nhập và cán cân thanh toán ở quốc gia đang phân tích mà không chú ý đến các ảnh hưởng có thể của những chính sách này đến các nước khác.

Câu hỏi tiếp theo là:

- *Tại sao cần phải có giả định này?*

Giả định này thường được các nhà kinh tế sử dụng để phân tích đối với các nền kinh tế mở có quy mô nhỏ. Chính sách kinh tế vĩ mô của một nền kinh tế quy mô nhỏ sẽ không có ảnh hưởng đến các biến số kinh tế của các quốc gia khác. Ví dụ như sự thay đổi của tỷ lệ lãi suất tại Việt Nam hay Thái Lan không thể có ảnh hưởng gì đối với tỷ lệ lãi suất trên thị trường tài chính thế giới. Tuy nhiên, với tính chất của nền kinh tế mở, nền kinh tế trong nước sẽ chịu ảnh hưởng bởi tình hình kinh tế bên ngoài. Một ví dụ rõ ràng nhất là đối với Việt Nam trong thời gian kể từ tháng 07/1997 cho đến nay đang chịu ảnh hưởng tiêu cực của cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ trong khu vực, FDI giảm sút đáng kể trong năm 1999-2001, xuất nhập khẩu có xu hướng tăng chậm và không ổn định.

Giả định về một nền kinh tế mở có quy mô nhỏ là một giả định khá thực tế để phân tích chính sách ở một số lớn các quốc gia. Tuy nhiên, đối với một số nước có quy mô lớn như Mỹ, Nhật Bản, Đức thì không thể áp dụng giả định này. Đây là một trong những thiếu sót cơ bản của những mô hình đã đề cập từ trước đến nay trong môn học Tài chính quốc tế. Trong thực tế, các quốc gia cấu thành nên kinh tế thế giới có mối quan hệ kinh tế ở các mức độ chặt chẽ khác nhau phụ thuộc vào quy mô nền kinh tế, trình độ phát triển, hệ thống chính trị... Vì vậy, chính sách kinh tế của một quốc gia có khả năng gây ra các ảnh hưởng nhất định đối với kinh tế của các nước khác. Vào đầu thập kỷ 1980, chính quyền Mỹ thực hiện chính sách tài khoá mở rộng dẫn đến mức thâm hụt ngân sách liên bang. Để kiềm chế lạm phát, chính quyền sử dụng chính sách tiền tệ thắt chặt để đưa mức lãi suất tín dụng lên cao. Đây là một trong những nguyên nhân chủ yếu làm cho lãi suất trên các thị trường tài chính thế giới luôn ở mức cao, làm trầm trọng hơn khủng hoảng nợ ở các nước đang phát triển đầu thập kỷ 1980.

Vậy, có thể đặt ra một câu hỏi tiếp theo là:

- *Các mô hình phân tích ở các bài trước đây có ý nghĩa trong thực tiễn hay không?*

Rất nhiều nhà nghiên cứu cho rằng chỉ có nền kinh tế Mỹ là không thể được coi như một nền kinh tế mở có quy mô nhỏ. Vì vậy, giả định về nền kinh tế mở có quy mô nhỏ là một giả định có thể chấp nhận được. Tuy nhiên, trong thực tế, nhiều quốc gia như Đức, Nhật Bản, Trung Quốc không nên được xếp vào các nền kinh tế mở có quy mô nhỏ. Ngoài các ảnh hưởng đối với thị trường toàn cầu, những nền kinh tế này còn có tác động quan trọng đến tình hình kinh tế của khu vực Tây Âu và châu Á - Thái Bình Dương. Kể từ những năm đầu của thập kỷ 1970 cho đến nay, chính sách tiền tệ của Đức có ảnh hưởng lớn đến lãi suất, tỷ giá hối đoái, và thu nhập của các nước trong Cộng đồng Kinh tế châu Âu (EEC). Tương tự như vậy, Nhật Bản cũng có tầm quan trọng chiến lược đối với phát triển kinh tế ở các nước Đông và Đông Nam Á. Sự suy thoái của nền kinh tế Nhật Bản vào giữa thập kỷ 1990 có ảnh hưởng đáng kể đến tình hình kinh tế khu vực. Bên cạnh đó, đà tăng trưởng chậm chạp của Nhật trong thời kỳ 1998-2001 cũng có quan hệ đến tốc độ phục hồi chậm chạp của các nền kinh tế Đông Nam Á sau khủng hoảng.

Xuất phát từ cơ sở này, Tài chính quốc tế đã phát triển nhiều các lý thuyết về những nền kinh tế mở có quy mô lớn, với sự thay đổi của chính sách kinh tế có khả năng ảnh hưởng đáng kể đến tình hình kinh tế của các quốc gia khác. Các mô hình, lý thuyết này tập trung vào vấn đề phối hợp chính sách ở tầm quốc tế trong lĩnh vực tài chính.

Phạm vi nghiên cứu của Bài 7 tập trung vào hai vấn đề quan trọng chính của tài chính quốc tế là: *phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô; khu vực tiền tệ và liên minh tiền tệ*. Đối với vấn đề phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô, các phân tích sẽ tập trung vào các lợi ích của phối hợp chính sách theo lý thuyết trò chơi truyền thống, mô hình Hamada và các yếu tố hạn chế phối hợp chính

sách cũng như những cản trở đối với việc thúc đẩy phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô giữa các nước. Khu vực tiền tệ và liên minh tiền tệ là hình thức hợp tác tài chính quốc tế đề cập đến trong bài. Phần này chủ yếu phân tích quá trình phát triển, các nội dung của Hệ thống tiền tệ châu Âu. Xung quanh Hệ thống tiền tệ châu Âu còn có nhiều vấn đề phức tạp với những quan điểm khác nhau, vừa bổ sung, vừa mâu thuẫn. Phần cuối của bài sẽ đưa ra một số đánh giá ban đầu về các mục tiêu của Hệ thống tiền tệ châu Âu.

2. CÁC HÌNH THỨC HỢP TÁC TÀI CHÍNH CƠ BẢN

Sự phụ thuộc về kinh tế giữa các quốc gia ngày càng tăng trong bối cảnh toàn cầu hoá, khu vực hoá nền kinh tế thế giới là xuất phát điểm của yêu cầu hợp tác chính sách kinh tế vĩ mô giữa các nước. Có rất nhiều hình thức hợp tác giữa các nước, các khu vực khác nhau trong lĩnh vực tài chính quốc tế. Bài này chỉ tập trung vào hai hình thức hợp tác tài chính phổ biến và có vai trò quan trọng nhất là *Phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô* và *Khu vực tiền tệ và Liên minh tiền tệ*. Phần sau đây sẽ giới thiệu khái quát hai hình thức hợp tác tài chính quốc tế này.

2.1. Phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô

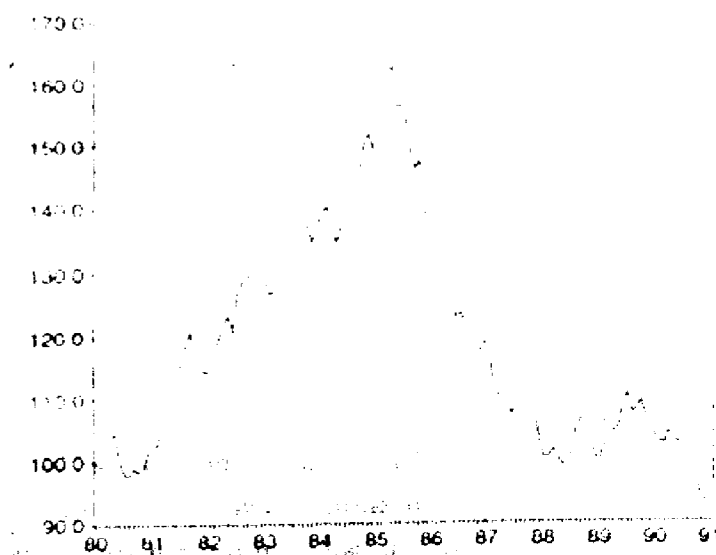
Bài 1 đã đưa ra một ví dụ điển hình của phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô giữa các nước phát triển trong lĩnh vực tài chính quốc tế khi xem xét về Hiệp định Plaza năm 1985 và Hiệp định Louve năm 1987.

Nguồn gốc của hai Hiệp định phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô này là sự biến động bất thường của USD trong thập kỷ 1980. Hình 7.1 dưới đây cho thấy tỷ giá danh nghĩa của đồng USD bắt đầu tăng tương đối nhanh vào đầu năm 1985. Sự lên giá của đồng USD trong trường hợp này đi trái với những nhận định theo các lý thuyết thông thường về tài chính quốc tế. Trong thời kỳ này, tài

khoản vãng lai trong cán cân thanh toán của Mỹ vẫn liên tục thâm hụt. Thâm hụt kéo dài của tài khoản vãng lai sẽ cản trở các dòng vốn vào và dẫn đến phá giá đồng USD. Tuy nhiên, thực tế lại xảy ra một cách trái ngược.

Tháng 09 - 1995, các Bộ trưởng tài chính và Thống đốc ngân hàng trung ương nhóm 5 nước: Pháp, Tây Đức, Mỹ, Anh và Nhật Bản đi đến quan điểm cho rằng sự biến động của USD trong thời gian từ đầu thập kỷ 1980 không phản ánh được các tham số kinh tế cơ bản của nền kinh tế Mỹ, nhất là trong bối cảnh Mỹ đang tìm mọi cách thu hẹp thâm hụt ngân sách liên bang, trong khi đó thặng dư tài khoản vãng lai trong cán cân thanh toán của Nhật Bản không ngừng tăng. Trong hoàn cảnh đó, USD tiếp tục tăng giá sẽ không có lợi cho nền kinh tế các nước này. Vì vậy, Hiệp định Plaza được ký kết với nội dung cơ bản là các nước sẽ tăng mua DM và JPY, đồng thời thúc đẩy mạnh mẽ hơn hợp tác chính sách kinh tế vĩ mô.

Đồ thị 7.1. Tỷ giá danh nghĩa của USD, 1980-1991



Nguồn: Pilbeam (1992), trang 301.

Sau khi Hiệp định Plaza được ký kết, đồng USD giảm giá rất nhanh (Hình 7.1). Xu hướng giảm giá quá nhanh của USD dẫn đến yêu cầu phải ngăn chặn đà phá giá của USD. Hội nghị các nước G-7 họp tại Paris tháng 02 - 1987 đưa ra bản Hiệp định Lourve với mục tiêu giữ tỷ giá của USD ổn định ở mức tháng 02 - 1987, đồng thời thúc đẩy hợp tác kinh tế vĩ mô chặt chẽ hơn nữa nhằm mục tiêu ổn định tỷ giá của USD. Một thời gian sau Hiệp định Lourve, đồng USD tương đối ổn định.

Phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô có hai đặc điểm cơ bản:

- Trong hệ thống tỷ giá hối đoái thả nổi, phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô chỉ cần thiết khi tỷ giá linh hoạt không thể đảm bảo sự độc lập về chính sách kinh tế giữa các nước. Đặc điểm cơ bản của chế độ tỷ giá hối đoái thả nổi (như đã phân tích trong Bài 6) là đảm bảo tính độc lập của các nước trong thực hiện chính sách tiền tệ và tài khoá mà không phải quan tâm đến đảm bảo cân bằng ngoài (cân bằng ngoài luôn đạt được do tỷ giá có thể điều chỉnh linh hoạt để loại bỏ mọi sự thâm hụt hay thặng dư trong cán cân thanh toán). Vì vậy, sự phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô chỉ được coi là cần thiết khi tỷ giá hối đoái thả nổi vì một nguyên nhân nào đó không đảm bảo được chức năng giữ cân bằng trong cán cân thanh toán. Sự biến động bất thường của USD trong thời gian đầu thập kỷ 1980 là một trong nhiều tình huống đó.
- Một khía cạnh quan trọng trong phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô là khả năng ảnh hưởng đến kỳ vọng của các hãng và cá nhân. Nếu để có thể ngăn chặn đà lên giá của USD (Hiệp định Plaza) hay đà xuống giá của USD (Hiệp định Lourve) thì bản thân sự phối hợp chính sách thuần túy chưa đủ để có thể phát huy được tác dụng dự tính nếu không có sự thể hiện quyết tâm hợp tác chặt chẽ để các hãng và các cá nhân tin tưởng vào sự hứa hẹn về chính sách đưa ra. Sự cam kết bởi chính phủ nhiều nước thường có mức độ tin cậy cao hơn với dân chúng hơn là cam kết về chính sách của chính phủ một quốc gia.

Trong phạm vi của bài, phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô trong lĩnh vực tài chính được xem xét là sự phối hợp giữa một số lượng nhỏ các nước có tiền tệ là các đồng tiền quốc tế được trao đổi tại các thị trường tài chính quốc tế phát triển. Đối với sự phối hợp này, khả năng thành công cũng ngang bằng với khả năng thất bại. Phần 3 của bài này sẽ đi vào các vấn đề cụ thể của vấn đề phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô.

2.2. Khu vực tiền tệ và liên minh tiền tệ

Một hình thức đặc biệt của hợp tác kinh tế quốc tế là hình thành nên liên minh tiền tệ giữa các quốc gia khác nhau. Nhìn lại lịch sử, liên minh tiền tệ không phải là một khái niệm mới. Hình thức này đã rất phổ biến dưới chủ nghĩa thực dân. Trong các liên kết này, đồng tiền của thuộc địa được thay thế bởi/hoặc gắn với đồng tiền của nước bảo hộ. Tuy nhiên, Hệ thống tiền tệ châu Âu là một ví dụ điển hình nhất về liên minh tiền tệ trong nền kinh tế hiện đại.

Không có bất kỳ một liên minh tiền tệ nào có thể được thành lập nhanh chóng giữa các quốc gia với những đặc điểm phân biệt. Quá trình hình thành một liên minh tiền tệ là quá trình lâu dài, và có những bước trung gian. Trước khi hình thành nên liên minh tiền tệ, các quốc gia thường xuất phát từ hình thức hợp tác khu vực tiền tệ trong đó đồng tiền của các nước thành viên trong khu vực được ấn định bởi mức tỷ giá cố định. Tuy nhiên, đồng tiền của các quốc gia thành viên vẫn có thể được phép dao động trong phạm vi một biên độ nhất định. Đồng thời, các nước cũng cố gắng tạo ra sự tương đồng trong định hướng, mục tiêu và thực hiện chính sách kinh tế vĩ mô, mặc dù vẫn duy trì sự độc lập về chính sách kinh tế. Trong giai đoạn này, một quốc gia trong khu vực tiền tệ sẽ có vai trò quan trọng quyết định và đồng tiền của quốc gia đó đóng vai trò là đồng tiền chủ yếu trong nội bộ các nước thành viên.

Hình thức hợp tác khu vực tiền tệ phát triển đến khi tỷ giá giữa các đồng tiền trong khối được cố định hoàn toàn, dẫn đến sự xuất hiện của một đồng tiền chung, thay thế các đồng tiền khác nhau của các nước thành viên. Khi đó, hình thức khu vực tiền tệ sẽ trở thành liên minh tiền tệ. Với hình thức liên kết cao hơn này, các quốc gia sẽ thực hiện đồng nhất chính sách tài khoá và tiền tệ.

Quá trình phát triển của Hệ thống tiền tệ châu Âu cũng đã trải qua những bước thăng trầm khác nhau. Thoả thuận cụ thể về hợp tác tiền tệ trong EEC được đưa ra vào đầu thập kỷ 1970, được biết đến với cái tên "*Snake*", trong đó Tây Đức và một số quốc gia Tây Âu khác cam kết giữ mức tỷ giá của đồng tiền trong nước đối với đồng DM, với biên độ dao động hạn chế. Vào đầu thập kỷ 1980, hình thức hợp tác này phát triển lên một tầm cao mới với sự hình thành của Hệ thống tiền tệ châu Âu, mà nội dung cơ bản của nó là cơ chế tỷ giá hối đoái trong đó đưa đồng DM vào vị trí trung tâm và ổn định tỷ giá của các đồng tiền các nước thành viên đối với đồng DM. Đồng thời, các quốc gia thành viên của khối cũng đã đạt được sự phối hợp chính sách chặt chẽ hơn. Vào đầu năm 1991, triển vọng về sự ra đời của Liên minh tiền tệ châu Âu đã khá rõ ràng với sự kiện ký kết Hiệp ước Maastricht. Tuy nhiên, bắt đầu từ năm 1993, nhất là khi Anh quốc tuyên bố rút khỏi Hệ thống tiền tệ châu Âu, bãi bỏ tỷ giá cố định của đồng BGP so với các đồng tiền khác trong khu vực, triển vọng hình thành nhanh chóng Liên minh tiền tệ châu Âu trở nên khó khăn hơn.

Bên cạnh đó, cũng cần thấy rằng, trong khi hình thức liên minh tiền tệ đã trải qua nhiều thăng trầm để có thể được hình thành ở cộng đồng chung châu Âu thì ở một số khu vực khác như Đông Âu lại có xu hướng tan rã của liên minh tiền tệ được xây dựng quanh đồng Rúp của Liên Xô trước đây. Điều đó cho thấy bức tranh nhiều mảng tối sáng của hình thức hợp tác này.

3. PHỐI HỢP CHÍNH SÁCH KINH TẾ VĨ MÔ

3.1. Khái niệm phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô

Phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô là một khái niệm chung và thường hay được sử dụng như hợp tác chính sách kinh tế vĩ mô. Trong phạm vi của bài này, *phối hợp* sẽ được sử dụng thay cho *hợp tác*, mặc dù trao đổi thông tin là một hình thức phối hợp ở mức độ rất thấp và có thể coi là một hình thức hợp tác hơn là phối hợp. Phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô thường chỉ các quan hệ hợp tác giữa chính phủ, các cơ quan quản lý vĩ mô, các nhà lập chính sách của hai hay nhiều quốc gia. Một đặc điểm cơ bản của phối hợp chính sách là không có sự tham gia của khu vực tư nhân. Phần cuối của mục này sẽ chỉ ra rằng đặc điểm này trong nhiều trường hợp làm hạn chế hiệu quả phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô giữa các quốc gia.

Phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô có ba hình thức cơ bản sau đây:

Trao đổi thông tin

Trao đổi thông tin là hình thức đơn giản nhất của phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô. Trao đổi thông tin giữa các cơ quan quản lý vĩ mô của các nước có thể được thực hiện với các phạm vi khác nhau: thông tin về định hướng chính sách, dự báo kinh tế, tỷ giá hối đoái. Tuy nhiên, trao đổi thông tin không nhất thiết dẫn đến sự thống nhất về chính sách, và cũng không dẫn đến phối hợp hành động chung.

Thực hiện chính sách kinh tế vĩ mô đồng nhất

Trao đổi thông tin là cơ sở để các nước có thể đi đến thống nhất về chính sách. Thực hiện chính sách kinh tế vĩ mô đồng nhất, chính phủ một nước sẽ phải xem xét mục tiêu và định hướng của chính sách kinh tế vĩ mô của các nước khác. Điều đó đòi hỏi chính phủ các nước phải thực hiện những mục tiêu chính sách tương đồng, lựa chọn công cụ chính sách, mức độ can thiệp, trình tự thực hiện để tránh ảnh hưởng triệt tiêu lẫn nhau.

Phối hợp hành động chung

Phối hợp hành động chung là hình thức cao nhất của hợp tác chính sách kinh tế vĩ mô. Sau khi các chính phủ đã thống nhất về mục tiêu, công cụ điều chỉnh, trình tự thực hiện chính sách kinh tế vĩ mô, phối hợp hành động chung là bước đi tiếp theo để đạt được mục tiêu chung của chính sách kinh tế vĩ mô đồng nhất.

3.2. Sự cần thiết của phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô

Theo quan điểm của các nhà kinh tế ủng hộ chế độ tỷ giá hối đoái thả nổi, sự phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô là không cần thiết nếu chính sách tỷ giá hối đoái có thể điều chỉnh để ngăn chặn các ảnh hưởng từ các cú sốc từ bên ngoài đối với nền kinh tế. Trong trường hợp như vậy, một nền kinh tế sẽ không bị ảnh hưởng bởi các kết hợp chính sách từ các nền kinh tế bên ngoài. Tuy nhiên, thực tế thực hiện chính sách tỷ giá hối đoái thả nổi sau sự tan vỡ của Hệ thống Bretton Woods đã chỉ ra rằng, ngay cả trong trường hợp chính sách tỷ giá là tự do hoàn toàn thì nền kinh tế của một nước vẫn chịu những tác động do thực hiện chính sách kinh tế vĩ mô của nước ngoài. Theo mô hình tiền tệ của Dornbusch, dưới chế độ tỷ giá thả nổi, hiện tượng tỷ giá bị đánh giá quá cao chỉ ra rằng chính sách tiền tệ của một nước có ảnh hưởng lan toả đến các nước bạn hàng. Chính sách tiền tệ mở rộng của ngân hàng trung ương của một nước làm cho đồng nội tệ bị mất giá, nâng cao sức cạnh tranh quốc tế của hàng hoá đó trên thị trường quốc tế.

Phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô chỉ cần thiết trong trường hợp các chính sách kinh tế có tác động đến các biến số thực của nền kinh tế. Nếu chính sách tiền tệ, tài khoá không có ảnh hưởng gì đến việc làm, sản lượng, khi đó sẽ không cần thiết phải có sự phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô giữa các quốc gia. Theo quan điểm của Alfred Steinherr:

Khi tất cả các thị trường, bao gồm của thị trường lao động là cạnh tranh hoàn hảo, giá cả tự do điều chỉnh linh hoạt, chi phí giao dịch nhỏ và có thể bỏ qua được, sẽ không cần thiết phải có sự phối hợp về chính sách. Mỗi quốc gia sẽ điều chỉnh để thích ứng với các cú sốc từ bên trong và bên ngoài để đạt được mức sản lượng toàn dụng nhân công. Sự cần thiết của phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô xuất phát từ những khuyết tật của thị trường. Thị trường có càng ít khuyết tật thì càng giảm tầm quan trọng của phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô.

Nguồn: Alfred Steinherr, 1984, trang 77

Frenkel (1983) chỉ ra rằng *ảnh hưởng lan toả* là nguồn gốc cần thiết của phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô giữa các nước thông qua hai kênh liên kết chủ yếu trong nước với nền kinh tế thế giới. *Thứ nhất*, dòng hàng hoá dịch vụ di chuyển giữa các nước (xuất khẩu của một nước là nhập khẩu của các nước khác). *Thứ hai*, di chuyển tư bản trên phạm vi quốc tế. Các dòng di chuyển tư bản từ một nước đến nước khác sẽ có ảnh hưởng lan toả thông qua tài khoản vãng lai. Đồng thời, sự di chuyển của các dòng tư bản sẽ hạn chế chênh lệch về lãi suất trên thị trường quốc tế, cũng như chênh lệch về tỷ giá của các đồng tiền được yết tại các trung tâm tài chính quốc tế.

Ảnh hưởng lan toả phát sinh từ sự phụ thuộc giữa các nước. Cooper (1985) đưa ra khái niệm phụ thuộc cơ cấu để mô tả tình huống trong đó các chính sách kinh tế thực hiện ở một nước ảnh hưởng đến hoạt động kinh tế ở các nước khác do sự khác nhau về cơ cấu của các nền kinh tế. Như vậy, khi chính sách kinh tế ở một nước tác động đến các biến số thực của nền kinh tế nước đó thì chính sách đó cũng sẽ có ảnh hưởng lan toả sang các nước khác. Sự phụ thuộc đó chỉ ra rằng một nước không thể đạt được các mục tiêu của chính sách kinh tế nếu không tính đến ảnh hưởng của chính sách kinh tế thực hiện ở nước ngoài.

3.3. Lý thuyết trò chơi và lợi ích của phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô

Áp dụng lý thuyết trò chơi cổ điển có thể đưa ra một cách giải thích đơn giản về lợi ích của phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô thông qua ma trận trao đổi. Giả sử chỉ xem xét hai quốc gia là Mỹ và châu Âu, tỷ lệ trao đổi trong ma trận của hai nền kinh tế được đo bằng *chỉ số trao đổi*. *Chỉ số trao đổi* được tính theo tổng tỷ lệ lạm phát và tỷ lệ thất nghiệp. Để đơn giản hoá mô hình, giả sử rằng lạm phát tăng thêm 1% cũng có ảnh hưởng giống như khi thất nghiệp tăng 1%, vì vậy, các nhà lập chính sách kinh tế ở cả hai nước sẽ không phân biệt giữa 1% tăng trong lạm phát và 1% tăng của thất nghiệp. Trong ví dụ này, mục tiêu chính sách kinh tế vĩ mô ở cả hai nước là tối thiểu hoá *chỉ số trao đổi*.

Hình 7.1 minh hoạ lợi ích của phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô giữa Mỹ và châu Âu. Trong hình này, tại mỗi hàng đều có hai giá trị của chỉ số trao đổi, giá trị đứng trước là giá trị chỉ số trao đổi của châu Âu, giá trị đứng sau dấu phẩy là giá trị chỉ số trao đổi của Mỹ.

Hình 7.1. Ma trận trao đổi thể hiện lợi ích phối hợp chính sách

		Châu Âu	
		Chính sách 1	Chính sách 2
Hoa Kỳ	Chính sách 3	12, 12	15, 6
	Chính sách 4	7, 15	8, 8

Trong trường hợp không có sự phối hợp chính sách giữa Mỹ và châu Âu, mỗi nước sẽ lựa chọn các kết hợp chính sách độc lập với quyết định của nước kia. Cơ quan lập chính sách của châu Âu sẽ phải cân nhắc tình huống Mỹ thực hiện chính sách 3, hoặc chính sách 4 làm cơ sở để đưa ra quyết định. Nếu Mỹ thực hiện chính sách 3, khi đó chính sách tốt nhất đối với châu Âu là chính sách 1 với chỉ số trao đổi là 12 thấp hơn 15, là chỉ số trao đổi khi thực

hiện chính sách 2. Nếu Mỹ thực hiện chính sách 4, chính sách 1 vẫn là tốt nhất đối với châu Âu vì chỉ số trao đổi là 7, thấp hơn chỉ số trao đổi khi thực hiện chính sách 2 là 8. Như vậy, trong bất kỳ hoàn cảnh nào thì chính sách được châu Âu lựa chọn vẫn là chính sách 1. Tương tự như vậy, trong bất kỳ hoàn cảnh nào thì cơ quan lập chính sách của Mỹ cũng sẽ chọn chính sách 3. Với những chính sách này, chỉ số trao đổi ở cả hai nước đều là 12.

Tuy nhiên, Hình 7.1 chỉ ra rằng, với hình thức kết hợp chính sách ở trên cả hai nền kinh tế đã bỏ qua một khả năng tốt nhất. Đó là khi Mỹ và châu Âu phối hợp chính sách với nhau, Mỹ thực hiện chính sách 4, châu Âu thực hiện chính sách 2, khi đó chỉ số trao đổi ở cả hai nền kinh tế đều bằng 8.

Tuy nhiên, một trong những nguyên nhân cơ bản hạn chế hình thức phối hợp chính sách như trong ví dụ vừa đưa ra là khi hiệp định hợp tác chính sách đã được ký, vẫn có thể có động cơ thúc đẩy một hay nhiều hơn các thành viên của hiệp định ra các quyết định trái với nội dung đã thoả thuận. Khi cơ quan lập chính sách của châu Âu chắc chắn là Mỹ sẽ thực hiện chính sách 4, khi đó chính sách tốt nhất mà châu Âu có thể áp dụng không phải là chính sách 2 mà lại là chính sách 1, vì chính sách 1 có chỉ số trao đổi 7 thấp hơn chỉ số trao đổi trong trường hợp châu Âu chọn chính sách 2.

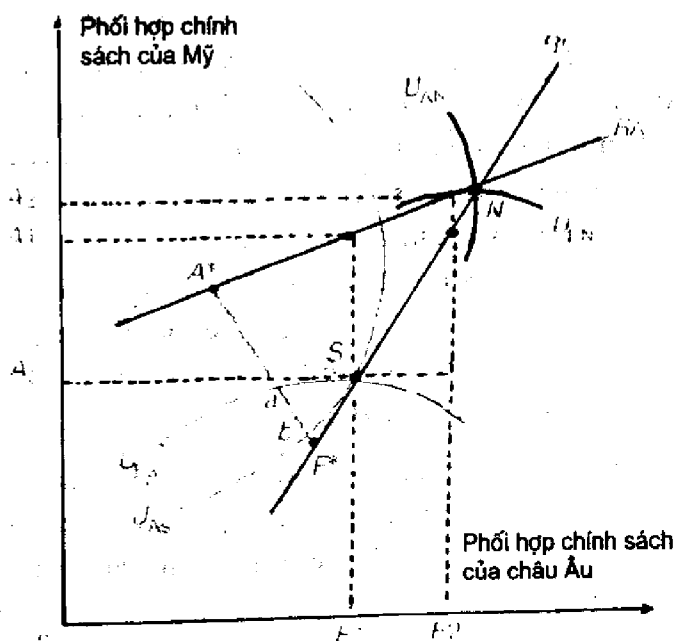
3.4. Lợi ích của phối hợp chính sách vĩ mô: Mô hình Hamada

Mô hình Hamada xem xét về các khả năng phối hợp chính sách giữa hai quốc gia là Mỹ và châu Âu trong Hình 7.2. Trục tung thể hiện chính sách kinh tế của Mỹ, trục hoành thể hiện chính sách kinh tế của châu Âu. Khi đi chuyển dọc theo trục tung, chính sách kinh tế vĩ mô của Mỹ được mở rộng hơn (chính sách tài khoá và chính sách tiền tệ mở rộng hơn). Tương tự như vậy, khi đi chuyển theo chiều của trục hoành, chính sách của châu Âu mở rộng hơn. Các đường bàng quan U_1 và U_2 thể hiện các kết hợp chính sách cùng mang lại một mức lợi ích như nhau cho châu Âu và Mỹ.

kinh tế vi mô tối ưu mà không cần tính toán đến chính sách kinh tế của nước khác.

Tuy nhiên, trường hợp này là không thể xảy ra đối với hai nền kinh tế có quy mô lớn và có quan hệ chặt chẽ như Mỹ và châu Âu. Khi đó, với mỗi một kết hợp chính sách của Mỹ, châu Âu sẽ có những cách phản ứng được coi là tối ưu. Kết hợp chính sách tối ưu này của châu Âu chính là tiếp điểm của đường bàng quan U_E với đường thẳng nằm ngang thể hiện nội dung chính sách của Mỹ. Trong Hình 7.2, khi chính sách của Mỹ là A_1 , đường bàng quan U_E là đường bàng quan tiếp xúc với A_1 gần điểm E' nhất. Tập hợp của tất cả các điểm thể hiện kết hợp chính sách tối ưu châu Âu sẽ sử dụng trước những chính sách khác nhau của Mỹ là đường phản ứng của châu Âu, RE . Tương tự, tập hợp của các điểm thể hiện kết hợp chính sách Mỹ sẽ sử dụng để đối phó với các chính sách khác của châu Âu là đường phản ứng của Mỹ, RA .

Hình 7.3. Mô hình Hamada và cân bằng Nash/Stackleberg



Nguồn: Pilbeam (1992), trang 341.

Đường nối giữa E' và A' bao gồm tập hợp các tiếp điểm của đường bàng quan U_E và U_A thể hiện các kết hợp chính sách giữa Mỹ và châu Âu có thể mang lại mức hiệu quả Pareto, gọi là đường cong Pareto. Vì đường cong Pareto là tập hợp của các tiếp điểm của đường bàng quan U_E và U_A , tại bất kỳ điểm nào trên đường này, một quốc gia không thể tăng thêm được mức phúc lợi mà không làm suy giảm mức lợi ích của quốc gia khác. Trên đường cong $A'E'$, châu Âu sẽ có lợi hơn Mỹ nếu kết hợp chính sách của hai nước tại một điểm gần E' hơn là A' . Tương tự như vậy, Mỹ sẽ có lợi nhiều hơn châu Âu nếu kết hợp chính sách được chọn gần A' hơn là E' .

Sơ đồ Hamada trong Hình 7.3 minh họa lợi ích của hợp tác chính sách kinh tế vi mô giữa Mỹ và châu Âu sử dụng khái niệm cân bằng Nash và cân bằng Stackleberg. Trong trường hợp cân bằng Nash, mỗi quốc gia đều đánh giá thấp ảnh hưởng có thể của quốc gia khác và quyết định về chính sách kinh tế một cách độc lập. Trong trường hợp châu Âu lựa chọn chính sách E_1 , chính sách tối ưu mà Mỹ nên thực hiện là A_1 . Tuy nhiên, khi Mỹ thực hiện chính sách A_1 , chính sách tối ưu mà châu Âu nên thực hiện là E_2 ; khi châu Âu thực hiện E_2 , chính sách tối ưu đối với Mỹ lại là A_2 , tương tự như vậy đối với tất cả các kết hợp chính sách cụ thể của hai nước. Hai nền kinh tế sẽ vận động theo xu hướng như vậy cho đến khi cân bằng Nash hình thành tại điểm N trong Hình 7.3 tại giao điểm của hai đường phản ứng RE và RA . Tại điểm cân bằng Nash, cả hai quốc gia đều không có động cơ thay đổi kết hợp chính sách của họ, nền kinh tế Mỹ sẽ nằm trên đường U_{AN} , nền kinh tế châu Âu trên đường U_{EN} .

Trong trường hợp cân bằng Stackleberg, một trong hai quốc gia được giả định là người dẫn đầu, quốc gia này nhận ra rằng chính sách kinh tế mà nó thực hiện có ảnh hưởng đến nền kinh tế của nước kia, trong khi đó nước này (được gọi là người đi theo) vẫn không chú ý đến những ảnh hưởng có thể của chính sách kinh tế bên ngoài.

Như vậy, quốc gia dẫn đầu sẽ dự đoán được quyết định chính sách của nước đi theo khi thực hiện các chính sách nhất định của mình. Hình 7.8 giả định rằng Mỹ là nước dẫn đầu, châu Âu là nước đi theo. Cân bằng Stackleberg đạt được tại điểm S , chính là điểm tiếp xúc của đường bàng quan U_{AS} với đường phản ứng của châu Âu, RE . Đây là đường bàng quan gần điểm A' nhất mà Mỹ có thể đạt được khi dự đoán được các khả năng phản ứng của châu Âu. Khi Mỹ thực hiện chính sách AS , chính sách tối ưu đối với châu Âu sẽ là E_1 .

So sánh giữa hai trạng thái cân bằng Nash và Stackleberg, quốc gia dẫn đầu sẽ có lợi hơn trong cân bằng Stackleberg, quốc gia đi sau thì không chắc chắn (nước này có thể sẽ có lợi hơn, nhưng cũng có thể sẽ phải chịu thiệt hơn trong trường hợp cân bằng Stackleberg). Tuy nhiên, cần nhấn mạnh rằng cả hai điểm cân bằng đều không nằm trên đường cong $A'E'$, vì vậy không đạt được mức hiệu quả Pareto. Và như vậy, cả hai quốc gia sẽ có lợi hơn trường hợp cân bằng Nash và cân bằng Stackleberg nếu những nước này thực hiện sự phối hợp về chính sách kinh tế vĩ mô.

3.5. Các lợi ích khác của phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô

Bên cạnh lợi ích của phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô được giải thích trong mô hình Hamada và mô hình lý thuyết trò chơi cổ điển, phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô còn có thể có những lợi ích sau đây:

Giảm mức độ rủi ro

Khi các nền kinh tế có quan hệ phụ thuộc lẫn nhau, chính sách kinh tế của một nước sẽ không thể không tính đến chính sách của các nước khác. Tuy nhiên, trong thực tế lập kế hoạch chính sách, một chính phủ sẽ rất khó có thể biết được một cách chắc chắn chính sách kinh tế của các nước khác cũng như phản ứng của họ với những chính sách kinh tế đưa ra. Hợp tác chính sách kinh tế vĩ mô sẽ giúp giảm khả năng mâu thuẫn về chính sách kinh tế

giữa các nước. Thông qua trao đổi thông tin giúp cơ quan lập chính sách đưa ra các quyết định thực tế hơn. Trong hoàn cảnh nền kinh tế mở như hiện nay, trước xu hướng toàn cầu hoá, khu vực hoá đang diễn ra mạnh mẽ, không đánh giá đúng ảnh hưởng của chính sách kinh tế nước ngoài trong quá trình lập chính sách kinh tế trong nước là sai lầm rất nghiêm trọng của quản lý vĩ mô nền kinh tế.

Tránh thiếu phát quá mức

Một trong những biện pháp kiềm chế lạm phát là ngân hàng trung ương thông báo cam kết sẽ giảm mức cung tiền trong tương lai. Trong trường hợp thị trường ngoại hối hoạt động có hiệu quả, quốc gia đưa ra thông báo đó sẽ có thể nhất thời hạ thấp được tỷ lệ lạm phát do đồng nội tệ lên giá, tỷ giá thực của đồng nội tệ so với ngoại tệ sẽ giảm. Trong khi đó, ở một quốc gia khác chịu tác động của chính sách kinh tế của nước này, tỷ lệ lạm phát lại có xu hướng gia tăng vì đồng tiền bị mất giá. Trong trường hợp không có phối hợp chính sách, cả hai nước sẽ cùng đưa ra các thông báo cắt giảm mức cung tiền trong tương lai để kiềm chế lạm phát, dẫn đến chính sách của một nước bị hạn chế tác dụng do ảnh hưởng của chính sách nước khác. Hậu quả cuối cùng sẽ rất có thể là thiếu phát quá mức do hai nước đều đưa ra các thông báo cắt giảm cung tiền quá mức.

3.6. Những yếu tố hạn chế tác dụng của phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô

Trước khi giải quyết các nội dung tiếp theo, cần xem xét các câu hỏi sau:

- *Khu vực tư nhân có vai trò như thế nào trong phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô?*
- *Các phân tích về lợi ích của phối hợp chính sách sẽ thay đổi như thế nào nếu có sự xuất hiện của một nước thứ ba?*
- *Các kết hợp chính sách mà các quốc gia có thể đưa ra có phải là tối ưu hay không?*

Các phần trên phân tích về lợi ích của phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô và đưa ra kết luận chung cho rằng phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô có khả năng nâng cao phúc lợi chung của các quốc gia. Tuy nhiên, trong thực tế, không phải khi nào sự phối hợp về chính sách cũng phát huy được tác dụng.

3.6.1. Phản ứng của khu vực tư nhân

Như đã nêu ra ngay trong phần 3.1 về khái niệm phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô, sự phối hợp được xem xét chỉ để cập đến mối quan hệ giữa các chính phủ hay cơ quan lập chính sách của chính phủ mà không có sự tham gia của khu vực tư nhân. Phản ứng của khu vực này có khả năng hạn chế tác dụng của phối hợp chính sách.

Trong một nghiên cứu xuất bản năm 1985, Kenneth Rogoff đã chỉ ra rằng phối hợp chính sách có thể có tác dụng tiêu cực đối với nền kinh tế. Trong tình huống được xem xét, giải quyết thất nghiệp được coi là mục tiêu của chính sách kinh tế. Nếu không có sự phối hợp chính sách, mỗi quốc gia sẽ cố gắng tránh sao chính sách có thể làm tăng lạm phát, vì lạm phát tăng có thể dẫn đến phá giá đồng nội tệ, tăng chi phí nhập khẩu, từ đó nhanh chóng làm tăng mức giá và tiền lương. Nhưng nếu các ngân hàng trung ương phối hợp thực hiện chính sách tiền tệ mở để tăng số lượng công ăn việc làm, khi đó nền kinh tế sẽ không bị những tác động không thuận lợi của phá giá đồng tiền. Như vậy, khi có phối hợp và chính sách, chính phủ sẽ có thể nâng mức lạm phát cao hơn so với khi họ không có sự phối hợp về chính sách kinh tế. Trong trường hợp này, khu vực tư nhân sẽ phản ứng với rủi ro lạm phát bằng cách nâng cao mức lương yêu cầu của họ, dẫn đến tỷ lệ lạm phát còn có thể cao hơn nữa. Để tránh hậu quả này, Rogoff cho rằng các chính phủ cần phải có những cam kết rõ ràng không nâng cao mức lạm phát.

Như vậy, phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô có khả năng nâng cao phúc lợi của các nước nhưng không nhất thiết sẽ mang lại lợi

ích thật sự cho các nước phối hợp. Cơ quan lập chính sách kinh tế của chính phủ không thể không xem xét đến phản ứng của khu vực tư nhân với các quyết định chính sách khác nhau.

3.6.2. Phản ứng của nước thứ ba

Bên cạnh đó, các phân tích ở trên ngầm giả định rằng ngoài hai quốc gia đang xem xét, các quốc gia khác được giả định là "*các yếu tố khác không thay đổi*". Trong thực tế, chính sách kinh tế của một nước có thể có ảnh hưởng đến nhiều nước khác. Một nước cũng có thể chịu ảnh hưởng bởi chính sách kinh tế của nhiều nước khác nhau. Vì vậy, vấn đề phối hợp chính sách trong thực tế là yêu cầu đặt ra đối với một nhóm nước chứ không phải chỉ hai nước như trong mô hình Hamada.

Trong trường hợp xuất hiện thêm một nước thứ ba không tham gia vào phối hợp chính sách kinh tế với hai nước khác, có thể sẽ có khả năng chính sách kinh tế của nước này có tác động đến nền kinh tế của hai quốc gia phối hợp mạnh đến mức những lợi ích tiềm tàng của sự phối hợp giữa hai nước này hoàn toàn bị lấn át, dẫn đến sự suy giảm về phúc lợi của cả hai nước phối hợp. Ví dụ, châu Âu và Mỹ có thể cùng quyết định giảm phát nền kinh tế vì lợi ích chung của hai quốc gia. Nhưng những tác động tiêu cực đến kinh tế Nhật Bản có thể thúc đẩy chính phủ Nhật cũng thực hiện chính sách tiền tệ, tài khoá chặt để giảm phát nền kinh tế. Tác động của chính sách này sẽ làm trầm trọng hơn xu hướng tăng trưởng chậm ở Mỹ và châu Âu.

3.6.3. Kết hợp chính sách có thể được đưa ra dựa trên các mô hình kinh tế không thích hợp

Trong những phân tích ở trên về lợi ích của phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô, các nhà nghiên cứu ngầm giả định rằng các chính phủ "*luôn luôn đúng*", theo nghĩa cho rằng các quyết sách kinh tế của chính phủ là hợp lý đối với hoàn cảnh cụ thể của nền kinh tế. Tuy nhiên, thực tế rõ ràng không phải khi nào các quyết định về

chính sách của chính phủ đều là đúng đắn, nhất là trong hoàn cảnh các quyết định về chính sách có những ảnh hưởng khác nhau đến các nhóm lợi ích có quyền lực chính trị khác nhau trong xã hội. Trong một công trình nghiên cứu năm 1988 của Frankel và Rockett đã khẳng định rằng, phối hợp chính sách có thể dẫn đến những hậu quả tốt tệ hơn là trường hợp không có sự phối hợp vì các quyết định đưa ra không dựa trên mô hình kinh tế thích hợp.

3.7. Các cản trở phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô

Mặc dù khó có thể đo lường được, các nhà phân tích thường cho rằng phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô có thể nâng cao phúc lợi xã hội của các nước. Những lợi ích tiềm tàng đó đã và đang là động lực cho hình thành và phát triển nhiều các tổ chức quốc tế có chức năng thúc đẩy phối hợp chính sách giữa các nước như Hệ thống tiền tệ châu Âu, Quỹ tiền tệ quốc tế, OECD... Tuy nhiên, mức độ phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô hiện nay còn lỏng lẻo hơn rất nhiều so với mức độ phụ thuộc về kinh tế giữa các nước. Thực tế đó đặt ra những câu hỏi:

- *Có những nhân tố cản trở sự phát triển của phối hợp chính sách kinh tế giữa các nước?*

Câu trả lời cho câu hỏi này được đưa ra ở phần sau đây.

3.7.1. Chi phí đàm phán và giảm mức độ linh hoạt trong điều chỉnh chính sách

Một trong những nhân tố đáng kể cản trở các quốc gia thúc đẩy phối hợp hiệu quả về chính sách kinh tế vĩ mô, là chi phí đàm phán để đi đến thống nhất về các vấn đề cụ thể trong cơ chế điều chỉnh chung. Mức độ phức tạp của quá trình đàm phán tăng tỷ lệ thuận với số nước tham gia, số các mục tiêu và công cụ chính sách được áp dụng. Tính chất đặc trưng của một số chính sách kinh tế, đặc biệt là chính sách tài khoá, làm cho quá trình đàm

phán để đi đến một cơ chế phối hợp là cực kỳ phức tạp do những tác động về chính trị của nó. Chính vì vậy, phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô sẽ có tính khả thi cao hơn khi số nước tham gia vào cơ chế phối hợp là nhỏ và có trình độ phát triển kinh tế tương đối đồng đều với số lượng mục tiêu giới hạn.

Bên cạnh đó, khi một số nước đã đồng ý tham gia vào một cơ chế phối hợp nhất định, chính phủ nước đó sẽ không thể tự ý đưa ra quyết định về chính sách mà không tính đến cam kết chung với các nước khác. Phối hợp chính sách trong trường hợp này làm giảm mức độ linh hoạt, thậm chí là giảm mức độ độc lập trong lập chính sách kinh tế vĩ mô. Chính vì vậy, một số chính phủ có xu hướng không ủng hộ mạnh mẽ phối hợp chính sách.

3.7.2. Bất đồng về các chính sách kinh tế vĩ mô thích hợp

Theo quan điểm của Ralph Bryant:

Trong các vấn đề thực tế về phối hợp chính sách giữa chính phủ các nước, yếu tố cơ bản nhất cản trở quan hệ hợp tác chặt chẽ hơn không phải là thiếu sự thống nhất về những lợi ích có thể thu được từ phối hợp chính sách, cũng không phải là thiếu sự ủng hộ về chính trị, mặc dù đây là những nhân tố rất quan trọng... Trở ngại lớn hơn chính là sự thiếu chắc chắn về mức độ ảnh hưởng, và thậm chí là tính chất của tác động (tiêu cực hay tích cực) của các chính sách kinh tế giữa các quốc gia.

Nguồn: Ralph Bryant, 1985, trang 216.

Trong thực tế, nhìn chung giới nghiên cứu, lập chính sách có quan điểm khá đồng nhất về lợi ích tiềm tàng của phối hợp chính sách. Tuy nhiên, vấn đề khó khăn nhất là làm thế nào để hiện thực hoá được các ích lợi đó. Đối với vấn đề này, các bất đồng về chính sách kinh tế thích hợp vẫn còn rất dai dẳng. Các ý kiến trái ngược nhau về tác động của chính sách tài khoá, tiền tệ, hay xung quanh các vấn đề kinh tế quốc tế khác như chế độ tỷ giá... vẫn còn đang tiếp tục. Thêm vào đó, ngay cả khi có thể có được sự nhất trí giữa các nước về chính sách kinh tế thích hợp thì vẫn có thể có

những bất đồng trong công cụ thực hiện mục tiêu chính sách. Các tranh cãi về quan hệ mục tiêu - công cụ điều chỉnh cũng chưa bao giờ đi đến được sự thống nhất chung, dù chỉ là tương đối. Những bất đồng này là nguyên nhân quan trọng dẫn đến thiếu hoặc không đủ sự phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô giữa các nước.

3.7.3. Không phải nước nào cũng có thể thu được lợi ích từ phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô

Ở trong những phân tích về lợi ích của phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô, các quốc gia phối hợp đều có thể có lợi từ sự phối hợp. Tuy nhiên, trong thực tế, khi một số nước tham gia vào cơ chế phối hợp chính sách, một hay một vài quốc gia có thể sẽ chịu những thiệt thòi do sự điều chỉnh chính sách để thích ứng với những yêu cầu của cơ chế phối hợp chung. Trong tình huống này, các quốc gia được lợi cần đưa ra một chương trình đền bù cho những quốc gia chịu thiệt.

Trong thực tế, khó có thể thấy một ví dụ nào trong đó, một quốc gia chịu thiệt quá nhiều từ sự điều chỉnh chính sách trong khi đó các nước còn lại trong cơ chế điều chỉnh chung lại có lợi. Ở một góc độ nhất định, điều đó cho thấy các thoả thuận về phối hợp chính sách thường chỉ đạt được trong trường hợp các nước đều có thể có lợi ích từ sự phối hợp.

3.7.4. Khả năng vi phạm cam kết chung và vấn đề đồng nhất về thời gian

Sự không đồng nhất về thời gian là một chủ đề rất quan trọng của kinh tế học hiện đại. Một chính sách được gọi là không đồng nhất về thời gian khi có một động cơ cho một quốc gia nào đó không tuân thủ hay thậm chí thực hiện chính sách khác vào bất kỳ thời điểm nào trong hiện tại hay tương lai. Một cơ chế phối hợp sẽ được gọi là không đồng nhất về thời gian nếu có động cơ cho bất kỳ một nước thành viên nào vào thời điểm hiện tại hay tương lai vi phạm các cam kết chung về phối hợp chính sách.

Currie và Levine (1987) đã chỉ ra rằng vấn đề không đồng nhất về thời gian có thể là một trong những trở ngại quan trọng cản trở phối hợp chính sách vì nước không tuân thủ theo cam kết có thể duy trì được lợi ích trong dài hạn.

Trong thực tế, rất nhiều chính phủ thường không muốn vi phạm các cam kết với quốc tế về phối hợp chính sách nói riêng và về các vấn đề khác nói chung, chỉ trừ những trường hợp mà lợi ích của việc vi phạm đối với quốc gia hay sức ép về chính trị là rất lớn đến mức có thể bỏ qua sự phê phán của quốc tế đối với chính sách kinh tế trong nước. Quốc gia vi phạm cam kết phối hợp chính sách kinh tế vi mô sẽ có thể phải chịu những biện pháp trả đũa từ các nước khác hoặc bị loại bỏ ra khỏi các chương trình phối hợp chính sách khác trong tương lai. Trong một nghiên cứu khác, Currie, Levine và Vidalis (1987) cho rằng giá mà các quốc gia vi phạm cam kết phối hợp "đắt" đến mức trong thực tế, ít khi xảy ra trường hợp một nước nào đó không tuân thủ theo các chương trình phối hợp chính sách mà chính nước đó đã đồng ý trong quá trình thương lượng.

4. HỆ THỐNG TIỀN TỆ CHÂU ÂU

4.1. Khái quát về quá trình phát triển của Hệ thống tiền tệ châu Âu

4.1.1. Từ EEC đến Snake

Hiệp định Rome được ký kết năm 1957, thành lập ra Cộng đồng Kinh tế châu Âu (EEC) không có các điều khoản nhắc đến sự hình thành của một liên minh tiền tệ. Tuy nhiên, các "kiến trúc sư" của EEC tin tưởng rằng, EEC sớm hay muộn thì cũng sẽ trở thành một liên minh hợp tác kinh tế và tiền tệ chặt chẽ. Vào thời điểm này, mục tiêu chính của EEC là hình thành liên minh thuế quan để tự do hoá thương mại giữa các quốc gia thành viên và thực hiện chính sách thương mại thống nhất của cả khối với các quốc gia khác trên thế giới.

Hội nghị Thượng đỉnh EEC tại Hague tháng 12 - 1969 thống nhất về nguyên tắc thành lập một liên minh kinh tế và tiền tệ bắt đầu đi vào thực hiện từ tháng 01 - 1971 và hoàn thành vào cuối năm 1980. Báo cáo Werner về Liên minh kinh tế và tiền tệ năm 1972 khẳng định sự cần thiết của những thể chế của cộng đồng có vai trò thực hiện chính sách tiền tệ và tài khoá chung giữa các quốc gia thành viên. Thể chế đó phải có đủ quyền lực để đưa ra các quy định về thực hiện chính sách tiền tệ và tín dụng nhằm duy trì và quản lý tỷ giá hối đoái của đồng tiền trong khối với các đồng ngoại tệ khác, đồng thời thực hiện chính sách tài khoá chung để đảm bảo thống nhất và ổn định về kinh tế, chính trị giữa các nước thành viên.

Một trong những kết quả trực tiếp của báo cáo Werner là sự ra đời của "*Snake*". *Snake* ra đời vào 24-04-1972 với 6 thành viên ban đầu (Bỉ, Pháp, Italia, Lucxambua, Hà Lan và Đức). Một tháng sau đó, Anh quốc và Đan Mạch cũng trở thành thành viên, Nauly được chấp nhận là thành viên hợp tác. *Snake* có thể được coi như một Hệ thống Bretton Woods ở quy mô nhỏ hơn. Nội dung chủ yếu của *Snake* là các nước thành viên duy trì mức tỷ giá giữa các đồng tiền dao động trong biên độ $\pm 1,125\%$, trong khi đó biên độ dao động quy định cho tỷ giá tính theo USD là $\pm 2,25\%$. *Snake* có một lịch sử tồn tại đầy các bước thăng trầm với nhiều lần rút ra rồi lại tái gia nhập của các nước thành viên. Vào thời điểm cuối năm 1979, *Snake* gần như đứng trước nguy cơ tan rã hoàn toàn.

4.1.2. Từ Snake đến Hệ thống tiền tệ châu Âu (EMS)

Kế hoạch đưa ra trong Hội nghị Hague rõ ràng là quá tham vọng. Sự tan vỡ của Hệ thống Bretton Woods năm 1971, cú sốc dầu lửa lần thứ nhất năm 1973 mở ra một thời kỳ mới trong đó, các quốc gia không còn bị ràng buộc bởi hệ thống tỷ giá cố định có những phản ứng khác nhau. Một số quốc gia như Anh quốc và Italia thực hiện chính sách mở rộng tài khoá tiền tệ, trong khi đó, Đức lại lựa chọn chính sách kiểm chế lạm phát. Sự khác nhau về mục tiêu

chính sách tài khoá, tiền tệ của các quốc gia là một trở ngại quan trọng đối với quá trình thúc đẩy liên minh kinh tế và tiền tệ giữa các nước thành viên.

Bên cạnh đó, cần nhấn mạnh rằng thất bại của kế hoạch Hội nghị Hague có một phần quan trọng là do chính phủ các nước không có đủ sự ủng hộ về chính trị và cam kết cần thiết để thực hiện thúc đẩy liên minh kinh tế và tiền tệ như đã thống nhất về nguyên tắc. Liên minh kinh tế và tiền tệ không thể được hình thành chỉ với thông báo của các nhà lãnh đạo chính phủ. Các quốc gia cần phải chuẩn bị trước để chấp nhận sự hy sinh nhất định về mục tiêu và sự độc lập trong thực hiện chính sách kinh tế vì mô để đặt các cơ sở quan trọng ban đầu cho liên minh.

Sự thất bại của Snake đã dẫn đến các cố gắng để thành lập một thể chế khác đóng vai trò thúc đẩy liên minh kinh tế. Hội nghị Bremen ngày 17-07-1978, với sự tham gia của sáu quốc gia thành viên đã thành lập ra Hệ thống tiền tệ châu Âu để thay thế Snake.

4.1.3. Khái quát về mục tiêu của EMS

Mục tiêu chủ yếu của EMS là đảm bảo một khu vực ổn định tiền tệ. Bên cạnh đó, có nhiều các quan điểm khác về lý do hình thành của EMS. Nhiều nhà nghiên cứu cho rằng một trong những mục tiêu cơ bản của EMS là giảm bớt sự phụ thuộc vào đồng USD. Dưới Hệ thống Bretton Woods, Mỹ không phải lo lắng đến thâm hụt cán cân thanh toán khi ngân hàng trung ương của các nước thặng dư trong quan hệ buôn bán với Mỹ chấp nhận mua USD làm dự trữ bắt buộc. Ngược lại, Mỹ phải đảm bảo giữ cam kết quy đổi USD ra vàng. Vào thời điểm Tổng thống Nixon tuyên bố chấm dứt chuyển đổi USD ra vàng theo tỷ lệ quy định, các ngân hàng trung ương của châu Âu đã phải chịu những thiệt hại lớn do đồng USD mất giá rất nhanh trên thị trường. Đồng thời, việc các ngân hàng trung ương giữ giá đồng USD tránh những biến động về tỷ giá làm cho lượng cung tiền trên thế giới tăng nhanh chóng, góp phần vào đẩy tỷ lệ lạm phát ở các quốc gia công

ng nghiệp phát triển tăng cao. Robert Triffin đã nhận xét:

Hội nghị Bremen, theo mục tiêu sâu sắc nhất của nó, phản ánh mong muốn của các nhà lãnh đạo châu Âu muốn giảm sự phụ thuộc vào sự biến động không thể dự đoán được của đồng USD đầy ma lực.

Bên cạnh đó, một mục tiêu cũng rất quan trọng của EMS là tạo ra một cơ sở ổn định để thúc đẩy thương mại tự do trong phạm vi các nước trong khối. Sau khi Hệ thống Bretton Woods tan rã, nền kinh tế các nước EEC có nhiều sự biến động phức tạp về lạm phát, tốc độ tăng trưởng, cân cân thanh toán... Một số nhà lãnh đạo trong chính phủ của các nước lo ngại rằng xu hướng biến động phức tạp đó sẽ ảnh hưởng đến thương mại nội bộ ngành giữa các quốc gia thành viên. Bên cạnh đó, châu Âu cũng cần phải có biện pháp đối phó với sức cạnh tranh quốc tế ngày càng tăng của hàng hoá Mỹ và Nhật Bản. Việc ổn định hoá các đồng tiền châu Âu được coi như là một biện pháp hữu hiệu để tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng thương mại.

4.2. Các đặc điểm của EMS

EMS gồm ba nội dung chính:

- Cơ chế tỷ giá hối đoái (ERM);
- Đơn vị tiền tệ châu Âu (ECU);
- Các thoả thuận tài chính và Quỹ tiền tệ châu Âu (EMF).

Phân phân tích ở dưới đây sẽ lần lượt đề cập đến ba nội dung trên.

4.2.1. Cơ chế tỷ giá hối đoái (ERM)

ERM quy định các mức tỷ giá trung tâm giữa các cặp tiền tệ của các nước thành viên. Đồng tiền của mỗi nước có thể dao động theo biên độ $\pm 2,25\%$ quanh mức tỷ giá trung tâm. Khi tỷ giá dao động trong biên độ cho phép, ngân hàng trung ương có thể có hoặc không can thiệp. Trong trường hợp có thực hiện can thiệp thì

đồng tiền sử dụng có thể là tiền tệ trong khối, có thể là tiền tệ ngoài khối (thường là đồng USD). Tuy nhiên, khi tỷ giá bằng hay vượt qua biên độ quy định thì can thiệp để duy trì tỷ giá là yêu cầu bắt buộc. Biên độ dao động chỉ có thể được thay đổi khi được sự đồng ý của các Bộ trưởng tài chính của các quốc gia thành viên.

4.2.2 Đơn vị tiền tệ châu Âu

Từ ERM đến ECU

Một trong những vấn đề liên quan đến ERM là câu hỏi khi tỷ giá giữa hai đồng tiền nhất định trong khối dao động vượt qua biên độ cho phép thì quốc gia nào sẽ có nghĩa vụ phải can thiệp vào thị trường ngoại hối để giữ cho tỷ giá trong phạm vi biên độ dao động quy định.

Đồng ECU, là trung bình quyền số của rổ tiền tệ các nước thành viên, giúp xác định đồng tiền của quốc gia nào đang vượt ra khỏi biên độ kiểm soát. ECU hoạt động như một chuông báo động, khi một tỷ giá của đồng tiền nào đó với đồng ECU dao động vượt ra khỏi biên độ xác định, đồng ECU sẽ đưa ra các tín hiệu cảnh báo và chính phủ của quốc gia đó cần cân nhắc thực hiện các biện pháp can thiệp cần thiết để khôi phục tỷ giá. Tuy nhiên, khác với ERM, ngân hàng trung ương trong trường hợp này không bắt buộc phải can thiệp. ECU chỉ cung cấp tín hiệu để ngân hàng xem xét ra quyết định có hay không can thiệp và nếu có thì ở mức độ như thế nào.

Cách tính đồng ECU

Mỗi đồng tiền của các quốc gia thành viên được gắn với một trọng số nhất định tùy thuộc vào sức mạnh kinh tế và tỷ trọng thương mại trong tổng kim ngạch xuất nhập khẩu của tất cả các nước. Trọng số này được thay đổi 5 năm một lần.

Để minh họa cách tính cụ thể của đồng ECU, gọi khối lượng của các đồng tiền trong rổ tương đương với 1 ECU là

$q_1, q_2, q_3, \dots, q_{n-1}, q_n$ (q_i là số lượng các đồng tiền được đưa ra trong cột 2 của Bảng 7.1).

Tỷ giá của các đồng tiền cụ thể so với đồng ECU sẽ được tính theo công thức:

$$S_j = \sum_{k=1}^n q_k s_{kj}$$

Trong đó:

S_j là tỷ giá của đồng tiền j so với ECU,

q_k là số lượng đồng tiền k trong rổ 1 ECU đưa ra ở trên,

s_{kj} là số đồng tiền k trên một đơn vị đồng tiền j .

Trong Bảng 7.1, tỷ giá giữa đồng tiền của các nước thành viên so với đồng ECU được tính trong cột 2.

Bảng 7.1. Thành phần rổ tiền tệ 1 ECU và trọng số của đồng tiền các nước thành viên 08-10-1990

Đồng tiền	Số lượng trong rổ 1 ECU	Tỷ giá trung tâm so với ECU	Trọng số
Phrăng Bỉ và Lucxămbua	3.431	42.4032	8.09
Curon Đan Mạch	0.1976	7.84195	2.52
Phrăng Pháp	1.332	6.89509	19.32
Mác Đức	0.6242	2.05586	30.36
Punt Ailen	0.008552	0.767417	1.12
Lia Italia	151.8	1538.24	9.87
Guilder Hà lan	0.2198	2.31643	9.49
Peseta Tây Ba Nha	6.885	133.631	5.15
Bảng Anh	0.08784	0.696904	12.60
Escudo Bồ Đào Nha	1.393	178.735	0.78
Drachma Hy Lạp	1.44	205.311	0.70
			100.00

Nguồn: Ủy ban châu Âu

Trọng số của mỗi đồng tiền được tính bằng cách lấy tỷ số giữa số lượng đồng tiền j chia cho tổng số lượng của tất cả các đồng tiền trong rổ 1 ECU, nói cách khác:

Trong đó, w_j là trọng số của đồng tiền j trong rổ 1 ECU.

$$w_j = \frac{q_j}{\sum_{j=1}^n q_k S_{kj}}$$

Chỉ số dao động

Như đã phân tích trong phần trên, đồng ECU có vai trò như chuông báo động, xác định cụ thể đồng tiền nào cần thiết phải điều chỉnh để đảm bảo biên độ dao động quy định. “Chuông báo động” đó được đo bằng chỉ số dao động. Chỉ số dao động của một đồng tiền so với đồng ECU được định nghĩa là tỷ số giữa phần trăm dao động của một đồng tiền xung quanh mức tỷ giá tính theo ECU với độ dao động lớn nhất có thể có. Chỉ số này được tính theo công thức sau:

$$ID_j = \frac{d_j}{\max d_j} \times 100$$

Trong đó:

ID_j là chỉ số dao động của đồng tiền j tại thời điểm t .

d_j là mức dao động của đồng tiền j so với biên độ cho phép tại thời điểm t .

$\max d_j$ là độ dao động lớn nhất có thể của đồng tiền j so với mức tỷ giá quy định với đồng ECU, được tính theo công thức:

$$\max d_j = m_j (1 - w_j')$$

Trong đó:

m_j là biên độ dao động cho phép của đồng tiền j trong hệ thống.

w_j' là trọng số của đồng tiền j trong rổ tiền tệ 1 ECU.

Bảng 7.2 minh họa cách tính chỉ số dao động đồng tiền của các quốc gia thành viên so với ECU vào 08-10-1990.

**Bảng 7.2. Chỉ số dao động của đồng tiền
các quốc gia thành viên 08 -10-1990**

<i>Đồng tiền</i>	<i>Tỷ giá trung tâm so với ECU</i>	<i>Tỷ giá thực tế so với ECU</i>	<i>Mức dao động (%)</i>	<i>Chỉ số dao động(%)</i>
Phrăng Bỉ và Lucxămbua	42,4032	42,5076	0,25	-5
Kroner Đan Mạch	7,84195	7,88643	0,57	-19
Phrăng Pháp	6,89509	6,92168	0,39	-13
Mác Đức	2,05586	2,06694	0,54	-25
Punt Ailen	0,767417	0,770524	0,40	-11
Lira Italia	1538,24	1549,39	0,72	-28
Guilder Hà Lan	2,31643	2,33049	0,61	-22
Peseta Tây Ba Nha	133,631	129,958	-2,75	48
Bảng Anh	0,696904	0,681891	-2,15	41
Escudo Bồ Đào Nha	178,735	-	-	-
Drachma Hy Lạp	205,311	-	-	-

Chú thích:

- (a) Dấu âm ở trước chỉ số dao động thể hiện đồng tiền yếu, dấu dương thể hiện đồng tiền mạnh;
- (b) Vào thời điểm lấy số liệu, đồng Escudo Bồ Đào Nha và đồng Drachma Hy Lạp vẫn có mức tỷ giá chung so với đồng ECU nhưng hai nước này chưa phải là thành viên của ERM;
- (c) Các kết quả tính toán trong bảng này dựa trên các phép tính phức tạp hơn là đưa ra trong công thức tính chỉ số dao động vì có sự xuất hiện của đồng tiền hai quốc gia chưa phải là thành viên.

Nguồn: Financial Times, 08-10-1990.

4.2.3. Các thoả thuận tài chính và Quỹ tiền tệ châu Âu (EMF)

Quỹ Hợp tác tiền tệ châu Âu (EMCF)

EMCF được thành lập dựa trên cơ sở số tiền bằng vàng và USD, tương đương với 20% giá trị dự trữ, gửi vào quỹ của ngân hàng trung ương các nước thành viên. Các nước sẽ nhận được một số

lượng ECU nhất định tương đương với giá trị dự trữ gửi vào trong quỹ. Mục tiêu của khoản tiền ECU này là khuyến khích ngân hàng trung ương can thiệp trên thị trường bằng ECU chứ không phải bằng USD. Đồng thời, do ECU được đảm bảo bằng vàng và USD (do các ngân hàng trung ương gửi vào EMCF), đồng ECU có thể được sử dụng rộng rãi trong thanh toán giữa các ngân hàng trung ương, thông qua đó, châu Âu giảm được mức độ phụ thuộc vào đồng USD như mục tiêu đề ra ban đầu.

Các phương tiện tín dụng

EMS có những phương tiện tín dụng cho phép các nước thành viên có thể vay để tài trợ cho thâm hụt cán cân thanh toán và để đảm bảo tương quan tỷ giá hối đoái, bao gồm:

- Tài trợ với thời hạn rất ngắn (VSTF)

Đây là phương tiện tín dụng trong đó các ngân hàng trung ương cho ngân hàng khác vay để có thể thực hiện các can thiệp ngắn hạn trên thị trường ngoại hối nhằm mục tiêu giữ giá đồng tiền. Không có hạn mức tín dụng quy định cho loại hình này. Tuy nhiên, số tiền vay tín dụng cần phải được hoàn trả bằng đồng tiền của nước cho vay hoặc ECU trong thời gian tối đa là 45 ngày.

- Hỗ trợ tiền tệ ngắn hạn (STMS)

Đây là quỹ do các ngân hàng trung ương lập ra để cho vay trong trường hợp cần tài trợ cho thâm hụt ngắn hạn của cán cân thanh toán. Thời hạn vay nợ tối đa là 3 tháng, với số lượng có hạn chế. Thời hạn tín dụng có thể được mở rộng cho đến tối đa là hai thời kỳ tiếp theo (tương đương với 6 tháng).

- Giúp đỡ tài chính trung hạn (MTFA).

MTFA là một phương tiện tín dụng đặc biệt dành cho các nước phải đối mặt với thâm hụt trầm trọng trong cán cân thanh toán trong thời kỳ trung hạn. Các quốc gia thành viên có nghĩa vụ phải cho nước thâm hụt vay tới mức tín dụng trần

tối đa được quy định. Tuy nhiên, không có bất kỳ một thoả thuận chính thức nào về mức trần tín dụng. Tuy nhiên, không có bất kỳ một nước nào có thể nhận được khoản tín dụng lớn hơn 50% của tổng số trần tín dụng của tất cả các nước khác. Thời hạn tín dụng trung hạn dao động trong khoảng 2 đến 5 năm. Ngoài ra các khoản tín dụng này còn thường kèm theo các điều kiện cụ thể về các biện pháp mà quốc gia thâm hụt cam kết thực hiện để giải quyết thâm hụt trong cán cân thanh toán.

Quỹ tiền tệ châu Âu (EMF)

Một trong các điều khoản của Hiệp định thành lập EMS có đưa ra việc thành lập EMF để thay thế cho EMCF ra đời trong khuôn khổ *Snake*. EMCF về thực chất không có chức năng được xác định rõ ràng mà chỉ là Quỹ được uỷ quyền quản lý 20% dự trữ bằng vàng và USD của các ngân hàng trung ương. Mục tiêu chủ yếu của thành lập EMF là EMF sẽ quản lý hệ thống đồng tiền chung ECU đồng thời theo dõi vận hành của ERM. Chức năng thứ hai, theo dõi ERM không gặp phải nhiều tranh cãi trong nội bộ các nước thành viên. Tuy nhiên, việc EMF đóng vai trò quản lý vận hành hệ thống đồng tiền chung, có vai trò gần giống như một ngân hàng trung ương của châu Âu là một chức năng gây rất nhiều tranh luận giữa các nước thành viên. Nguyên nhân cơ bản là vì trong trường hợp một ngân hàng trung ương châu Âu được thành lập, các quốc gia thành viên sẽ mất đi quyền độc lập nhất định trong việc thực hiện chính sách tiền tệ. Vì những tranh cãi xung quanh vấn đề này là các nước thành viên không thể đạt đến mục tiêu của EMF sau hơn gần hai thập kỷ tồn tại của EMF.

4.3. Đánh giá quá trình vận hành của EMS

Những phân tích về EMS ở phần 4.2 đã chỉ rõ rằng hợp tác tiền tệ không phải là một vấn đề giản đơn có thể được thực hiện bằng quyết định của những người đứng đầu các nhà nước. Vận hành có hiệu quả một hình thức hợp tác tiền tệ đòi hỏi phải hình thành và

củng cố nhiều thể chế phức tạp. Mục tiêu chính của phần 4.3 này là đánh giá về quá trình vận hành của EMS trong hai thập kỷ 1970 và 1980.

4.3.1. Sự ổn định về tỷ giá

Thực tế chỉ ra rằng trong 4 năm đầu tiên quá trình hoạt động của EMS, tỷ giá của các đồng tiền được điều chỉnh khá thường xuyên và mức độ điều chỉnh lớn. Tuy nhiên, việc điều chỉnh tỷ giá ít xảy ra hơn và cũng chỉ điều chỉnh ở mức độ ít hơn vào những năm sau đó. Thực tế cho thấy, việc điều chỉnh diễn ra nhiều hơn với biên độ lớn hơn một phần vì ảnh hưởng của cú sốc dầu lửa lần thứ hai.

Trong một nghiên cứu năm 1988, hai tác giả Artis và Taylor đã chỉ ra rằng, tỷ giá danh nghĩa và tỷ giá hiệu lực thực của đồng tiền các quốc gia thành viên có xu hướng ổn định hơn so với đồng tiền của các quốc gia khác trong thời kỳ từ năm 1979 trở đi so với thời gian 6 năm đầu tiên thực hiện chế độ tỷ giá hối đoái thả nổi.

Một trong những phê phán hay được nhắc đến khi nói về mục tiêu ổn định tỷ giá của đồng tiền các nước thành viên EMS là quan điểm cho rằng, khi một nước cam kết thực hiện mục tiêu ổn định tỷ giá, nước đó sẽ buộc phải điều chỉnh chính sách tiền tệ trong nước để đảm bảo duy trì mức tỷ giá theo quy định. Như vậy, đạt được mục tiêu ổn định tỷ giá đòi hỏi phải chấp nhận sự bất ổn định trong nước. Tuy nhiên, trong nghiên cứu của mình, Artis và Taylor đã bác bỏ quan niệm đó bằng những bằng chứng thực nghiệm chỉ ra rằng mức độ ổn định cao hơn của tỷ giá có thể đạt được đồng thời với tăng cường ổn định lãi suất ngắn hạn trong nước của các quốc gia thành viên ERM. Nói cách khác, các quốc gia thành viên của ERM có thể vừa đạt được ổn định về tài chính bên ngoài, vừa đạt được mức độ ổn định trong nước.

4.3.2. Kiểm chế lạm phát

Cơ sở của quan điểm cho rằng tham gia vào ERM giúp các quốc gia thành viên kiểm chế lạm phát xuất phát từ thực tế tỷ lệ lạm

phát ở Đức thường thấp hơn lạm phát ở các nước thành viên khác do khả năng quyết định chính sách tiền tệ độc lập của Ngân hàng Trung ương Đức. Trải qua hai thời kỳ lạm phát phi mã trong thế kỷ XX, nước Đức đã chịu ảnh hưởng tiêu cực của lạm phát ở mức độ nghiêm trọng hơn rất nhiều các quốc gia khác. Ngân hàng Trung ương Đức vì thế có quyền thực hiện chính sách tiền tệ độc lập với mong muốn của chính phủ hay của các nhà chính trị. Đây là đặc điểm mà ngân hàng trung ương của các nước khác trong khối không có. Trong trường hợp chính phủ quyết định cần thực hiện chính sách tiền tệ mở rộng để khuyến khích tăng trưởng kinh tế, ngân hàng trung ương của các nước như Pháp, Italia, Anh quốc sẽ buộc phải tăng cung tiền, dẫn đến tăng tỷ lệ lạm phát.

Theo Giavazzi và Pagano (1988), Melitz (1988), trở thành thành viên của ERM sẽ giúp một quốc gia có thể giảm lạm phát nhanh hơn và với chi phí thấp hơn. Các cơ quan lập chính sách của quốc gia thành viên sẽ có thêm động lực để kiềm chế lạm phát ở mức quy định. Khi tham gia vào ERM, các nước như Pháp, Italia cam kết giữ mức tỷ giá với đồng tiền mạnh có mức lạm phát thấp (là đồng DM trong khối) dao động trong biên độ quy định. Điều đó đồng nghĩa với việc các cơ quan này cam kết giảm mức lạm phát ngang bằng với tỷ lệ lạm phát của Đức. Trong trường hợp lạm phát ở những nước này cao hơn ở Đức, sức cạnh tranh quốc tế của hàng hoá sẽ giảm. Nếu các nước này thực hiện phá giá từ từ để khôi phục khả năng cạnh tranh quốc tế của hàng hoá so với hàng hoá của Đức, các cá nhân và doanh nghiệp sẽ nhận ra rằng chính phủ của họ không cam kết chặt chẽ với mục tiêu kiềm chế lạm phát, vì vậy, công chúng sẽ mất lòng tin vào chính sách tiền tệ của chính phủ, điều này sẽ dẫn đến giảm hiệu lực của các công cụ tiền tệ trong điều tiết vĩ mô nền kinh tế.

Bên cạnh đó, trở thành thành viên đầy đủ của ERM còn có ảnh hưởng đến kỳ vọng tiền lương và thu nhập của các cá nhân. Trong trường hợp chính phủ Pháp, Italia giữ cam kết duy trì mức

tỷ giá dao động trong biên độ quy định, các cá nhân trong nước sẽ sớm hiểu ra rằng việc đòi hỏi mức lương cao sẽ dẫn đến lạm phát và làm giảm sức cạnh tranh quốc tế của hàng hoá. Điều đó cuối cùng sẽ dẫn đến thu hẹp sản xuất và tăng tỷ lệ thất nghiệp. Vì vậy, các cá nhân sẽ không đòi hỏi mức lương tăng. Cầu về tiền lương giảm sẽ giúp chính phủ kiểm chế lạm phát. Câu hỏi đặt ra là:

- *Các nước có tỷ lệ lạm phát cao như Pháp, Italia có thể giảm được lạm phát, tuy nhiên đối với Đức là nước có lạm phát thấp thì tại sao lại có lợi ích từ việc tham gia vào ERM?*

Khi các nước như Pháp, Italia cam kết duy trì tỷ giá so với đồng DM dao động trong biên độ quy định, đó mới chỉ là tỷ giá danh nghĩa. Trong thực tế, tỷ lệ lạm phát ở những nước này, trong quá trình giảm, vẫn cao hơn so với lạm phát ở Đức, chính vì vậy sức cạnh tranh quốc tế của hàng hoá Đức sẽ tăng.

Như vậy, phân tích ở trên đây chỉ ra rằng việc trở thành thành viên của ERM cho phép các nước kiểm chế lạm phát với chi phí nhất định. Đối với các nước có tỷ lệ lạm phát cao, chi phí này chính là việc thực hiện chính sách thắt chặt để kiểm chế lạm phát. Thắt chặt chính sách vĩ mô (tài khoá, tiền tệ) đồng nghĩa với hy sinh mục tiêu tăng trưởng nhanh. Đối với nước Đức, để tăng sức cạnh tranh quốc tế của hàng hoá, Đức có thể phải chấp nhận một mức lạm phát cao hơn so với mức mong muốn.

Trong thời kỳ 1979-1990, tỷ lệ lạm phát ở các nước thành viên của ERM có xu hướng giảm. Tuy nhiên, lạm phát ở các nước khác không phải là thành viên của ERM như Anh, Mỹ, Nhật Bản, Canada cũng có xu hướng giảm trong cùng thời kỳ này. Từ năm 1979 đến 1985, tỷ lệ lạm phát ở các nước không phải là thành viên của ERM thấp hơn lạm phát ở các nước thành viên. Các nghiên cứu thực nghiệm về khả năng kiểm chế lạm phát của các nước thành viên ERM cho thấy việc so sánh lạm phát và các biến số

kinh tế khác của các nước thành viên ERM với các nước khác chỉ mang tính chất gợi ý mà không thể dẫn đến kết luận và kết quả đưa ra phụ thuộc rất nhiều vào nước được chọn để so sánh.

Trong thực tế, có nhiều các nhân tố khác dẫn đến giảm tỷ lệ lạm phát của các nước thành viên ERM trong thời kỳ này. Trong một nghiên cứu năm 1991, Weber chỉ ra rằng, một trong những nguyên nhân cơ bản của các kết quả trên là do ảnh hưởng của cú sốc dầu lửa lần thứ hai ảnh hưởng đến 3 năm đầu tiên của ERM. Trong thời kỳ này, để đối phó với giá dầu tăng, chính phủ các nước thành viên đều rất khó khăn trong việc giữ cam kết duy trì tỷ giá cố định (cũng có nghĩa là kiềm chế lạm phát). Trước tỷ lệ lạm phát cao, một số nước thành viên đã thực hiện phá giá ở biên độ nhỏ. Sau năm 1982, chính phủ các nước như Pháp, Italia, Đan Mạch, Bỉ quyết định thực hiện chính sách tiền tệ chặt để kiềm chế lạm phát. Quan điểm đó là nguyên nhân quan trọng dẫn đến giảm tỷ lệ lạm phát của các nước này.

4.3.3. Cơ chế can thiệp của EMS

Điểm mấu chốt trong cơ chế can thiệp của EMS là căn cứ vào chỉ số dao động của một đồng tiền so với ECU. Tuy nhiên, trong thực tế, cơ chế này đã hoạt động không thực sự có hiệu lực tốt. Đức là nước đầu tàu luôn chịu gánh nặng nhiều nhất trong quá trình điều chỉnh tỷ giá.

Trong thực tế, Ngân hàng Trung ương Đức không thực sự tích cực với những can thiệp không mang tính nghĩa vụ khi chỉ số dao động vẫn còn trong giới hạn cho phép. Tuy nhiên, khi cần thiết phải thực hiện những can thiệp mang tính nghĩa vụ để đưa tỷ giá về giới hạn dao động cho phép thì Ngân hàng Trung ương Đức tỏ ra đặc biệt tích cực. Những can thiệp của Ngân hàng Trung ương Đức để bình ổn tỷ giá chủ yếu được thực hiện thông qua đồng USD và giữ tỷ giá giữa DM và USD ổn định. Trong khi đó, các quốc gia thành viên khác của ERM thường xuyên thực hiện các

can thiệp ngay cả khi tỷ giá đang dao động trong giới hạn cho phép để giữ tỷ giá đồng nội tệ so với đồng DM ổn định và sử dụng đồng DM để thực hiện những can thiệp này.

Ngoài ra, một điểm khác biệt trong cơ chế can thiệp giữa Đức và các nước khác là Ngân hàng Trung ương Đức thường xuyên điều hoà chính sách can thiệp tỷ giá để đảm bảo những can thiệp này không ảnh hưởng đến cung tiền. Trong khi đó, các nước ERM khác chỉ thực hiện một phần (khoảng từ 30 đến 40%), vì vậy, can thiệp của ngân hàng trung ương các nước này làm tăng hoặc giảm cung ngoại tệ dẫn đến thu hẹp hoặc mở rộng cung tiền trong nước. Nói cách khác, các nước ERM khác Đức chấp nhận đánh đổi sự bất ổn định về chính sách tiền tệ để có sự ổn định về tỷ giá theo cam kết trong khuôn khổ ERM.

Như vậy, cơ chế can thiệp vào tỷ giá trong thực tế là Đức chịu trách nhiệm chính trong việc điều tiết tỷ giá của các đồng tiền ERM với USD, trong khi đó, các thành viên khác của ERM có trách nhiệm điều chỉnh để giữ ổn định tỷ giá đồng nội tệ so với DM trong khuôn khổ giới hạn quy định. Đồng thời, các nước thành viên ERM khác Đức chấp nhận gánh nặng do những can thiệp tỷ giá có thể ảnh hưởng đến chính sách kinh tế vĩ mô trong nước. Như vậy, sự ổn định của ERM phụ thuộc nhiều vào Ngân hàng Trung ương Đức.

4.4. Khái quát về Liên minh tiền tệ châu Âu (EMU)

4.4.1. Hình thành Liên minh tiền tệ châu Âu (EMU)

Thành quả trong kiểm chế lạm phát và những thoả thuận quan trọng đạt được vào năm 1986 là động lực quan trọng để các nhà lãnh đạo châu Âu, đặc biệt là Pháp và Đức đưa ra kế hoạch về việc phát triển EMS thành một Liên minh tiền tệ châu Âu (EMU). Liên minh tiền tệ như đã chỉ ra ở phần đầu tiên của Bài 7 là một hình thức hợp tác kinh tế vĩ mô ở mức độ phức tạp và chặt chẽ. Ngay cả trong tình huống các nhà lãnh đạo chính phủ quốc gia thành viên có thể có sự ủng hộ chính trị mạnh mẽ đối với sự ra đời của EMU

thì một vấn đề rất phức tạp gây nhiều tranh cãi là trình tự hình thành và phát triển của EMU. Liên quan đến vấn đề này, có ba cách tiếp cận cơ bản: phương pháp tiền tệ, phương pháp kinh tế và lý thuyết khu vực tiền tệ tối ưu.

Phương pháp tiếp cận tiền tệ

Phương pháp tiền tệ cho rằng các quốc gia muốn hình thành liên minh tiền tệ cần cố định tỷ giá trong biên độ dao động quy định. Vào thời điểm đầu tiên của quá trình hình thành liên minh tiền tệ, cần thiết phải có các biện pháp kiểm soát nghiêm ngặt sự di chuyển của các luồng vốn để duy trì tương quan tỷ giá giữa các đồng tiền. Các ngân hàng trung ương sau một thời gian nhất định sẽ có thể thực hiện hợp tác chính sách tiền tệ để đạt được cùng một mức lạm phát, khi đó sẽ không còn sức ép phá giá hay nâng giá đồng tiền, và như vậy, ngân hàng trung ương có thể bãi bỏ các biện pháp quản lý di chuyển của các luồng vốn.

Như vậy, điểm mấu chốt của phương pháp tiền tệ là cố định tỷ giá và thực hiện hợp tác chính sách tiền tệ chặt chẽ. Các tác giả của phương pháp tiền tệ cho rằng, các cơ quan chính sách tiền tệ của các nước sẽ không bao giờ đạt đến được mức độ hợp tác mong đợi nếu không cố định tỷ giá của các đồng tiền. Bằng việc giữ cam kết cố định tỷ giá, các ngân hàng trung ương sẽ buộc phải hợp tác để thực hiện cam kết. Giống như phương pháp tiếp cận tiền tệ đối với cân cân thanh toán, phương pháp tiền tệ cho rằng mất cân bằng trong cân cân thanh toán chỉ là vấn đề ngắn hạn và có khả năng tự điều chỉnh.

Phương pháp kinh tế

Phương pháp kinh tế có xuất phát điểm ngược với phương pháp tiền tệ. Những tác giả của phương pháp này cho rằng chỉ khi lạm phát ở các nước là ổn định tại cùng một tỷ lệ thì mới có cơ sở để duy trì tương quan tỷ giá giữa các đồng tiền. Vì vậy, việc thực hiện phối hợp chính sách vĩ mô và đạt được tự do di chuyển các luồng vốn là những điều kiện quan trọng làm cơ sở cho sự hình thành của EMU.

Tư tưởng cơ bản của phương pháp này nhận định rằng các quốc gia thành viên EEC có mức độ phát triển kinh tế khác nhau. Chính vì vậy, việc cố định tỷ giá giữa các đồng tiền có nghĩa là các nước có tỷ lệ lạm phát cao buộc phải thi hành chính sách thắt chặt để kiềm chế lạm phát, đưa mức lạm phát xuống ở mức ngang bằng với các nước có lạm phát thấp. Tác động tiêu cực của giảm phát đối với nền kinh tế sẽ là nguyên nhân tiếp tục dẫn đến sự chênh lệch về tăng trưởng kinh tế giữa các nước. Như vậy, hình thành một liên minh tiền tệ trong khi chưa có sự đồng đều về hoạt động kinh tế, thiếu sự phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô sẽ mang lại những hậu quả tiêu cực cho các quốc gia thành viên và cho cả các chương trình hợp tác khác trong khuôn khổ của khối.

Lý thuyết khu vực tiền tệ tối ưu và EMU

Lý thuyết khu vực tiền tệ tối ưu trả lời câu hỏi chính: *một liên minh tiền tệ nên có giới hạn như thế nào? Một đồng tiền chung thống nhất là tối ưu đối với một nước, một nhóm nước hay với tất cả các nước?* Lý thuyết khu vực tiền tệ tối ưu đưa ra những tiêu thức cho các nước tham gia một liên minh tiền tệ. Khi nghiên cứu phần này, cần tập trung vào câu hỏi:

- *Điều kiện kinh tế của các nước EU hiện nay có đáp ứng đủ các tiêu thức về một liên minh tiền tệ tối ưu hay không?*

Các tiêu thức theo lý thuyết khu vực tiền tệ tối ưu gồm:

Mức độ di chuyển các yếu tố sản xuất trên phạm vi quốc tế

Mundell (1961) cho rằng, khi các yếu tố sản xuất di chuyển trên phạm vi quốc tế càng tự do thì liên minh tiền tệ càng có thể mang lại lợi ích lớn hơn cho các quốc gia thành viên. Có hai lý do chính của quan điểm này. *Thứ nhất*, khi vốn tự do di chuyển trên phạm vi quốc tế, thâm hụt cán cân thanh toán của một quốc gia thành viên sẽ dẫn đến dòng di chuyển vốn vào, tài trợ cho thâm hụt cán cân thanh toán mà không gây sức ép phá giá đồng nội tệ. *Thứ hai*, nếu lao động di chuyển tự do, các nền kinh tế có thâm hụt cán cân thanh toán có thể giảm phát nền kinh tế mà không phải trả giá bằng gia tăng tỷ lệ thất nghiệp. Ngược với hai tình huống

trên, khi các yếu tố sản xuất không được tự do di chuyển quốc tế, phá giá là công cụ chính sách cần phải thực hiện để tài trợ thâm hụt cán cân thanh toán.

Mức độ hội nhập về tài chính

Mức độ hội nhập về tài chính là một tiêu thức liên quan đến mức độ di chuyển quốc tế của các yếu tố sản xuất. Tuy nhiên, tiêu thức này nhấn mạnh đến khả năng một nước có thể tiếp cận được với các nguồn vốn vay từ bên ngoài. Khả năng tiếp cận với các nguồn tài chính bên ngoài sẽ cho phép một nước có thể tạm thời vay nợ để tài trợ thâm hụt cán cân thanh toán mà không phải sử dụng đến biện pháp điều chỉnh tỷ giá.

Mức độ mở cửa của nền kinh tế

McKinnon (1963) chỉ ra rằng, mức độ mở cửa của nền kinh tế, được đo bằng quy mô của khu vực sản xuất hàng hoá mậu dịch và khu vực phi mậu dịch, càng lớn thì lợi ích mang lại từ việc tham gia một liên minh tiền tệ sẽ càng đáng kể. Một nền kinh tế có độ mở lớn sẽ rất nhạy cảm và dễ bị tổn thương bởi lạm phát do phá giá đồng tiền hoặc thất nghiệp do nâng giá đồng tiền, vì thế giữ ổn định tỷ giá là một mục tiêu cần thiết trong hệ thống các mục tiêu kinh tế vĩ mô. Tham gia một liên minh tiền tệ cũng có nghĩa là quốc gia đó phải giữ cam kết duy trì ổn định tỷ giá và có thể được hỗ trợ từ những thể chế giúp ổn định tỷ giá của các quốc gia thành viên.

Mức độ đa dạng hoá sản phẩm

Theo Kenen (1969), một nước có phạm vi các sản phẩm xuất nhập khẩu càng đa dạng bao nhiêu thì càng có nhiều lợi ích từ việc gia nhập một liên minh tiền tệ. Sự đa dạng hoá trong phạm vi các sản phẩm xuất nhập khẩu giúp cho một nước tránh sự phụ thuộc vào thu nhập xuất khẩu hay chi phí nhập khẩu đối với một nhóm hàng hoá cụ thể nào đó. Như vậy, khả năng thâm hụt cán cân thanh toán dẫn đến sức ép phá giá đồng nội tệ sẽ thấp.

Mức lạm phát giống nhau

Lý do của tiêu thức này dựa chủ yếu vào PPP. Trong trường hợp các nước thành viên có mức lạm phát gần giống nhau, theo lý thuyết PPP sẽ không có nhiều sức ép đối với việc nâng giá/phá giá đồng nội tệ. Như vậy, khả năng duy trì và vận hành một liên minh tiền tệ sẽ không chịu sức ép do sự biến động phức tạp của tỷ giá.

Trước tranh cãi về trình tự hình thành và phát triển của EMU đã xuất hiện hai kế hoạch về hình thành EMU: kế hoạch tiền tệ song song và kế hoạch Delors. Phần tiếp theo của mục này sẽ đề cập đến những nội dung cơ bản của hai kế hoạch này.

Kế hoạch tiền tệ song song

Kế hoạch tiền tệ song song được chín nhà kinh tế học hàng đầu của EEC đưa ra năm 1975 với nội dung cơ bản là ra đời một đồng tiền chung có tên gọi là Europa tồn tại song song với đồng tiền của các nước thành viên. Các cá nhân sẽ có thể lựa chọn hoặc là Europa hoặc là đồng tiền nước mình cho các giao dịch thanh toán. Đồng thời, một cơ quan tiền tệ của khu vực sẽ được hình thành có chức năng đưa ra các quy định về chính sách tiền tệ áp dụng đối với các nước thành viên để đảm bảo không có lạm phát khi mức giá chung của các nước được tính theo Europa.

Kế hoạch tiền tệ song song có một số ưu điểm nhất định:

- Ngân hàng trung ương của các nước vẫn quản lý cung tiền bằng nội tệ nhưng sẽ phải cạnh tranh với Europa như là một phương tiện thanh toán. Chính vì khi tính ra Europa, tỷ lệ lạm phát bằng 0 nên ngân hàng trung ương của các nước sẽ buộc phải thực hiện chính sách kiểm chế lạm phát, đưa lạm phát xuống mức thấp để đảm bảo có thể cạnh tranh được với Europa trong thanh toán.
- Việc chấp nhận không sử dụng đồng tiền của quốc gia để chuyển sang một đồng tiền chung là một quá trình từ từ và tự nguyện chứ không phải là do ý chí chủ quan của các nhà

chính trị. Vì vậy, việc hình thành Europa trong khi các đồng tiền của từng nước thành viên vẫn tồn tại có thể tạo ra một bước chuyển đổi để chuyển từ sử dụng nhiều đồng tiền sang sử dụng một đồng tiền chung.

- Europa được chấp nhận như là một phương tiện thanh toán ở tất cả các nước thành viên có nghĩa là đã đạt được sự di chuyển tự do của các luồng vốn giữa các quốc gia.

Bên cạnh đó, kế hoạch tiền tệ song song cũng có một số hạn chế cơ bản:

- Thực hiện kế hoạch tiền tệ song song đòi hỏi phải hình thành một cơ quan tiền tệ chung của EEC. Điều này đòi hỏi các nhà lãnh đạo của chính phủ quốc gia thành viên phải có cam kết về chính trị ủng hộ sự ra đời của một ngân hàng trung ương châu Âu. Kế hoạch này chưa đạt được mục tiêu đó.
- Trong trường hợp Europa không chịu ảnh hưởng của lạm phát, trong khi đồng tiền của các nước thành viên vẫn chịu ảnh hưởng của lạm phát ở mức độ cao thấp khác nhau, các cá nhân sẽ sử dụng Europa làm phương tiện thanh toán an toàn, không có các rủi ro tỷ giá và lạm phát. Như vậy, quá trình chuyển từ sử dụng nhiều đồng tiền sang một đồng tiền sẽ không phải là diễn ra từ từ mà là ngay lập tức.
- Bên cạnh đó, các chính phủ sẽ không còn có được "thuế lạm phát" là lợi ích thu được do lạm phát làm giảm giá trị thực của lượng tiền tệ trong tay các cá nhân. Chính phủ sẽ phải thay thế vào đó là thuế đánh vào thu nhập và/hoặc hàng hoá. Việc tăng thuế luôn luôn là vấn đề nhạy cảm và khó khăn về chính trị.

Kế hoạch Delors

Hội nghị Cộng đồng châu Âu 06-1988 đã thành lập một uỷ ban đặc biệt gồm các học giả và thống đốc các ngân hàng trung ương do Chủ tịch Uỷ ban châu Âu Jacques Delors dẫn đầu với nhiệm vụ nghiên cứu và đưa ra các bước để hình thành EMU. Báo cáo của

ủy ban này, được gọi là kế hoạch Delors đưa ra các yêu cầu để hình thành EMU và ba bước cơ bản chuẩn bị cho sự ra đời và vận hành của EMU. Báo cáo này phê phán kế hoạch tiền tệ song song ở hai vấn đề cơ bản. *Thứ nhất*, việc tạo ra một đồng tiền chung không có mối liên hệ chính xác với các hoạt động kinh tế có khả năng làm mất ổn định về giá cả, gây thêm khó khăn cho thực hiện mục tiêu kiềm chế lạm phát của các nước thành viên. *Thứ hai*, việc hình thành một thể chế tiền tệ khu vực trong khi vẫn thúc đẩy hợp tác chính sách giữa các nước thành viên sẽ làm cho việc hợp tác trở nên khó khăn hơn.

Các yêu cầu của EMU

- Bản báo cáo nhấn mạnh chính phủ các quốc gia thành viên cần có sự chuẩn bị để chuyển giao quyền quyết định chính sách cho các thể chế của khu vực trong lĩnh vực tiền tệ và các quy định chung về chính sách tài khoá.
- Liên minh tiền tệ đòi hỏi một đồng tiền chung. Việc sử dụng một đồng tiền chung có tác dụng thúc đẩy hợp tác tiền tệ giữa các nước trong khối, đồng thời hạn chế khả năng các nước có thể rút lui khỏi diễn đàn hợp tác trong khối và giảm chi phí giao dịch khi chuyển đổi giữa các đồng tiền.
- Thành lập một ngân hàng trung ương châu Âu có chức năng kiểm soát đồng tiền chung, thực hiện chính sách tiền tệ, tín dụng và lãi suất giữa các nước thành viên.
- Cuối cùng tự do hoá hoàn toàn thị trường tài chính là một yêu cầu quan trọng để hình thành EMU.

Các bước của kế hoạch Delors

Bước 1:

Mục tiêu cơ bản của bước 1 là đạt được sự đồng đều về hoạt động kinh tế, đẩy mạnh hợp tác về kinh tế và tiền tệ giữa các quốc gia thành viên. Bước 1 gồm các nội dung chính sau:

- Hoàn thành mở cửa thị trường giữa các nước trong khối;

- Thúc đẩy các chính sách khu vực để giảm bớt chênh lệch giữa các nước trong khu vực;
- Hợp tác tiền tệ và tài chính chặt chẽ hơn;
- Loại bỏ các cản trở đối với hội nhập tài chính giữa các nước, gồm cả những cản trở đối với sử dụng đồng tiền chung ECU của các cá nhân;
- Tất cả các thành viên của EMS đều tham gia vào ERM.

Bước 2:

Các thể chế tổ chức cơ bản của EMU được hình thành và củng cố, đặc biệt là thành lập ngân hàng trung ương châu Âu (ESCB) thay thế cho các thể chế EMCF và Ủy ban thống đốc các ngân hàng trung ương châu Âu.

Mục tiêu chính của ESCB là hình thành và điều tiết một chính sách tiền tệ thống nhất thông qua bước chuyển đổi tăng cường phối hợp chính sách tiền tệ giữa các quốc gia thành viên và tiến tới thực hiện một chính sách tiền tệ thống nhất.

Bước 3:

Các thể chế của cộng đồng đi vào hoạt động, thực hiện chính sách tiền tệ, tài khoá và tỷ giá chung. Đồng tiền của các nước thành viên sẽ được thay thế bằng đồng tiền chung châu Âu.

Các thủ tục và những quy định cụ thể liên quan đến phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô được hình thành. Hội đồng các Bộ trưởng (Council of Ministers) và Quốc hội châu Âu có thẩm quyền đưa ra các quyết định mang tính cưỡng chế đối với các nước thành viên phải tuân thủ theo những *luật chơi* của EMU.

Cuối cùng, ESCB sẽ có khả năng độc lập trong việc hoạch định và thực hiện một chính sách tiền tệ thống nhất, áp dụng đối với tất cả các quốc gia thành viên.

Hiệp ước Maastricht và EMU

Hội nghị Thượng đỉnh Madrid vào tháng 04-1989 đã quyết định

thực hiện Giai đoạn I của Kế hoạch Delors và thiết lập Hội nghị liên chính phủ về EMU (EMU IGC), Hiệp ước Masstricht ký kết tháng 12/1992 là kết quả của 1 năm thương lượng của EMU IGC, theo đó, EMU sẽ ra đời vào 01/10/1999. Về cơ bản, Hiệp ước Masstricht bao gồm những nội dung chủ yếu của Kế hoạch Delors, chỉ bổ sung thêm một số nội dung của Giai đoạn II và Giai đoạn III. Điểm khác biệt lớn nhất giữa Hiệp ước Masstricht và Kế hoạch Delors là Hiệp ước Masstricht không có bất kỳ một nội dung nào liên quan đến tăng cường phối hợp về chính sách tài khoá. Nói cách khác, trong khuôn khổ của Hiệp ước Masstricht, chính sách tiền tệ là thẩm quyền của ESCB, trong khi đó, chính sách tài khoá là khu vực mà chính phủ các quốc gia thành viên vẫn có quyền chủ động điều tiết. Hiệp ước Masstricht cũng quy định các chỉ số mà các quốc gia thành viên cần phải đảm bảo bao gồm 4 nhóm chính.

Mặc dù, tất cả 15 quốc gia ký kết Hiệp ước Masstricht cam kết thực hiện các nội dung của Hiệp ước để hình thành EMU, trừ Anh và Đan Mạch, quá trình thực hiện cam kết của Hiệp ước Masstricht trải qua rất nhiều khó khăn. Đặc biệt là năm 1992, một loạt những sự kiện có ảnh hưởng không thuận lợi với lộ trình của Hiệp ước Masstricht: chính sách tiền tệ thu hẹp của Đức để khắc phục tình trạng tăng trưởng nóng của Đức sau khi thống nhất; sự mất giá của USD tạo ra sức ép đối với ERM và kết quả của các cuộc trưng cầu dân ý không ủng hộ lộ trình của Hiệp ước Masstricht, ngay cả tại Pháp. Từ cuối năm 1992 đến giữa 1993, một loạt các đồng tiền yếu trong khối phải phá giá hoặc tuyên bố rút khỏi ERM, dẫn đến nguy cơ phá sản của Hiệp ước Masstricht.

Trước tình hình đó, Hội nghị Bộ trưởng Tài chính đã đưa ra quyết định mở rộng biên độ dao động của tỷ giá đến $\pm 15\%$. Quyết định này tỏ ra đặc biệt có hiệu quả và nhanh chóng khôi phục lại sự ổn định về tỷ giá ở hầu hết các quốc gia, và củng cố niềm tin đối với việc hình thành EMU vào 01-01-1999 theo tinh thần của Hiệp ước Masstricht.

Các tiêu chuẩn của EMU theo Hiệp ước Maastricht

Thứ nhất: ổn định giá cả

Lạm phát tính theo giá tiêu dùng không được vượt quá 1,5% so với mức trung bình của 3 quốc gia có mức lạm phát thấp nhất.

Thứ hai: các điều kiện về ngân sách

- Tỷ lệ vay nợ ròng của chính phủ/GDP không được vượt quá 3%, trừ trường hợp tỷ lệ này đang có xu hướng giảm nhanh chóng và trở về gần mức 3%, hoặc nếu vượt quá thì chỉ là tạm thời; và tỷ lệ thâm hụt ngân sách dao động xung quanh mức 3%; và
- Tỷ lệ tổng số nợ của chính phủ/GDP không được vượt quá 60%, trừ trường hợp tỷ lệ này đang có xu hướng giảm nhanh chóng về gần mức 60%.

Thứ ba: ổn định tỷ giá

Tuân thủ các quy định về tỷ giá của EMS, và trong ít nhất 2 năm không thực hiện phá giá vì mục tiêu riêng của quốc gia.

Thứ tư: cân bằng về lãi suất

Lãi suất danh nghĩa quy định cho trái phiếu dài hạn của chính phủ không được vượt quá 2% so với mức lãi suất của 3 quốc gia có sự ổn định nhất về giá cả.

4.4.2. Chi phí/Lợi ích của EMU

Phần này tập trung phân tích những lợi ích/chi phí cơ bản mà các nước EMU sẽ thu được/phải trả. Trước khi nghiên cứu phần này, chúng ta nên đọc lại các lợi ích và những hạn chế của phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô đã được phân tích trong phần 3. Đồng thời, khi xem xét những lợi ích và hạn chế của EMU, chúng ta cần liên hệ với các đặc điểm của EMS, quá trình hình thành của EMU trình bày trong các mục 4.1, 4.2 và 4.3, phần 4 của bài này.

Xét trên phương diện lý thuyết, một liên minh tiền tệ bao gồm ít nhất hai yếu tố: (i) một liên minh tỷ giá hối đoái; (ii) sự hội nhập

hoàn toàn của thị trường vốn. Yếu tố thứ nhất đảm bảo các quốc gia thành viên cam kết cố định tỷ giá, thực hiện các can thiệp cần thiết để giữ tỷ giá không dao động ở bất kỳ một biên độ nào. Liên minh tỷ giá cuối cùng sẽ dẫn đến việc sử dụng một đồng tiền chung thay thế cho các đồng bản tệ của tất cả các quốc gia trong liên minh tiền tệ. Yếu tố thứ hai có nghĩa là tất cả các rào cản đối với sự di chuyển tự do của các nguồn lực đều được tự do hoá. Ngoài ra, còn có một số yêu cầu ngầm định khác, là kết quả của việc thực hiện hai yếu tố trên. Trong một liên minh tiền tệ, các quốc gia thành viên sẽ phải đồng nhất chính sách tiền tệ. Đồng thời, việc hình thành một ngân hàng trung ương có chức năng điều tiết đồng tiền chung, xây dựng chính sách tiền tệ chung cũng là một yêu cầu cần thiết để vận hành có hiệu quả một liên minh tiền tệ. Trước khi nghiên cứu tiếp, cần trả lời câu hỏi:

- *Tại sao các quốc gia trong một liên minh tiền tệ lại cần phải đồng nhất chính sách tiền tệ - có nghĩa là mất quyền tự chủ đối với các công cụ của chính sách tiền tệ?*
- *Với các đặc điểm trên, một liên minh tiền tệ khác với một hệ thống tỷ giá cố định như thế nào?*

Đối với câu hỏi thứ nhất, việc duy trì chính sách tiền tệ đồng nhất là điều kiện quyết định để các quốc gia có thể thực hiện được cam kết thường xuyên giữ cố định tỷ giá. Tốc độ tăng cung tiền khác nhau giữa các nước, vì bất kỳ nguyên nhân gì, cũng sẽ dẫn đến sự chênh lệch về lạm phát, gây ra sức ép đối với các mức tỷ giá hối đoái cố định. Trong câu hỏi thứ hai, một liên minh tiền tệ khác với một hệ thống tỷ giá cố định ở rất nhiều những điểm cơ bản. Một hệ thống tỷ giá cố định, tỷ giá được phép dao động trong một biên độ giới hạn, đồng thời cho phép các quốc gia có thể thực hiện điều chỉnh tỷ giá trong trường hợp cần thiết. Ngược lại, một liên minh tiền tệ đòi hỏi các quốc gia phải giữ cam kết thường xuyên cố định tỷ giá hối đoái. Ngoài ra, liên minh tiền tệ đòi hỏi phải hình thành những thể chế phức tạp để vận hành chính sách tiền tệ thống nhất, lưu thông đồng tiền chung. Cuối cùng, liên minh

tiền tệ cho phép các yếu tố nguồn lực di chuyển tự do trên phạm vi quốc tế, trong khi đó di chuyển vốn quốc tế lại thường xuyên bị hạn chế trong hệ thống tỷ giá cố định.

Những lợi ích của EMU

Thúc đẩy thương mại nội bộ EEC

Mục tiêu quan trọng của EEC là thúc đẩy trao đổi thương mại nội bộ thông qua loại bỏ các hàng rào bảo hộ. Để thúc đẩy trao đổi thương mại và thực sự hình thành một khu vực thị trường thống nhất, việc sử dụng một đồng tiền chung làm phương tiện thanh toán thống nhất là một bước đi quan trọng. Sự biến động của tỷ giá giữa đồng tiền của các nước thành viên tạo ra những rủi ro đối với trao đổi thương mại. Mặc dù những rủi ro hối đoái trong ngắn hạn có thể dễ dàng được khắc phục thông qua kỹ thuật tự bảo hiểm trên thị trường ngoại hối và chi phí để thực hiện giao dịch này là không lớn, tuy nhiên, rủi ro hối đoái trong trung và dài hạn sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến trao đổi thương mại. Ngoài ra, việc sử dụng một đồng tiền chung còn có tác dụng thúc đẩy trao đổi thương mại nội bộ thông qua việc giảm chi phí giao dịch đối với các hãng trong việc chuyển đổi giữa các đồng tiền thanh toán.

Phân bố hiệu quả các yếu tố nguồn lực

Một liên minh tiền tệ, như đã phân tích ở trên, không chỉ là một đồng tiền chung mà còn là tự do hoá di chuyển của các yếu tố sản xuất. Những hạn chế đối với di chuyển các luồng vốn ngăn cản sự di chuyển của vốn từ những khu vực có hiệu quả sử dụng thấp sang những khu vực, quốc gia có năng suất cao hơn. Xét về lao động, khi tiền lương được tính theo một đồng tiền chung, phân bố nguồn lực lao động sẽ có hiệu quả hơn vì lao động có thể tự do di chuyển từ quốc gia có tiền lương và/hoặc năng suất thấp sang các nước có tiền lương và/hoặc năng suất cao hơn.

Giảm yêu cầu dự trữ ngoại tệ và lợi ích từ thuế lạm phát

Dự trữ ngoại tệ bằng USD trong các ngân hàng trung ương chỉ mang lại một khoản lãi suất nhỏ, trong khi đó sức mua của dự trữ

USD ngày càng suy giảm do lạm phát ở Mỹ. Việc ra đời của EMU sẽ có thể giảm lượng dự trữ ngoại tệ của các nước thành viên vì sử dụng một đồng tiền chung giúp cho các nước không phải thực hiện những can thiệp trên thị trường ngoại hối để điều chỉnh tỷ giá giữa đồng tiền của các nước thành viên. Quan trọng hơn là một đồng tiền chung của EMU sẽ có xu hướng dao động ổn định hơn so với đồng tiền của từng quốc gia thành viên.

Bên cạnh đó, với vị trí của EEC trong nền kinh tế toàn cầu hiện nay, một đồng tiền chung của EMU sẽ trở thành một ngoại tệ mạnh. Vì vậy, tỷ trọng của đồng tiền chung của EMU trong dự trữ ngoại tệ của các nước ngoài EMU sẽ tăng tương đối so với tỷ trọng của dự trữ USD. Điều đó cũng có nghĩa là đồng tiền chung của EMU sẽ làm giảm vai trò của USD và EMU có thể thu được lợi ích đáng kể từ thuế lạm phát.

Tiết kiệm chi phí giao dịch trong các hoạt động kinh doanh

Một trong những lợi ích tiềm năng của EMU là giảm chi phí giao dịch kinh doanh đối với các hãng thông qua giảm chi phí liên quan đến quản lý rủi ro hối đoái và chi phí thực hiện các hoạt động kinh doanh tính theo nhiều đồng tiền khác nhau. Sự biến động của tỷ giá giữa đồng tiền các nước thành viên đòi hỏi các hãng phải đầu tư những nguồn lực nhất định để đưa ra các quyết định bảo hiểm rủi ro hối đoái phù hợp và thay đổi chính sách giá ở từng nước khác nhau đảm bảo duy trì vị thế cạnh tranh trên thị trường. Sử dụng một đồng tiền chung sẽ giúp các hãng loại bỏ đáng kể những chi phí này.

Cái giá phải trả của EMU

Sự độc lập chính sách kinh tế vĩ mô

Một thách thức lớn đối với các chính phủ trong quá trình thực hiện cam kết trong khuôn khổ Hiệp ước Maastricht là phải chấp nhận mất quyền kiểm soát chính sách tiền tệ quốc gia và tỷ lệ lạm phát. Quan điểm khá phổ biến của các nhà kinh tế học là tồn tại mối quan hệ nghịch giữa lạm phát và thất nghiệp trong ngắn hạn thể hiện qua đường cong Phillips. Trong một thời điểm nhất

định, một nước có thể mong muốn một tỷ lệ lạm phát thấp và sẵn sàng chấp nhận tỷ lệ thất nghiệp tương đối cao. Với tỷ giá hối đoái là có thể điều chỉnh được, mục tiêu này có thể được thực hiện thông qua nâng giá đồng tiền. Tham gia vào EMU cũng có nghĩa là các quốc gia thành viên, thực hiện cam kết theo Hiệp ước Maastricht, không thể tiếp tục sử dụng chính sách như vậy mà phải đảm bảo một tỷ lệ lạm phát chung.

Tuy nhiên, nhiều nghiên cứu về mối quan hệ giữa lạm phát và thất nghiệp cho thấy đường cong Phillips chỉ có thể đúng trong ngắn hạn. Vậy phải chăng cái giá mà các nước thành viên phải trả vì mất sự độc lập về chính sách tiền tệ chỉ là trong ngắn hạn? Câu hỏi chính ở đây là như thế nào được coi là ngắn hạn vẫn chưa có lời giải đáp rõ ràng. Chấp nhận mất quyền độc lập trong chính sách tiền tệ đòi hỏi phải có những cam kết chính trị mạnh mẽ của những người đứng đầu nhà nước thì EMU mới có thể ra đời theo Hiệp ước Maastricht.

Thuế lạm phát

Thuế lạm phát được hiểu là một cách thức mà chính phủ có thể sử dụng để tài trợ cho các khoản chi tiêu thông qua tăng lạm phát, thay vì phải tăng các nguồn thu từ các khoản thuế trực tiếp hay gián tiếp khác của ngân sách. Với đặc thù của nền kinh tế EEC, một điều rõ ràng là Đức sẽ chỉ đồng ý gia nhập EMU nếu EMU có thể đảm bảo duy trì một mức lạm phát thấp. Tuy nhiên, đây sẽ là một thách thức lớn đối với một số quốc gia khác phải điều chỉnh để hạ thấp tỷ lệ lạm phát - cũng có nghĩa là làm tăng gánh nặng đối với ngân sách. Nhất là đối với những nước có nợ nước ngoài lớn, duy trì một tỷ lệ lạm phát cao làm giảm giá trị thực của nợ nước ngoài và các khoản nợ khác của chính phủ cũng có nghĩa là chính phủ đã có thêm được một nguồn thu thuế đáng kể. Việc chấp nhận mất đi nguồn thu này dẫn đến chính phủ buộc phải dựa vào các nguồn thu khác từ thuế. Tuy nhiên, dù các khoản thuế là trực thu hay gián thu thì thuế là một chủ đề nhạy cảm về chính trị.

Không cân bằng về lợi ích

Về nguyên tắc, EMU có thể mang lại lợi ích cho các quốc gia thành viên EEC. Tuy nhiên, trong khi một số nước có thể thu được nhiều lợi ích thì ở một số quốc gia khác lại chịu tổn thất ở mức độ nhất định. Sự di chuyển của các yếu tố lao động và vốn làm tăng hiệu quả sử dụng các nguồn lực khan hiếm nhưng lại dẫn đến những ảnh hưởng xã hội không mong đợi, đặc biệt là sự di chuyển của lao động. Trong thực tế, lực lượng lao động di chuyển khỏi một ngành nào đó có hiệu suất thấp hơn các ngành khác thường là lực lượng lao động có hiệu quả nhất của khu vực sản xuất kém hiệu quả. Khắc phục tình trạng một số nước chịu tổn thất do thực hiện EMU, có nhiều quan điểm cho rằng cần có một chính sách có hiệu lực ở tầm khu vực đưa ra một cơ chế điều chỉnh trong đó những nước thu được nhiều lợi ích chia sẻ một phần lợi ích đó như là một khoản đền bù cho những nước chịu tổn thất. Tuy nhiên, chính sách khu vực này vẫn còn là chủ đề của nhiều tranh luận. Trong thời gian gần đây, các nhà lãnh đạo châu Âu có xu hướng không xem xét chính sách khu vực này là một sự lựa chọn thích hợp để giải quyết mâu thuẫn lợi ích trong khu vực. Bên cạnh đó, rất khó có thể xác định trong những tổn thất mà một nước phải gánh chịu, vì bất kỳ một nguyên nhân nào, thì đâu là tổn thất do EMU gây ra?

Kiểm soát chính sách tỷ giá hối đoái

Theo Quy tắc mục tiêu - công cụ chính sách của Tinbergen, các nhà lập chính sách sẽ cần phải có số công cụ chính sách bằng với số các mục tiêu chính sách. Như vậy, mất quyền kiểm soát đối với chính sách tỷ giá hối đoái, chính sách tiền tệ (như phân tích ở trên) sẽ không phải là vấn đề lớn nếu chính sách chỉ theo đuổi mục tiêu đạt được cân bằng đối nội nền kinh tế. Tuy nhiên, mất quyền kiểm soát chính sách ngoại hối đồng nghĩa với việc chính phủ mất đi công cụ kiểm soát để điều tiết duy trì cân bằng đối ngoại.

Việc sử dụng một đồng tiền chung, với một chính sách tiền tệ

thống nhất vẫn đảm bảo EEC có khả năng kiểm soát tỷ giá giữa đồng tiền chung châu Âu và các ngoại tệ khác. Vì vậy, ESCB vẫn có khả năng kiểm soát chính sách tỷ giá để duy trì cân bằng cán cân thanh toán của EEC nói chung với các nước, khu vực khác trên thế giới. Tuy nhiên, ngay cả khi cán cân thanh toán của EEC trong trạng thái cân bằng thì vẫn có khả năng cán cân thanh toán của một nước thành viên nào đó rơi vào tình trạng thâm hụt/thặng dư kéo dài. Trong trường hợp này, nếu những nước có thặng dư sẵn sàng tài trợ cho các nước thâm hụt để cân bằng cán cân thanh toán, việc mất khả năng kiểm soát chính sách tỷ giá nêu trên là không đáng kể. Tuy nhiên, điều đó cũng có nghĩa là phải có một chính sách khu vực nhằm mục tiêu điều chỉnh mất cân bằng cán cân thanh toán.

Nói tóm lại, EMU mang lại nhiều lợi ích và cả những chi phí cho tất cả các quốc gia thành viên. Ngay cả khi những nhà lãnh đạo chính phủ tin tưởng rằng tổng lợi ích do EMU mang lại sẽ lớn hơn tổng chi phí của thực hiện EMU thì cũng không có nghĩa là các chính phủ sẽ quyết tâm thực hiện EMU. Lý do chủ yếu của vấn đề này là có thể những lợi ích sẽ được phân bổ rộng đối với tất cả các nước thành viên trong khi đó những tổn thất lại có thể tập trung vào một số quốc gia cụ thể. Nói cách khác, con đường mà các nước EEC thực hiện cam kết Hiệp ước Maastricht chắc chắn sẽ còn rất nhiều bước thăng trầm.

5. KẾT LUẬN

Bài 7 đã giới thiệu những nội dung quan trọng về tài chính quốc tế trong trường hợp các nền kinh tế xem xét có mối quan hệ phụ thuộc lẫn nhau, khác với giả định của các bài trước chỉ xem xét các khía cạnh của tài chính quốc tế đối với một nền kinh tế mở, quy mô nhỏ.

Phối hợp chính sách kinh tế vì mô phát triển với nhiều cấp độ khác nhau từ trao đổi thông tin đến thực hiện chính sách kinh tế vì mô đồng nhất và phối hợp hành động chung, tương ứng với lợi

ích và tính phức tạp tăng dần của phối hợp chính sách. Về nguyên tắc, phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô, dù ở cấp độ nào, đều mang lại nhiều lợi ích cho các quốc gia liên quan. Các phân tích bằng mô hình lý thuyết trò chơi cổ điển, hay sử dụng mô hình Hamada đều chứng minh rõ ràng về lợi ích của phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô. Ngoài ra, phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô còn có những lợi ích khác như giảm mức độ rủi ro, tránh thiếu phát quá mức.

Tuy nhiên, phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô là một quá trình phức tạp, không thể đạt được nếu chỉ dựa vào cam kết chính trị của các nhà lãnh đạo nhà nước, mặc dù cam kết chính trị mạnh mẽ đóng vai trò rất quan trọng trong thành công của phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô. Phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô có cái giá nhất định của nó: phản ứng của khu vực tư nhân; phản ứng của nước thứ ba; khả năng kết hợp chính sách được xây dựng trên cơ sở những mô hình không đúng; bất đồng về các chính sách kinh tế vĩ mô thích hợp; chi phí đàm phán và mức độ linh hoạt trong điều chỉnh chính sách; mức độ cam kết của các nước đối với cơ chế phối hợp mạnh yếu khác nhau... Đây là những nhân tố cản trở phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô.

Phân tích chi tiết về quá trình hình thành, các đặc điểm, đánh giá quá trình vận hành của EMS; các đặc điểm, lợi ích/chi phí của EMU là những ví dụ cụ thể về phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô. Cũng giống như bất kỳ một hình thức hợp tác chính sách kinh tế vĩ mô nào, EMS hay EMU đều hứa hẹn mang lại lợi ích cho các quốc gia thành viên. Tuy nhiên, bên cạnh những lợi ích khá rõ ràng, EMU cũng có những chi phí đáng kể đối với các nước tham gia, nhất là các nền kinh tế lạm phát cao, hiệu suất sử dụng lao động kém hiệu quả. Sự bất cân bằng về lợi ích của các nước thành viên là yếu tố cản trở quá trình thực hiện cam kết Hiệp ước Maastricht thực hiện EMU.

Các thuật ngữ cơ bản

Ảnh hưởng lan toả	Spillover effect
Khối tiền tệ	Currency block
Can thiệp trong biên độ giới hạn (<i>không bắt buộc đối với các nước cam kết thực hiện tỷ giá cố định</i>)	Intra-marginal intervention
Can thiệp để đưa tỷ giá về biên độ giới hạn cho phép (<i>bắt buộc đối với các quốc gia cam kết thực hiện tỷ giá cố định</i>)	Marginal intervention
Chỉ số trao đổi	Misery index
Chỉ số dao động	Indicator of divergence
Chính sách kinh tế vĩ mô đồng nhất	Mutually consistent policies
Di chuyển các nguồn lực trên phạm vi quốc tế	Factor mobility internationally
Đường cong Pareto	Pareto contract curve
Giả định nền kinh tế mở, quy mô nhỏ	Small open economy assumption
Hệ thống tiền tệ châu Âu	EMS - European Monetary System
Hội nhập tài chính	Financial intergration
Hợp tác tài chính	Financial cooperation
Khu vực tiền tệ tối ưu	Optimal currency area
Kế hoạch tiền tệ song song	Parallel currency proposal
Liên minh tiền tệ	Monetary union
Liên minh tiền tệ châu Âu	EMU - European monetary union
Ngân hàng trung ương châu Âu	ESCB - European system central bank
Phối hợp chính sách quốc tế	International co-ordination
Phối hợp hành động chung	Joint action
Phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô	Macroeconomic policy coordination
Ma trận trao đổi	Pay-off matrix
Sự chênh lệch khu vực	Regional disparities
Thương mại nội bộ EEC	Intra-EEC trade

Câu hỏi ôn tập

1. Nêu các đặc điểm của phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô?
2. Sử dụng lý thuyết trò chơi để giải thích lợi ích của phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô?
3. Sử dụng mô hình Hamada để giải thích lợi ích của phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô?
4. Ngoài những lợi ích chỉ ra trong hai mô hình trên, phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô còn có những lợi ích gì?
5. Phân tích các nhân tố cản trở phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô?
6. Nêu các đặc điểm của Hệ thống tiền tệ châu Âu (EMS)?
7. Phân tích những lợi ích và chi phí của liên minh tiền tệ châu Âu (EMU)?

Tài liệu tham khảo

Pilbeam, Keith (1992): *International Finance*, the Macmillan Press Ltd, London.

Emerson, M. (1990): *The Economics of EMU*, Center for Economic Performance, London School of Economics, London.

Giovannini, A. (1990): *European Monetary Reform: Progress and Prospects*, Brookings Papers on Economic Activity, vol. 12, pages. 217-91.

BÀI 8

MỘT SỐ VẤN ĐỀ VỀ TÀI CHÍNH QUỐC TẾ CỦA CÁC NƯỚC ĐANG PHÁT TRIỂN

1. GIỚI THIỆU

Những bài trước đã giới thiệu những nguyên lý cơ bản về tài chính quốc tế và các vấn đề chính sách đặt ra đối với một nền kinh tế mở. Những lý thuyết, mô hình được xem xét trước đây đều dựa trên những giả định đơn giản hoá. Mặc dù những giả định này cho phép mô hình hoá được các vấn đề thực tiễn tài chính quốc tế, nhưng cũng làm cho những mô hình này có khả năng bị đơn giản hoá đến mức quá xa so với thực tế. Những giả định đơn giản có thể làm cho những mô hình lý thuyết trở nên trừu tượng, và khó có thể áp dụng một cách y nguyên trong bất kỳ một bối cảnh thực tế nào.

Bài cuối cùng của môn học Tài chính Quốc tế tập trung xem xét một số vấn đề chủ yếu về tài chính quốc tế đối với các nước đang phát triển. Câu hỏi trước tiên đặt ra là:

- *Tại sao lại cần thiết phải xem xét các vấn đề tài chính quốc tế trong bối cảnh của riêng các nước đang phát triển?*
- *Điều đó có nghĩa là các mô hình lý thuyết tiêu chuẩn không thể áp dụng được đối với thực tế những nước này? Vì thế cần có sự thay đổi nhất định?*
- *Xem xét lại tất cả các giả định đã nghiên cứu trong những bài trước, những giả định đó có thể áp dụng được*

để giải quyết các vấn đề cụ thể, hoạch định những chính sách thực tế đối với một quốc gia nào đó hay không?

Câu trả lời cho những câu hỏi này phụ thuộc vào đặc điểm của từng nước và đặc biệt phụ thuộc vào thực tế về quốc gia xem xét là nước công nghiệp phát triển giàu có hay là nước đang phát triển thuộc thế giới thứ ba. Khi nghiên cứu về thị trường ngoại hối trong Bài 2, một giả định quan trọng là có sự tồn tại và vận hành của thị trường này. Tuy nhiên, điều đó chỉ đúng ở các nước công nghiệp phát triển. Tại hầu hết các nước nghèo, thị trường ngoại hối còn ở giai đoạn phát triển thấp. Giao dịch ngoại hối trên thị trường bị quản lý chặt chẽ bởi các quy định của ngân hàng trung ương. Bên cạnh đó, chỉ có một số rất ít nước đang phát triển có đồng tiền là tự do chuyển đổi, vì vậy, đa số đồng tiền của những nước nghèo không tham gia vào giao dịch trên thị trường ngoại hối. Nhiều quốc gia trong đó có Zambia đi theo khuyến nghị của WB và IMF trong quá trình tự do hoá thị trường tài chính, vì chưa có thị trường ngoại hối nên đã lựa chọn một giải pháp thay thế tạm thời là thành lập một sàn giao dịch đấu giá ngoại hối dưới sự kiểm soát của ngân hàng trung ương.

Tương tự như vậy, khi xem xét mô hình IS-LM-BP, giả định về dòng vốn vào ròng là co giãn theo lãi suất có thể đúng đối với trường hợp của các nước phát triển với thị trường vốn vận hành hiệu quả và môi trường tài chính ổn định. Tuy nhiên, đối với nhiều nước kém phát triển, lãi suất chỉ là một biến số trong số những biến quan trọng khác trong tài khoản vốn của cán cân thanh toán. Một trong những vấn đề đặt ra đối với các nước đang phát triển là hiện tượng di chuyển vốn ngầm cho thấy vấn đề về sự di chuyển của các luồng vốn không chỉ đơn giản là sự phản ứng của thị trường trước chênh lệch về lãi suất.

Bên cạnh đó, phá giá đồng nội tệ ở những nước đang phát triển cũng đặt ra nhiều vấn đề về ảnh hưởng chính sách của phá giá tại những nước nghèo. Một nước tư bản phát triển, với các thể chế thị

trường vận hành tốt có thể phản ứng trước sự thay đổi của giá cả theo những cách thức mà Bài 3, 4 và Bài 5 đưa ra (phương pháp tiếp cận co giãn, phương pháp chi tiêu và quan điểm tiền tệ). Tuy nhiên, với những đặc điểm về cơ cấu kinh tế khác với các nền kinh tế phát triển, các nước đang phát triển lại có thể có cách thức phản ứng khác trước sự thay đổi của giá cả bắt nguồn từ phá giá đồng tiền. Phương pháp chi tiêu (Bài 3) cho rằng nếu một nền kinh tế nằm ở dưới mức sản lượng tiềm năng thì phá giá có thể làm tăng tổng sản lượng của nền kinh tế, tăng thu nhập và giảm tỷ lệ thất nghiệp. Tuy nhiên, hầu hết các nhà lập chính sách đều cho rằng phá giá ở các nước đang phát triển lại có tác dụng tiêu cực làm giảm tổng sản lượng. Đây là một chủ đề được các nhà kinh tế gọi là phá giá thu hẹp thay vì phá giá mở rộng như mô tả ở trên.

Trước khi tìm hiểu các nội dung Bài 8, cần nhấn mạnh rằng những chủ đề đề cập đến trong bài này là khá phức tạp. Đây là những vấn đề không được các sách giáo khoa về tài chính quốc tế đề cập đến vì phân tích những vấn đề này đòi hỏi phải có sự mở rộng hoặc thay đổi những mô hình lý thuyết về tài chính quốc tế dựa trên những giả định có thể khá gần gũi với các nền kinh tế phát triển (như nhiều mô hình phát triển trong các bài từ Bài 1 đến Bài 7). Những vấn đề về tài chính quốc tế của các nền kinh tế thế giới thứ ba thường chỉ được đề cập trong những công trình nghiên cứu, xuất bản trên những tạp chí chuyên ngành. Vì đây là công trình nghiên cứu của các nhà kinh tế đóng góp vào những cuộc tranh luận về kinh tế học cho các nước đang phát triển nên chúng thường không được viết theo cách thức dễ hiểu như sách giáo khoa. Vì vậy, Bài 8 là một bài đặc biệt, đòi hỏi nhiều nỗ lực hơn các bài khác trong môn học tài chính quốc tế.

Phần tiếp theo của bài đưa ra một số vấn đề đặc trưng về tài chính quốc tế ở các nước đang phát triển. Với sự hiện diện của những vấn đề này, những mô hình chuẩn tắc được xây dựng cho một nền kinh tế phát triển như trong các bài từ Bài 1 đến Bài 7 sẽ

phải có sự thay đổi/mở rộng ở mức độ nhất định. Phần 3 phân tích hiện tượng di chuyển vốn ngầm ra nước ngoài. Đây là một hiện tượng hết sức đặc biệt gắn với vấn đề nợ nước ngoài của một số nước đang phát triển, nhất là sau khủng hoảng nợ dầu thập kỷ 1980. Khủng hoảng nợ có quan hệ mật thiết với hiện tượng nợ nước ngoài quá hạn. Chính nợ nước ngoài quá hạn là một trong nhiều nhân tố dẫn đến di chuyển vốn ngầm. Phần 4 của Bài 8 này sẽ tập trung phân tích ảnh hưởng của nợ nước ngoài quá hạn đến đầu tư trong nước.

2. TÀI CHÍNH QUỐC TẾ VÀ CÁC NỀN KINH TẾ ĐANG PHÁT TRIỂN

Trước khi xem xét chi tiết phần này, chúng ta cần trả lời câu hỏi:

- *Những nền kinh tế đang phát triển có những đặc điểm gì khác biệt so với những mô hình đơn giản hoá cơ bản trong lý thuyết tài chính quốc tế đã xây dựng trong các bài trước đây?*

Có nhiều câu trả lời khác nhau cho câu hỏi quan trọng này. Một phương pháp thường được sử dụng là tìm ra những đặc điểm cơ bản phân biệt các nền kinh tế đang phát triển với các nền kinh tế phát triển. Ngoài ra, câu hỏi trên có thể được trả lời bằng cách đưa ra những vấn đề chính sách có ảnh hưởng tới các nước đang phát triển theo cách thức khác với ảnh hưởng của những chính sách đó đối với những nền kinh tế phát triển. Phương pháp này cũng có nghĩa là phân tích những ảnh hưởng của các chính sách đối với những nền kinh tế đang phát triển ngoài phạm vi như đã đề cập trong những mô hình lý thuyết đơn giản hoá. Sử dụng phương pháp thứ hai, có thể đưa ra ít nhất bốn vấn đề chính sách có ảnh hưởng đến các nước đang phát triển theo cách thức khác với ảnh hưởng đối với những nền kinh tế phát triển.

2.1. Nợ nước ngoài quá hạn

Nợ nước ngoài của các nước đang phát triển là một vấn đề thời sự

trong thập kỷ 1980 và những năm đầu thập kỷ 1990. Một số quốc gia như Braxin, Mêhicô và Achentina rơi vào tình trạng nợ quá nhiều, đặc biệt là nợ các ngân hàng tư nhân nước ngoài đến mức không thể trả được nợ. Trong khi đó, chính những khoản nợ lớn làm những quốc gia này không thể vay được các khoản tín dụng mới trên thị trường vốn quốc tế. Lãi của các khoản nợ quá lớn, sử dụng nợ nước ngoài kém hiệu quả, vay nợ nước ngoài không được quản lý tốt trong thời gian dài, lại không thể có thêm các khoản vay tín dụng mới, dẫn đến việc các nước này rơi vào tình trạng khủng hoảng nợ là không thể tránh khỏi (đã được đề cập trong Bài 1).

Cũng trong thời gian này, một số nền kinh tế thuộc khu vực cận Sahara, châu Phi cũng trong tình trạng nợ nước ngoài quá lớn. Khác với nợ nước ngoài của các nước Mỹ Latinh, nợ nước ngoài của các nước vùng cận Sahara chủ yếu là các khoản vay từ khu vực công (vay của chính phủ từ các chính phủ nước ngoài và các tổ chức quốc tế). Tương tự như tình hình ở Mỹ Latinh, vì nhiều lý do khác nhau, các nước vùng cận Sahara cũng không có khả năng thanh toán các khoản nợ nước ngoài.

Tình trạng nợ quá hạn của các nước đang phát triển không phải là một vấn đề cố hữu và không thể thay đổi. Sau khủng hoảng nợ nước ngoài của các nước Mỹ Latinh năm 1992, các luồng vốn đầu tư vào những nước này đã hồi phục và dòng vốn vào đã vượt quá quy mô của dòng vốn ra. Trong khi tình trạng nợ nước ngoài của các nền kinh tế đang phát triển ở Mỹ Latinh đã lành mạnh hơn thì tình hình nợ của các nước khu vực cận Sahara vẫn không được cải thiện đáng kể. Tuy nhiên, dù tình trạng nợ có hay không được cải thiện so với trước thì vấn đề nợ nước ngoài cũng là một chủ đề của tài chính quốc tế gắn với các nền kinh tế đang phát triển.

2.2. Tỷ giá hối đoái kép

Tỷ giá hối đoái kép là một khái niệm khá xa lạ đối với các nền

kinh tế phát triển, nơi có thị trường ngoại hối đã phát triển lâu đời và hoạt động có hiệu quả. Trong khi đó, nhiều nước đang phát triển duy trì một hệ thống tỷ giá hối đoái kép. Thay vì chỉ có một mức tỷ giá duy nhất cho tất cả các giao dịch sử dụng ngoại tệ, một hệ thống tỷ giá kép sẽ quy định một mức tỷ giá thương mại cho các giao dịch trên tài khoản vãng lai và một mức tỷ giá tài chính cho những giao dịch trên tài khoản vốn. Sự tồn tại của hệ thống tỷ giá kép dẫn đến những vấn đề chính sách tài chính quốc tế của các nước đang phát triển khác với các nước phát triển, ít nhất là trong ngắn hạn. Một số mô hình về tỷ giá trước đây được xây dựng dựa trên giả định chỉ tồn tại một mức tỷ giá thị trường, được xác định dựa trên quan hệ cung cầu ngoại tệ trên thị trường ngoại hối. Đối với những nền kinh tế duy trì một chế độ tỷ giá kép, những mô hình này phải có những thay đổi nhất định. Vấn đề này được Gros (1988) tóm tắt như sau:

Có một số lượng đáng kể các nước duy trì một tỷ giá cho những giao dịch thương mại khác với giao dịch tài chính. Trong một hệ thống tỷ giá kép như vậy, ngân hàng trung ương thường chỉ thực hiện can thiệp để ổn định tỷ giá thương mại trên thị trường ngoại hối phục vụ cho mục tiêu xuất nhập khẩu. Việc ngân hàng trung ương không can thiệp chính thức đối với tỷ giá tài chính, đối với các giao dịch tài chính có nghĩa là tỷ giá tài chính phải biến động để đảm bảo duy trì cân bằng của tài khoản vốn. Vì vậy, hệ thống tỷ giá kép thường được thực hiện ở những nước phải đối mặt với những khó khăn lớn về cân cân thanh toán, thay thế cho các biện pháp quản lý vốn trực tiếp. Duy trì một hệ thống tỷ giá kép có thể là hữu ích vì nó tách thị trường hàng hoá khỏi những ảnh hưởng của những biến động liên quan và/hoặc ảnh hưởng đến tỷ giá trên thị trường tài chính... Tuy nhiên, trong thực tế, có thể tồn tại những mối liên hệ nhất định giữa tỷ giá thương mại và tỷ giá tài chính.

Nguồn: Gros (1988), trang 436.

2.3. Thị trường hối đoái song song

Một trong những hình thức khác của một hệ thống tỷ giá trong đó tồn tại hai mức tỷ giá khác nhau là một hệ thống tỷ giá trong

đó một mức tỷ giá chính thức song song tồn tại với một mức tỷ giá phi chính thức. Tỷ giá chính thức là tỷ giá hối đoái sử dụng trên thị trường ngoại hối chính thức, thường được ngân hàng trung ương công bố căn cứ vào tỷ giá giao dịch bình quân trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng. Tỷ giá phi chính thức là mức tỷ giá của các giao dịch trên thị trường chợ đen. Nói cách khác, thị trường hối đoái song song là một hiện tượng trong đó một thị trường hối đoái chính thức tồn tại song song với một thị trường ngầm, hoặc thị trường chợ đen. Trong trường hợp này, sự can thiệp của ngân hàng trung ương chỉ có nghĩa là can thiệp nhằm điều tiết tỷ giá chính thức trên thị trường ngoại hối. So với tỷ giá phi chính thức, tỷ giá chính thức thường được xác định theo hướng đánh giá cao đồng nội tệ. Sự tồn tại của thị trường hối đoái phi chính thức là một vấn đề phức tạp đối với các nước đang phát triển. Thực thi các chính sách kinh tế vĩ mô như chính sách tiền tệ, cân cán thanh toán trong điều kiện tồn tại thị trường ngoại hối phi chính thức sẽ nảy sinh nhiều vấn đề phức tạp hơn là các mô hình chuẩn tắc, xây dựng dựa trên những giả định gần gũi hơn với các nền kinh tế phát triển. Trong khi đó, năng lực hoạch định và thực thi chính sách kinh tế vĩ mô của chính phủ các nước đang phát triển thường hạn chế hơn so với chính phủ của các nước phát triển. Thực tế đó là một thách thức lớn đối với các nhà lập chính sách ở những nước đang phát triển, trong điều kiện tồn tại thị trường ngoại hối phi chính thức.

2.4. Thay thế tiền tệ

Trong những mô hình chuẩn tắc đã phân tích trong các bài trước ngầm định rằng mỗi quốc gia sẽ có một đồng tiền riêng, sử dụng trong phạm vi quốc gia và cư dân của quốc gia đó sẽ chỉ mua/bán ngoại tệ khi họ có nhu cầu thanh toán/nhận được các khoản thanh toán từ trao đổi thương mại hàng hoá dịch vụ hoặc từ các giao dịch tài chính khác. Tuy nhiên, thực tế ở nhiều quốc gia đang phát triển lại cho thấy một bức tranh hiện thực khác. Bên

cạnh đồng nội tệ sử dụng trong giao dịch, một hoặc một số đồng ngoại tệ cũng được sử dụng rất rộng rãi. Thực tế đó được gọi là hiện tượng thay thế tiền tệ. Lưu hành ngoại tệ song song với nội tệ trong nước tạo ra nhiều vấn đề phức tạp đối với việc thực thi chính sách tiền tệ, tỷ giá hối đoái của ngân hàng trung ương. Để giải thích lý do tồn tại hiện tượng này, cần phải có những thay đổi trong một số mô hình lý thuyết đơn giản hoá.

Trong khuôn khổ của bài này, chúng ta sẽ tập trung vào hai vấn đề chính là di chuyển vốn ngầm và nợ nước ngoài quá hạn. Việc tập trung nghiên cứu hai vấn đề này không phải vì chúng quan trọng hơn những vấn đề khác nêu trên. Lý do để chọn hai chủ đề này là chúng đều là những vấn đề có liên quan đến nợ nước ngoài - một đặc trưng của các nền kinh tế đang phát triển. Việc nghiên cứu di chuyển vốn ngầm và nợ nước ngoài quá hạn, cùng với Bài 1 của môn học này và Bài 8 trong môn học Tài chính Phát triển sẽ cung cấp một bức tranh khá toàn diện về nợ nước ngoài của các nước đang phát triển.

3. DI CHUYỂN VỐN NGẦM

3.1. Bản chất di chuyển vốn ngầm

3.1.1. Di chuyển vốn ngầm và dòng tư bản ra

Di chuyển vốn ngầm là một khái niệm có thể được hiểu theo nhiều cách thức khác nhau. Di chuyển vốn ngầm là một hiện tượng gắn với vay nợ nước ngoài ở một số nước đang phát triển. Nhiều lý thuyết kinh tế phát triển đã chỉ rõ thách thức lớn đối với các nền kinh tế phát triển là huy động vốn để tài trợ cho tăng trưởng kinh tế. Vay nợ nước ngoài là một cách thức để tài trợ cho thiếu hụt về vốn do tiết kiệm trong nước không đủ để tài trợ cho nhu cầu vốn đầu tư. Nói cách khác, vay nợ nước ngoài là biện pháp huy động tiết kiệm của nước ngoài, bổ sung cho tiết kiệm trong nước nhằm tài trợ cho tăng trưởng kinh tế. Một câu hỏi đặt

ra là:

- *Trong môn học kinh tế vĩ mô, có một đồng nhất thức quan trọng thể hiện mối quan hệ giữa tài khoản vãng lai với đầu tư và tiết kiệm. Đồng nhất thức này là gì?*

Đồng nhất thức này được đề cập trong phần đầu tiên của môn học kinh tế vĩ mô về hệ thống tài khoản quốc gia: $M - X = I - S$. Trong đồng nhất thức này, dòng vốn vào tương đương với thâm hụt tài khoản vãng lai chính là nguồn vốn vay nợ để tài trợ cho thiếu hụt giữa tiết kiệm trong nước và nhu cầu vốn đầu tư. Rất nhiều các công trình nghiên cứu (McDonald - 1982; Bardhan - 1967; Hamada - 1969...) đã chứng tỏ rằng để đạt được mục tiêu tăng trưởng nhanh, các nước đang phát triển không thể chỉ dựa vào tiết kiệm trong nước. Vay nợ nước ngoài là một cách thức huy động vốn cần thiết cho tăng trưởng.

Tuy nhiên, những lý thuyết này không giải thích lý do tại sao một nước đang phát triển lại đồng thời tìm kiếm các nguồn vốn vay từ nước ngoài trong khi vẫn đầu tư ra nước ngoài. Trong một số nghiên cứu vào đầu thập kỷ 1980, nhiều tác giả như Dornbusch (1984), Cuddington (1985) đã chỉ ra một số bằng chứng của hiện tượng tư bản di chuyển ra (mà các tác giả này quan niệm là di chuyển vốn ngầm) và cho rằng, di chuyển vốn ngầm có tác hại nghiêm trọng đến các nền kinh tế đang phát triển. Những ảnh hưởng tiêu cực chủ yếu của di chuyển vốn ngầm được chỉ ra gồm: tăng tổng số nợ nước ngoài; thất thu thuế cho ngân sách; chuyển nhượng ròng tài sản ra nước ngoài và giảm đầu tư trong nước.

Như vậy, theo quan điểm này, *di chuyển vốn ngầm là hiện tượng một nước đang phát triển đồng thời có dòng di chuyển vốn vào (dưới dạng vay nợ, đầu tư nước ngoài) và dòng tư bản di chuyển ra khỏi nước đó*. Nói cách khác, di chuyển vốn ngầm là dòng vốn di chuyển ra. Theo Dornbusch (1984), di chuyển vốn ngầm là kết quả của hai quá trình thực hiện bởi hai tác nhân là chính phủ và khu vực tư nhân xảy ra song song. Trong khi chính phủ vay nợ từ

nước ngoài để tài trợ cho tăng trưởng thì khu vực tư nhân lại chuyển vốn ra nước ngoài. Ở đây, cần đặt ra một câu hỏi là:

- *Cần có giả định gì để cách giải thích của Dornbusch là có thể chấp nhận được?*

Về bản chất, Dornbusch đã có một giả định ngầm rằng vay nợ của khu vực chính phủ không có liên quan gì đến hành vi của khu vực tư nhân. Vì vậy, trong khi chính phủ vay nợ để tài trợ cho tăng trưởng thì khu vực tư nhân vẫn chuyển vốn ra nước ngoài. Đây là một giả định khá mạnh. Trong thực tế, chính phủ các nước đang phát triển thiếu vốn tài trợ cho tăng trưởng, đồng thời khu vực tư nhân cũng có nhu cầu vay nợ nước ngoài để tài trợ cho hoạt động kinh doanh. Vay nợ của chính phủ phản ánh mất cân bằng nói chung về nhu cầu đầu tư trong nền kinh tế, vì vậy, vay nợ chính phủ sẽ có ảnh hưởng đến hành vi của khu vực tư nhân.

Khác với Dornbusch (1984), nhiều nhà nghiên cứu đã đưa ra cách giải thích khác về di chuyển vốn ngầm. Sachs (1983), Sachs & Coden (1982), Eaton & Gersovitz (1981) quan niệm rằng, di chuyển vốn ngầm là luồng vốn di chuyển ra. Tuy nhiên, các công trình nghiên cứu này xem xét trường hợp cả chính phủ và khu vực tư nhân đều có thể đồng thời vừa vay nợ nước ngoài, vừa đầu tư ra nước ngoài. Những nghiên cứu này không giải thích rõ tại sao khu vực tư nhân lại đồng thời vừa tìm kiếm các nguồn vốn tài trợ từ nước ngoài vừa di chuyển vốn ra nước ngoài.

3.1.2. Di chuyển vốn ngầm và cán cân thanh toán

Quan niệm về di chuyển vốn ngầm đề cập trong phần 3.1.1 không phân biệt giữa di chuyển vốn ngầm và dòng vốn đầu tư từ các nước đang phát triển ra nước ngoài là kết quả của các quyết định đa dạng hoá danh mục đầu tư. Về nguyên tắc, đa dạng hoá danh mục đầu tư là một biện pháp đầu tư tài chính khôn ngoan. Đa dạng hoá danh mục đầu tư là một nội dung hoạt động cơ bản của các tổ chức trung gian tài chính. Không có bất kỳ lý do gì ngăn

cần các nhà đầu tư của các nước đang phát triển tối đa hoá thu nhập tương ứng với một mức rủi ro trung bình nào đó thông qua quyết định đa dạng hoá danh mục đầu tư, thực hiện các dự án đầu tư, mua các tài sản tài chính ở nước ngoài.

Di chuyển vốn ngầm theo quan điểm của những nhà nghiên cứu khác (Dooley - 1988; Harris - 1996) là một hiện tượng gắn với vấn đề chính trị và luật pháp. Những nghiên cứu này, cùng với nhiều nghiên cứu khác, đã chỉ ra rằng, trong thời kỳ từ năm 1973 đến 1982 (trước khủng hoảng nợ 1982), mặc dù nhiều nước đang phát triển vay nợ rất lớn từ nước ngoài nhưng một tỷ lệ đáng kể dòng vốn di chuyển vào không được sử dụng cho đầu tư mà lại di chuyển ra. Một phần của dòng vốn di chuyển ra này được thống kê trong các giao dịch trên tài khoản vốn, nhưng phần lớn là không được thống kê và nằm ngoài sự quản lý của chính quyền. Về nguyên tắc, các chính phủ tìm cách ngăn chặn hiện tượng này. Nhưng khu vực tư nhân, hoặc thậm chí khu vực kinh tế nhà nước vẫn di chuyển vốn ra nước ngoài trái với quy định. Phần di chuyển vốn ra thống kê được trong các giao dịch trên tài khoản vốn thông thường là kết quả của các quyết định đa dạng hoá danh mục đầu tư. Và vì những giao dịch dạng này có thể thống kê được nên về nguyên tắc, nó thuộc phạm vi mà một chính phủ có thể kiểm soát. Tuy nhiên, phần lớn dòng di chuyển vốn ra không được thống kê trên tài khoản vốn, vì vậy, được gọi là di chuyển vốn ngầm. Khác với dòng vốn di chuyển ra do kết quả của đa dạng hoá danh mục đầu tư, di chuyển vốn ngầm là một hiện tượng không mong muốn, có ảnh hưởng tiêu cực đến nền kinh tế. Như vậy, khi một nước rơi vào trạng thái có di chuyển vốn ngầm thì vay nợ của chính phủ là một kênh cung cấp ngoại tệ cho khu vực tư nhân chuyển vốn ra nước ngoài, nhiều khi là dưới dạng các tài khoản tiết kiệm gửi tại một ngân hàng tư nhân nước ngoài nào đó.

Cụ thể hơn, Dooley (1988) cho rằng di chuyển vốn ngầm là tích lũy các khoản thu nhập của cư dân một nước đối với tài sản họ sở hữu ở nước ngoài nhưng không được thống kê trong cán cân

thanh toán của nước đó (để hiểu rõ hơn về định nghĩa này của Dooley, cần xem lại quan niệm về cư dân trong thống kê cán cân thanh toán đề cập trong Bài 3). Theo quan niệm này, di chuyển vốn ngầm có thể đo lường bằng cách tính toán chênh lệch giữa thu nhập từ tài sản ở nước ngoài dưới dạng các khoản lãi suất, lợi nhuận, cổ tức báo cáo và thu nhập kỳ vọng từ tất cả các tài sản sở hữu ở nước ngoài tại mức lãi suất thị trường. Phần thu nhập từ tài sản ở nước ngoài dưới dạng các khoản lãi suất, lợi nhuận, cổ tức thu được được báo cáo là các khoản thu nhập từ những khoản vốn di chuyển ra nước ngoài được ghi trên cán cân thanh toán. Phần thu nhập kỳ vọng từ tất cả các tài sản sở hữu ở nước ngoài tại mức lãi suất thị trường là toàn bộ nguồn thu nhập kỳ vọng từ tất cả các nguồn vốn được di chuyển ra nước ngoài, kể cả những khoản vốn được thống kê và không thống kê trên cán cân thanh toán. Chênh lệch này phản ánh thu nhập từ di chuyển vốn ngầm tại mức lãi suất trung bình của thị trường. Cần lưu ý rằng, di chuyển vốn ngầm, theo quan niệm của Dooley, không nhất thiết xuất phát từ thay đổi trong tổng giá trị tài sản nước ngoài mà có thể chỉ xuất phát từ thay đổi trong thu nhập từ tài sản nước ngoài không thuộc phạm vi kiểm soát của các cấp chính quyền. Câu hỏi đặt ra ở đây là:

Quan niệm nào về di chuyển vốn ngầm là chính xác hơn? di chuyển vốn ngầm là dòng vốn di chuyển ra, hay di chuyển vốn ngầm là phần vốn di chuyển ra nằm ngoài sự kiểm soát của các nhà chức trách?

Có thể thấy rằng, quan niệm di chuyển vốn ngầm phân tích trong phần 3.1.2 chính xác hơn so với quan niệm về di chuyển vốn ngầm trong phần 3.1.1. Theo phần 3.1.2, di chuyển vốn ngầm chỉ là một phần của dòng vốn di chuyển ra. Cách quan niệm như vậy cũng gợi ra một cách thức có thể sử dụng một cách khá đơn giản để tính toán di chuyển vốn ngầm trong các nghiên cứu thực nghiệm. Nếu hiểu di chuyển vốn ngầm là dòng vốn di chuyển ra thì di chuyển vốn ngầm là hiện tượng có cả ở những nước phát triển và

các nước đang phát triển. Tuy nhiên, nếu hiểu di chuyển vốn ngầm theo Dooley (1988) thì di chuyển vốn ngầm là một hiện tượng tài chính gắn với các nền kinh tế đang phát triển.

3.2. Bằng chứng về di chuyển vốn ngầm

Theo hai cách quan niệm về di chuyển vốn ngầm như phần 3.1, phần này sẽ đưa ra một số bằng chứng thực nghiệm về sự tồn tại của di chuyển vốn ngầm theo cả hai cách. Phần 3.2.1 trình bày dẫn chứng thực tế về di chuyển vốn ngầm, trong đó di chuyển vốn ngầm được đo bằng luồng vốn di chuyển ra. Phần 3.2.2 đưa ra một cách tính khác trong đó di chuyển vốn ngầm được hiểu theo Dooley (1988).

3.2.1. Di chuyển vốn ngầm và luồng vốn di chuyển ra

Vì không có những số liệu đầy đủ về đầu tư ra nước ngoài của các nước đang phát triển, số liệu về luồng vốn di chuyển ra chỉ có thể tính bằng những phương pháp gián tiếp. Dooley và một số tác giả khác (1983) ước tính dòng vốn di chuyển ra ở một số nước đang phát triển bằng cách lấy tổng giá trị của các khoản nợ nước ngoài trừ đi thâm hụt tài khoản vãng lai và tài sản ròng của ngân hàng trung ương và hệ thống các ngân hàng thương mại. Cuddington (1985) tính dòng vốn di chuyển ra bằng cách lấy tổng dòng vốn ngắn hạn di chuyển ra của khu vực tư nhân trên tài khoản vốn cộng thêm với phần sai số và các khoản bỏ qua khi ước tính trong thống kê cân cân thanh toán. Kết quả của ước tính dòng vốn di chuyển ra trong hai nghiên cứu này được tóm tắt lại trong Bảng 8.1 sau.

So sánh giữa thay đổi lũy kế trong tổng giá trị các khoản nợ (cột 1) và giá trị lũy kế của thâm hụt tài khoản vãng lai (cột 2) cho thấy chỉ có một phần giá trị vay nợ nước ngoài được sử dụng tài trợ thâm hụt các tài khoản vãng lai. Sau khi đã loại trừ thay đổi trong dự trữ ngoại tệ, ở tất cả các nước, trừ Chilê đều có dòng vốn

di chuyển ra (cột 3) với tỷ lệ so với thay đổi lũy kế của tổng giá trị các khoản nợ trung bình là 35%. Vênêxueela có tỷ lệ cao nhất là gần 95% (cột 4).

Mặc dù có chênh lệch so với Dooley và một số tác giả khác (1983), ước tính của Cuddington (1995) (trong cột 5, 6) khẳng định giá trị đáng kể của dòng vốn di chuyển ra. Nhìn chung, kết quả tính toán của Cuddington thấp hơn so với Dooley và một số tác giả khác. Sự khác biệt này là vì Cuddington chỉ tính vốn ngắn hạn của khu vực tư nhân đầu tư ra nước ngoài mà không tính đến các khoản vốn di chuyển ra trong giai đoạn trung và dài hạn.

Bảng 8.1. Ước tính nợ nước ngoài, dòng vốn di chuyển ra của một số nước đang phát triển, thời kỳ 1974 - 1983 (đơn vị: tỷ US\$).

	(1)	(2)	(3)	(4) (%)	(5)	(6) (%)
Achentina	32,6	10,1	20,2	62,0	15,3	47,0
Braxin	93,5	83,4	11,4	12,2	0,2	0
Chilê	15,4	12,8	0	0	-1,9	-1,3
Hàn Quốc	33,6	21,9	5,9	17,6	0,6	2,0
Mêhicô	82,6	46,4	36,3	44,4	32,7	40,0
Peru	10,7	6,6	3,1	29,0	1,2	11,0
Philippin	19,9	13,6	3,9	19,6	N/a	N/a
Vênêzuêla	27,0	-7,6	25,5	94,4	10,8	40,0

Trong đó:

(1) là thay đổi lũy kế trong tổng giá trị các khoản nợ; (2) là giá trị lũy kế của thâm hụt tài khoản vãng lai; (3) là lũy kế di chuyển vốn ra không công khai; (4) là tỷ lệ dòng vốn di chuyển ra/thay đổi của tổng giá trị các khoản nợ; (5) di chuyển vốn ngầm lũy kế; (6) Tỷ lệ di chuyển vốn ngầm/thay đổi của tổng giá trị các khoản nợ.

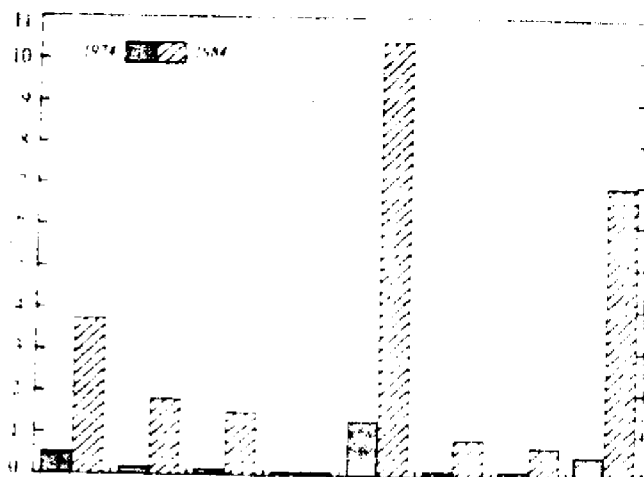
Cột 1, 2, 3 và 4 trích từ Dooley và các tác giả khác (1983).

Cột 5 và 6 trích từ Cuddington (1985).

Dấu trừ trong cột 5 và 6 (trường hợp của Chile) là di chuyển vốn vào; dấu trừ trong cột 2 (Venezuela) là thặng dư tài khoản vãng lai và n/a là không có kết quả ước tính.

Dooley (1988) đưa ra một dẫn chứng gián tiếp khác về sự tồn tại của di chuyển vốn ngầm thông qua so sánh sự thay đổi của tổng giá trị các tài khoản tiền gửi của khu vực phi tài chính của các nước đang phát triển trong hệ thống ngân hàng Mỹ trong hai năm 1974 và 1984. Dẫn chứng này được vẽ lại trong Đồ thị 8.1.

Đồ thị 8.1. Tiền gửi của khu vực phi tài chính tại ngân hàng Mỹ 1974 và 1984



Argentina, Braxin, Chilê, Hàn Quốc, Mêhicô, Peru, Philippin và Vênêzuêla

Có thể thấy rằng, ngoại trừ trường hợp của Hàn Quốc, tổng giá trị các tài khoản tiền gửi của khu vực phi tài chính của các nước đang phát triển trong hệ thống ngân hàng Mỹ đã tăng nhanh chóng trong thời gian từ năm 1973 đến 1984. Trong thời gian này, tổng giá trị các tài khoản tiền gửi của khu vực phi tài chính của Mêhicô trong hệ thống ngân hàng Mỹ tăng gần 10 lần, ở Vênêzuêla thậm chí còn tăng đến gần 12 lần. Điều đó phản ánh một thực tế là di chuyển vốn ngầm ở các nền kinh tế này đã tăng nhanh chóng. Như vậy, trong khi những nước này gia tăng vay nợ từ nước ngoài thì giá trị các tài khoản tiền gửi của khu vực tư nhân những nước này cũng tăng lên rất nhanh.

3.2.2. Di chuyển vốn ngầm và cán cân thanh toán

Phần này phân tích kết quả tính toán của Dooley (1988) về giá trị của di chuyển vốn ngầm. Khác với phần 3.2.1, di chuyển vốn ngầm trong phần này được định nghĩa là tích lũy các khoản thu nhập của cư dân một nước đối với tài sản họ sở hữu ở nước ngoài nhưng không được thống kê trong cán cân thanh toán của nước đó. Theo quan niệm này, để tính toán được giá trị di chuyển vốn ngầm cần phải tính được tổng giá trị tài sản sở hữu của cư dân một nước ở nước ngoài, kể cả tài sản trong và ngoài phạm vi thống kê cán cân thanh toán. Cản trở chính trong việc ước tính giá trị di chuyển vốn ngầm là tính thiếu tin cậy và không đầy đủ về số liệu. Vì vậy, Dooley cũng sử dụng một cách tính gián tiếp.

Cột 1 của Bảng 8.2 thể hiện tổng giá trị của các tài sản nước ngoài của khu vực tư nhân và khu vực công cộng được tích lũy kể theo số liệu báo cáo trên cán cân thanh toán. Cột 2 ghi lại giá trị ước tính của sai số và các khoản tính toán được nhưng không đưa vào trong thống kê cán cân thanh toán. Một phần giá trị của khoản mục này thường gắn với tích lũy các tài sản tài chính ở nước ngoài là kết quả của di chuyển vốn ngầm. Cột 3 là tổng giá trị của cột 1 và 2, thể hiện luồng vốn di chuyển ra ước tính theo số liệu của cán cân thanh toán.

Tuy nhiên, một điều dễ nhận thấy là kết quả ước tính ở cột 3 có thể thấp hơn rất nhiều so với tổng giá trị của các tài sản nước ngoài (cột 5). Điều này có thể suy ra từ thực tế thống kê cán cân thanh toán thường đánh giá thấp giá trị các khoản vay nợ nước ngoài. Trong số các nước thuộc phạm vi nghiên cứu, tổng giá trị nợ nước ngoài theo số liệu thống kê của cán cân thanh toán chỉ bằng khoảng 60% tổng giá trị nợ nước ngoài do Ngân hàng thế giới ước tính. Giả sử rằng, số liệu của WB là đáng tin cậy, chắc chắn phải có một khoản thanh toán cân bằng nào đó bằng với phần chênh lệch giữa thống kê cán cân thanh toán và ước tính của WB. Cột 4 thể hiện phần chênh lệch này đối với các quốc gia

nghiên cứu. Theo phân tích ở trên, giá trị trong cột 4 là giá trị các tài sản tài chính nước ngoài không được thông kê trong cân cân thanh toán. Như vậy, cột 5 là tổng của cột 3, và 4 là tổng giá trị tài sản ở nước ngoài của các nước nghiên cứu.

**Bảng 8.2. Cách ước tính tổng giá trị tài sản nước ngoài
1977-1984 (tỷ US\$)**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
1977	37,2	2,4	39,6	24,2	63,8
1978	46,8	0,7	47,5	32,7	80,1
1979	58,0	-2,3	55,8	43,4	99,1
1980	63,4	3,3	66,7	56,0	122,8
1981	71,5	14,1	85,7	56,4	142,1
1982	62,7	23,1	85,8	60,2	146,0
1983	68,1	25,1	93,2	66,9	160,1
1984	88,0	23,7	111,7	71,1	182,8

Trong đó:

- (1) Là tổng giá trị của các tài sản nước ngoài của khu vực tư nhân và khu vực công cộng được tính lũy kế theo số liệu báo cáo trên cân cân thanh toán;
- (2) Là giá trị ước tính của sai số và các khoản tính toán được nhưng không đưa vào trong thống kê cân cân thanh toán;
- (3) Là tổng của cột 1 và 2;
- (4) Là phần chênh lệch giữa số liệu thống kê của tổng giá trị nợ nước ngoài trong cân cân thanh toán và ước tính của WB;
- (5) Là tổng của cột 3 và 4 là tổng giá trị tài sản ở nước ngoài của các nước nghiên cứu.

Bảng 8.3. Tỷ lệ thu nhập từ tài sản nước ngoài theo các cách tính khác nhau, 1977-1984

	(1)	(2)	(3)	(4)
1977	4,3	4,0	2,5	6,6
1978	5,7	5,6	3,3	8,2
1979	7,3	7,6	4,3	10,6
1980	10,3	9,7	5,3	12,7
1981	11,6	9,7	5,9	14,4
1982	10,5	7,7	4,5	12,0
1983	6,8	4,9	2,9	9,7
1984	7,4	5,9	3,6	10,7

Trong đó:

- (1). Là tỷ lệ thu nhập bình quân gia quyền của tổng giá trị các tài sản nước ngoài được thống kê trong cán cân thanh toán. Tỷ lệ này được tính bằng thu nhập nhận được từ đầu tư/giá trị tài sản nước ngoài khác đầu tư trực tiếp, tính lũy kế theo cán cân thanh toán (cột 1, Bảng 8.2);
- (2). Là tỷ lệ thu nhập bình quân gia quyền của tổng giá trị tài sản nước ngoài được thống kê trong cán cân thanh toán và phần sai số. Tỷ lệ này được tính bằng thu nhập nhận được từ đầu tư/ tổng giá trị tài sản nước ngoài được thống kê trong cán cân thanh toán và phần sai số (cột 3, Bảng 8.2);
- (3). Là tỷ lệ thu nhập bình quân gia quyền của tổng giá trị tài sản nước ngoài tính cả phần được thống kê và không được thống kê trong cán cân thanh toán. Tỷ lệ này được tính bằng thu nhập nhận được từ đầu tư/ tổng giá trị tài sản nước ngoài tính cả phần được thống kê và không được thống kê trong cán cân thanh toán (cột 5, Bảng 8.2);
- (4). Là tỷ lệ thu nhập thị trường bình quân gia quyền từ tất cả các tài sản nước ngoài được tính theo mức lãi suất thị trường bình quân gia quyền.

Bước tiếp theo trong cách tính di chuyển vốn ngầm là so sánh giữa thu nhập từ đầu tư được thống kê trong cán cân thanh toán với thu nhập từ tài sản nước ngoài theo các cách ước tính khác nhau như trong Bảng 8.2. Cột 1, 2, 3 của Bảng 8.3 là tỷ lệ thu nhập bình quân gia quyền từ tài sản nước ngoài theo các cách tính tổng giá trị tài sản nước ngoài tương ứng trong các cột 1, 3, và 5 của Bảng 8.2. Tỷ lệ thu nhập này được so sánh với tỷ lệ thu nhập bình quân gia quyền tính theo mức lãi suất thị trường của tổng giá trị tài

sản nước ngoài, thể hiện trong cột 4. So sánh giữa tỷ lệ thu nhập trong các cột 1, 2, 3 với tỷ lệ thu nhập thị trường trong cột 4 có thể thấy rằng chỉ có tỷ lệ thu nhập từ tổng giá trị tài sản nước ngoài tính theo số liệu thống kê của cán cân thanh toán có giá trị gần tương đương với tỷ lệ thu nhập thị trường ước tính cho tổng giá trị tài sản nước ngoài. Việc tính thêm sai số thống kê và các khoản ngoài cán cân thanh toán, và tính thêm giá trị các tài sản nước ngoài không được thống kê trong cán cân thanh toán làm giảm đáng kể tỷ lệ thu nhập từ tài sản nước ngoài so với tỷ lệ thu nhập thị trường.

Hiện tượng này có thể được lý giải theo hai khả năng khác nhau. *Thứ nhất*, số liệu về các khoản thu nhập từ đầu tư là thiếu chính xác. Ở nhiều quốc gia trong đó có Mỹ, những khoản thu nhập từ đầu tư thường không được tính bằng những báo cáo trực tiếp mà là kết quả ước tính thu nhập từ tổng giá trị tài sản nước ngoài tại mức lãi suất thị trường. Khi thống kê theo nguyên tắc này, nếu giá trị tài sản nước ngoài sử dụng trong ước tính lại dựa vào thống kê trong cán cân thanh toán thì một điều dễ hiểu là thu nhập đầu tư ước tính sẽ bị đánh giá thấp hơn so với giá trị thực tế của nó. Trong trường hợp này, cần có sự điều chỉnh nhất định các số liệu thống kê trong cán cân thanh toán, nhất là khi số liệu sẵn có cho thấy giá trị các khoản nợ của cư dân nước ngoài với cư dân của nước đang nghiên cứu là đáng kể. Đối với những trường hợp như vậy, giải pháp tối ưu là thu thập thông tin về giá trị tài sản sở hữu của cư dân một nước và các khoản nợ nước ngoài của chính nước đó. Trong trường hợp việc đánh giá thấp thu nhập từ đầu tư chỉ đơn thuần là do đánh giá thấp giá trị tài sản nước ngoài, thì cung cấp thông tin chính xác hơn về giá trị tài sản nước ngoài sẽ cải thiện đáng kể kết quả ước tính thu nhập từ đầu tư.

Khả năng thứ hai có thể nhận xét từ Bảng 8.3 là tồn tại một phần đáng kể thu nhập từ tài sản nước ngoài không được báo cáo và nằm ngoài sự kiểm soát của các cấp chính quyền. Nói cách khác,

chênh lệch đáng kể giữa cột 2, 3 và 4 của Bảng 8.3 gợi ý rằng tồn tại di chuyển vốn ngầm với giá trị đáng kể.

Tuy nhiên, cần lưu ý rằng tất cả những dẫn chứng phân tích ở trên về sự tồn tại của di chuyển vốn ngầm ở các quốc gia đang phát triển đều chỉ dựa trên những cách tính toán gián tiếp. Tính chất không kiểm soát được của di chuyển vốn ngầm làm cho việc thu thập số liệu về di chuyển vốn ngầm là rất khó khăn. Vì vậy, những nhận xét đưa ra trong phần này cần được nhìn nhận một cách thận trọng.

3.3. Giải thích về di chuyển vốn ngầm

3.3.1. Chênh lệch rủi ro và di chuyển vốn ngầm

Trước khi xem xét ý nghĩa của rủi ro đối với di chuyển vốn ngầm, một câu hỏi đặt ra là:

- *Trong mô hình Mundell-Fleming, rủi ro có ảnh hưởng đến di chuyển vốn giữa các nước hay không?*

Trong mô hình Mundell-Fleming, chênh lệch về lãi suất là nhân tố duy nhất quyết định di chuyển vốn quốc tế. Trong điều kiện vốn tự do di chuyển quốc tế, chênh lệch dương giữa lãi suất trong nước và lãi suất quốc tế dẫn đến luồng vốn di chuyển vào và ngược lại. Mô hình này đã ngầm giả định rằng các nhà đầu tư đánh giá rủi ro ở các quốc gia đều giống nhau. Trong trường hợp các nhà đầu tư nước ngoài đánh giá rủi ro đầu tư vào thị trường nước sở tại cao hơn so với mức rủi ro ở nước ngoài, khi đó, chênh lệch lãi suất trong nước với lãi suất nước ngoài phải đạt đến một mức nhất định đủ bù đắp cho việc chấp nhận rủi ro cao thì mới xuất hiện dòng di chuyển vốn vào. Qua đó, có thể thấy rằng, mô hình Mundell-Fleming đã được đơn giản hoá rất nhiều để phân tích ảnh hưởng của các chính sách trong điều kiện một nền kinh tế mở, quy mô nhỏ, dưới các chế độ tỷ giá cố định và chế độ tỷ giá thả nổi. Vấn đề đang xem xét là di chuyển vốn ngầm không thể

giải thích được nếu căn cứ vào cơ sở lý thuyết của mô hình Mundell-Fleming.

Các tác giả Khan và Ul Haque (1985), xây dựng một mô hình lý thuyết dựa trên giả định cho rằng rủi ro đầu tư vào các nước đang phát triển thường được đánh giá cao hơn rủi ro đầu tư vào các nước phát triển. Lý do của hiện tượng này xuất phát từ đặc tính phân biệt các nước đang phát triển với các nước phát triển. Đầu tư vào các nền kinh tế phát triển có rủi ro thấp hơn vì ở những nước này tồn tại một hệ thống các thể chế pháp lý và quy định về đầu tư tương đối hoàn chỉnh và ổn định, các khu vực thị trường vận hành theo quy luật cạnh tranh và đặc biệt là khả năng tài sản đầu tư bị tịch biên, quốc hữu hoá là rất nhỏ so với ở các nước đang phát triển. Ngược lại, đầu tư vào các nền kinh tế đang phát triển có nghĩa là các nhà đầu tư phải chấp nhận chi phí giao dịch lớn hơn, chi phí bảo hiểm rủi ro đầu tư cao hơn, nhất là đối với những nền kinh tế đang phát triển thiếu ổn định về chính trị, hoặc có sự mâu thuẫn chính trị giữa các đảng phái, xung đột sắc tộc thì mức độ rủi ro đầu tư sẽ càng cao.

Trong điều kiện rủi ro đầu tư vào các nền kinh tế đang phát triển được đánh giá là cao hơn so với rủi ro đầu tư vào những nước phát triển, các nhà đầu tư trong nước sẽ có động lực để thực hiện di chuyển vốn ngầm. Mặc dù, đầu tư trong nước có khả năng mang lại lợi nhuận cao tương ứng với rủi ro cao, các nhà đầu tư trong nước vẫn mong muốn di chuyển vốn ra nước ngoài để đảm bảo một tỷ lệ thu nhập rủi ro thấp hoặc không có rủi ro (nếu di chuyển vốn ra nước ngoài đầu tư vào những tài sản không rủi ro). Khan và Ul Haque (1985) đã xây dựng một mô hình lý thuyết dựa trên quan điểm trong đó giả định là các cá nhân giả định là tối đa hoá lợi ích trong điều kiện có những ràng buộc nhất định. Sử dụng các hàm về độ thoả dụng cá nhân với giả định hai giai đoạn thời gian, Khan và Ul Haque (1985) đã đưa ra điều kiện giải thích di chuyển vốn ngầm dựa trên sự chênh lệch về rủi ro đầu tư vào các nước đang phát triển và các nước phát triển. Mô hình của

Khan và Ul Haque (1985) gồm những kỹ thuật biến đổi phức tạp, vì vậy, Bài 8 này không đi vào chi tiết của mô hình. Trước khi chuyển sang phần 3.3.2, một câu hỏi quan trọng cần đặt ra là:

- *Theo quan điểm của Khan và Ul Haque (1985), di chuyển vốn ngầm có loại trừ dòng vốn di chuyển ra là kết quả của quyết định đa dạng hoá danh mục đầu tư hay không?*

Có thể thấy rằng mô hình của Khan và Ul Haque (1985) dựa trên quan niệm cho rằng di chuyển vốn ngầm là dòng vốn di chuyển ra tồn tại song song với dòng vốn di chuyển vào dưới dạng các khoản vay nợ, đầu tư nước ngoài, thâm hụt tài khoản vãng lai. Như vậy, khác với quan điểm của Dooley (1988), di chuyển vốn ngầm theo Khan và Ul Haque (1985) không phân biệt giữa di chuyển vốn ngầm và dòng vốn di chuyển ra là kết quả của các quyết định đa dạng hoá danh mục đầu tư. Nói cách khác, di chuyển vốn ngầm theo quan điểm của Khan và Ul Haque (1985) không gắn với tính chất không thống kê được, không kiểm soát được của các dòng vốn di chuyển ngầm.

3.3.2. Mô hình kiểm định di chuyển vốn ngầm

Phần này trình bày mô hình của Dooley (1988) về các nhân tố ảnh hưởng đến quy mô di chuyển vốn ngầm ở một nước đang phát triển: lạm phát, thuế và thương mại rủi ro. Khi chính phủ một nước đối mặt với thâm hụt ngân sách, áp dụng bổ sung hoặc tăng các khoản thuế dưới nhiều cách thức khác nhau là một sự lựa chọn phổ biến. Những khoản thuế này có xu hướng làm giảm thu nhập từ đầu tư trong nước. Vì vậy, bất kỳ một nguyên nhân nào đe dọa cân bằng ngân sách của chính phủ đều có thể dẫn đến khả năng chính phủ tìm kiếm các nguồn bổ sung ngân sách mới. Giá trị của những nguồn thu bổ sung phụ thuộc vào mức độ thay đổi của thuế, giá trị của các khoản chịu thuế và khả năng đối tượng nộp thuế có thể trốn được nghĩa vụ thuế. Như vậy, nếu vì một nguyên nhân nào đó mà chính phủ cần tài trợ cho các khoản chi tiêu công

động thì tăng thuế, làm giảm thu nhập, tăng rủi ro đầu tư trong nước sẽ dẫn đến động lực thúc đẩy các cá nhân tránh thuế bằng cách di chuyển vốn ra nước ngoài, hoặc thanh lý những tài sản thuộc diện chịu thuế để chuyển sang các hình thức đầu tư ở trong nước.

Lạm phát cung cấp cho các nhà lập chính sách một nguồn bổ sung cho chi tiêu từ thuế lạm phát. Tuy nhiên, giá trị của khoản thuế lạm phát này phụ thuộc vào các tài sản nợ được tính bằng đồng nội tệ tại mức lãi suất không được điều chỉnh do lạm phát và khả năng người chủ của những khoản nợ này có thể chuyển đổi sang các tài sản khác để tránh thuế lạm phát. Trong trường hợp này, lạm phát là động lực để các cá nhân chuyển những tài sản tính bằng nội tệ sang những tài sản tính bằng ngoại tệ, không chịu ảnh hưởng của lạm phát. Nếu ngân hàng trung ương thực hiện các biện pháp quản lý ngoại hối chặt chẽ thì khả năng cá nhân trong nước có thể chuyển đổi từ các tài sản tính theo nội tệ sang các tài sản tính theo ngoại tệ là rất nhỏ. Trong trường hợp đó, cư dân trong nước muốn tránh được thuế lạm phát chỉ có biện pháp di chuyển vốn ra nước ngoài. Tuy nhiên, dòng di chuyển vốn ra nước ngoài cũng có thể diễn ra đồng thời với một dòng di chuyển vốn vào. Lý do của hiện tượng này là do cư dân nước ngoài có thể tận dụng cơ hội giá của các tài sản trong nước xuống thấp (vì cư dân trong nước thanh lý tài sản bằng nội tệ để di chuyển vốn ra nước ngoài tránh rủi ro lạm phát). Cư dân nước ngoài, không giống như cư dân trong nước có thể mua những tài sản trong nước được tính bằng ngoại tệ. Như vậy, bằng cách di chuyển vốn vào, cư dân nước ngoài có thể mua tài sản trong nước nhưng không phải chịu rủi ro từ lạm phát. Trong trường hợp này, giá trị ròng của dòng vốn di chuyển ra phụ thuộc vào quy mô của di chuyển vốn ngầm và quy mô của dòng vốn di chuyển vào.

Những phân tích trên đây cho thấy lạm phát, rủi ro, hệ thống thuế là những nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến di chuyển vốn ngầm. Nhận xét này của Dooley cũng phù hợp với kết quả nghiên

cứu của một số tác giả khác. Edwards (1984) và Cuddington (1986) đều đánh giá lạm phát, rủi ro có nguồn gốc từ thay đổi tỷ giá là một nhân tố ảnh hưởng mạnh đến di chuyển vốn ngầm.

Những nhân tố trên được Dooley (1988) mô hình hoá theo các biến số sau. Thứ nhất, lạm phát trong nước, ký hiệu là *INF*, mô tả mức độ chính phủ có thể đánh thuế các tài sản tài chính thông qua điều chỉnh lạm phát/cung tiền. Thứ hai là tài chính kiểm chế, *FR*, là chênh lệch đã được điều chỉnh để loại bỏ sự thay đổi trong tỷ giá giữa lãi suất ngắn hạn của các tài sản được tính bằng USD và lãi suất tiền gửi áp dụng cho các khoản tiền gửi bằng nội tệ. Nếu chênh lệch này có giá trị dương thì những khoản tiền gửi này dễ bị ảnh hưởng tiêu cực của lạm phát. Sự tồn tại của chênh lệch lãi suất này là một động lực thúc đẩy cư dân trong nước di chuyển vốn ngầm ra nước ngoài. Thứ ba là thưởng rủi ro, *RP*, đối với các khoản nợ nước ngoài. *RP* được định nghĩa là mức độ rủi ro mà cư dân nước ngoài cho là rủi ro mà họ sẽ phải chịu do khả năng có thể bị chính quyền sở tại đánh thuế (thuế ở đây được hiểu hoặc là một khoản thuế cụ thể nào đó do chính phủ sở tại bổ sung/nâng thuế, hoặc thuế lạm phát). Sử dụng số liệu hàng năm của sáu nước (Argentina, Brazil, Chile, Mexico, Philippin và Venezuela) trong thời kỳ từ 1978-1983, Dooley (1988) đưa ra kết quả ước lượng OLS sau đây:

$$CF = 23.10 INF + 18.91 FR - 1.12 RP \quad (1)$$

(4.34) (4.09) (-1.66) ($R^2 = 0.83$)

Trong đó:

CF là di chuyển vốn ngầm, được tính bằng giá trị thu nhập từ đầu tư (là tỷ lệ thu nhập thị trường bình quân gia quyền từ tất cả các tài sản nước ngoài được tính theo mức lãi suất thị trường bình quân gia quyền (cột 4, Bảng 8.3) nhân với tổng giá trị tài sản nước ngoài (cột 5, Bảng 8.2));

INF là tỷ lệ lạm phát trong nước, được tính bằng chênh lệch

giá trị logarithm của chỉ số giá tiêu dùng theo thống kê của IMF trong *International Financial Statistic (IFS)*;

RP được tính theo Dooley (1986);

FR được tính theo công thức: $FR = [(1 + r_{us})/(1 + r)]/[1 + \ln X - \ln X(-1)]$

Trong đó: r là tỷ lệ lãi suất tiền gửi nội tệ, lấy từ thống kê của các nước nghiên cứu, r_{us} là lãi suất tín phiếu kho bạc Mỹ, trích từ *IFS*, X là tỷ giá giữa đồng nội tệ với USD;

Hệ số dương của INF' chỉ ra rằng, khi chính quyền sở tại *tăng thuế lạm phát* thông qua nâng tỷ lệ lạm phát, cư dân quốc gia đó sẽ thanh lý tài sản trong nước tính theo nội tệ và di chuyển vốn ra nước ngoài. Tỷ trọng của tài sản nước ngoài không thuộc phạm vi kiểm soát của chính quyền trong danh mục đầu tư của cư dân trong nước tăng. Quan hệ tỷ lệ nghịch giữa di chuyển vốn ngầm và FR cho thấy cư dân một nước sẽ tăng tỷ trọng tài sản nước ngoài không thuộc phạm vi kiểm soát của chính quyền trong danh mục đầu tư nếu lãi suất tiền gửi nội tệ trong nước thấp hơn lãi suất ngắn hạn trên thị trường quốc tế, sau khi đã điều chỉnh để loại bỏ sự thay đổi của tỷ giá hối đoái. Đối với điều kiện của nhiều nước đang phát triển, hiện tượng này xảy ra khi chính phủ tìm nhiều cách để kiểm chế mức lãi suất cân bằng thấp hơn mức lãi suất thị trường. Đây chính là trường hợp của một hệ thống tài chính bị kiểm chế được đề cập trong môn học Tài chính Phát triển.

3.4. Khuyến nghị về chính sách

Sau khi xem xét các khái niệm, dẫn chứng về di chuyển vốn ngầm, và một số mô hình giải thích di chuyển vốn ngầm, câu hỏi cần được chú ý là:

- Các chính phủ phải có chính sách như thế nào đối với di chuyển vốn ngầm?

Căn cứ vào những phân tích trong các phần trên có thể rút ra nhiều nhận xét. *Thứ nhất*, mặc dù di chuyển vốn ngầm là một hiện tượng thực tế được công nhận tại nhiều nước đang phát triển, tuy nhiên không tồn tại một quan niệm thống nhất thế nào là di chuyển vốn ngầm. *Thứ hai*, khác với những mô hình đơn giản hoá trong tài chính quốc tế về di chuyển vốn, rủi ro là nhân tố quan trọng quyết định quy mô di chuyển vốn ngầm. Vì cư dân của các nền kinh tế đang phát triển đánh giá rủi ro đầu tư trong nước cao hơn rủi ro đầu tư ở nước ngoài, họ lựa chọn cách thức đầu tư tiết kiệm trong nước ra nước ngoài và sử dụng tiết kiệm nước ngoài để thực hiện đầu tư trong nước. Đây là một quyết định có thể lý giải được vì đầu tư tiết kiệm trong nước ra nước ngoài có rủi ro thấp hơn, trong khi đó đầu tư bằng tiết kiệm nước ngoài, thường dưới dạng các khoản vay nợ, vào trong nước có rủi ro cao hơn. Trong thực tế, chính quyền các nước thường đóng vai trò là người đảm bảo cuối cùng cho các khoản nợ nước ngoài. Khi các hãng trong nước phá sản thì chính phủ sẽ thực hiện *trách nhiệm* đảm bảo trả các khoản nợ. *Thứ ba*, bên cạnh yếu tố rủi ro, môi trường kinh tế vĩ mô không ổn định, hệ thống tài chính bị kiểm chế, và cụ thể hơn là lạm phát trong nước, thâm hụt ngân sách, đánh giá cao đồng tiền cũng có ảnh hưởng đến quy mô di chuyển vốn ngầm.

Cuối cùng, dù di chuyển vốn ngầm là kết quả của bất kỳ nguyên nhân nào thì đây cũng là một hiện tượng mà chính phủ không mong muốn, đặc biệt là các chính phủ phải dựa nhiều vào vay nợ nước ngoài để tài trợ cho tăng trưởng kinh tế. Cũng giống như việc sử dụng nợ vào mục đích tiêu dùng, thay vì đầu tư, hoặc sử dụng nợ vào những hoạt động có hiệu quả kinh tế thấp, di chuyển vốn ngầm làm tăng gánh nặng nợ nước ngoài, giảm đầu tư trong nước, và qua đó lại càng làm cho trả nợ nước ngoài trở nên khó khăn hơn. Đối mặt với hiện tượng di chuyển vốn ngầm, các chính phủ có thể có nhiều sự lựa chọn về chính sách.

Khuyến nghị chính sách để nhận thấy nhất trong trường hợp này

là tạo ra một môi trường kinh tế vĩ mô ổn định, giảm rủi ro kinh doanh xuất phát từ hệ thống cơ chế chính sách chống chéo, không minh bạch và thường xuyên thay đổi. Quan sát thực tế cho thấy ở những nước có tỷ lệ lạm phát cao, thâm hụt ngân sách lớn, hoặc duy trì chính sách tỷ giá cứng nhắc dẫn đến đánh giá cao đồng nội tệ thì di chuyển vốn ngầm càng diễn ra với quy mô lớn. Vì vậy, tăng cường hiệu lực chính sách kinh tế vĩ mô là một nhân tố quan trọng để giảm di chuyển vốn ngầm.

Ngoài ra, tự do hoá tài chính, xoá bỏ hệ thống tài chính bị kiểm chế thay vào đó là một hệ thống tài chính với các thị trường tài chính cạnh tranh hơn, các công cụ tài chính phong phú hơn, khuyến khích sự tham gia của các tác nhân vào thị trường tài chính, đặc biệt là các tổ chức trung gian tài chính cũng sẽ là nhân tố quan trọng hạn chế di chuyển vốn ngầm.

Ngoài những chính sách kinh tế vĩ mô ở trên, một công cụ đơn giản nhưng có thể sẽ có ý nghĩa quan trọng đối với hạn chế di chuyển vốn ngầm là cam kết của chính phủ thực hiện các khoản bồi thường theo mức giá thị trường trong những trường hợp tài sản của cư dân bị trưng dụng, quốc hữu hoá. Để các nhà đầu tư trong nước tin tưởng rằng họ sẽ được đền bù xứng đáng trong trường hợp tài sản trong nước gặp phải rủi ro quốc hữu hoá, hệ thống pháp luật, các thể chế pháp lý cần tỏ ra tích cực và có hiệu quả trong khía cạnh này. Bên cạnh đó, đa dạng hoá các công cụ tài chính (là một nội dung của tự do hoá tài chính theo nghĩa rộng) cung cấp cho cư dân một nước nhiều lựa chọn/ơ hội để chuyển đổi giữa các loại hình tài sản để tránh rủi ro từ thuế, lạm phát cũng góp phần đáng kể vào giảm dòng lực di chuyển vốn ngầm ra nước ngoài.

4. NỢ NƯỚC NGOÀI QUÁ HẠN VÀ ĐẦU TƯ

Như đã phân tích trong phần 3.1, vay nợ nước ngoài là một cách thức các nước đang phát triển tài trợ cho thiếu hụt tiết kiệm

trong nước. Theo quan điểm truyền thống này, vay nợ nước ngoài được sử dụng nhằm mục tiêu tài trợ cho nhu cầu đầu tư phục vụ tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, nếu một nước rơi vào tình trạng nợ nước ngoài quá hạn thì sự tồn tại của nợ nước ngoài quá hạn có thể là một nguyên nhân dẫn đến giảm đầu tư trong nước.

Quan hệ giữa nợ nước ngoài quá hạn và đầu tư là một vấn đề quan trọng trong nghiên cứu về nợ nước ngoài của các nước đang phát triển. Rất nhiều tác giả như Sachs (1989), Krugman (1989), Coden (1989), & Deshpande (1995) cho rằng nợ nước ngoài quá hạn là một nguyên nhân dẫn đến thoái giảm đầu tư trong nước. Đầu tư trong nước giảm dẫn đến khó khăn chống chọi với các nước mắc nợ trong việc thực hiện nghĩa vụ thanh toán nợ. Vì vậy, khả năng khủng hoảng nợ có thể xảy ra. Lập luận này là cơ sở quan trọng của quan điểm cho rằng giảm nợ, xoá bớt nợ là một giải pháp giải quyết nợ nước ngoài có lợi cho cả nước vay nợ và nước cho vay. Đây là nền tảng quan trọng của Kế hoạch Brady về giảm nợ cho các nước đang phát triển. Phần này sẽ xem xét bản chất của nợ nước ngoài quá hạn, ảnh hưởng lý thuyết của nợ nước ngoài quá hạn đối với đầu tư, và một số bằng chứng thực nghiệm về quan hệ giữa nợ nước ngoài quá hạn với đầu tư trong nước ở một số nước đang phát triển.

4.1. Khái niệm về nợ nước ngoài quá hạn và quan hệ với đầu tư

4.1.1. Ảnh hưởng của nợ nước ngoài quá hạn đối với đầu tư trong nước

Nợ nước ngoài quá hạn là một khái niệm xuất hiện gắn với khủng hoảng nợ nước ngoài. Trong giai đoạn 1980-1987, đầu tư trong nước ở các nước nợ nước ngoài lớn (HICs, theo xếp hạng của IMF và WB năm 1985 gồm Achentina, Bolivia, Braxin, Chile, Cólômbia, Bồ-điên Nga, Êcuado, Mêhicô, Maroc, Nigieria, Pêru, Philippin, Uruguay, Venêxuêla và Yugoslavia) giảm trung bình

hàng năm là 5,3%. Trong khi đó ở các nước khu vực cận Sahara, tốc độ giảm đầu tư trong thời kỳ 1980-1986 là 2,6%.

Sự thoái giảm của đầu tư làm cho khủng hoảng nợ trở thành một cuộc khủng hoảng về tăng trưởng. Sự suy giảm đầu tư ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế càng gây thêm những khó khăn đối với các nước trong việc thực hiện nghĩa vụ thanh toán nợ. Vì vậy, trong suốt giai đoạn này, nợ nước ngoài của các nước HIC và khu vực cận Sahara giảm nhưng không đáng kể. Tỷ lệ nợ nước ngoài/GDP của các nước HIC tăng từ 32,1% năm 1980 (trước khủng hoảng nợ) đến 65,5% năm 1987 và giảm xuống còn 48,9% năm 1989. Mặc dù tỷ lệ này đã giảm đáng kể so với đỉnh cao là năm 1987 nhưng so với thời kỳ trước khủng hoảng năm 1982 thì nợ nước ngoài của các nước HIC vẫn rất lớn. Trong khi đó, tỷ lệ nợ nước ngoài/xuất khẩu tăng từ 165,5% năm 1980 lên 262,6% năm 1989 (UN, 1991).

Giai đoạn mô tả ở trên chính là giai đoạn các nước HIC và khu vực cận Sahara rơi vào tình trạng nợ nước ngoài quá hạn. Trong bối cảnh đó, nợ nước ngoài quá hạn được hiểu là sự tồn tại của một khoản nợ đã có trước, lớn đến mức mà các chủ nợ không kỳ vọng là các khoản nợ đó sẽ được trả đầy đủ (Krugman, 1988). Với quan niệm về nợ nước ngoài quá hạn như vậy, câu hỏi đặt ở đây là:

- *Nợ nước ngoài quá hạn có quan hệ như thế nào đối với đầu tư trong nước?*

Theo quan điểm của Deshpande (1995), nợ nước ngoài quá hạn làm suy giảm đầu tư theo hai cách thức chính. Thứ nhất, vì tính chất bắt buộc của nghĩa vụ thanh toán các khoản nợ, các nước rơi vào tình trạng nợ nước ngoài quá hạn chỉ được hưởng một phần trong số bất kỳ một khoản gia tăng nào trong sản lượng đầu ra và/hoặc xuất khẩu. Vì vậy, nợ nước ngoài quá hạn có thể được xem là một khoản thuế đánh vào đầu tư. Cũng giống như trường hợp đánh thuế thu nhập cao, nợ nước ngoài quá hạn lớn làm giảm động lực

của các nhà đầu tư, dẫn đến thoái giảm đầu tư tư nhân trong nước. Đối với nhiều nhà đầu tư, di chuyển vốn ra nước ngoài dưới dạng di chuyển vốn ngầm là một lựa chọn hợp lý trong bối cảnh đó.

Ngoài ra, tình trạng nợ nước ngoài quá hạn sẽ làm cho chính phủ gặp nhiều khó khăn trong việc phân bổ các nguồn lực dành cho tiêu dùng sang tài trợ cho nhu cầu đầu tư, vì các tác nhân khác trong nền kinh tế đều hiểu rằng hy sinh tiêu dùng, tăng đầu tư không phải là để tăng phúc lợi của họ mà là để tạo ra nguồn thanh toán nghĩa vụ trả nợ nước ngoài. Vì vậy, nợ nước ngoài quá hạn, không những làm giảm đầu tư tư nhân mà có thể còn làm giảm đầu tư trong nước của khu vực công cộng. Xuất phát từ ảnh hưởng này, theo quan điểm của IMF, nợ nước ngoài quá hạn không chỉ là sự tồn tại của các khoản nợ đã có trước lớn đến mức nước vay nợ không đủ khả năng trả nợ theo cách thông thường, mà còn là sự tồn tại của các khoản nợ có ảnh hưởng hạn chế đầu tư trong nước, vì vậy, cũng hạn chế khả năng nền kinh tế có thể tạo thêm thu nhập trong dài hạn để thực hiện nghĩa vụ thanh toán nợ.

Thứ hai, bên cạnh ảnh hưởng trực tiếp như trên, sự tồn tại của nợ nước ngoài quá hạn buộc các quốc gia sở tại phải thực hiện các biện pháp điều chỉnh, nhất là đối với những quốc gia kêu gọi sự trợ giúp của các tổ chức quốc tế. IMF đóng vai trò quan trọng trong khuyến nghị, và đôi khi là ép buộc về chính sách, đối với các nước thực hiện những biện pháp điều chỉnh để đối phó với nợ nước ngoài quá hạn.

Phá giá là một biện pháp quan trọng trong trọn gói chính sách điều chỉnh của IMF. Mục tiêu của phá giá là để khôi phục tình trạng lành mạnh trong cán cân thanh toán. Trong giai đoạn 1982-1987, tỷ giá của các nước HIC phá giá trung bình là 35%, trừ trường hợp ngoại lệ trong giai đoạn 1986-1987, tỷ giá hiệu lực thực tế giảm thấp hơn so với năm 1982. Chính sách phá giá đồng

loạt dẫn đến sự cải thiện đáng kể tình trạng thâm hụt tài khoản vãng lai. Tổng giá trị thâm hụt tài khoản vãng lai của các nước HIC giảm từ 50 tỷ USD năm 1982 xuống còn 10 tỷ USD trong năm 1986-1987, tương đương với khoảng 5% GDP (UN, 1989). Tuy nhiên, cải thiện trong cán cân thanh toán chủ yếu là do cắt giảm nhập khẩu, trong khi đó xuất khẩu chỉ tăng chậm và không có vai trò đáng kể trong thúc đẩy cải thiện cán cân thanh toán. Sự cắt giảm nhập khẩu ảnh hưởng đáng kể đến đầu tư vì cơ cấu nhập khẩu của nhiều nước Mỹ Latinh chủ yếu là nhập khẩu hàng hoá tư bản phục vụ sản xuất ở trong nước. Ngoài ra, phá giá trong điều kiện của các nước đang phát triển không dẫn đến mở rộng xuất khẩu, thúc đẩy sản xuất trong nước. Nói cách khác, phá giá thất bại làm giảm thu nhập, sản lượng và tăng thất nghiệp. Mặc dù phá giá là một trụ cột trong khuyến nghị chính sách của IMF, nhưng cũng chính IMF năm 1989 phải khẳng định lại rằng *"phá giá áp dụng ngay sau giai đoạn khủng hoảng nợ năm 1982 đã không trợ giúp được các nước HIC tăng tiết kiệm trong nước và hiệu quả đầu tư. Ngược lại, phá giá để điều chỉnh cân bằng đối ngoại của nền kinh tế có ảnh hưởng làm suy giảm đầu tư, vì vậy, ảnh hưởng tiêu cực đến khả năng trả nợ của bản thân những nước này"* (IMF, 1989).

Khuyến nghị chính sách thứ hai của IMF là giảm thâm hụt ngân sách. Đối với nhiều nước HIC và các nước nợ nước ngoài ở mức độ trung bình, theo ước tính của UNCTAD, hàng năm ít nhất 5-6% GDP được sử dụng để thanh toán nợ (UNCTAD, 1988). Trong bối cảnh nền kinh tế đang trong quá trình điều chỉnh, cắt giảm chi tiêu của chính phủ là một cách thức để tài trợ cho nghĩa vụ thanh toán nợ nước ngoài. Vì rất nhiều lý do khác nhau, yêu cầu giảm chi tiêu, giảm thâm hụt trong cán cân thanh toán dẫn đến đầu tư công cộng, chi tiêu phúc lợi xã hội sẽ bị cắt giảm. Theo tính toán của WB, trong nửa đầu của thập kỷ 1980, tổng chi tiêu thực tế của

chính phủ 15 nước HIC giảm trung bình 18,3% hàng năm, trong đó chỉ tiêu cho đầu tư công cộng giảm trung bình là 35,5%.

Khác với cách hiểu thông thường về quan hệ giữa đầu tư công cộng và đầu tư tư nhân (trong môn học Mô hình và Chính sách kinh tế vĩ mô, đầu tư công cộng làm thoái giảm đầu tư tư nhân), cắt giảm chi tiêu chính phủ, giảm đầu tư của khu vực công cộng ở các nước HIC không có tác dụng khuyến khích đầu tư tư nhân. Kết hợp của các ảnh hưởng ở trên dẫn đến đầu tư trong nước (gồm cả đầu tư tư nhân và đầu tư công cộng) giảm sút. Sự suy giảm của đầu tư trong nước dẫn đến vòng luẩn quẩn: nợ nước ngoài quá hạn → giảm đầu tư → giảm khả năng thanh toán nợ → tăng nợ nước ngoài quá hạn.

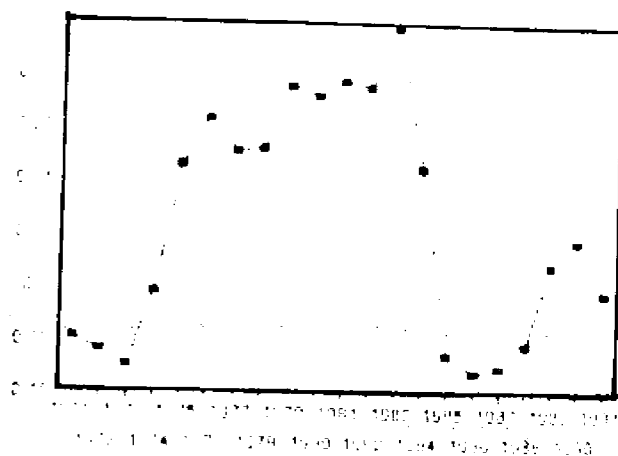
4.1.2. Thực tế về đầu tư trong nước của các nước HIC sau khủng hoảng nợ

Phần này đưa ra một số dẫn chứng về đầu tư trong nước ở các nước HIC thời kỳ 1971-1991, trước và sau khủng hoảng nợ nước ngoài. Philippin là nước rơi vào tình trạng khủng hoảng nợ nước ngoài nghiêm trọng nhất ở châu Á. Hình 8.2a cho thấy tỷ lệ đầu tư/GDP, ký hiệu là IGDP tăng đến mức cực đại là 29% năm 1983 và giảm nhanh chóng sau đó. Tốc độ tăng đầu tư hàng năm giảm từ 9,44% thời kỳ 1974-1979 đến -0,37% thời kỳ 1979-1983, và thậm chí là -33,45% trong giai đoạn 1983-1985. Hệ quả của nợ nước ngoài quá hạn dẫn đến suy giảm đầu tư trong nước là di chuyển vốn ngầm đạt đến giá trị gần 21 tỷ USD năm 1986, gần tương đương với tổng nợ nước ngoài.

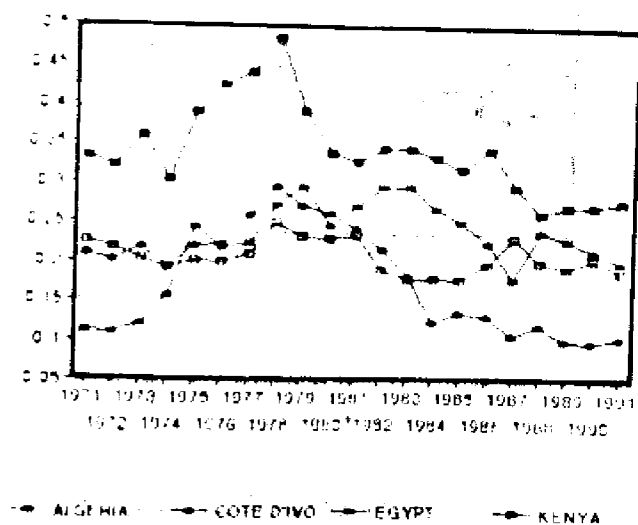
So với các nước Mỹ Latinh, nợ nước ngoài của châu Phi tương đối nhỏ và thường được coi là không có ảnh hưởng gì đáng kể đối với hệ thống tài chính quốc tế. Tuy nhiên, khủng hoảng nợ ở châu Phi lại diễn ra sớm hơn và ảnh hưởng của khủng hoảng nợ nước

ngoài, với đặc thù của các nền kinh tế châu Phi, cũng rất nghiêm trọng. Khủng hoảng nợ nước ngoài ở châu Phi bắt đầu từ Zai-a năm 1976. Sau đó các nước châu Phi khác (Marốc, Angiêri, Hy Lạp, Kênia, Zambia, Bờ biển Ngà và Xiêra Lêôn) đã phải 19 lần hoãn trả các khoản nợ khu vực công và 5 lần hoãn trả các khoản nợ của các ngân hàng thương mại.

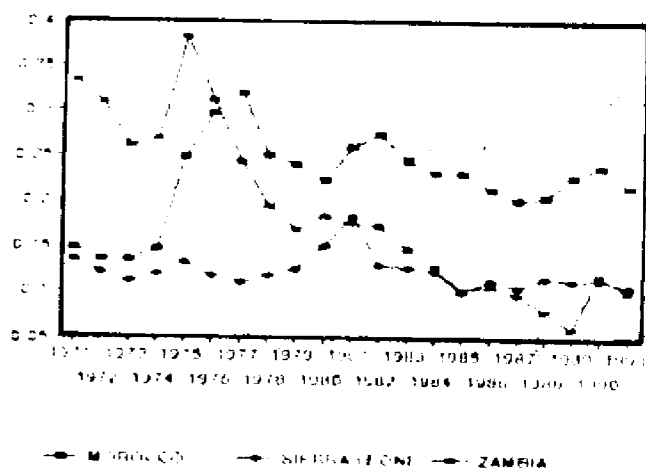
Đồ thị 8.2a: IGDP của Philippin, 1971 - 1991



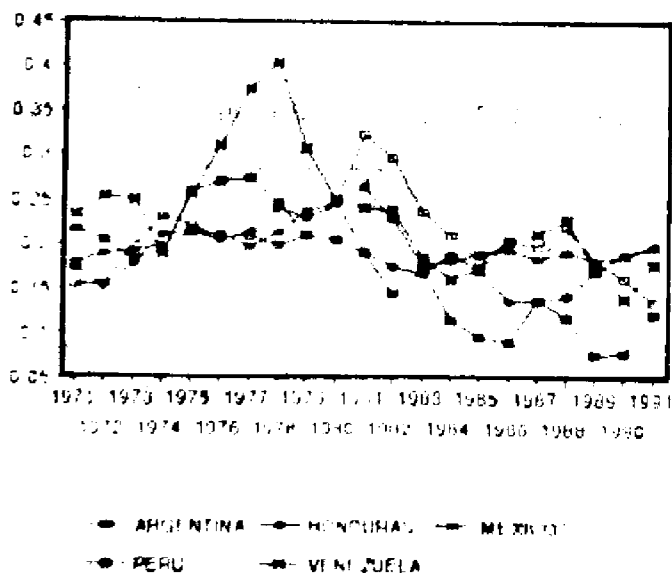
Đồ thị 8.2b: IGDP của Angiêri, Bờ biển Ngà, Hy Lạp và Kênia



Đồ thị 8.2c: IGDP của Maroc, Xiêra Lêôn và Zambia



Đồ thị 8.2d: IGDP của Một số nước Mỹ La tinh



Nguồn: Deshpande (1995), trang 178.

Tình trạng nợ nước ngoài quá hạn, trong khi không có thêm các khoản vay mới, không được giảm nợ, xoá bớt nợ đẩy các nước châu Phi vào tình trạng thoái giảm đầu tư trong nước giống như trường hợp của Philippin. Tình hình của các nước châu Phi nghiêm trọng hơn vì hầu hết các nước khủng hoảng nợ đều ở trong cái bẫy của xuất khẩu sản phẩm thô. Tỷ trọng xuất khẩu sản phẩm thô trong tổng giá trị xuất khẩu của hầu hết các quốc gia trong phạm vi xem xét đều chiếm khoảng trên 90%. Tỷ trọng xuất khẩu ba loại sản phẩm thô truyền thống trong tổng giá trị xuất khẩu của các nước cận Sahara là 79,1% vào đầu thập kỷ 1980. Biến động bất thường của giá cả sản phẩm xuất khẩu thô giảm vào đầu thập kỷ 1980, cộng thêm với chính sách bảo hộ ngày càng tăng ở các nước công nghiệp phát triển đối với những sản phẩm nhập khẩu thô, đặc biệt là nông sản, thực phẩm hạn chế rất nhiều nguồn thu ngoại tệ của những nước này. Trong điều kiện nguồn thu ngoại tệ từ xuất khẩu hạn chế, chính phủ các nước châu Phi chỉ có sự lựa chọn là cắt giảm chi tiêu, giảm đầu tư công cộng, tăng thuế. Kết quả cuối cùng của tình trạng nợ nước ngoài quá hạn là giảm đầu tư trong nước kể từ sau khủng hoảng nợ. Đồ thị 82b-c đều cho thấy IGDP của các nước châu Phi giảm đáng kể từ năm 1977.

Đồ thị 82d chỉ ra IGDP của một số nước Mỹ Latinh trong giai đoạn 1971-1981. Trong số các nước này, Argentina là nước nợ nước ngoài nhiều nhất với tổng số nợ trước khủng hoảng là 63,7 tỷ USD. Tỷ lệ IGDP giảm từ 27% năm 1977 xuống còn 8% năm 1989. Thực hiện chính sách điều chỉnh theo khuyến nghị của IMF, Argentina bắt buộc phải duy trì thặng dư thường xuyên trong cán cân thanh toán. Điều đó không chỉ đơn giản dẫn đến thoái giảm đầu tư mà còn làm giảm tiêu dùng trong nước và tăng tỷ lệ thất nghiệp. Khủng hoảng nợ ở Argentina và một số nước Nam Mỹ khác còn dẫn đến hiện tượng chuyển nhượng trong nước trong khi chính phủ thiếu hụt về ngoại tệ để thực hiện nghĩa vụ thanh toán nợ, khu vực tư nhân có thặng dư về ngoại tệ do thặng

dư trong cán cân thương mại. Vì vậy, chính phủ phải mua lại ngoại tệ từ khu vực tư nhân. Cách thức duy nhất để chính phủ có thể thực hiện được điều đó là tăng thuế và/hoặc thực hiện các biện pháp quản lý ngoại hối chặt. Tăng thuế để bổ sung nguồn thu cho *chuyển nhượng trong nước* càng làm thoái giảm đầu tư tư nhân. Bên cạnh đó, tăng thuế, thắt chặt quản lý ngoại tệ là động cơ thúc đẩy khu vực tư nhân di chuyển vốn ngầm ra nước ngoài (xem lại phần 3 về ước tính di chuyển vốn ngầm của Argentina).

Như vậy, các Đồ thị từ 8.2a đến 8.2d đều chỉ ra hình dạng chữ U ngược của IGDP trong thời kỳ 1971-1991, trong đó IGDP nằm về nửa bên kia của chữ U sau khi khủng hoảng nợ. Xu hướng suy giảm đầu tư trong nước sau khủng hoảng nợ cung cấp một dẫn chứng về ảnh hưởng của nợ nước ngoài quá hạn đối với đầu tư. Phân tích ở trên cho thấy, nợ nước ngoài quá hạn là nguyên nhân cơ bản dẫn đến di chuyển vốn ngầm. Mặc dù nợ nước ngoài quá hạn không trực tiếp dẫn đến di chuyển vốn ngầm nhưng những ảnh hưởng của nợ nước ngoài quá hạn tạo ra động lực thúc đẩy di chuyển vốn ngầm ra nước ngoài. Đồng thời, chính di chuyển vốn ngầm cũng lại là một nhân tố dẫn đến thoái giảm đầu tư trong nước. Tuy nhiên, sự thoái giảm của đầu tư có thể do nhiều nguyên nhân khác ngoài nợ nước ngoài quá hạn. Phần tiếp theo sẽ đưa ra kết quả của một số nghiên cứu thực nghiệm, kiểm định mối quan hệ giữa nợ nước ngoài quá hạn và đầu tư trong nước.

4.2. Nghiên cứu thực nghiệm về ảnh hưởng của nợ nước ngoài quá hạn đối với đầu tư trong nước

Hành vi đầu tư là một vấn đề phức tạp và rất khó ước lượng một cách chính xác bằng các mô hình nghiên cứu thực nghiệm. Đối với các nền kinh tế phát triển, nhiều công trình nghiên cứu thực nghiệm sử dụng nhiều mô hình khác nhau để ước lượng đầu tư đều không có kết quả thuyết phục, không đưa ra được kết luận biến số nào có ảnh hưởng quan trọng đến đầu tư. Các mô hình dựa trên những giả định đơn giản hoá như *mô hình tân cổ điển*,

mô hình gia tốc, mô hình lợi nhuận, mô hình Q và nhiều mô hình khác đều có những điểm mạnh và điểm yếu riêng. Nhận xét về nhân tố nào có ảnh hưởng quan trọng đối với đầu tư phụ thuộc vào mô hình cụ thể được sử dụng trong nghiên cứu. Tuy nhiên, nhiều mô hình khác nhau đều thừa nhận ảnh hưởng của yếu tố kỳ vọng và rủi ro đối với đầu tư. Tuy nhiên, kỳ vọng, bản thân nó là một khái niệm động và phức tạp. Vì vậy, có rất nhiều lý thuyết về kỳ vọng (đã được xem xét trong môn học Mô hình và chính sách kinh tế vi mô). Tương tự như vậy, mặc dù ảnh hưởng của rủi ro đối với đầu tư được thừa nhận rộng rãi nhưng rủi ro là một yếu tố khó có thể được đo lường chính xác. Trong bối cảnh đó, tất cả các nghiên cứu về hành vi đầu tư, dù là của các nền kinh tế phát triển hay đang phát triển, đều đưa ra những nhận định không thống nhất về những nhân tố quyết định đầu tư trong nước.

Nghiên cứu về nợ nước ngoài quá hạn thường được xây dựng trên cơ sở lựa chọn một trong số những mô hình lý thuyết đã được sử dụng để giải thích hành vi đầu tư ở các nước phát triển, cộng thêm với biến số nợ nước ngoài. Lẽ dĩ nhiên, tính hiệu lực của kết quả nghiên cứu theo cách này phụ thuộc vào mô hình đầu tư được sử dụng. Tuy nhiên, cho dù có đưa ra nhận định như thế nào thì nền tảng lý thuyết của những mô hình đó vẫn có thể không phù hợp với điều kiện của một nước đang phát triển.

Trong những mô hình đầu tư áp dụng cho những nền kinh tế phát triển, có nhiều biến số được tách riêng thành những biến độc lập để giải thích hành vi đầu tư như kỳ vọng, rủi ro, lãi suất trong nước, lãi suất nước ngoài, tốc độ tăng GDP. Đối với các nền kinh tế đang ở trong tình trạng nợ nước ngoài quá hạn, bản thân biến số nợ nước ngoài quá hạn đã có thể bao hàm một số biến số khác như rủi ro, kỳ vọng. Khi một nước rơi vào tình trạng nợ nước ngoài quá hạn, điều đó không chỉ ảnh hưởng đến chính sách của chính phủ, dẫn đến phá giá tiền tệ, kiểm chế chi tiêu ngân sách, thoái giảm đầu tư công cộng và đầu tư tư nhân mà còn ảnh hưởng đến kỳ vọng của các nhà đầu tư. Tình trạng nợ nước ngoài

lớn, không có khả năng trả nợ có thể dẫn đến những kỳ vọng bi quan về triển vọng đầu tư, dẫn đến di chuyển vốn ngầm ra nước ngoài. Ngoài ra, khi một nước bắt đầu tỏ ra mất khả năng thanh toán nghĩa vụ nợ đến hạn theo cách thông thường, rủi ro đầu tư được cảm nhận sẽ tăng. Vì vậy, nghiên cứu thực nghiệm giải thích hành vi đầu tư trong điều kiện tồn tại nợ nước ngoài quá hạn ở các nước đang phát triển cần có một cách thức tiếp cận vấn đề phù hợp hơn với đặc thù của các nền kinh tế đang phát triển.

Theo cách thức tiếp cận đó, Deshpande (1995) thực hiện nghiên cứu thực nghiệm về ảnh hưởng của nợ nước ngoài quá hạn đến đầu tư trong nước của 13 quốc gia trong giai đoạn từ 1975-1991 dựa trên một mô hình khá đơn giản:

$$IGDP = c + bDGDP_{-2} + aYRS \quad (2)$$

Trong đó:

IGDP là đầu tư trong nước, được điều chỉnh bằng *GDP* để loại bỏ sự khác biệt về quy mô nền kinh tế có thể ảnh hưởng đến kết quả nghiên cứu.

DGDP là tổng giá trị nợ nước ngoài/*GDP*. Tương tự như *IGDP*, *DGDP* cũng được điều chỉnh để sự khác biệt về quy mô nền kinh tế không ảnh hưởng đến kết quả nghiên cứu. *DGDP₋₂* có nghĩa là *GDP* được tính lùi lại 2 năm. Có thể có quan điểm cho rằng sử dụng biến số về nợ phải trả sẽ tốt hơn là tổng giá trị nợ. Tuy nhiên, từ sau khủng hoảng nợ nước ngoài, giá trị nợ phải trả hàng năm (bao gồm cả lãi suất và những khoản nợ đã đến hạn trả) của từng nước phụ thuộc vào đàm phán giữa nước đó với các nước chủ nợ và IMF. Vì vậy, không có một cách tính thống nhất cho giá trị nợ phải trả hàng năm. Trong bối cảnh đó, sử dụng *DGDP* sẽ đảm bảo mức độ chính xác cao hơn.

YRS là biến thời gian giả cho từng giai đoạn nghiên cứu.

Trong thực tế, giai đoạn nghiên cứu từ các năm 1975-1991 có thể chia thành hai giai đoạn nhỏ. Giai đoạn trước khủng hoảng nợ từ năm 1975 đến 1983 (do ảnh hưởng của khủng hoảng nợ đối với đầu tư có độ trễ thời gian, vì vậy giai đoạn trước khủng hoảng nợ có thể tính đến năm 1983). Trong thời kỳ này, có thể giả định rằng

tăng nợ nước ngoài có tác dụng khuyến khích đầu tư. Nói cách khác, vay nợ nước ngoài không bị lấn át bởi di chuyển vốn ngầm hay chi tiêu cho tiêu dùng. Giai đoạn thứ hai là sau khi khủng hoảng nợ, tính từ năm 1984 đến 1991. Sau khủng hoảng nợ, các nước chịu khủng hoảng bắt đầu rơi vào tình trạng nợ nước ngoài quá hạn (không thể đảm bảo thanh toán các khoản nợ theo đúng hạn, với các điều kiện tín dụng như đã thoả thuận khi vay). Đây là giai đoạn nợ nước ngoài quá hạn ảnh hưởng tiêu cực đến đầu tư trong nước. Vì vậy, phương trình 2 ở trên được xem xét cho hai giai đoạn riêng biệt.

$$IGDP = c_1 + b_1 DGDP_s + a_1 YRS_1 \quad (3)$$

$$IGDP = c_2 + b_2 DGDP_s + a_2 YRS_2 \quad (4)$$

Trong đó, chỉ số $_1$ ở các hệ số chỉ giai đoạn 1975-1983, chỉ số $_2$ là giai đoạn sau khủng hoảng 1984-1991. Kết quả kiểm định thống kê của Deshpande (1995) được tóm tắt lại trong Bảng 8.4:

Bảng 8.4. Kết quả kiểm định ảnh hưởng nợ nước ngoài quá hạn đến đầu tư

	Phương trình 3	Phương trình 4
$DGDP$	- 0.028	- 0.025
	(-4.27)	(-3.14)
YRS	0.047	- 0.038
	(8.18)	(-5.32)

Nguồn: Deshpande (1995), trang 184.

Như đã chỉ ra trong Đồ thị 8.2a đến 8.2d, trong cả hai giai đoạn nghiên cứu, $IGDP$ có xu hướng tăng trong giai đoạn đầu. Trong giai đoạn này, các quốc gia chưa rơi vào tình trạng nợ nước ngoài quá hạn, nợ nước ngoài có xu hướng gia tăng. Sau giai đoạn này, $IGDP$ bắt đầu suy giảm. Thời điểm của suy giảm $IGDP$ ở các nước là khác nhau nhưng thường bắt đầu từ cuối thập kỷ

1970, đầu thập kỷ 1980. Câu hỏi đặt ra là:

- *Tại sao IGDP lại có dạng đường cong chữ U, trong khi đó, kết quả kiểm định tóm tắt trong Bảng 8.4 cho thấy nợ nước ngoài luôn có ảnh hưởng tiêu cực đến đầu tư trong nước, kể cả trong giai đoạn trước và sau khủng hoảng nợ?*

Trong thời kỳ 1975-1983, môi trường kinh tế quốc tế thuận lợi đã khuyến khích chính phủ của các nước trong phạm vi nghiên cứu tích cực vay nợ nước ngoài để tài trợ cho tăng trưởng kinh tế. Mức lãi suất rất thấp trên thị trường thế giới, thặng dư ngoại hối trên thị trường đô la châu Âu và kỳ vọng lạc quan cho rằng tình trạng trên sẽ được duy trì trong một khoảng thời gian tương đối dài, thúc đẩy chính phủ các nước đang phát triển tăng cường vay nợ của các ngân hàng thương mại. Thâm hụt tài khoản vãng lai của các nước đang phát triển khác những nước xuất khẩu dầu không trở thành vấn đề nghiêm trọng vì chính phủ những nước này có khả năng vay nợ khá dễ dàng trên thị trường tài chính quốc tế. Vì vậy, trong suốt thời kỳ này nợ nước ngoài ngày càng gia tăng (Bài 1).

Ban đầu, gia tăng nợ nước ngoài được sử dụng vào mục tiêu đầu tư. Trong hoàn cảnh chưa xuất hiện những dấu hiệu cho thấy chính phủ không có khả năng thanh toán nợ đến hạn, động lực để khu vực tư nhân di chuyển vốn ngầm chưa mạnh. Bên cạnh đó, các chính phủ với sự sẵn có của các khoản vay nợ từ thị trường tài chính quốc tế, không phải đối mặt với khó khăn trong chi tiêu, vì vậy, cũng chưa bị buộc phải phá giá đồng tiền, tăng thuế, hay cắt giảm thâm hụt ngân sách. Mặc dù trong giai đoạn này, quan hệ giữa nợ nước ngoài và đầu tư trong nước là tỷ lệ nghịch nhưng do nợ nước ngoài chưa đến mức không thể thanh toán nên ảnh hưởng tiêu cực của nợ nước ngoài đối với đầu tư bị lấn át bởi phần gia tăng đầu tư trong nước do kỳ vọng lạc quan vào triển vọng tăng trưởng kinh tế. Cột 1, Bảng 8.4 cho thấy, biến thời gian giả trong giai đoạn 1975-1983 có ảnh hưởng tích cực mạnh hơn

ảnh hưởng tiêu cực của nợ nước ngoài đối với đầu tư trong nước. Vì vậy, trong thời kỳ này, IGDP nằm ở nửa tăng dần của đường cong chữ U ngược (quay về phía trục hoành).

Sau khủng hoảng nợ nước ngoài, các nước trong phạm vi nghiên cứu rơi vào tình trạng nợ nước ngoài quá hạn. Tác động của khủng hoảng nợ đối với hệ thống tài chính quốc tế là rất nghiêm trọng. Nhiều ngân hàng thương mại đã từng rất tích cực cho vay, sau khủng hoảng nợ đã ngừng hẳn cho vay đối với các nước đang phát triển. Điều chỉnh chính sách kinh tế vĩ mô ở các nền kinh tế công nghiệp phát triển để đối phó với suy thoái kinh tế đẩy lãi suất lên cao. Tình trạng đó không những dẫn đến các nước chịu khủng hoảng không thể có thêm các khoản vay mới để tài trợ cho thanh toán nghĩa vụ nợ trong ngắn hạn mà còn làm cho gánh nặng nợ ở những nước này càng tăng thêm. Trong điều kiện đó, sự tồn tại của nợ nước ngoài quá hạn, như đã phân tích ở trên, giống như một khoản thuế đối với đầu tư làm giảm đầu tư tư nhân. Khu vực tư nhân trong nước bắt đầu thực hiện di chuyển vốn ngầm ra nước ngoài. Trong khi đó, chính phủ các nước khủng hoảng nợ buộc phải có các biện pháp điều chỉnh, áp dụng những khuyến nghị của IMF. Những biện pháp điều chỉnh này một mặt làm giảm đầu tư công cộng, mặt khác tiếp tục giảm động lực đối với đầu tư tư nhân, thúc đẩy di chuyển vốn ngầm. Cột 2, Bảng 8.4 cho thấy trong giai đoạn này, các nền kinh tế nằm ở nửa kia của chữ U ngược, đó là thời kỳ IGDP suy giảm nhanh chóng (Đồ thị 8.2a-d).

Cần nhấn mạnh rằng, bên cạnh những quan điểm cho rằng nợ nước ngoài quá hạn làm giảm đầu tư, một số công trình nghiên cứu khác đưa ra lập luận trái ngược. Cline (1989), Coden (1990) đưa ra một số bằng chứng thực nghiệm cho thấy chỉ có rất ít các nền kinh tế nằm ở nửa phía bên kia của đường cong Laffer (theo quan điểm của Krugman, 1989, đường cong Laffer là một đường hình chữ U ngược, quay về phía trục hoành, thể hiện quan hệ giữa giá trị kỳ vọng của các chủ nợ đối với các khoản nợ trên trục tung và

giá trị danh nghĩa của các khoản nợ đó trên trục hoành. Theo Krugman, nếu giá trị danh nghĩa của các khoản nợ vượt qua điểm cực đại, là đỉnh của chữ U thì giá trị kỳ vọng các khoản nợ sẽ giảm. Vì vậy, giảm nợ/xoá bớt nợ không những có lợi với các nước vay nợ, mà còn có lợi đối với cả nước cho vay). Vì vậy, các nước cho vay nợ nên giảm nợ nước ngoài quá hạn của các nước đang phát triển. Ngoài ra, Warner (1991) và Coden (1992) đều đưa ra những kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy nợ nước ngoài quá hạn không có quan hệ trực tiếp đối với đầu tư. Vì vậy, một số kết quả nghiên cứu về ảnh hưởng của nợ nước ngoài quá hạn đối với đầu tư trong nước như tóm tắt ở trên cần được phân tích một cách thận trọng.

5. KẾT LUẬN

Bài 8 và cũng là bài cuối cùng của môn học Tài chính Quốc tế, tập trung phân tích một số vấn đề tài chính quốc tế của các nước đang phát triển. Đặc thù của các nền kinh tế đang phát triển đòi hỏi những mô hình đơn giản hoá đã được xây dựng trong những bài trước đây cần phải được mở rộng và/hoặc thay đổi ở những mức độ nhất định. Có ít nhất sáu vấn đề chính sách thể hiện sự cần thiết phải có những thay đổi/mở rộng mô hình đơn giản hoá:

- Di chuyển vốn ngầm;
- Phá giá thất chặt/thu hẹp;
- Nợ nước ngoài quá hạn;
- Thay thế tiền tệ;
- Tỷ giá hối đoái kép; và
- Thị trường ngoại hối song song.

Phạm vi của Bài 8 này không đề cập đến cả sáu vấn đề trên mà chỉ tập trung vào hai vấn đề có quan hệ khá chặt chẽ với nhau là di chuyển vốn ngầm và nợ nước ngoài quá hạn. Quan hệ giữa nợ nước ngoài quá hạn và di chuyển vốn ngầm là quan hệ mang tính

nguyên nhân - kết quả. Sự tồn tại của nợ nước ngoài quá hạn là yếu tố làm tăng rủi ro đầu tư trong nước, tạo ra động lực thúc đẩy khu vực tư nhân di chuyển vốn ngầm ra nước ngoài. Chính sự tồn tại của nợ nước ngoài quá hạn, được Krugman (1988) mô tả dưới dạng đường cong Laffer, là cơ sở của lập luận cho rằng các nước chủ nợ cần phải giảm nợ, xoá bớt nợ cho các nước khủng hoảng. Giảm nợ, xoá bớt nợ không phải chỉ mang lại lợi ích cho những nước vay nợ mà còn có lợi cho những nước chủ nợ. Vấn đề này được xem xét khá chi tiết trong Bài 8 của môn học Tài chính Phát triển.

Các thuật ngữ cơ bản

Các thị trường ngoại hối song song	Parallel foreign exchange markets
Các biện pháp quản lý ngoại hối	Capital controls
Di chuyển vốn ngầm	Capital flight
Dòng vốn di chuyển ra	Capital outflow
Dòng vốn di chuyển vào	Capital inflow
Giãn nợ, giảm nợ, xoá bớt nợ	Debt reschedule, Debt relief, Debt forgiveness
Giao dịch cân bằng	Balancing transaction
Nợ nước ngoài quá hạn	Debt overhang
Phá giá thắt chặt/thu hẹp	Contractionary devaluation
Phá giá mở rộng	Expansionary devaluation
Tỷ giá thương mại	Commercial rate
Thay thế tiền tệ	Currency Substitution
Tỷ giá tài chính	Financial rate
Tỷ giá hối đoái chính thức	Official exchange rate
Tỷ giá hối đoái kép	Dual exchange rate
Tỷ giá hối đoái phi chính thức	Unofficial exchange rate
Vấn đề chuyển nhượng trong nước	Domestic transfer problem

Câu hỏi ôn tập

1. Nêu vắn tắt bản chất của các vấn đề: phá giá thất chặt, tỷ giá hối đoái kép, thay thế tiền tệ, thị trường ngoại hối song song?
2. Phân tích bản chất của di chuyển vốn ngầm? So sánh di chuyển vốn ngầm theo quan niệm dòng di chuyển vốn ra và theo quan niệm cán cân thanh toán?
3. Trình bày các dẫn chứng cần thiết để chứng tỏ sự tồn tại của di chuyển vốn ngầm? So sánh các cách thức tính di chuyển vốn ngầm trong các Bảng 8.1 và 8.2?
4. Sử dụng khái niệm rủi ro để giải thích nguồn gốc của di chuyển vốn ngầm?
5. Sử dụng mô hình kiểm định của Dooley (1988) để giải thích các nhân tố ảnh hưởng đến di chuyển vốn ngầm?
6. Nêu khái niệm nợ nước ngoài quá hạn? Về lý thuyết nợ nước ngoài quá hạn có ảnh hưởng như thế nào đến đầu tư trong nước?
7. Sử dụng mô hình kiểm định của Deshpande (1995), giải thích quan hệ giữa nợ nước ngoài quá hạn và đầu tư trong nước?
8. Phân tích quan hệ giữa di chuyển vốn ngầm và nợ nước ngoài quá hạn?

Tài liệu tham khảo

- Cline, W.** (1995), *International Debt Reexamined*, Institute for International Economics, Washington DC.;
- Collier, P. & A. Hoeffler, C. Pattillo:** *Flight Capital as a Portfolio Choice*, WB Working Papers No 2237, 2000;
- Dooley, M.P.** (1988): *Capital Flight: A Response to Differences in Financial Risks*, IMF Staff Papers, Vol 35 No 3, September 1988, pp 422-36;
- Deshpande, A.:** *The Debt Overhang and the Disincentive to Invest*, Journal of Development Economics, Vol 52 (1997), pp 169-87;
- Dornbusch, R.** (1993): *Stabilization, Debt, and Reform*, Harvester Wheatsheaf, London;
- Gros, D.** (1988): *Dual Exchange Rates in the Presence of Incomplete Market Separation: Long Run Effectiveness and Policy Implications*, IMF Staff Papers, Vol 35 No 3, September 1988, pp 436-60;
- Khan, M.S. & N. Ul Haque** (1985): *Foreign Borrowing and Capital Flight: a Formal Analysis*, IMF Staff Papers, Vol 32 No 4, December 1985, pp 606-28;
- Kitchen, R.** (1986): *Finance for the Developing Countries*, John Wiley & Son, New York 1988;
- Lizondo, S. & P.J Montiel** (1989): *Contradictory Devaluation in Developing Countries: An Analytical Overview*, IMF Staff Papers, Vol 36 No 1, March 1989, pp 182-227;