

Vấn đề tài chính quốc tế ở các nước đang phát triển

1. Nhiều vấn đề đang nổi lên từ cơ chế tỷ giá hối đoái cố định
2. Một ví dụ về điều kiện ngang bằng lãi suất danh nghĩa
3. Điều kiện ngang bằng lãi suất danh nghĩa trong cơ chế tỷ giá hối đoái cố định và vốn di chuyển tự do
4. Tác động của phá giá đối với nền kinh tế vĩ mô
5. Tại sao một quốc gia muốn phá giá?
6. Các cuộc khủng hoảng tiền tệ
7. Ủy ban (Hội đồng) tiền tệ

1. Nhiều vấn đề đang nổi lên từ cơ chế tỷ giá hối đoái cố định

- Phá giá
- Khủng hoảng tiền tệ (nợ)
- Ban (Hội đồng) tiền tệ (Currency boards)
- Sức ép lên giá (Trung Quốc)

2. Một ví dụ về điều kiện ngang bằng lãi suất danh nghĩa

Giả sử trong điều kiện vốn có tính lưu động hay vốn di chuyển tự do, kinh doanh chênh lệch giá, và tỉ suất lợi nhuận là bằng nhau giữa các nước sau khi tính đến những giao dịch ngoại hối.

- a. Một công dân Việt Nam đang cân nhắc nên mua trái phiếu ở đâu: Việt Nam hay Hoa Kỳ chẳng hạn

Giả sử bạn đang đứng tại nước Việt Nam: đ là nội tệ (DC), $\text{\$}$ là ngoại tệ (FC)

	Năm t	Năm $t+1$	Ghi chú
Trái phiếu Hoa Kỳ ($\text{\$}$)	$\text{\$}1$	$\text{\$}(1 + i^*)$	Định nghĩa tỷ giá $e = \text{đ}/\text{\$}$ (DC/1FC)
Trái phiếu Việt Nam (đ)	e_t	$e_t(1 + i)$	Giả sử biết e_{t+1}
Trái phiếu Hoa Kỳ (quy về $\text{\$}$)		$\text{\$}[e_t(1 + i).(1/e_{t+1})]$	

b. Kinh doanh chênh lệch giá (và dòng vốn sẽ ngưng di chuyển khi và chỉ khi):

$$\Rightarrow (1 + i^*) = (1 + i) \cdot (e_t/e_{t+1})$$

Chú ý:

$$e_{t+1} = (1 + \frac{e_{t+1} - e_t}{e_t}) \cdot e_t$$

$$(1 + i^*) = (1 + i) \cdot (e_t/e_{t+1})$$

$$\Rightarrow (1 + i) = (1 + i^*) \cdot (1 + \frac{e_{t+1} - e_t}{e_t})$$

$$(1 + i) = 1 + \frac{e_{t+1} - e_t}{e_t} + i^* + (\frac{e_{t+1} - e_t}{e_t}) \cdot i^*$$

$$\text{với } (\frac{e_{t+1} - e_t}{e_t}) \cdot i^* \neq 0$$

$$\Rightarrow i = i^* + \frac{e_{t+1} - e_t}{e_t}$$

→ $i = i^*$ + tỉ lệ mất giá của nội tệ

→ Nếu chưa biết e_{t+1} thì sao? → Tỷ giá kỳ vọng thời kỳ tương lai: e_{t+1}^e

$$(1) \quad i = i^* + \frac{e_{t+1}^e - e_t}{e_t}$$

→ $i = i^*$ + tỉ lệ mất giá kỳ vọng của nội tệ

→ Điều kiện ngang bằng lãi suất danh nghĩa (đúng trong bất kỳ cơ chế tỉ giá nào)

Có thể viết lại (1) thành:

$$(2) \quad i - i^* = \frac{e_{t+1}^e - e_t}{e_t}$$

Ví dụ: vào ngày 24/11/1997

US: $i^* = 6,0\%$

Đức: $i = 5,4\%$

→ Thị trường cho rằng sẽ có sự lên giá của DM (hay giảm giá của \$) = 0,6%

Từ (1):

- $\Rightarrow$ (a) Tăng $i \rightarrow \$$ tăng giá (DM giảm giá), cho trước i^*
 $\Rightarrow$ (b) Nếu $e_{t+1}^e = e_t$, thì $i = i^*$

$\rightarrow$ Điều kiện ngang bằng lãi suất thực:

$$\text{Nhắc lại: } \varepsilon = \frac{e.P^*}{P} \Rightarrow \frac{\varepsilon_{t+1} - \varepsilon_t}{\varepsilon_t} = \frac{e_{t+1} - e_t}{e_t} + (\pi^* - \pi)$$

$$\text{Do vậy: } \frac{\varepsilon_{t+1}^e - \varepsilon_t}{\varepsilon_t} = \frac{e_{t+1}^e - e_t}{e_t} + (\pi^{e*} - \pi^e)$$

$\rightarrow$ cộng $(\pi^{e*} - \pi^e)$ vào hai vế của (2)

$$(3) \quad r - r^* = \left[\frac{e_{t+1}^e - e_t}{e_t} + (\pi^{e*} - \pi^e) \right]$$

$$(4) \quad r - r^* = \frac{\varepsilon_{t+1}^e - \varepsilon_t}{\varepsilon_t} \rightarrow \text{tỉ lệ mất giá thực của nội tệ}$$

Ghi chú: (1) - (4) đúng với bất kỳ cơ chế tỉ giá nào

3. Điều kiện ngang bằng lãi suất danh nghĩa trong cơ chế tỷ giá hối đoái cố định và vốn di chuyển tự do

- a. Trong điều kiện tỉ giá cố định là đáng tin cậy, $e_{t+1}^e = e_t = e_f$, $i = i^* \dots$ chính sách tiền tệ là nội sinh (phải điều chỉnh để đảm bảo $i = i^*$)
 - Tuy nhiên, thực tế chính phủ có thể lựa chọn phương án phá giá (tăng e_f). Điều này có thể khiến một số người kỳ vọng vào các khả năng khác nhau.

- b. Nếu thị trường kỳ vọng có phá giá thì sao? Ví dụ $e_{t+1}^e > e_t$?

- (i) Giả sử người ta tin rằng 50% cơ hội là vẫn duy trì e_f và 50% khả năng sẽ phá giá 10% trong vòng một năm

$$\Rightarrow \frac{e_{t+1}^e - e_t}{e_t} = 0.05 \quad (\text{giảm giá kỳ vọng} = 5\%)$$

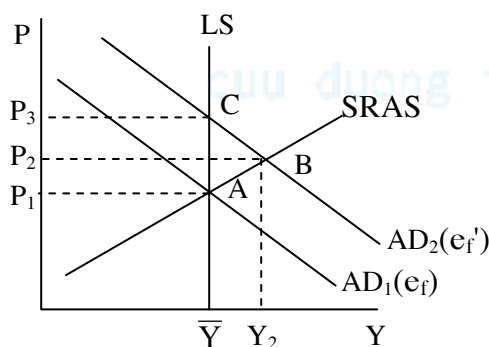
$$\therefore (2) \Rightarrow i - i^* = 5\% \quad (\text{tỉ lệ hàng năm})$$

- (ii) Còn xác suất 50% sẽ phá giá 10% trong một tháng thì sao?

$$\Rightarrow i - i^* = 5\% \text{ hàng tháng} \Rightarrow i - i^* = 60\% \quad (\text{tỉ lệ hàng năm})!$$

- c. Tại sao thị trường lại kỳ vọng có phá giá? Có nhiều lý do có thể xảy ra:
- (i) Nội tệ được định giá quá cao, có thể do $\pi > \pi^*$ [định giá quá cao: $\varepsilon < \text{giá trị cân bằng dài hạn}$, có thể giải quyết bằng $\pi < \pi^*$]
 - (ii) Thâm hụt tài khoản vãng lai lớn và kéo dài [$\Rightarrow$ tăng vay nợ nước ngoài, đòi hỏi phải có thặng dư thương mại trong tương lai để trả nợ]
 - (iii) Điều kiện trong nước đòi hỏi i thấp hơn [ví dụ như suy thoái kỳ vọng, có thể do kết quả của những khó khăn tài chính (ngân hàng yếu kém)]
 - (iv) Thiếu thiện chí và khả năng bảo vệ tỉ giá cố định [không đủ dự trữ ngoại tệ]
- d. Chính phủ thường phản ứng như thế nào trước những kỳ vọng của thị trường như vậy (tấn công đầu cơ chẳng hạn)? Trường hợp phổ biến:
- (i) Chính phủ ra tuyên bố trấn an rằng các yếu tố mang tính nền tảng là vững mạnh và vẫn duy trì cam kết bảo vệ tuyệt đối tỉ giá hối đoái cố định.
 - (ii) Ngân hàng trung ương tăng i nhưng thường là ở mức thấp hơn cần thiết để bù đắp mức phá giá kỳ vọng. Kéo theo dòng vốn ồ ạt chảy ra ngoài do các nhà đầu tư tài chính cho rằng trái phiếu nước ngoài là hấp dẫn hơn. Ngân hàng trung ương mua nội tệ (hay bán ra ngoại tệ) kéo theo giảm dần dự trữ ngoại hối.
 - (iii) Cuối cùng chọn lựa là phải chấp nhận i rất cao hay phải thực hiện theo kỳ vọng của thị trường: phá giá. (i quá cao sẽ có tác động gây thiệt hại rất lớn).
- e. Tại sao các nước duy trì tỉ giá hối đoái cố định? (Để giảm rủi ro, giảm thiểu tính không chắc chắn?)

4. Tác động của phá giá đối với nền kinh tế vĩ mô



Bắt đầu từ A: giả sử nền kinh tế đang ở trạng thái cân bằng dài hạn ($\therefore \varepsilon$ cũng ở cân bằng dài hạn)

(1) Phá giá: tăng $e_f \rightarrow AD_1$ sang AD_2 , A sang B trong ngắn hạn [P tăng nhưng không đủ để bù cho tăng e_f . Do vậy, ε tăng trong ngắn hạn]

(2) Trong dài hạn, P tăng cho tới khi ε trở về mức ban đầu $\rightarrow C$

∴ phá giá danh nghĩa chỉ có tác động đối với tỷ giá thực mang tính tạm thời

5. Tại sao một quốc gia muốn phá giá?

- a. Trường hợp quốc gia này đang đối mặt với tình trạng suy thoái ($Y < \bar{Y}$) và e_f được ấn định quá cao (ví dụ như với P và P^* cho trước, $\varepsilon < \varepsilon_{l-r}$)

Bắt đầu từ A:

Các chọn lựa chính sách:

- (1) P giảm (dịch chuyển SRAS sang phải do kỳ vọng giá giảm) và từng bước khôi phục từ $Y < \bar{Y}$ [A sang B]

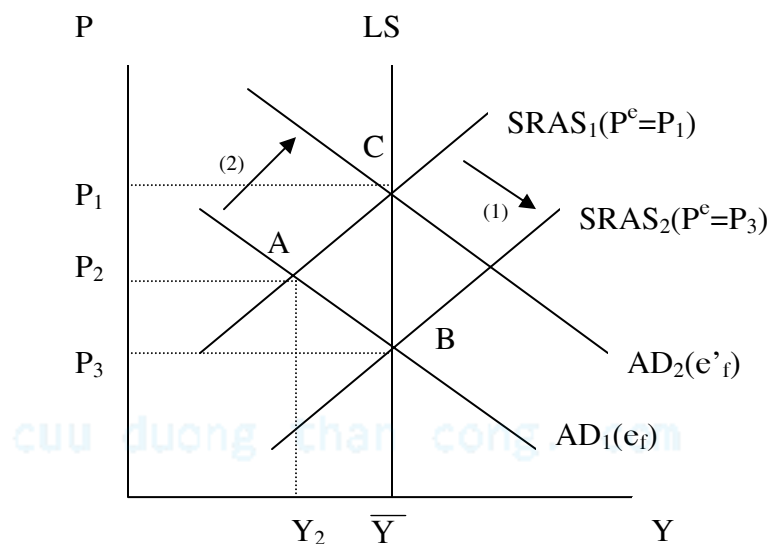
∴ tăng ε do giảm P

- (2) Phá giá: (tăng e_f) (dịch chuyển AD sang phải)

∴ phục hồi ε đến $\varepsilon_{dài hạn}$ [A đến C]

∴ tăng ε do tăng e_f

Chính sách (2) có thể đẩy nhanh quá trình trở về $\bar{Y}$



- b. Trường hợp tại $Y = \bar{Y}$ nhưng có thâm hụt thương mại kéo dài (hay $\varepsilon < \varepsilon_{ss}$ với ε_{ss} là giá trị của ε tại đó $NX=0$). Mục tiêu: giảm thâm hụt thương mại nhưng giữ $Y = \bar{Y} \rightarrow$ phải tăng $(S-I)$ ứng với Y cho trước.

- Xét bản thân sự phá giá: tăng $e \Rightarrow$ tăng ε và tăng AD.

$\therefore$ bùng nổ kinh tế ($Y > \bar{Y}$)

Cuối cùng P tăng $\Rightarrow$ giảm ε . Trong dài hạn, không có thay đổi thực

- Xét giảm G : giảm AD

$\therefore$ suy thoái.

Cuối cùng P giảm $\rightarrow$ tăng ε

Và $\therefore$ tăng NX . Nhưng, suy thoái

- Kết hợp tăng e_f với giảm G :

sẽ không có tác động ròng lên AD

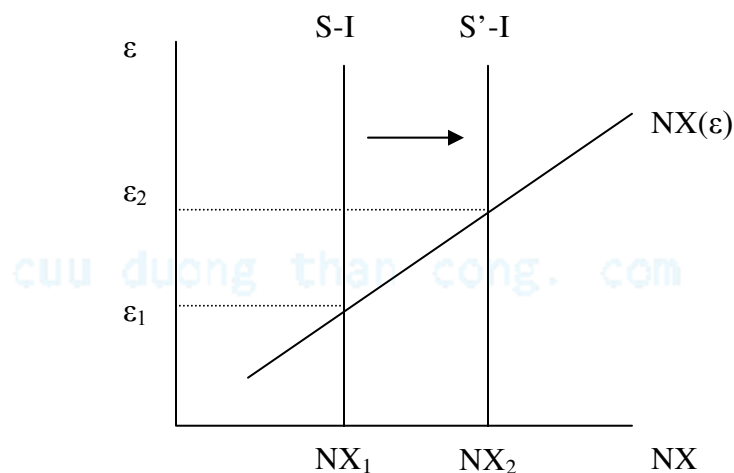
nhưng giảm NX $[\bar{Y} = C + I + G + NX]$

giảm $G \Rightarrow$ tăng $S \therefore (S-I)$ tăng $\Rightarrow$ tăng ε và tăng NX .

ε có thể tăng do

(a) giảm P (suy thoái)

(b) tăng e_f để tăng ε trực tiếp không có thay đổi AD



6. Các cuộc khủng hoảng tiền tệ

- a. Mexico, 1994
- b. Đông Âu, 1998? Dấu hiệu trực trặc ở Đông Âu?
- c. 10 bài học rút ra?

7. Ban (Hội đồng) tiền tệ (Hong Kong, Argentina & một số nước khác)

- a. Ban tiền tệ (không phải ngân hàng TW) phát hành tiền theo tỉ giá hối đoái cố định với tiền dự trữ (theo \$ chẳng hạn)

∴ MB (hay cơ sở tiền, tiền mạnh) thay đổi 1: 1 so với dự trữ ngoại hối

→ Nếu ban tiền tệ bắt đầu với dự trữ quốc tế > số tiền lưu hành, thì lúc nào cũng có đủ dự trữ để mua vào tất cả tiền.

∴ Có thể duy trì tỉ giá hối đoái cố định nếu ban tiền tệ không gian lận bằng cách thay đổi dự trữ quốc tế để mua cái gì khác ngoài tiền tệ (ví dụ nợ chính phủ)

→ Điều này buộc phải tuân theo kỷ cương ngân sách (chính phủ không thể nào thu lợi từ việc phát hành tiền)

⇒ Uy tín hay sự tin cậy

- b. Kinh nghiệm của Hong Kong

- Ban tiền tệ của Hong Kong được thành lập 1983
- Dự trữ hơn 6 lần lượng tiền đang lưu hành
- Vụ tấn công tiền tệ vào HKD 1997

- c. Kinh nghiệm Argentina, 1994-95

- Ban tiền tệ thành lập 1991
- Được kiểm chứng một cách nghiêm túc vào 12/1994 – 3/1995 → qua được khủng hoảng