

Khủng hoảng tài chính

Bài 5

2005

Khủng hoảng: phân chia theo đối tượng

- Hàng hóa
 - Nông sản: cà phê, cotton, đường
 - Nhiên liệu: xăng dầu
- Tài sản
 - Kim loại quý (vàng)
 - Bất động sản (đầu cơ bong bóng)
 - Tiền tệ
- Tổ chức
 - Doanh nghiệp
 - Ngân hàng

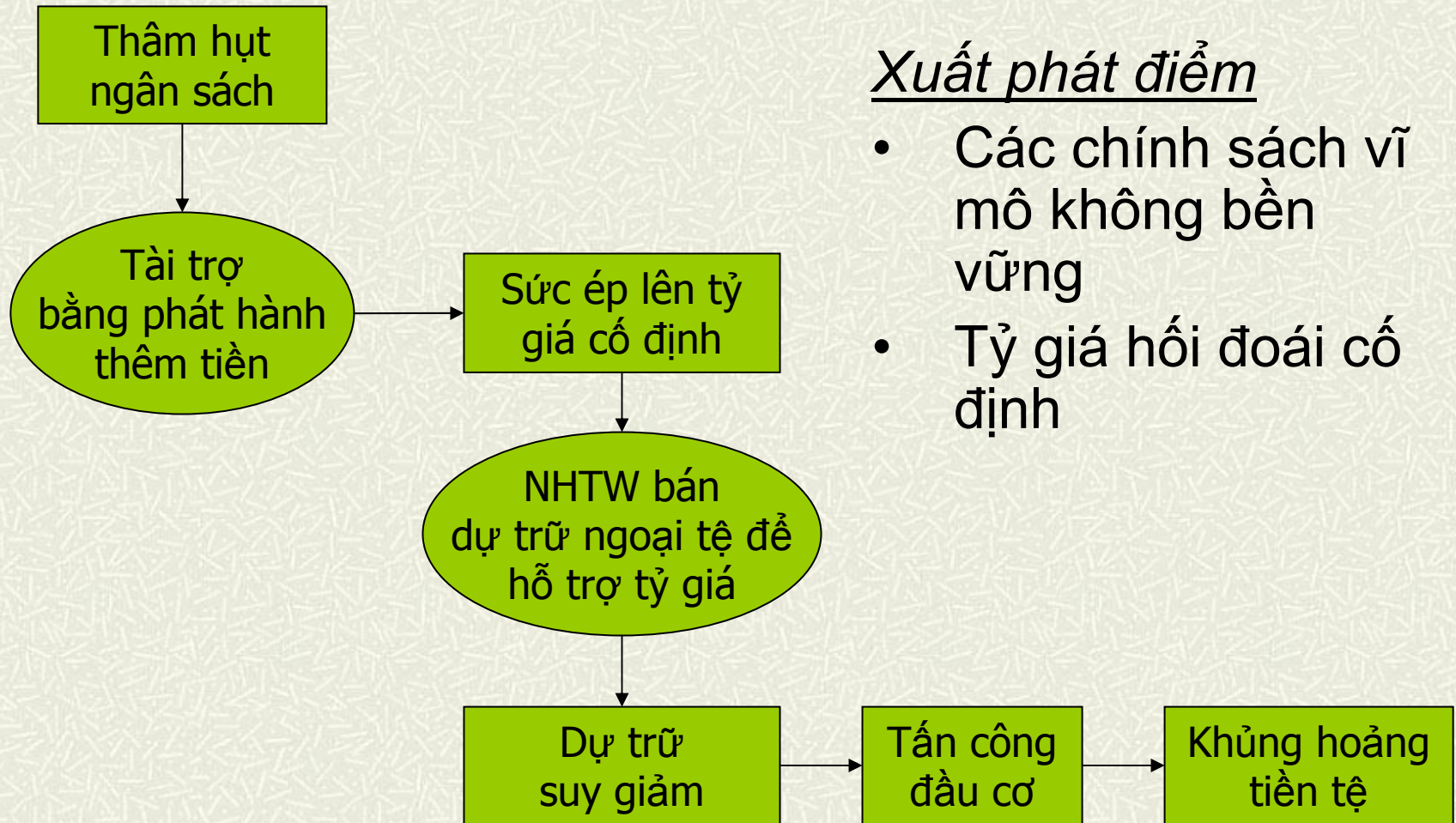
Khủng hoảng tài chính

- Khủng hoảng tiền tệ
 - Mexico(1994), các nước Châu Âu (1992,1993)
- Khủng hoảng ngân hàng
- ✓ Mọi quan hệ tín dụng chỉ định (tâm lý ỷ lại của nhà đầu tư nước ngoài và trong nước), đầu tư rủi ro, mất khả năng chi trả doanh nghiệp, hành động “tâm lý bầy đàn” vì thông tin bất cân xứng. Hệ quả suy giảm và mất khả năng thanh toán của ngân hàng.
- ✓ Một trong những nguyên nhân của khủng hoảng các nước Châu Á (1997)
- Khủng hoảng “kép”
 - Khủng hoảng tiền tệ và ngân hàng xảy ra đồng thời

Khủng hoảng tiền tệ – Mô hình thể hệ 1

- Paul Krugman (1979)
- Flood & Garber (1984)
- Các giả định của mô hình
 - ✓ Small open economy
 - ✓ Thông tin hoàn hảo
 - ✓ Hai loại tài sản tài chính
- ◆ Khủng hoảng thể hệ 1 cho rằng nguyên nhân kinh tế chủ yếu của khủng hoảng tiền tệ là thâm hụt ngân sách, tài trợ bằng lạm phát tiến đến mất giá kỳ vọng đồng nội tệ trong một cơ chế tỉ giá cố định.

Khủng hoảng tiền tệ – Mô hình thể hệ 1



Xuất phát điểm

- Các chính sách vĩ mô không bền vững
- Tỷ giá hối đoái cố định

Khủng hoảng tiền tệ: lý thuyết thế hệ thứ 2

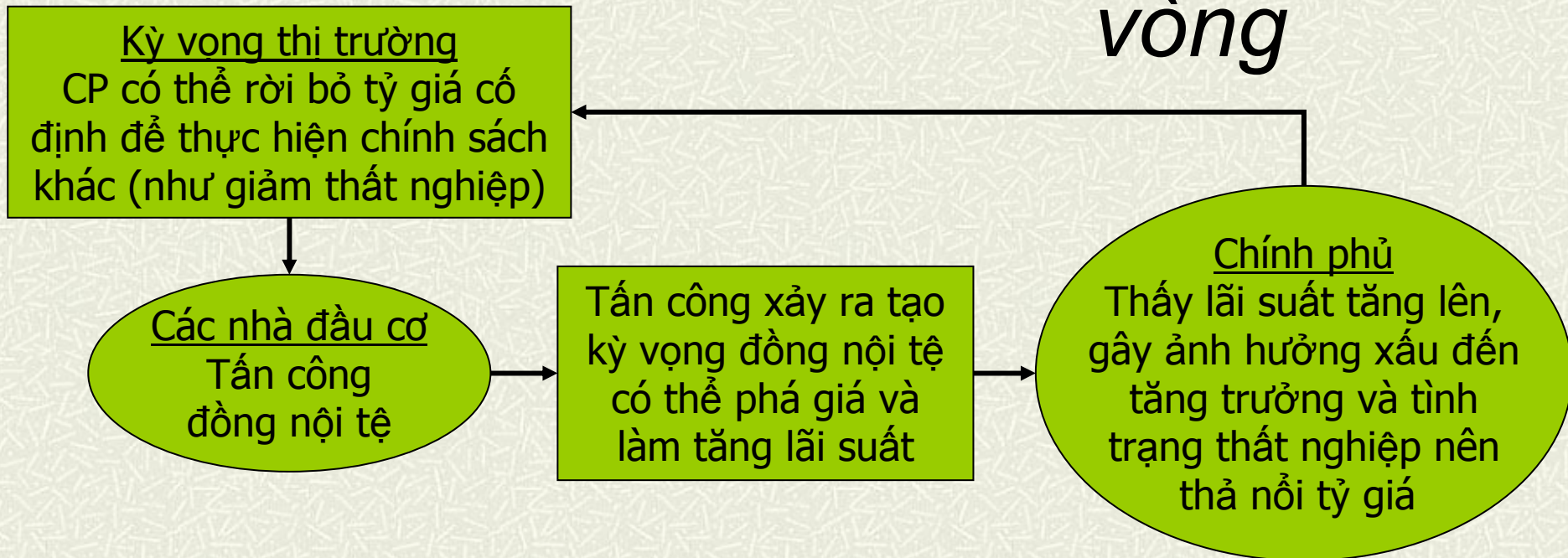
- Khủng hoảng tiền tệ theo giải thích Krugman là trường hợp thả nổi tỉ giá khi dự trữ cạn kiệt
- Lý thuyết thế hệ thứ hai cho rằng việc thả nổi tỉ giá còn do chính phủ theo đuổi những mục tiêu vĩ mô khác cho dù dự trữ ngoại hối đủ can thiệp.
- Mô hình Obstfeld(1994): lợi ích và chi phí từ chính phủ
 - ✓ Lợi ích: bảo vệ được uy tín chính phủ trong dài hạn
 - ✓ Chi phí: Lãi suất tăng, tỉ giá hối đoái thực bất lợi cho xuất khẩu đến suy thoái và ảnh hưởng đến khu vực đầu tư và hệ thống ngân hàng.
 - Chính phủ sẽ cân nhắc bảo vệ hoặc thả nổi tỉ

Yếu tố kỳ vọng nhà đầu cơ

- Nhà đầu cơ cũng có hai lựa chọn
- ✓ Đầu cơ tấn công đồng nội tệ khi dự đoán rằng chính phủ sẽ tốn kém nhiều chi phí để bảo vệ tỉ giá cố định và cuối cùng phải thả nổi tỉ giá. Như vậy các nhà đầu cơ sẽ tấn công khi thị trường kỳ vọng chính phủ thả nổi tỉ giá.
- ✓ Không đầu cơ tấn công khi nghĩ rằng chính phủ sẽ bảo vệ tỉ giá bằng tất cả mọi cách.
- ❖ Điểm then chốt của mô hình là khủng hoảng có thể mang tính “tự phát sinh” vì chính kỳ vọng của các nhà đầu cơ.

Khủng hoảng tiền tệ – Mô hình thể hệ 2

Kỳ vọng xoay vòng



Khủng hoảng xảy ra khi chính phủ thả nổi tỷ giá, không phải do yếu tố kinh tế căn bản, mà do yếu tố kỳ vọng tự thân từ phía thị trường.

Khủng hoảng tài chính – Mô hình thể hệ 3

Hệ thống tài chính nội địa

- Tập trung vào ngân hàng
- Giám sát yếu kém
- Tâm lý y lại

Dòng vốn nước ngoài chảy vào

Nợ mệnh giá ngoại tệ và kỳ hạn ngắn ra tăng

Chính sách kinh tế vĩ mô

Tỷ giá hối đoái cố định

Phân bổ vốn sai lệch

- Đầu tư quá mức
- Bong bóng giá tài sản
- Tham nhũng

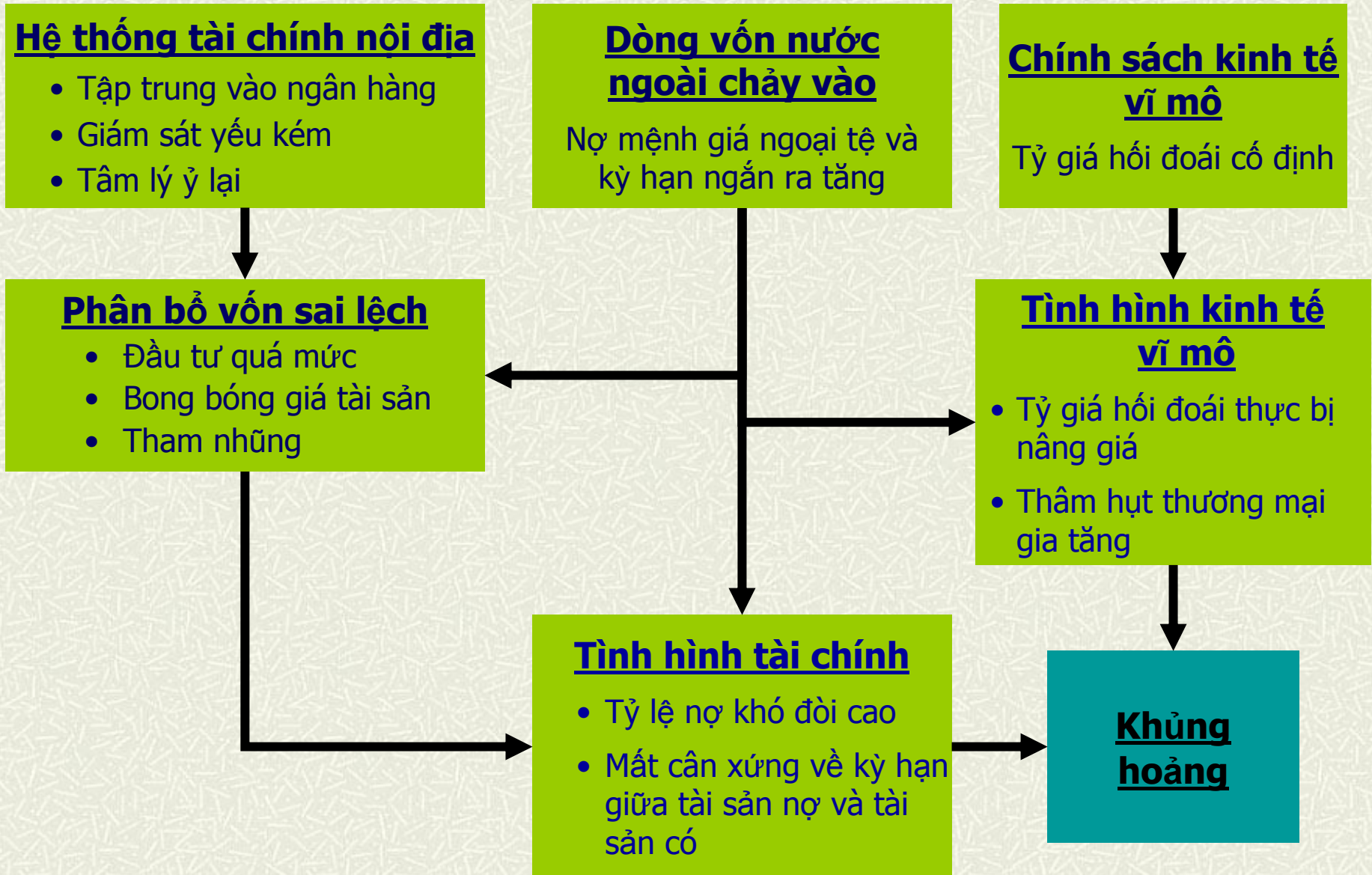
Tình hình kinh tế vĩ mô

- Tỷ giá hối đoái thực bị nâng giá
- Thâm hụt thương mại gia tăng

Tình hình tài chính

- Tỷ lệ nợ khó đòi cao
- Mất cân xứng về kỳ hạn giữa tài sản nợ và tài sản có

Khủng hoảng



Bức tranh tài chính Đông Á trước và sau khủng hoảng

Chương 1

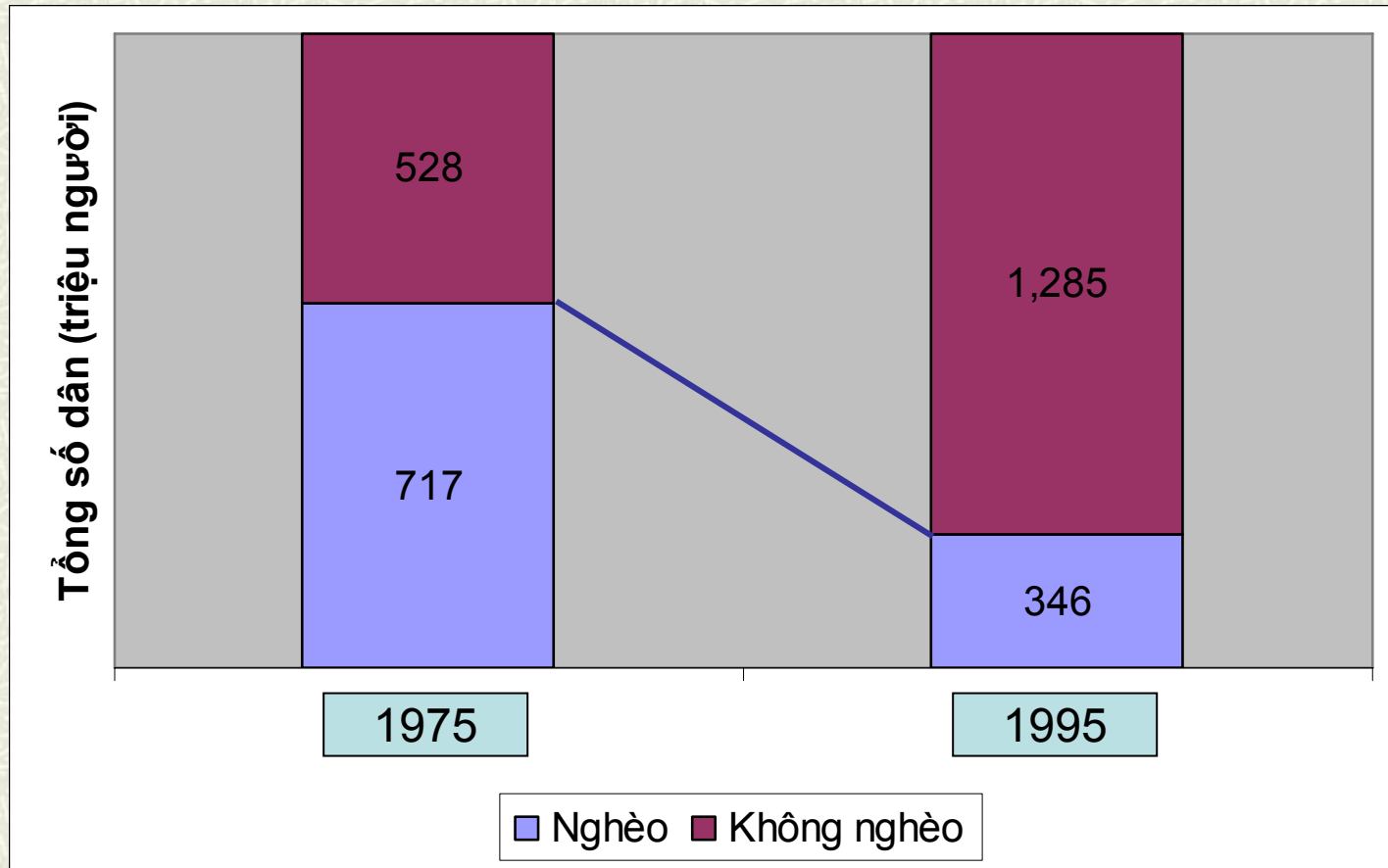
Có thật điều thần kỳ

Đông [Nam] Á?

Tăng trưởng kinh tế 1991 - 1996

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Thailand	7.0	7.1	8.2	8.6	8.7	6.7
Malaysia	8.7	8.5	8.3	9.2	9.6	8.2
Indonesia	7.0	6.5	6.5	7.3	8.1	7.8
Philippines	-0.6	0.3	2.1	5.3	5.7	5.8
Korea	9.1	5.1	5.8	8.4	9.0	7.1

Tỷ lệ nghèo ở Đông Á giảm mạnh



Nguồn: WB 1997, *Điều kỳ diệu của mọi người?*

Mọi người đều lạc quan

Dòng vốn quốc tế chảy vào Đông Á (tỷ USD)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Vốn tư nhân ròng	24,8	29,0	31,8	36,1	74,2	65,8
Đầu tư trực tiếp ròng	6,2	7,3	7,6	8,8	7,5	8,4
Đầu tư chứng khoán ròng	3,2	6,4	17,2	9,9	17,4	20,3
Vay th.mại & đầu tư khác	15,4	15,3	7,0	17,4	49,2	37,1
Viện trợ chính thức ròng	4,4	2,0	0,6	0,3	0,7	-0,4

Nguồn: NHTG, "World Economic Outlook", 5/1998 và 3/2000.

Vốn cho vay của các ngân hàng quốc tế vào cuối năm 1996 (tỷ USD)

	Ngân hàng Mỹ	Ngân hàng Nhật	Ngân hàng EU	Tổng vốn vay quốc tế
Hàn Quốc	9,4	24,3	33,8	100,0
Thái Lan	5,0	37,5	19,2	70,2
Malaysia	2,3	8,2	9,2	22,2
Indonesia	5,3	22,0	21,0	55,5
Philippines	3,9	1,6	6,3	13,3
Hồng Kông	8,7	87,5	86,2	207,2
Singapore	5,7	58,8	102,9	189,3
Đài Loan	3,2	2,7	12,7	22,4
Trung Quốc	2,7	17,8	26,0	55,0
Việt Nam	0,2	0,2	1,0	1,5
Tổng cộng	46,4	260,6	318,3	736,6

Nguồn: NHTG, "World Economic Outlook", 12/1997.

**Nhưng bức tranh không chỉ toàn
màu sáng ...**

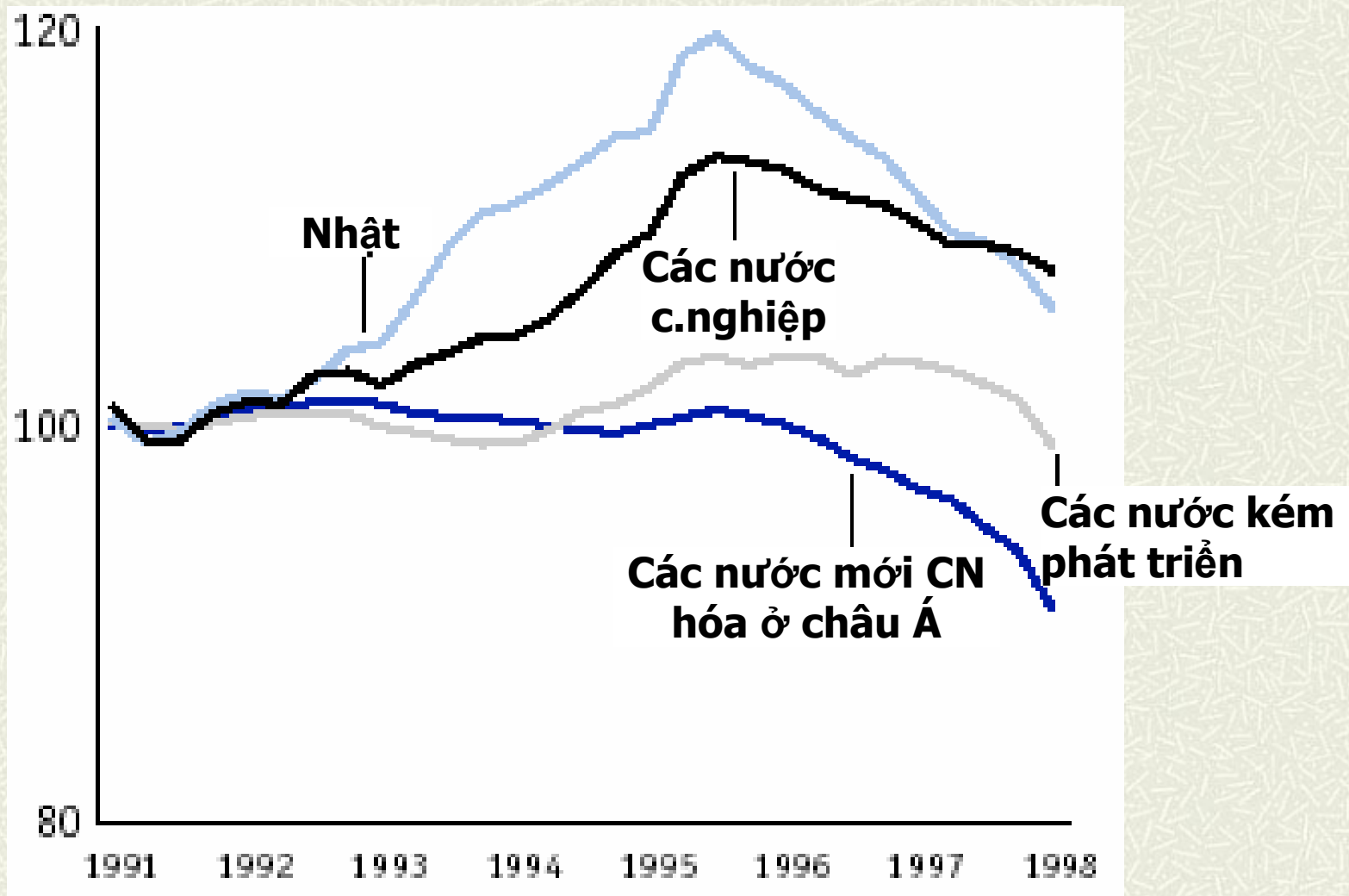
**Nếu vén bức màn thần kỳ này lên
thì chúng ta sẽ thấy những gì?**

Thâm hụt tài khoản vãng lai (% GDP)

	1994	1995	1996
Hàn Quốc	-0,96	-1,74	-4,42
Thái Lan	-5,59	-8,05	-8,05
Malaysia	-6,07	-9,73	-4,42
Indonesia	-1,58	-3,18	-3,37
Philippines	-4,60	-2,67	-4,77

Nguồn: WB, “World Development Indicators 2002” và ADB.

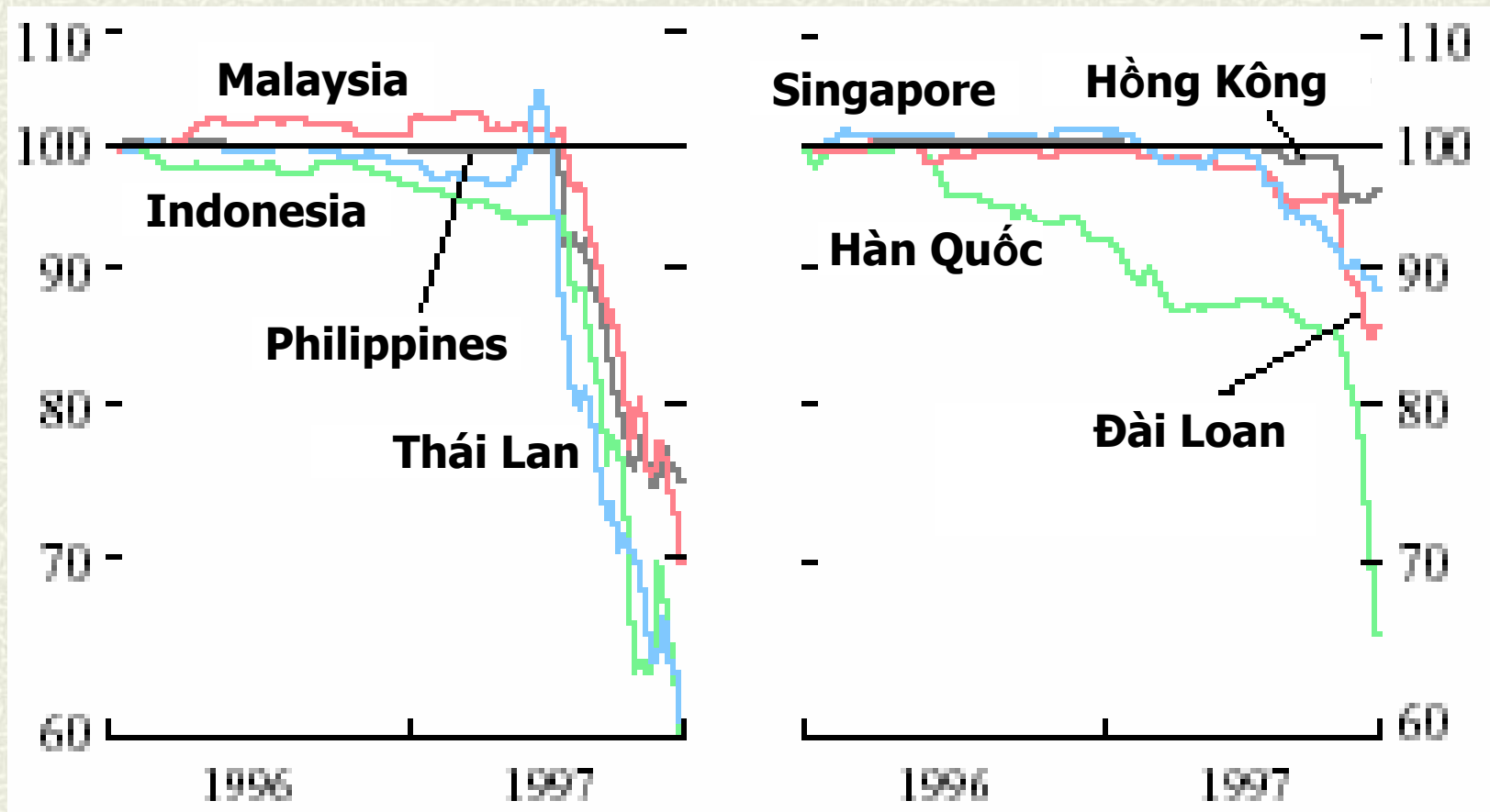
Giá hàng xuất khẩu của Đông Á giảm mạnh hơn so với các khu vực khác



Nguồn: Lấy từ NHTG, “East Asia – The Road to Recovery”, 1998.

Chỉ số tỷ giá hối đoái với USD

5/1/1996=100



Nguồn: IMF, "World Economic outlook", 12/1997.

Nợ tài chính của khu vực tư nhân so với GDP (%)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Hàn Quốc	103.1	110.7	121.3	128.8	133.5	140.9
Thái Lan	88.6	98.4	110.8	128.1	142.0	141.9

Nguồn: Radelet và Sachs (1998).

Nợ ngắn hạn vào quý II năm 1997

	Nợ ngắn hạn nước ngoài (tỷ USD)	Dự trữ ngoại tệ (tỷ USD)	Tỷ lệ nợ ngắn hạn so với dự trữ
Hàn Quốc	70,18	34,07	2,06
Thái Lan	45,57	31,36	1,45
Indonesia	34,66	20,34	1,70
Malaysia	16,27	26,59	0,61
Philippines	8,29	9,78	0,85

Nguồn: ADB, "Asian Development Outlook", 1999.

Nợ nước ngoài của một số nước vào năm 1997

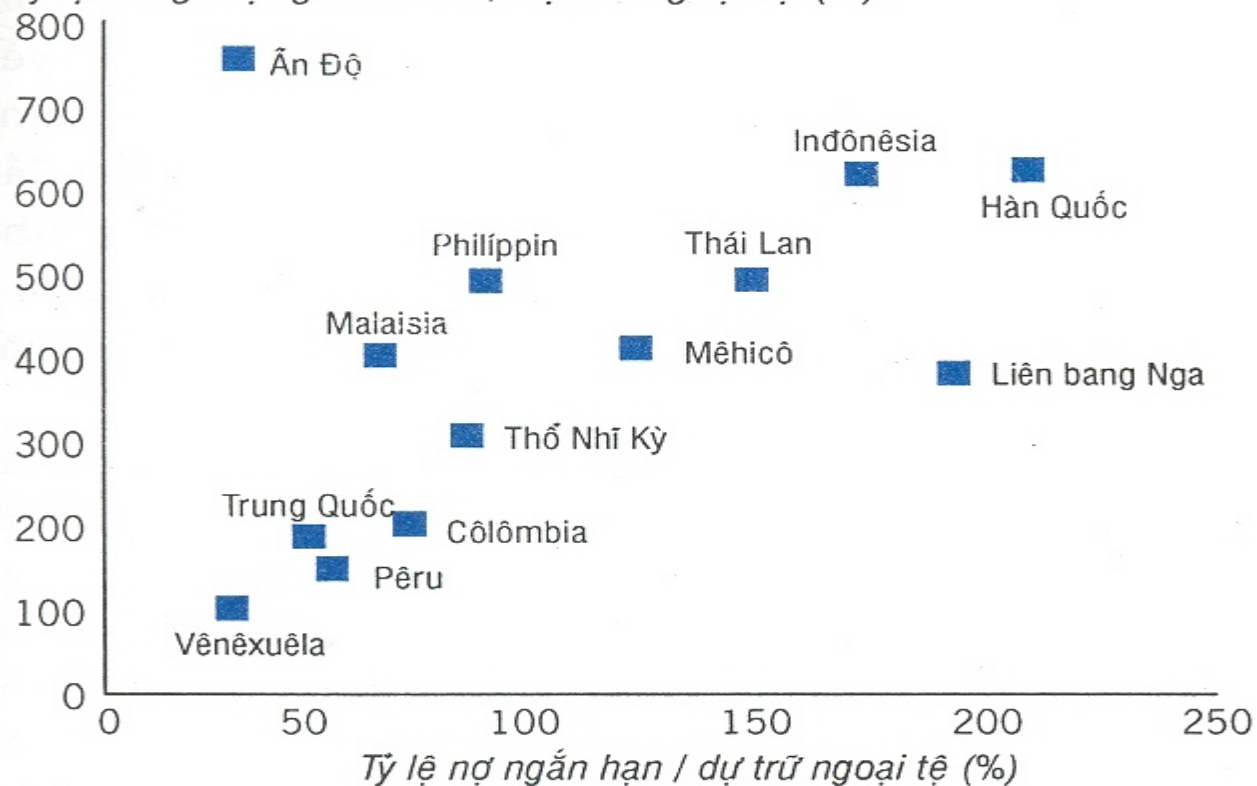
	Nợ nước ngoài (tỷ USD)	% của GDP	Dự trữ ngoại tệ (tỷ USD)	Tỷ lệ thanh toán lãi suất nợ (%)
Thailand	97.0	61.0	27.0	15.6
Indonesia	129.0	60.9	19.3	29.9
Malaysia	31.0	31.2	21.7	6.1
Korea	137.4	28.4	27.7	11.4

BIỂU ĐỒ 1.5

Các chỉ số về mức độ dễ bị tổn thương

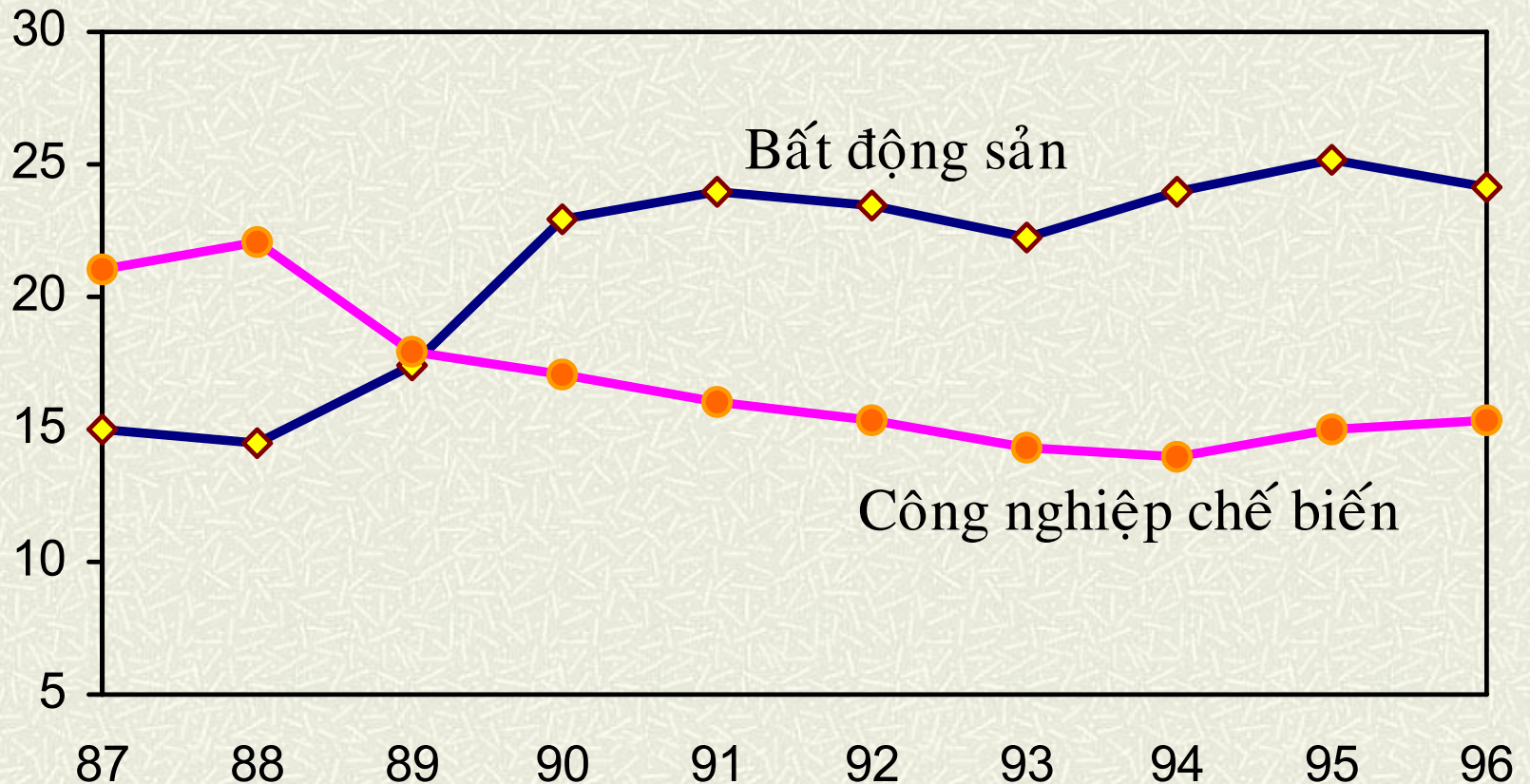
(Một số quốc gia chọn lọc, tháng Sáu 1997)

Tỷ lệ Tổng lượng tiền M2 / dự trữ ngoại tệ (%)



Nguồn: BIS, IMF và GEF, 1998.

Tỷ lệ giá trị cho vay bất động sản và công nghiệp của các công ty tài chính Thái Lan (%)



Nguồn: Lấy từ Marcus Miller và Pongsak Luangaram (1998).

Hiệu quả đầu tư

	Tăng trưởng GDP (91- 96)	Tỉ trọng đầu tư/GDP (%)	Chỉ số ICOR
Thailand	7.72	40	5.22
Indonesia	7.2	33.1	4.65
Malaysia	8.75	37.4	4.56
Korea	7.42	39.1	5.27

Chương 2

**Và điều gì phải đến ...
đã đến!**

Dòng vốn quốc tế chảy ra khỏi Đông Á

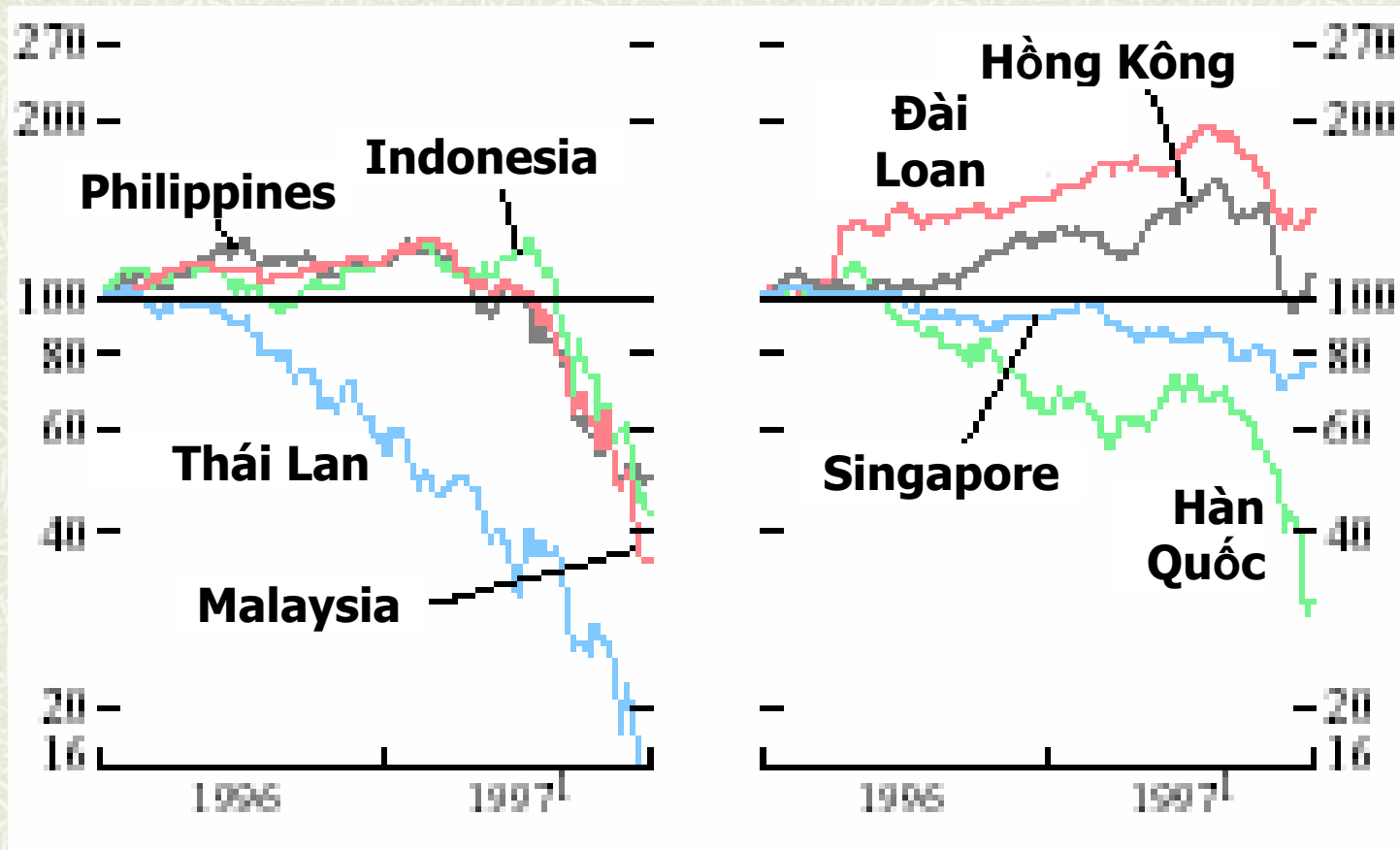
(tỷ USD)

	1996	1997	1998	1999
Vốn tư nhân ròng	65,8	-20,4	-25,6	-24,6
Đầu tư trực tiếp ròng	8,4	10,3	8,6	10,2
Đầu tư chứng khoán ròng	20,3	12,9	-6,0	6,3
Vay thương mại và đầu tư khác	37,1	-43,6	-28,2	-41,1
Viện trợ chính thức ròng	-0,4	17,9	19,7	-4,7

Nguồn: NHTG, "World Economic Outlook", 5/1998 và 3/2000.

Chỉ số giá cổ phiếu

5/1/1996=100



Nguồn: IMF, "World Economic outlook", 12/1997.

Tăng trưởng GDP (%/năm)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Hàn Quốc	8,92	6,75	5,01	-6,69	10,89	8,81
Thái Lan	9,31	5,88	-1,45	-10,77	4,22	4,31
Malaysia	9,83	10,00	7,32	-7,36	6,08	8,30
Indonesia	8,40	7,64	4,70	-13,13	0,85	4,77
Philippines	4,68	5,85	5,19	-0,58	3,40	4,01
Trung Quốc	10,53	9,58	8,84	7,80	7,05	7,94
Việt Nam	9,54	9,34	8,15	5,80	4,80	5,50

Nguồn: WB, “World Development Indicators 2002”.

Khủng hoảng tài chính chuyển thành khủng hoảng kinh tế - xã hội

- Lạm phát gia tăng
- Tiền lương thực tế giảm
- Thất nghiệp gia tăng
- Nguồn tín dụng cạn kiệt

Trong khi nền kinh tế và toàn xã hội chưa được chuẩn bị để ứng phó với tình huống tệ hại này

Một số nguyên nhân chủ yếu gây nên khủng hoảng

- Thâm hụt tài khoản vãng lai lớn, được bù đắp bởi các khoản vay ngắn hạn → nguy cơ bay vốn khi có sự cố, đặc biệt khi tài khoản vốn đã được tự do hóa.
- Sự phát triển của thị trường tài chính và hội nhập với thị trường toàn cầu chậm hơn so với những quy định và thể chế nội địa → rủi ro kỳ hạn, đặc biệt khi đồng tiền bị phá giá đột ngột.
- Doanh nghiệp, vì không có nguồn tài chính nào khác, vay chủ yếu từ hệ thống ngân hàng (cả nội địa và quốc tế) để mở rộng hoạt động → bị ảnh hưởng lớn khi có biến động về lãi suất và tỉ giá
- Khi những yếu kém nội tại này chịu sức ép của các cú sốc bên ngoài và tâm lý bầy đàn sẽ dễ dàng dẫn tới khủng hoảng tài chính

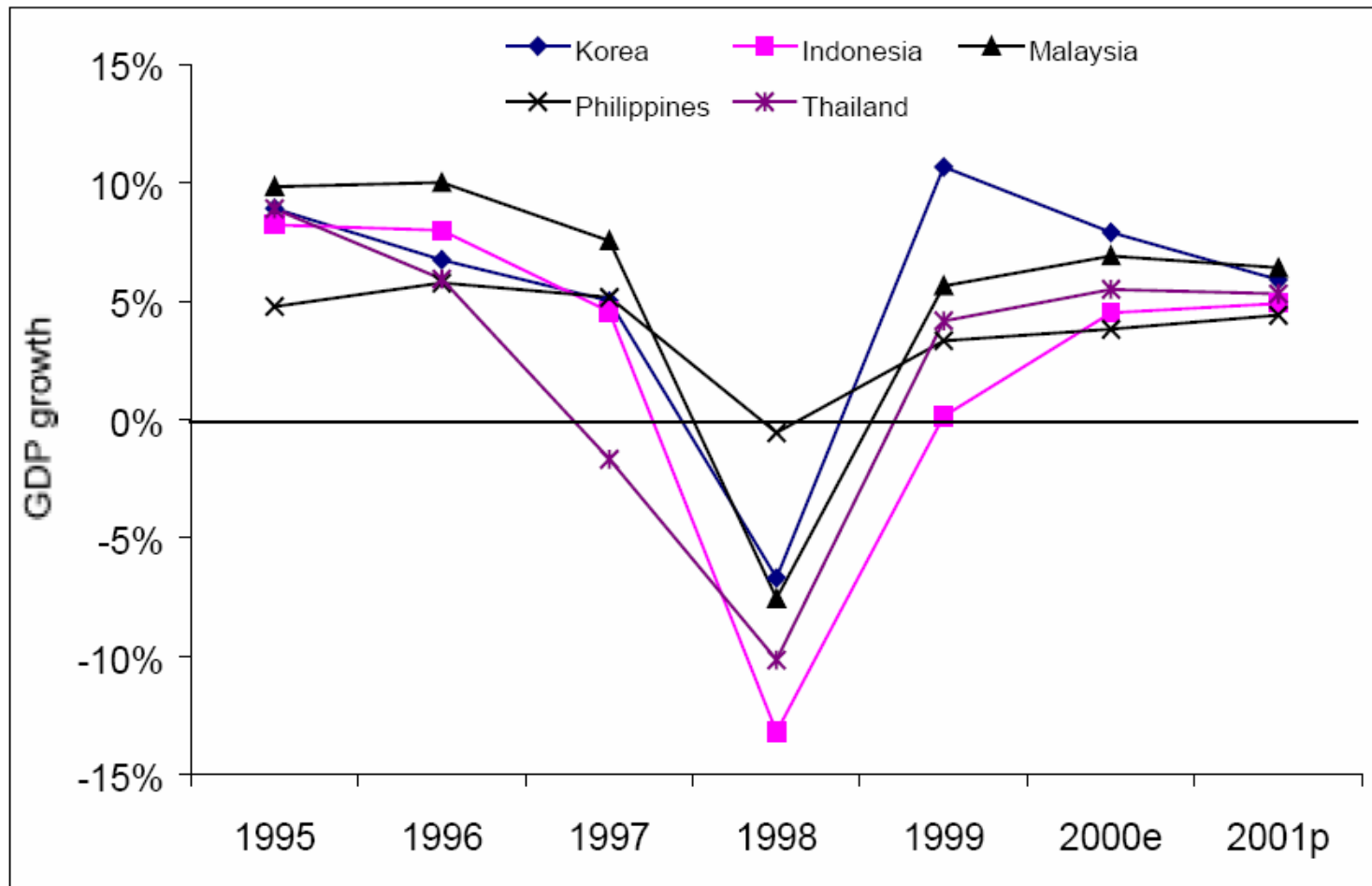
Một số bài học kinh nghiệm

- Cần xây dựng hệ thống thể chế (luật và quy định) tốt cũng như cần một năng lực điều hành và giám sát tốt đối với hệ thống tài chính để đảm bảo hiệu quả của nó
- Cần tôn trọng tính minh bạch và trách nhiệm đối với các hoạt động tài chính và của quản lý nhà nước đối với hệ thống tài chính và doanh nghiệp
- Cần có sự phối hợp để điều phối các hoạt động tài chính toàn cầu và khu vực ở một mức độ nhất định.

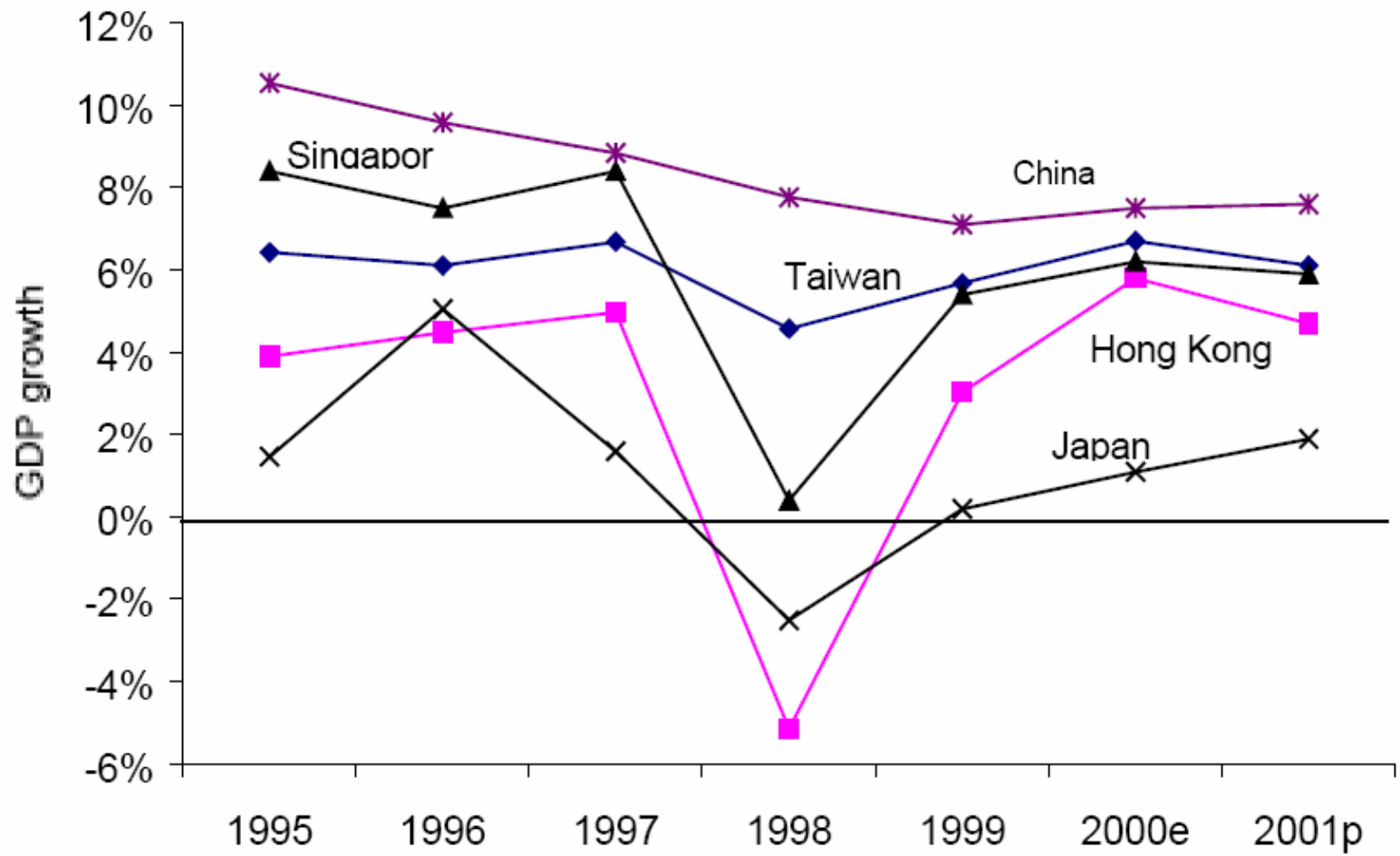
Chương 3

Bức tranh thời kỳ hậu khủng hoảng

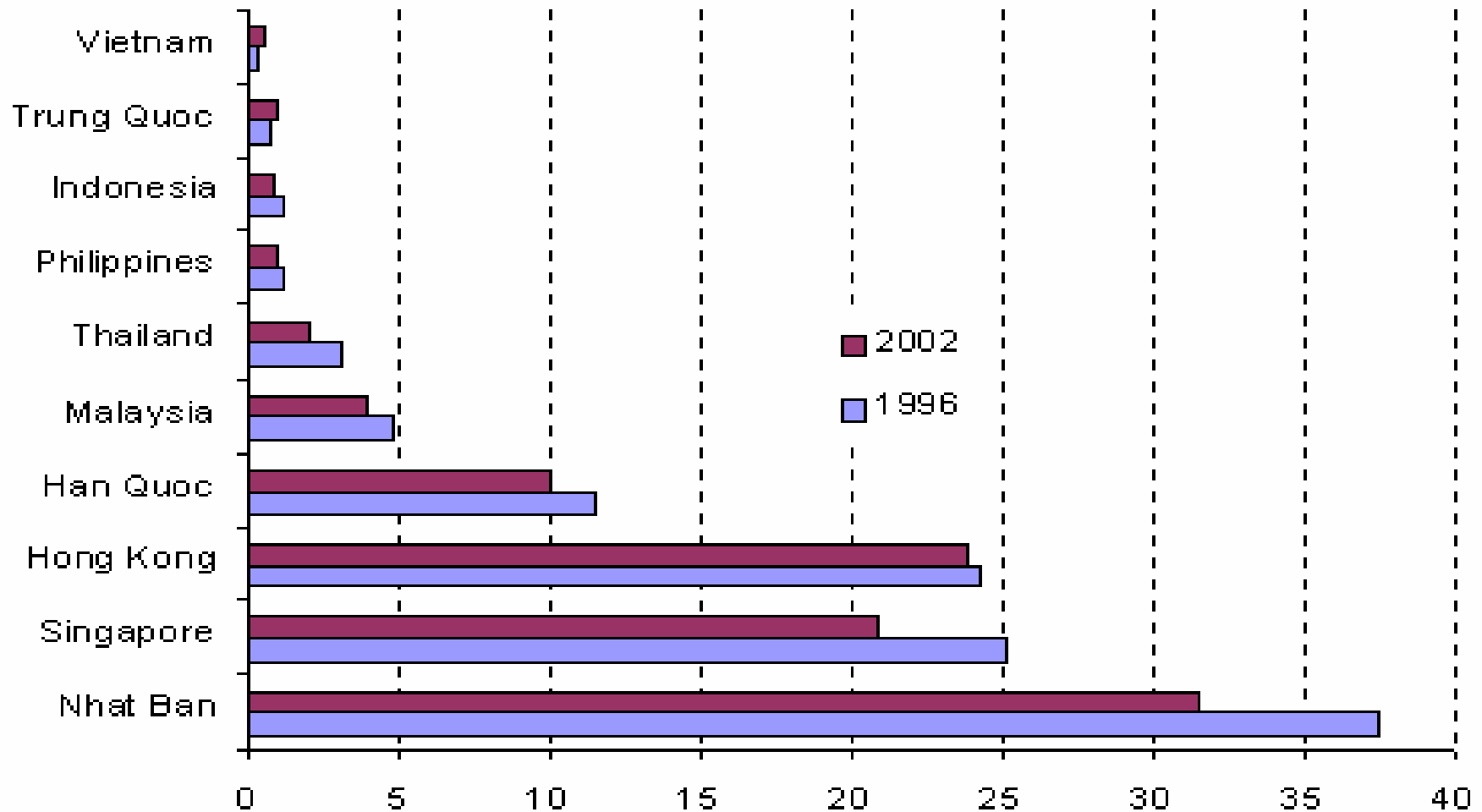
Tăng trưởng kinh tế đã quay trở lại Đông Á, nhưng vẫn còn thấp hơn so với trước ...



Nguồn: WB, “World Development Indicators 2004”



... nhưng thu nhập bình quân đầu người
vẫn chưa quay lại mức đạt được năm 1996



Nguồn: World Ban Development Indicator 2004

Thâm hụt tài khoản vãng lai (% GDP)

<u>Quốc gia</u>	<u>1994</u>	<u>1995</u>	<u>1996</u>	<u>1997</u>	<u>1998</u>	<u>2002</u>
Nhat Ban	2.71	2.09	1.40	2.24	3.01	2.82
Singapore	16.14	17.63	15.16	15.63	22.64	21.51
Han Quoc	(0.96)	(1.74)	(4.42)	(1.71)	12.73	1.28
Malaysia	(6.07)	(9.73)	(4.42)	(5.93)	13.20	7.58
Thailand	(5.59)	(8.07)	(8.09)	(2.00)	12.73	6.03
Trung Quoc	1.27	0.23	0.89	4.12	3.33	2.80
Philippines	(4.60)	(2.67)	(4.77)	(5.28)	2.37	5.38
Indonesia	(1.58)	(3.18)	(3.37)	(2.27)	4.29	4.52
Vietnam	#####	#####	(8.19)	(5.69)	(3.95)	(1.72)

Ghi chú: Chữ số có màu **đỏ** mang dấu **âm**

Nguồn: WB, “World Development Indicators 2002” và ADB.

Thay đổi tỷ giá hối đoái so với USD

<u>Quốc gia</u>	<u>1990</u>	<u>1996</u>	<u>1997</u>	<u>1998</u>	<u>2002</u>
Nhat Ban	100%	75%	84%	90%	87%
Hong Kong	100%	99%	99%	99%	100%
Singapore	100%	78%	82%	92%	99%
Han Quoc	100%	114%	134%	198%	177%
Malaysia	100%	93%	104%	145%	140%
Thailand	100%	99%	123%	162%	168%
Trung Quoc	100%	174%	173%	173%	173%
Philippines	100%	108%	121%	168%	212%
Indonesia	100%	127%	158%	543%	505%
Vietnam	100%	170%	180%	205%	236%

Ghi chú: Chữ số có màu **đỏ** là của các nước chịu khủng hoảng nặng nề nhất

Nguy cơ vẫn còn đó

- **Chính sách kinh tế yếu kém:** chính sách vĩ mô không hợp lý, trì hoãn trong việc tái cơ cấu khu vực tài chính và doanh nghiệp, và nợ của khu vực công không bền vững

Nguy cơ vẫn còn đó

- **Các cú sốc kinh tế bên ngoài** sẽ ảnh hưởng lớn tới quá trình hồi phục:
 - Nền kinh tế Mỹ, một động lực quan trọng của sự phục hồi của các nước Đông Á, cũng không thật ổn định (thị trường chứng khoán thất thường, thâm hụt ngân sách, thâm hụt tài khoản vãng lai, tăng trưởng không ổn định v.v.)
 - Tương tự như vậy, có một số lo ngại về sự phục hồi và ổn định của nền kinh tế Nhật Bản
 - Giá dầu lửa tăng cao và duy trì trong một thời gian tương đối dài cũng là một trở ngại cho quá trình phục hồi

Nguy cơ vẫn còn đó

- **Nguy cơ bất ổn về chính trị** cũng là một điều đáng lo ngại:
 - Có những dấu hiệu ngày càng tăng về sự chia rẽ chính trị giữa các đảng phái và xung đột vùng ở Indonesia
 - Bạo lực cũng trở lại ở Philippines
 - Xung đột tôn giáo và sắc tộc ở Thái Lan
 - Khủng hoảng tài chính dẫn tới sự bất mãn về xã hội là một nguyên nhân tiềm tàng gây nên bất ổn định về chính trị