

Các căn bệnh kinh tế III: Cuộc Khủng hoảng ở châu Á

Sự kiện “Khủng hoảng châu Á”. Một trong những câu chuyện về thành công chính của 25 năm cuối thế kỷ 20 là sự tăng trưởng cao và bền vững của nhiều nước châu Á. Tuy nhiên, vào năm 1997, một cuộc khủng hoảng đã châm ngòi cho một đợt suy thoái nặng nề ở nhiều nước trong số này. Vào thời điểm hiện nay, tình hình xấu nhất có vẻ đã qua đi, nhưng không rõ liệu những nước này có đạt lại được hay không và khi nào mới đạt lại được tốc độ tăng trưởng trước khủng hoảng.

Mục đích: Một là nhằm giải thích điều gì đã xảy ra, những cơ chế nào đã diễn ra trong trường hợp này, và điều gì có thể sẽ xảy ra trong tương lai. Hai là để chỉ cho bạn thấy muốn hiểu sự kiện phức tạp này đòi hỏi chúng ta phải sử dụng nhiều công cụ đã phát triển ở các chương trước như thế nào. Khi bạn đọc nội dung này, bạn sẽ thấy, để lý giải những gì đã xảy ra, bạn cần kết hợp như thế nào những gì bạn đã học ở phần cốt lõi về ngắn hạn, trung hạn, và dài hạn. Trường hợp của châu Á: cơ chế của các cuộc khủng hoảng tỷ giá hối đoái, và các nguồn gốc của tăng trưởng cao ở châu Á.

24-2/ Cuộc khủng hoảng châu Á

Đối với các nhà kinh tế nghiên cứu về tăng trưởng, phần lớn trọng tâm trong một phần tư cuối thế kỷ 20 là về **Thần kỳ châu Á** – đó là sự tăng trưởng rất cao và bền vững mà nhiều nước châu Á đã đạt được. Tuy nhiên, vào năm 1997, ở nhiều nước trong số các nước này, thần kỳ châu Á đã nhường đường cho **cuộc khủng hoảng châu Á**, một sự thay đổi đột ngột từ tăng trưởng cao xuống suy thoái sâu sắc.

Bảng 24-3 biểu hiện câu chuyện tóm tắt về bốn nước bị ảnh hưởng mạnh nhất bởi cuộc khủng hoảng, đó là Indonesia, Malaysia, Hàn Quốc và Thái Lan. Tỷ lệ tăng trưởng, vốn đạt trung bình khoảng 7% một năm ở cả 4 nước từ 1970 đến 1996, đã trở nên âm nhẹ ở Thái Lan vào 1997, và âm nặng ở cả 4 nước vào 1998. Hầu hết các

dự báo đều cho rằng các nước này sẽ đạt lại được tăng trưởng dương vào 1999 hay 2000. Tuy nhiên không ai tiên đoán liệu những nước này có đạt lại được hay không và khi nào mới có thể đạt lại được tỷ lệ tăng trưởng cao của quá khứ.

BẢNG 24-3 Tăng trưởng sản lượng ở các nước Đông Nam Á, 1970-1998

	1970-1996	1997	1998
Indonesia	6,8	4,7	-15,5
Malaysia	7,4	7,8	-4,7
Hàn Quốc	8,4	5,5	-6,5
Thái Lan	7,5	-0,4	-7,0

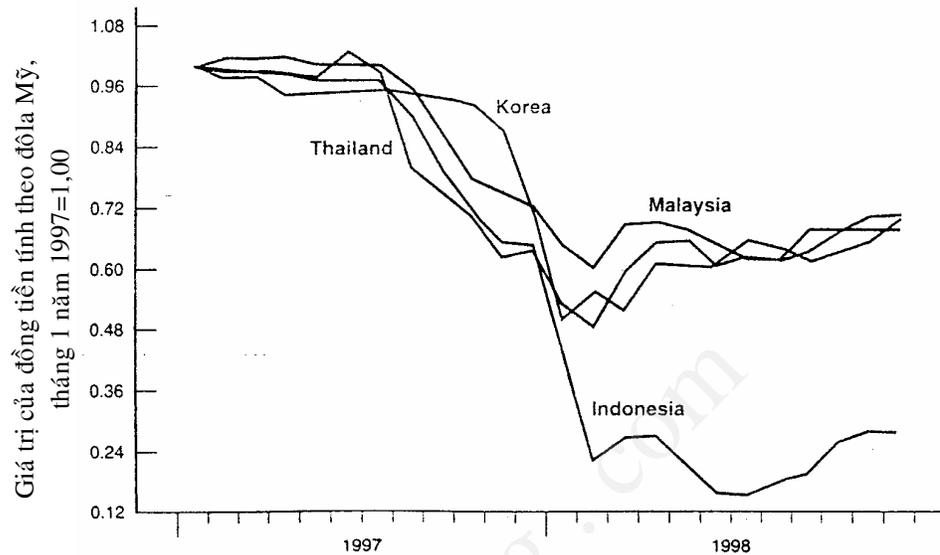
Tỷ lệ tăng trưởng: tỷ lệ tăng trưởng GDP hàng năm (phần trăm)

Nguồn: *OECD Economic Outlook*, tháng 12-1998

Điều gì đã châm ngòi cho cuộc khủng hoảng châu Á? Nguyên nhân trực tiếp là cuộc khủng hoảng tỷ giá hối đoái. Nước đầu tiên bị tấn công là Thái Lan vào tháng 7-1997. Chính phủ Thái đã làm điều mà hầu hết các chính phủ sẽ làm trong trường hợp này: đầu tiên họ tăng lãi suất, và cam kết bảo vệ mức ngang bằng của đồng tiền bằng mọi giá. Sau đó họ kết luận rằng chi phí quá cao và đầu hàng, để cho đồng baht (đồng tiền Thái) giảm giá nhiều. Trong vòng một vài tháng, kịch bản giống như vậy lặp lại ở Hàn Quốc, Indonesia, Malaysia. Hình 24-6 cho thấy hành vi của tỷ giá hối đoái so với đô la Mỹ ở 4 nước từ tháng 1-1997 đến tháng 12-1998. (Tỷ giá hối đoái được biểu diễn trên đồ thị nhìn từ góc độ của Mỹ – nghĩa là, đồng tiền châu Á tính theo đô la Mỹ. Một sự giảm giá của một đồng tiền châu Á tương ứng với một sự giảm sút của tỷ giá hối đoái trên đồ thị này). Vào tháng 7-1998, đồng baht Thái, won Hàn Quốc, và ringgit Malaysia xuống còn 60% mức tháng 1-1997, và đồng rupiah Indonesia xuống còn 15%. Kể từ đó, tỷ giá hối đoái đã hồi phục một ít.

HÌNH 24-6
Sự tiến triển của tỷ
giá hối đoái:
Indonesia, Malaysia,
Thái Lan và Hàn
Quốc, tháng 1-1997
đến tháng 12-1998

Vào năm 1997 và đầu năm 1998, tất cả 4 đồng tiền này đã bị giảm giá mạnh. Kể từ đó, tỷ giá hối đoái đã phục hồi một ít.



Những sự kiện này nêu lên 2 loạt câu hỏi:

- Tại sao đã xảy ra cuộc khủng hoảng tỷ giá hối đoái? Tại sao xảy ra vào lúc đó? Tại sao khủng hoảng lại xảy ra ở những nước cho đến lúc đó vẫn được các nước thu nhập thấp và trung bình coi là mô hình để noi theo?
- Tại sao cuộc khủng hoảng này đã gây ảnh hưởng nghiêm trọng đến sản lượng? Người ta có lẽ đã phỏng đoán rằng sự giảm giá mạnh đồng tiền như thế có thể dẫn đến sự bùng nổ xuất khẩu và sự bùng nổ sản lượng. Vậy thì tại sao đã xảy ra một cuộc suy thoái nặng nề?

Sự giảm giá thực dẫn đến (nếu thỏa điều kiện Marshall Lerner) sự cải thiện cán cân thương mại và sự gia tăng sản lượng.

Tại sao xảy ra khủng hoảng?

Người ta đã không tiên đoán được cuộc khủng hoảng châu Á. Bây giờ bình tâm nhìn lại vấn đề, thì cuộc khủng hoảng này có thể tiên đoán được không? Ngay cả sau khi sự việc đã xảy ra, và mặc dù đã có rất nhiều cuộc nghiên cứu, mọi người hầu như chẳng đồng ý được với nhau về câu trả lời. Một số nhà kinh tế cho rằng cuộc khủng hoảng này có thể tiên đoán được, và những nền kinh tế châu Á này vào thời kỳ đó đang gánh chịu nhiều vấn đề nghiêm trọng mà không sớm thì muộn cũng sẽ dẫn đến một cuộc khủng hoảng.

Thâm hụt tài khoản vãng lai bằng thâm hụt thương mại cộng các khoản thanh toán thu nhập ròng cho các nước khác trên thế giới. Việc thâm hụt tài khoản vãng lai vượt quá thâm hụt thương mại ở cả 4 nước vào năm 1996 có nghĩa là mỗi nước đang trả tiền lãi ròng cho các nước khác trên thế giới. Mỗi nước là một con nợ ròng, đã vay nợ trong quá khứ để tài trợ thâm hụt tài khoản vãng lai.

Nói cách khác, họ chỉ ra những *yếu tố nền tảng (fundamentals)* là nguồn gốc sâu xa của cuộc khủng hoảng. Thay vào đó, những người khác cho rằng cuộc khủng hoảng này hầu như là một trường hợp *các kỳ vọng tự thân thực hiện (self-fulfilling expectations)*: nếu như các nhà đầu tư nước ngoài đã không hoảng loạn thì đáng lẽ đã không xảy ra cuộc khủng hoảng, và lúc đầu chẳng có lý do gì để hoảng loạn. Chúng ta hãy xem xét 2 quan điểm.

Lập luận biện minh cho quan điểm yếu tố nền tảng. Trong nhiều năm trước cuộc khủng hoảng, 4 nước này đã bị thâm hụt nhiều về cả thương mại lẫn tài khoản vãng lai. Các số liệu của năm 1996 được thể hiện ở Bảng 24-4. Vào năm 1996, 3 trong 4 nước này đã bị thâm hụt thương mại nhiều. Và cả 4 bị thâm hụt tài khoản vãng lai, đi từ 3,3% GDP ở Indonesia đến 8,5% GDP ở Thái Lan.

Thâm hụt nhiều về thương mại hay tài khoản vãng lai thường là dấu hiệu nguy hiểm, cho thấy cần phải điều chỉnh kinh tế vĩ mô, và có thể bao gồm sự giảm giá nội tệ. Tuy nhiên, cho đến trước cuộc khủng hoảng thì người ta vẫn xem thâm hụt thương mại không phải là một vấn đề khó khăn mà là dấu hiệu của sức mạnh. Để hiểu lý do tại sao, chúng ta phải trở lại đồng nhất thức thiết lập quan hệ giữa cán cân thương mại với đầu tư, tiết kiệm, và thặng dư ngân sách:

$$NX = S + (T - G) - I$$

Cán cân thương mại (NX) bằng tổng tiết kiệm – đó là tiết kiệm tư nhân (S) cộng tiết kiệm nhà nước ($T - G$) – trừ đi đầu tư (I). Do đó, một sự thâm hụt thương mại (giá trị âm của NX) có thể do 3 nguyên nhân nền tảng gây ra:

- Tiết kiệm tư nhân thấp (giá trị S thấp)
- Chính phủ chi tiêu tiền tiết kiệm – hay nói một cách tương đương là thâm hụt ngân sách – (giá trị âm của $T - G$)
- Đầu tư cao (giá trị cao của I)

Đây là một sự tương đồng: Có lẽ bạn sẽ sẵn sàng cho một doanh nghiệp vay nếu tiền này được dùng để mua máy móc. Có lẽ bạn sẽ

Liệu người ta có nên lo lắng về thâm hụt thương mại lớn hay không phụ thuộc vào việc thâm hụt này xuất phát từ đâu. Nếu người tiêu

miễn cưỡng hơn nếu tiền này được dùng để xây văn phòng mới cho chủ doanh nghiệp.

dùng và chính phủ tiếp tục tiêu xài quá mức (tiêu dùng cao so với thu nhập, và do đó S thấp, hay $T - G$ có giá trị âm) thì đúng là có lý do đáng để lo lắng: làm sao hoàn trả trong tương lai? Nhưng nếu thâm hụt thương mại phản ánh mức đầu tư cao thì có thể chẳng có lý do gì phải lo lắng: đầu tư cao có nghĩa là sản lượng cao trong tương lai và do đó có khả năng hoàn trả trong tương lai.

Bảng 24-4 cho thấy trường hợp cuối cùng này rõ ràng là phù hợp với cả 4 nước. Vào năm 1996, tỷ lệ đầu tư trên GDP nằm trong khoảng từ 30,8% ở Indonesia đến 41,7% ở Thái Lan. (Để so sánh, tỷ lệ đầu tư trên GDP ở Mỹ năm 1996 là 15%). Ở cả 4 nước, chính phủ cũng đang có thặng dư ngân sách. Điều này có nghĩa là nguyên nhân trực tiếp của thâm hụt thương mại là đầu tư cao chứ không phải tiết kiệm thấp.

Những người cho rằng cuộc khủng hoảng này xuất phát từ một vấn đề khó khăn về các yếu tố nền tảng không hoài nghi những dữ kiện này. Tuy nhiên họ cho rằng tỷ lệ đầu tư cao này thực ra không phải là những tin tốt lành như hầu hết các nhà quan sát đã nghĩ vào thời điểm đó. Để hiểu lập luận của họ, chúng ta phải phải trở lại việc phân tích về dài hạn mà chúng ta đã triển khai ở phần cốt lõi.

BẢNG 24-4 Cán cân Thương mại, Cán cân tài khoản vãng lai, Tỷ lệ đầu tư, và Cán cân ngân sách: Indonesia, Hàn Quốc, Malaysia, và Thái Lan, 1996 (phần trăm GDP)

	Indonesia	Hàn Quốc	Malaysia	Thái Lan
Cán cân thương mại	-1,1	-4,4	0,5	-6,6
Cán cân tài khoản vãng lai	-3,3	-4,8	-3,7	-8,5
Tỷ lệ đầu tư	30,8	38,4	41,5	41,7
Cán cân ngân sách	1,2	0,4	0,7	0,9

Nguồn: Giancarlo Corsetti, Paolo Pesenti và Nouriel Roubini, “Nguyên nhân nào Gây ra Khủng hoảng Tiền tệ và Tài chính châu Á?”, tháng 9-1998, Đại học New York.

Chúng ta thấy điều quyết định tỷ lệ tăng trưởng của một nước trong dài hạn chính là tốc độ tiến bộ công nghệ của nước đó. Tuy nhiên chúng ta cũng thấy rằng một nước có thể tăng trưởng nhanh hơn trong một thời gian nếu nước đó sẵn lòng đầu tư một tỷ lệ ngày càng

lớn của sản lượng. Cảm nhận bằng trực giác dễ dàng nhất trong trường hợp tiến bộ công nghệ bằng 0. Một nước mà không có tiến bộ công nghệ thì không thể duy trì tăng trưởng dương mãi mãi. Nhưng nước đó có thể duy trì tăng trưởng trong một thời gian bằng cách tăng vốn do mỗi công nhân sử dụng. Vì việc tăng vốn trên mỗi công nhân đòi hỏi đầu tư một phần ngày càng lớn của sản lượng nên tăng trưởng cuối cùng phải chấm dứt.

Một số nhà kinh tế tin rằng đây là những gì ẩn sau tỷ lệ tăng trưởng cao của châu Á trong 25 năm gần đây. Họ cho rằng “thần kỳ châu Á” phần lớn phản ánh tỷ lệ đầu tư rất cao, và rằng tỷ lệ tăng trưởng cao đã đến lúc phải kết thúc. Họ cũng lập luận rằng mặc dù các cuộc đầu tư đang trở nên ngày càng đáng ngờ nhưng các nhà đầu tư nước ngoài vẫn sẵn lòng đầu tư bởi vì họ cảm thấy các chính phủ sẽ cứu họ nếu đầu tư trở nên xấu đi. Theo lập luận này thì vào năm 1997 các nhà đầu tư nước ngoài sáng mắt ra, họ nhận ra vấn đề của các nước châu Á, nhận ra rằng các chính phủ có lẽ sẽ không cứu họ, và quyết định rút ra. Các yếu tố nền tảng đã gây ra cuộc khủng hoảng.

Đây là thí dụ về nhận thức có thể thay đổi như thế nào. Trước cuộc khủng hoảng, những mối quan hệ chặt chẽ giữa các ngân hàng và các doanh nghiệp ở châu Á thường được coi là một trong những yếu tố làm nền tảng cho tăng trưởng cao. Lập luận nêu lên rằng mối quan hệ chặt chẽ này và sự trao đổi thông tin kèm theo đã cho phép các doanh nghiệp nhận được số tiền mà họ cần. Kể từ khi cuộc khủng hoảng xảy ra, chính các mối quan hệ này đã bị kết tội là

Lập luận biện minh cho quan điểm kỳ vọng tự thân thực hiện.

Nhiều nhà kinh tế không tin là lập luận chúng ta vừa nêu có thể giải thích hoàn toàn những gì đã xảy ra. Họ chỉ ra rằng khi tách nguồn của tăng trưởng thành hai nhân tố: tích lũy vốn và tiến bộ công nghệ, thì họ thấy nhiều nước châu Á liên tục đạt tiến bộ công nghệ cao. Một cách tổng quát hơn, họ chỉ ra rằng tất cả các nước, bao gồm cả những nước rất thành công, cũng phạm nhiều sai lầm và có nhiều vấn đề, và rằng việc tìm ra thủ phạm sau mỗi cuộc khủng hoảng là quá dễ dàng.

Thay vào đó, họ cho rằng cuộc khủng hoảng này là một trường hợp kỳ vọng tự thân thực hiện. Họ đề cập đến hai nét nổi bật của việc cho vay của nước ngoài ở châu Á, vốn làm tăng khả năng xảy ra một cuộc khủng hoảng tự thân thực hiện như thế. Thứ nhất, việc vay của nước ngoài phần lớn là cho vay ngắn hạn. Thứ hai, chủ yếu là nước ngoài cho các ngân hàng vay chứ không phải cho doanh nghiệp hay chính phủ trực tiếp vay.

“Chủ nghĩa tư bản dựa trên quan hệ quen biết” – các mối quan hệ quá thân mật giữa người cho vay và người vay đã dẫn đến các khoản vay khó đòi và hành vi sai trái.

Bảng 24-5 biểu hiện những sự kiện cơ bản trước khi chúng ta trình bày logic của lập luận này. Năm 1996, 78% nợ vay từ các nước khác của Hàn Quốc là nợ do các ngân hàng Hàn Quốc vay các nhà đầu tư nước ngoài. Và 50% nợ vay từ các nước khác là nợ ngắn hạn, nợ mà người vay có thể phải trả sau khi được thông báo một thời gian ngắn. Các số liệu tương ứng của ba nước còn lại cũng cao.

Ý nghĩa của hai đặc điểm này của nợ vay từ nước ngoài – nợ do ngân hàng vay, và nợ ngắn hạn – là khi chủ nợ nước ngoài hoảng loạn, kết quả không phải là một mà là hai cuộc rút tiền ồ ạt diễn ra, một cuộc xảy ra đối với ngân hàng, một cuộc đối với tiền tệ.

Xem Hộp Tiêu điểm “Những cuộc rút tiền ồ ạt khỏi ngân hàng” ở chương 4

Hãy nhớ lại mô tả sự rút tiền ồ ạt khỏi ngân hàng. Các ngân hàng vay ngắn hạn (tài sản nợ của các ngân hàng này thường là *tiền gửi không kỳ hạn*), và sử dụng tiền này để cho các doanh nghiệp vay. Ngay cả trong trường hợp các khoản vay là tốt và cuối cùng sẽ được hoàn trả, nếu tất cả những người gửi tiền đều muốn rút tiền ra ngay thì ngân hàng cũng không thể đáp ứng. Các doanh nghiệp không thể hoàn trả các khoản vay ngay lập tức. Do đó, nếu một số người gửi tiền muốn rút tiền, hoàn toàn hợp lý khi những người gửi tiền khác lo lắng và cố gắng rút tiền ra theo, dẫn đến sự rút tiền ồ ạt khỏi ngân hàng.

**BẢNG 24–5 Nợ nước ngoài và thành phần của nợ:
Indonesia, Hàn Quốc, Malaysia, Thái Lan, 1996)**

	Indonesia	Hàn Quốc	Malaysia	Thái Lan
Nợ nước ngoài (% GDP)	56	28	40	50
Nợ do ngân hàng vay (% tổng số nợ)	40	78	73	85
Nợ ngắn hạn (% tổng số nợ)	25	50	27	41
Nợ ngắn hạn (% dự trữ)	176	203	41	99

Nguồn: Giancarlo Corsetti, Paolo Pesenti và Nouriel Roubini, “Nguyên nhân nào Gây ra Khủng hoảng Tiền tệ và Tài chính châu Á?”, tháng 9-1998, Đại học New York.

Bây giờ chúng ta hãy trở lại cuộc khủng hoảng châu Á. Giả sử rằng ngay cả khi toàn bộ các chủ nợ ngắn hạn nước ngoài quyết định rút

tiền gửi khỏi các ngân hàng châu Á và bằng đô la, các ngân hàng vẫn đòi được tiền từ các doanh nghiệp, và ngân hàng trung ương vẫn có đủ dự trữ ngoại tệ để bán đô la, lấy nội tệ, cho những người cho vay nước ngoài muốn rút tiền ra. Như thế thì đã không xảy ra tâm trạng dẫn đến việc rút tiền ồ ạt. Các chủ nợ nước ngoài muốn rút tiền lẽ ra đã có thể rút được tiền từ các ngân hàng và bán nội tệ lấy đô la. Các chủ nợ khác lẽ ra đã ở lại.

Tuy nhiên, do nguyên nhân chúng ta đã bàn đến trước đây, các ngân hàng không thể hoàn trả cho tất cả các chủ nợ ngắn hạn nước ngoài ngay lập tức. Và ngân hàng trung ương đã không đủ dự trữ để bán đô la, lấy nội tệ, cho tất cả các chủ nợ ngắn hạn nước ngoài. Rất ít chính phủ có lượng dự trữ lớn như vậy. Như dòng cuối cùng của Bảng 24-5 cho thấy cả ở Indonesia lẫn Hàn Quốc, nợ ngắn hạn bằng xấp xỉ hai lần dự trữ.

Như vậy là đã tạo điều kiện kích hoạt các cuộc rút tiền ồ ạt ra khỏi các ngân hàng trong nước lẫn thoát khỏi nội tệ. Và đây chính xác là điều đã diễn ra. Các chủ nợ nước ngoài đã cố gắng rút tiền của họ ra khỏi các ngân hàng, dẫn đến một sự rút tiền ồ ạt khỏi ngân hàng, và một cuộc khủng hoảng hệ thống ngân hàng. Và khi họ cố gắng thoát khỏi nội tệ, họ cũng đã châm ngòi cho một cuộc khủng hoảng tỷ giá hối đoái. Sau một thời gian, chính quyền không còn chọn lựa nào khác ngoài việc từ bỏ bảo vệ mức ngang bằng, và để cho đồng tiền giảm giá, thường là, như chúng ta đã thấy ở trên, giảm giá rất nhiều. Điều này làm mọi việc tệ hơn cho các ngân hàng. Vì trước đó họ đã vay bằng đô la, một sự giảm giá nội tệ có ý nghĩa là tăng thêm tài sản nợ tính bằng đồng nội tệ, làm cho cuộc khủng hoảng ngân hàng tồi tệ hơn, dẫn đến việc nhiều chủ nợ nước ngoài hơn muốn rút tiền ra, dẫn đến giảm giá nội tệ nhiều hơn, và tiếp tục như thế.

Bằng cách tạo ra cuộc khủng hoảng ngân hàng cũng như cuộc khủng hoảng tỷ giá hối đoái, quyết định rút ra của các chủ nợ nước ngoài còn mang tính tàn phá hơn nhiều so với trường hợp đáng lẽ đã xảy ra nếu như không có cuộc khủng hoảng ngân hàng. Hậu quả là một cuộc khủng hoảng kinh tế, cuộc khủng hoảng mà, sau khi sự kiện xảy ra, chứng nghiệm phần lớn những nỗi lo sợ của các chủ nợ nước ngoài vào lúc đầu.

Ngược với một sự rút tiền ồ ạt khỏi ngân hàng thông thường, tài sản nợ của các ngân hàng châu Á đối với người nước ngoài không phải là các khoản tiền gửi không kỳ hạn mà là các khoản vay ngắn hạn. Khi những khoản vay ngắn hạn này đáo hạn, các nhà đầu tư nước ngoài thay vì gia hạn thì đã yêu cầu thanh toán cả gốc lẫn lãi. Các ngân hàng không có khả năng đáp ứng, làm cho các nhà đầu tư khác cũng đặt dấu

hỏi liệu chính họ có được thanh toán không, và do đó dẫn đến việc họ không gia hạn khoản cho vay, và cứ tiếp tục như thế.

Cách giải thích nào về cuộc khủng hoảng này là đúng? Như thường lệ, câu trả lời đúng có lẽ là cả hai. Ngày càng nảy sinh những vấn đề ở vài nước, do đó các chủ nợ nước ngoài đã đúng khi bắt đầu lo lắng. Tuy nhiên, hầu như chẳng có ai nghi ngờ điều này: một khi một số người trong số họ quyết định rút tiền ra thì kết quả là cả việc rút tiền ồ ạt khỏi ngân hàng lẫn khủng hoảng tỷ giá hối đoái xảy ra, dẫn đến ảnh hưởng tệ hại hơn nhiều so với ảnh hưởng do một mình yếu tố nền tảng gây nên.

Tại sao cuộc khủng hoảng tỷ giá hối đoái này đã dẫn đến một cuộc suy thoái?

Tại sao cuộc khủng hoảng tỷ giá hối đoái này đã gây ra một cuộc suy thoái sản lượng nặng nề đến vậy ở cả 4 nước năm 1998? Suy cho cùng, dựa trên những gì chúng ta đã xem xét ở Chương 19, chúng ta hẳn đã kỳ vọng sự giảm giá mạnh nội tệ mà các nước trải qua sẽ dẫn đến một sự gia tăng cầu hàng hóa nội địa, và một sự gia tăng sản lượng. Tại sao điều ngược lại đã xảy ra?

Một lý do là trước khi các chính phủ từ bỏ việc bảo vệ mức ngang bằng của đồng tiền, họ đã cố gắng bảo vệ nó bằng cách tăng lãi suất, thường là đến mức rất cao. Mặc dù các mức lãi suất cao này hóa ra là không đủ để duy trì mức ngang bằng, nhưng chúng lại thừa sức gây ảnh hưởng tiêu cực nặng nề đối với đầu tư, dẫn đến sự thu hẹp mạnh sản lượng.

Giờ đây, khi cuộc khủng hoảng tỷ giá hối đoái đã qua đi, hầu hết các chính phủ đã giảm lãi suất xuống mức thấp hơn nhiều. Do đó chắc mọi người kỳ vọng ảnh hưởng tiêu cực của lãi suất cao sẽ từ từ biến mất, và ảnh hưởng tích cực của sự giảm giá mạnh đồng tiền sẽ dần dần chi phối, làm cho sản lượng mở rộng. Đây thật sự là điều đã diễn ra trong cuộc khủng hoảng tỷ giá hối đoái lớn trước đây của thập niên 90, khủng hoảng ở Mexico năm 1994: tiếp theo cuộc suy thoái nặng nề vào 1995 là sự tăng trưởng vững chắc sau đó. (Xem hộp Vĩ mô Toàn cầu “Cuộc Khủng hoảng ở Mexico năm 1994”).

Chúng ta có thể hy vọng rằng các cơ chế giống vậy cũng sẽ diễn ra ở châu Á. Tuy nhiên, có ít nhất là một lý do để lo ngại rằng cuộc

suy thoái này có thể kéo dài lâu hơn cuộc suy thoái ở Mexico. Như chúng ta đã xem xét trước đây, châu Á không những đã trải qua một cuộc khủng hoảng tỷ giá hối đoái mà còn một cuộc khủng hoảng tài chính. Nhiều ngân hàng bị phá sản, và không thể thực hiện những khoản cho vay mới. Điều này hàm ý là nhiều doanh nghiệp không thể vay được tiền. Một sự thật đáng ngạc nhiên là khối lượng hàng xuất khẩu từ các nước châu Á trong năm 1998 không tăng nhiều bằng mức mà người ta đã tiên đoán dựa vào sự giảm giá mạnh nội tệ. Một giả thuyết là một số nhà xuất khẩu không thể mở rộng được sản xuất. Làm như vậy sẽ đòi hỏi tăng vốn và vay nợ – điều mà họ không thể làm. Do đó, vào mùa xuân 1999, hầu hết các dự báo cho thấy cần một thời gian để các nước này khắc phục hậu quả của khủng hoảng, và rằng sự suy thoái ở các nước này có thể kéo dài lâu hơn ở Mexico trước đây.

Các bài học rút ra từ cuộc khủng hoảng châu Á là gì?

Mọi cuộc khủng hoảng đều dẫn đến việc xem xét lại cách thức nền kinh tế hoạt động, và dẫn đến các đề xuất về sự thay đổi. Cuộc khủng hoảng châu Á cũng không phải là ngoại lệ. Cuộc khủng hoảng này đã dẫn đến hai cuộc tranh luận sôi nổi

- Ủng hộ và chống đối việc **kiểm soát vốn**. Giả như nợ nước ngoài của các nước châu Á chủ yếu là nợ dài hạn chứ không phải ngắn hạn thì khả năng xảy ra một sự rút tiền ồ ạt khỏi ngân hàng và một cuộc khủng hoảng tỷ giá hối đoái lẽ ra đã ít hơn, và có thể đã không xảy ra khủng hoảng. Điều này đã thúc bách việc kêu gọi hạn chế các khoản nợ nước ngoài ngắn hạn, làm cho việc các chủ nợ nước ngoài cho vay ngắn hạn, và người đi vay trong nước vay các khoản vay ngắn hạn từ nước ngoài trở nên tốn kém hơn. Nhiều nhà kinh tế đồng ý rằng lý lẽ biện minh cho việc hạn chế vay ngắn hạn nước ngoài có một số giá trị; tuy nhiên, đa số tin rằng những hạn chế đó có thể khó áp dụng được trong thực tế.

VĨ MÔ TOÀN CẦU

Cuộc khủng hoảng ở Mexico năm 1994

Trong nửa cuối của thập niên 80, Mexico khởi đầu chương trình ổn định hóa kinh tế vĩ mô lần cải cách kinh tế. Một trong những yếu tố của chương trình là việc cắt giảm lạm phát. Sau việc cắt giảm thành công tỷ lệ lạm phát từ 159% năm 1987 xuống còn khoảng 20% năm 1991, chính phủ Mexico đã quyết định duy trì tỷ giá hối đoái gần như không đổi của đồng peso so với đô la (Mỹ). Quyết định này tỏ ra là một trong những nguyên nhân của cuộc khủng hoảng đồng peso vào tháng 12-1994.

Mặc dù tỷ giá hối đoái danh nghĩa so với đô la xấp xỉ không đổi từ năm 1990 trở đi nhưng lạm phát ở Mexico vẫn cao hơn nhiều so với Mỹ. Kết quả là có sự tăng giá thực đáng kể của đồng peso: điều này được thể hiện ở Bảng 1. Bảng này cho thấy tỷ giá hối đoái danh nghĩa và tỷ giá hối đoái thực giữa Mexico và Mỹ trong giai đoạn 1990-1994. Vào năm 1994, hàng hóa Mexico đắt hơn hàng hóa Mỹ 22% so với 5 năm trước đó. Không có gì đáng ngạc nhiên rằng ảnh hưởng của sự tăng giá thực này là thâm hụt thương mại lớn. Như Bảng 1 cho thấy, thâm hụt thương mại của Mexico lên đến 7,2% GDP vào năm 1994.

Trong năm 1994, điều trở nên ngày càng rõ đối với nhiều nhà kinh tế và

các nhà đầu tư nước ngoài là việc định giá quá cao đồng peso đang trở thành một vấn đề nghiêm trọng, và có lẽ không thể tránh được việc phá giá đồng peso. Vào tháng 12, nỗi lo sợ việc phá giá dẫn đến các dòng vốn lớn chảy ra khỏi nước. Mexico cố gắng duy trì mức ngang bằng qua việc tăng lãi suất. Tuy nhiên đã quá trễ. Người ta phải phá giá đồng peso 50% vào tháng 12-1994. Một năm sau, vào tháng 12-1995, đồng peso ở mức 1 đô la ăn 7,75 peso, so với 3,45 peso tháng 11-1994. Lý do đồng peso giảm giá quá nhiều như vậy là, như trong trường hợp khủng hoảng châu Á, nhiều nhà đầu tư nước ngoài quyết định rút ra khỏi nước này hoàn toàn. Những người ở lại đòi hỏi lãi suất cao. Lãi suất danh nghĩa ngắn hạn trong năm 1995 đạt trung bình 60%; với lạm phát ở mức 30%, những con số này cho thấy lãi suất thực cao.

Như thế, vào năm 1994 và 1995, nền kinh tế Mexico chịu hai cú sốc mạnh, chúng gây ảnh hưởng trái ngược nhau đối với sản lượng. Thứ nhất, việc phá giá đồng peso dẫn đến tăng khả năng cạnh tranh và tăng cầu hàng hóa nội địa. Thứ hai, sự gia tăng mạnh lãi suất thực, dẫn đến giảm cầu. Ảnh hưởng ròng là sự giảm sút 6,3% GDP vào năm 1995. Tuy nhiên, từ 1996, lãi suất thực thấp hơn, và sự giảm giá thực

đã dẫn đến bùng nổ xuất khẩu và bùng nổ sản lượng. Mức tăng trưởng sản lượng đạt 5,1% năm 1996 và 6,9% năm 1997. Giờ đây cuộc khủng hoảng hầu như chỉ còn là một kỷ niệm không vui.

Câu hỏi là liệu diễn tiến tương tự sẽ xảy ra ở châu Á hay không.

BẢNG 1 Các tỷ giá hối đoái danh nghĩa và thực giữa Mexico và Hoa Kỳ, 1990-1994

	1990	1991	1992	1993	1994
Tỷ giá hối đoái danh nghĩa (E)	2,81	3,01	3,09	3,11	3,37
Mức giá ở Hoa Kỳ(P*)	100,0	100,2	100,8	102,3	103,6
Mức giá ở Mexico (P)	100,0	120,5	136,7	148,8	158,9
Tỷ giá hối đoái thực (EP*/P)	100,0	89,0	80,0	78,0	78,0
Cán cân thương mại/GDP của Mexico (%)	-1,8	-3,8	-6,4	-5,4	-7,2

Tỷ giá hối đoái danh nghĩa: đô la tính theo peso. Các mức giá của Hoa Kỳ và Mexico là các chỉ số giá nhà sản xuất, bằng 100 vào năm 1990. Tỷ giá hối đoái thực được chuẩn hóa bằng 100 vào năm 1990. Dấu trừ ở dòng cuối cho biết thâm hụt thương mại.

- Vai trò của Quỹ Tiền tệ Quốc tế – IMF. Trong suốt cuộc khủng hoảng này, IMF đã đóng 2 vai trò chính. Thứ nhất, IMF đã giúp các nước thiết kế một trọn gói về kinh tế vĩ mô, với cả các biện pháp ngắn hạn lẫn cải cách cơ cấu. Thứ hai, và với điều kiện các nước này chấp nhận cả gói, IMF đã cho các nước này vay tiền để giúp họ bảo vệ tỷ giá hối đoái hay giới hạn sự giảm giá đồng tiền của họ. Cả 2 vai trò này đều bị chỉ trích nặng nề. Một số người cho rằng trọn gói chính sách cụ thể mà IMF yêu cầu các nước chấp nhận và thực hiện là một trọn gói sai lầm. Một số người cho rằng danh mục các cải cách về cơ cấu mà IMF yêu cầu quá dài. Một số người cho rằng IMF lẽ ra nên cho vay nhiều hơn, những người khác lại cho rằng lẽ ra nên cho vay ít hơn. Những sự chỉ trích trên được bàn đến ở hộp Vĩ mô Toàn cầu, “IMF nên đóng vai trò gì?”

VĨ MÔ TOÀN CẦU

IMF nên đóng vai trò gì?

Trong cuộc khủng hoảng châu Á, IMF đã đóng hai vai trò chính:

- IMF yêu cầu các nước bị tấn công tiến hành các biện pháp nhằm chống lại khủng hoảng và cải thiện nền kinh tế. Dựa trên kinh nghiệm của mình đối với các cuộc khủng hoảng trước đây, IMF yêu cầu tăng lãi suất và thu hẹp ngân sách. IMF cũng yêu cầu tiến hành một số cải cách cơ cấu, đi từ việc nới lỏng kiểm soát đến chống tham nhũng, đến cải cách ngân hàng, đến cải cách ngoại thương.
- Với điều kiện các nước chấp nhận những biện pháp này, IMF cho vay tiền để giúp hạn chế sự giảm giá đồng tiền của họ. Tổng số tiền rất lớn, khoảng 100 tỉ đô la cho 4 nước mà chúng ta nghiên cứu.

Logic đằng sau cả hai vai trò là, một mặt làm yên lòng các nhà đầu tư là các chính sách đúng đắn đang được tiến hành, và mặt khác cung cấp tiền để cho phép các nước vượt qua cuộc khủng hoảng mà không bị tổn thất quá lớn. Chiến lược này đã bị chỉ trích nặng nề.

Một số chỉ trích nhắm đến những chi tiết của trọn gói chính sách. Phải chăng lẽ ra đã khôn ngoan hơn nếu không tăng lãi suất nhiều đến thế và để cho tỷ giá

hối đoái giảm giá (nói đúng ra là nội tệ giảm giá) sớm hơn? Tại sao IMF lại yêu cầu các nước đã thặng dư ngân sách tiến hành thu hẹp ngân sách thêm nữa? Đây có thể là biện pháp phù hợp đối với các cuộc khủng hoảng khác, nhưng chắc chắn không phải là giải pháp đúng đắn đối với trường hợp này.

Một số chỉ trích liên quan đến vai trò của IMF nói chung:

- Một số đã đặt nghi vấn về chiều dài của danh mục cải cách. Nếu mục đích của các cải cách là làm yên lòng các nhà đầu tư thì một danh mục dài như vậy có thật sự cần thiết hay không? IMF có cố gắng sử dụng cuộc khủng hoảng này để áp đặt một nghị trình rộng lớn hơn lên các nước châu Á? Và nếu thế, điều đó có thực sự cần phải nằm trong vai trò của IMF không?
- Một số người chỉ trích cho rằng nếu mục đích là để tránh nạn rút tiền ồ ạt, IMF lẽ ra thật sự nên chuẩn bị sẵn nhiều tiền hơn cho các nước châu Á. Mặc dù các số tiền là lớn nhưng lại không có ngay tức thì cho các nước này, và điển hình là không đủ lớn để trả cho các chủ nợ ngắn hạn nước ngoài nếu tất cả đều quyết định rút ra. Họ lập luận rằng IMF lẽ ra nên chuẩn

bị đủ tiền để tránh khả năng xảy ra nạn rút tiền ồ ạt.

- Một số người chỉ trích lại cho rằng thay vì như trên, IMF lẽ ra không nên liên quan đến việc cho các nước này vay, và tổng quát hơn, không nên dính vào việc cho các nước đang gặp vấn đề vay những khoản tiền lớn. Những khoản tiền mà IMF sẽ cần để cho vay là quá lớn đến nỗi không thể khả thi. Họ cho rằng thay vì vậy, IMF nên tham gia vào việc điều phối các chủ nợ. Nếu vấn đề là một sự rút tiền ồ ạt tiềm tàng thì việc thuyết phục các chủ nợ để chuyển đổi từ những khoản nợ ngắn hạn thành những khoản nợ dài hạn là giải pháp. Nếu một nước không thể trả nợ cho những chủ nợ nước ngoài thì IMF có thể đóng vai trò mà các tòa án về phá sản đang thực hiện trong nước: giúp các chủ nợ đạt được một thỏa thuận giữa họ với nhau và với các nước con nợ.

Những người chỉ trích IMF rõ ràng đã đưa ra những câu hỏi phù hợp. Nhưng các câu trả lời hoàn toàn chưa dứt khoát. Danh mục cải cách tối thiểu là gì để thuyết phục được các nhà đầu tư nước

ngoài ở lại? Chúng ta không biết. Khi một cuộc khủng hoảng tỷ giá hối đoái bắt đầu, có còn đủ thời gian để điều phối các chủ nợ không? Có cần thiết phải có một định chế như IMF với vai trò cấp tiền nhanh chóng cho một nước gặp rắc rối? Nếu IMF không dùng chính các nguồn tiền của mình, IMF sẽ có những động cơ khuyến khích nào để đảm bảo tiến hành các cải cách? Chắc chắn các cuộc thảo luận sẽ còn tiếp diễn.

Tài liệu tham khảo

Về hai quan điểm chỉ trích nổi bật về vai trò của IMF, hãy đọc Martin Feldstein, “Reforming of the IMF” (“Cải cách IMF”), tạp chí Foreign Affairs, tháng 3 và 4-1998, và Steven Radelet và Jeffrey Sachs, “The East Asian Crisis: Diagnosis, Remedies, and Prospects” (“Cuộc Khủng hoảng Đông Á: Chẩn đoán, Biện pháp sửa sai và Triển vọng”), Brookings Papers on Economic Activity, 1998: 1, 1-90. Về quan điểm bênh vực IMF, đọc Stanley Fischer, “Lesson From a Crisis” (“Bài học từ một Cuộc Khủng hoảng”), báo The Economist, tháng 3-1998.

TÓM TẮT

Cuộc Khủng hoảng ở Châu Á

- Năm 1997, một số nước Châu Á rơi từ tỷ lệ tăng trưởng cao xuống một cuộc suy thoái sâu sắc. Nguyên nhân trực tiếp là do cuộc khủng hoảng tỷ giá hối đoái. Các nhà kinh tế không đồng ý về những nguyên nhân sau của cuộc khủng hoảng:
- Một số tin rằng cuộc khủng hoảng có những nguyên nhân về yếu tố nền tảng. Họ lập luận rằng tỷ lệ tăng trưởng cao của Châu Á ngày càng được duy trì thông qua tỷ lệ đầu tư rất cao, và đang tới hồi kết thúc. Sự nhận thức ra của các nhà đầu tư nước ngoài về điều này đã châm ngòi cho cuộc khủng hoảng.
- Những người khác tin rằng cuộc khủng hoảng này chủ yếu là trường hợp của kỳ vọng tự thân thực hiện. Họ chỉ ra rằng một tỷ lệ lớn nợ nước ngoài là nợ do ngân hàng vay và nợ ngắn hạn. Cả hai đặc điểm này đều tạo ra khả năng xảy ra sự rút tiền ồ ạt khỏi các ngân hàng và thoát khỏi nội tệ (tạo ra cuộc khủng hoảng tỷ giá hối đoái). Cả hai đã xảy ra vào năm 1997.
- Lãi suất cao và khủng hoảng hệ thống ngân hàng đều dẫn tới một sự sụt giảm sản lượng mạnh. Sự giảm giá nội tệ sẽ dẫn tới tăng cầu và tăng sản lượng. Người ta không rõ là liệu các nước này có đạt lại được hay không và khi nào mới đạt lại được tỷ lệ tăng trưởng cao như trước đây.