

Vay và nợ

của các nước đang phát triển Một đặc điểm nữa của các nước đang phát triển là rất quan trọng để hiểu được các vấn đề vĩ mô của họ: Nhiều người phụ thuộc rất nhiều vào dòng vốn tài chính từ nước ngoài để tài trợ cho đầu tư trong nước. Trước Thế chiến I và trong thời kỳ Đại suy thoái, các nước đang phát triển (bao gồm cả Hoa Kỳ trong phần lớn của thế kỷ 19) đã nhận được dòng vốn tài chính lớn từ các vùng đất giàu có hơn. Trong những thập kỷ sau Thế chiến II, các nền kinh tế đang phát triển một lần nữa khai thác tiền tiết kiệm của các nước giàu hơn và tạo ra một khoản nợ đáng kể cho phần còn lại của thế giới (khoảng 5 nghìn tỷ đô la tính theo tổng vào cuối năm 2010). Khoản nợ đó là trung tâm của một số cuộc khủng hoảng cho vay quốc tế khiến các nhà hoạch định chính sách kinh tế bận tâm trên toàn thế giới trong hai thập kỷ cuối của thế kỷ 20.

Kinh tế của dòng vốn tài chính đối với các nước đang phát triển Như đã nêu ở trên, nhiều nước đang phát triển đã nhận được dòng vốn tài chính lớn từ nước ngoài và hiện đang mang các khoản nợ đáng kể cho người nước ngoài. Bảng 22-3 cho thấy mô hình vay mượn gần đây của các quốc gia đang phát triển dầu phi (xem cột dữ liệu thứ hai). Những yếu tố nào nằm sau dòng vốn tài chính cho các nước đang phát triển?

Nhớ lại danh tính (được phân tích trong Chương 13) liên kết tiết kiệm quốc gia, S , đầu tư trong nước, I và số dư tài khoản hiện tại, CA : $SI = CA$.

Nếu tiết kiệm quốc gia thiếu đầu tư trong nước, chênh lệch bằng với thâm hụt tài khoản vãng lai. Do nghèo đói và các tổ chức tài chính nghèo nàn, tiết kiệm quốc gia thường thấp ở các nước đang phát triển. Tuy nhiên, vì các quốc gia này tương đối nghèo vốn, tuy nhiên, cơ hội để giới thiệu hoặc mở rộng nhà máy và thiết bị có lợi nhuận có thể rất nhiều. Những cơ hội như vậy biện minh cho một mức đầu tư cao. Bằng cách điều hành thâm hụt tài khoản hiện tại, một quốc gia có thể lấy tài nguyên từ nước ngoài để đầu tư ngay cả khi mức tiết kiệm trong nước thấp. Tuy nhiên, thâm hụt trong tài khoản hiện tại ngụ ý rằng nước này đang vay ở nước ngoài. Để đổi lấy việc có thể nhập khẩu nhiều hàng hóa nước ngoài hơn so với xuất khẩu hiện tại, quốc gia này phải hứa sẽ hoàn trả trong

CHƯƠNG 22 Các nước đang phát triển: Tăng trưởng, Khủng hoảng và Cải cách 627

Số dư tài khoản hiện tại tích lũy của dầu chính Các nhà xuất khẩu, các nước đang phát triển khác và các nước tiên tiến, năm 1973-2002 (hàng tỷ đô la)

Các nhà xuất khẩu dầu lớn trong tương lai có thể lấy lãi và gốc cho các khoản vay hoặc cổ tức từ cổ phiếu trong các công ty bán cho người nước ngoài.

Do đó, nhiều khoản vay của các nước đang phát triển có khả năng được giải thích bằng cách phát sinh thương mại liên ngành được xem xét trong Chương 6. Các nước thu nhập thấp tạo ra quá ít tiền tiết kiệm của chính họ để tận dụng tất cả các cơ hội đầu tư sinh lời của họ, vì vậy họ phải vay ở nước ngoài. Ở các nước giàu vốn, mặt khác, nhiều cơ hội đầu tư sản xuất đã được khai thác nhưng mức tiết kiệm tương đối cao. Người tiết kiệm ở các nước phát triển có thể kiếm được tỷ lệ lợi nhuận cao hơn, tuy nhiên, bằng cách cho vay để đầu tư tài chính ở các nước đang phát triển.

Lưu ý rằng khi các nước đang phát triển vay để thực hiện các khoản đầu tư sản xuất mà họ không thể thực hiện được, cả họ và người cho vay đều gặt hái được lợi nhuận từ thương mại. Người vay có được vì họ có thể xây dựng cổ phiếu vốn của mình mặc dù tiết kiệm quốc gia hạn chế. Người cho vay đồng thời kiếm được vì họ kiếm được tiền lãi cao hơn tiền tiết kiệm của họ so với số tiền họ có thể kiếm được ở nhà.

Mặc dù lý do trên cung cấp một lý do cho thâm hụt và nợ bên ngoài của các nước đang phát triển, nhưng điều đó không có nghĩa là tất cả các khoản vay từ các nước phát triển đến các nước đang phát triển đều hợp lý. Các khoản vay tài trợ cho các khoản đầu tư không có lãi, ví dụ, các trung tâm

mua sắm khổng lồ không bao giờ bị chiếm dụng hoặc nhập khẩu hàng tiêu dùng có thể dẫn đến các khoản nợ mà người vay không thể trả. Ngoài ra, các chính sách sai lầm của chính phủ làm giảm tỷ lệ tiết kiệm quốc gia một cách giả tạo có thể dẫn đến vay nợ nước ngoài quá mức. Năm 1982-1989 rơi vào tình trạng vay mượn của các nước đang phát triển trong Bảng 22-3 có liên quan đến những khó khăn mà một số nước nghèo gặp phải trong việc duy trì các khoản thanh toán cho các chủ nợ. Một sự phát triển đáng ngạc nhiên bắt đầu từ đầu những năm 2000 là các nước đang phát triển đã có thặng dư, một đối trọng của thâm hụt của các nước giàu hơn (chủ yếu là của Hoa Kỳ). Chúng tôi đã thảo luận về mô hình mất cân bằng toàn cầu này trong Chương 19 (trang 538-1955). Một lý do cho những khoản thặng dư này là mong muốn tích lũy dự trữ quốc tế mạnh mẽ của các nước đang phát triển, như chúng ta thảo luận trong ô ở trang 637.

Vấn đề về mặc định Lợi nhuận tiềm năng từ việc vay và cho vay quốc tế sẽ không được thực hiện trừ khi người cho vay tin rằng họ sẽ được hoàn trả. Một khoản vay được cho là mặc định khi người cho vay, không có sự thỏa thuận của người cho vay, không trả được đúng tiến độ theo hợp đồng cho vay. Cả sự bất ổn chính trị xã hội ở các nước đang phát triển, cũng như những điểm yếu tự do trong tài chính công và các tổ chức tài chính của họ, khiến cho việc cho vay phát triển rủi ro hơn nhiều so với các nước công nghiệp. Và quả thực, lịch sử của tài chính

nước đang phát triển khác

các nước tiên tiến 1973-1981 363,8 -410,0 7,3 1982-1989 -135,3 -159,2 -361,1 1990-1998

Nguồn: Quỹ Tiền tệ Quốc tế, Thế giới Triển vọng kinh tế, các vấn đề khác nhau và cơ sở dữ liệu trực tuyến. Các tài khoản hiện tại toàn cầu thường không tổng bằng không vì lỗi, thiếu sót và loại trừ một số quốc gia. Số cho 1999-1999-2009 là ước tính của tác giả dựa trên các nguồn trước đó.

628 PHẦN BỐN Chính sách kinh tế vĩ mô quốc tế

chảy vào các nước đang phát triển bị phá hủy bởi các cuộc khủng hoảng tài chính và các hợp đồng cho vay bị vỡ nợ:

1. Vào đầu thế kỷ 19, một số quốc gia Mỹ đã vỡ nợ các châu Âu

khoản vay mà họ đã đưa ra để tài trợ cho việc xây dựng kênh rạch. 2. Trong suốt thế kỷ 19, các nước Mỹ Latinh gặp vấn đề về trả nợ. Điều này đặc biệt đúng với Argentina, nơi đã gây ra một cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu vào năm 1890 (Khủng hoảng Baring) khi nước này chứng tỏ không thể đáp ứng các nghĩa vụ của mình. 3. Năm 1917, chính phủ cộng sản mới của Nga đã bác bỏ các khoản nợ nước ngoài đã bị các nhà cầm quyền trước đây gánh chịu. Những người cộng sản đã đóng cửa nền kinh tế Liên Xô với phần còn lại của thế giới và bắt tay vào một chương trình phát triển kinh tế theo kế hoạch tập trung thường được thi hành một cách tàn nhẫn. 4. Trong cuộc Đại khủng hoảng những năm 1930, hoạt động kinh tế thế giới sụp đổ và các nước đang phát triển thấy mình phải đóng cửa thị trường xuất khẩu của nước công nghiệp bằng một bức tường bảo vệ (nhớ lại Chương 19). Gần như mọi quốc gia đang phát triển đều vỡ nợ vì các khoản nợ bên ngoài của mình, và dòng tài chính tư nhân đến các nước đang phát triển đã cạn kiệt trong bốn thập kỷ. Ngay cả một số nước công nghiệp, như Đức Quốc xã, đã vỡ nợ. 5. Một số quốc gia đang phát triển đã vỡ nợ trong những thập kỷ gần đây. Ví dụ, vào năm 2005, sau các cuộc đàm phán kéo dài, hầu hết các chủ nợ tư nhân của Argentina đã đồng ý giải quyết chỉ khoảng một phần ba giá trị hợp đồng của các yêu sách của họ đối với đất nước.

Các cơn co thắt mạnh trong sản lượng và việc làm của một quốc gia luôn xảy ra sau khi dừng đột ngột trong đó quốc gia đột nhiên mất quyền truy cập vào tất cả các nguồn vốn nước ngoài (nhớ lại Chương 19). Ở mức độ rất cơ bản, sự cần thiết cho các cơn co thắt như vậy có thể được nhìn thấy từ danh tính tài khoản hiện tại, $SI = CA$.

Hãy tưởng tượng rằng một quốc gia đang thâm hụt tài khoản thu nhà hiện chiếm 5% GNP ban đầu, khi đột nhiên những người cho vay nước ngoài trở nên sợ vỡ nợ và cắt đứt tất cả các khoản vay mới. Vì hành động này buộc số dư tài khoản hiện tại ít nhất bằng 0 $1CA \geq 0$

, nên danh tính $SI = CA$. cho chúng ta biết rằng thông qua sự kết hợp của đầu tư giảm hoặc tăng tiết kiệm, SI

phải tăng ít nhất 5%. Nhu cầu giảm mạnh trong tổng cầu nhất thiết làm giảm đáng kể sản lượng của đất nước. Ngay cả khi quốc gia không ở bên bờ mặc định ban đầu, hãy tưởng tượng rằng những người cho vay nước ngoài ban đầu bị tịch thu bởi một cơn hoảng loạn bất thường bất ngờ, sự co thắt khắc nghiệt trong sản lượng mà quốc gia sẽ phải chịu mặc định là một khả năng thực sự.

Thật vậy, các vấn đề có thể thậm chí còn tồi tệ hơn đối với đất nước so với ví dụ trước đây cho thấy. Người cho vay nước ngoài sẽ không chỉ giữ lại các khoản vay mới nếu họ sợ vỡ nợ, mà về cơ bản họ cũng sẽ cố gắng lấy càng nhiều tiền ra khỏi đất nước càng tốt bằng cách yêu cầu hoàn trả đầy đủ cho bất kỳ khoản vay nào mà có thể yêu cầu trả nợ gốc trong thời gian ngắn (đối với ví dụ, tiền gửi ngân hàng ngắn hạn thanh khoản). Khi nước đang phát triển trả lại tiền gốc cho khoản nợ, nó đang gia tăng tài sản nước ngoài ròng. Để tạo ra mục tài khoản hiện tại tích cực tương ứng (xem Chương 13), quốc gia phải bằng cách nào đó tăng xuất khẩu ròng của mình. Do đó, trong một cuộc khủng hoảng dừng đột ngột, quốc gia sẽ không chỉ phải điều hành một tài khoản hiện tại bằng 0, mà còn sẽ được yêu cầu điều hành thặng dư ($CA > 0$),

Nợ nước ngoài ngắn hạn của đất nước càng lớn Các chủ nợ có thể được yêu cầu bởi các chủ nợ có thể đòi hỏi sự tăng trưởng lớn hơn trong việc tiết kiệm hoặc nén đầu tư để tránh vỡ nợ. Bạn có thể đã nhận thấy rằng các điểm dừng đột ngột ở các nước đang phát triển và các cuộc khủng hoảng mặc định có thể được điều khiển bởi một cơ chế tự hoàn thành tương tự như các cơ chế đằng sau các cuộc khủng hoảng thanh toán tự hoàn thành (Chương 18) và các hoạt động ngân hàng (Chương 21). Thật vậy, logic cơ bản là như nhau. Hơn nữa, các cuộc khủng hoảng mặc định ở các nước đang phát triển có thể đi kèm với các cuộc khủng hoảng cán cân thanh toán (khi tỷ giá hối đoái được chốt) và ngân hàng chạy. Một sự cân bằng của kết quả khủng hoảng phải trả vì dự trữ ngoại hối chính thức của đất nước có thể là

CHƯƠNG 22 Các nước đang phát triển: Tăng trưởng, Khủng hoảng và Cải cách 629

sẵn sàng có nghĩa là phải trả hết nợ ngắn hạn nước ngoài. Bằng cách giảm dự trữ chính thức, chính phủ có thể đáp ứng tổng cầu bằng cách giảm quy mô thặng dư tài khoản hiện tại cần thiết để đáp ứng nhu cầu trả nợ của các chủ nợ.⁵ Nhưng việc mất dự trữ khiến chính phủ không thể chốt tỷ giá nữa. Đồng thời, các ngân hàng gặp rắc rối khi người gửi tiền trong và ngoài nước, sợ mất giá tiền tệ và các điều khoản vỡ nợ, rút tiền và mua dự trữ ngoại hối với hy vọng trả được nợ ngoại tệ hoặc gửi tài sản ra nước ngoài một cách an toàn. Vì các ngân hàng thường yếu ngay từ đầu, việc rút tiền quy mô lớn nhanh chóng đẩy họ đến bờ vực thất bại.

Bởi vì mỗi cuộc khủng hoảng này, bộ ba khủng bố, củng cố cho những người khác, một cuộc khủng hoảng tài chính của một quốc gia đang phát triển có thể sẽ nghiêm trọng, gây ra những ảnh hưởng tiêu cực lan rộng đến nền kinh tế và ném tuyết rất nhanh. Nguồn gốc ngay lập tức của sự sụp đổ kinh tế lan rộng như vậy có thể là trong tài khoản tài chính (như dừng đột ngột), trên thị trường ngoại hối, hoặc trong hệ thống ngân hàng, tùy thuộc vào tình hình của quốc gia cụ thể.

Khi một chính phủ mặc định về nghĩa vụ của mình, sự kiện này được gọi là mặc định có chủ quyền. Một tình huống khác nhau về mặt khái niệm xảy ra khi một số lượng lớn các công ty tư nhân trong nước không thể trả nợ cho người nước ngoài. Trong thực tế ở các nước đang phát triển, tuy nhiên, hai loại mặc định đi cùng nhau. Chính phủ có thể bảo lãnh khu vực tư nhân bằng cách đảm nhận các khoản nợ nước ngoài của

mình, do đó hy vọng sẽ tránh được sự sụp đổ kinh tế trên diện rộng. Ngoài ra, một chính phủ gặp rắc rối có thể kích động các mặc định tư nhân bằng cách hạn chế quyền truy cập của người dân trong nước vào dự trữ ngoại hối đang suy giảm. Hành động đó khiến việc trả nợ ngoại tệ trở nên khó khăn hơn nhiều. Trong cả hai trường hợp, chính phủ trở nên tham gia chặt chẽ trong các cuộc đàm phán tiếp theo với các chủ nợ nước ngoài.

Các cuộc khủng hoảng mặc định rất hiếm trong ba thập kỷ đầu sau Thế chiến II: Vấn đề nợ của các nước đang phát triển bị hạn chế và người cho vay thường là chính phủ hoặc các cơ quan quốc tế chính thức như Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) và Ngân hàng Thế giới. Tuy nhiên, khi dòng vốn tư nhân toàn cầu tự do mở rộng sau đầu những năm 1970, các cuộc khủng hoảng mặc định lớn đã xảy ra liên tục (như chúng ta sẽ thấy), khiến nhiều người đặt câu hỏi về sự ổn định của thị trường vốn thế giới.⁶

hình thức thay thế tài chính khi một quốc gia đang phát triển thâm hụt tài khoản vãng lai, họ đang bán tài sản cho người nước ngoài để tài trợ cho sự khác biệt giữa chi tiêu và thu nhập của mình. Mặc dù chúng tôi đã gộp các doanh số tài sản này với nhau theo thời hạn vay, nhưng dòng tài chính tài trợ cho thâm hụt của các nước đang phát triển (và thực tế, bất kỳ thâm hụt quốc gia nào) có thể có nhiều hình thức. Các loại dòng tài chính khác nhau đã chiếm ưu thế trong các hoạt động lịch sử khác nhau. Bởi vì các nghĩa vụ khác nhau đối với người cho vay nước ngoài dẫn đến sự hiểu biết về

⁵Hãy chắc chắn rằng bạn hiểu tại sao điều này lại như vậy. Nếu cần thiết, hãy xem lại các khái niệm kế toán nền kinh tế mở từ Chương 13. Để phân tích thống kê về mối quan hệ giữa khủng hoảng tiền tệ và khủng hoảng ngân hàng, hãy xem Graciela L. Kaminsky và Carmen M. Reinhart, trong cuộc khủng hoảng song sinh: Nguyên nhân của ngân hàng và số dư về vấn đề thanh toán, Tạp chí kinh tế Mỹ 89 (tháng 6 năm 1999), trang 473-500. ⁶Về lịch sử vỡ nợ từ giữa những năm 1980,

xem Peter H. Lindert và Peter J. Morton, Thời gian Nợ chủ quyền đã hoạt động như thế nào, Nghi cớ Jeffrey D. Sachs, chủ biên, Phát triển nợ và phát triển kinh tế, Vol. 1 (Chicago: Nhà in Đại học Chicago, 1989). Một tổng quan tốt về dòng vốn tư nhân đến các nước đang phát triển trong cùng thời kỳ được đưa ra bởi Eliana A. Cardoso và Rudiger Dornbusch, dòng vốn tư nhân nước ngoài của Hồi, Hồi ở Hollis Chenery và TN Srinivasan, biên tập, Sổ tay kinh tế phát triển, Vol. 2 (Amsterdam: Nhà xuất bản Khoa học Elsevier, 1989). Một tổng quan gần đây hơn về các cuộc khủng hoảng mặc định là ở Atish Ghosh và cộng sự, các chương trình được IMF hỗ trợ trong các cuộc khủng hoảng tài khoản vốn, Tài liệu thỉnh thoảng 210 (Washington, DC: Quỹ tiền tệ quốc tế, 2002). Đối với một cuộc khảo sát lịch sử toàn diện, xem Carmen Reinhart và Kenneth Rogoff, Thời gian này là khác nhau: Tám thế kỷ tài chính điên rồ (Princeton, NJ: Nhà xuất bản Đại học Princeton, 2009). Tài liệu Reinhart và Rogoff cho các quốc gia phát triển, các cuộc khủng hoảng mặc định có thể xảy ra ở mức nợ nước ngoài tương đối thấp so với đầu ra.

630 PHẦN BỐN Chính sách quốc tế Bối

kinh tế vĩ mô cảnh kinh tế vĩ mô ở các nước đang phát triển đòi hỏi phải phân tích cẩn thận về năm kênh chính mà qua đó các nước này đã tài trợ cho thâm hụt bên

ngoài của họ.

1. Tài chính trái phiếu. Các nước đang phát triển đôi khi đã bán trái phiếu cho các công dân tư nhân để tài trợ cho thâm hụt của họ. Tài chính trái phiếu chiếm ưu thế trong giai đoạn đến năm 1914 và trong những năm giữa chiến tranh (1918-1919). Nó đã lấy lại sự phổ biến sau năm 1990 khi nhiều nước đang phát triển cố gắng tự do hóa và hiện đại hóa thị trường tài chính của họ.
2. Tài chính ngân hàng. Từ đầu những năm 1970 đến cuối những năm 1980, các nước đang phát triển mở rộng từ các ngân hàng thương mại ở các nền kinh tế tiên tiến. Năm 1970, khoảng một phần tư tài chính đối ngoại của các nước đang phát triển được cung cấp bởi các ngân hàng. Vào năm 1981, các ngân hàng đã cung cấp một lượng tài chính gần bằng với thâm hụt tài khoản vãng lai tổng hợp của các nước đang phát triển đầu mỏ trong năm đó. Các ngân hàng vẫn cho vay trực tiếp vào các nước đang phát triển, nhưng trong những năm 1990, tầm quan trọng của việc cho vay ngân hàng đã giảm đi.
3. Cho vay chính thức. Các nước đang phát triển đôi khi vay từ các cơ quan nước ngoài chính thức như Ngân hàng Thế giới hoặc Ngân hàng Phát triển Liên Mỹ. Các khoản vay như vậy có thể được thực hiện trên cơ sở ưu đãi của người dùng, nghĩa là, với lãi suất dưới mức thị trường, hoặc trên cơ sở thị trường, cho phép người cho vay có được tỷ suất lợi nhuận thị trường. Trong giai đoạn sau Thế chiến II, các dòng cho vay chính thức đến các quốc gia đang phát triển đã bị thu hẹp so với tổng số dòng chảy nhưng vẫn chiếm ưu thế đối với một số quốc gia, ví dụ, hầu hết những người ở châu Phi cận Sahara.
4. Đầu tư trực tiếp nước ngoài. Trong đầu tư trực tiếp nước ngoài, một công ty thuộc sở hữu phần lớn của cư dân nước ngoài mua lại hoặc mở rộng một công ty con hoặc nhà máy đặt tại nước đang phát triển (Chương 8). Một khoản vay từ IBM cho nhà máy lắp ráp của nó ở Mexico, ví dụ, sẽ là một khoản đầu tư trực tiếp của Hoa Kỳ ở Mexico. Giao dịch sẽ nhập số dư tài khoản thanh toán của Mexico dưới dạng bán tài sản tài chính (và số dư tài khoản thanh toán của Hoa Kỳ dưới dạng mua lại tài sản tài chính bằng nhau). Kể từ Thế chiến II, đầu tư trực tiếp nước ngoài luôn là một nguồn vốn quan trọng của các nước đang phát triển.
5. Đầu tư danh mục đầu tư vào quyền sở hữu của các công ty. Kể từ đầu những năm 1990, các nhà đầu tư ở các nước phát triển đã thể hiện sự thèm ăn khi mua cổ phiếu của các công ty đang phát triển. Xu hướng này được củng cố bởi những nỗ lực tự nhân hóa của nhiều nước đang phát triển, đó là bán cho các chủ sở hữu tư nhân các doanh nghiệp nhà nước lớn trong các lĩnh vực quan trọng như điện, viễn thông và dầu khí. Tại Hoa Kỳ, nhiều công ty đầu tư cung cấp các quỹ tương hỗ chuyên về thị phần mới nổi.

Năm loại tài chính vừa mô tả có thể được phân thành hai loại: tài chính nợ và tài chính cổ phần (Chương 21). Trái phiếu, ngân hàng và tài chính chính thức là tất cả các hình thức tài chính nợ. Trong trường hợp này, con nợ phải hoàn trả mệnh giá của khoản vay, cộng với tiền lãi, bất kể hoàn cảnh kinh tế của chính nó. Đầu tư trực tiếp và mua danh mục đầu tư của cổ phiếu chứng khoán, mặt khác, là hình thức tài chính cổ phần. Ví dụ, chủ sở hữu nước ngoài của một khoản đầu tư trực tiếp có yêu cầu

chia sẻ lợi nhuận ròng của khoản đầu tư, chứ không phải là yêu cầu đối với một dòng thanh toán tiền cố định. Do đó, các sự kiện kinh tế bất lợi ở nước sở tại dẫn đến thu nhập của các khoản đầu tư trực tiếp và cổ tức trả cho người nước ngoài giảm.

Sự khác biệt giữa nợ và tài chính vốn rất hữu ích trong việc phân tích cách thanh toán của các nước đang phát triển cho người nước ngoài điều chỉnh theo các sự kiện không lường trước như suy thoái hoặc điều khoản thay đổi thương mại. Khi các khoản nợ của một quốc gia ở dạng nợ, các khoản thanh toán theo lịch cho các chủ nợ không giảm ngay cả khi thu nhập thực tế của nó giảm. Sau đó, nó có thể trở nên rất đau đớn khi đất nước tiếp tục tôn trọng các nghĩa vụ đối ngoại của mình, đau đớn đến mức khiến đất nước vỡ nợ. Cuộc sống thường dễ dàng hơn, tuy nhiên, với tài chính công bằng. Trong trường hợp vốn chủ sở hữu, sự sụt giảm trong

CHƯƠNG 22 Các nước đang phát triển: Tăng trưởng, Khủng hoảng và Cải cách 631

thu nhập trong nước tự động làm giảm thu nhập của các cổ đông nước ngoài mà không cần điều chỉnh bất kỳ thỏa thuận cho vay nào. Bằng cách mua cổ phần, người nước ngoài đã đồng ý chia sẻ một cách hiệu quả cả thời điểm xấu và tốt của nền kinh tế. Do đó, vốn chủ sở hữu thay vì tài trợ bằng nợ cho các khoản đầu tư của mình khiến cho một quốc gia đang phát triển ít bị tổn thương hơn trước rủi ro khủng hoảng cho vay nước ngoài.

Vấn đề của Sin ban đầu Sin Sin Khi các nước đang phát triển phải gánh chịu các khoản nợ cho người nước ngoài, các khoản nợ đó có mệnh giá áp đảo về một loại ngoại tệ chính là đồng đô la Mỹ, đồng euro hoặc đồng yên. Thực hành này không phải là một vấn đề của sự lựa chọn. Nói chung, những người cho vay từ các nước giàu hơn, lo sợ sự mất giá và lạm phát cực kỳ thường xảy ra trong quá khứ, nhấn mạnh rằng các nước nghèo hứa sẽ trả nợ cho họ bằng đồng tiền riêng của người cho vay.

Ngược lại, các nước giàu hơn thường có thể vay bằng tiền tệ của riêng họ. Do đó, Hoa Kỳ vay đô la từ người nước ngoài, Anh vay bảng Anh, Nhật Bản vay đồng yên và Thụy Sĩ vay đồng franc Thụy Sĩ.

Đối với những quốc gia giàu có này, khả năng quy đổi các khoản nợ nước ngoài của họ bằng chính quyền của họ, trong khi nắm giữ các tài sản nước ngoài bằng ngoại tệ, là một lợi thế đáng kể. Ví dụ, giả sử sự sụt giảm nhu cầu thế giới đối với các sản phẩm của Hoa Kỳ dẫn đến sự mất giá của đồng đô la. Chúng ta đã thấy trong Chương 19, việc khấu hao như vậy có thể làm giảm sản lượng và việc làm ở Hoa Kỳ. Trên thực tế, danh mục tài sản và nợ nước ngoài của Hoa Kỳ mang lại lợi thế lớn hơn: Bởi vì tài sản của Mỹ chủ yếu bằng tiền tệ, giá trị đồng đô la của các tài sản đó tăng lên khi đồng đô la mất giá so với ngoại tệ. Đồng thời, vì các khoản nợ nước ngoài của Mỹ chủ yếu là (khoảng 95%) bằng đô la, giá trị đồng đô la của họ tăng rất ít. Vì vậy, nhu cầu hàng hóa thế giới đối với hàng hóa Mỹ giảm dẫn đến việc chuyển một khối tài sản đáng kể từ người nước ngoài sang Hoa Kỳ, một loại thanh toán bảo hiểm quốc tế.

Đối với các nước nghèo phải vay bằng ngoại tệ lớn, nhu cầu xuất khẩu giảm có tác động ngược

lại. Bởi vì các nước nghèo có xu hướng là con nợ ròng bằng ngoại tệ lớn, sự mất giá của đồng nội tệ gây ra sự chuyển giao của cải cho người nước ngoài bằng cách tăng giá trị đồng nội tệ của nợ nước ngoài ròng. Số tiền này cho bảo hiểm tiêu cực!

Một quốc gia có thể vay ở nước ngoài bằng tiền riêng của mình có thể giảm tài nguyên thực mà họ nợ người nước ngoài, mà không kích hoạt mặc định, chỉ đơn giản bằng cách khấu hao tiền tệ của mình. Một quốc gia phát triển buộc phải vay bằng ngoại tệ thiếu tùy chọn này và có thể giảm những gì họ nợ người nước ngoài chỉ thông qua một số hình thức mặc định.⁷

nhà kinh tế học Barry Eichengreen của Đại học California, Berkeley Berkeley và Ricardo Hausmann của Đại học Harvard đã đặt ra cụm từ tội lỗi nguyên thủy để mô tả các quốc gia đang phát triển không thể vay bằng tiền riêng của họ.⁸ Theo quan điểm của các nhà kinh tế này, rằng sự bất lực của các nước nghèo là một vấn đề cơ cấu gây ra chủ yếu bởi các đặc điểm của thị trường vốn toàn cầu, như tiềm năng đa dạng hóa bổ sung hạn chế mà một loại tiền tệ của một quốc gia nhỏ cung cấp cho các chủ nợ từ các nước giàu, những người đã nắm giữ tất cả tiền tệ chính trong danh mục đầu tư của họ. Các nhà kinh tế khác tin rằng, tội lỗi của sự phát triển

⁷Cuộc khủng hoảng tài chính của 2007-2009 đã làm tăng triển vọng rằng ngay cả một số quốc gia có thu nhập cao, Hy Lạp là khả năng hàng đầu, có thể vỡ nợ nước ngoài. (Nhớ lại cuộc thảo luận của chúng tôi trong Chương 20 của khoản nợ khu vực đồng euro năm 2010) Tuy nhiên, các quốc gia thuộc khu vực đồng euro phải đối mặt với một hạn chế duy nhất so với các quốc gia có thu nhập cao khác. Bởi vì chính sách tiền tệ được kiểm soát bởi ECB, một chính phủ khu vực đồng euro duy nhất không thể chọn giảm giá nợ một cách hợp pháp thông qua việc khấu hao đồng nội tệ.

⁸Xem tờ giấy của họ Tỷ giá hối đoái và sự mong manh về tài chính của họ trong những thách thức mới đối với chính sách tiền tệ (Thành phố Kansas, MO: Ngân hàng Dự trữ Liên bang Thành phố Kansas, 1999), trang 329.

632 PHẦN BỐN Các chính sách kinh tế vĩ mô quốc tế

quốc gia có không đặc biệt là bản gốc mà thay vào đó xuất phát từ lịch sử của chính họ về các chính sách kinh tế không được khuyến khích. Cuộc tranh luận còn lâu mới được giải quyết, nhưng dù sự thật là gì, rõ ràng là do tội lỗi nguyên thủy, tài chính nợ trên thị trường quốc tế có nhiều vấn đề phát triển hơn so với các nền kinh tế phát triển.

Một hiện tượng liên quan nhưng khác biệt là quy mô lớn của tư nhân, vay nội bộ bằng đô la hoặc ngoại tệ lớn khác ở nhiều nước đang phát triển. Do đó, những người mắc nợ tiền tệ có thể gặp khó khăn đáng kể khi đồng nội tệ mất giá.⁹

Cuộc khủng hoảng nợ của những năm 1980 Vào năm 1981-1983, nền kinh tế thế giới bị suy thoái nghiêm trọng. Giống như cuộc Đại khủng hoảng khiến các nước đang phát triển khó có thể thanh toán các khoản vay nước ngoài của họ, nhanh chóng gây ra một mặc định gần như toàn cầu, cuộc suy thoái lớn vào đầu những năm 1980 cũng gây ra một cuộc khủng hoảng về nợ của các nước đang

phát triển.

Chương 19 mô tả cách Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ năm 1979 áp dụng chính sách chống lạm phát cứng rắn làm tăng lãi suất đồng đô la và giúp đẩy nền kinh tế thế giới vào suy thoái vào năm 1981. Sự sụt giảm nhu cầu tổng hợp của các nước công nghiệp đã tác động tiêu cực trực tiếp đến các nước đang phát triển, tất nhiên, nhưng ba cơ chế khác cũng quan trọng. Bởi vì thế giới đang phát triển có các khoản nợ bằng đồng đô la có thể điều chỉnh rộng rãi (tội lỗi nguyên gốc trong hành động), đã có một sự gia tăng ngay lập tức và ngoạn mục trong gánh nặng lãi suất mà các quốc gia con nợ phải gánh chịu. Vấn đề đã được giải quyết bằng sự tăng giá mạnh của đồng đô la trên thị trường ngoại hối, điều này đã làm tăng đáng kể giá trị thực của gánh nặng nợ đô la. Cuối cùng, giá cả hàng hóa chính đã sụp đổ, làm giảm các điều khoản thương mại của nhiều nền kinh tế nghèo.

Cuộc khủng hoảng bắt đầu vào tháng 8 năm 1982 khi Mexico tuyên bố rằng ngân hàng trung ương của họ đã hết dự trữ ngoại hối và họ không còn có thể đáp ứng các khoản thanh toán cho khoản nợ nước ngoài của mình. Nhìn thấy sự tương đồng tiềm năng giữa Mexico và các chủ nợ lớn khác ở Mỹ Latinh như Argentina, Brazil và Chile, các ngân hàng ở các nước công nghiệp, những người cho vay tư nhân lớn nhất ở Mỹ Latinh vào thời điểm đó đã tranh giành để giảm rủi ro bằng cách cắt giảm tín dụng mới và yêu cầu trả nợ về các khoản vay trước đó.

Kết quả là sự bất lực lan rộng của các nước đang phát triển để đáp ứng các yêu cầu nợ trước đây và nhanh chóng chuyển sang cạnh của một mặc định chung chung. Mỹ Latinh có lẽ bị ảnh hưởng nặng nề nhất, nhưng cũng bị ảnh hưởng là các nước thuộc khối Xô Viết như Ba Lan đã vay từ các ngân hàng châu Âu. Các nước châu Phi, hầu hết các khoản nợ của họ là cho các cơ quan chính thức như IMF và Ngân hàng Thế giới, cũng đã giảm các khoản nợ của họ. Hầu hết các quốc gia ở Đông Á đã có thể duy trì tăng trưởng kinh tế và tránh gia hạn nợ (nghĩa là kéo dài thời gian trả nợ bằng cách hứa sẽ trả thêm tiền lãi trong tương lai). Tuy nhiên, đến cuối năm 1986, hơn 40 quốc gia đã gặp phải vấn đề tài chính bên ngoài nghiêm trọng. Tăng trưởng đã chậm lại mạnh mẽ (hoặc đi vào đảo ngược) ở phần lớn các nước đang phát triển, và vay mượn của các nước đang phát triển chậm lại đáng kể. Ban đầu, các nước công nghiệp, với sự tham gia mạnh mẽ của Quỹ Tiền tệ Quốc tế, đã cố gắng thuyết phục các ngân hàng lớn tiếp tục cho vay, cho rằng một phản ứng cho vay phối hợp là đảm bảo tốt nhất rằng các khoản nợ trước đó sẽ được trả. Các nhà hoạch định chính sách ở các nước công nghiệp sợ rằng các đại gia ngân hàng như Citicorp và Bank of America, vốn có các khoản vay đáng kể ở Mỹ Latinh, sẽ thất bại trong trường hợp vỡ nợ chung, do đó kéo theo hệ thống tài chính thế giới với họ. (Như bạn có thể thấy, đã có nhiều hơn một lần suýt bỏ lỡ trên con đường dẫn đến cuộc khủng hoảng tài chính 2007-2009!) Nhưng cuộc khủng hoảng đã không kết thúc cho đến năm 1989 khi

⁹Để hiểu rõ hơn về lý do mệnh giá ngoại tệ, hãy xem mục này của Rajan và Tokatlidis trong bài đọc thêm.