

KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH Ở CÁC NƯỚC THỊ TRƯỜNG MỚI NỔI VÀ NHỮNG BÀI HỌC KINH NGHIỆM

“Nếu bạn nợ ngân hàng một trăm bảng, bạn đang có vấn đề. Nhưng nếu bạn vay ngân hàng một triệu bảng, ngân hàng đang gặp vấn đề”¹.

John Maynard Keynes

“Nếu bạn vay ngân hàng một tỷ bảng thì tất cả mọi người đang gặp vấn đề”².

The Economist

Các cuộc khủng hoảng tài chính³ gây cản trở tăng trưởng kinh tế của nhiều quốc gia và trên phạm vi toàn cầu một cách hết sức nghiêm trọng. Riêng giai đoạn 1970-2013 đã xảy ra khoảng 400 cuộc khủng hoảng, 35 cuộc xảy ra ở các nước tiên tiến giàu có,

¹ *"If you owe your bank a hundred pounds, you have a problem. But if you owe your bank a million pounds, it has".* John Maynard Keynes.

² *"If you owe your bank a billion pounds everybody has a problem".* The Economist.

³ *Khủng hoảng tài chính* thường được hiểu là tình huống mà giá trị của một định chế tài chính hay tài sản tài chính sụt giảm nhanh chóng. Thông thường thì xu hướng này đi kèm với hiện tượng rút vốn hàng loạt ở các ngân hàng do các nhà đầu tư bán tháo tài sản hay rút tiền vì lo sợ giá trị của các tài sản này rớt giá đột ngột.

nửa trong số đó diễn ra sau năm 2007. Các nước thị trường mới nổi (EMs) hứng chịu 218 cuộc khủng hoảng tài chính, hầu hết các cuộc khủng hoảng này xảy ra vào giai đoạn thập niên 1980 và 1990; trong đó khủng hoảng tiền tệ chiếm đa số, số còn lại là khủng hoảng nợ và khủng hoảng ngân hàng. Vấn đề đáng lưu ý là ở chỗ không thể nào dự báo chính xác nơi nào và lúc nào thì khủng hoảng xảy ra (Laeven và Valencia, 2013). *Liệu có bài học gì có thể rút ra nhằm giúp các quốc gia, nhất là các nước đang phát triển và các nước EMs có thể tránh được những cuộc khủng hoảng tương tự trong tương lai?*

Các chu kỳ dòng vốn

Lịch sử cho thấy tất cả các cuộc khủng hoảng đều có liên quan với biến động của dòng vốn. Các thị trường vốn quốc tế không vận hành trơn tru trước các cú sốc bên ngoài ở các nước đang phát triển và các nước thị trường mới nổi (EMs). Dòng vốn ròng biến động mạnh hơn nhiều ở các nước thị trường mới nổi (EMs) so với các nước tiên tiến (AEs). Trong khi ở các nước AEs, dòng ra bù trừ dòng vào, tạo sự di chuyển trơn tru của các dòng vốn, thì ở các nước EMs, các kịch bản dòng vốn vào lớn thường đi kèm mỗi khi các nền kinh tế này có tăng trưởng GDP tăng tốc, nhưng sau đó tăng trưởng thường giảm đáng kể (Cardarelli et al, 2009). Vì vậy, *mô thức chữ V ngược* của dòng vốn ròng ở các nước EMs vượt tầm kiểm soát của các nhà chính sách. Theo lịch sử, các *dòng đầu tư tài chính* biến động nhiều hơn và sự biến động này càng gia tăng thời gian gần đây. Các *dòng vốn ngân hàng* thường ít biến động nhưng cũng thay đổi mạnh ở thời kỳ khủng hoảng. *FDI* ổn định hơn nhiều ở các nước EMs, nhưng

cũng gia tăng biến động thời gian qua do sự tăng tốc vay mượn của các công ty con ít vốn (Quỹ Tiền tệ Quốc tế IMF, 2011).

Các dòng tài trợ vốn đi vào các nước đang phát triển và các nước EMs qua năm kênh chủ yếu và thường được nhìn qua lăng kính của cán cân thanh toán (BOP) hằng năm. Như chúng ta đã biết, cán cân thanh toán (BOP) của một quốc gia bao gồm hai tài khoản quan trọng, tài khoản vãng lai (CA) và tài khoản vốn và tài chính (KA). Theo cách hiểu truyền thống, hai tài khoản này nghịch dấu nhau. Mỗi khi CA thâm hụt thì KA thặng dư; tức là mỗi khi thu nhập quốc gia ít hơn chi tiêu nội địa thì nguồn tài trợ từ dòng vốn vào lớn hơn dòng vốn ra. Lúc này, đất nước trở thành nước đi vay ròng. Các dòng vốn này đi qua năm kênh chính⁴, bao gồm: (1) trái phiếu, (2) ngân hàng, (3) vay chính thức, (4) đầu tư trực tiếp nước ngoài FDI, và (5) cổ phiếu doanh nghiệp. Ba nhóm đầu được gọi là tài trợ vốn bằng nợ (debt finance) và hai nhóm sau gọi là tài trợ bằng vốn cổ phần (equity finance). Việc phân biệt giữa “tài trợ bằng nợ” và “tài trợ bằng vốn cổ phần” có liên quan đến khả năng thanh toán khi quốc gia rơi vào suy thoái hay đối mặt với các cú sốc về điều kiện trao đổi

⁴ Kênh tài trợ vốn chủ yếu cho các quốc gia bao gồm: (1) *Trái phiếu* (Bond finance) [tăng mạnh sau 1990s do tự do hóa thị trường chính], (2) *Ngân hàng* (Bank finance) [đầu 1970s-cuối 1980s, giảm dần 1990s], (3) *Vay chính thức* (Official lending) [qua Ngân hàng Thế giới (WB), nhưng tỷ trọng ngày càng giảm dần], (4) *FDI* [nguồn vốn quan trọng từ sau WWII], và (5) *Cổ phiếu doanh nghiệp* (Portfolio investment in ownership of firms) [do phong trào “tư nhân hóa” tăng mạnh đầu 1990s]. Các dòng 1, 2, 3 gọi là “tài trợ bằng nợ” [Debt finance] và dòng 4,5 gọi là “tài trợ bằng vốn cổ phần” [Equity finance]. Phân biệt “Debt finance” và “Equity finance” liên quan đến khả năng thanh toán khi quốc gia *suy thoái* hay *sốc TOT*. Ngoài ra, Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) còn phân thành FDI và Non-FDI nhằm nhấn mạnh tính chất dài hạn và ngắn hạn của các dòng vốn.

ngoại thương. Khi quốc gia rơi vào khó khăn hay khủng hoảng, trách nhiệm “nợ” đối với ba nhóm đầu (“tài trợ bằng nợ”) sẽ khó khăn hơn nhiều về mặt nghĩa vụ thanh toán.

Kể từ thập niên 1970 đến nay, thế giới đã chứng kiến *ba chu kỳ dòng vốn vào-ra* hay còn gọi là *chu kỳ bùng phát-sụp đổ* ở các nước đang phát triển và các nước EMs. *Chu kỳ thứ nhất* bắt đầu bằng dòng vốn vào ở cuối thập niên 1970 và kết thúc bằng cuộc khủng hoảng nợ thập niên 1980 (lịch sử gọi là một thập niên bị đánh mất của châu Mỹ La tinh giai đoạn 1982-1989, bắt đầu khi Mexico không trả được nợ và lan rộng vào tháng 8/1982). *Chu kỳ thứ hai* mở ra bởi dòng vốn vào giai đoạn nửa đầu thập niên 1990 (1990-1996) và kết thúc bằng một loạt các cuộc khủng hoảng tài chính, trong đó đáng lưu ý là khủng hoảng tài chính châu Á 1997 (khủng hoảng đồng peso của Mexico vào tháng 12/1994; rồi đến Thái Lan khủng hoảng tài chính tháng 7/1997; tiếp theo là Nga phá giá và không trả được nợ vào tháng 8/1998 và tình trạng tương tự ở Brazil; sau đó đến lượt Thổ Nhĩ Kỳ từ bỏ mục tiêu tỷ giá vào tháng 2/2001; tháng 1/2002, Argentina tiếp nối chuỗi trục trặc bởi việc từ bỏ cơ chế Hội đồng tiền tệ và vỡ nợ). *Chu kỳ thứ ba* đánh dấu bằng một làn sóng vốn vào các nước EMs những năm 2003-2008, nhất là khối BRICS (Brazil, Nga, Ấn độ, Trung Quốc và Nam Phi) và lại kết thúc bởi cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008, và sau đó là khủng hoảng Euro 2010.

Hiện nay, các nhà kinh tế đang đề cập đến khả năng của một *chu kỳ thứ tư* có thể diễn ra với dấu mốc là lời tuyên bố khả năng tăng lãi suất của Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ (Fed) vào tháng 5/2013. Cứ thế từ đó đến nay, mỗi khi Fed nhóm họp thì chúng

ta lại nghe tin họ xem xét khả năng hay chuẩn bị tăng lãi suất (thực tế là Fed đã bốn lần tăng lãi suất kể từ tháng 12/2015 cho đến ngày 14/6/2017). Tín hiệu bất ổn ở những lần như vậy là dòng vốn tháo chạy ra khỏi các nước EMs và các nước đang phát triển, thị trường chứng khoán biến động, đồng tiền các nước này mất giá. Nhưng khả năng tạo ra khủng hoảng lần này xem ra là không lớn do hầu hết các nước đã có thể rút ra những bài học bổ ích từ các cuộc khủng hoảng trước đó. Bên cạnh đó, Fed cũng tuyên bố khả năng tăng lãi suất theo lộ trình, chính vì thế sự chuẩn bị cũng được thực hiện từng bước một cách có trật tự hơn. Câu hỏi quan ngại của các nhà kinh tế đó là dù cho khả năng xảy ra cuộc khủng hoảng tài chính tiếp theo là thấp; nhưng vấn đề quan trọng hơn ở đây chính là các nước đã có thể rút ra những bài học hữu ích gì nhằm có thể tránh một cuộc khủng hoảng tương tự?

Cấu trúc dòng vốn và những tác động của chúng lên nền kinh tế vĩ mô

Điểm đáng lưu ý của *cấu trúc dòng vốn* vào ở hai chu kỳ đầu tiên mang đặc trưng chung là CA thâm hụt được tài trợ bởi KA thặng dư. Điều này rất đúng với bản chất truyền thống của dòng vốn trong kinh tế học chính thống - khi thu nhập quốc gia không đủ trang trải chi tiêu nội địa thì quốc gia sẽ phải đi vay ròng từ bên ngoài. Riêng ở chu kỳ thứ ba, tính chất *thuận chu kỳ của dòng vốn* đã bắt đầu xuất hiện vào giai đoạn 2003-2008. Ở nhiều quốc gia, cả CA và KA thặng dư (hay còn gọi là “thặng dư kép” của BOP) đi cùng với xu hướng tích lũy nhanh dự trữ ngoại hối nhằm ổn định tỷ giá hối đoái ở các nước có dòng vốn vào gia tăng. Tuy nhiên, diễn biến này cũng đã tạo ra những thách thức

về bộ ba bất khả thi và những tác động lên nền kinh tế vĩ mô của các quốc gia này.

Sau đây, chúng ta hãy tìm hiểu tác động của dòng vốn vào và ra như thế nào đối với nền kinh tế vĩ mô của một quốc gia. Trước tiên, những tác động có thể thấy được của dòng vốn vào và ra sẽ thể hiện bởi một số khía cạnh sau: (1) tỷ giá hối đoái và thị trường ngoại hối biến động; (2) giá cả tài sản tài chính thay đổi; (3) thị trường bất động sản và giá bất động sản trời sụt; (4) tăng trưởng tín dụng; (5) xu hướng sử dụng đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp và các nhà đầu tư; và (6) cấu trúc kinh tế bị bóp méo. Các tín hiệu này sẽ biến động mạnh trước xu hướng vào/ra hay ra/vào của các dòng vốn quốc tế.

Những phản ứng khả dĩ về mặt chính sách nhằm đối phó với các dòng vốn vào và ra có thể kể đến như: (1) chính sách vĩ mô quản lý cầu nội địa; (2) kiểm soát vốn làm chậm tiến độ dòng vốn vào/ra; (3) chuyển dòng vốn vào những hướng đi ít gây thiệt hại; và (4) điều tiết hệ thống tài chính nội địa. Một số cách thức đối phó trước một dòng vốn ra có thể được ví dụ như là cho phép dòng tiền đi ra có kiểm soát, can thiệp bằng chính sách tiền tệ vô hiệu hóa, cho phép nội tệ mất giá, tái lập kiểm soát vốn,... Tuy nhiên, cần nhớ rằng mỗi lựa chọn đều có những hệ quả của nó.

Cho đến nay về mặt học thuật, đã có ba thể hệ khủng hoảng tiền tệ diễn ra và được giải thích bởi những mô hình khác nhau (xem Phụ lục). Mô hình khủng hoảng thể hệ đầu tiên (Krugman, 1979), ngân hàng trung ương (NHTU) cố gắng cố định tỷ giá dưới mức cân bằng thị trường trong khi cầu ngoại hối tăng mạnh, họ tiếp tục bán ra dự trữ ngoại hối (FR), FR giảm sút và đối mặt với tấn công đầu cơ, dẫn đến thắt chặt tiền tệ, tăng lãi

suất, giảm sản lượng và việc làm, khủng hoảng xảy ra. Mô hình khủng hoảng tiền tệ thế hệ hai (Obstfeld, 1994), khủng hoảng không phải do FR giảm mà là do khả năng đánh đổi mục tiêu (phải chọn giữa cố định tỷ giá và toàn dụng việc làm; kết cục dễ thấy đó là các nước rơi vào tình huống này thường chọn cách cứu nền kinh tế hướng đến toàn dụng việc làm; điều này yêu cầu hy sinh tỷ giá do phải hạ lãi suất để kích thích nền kinh tế), các nhà đầu cơ nhận ra và thực hiện tấn công tiền tệ dẫn đến khủng hoảng. Mô hình khủng hoảng tiền tệ thế hệ ba (Dooley, 2000) là do bong bóng tài chính tài trợ bởi dòng vốn vào, tấn công tiền tệ và phá giá quy mô lớn. Tác động phá giá lên bảng cân đối tài sản của các ngân hàng và doanh nghiệp có lượng nợ bằng ngoại tệ lớn dẫn đến giảm tín dụng và đầu tư, sản lượng và việc làm, châm ngòi những đợt phá giá khác. Khủng hoảng tất yếu xảy ra.

Bài học rút ra từ các cuộc khủng hoảng

Nhiều nghiên cứu⁵ đã cố gắng giải thích và giúp rút ra những bài học hữu ích từ các cuộc khủng hoảng của hai làn sóng đầu tiên vào thập niên 1980 và 1990. Đối với những nước rơi vào khủng hoảng, các chỉ báo cảnh báo sớm dường như vẫn còn đó nhiều ý nghĩa như là: (1) dự trữ ngoại tệ (FR) yếu (so với nợ ngắn hạn bằng ngoại tệ); (2) nội tệ bị định giá cao (tỷ giá hối đoái lên giá thực); (3) cán cân vãng lai (CA) thâm hụt lớn và kéo dài; (4) thành phần dòng vốn vào bao gồm nợ ngoại tệ và nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn (về cơ chế, các nước vay nợ dạng này sẽ dễ

⁵ Có thể kể đến như là Sachs, Tornell, & Velasco (1996), "Financial crises in emerging markets: lessons from 1995", *BPEA*. Frankel & Rose (1996), "Currency Crashes in Emerging Markets", *JIE*. Kaminsky, Lizondo, & Reinhart (1998), "Leading Indicators of Currency Crises", *IMF Staff Papers*. Kaminsky & Reinhart (1999), "The twin crises", *AER*.

chịu tác động của hiện tượng “dừng đột ngột” (sudden stop), “mất cân xứng tiền tệ” (currency mismatch) và “vốn tháo chạy” (capital flight)). Do vậy, bài học tránh khủng hoảng sau đó thường là: tăng tích lũy dự trữ ngoại hối (FR); kiểm soát tốt lạm phát trong nước và cho phép tỷ giá linh hoạt hơn; củng cố năng lực cạnh tranh và giảm thâm hụt thương mại; và giảm vay nợ bằng ngoại tệ và giảm vay ngắn hạn.

Minh chứng cho tính hiệu nghiệm của các bài học này là đến cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008 của làn sóng dòng vốn thứ ba, các nước đang phát triển và các nước EMs thuộc nhóm thành công và đứng vững hay ít chịu tác động của khủng hoảng hầu như đều đã thực hiện rất tốt những vấn đề sau: (1) đạt mức dự trữ ngoại hối FR cao hơn; (2) tỷ giá hối đoái linh hoạt hơn; (3) CA thâm hụt ít hơn; (4) nợ bằng ngoại tệ ít hơn, tăng vốn cổ phần và FDI; và tăng tỷ trọng nợ bằng nội tệ); (5) chính sách tài khóa ít thuận chu kỳ hơn, đặc biệt là ngân sách chính phủ mạnh hơn trong giai đoạn dòng vốn bùng nổ (hay chính sách tài khóa hướng đến nghịch chu kỳ nhiều hơn).

Tuy nhiên, 5 năm sau sự kiện khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008, bằng chứng cũng cho thấy nhiều nước lại có xu hướng quay trở lại những điểm yếu cố hữu ban đầu (CA thâm hụt ngày càng lớn, lạm phát cao hơn, nợ bằng ngoại tệ của khu vực doanh nghiệp gia tăng, ngân sách chính phủ thâm hụt lớn,...). Chính những điểm yếu này đã một lần nữa đe dọa sự ổn định của nền kinh tế vĩ mô của họ. Như chúng ta đã biết, Hoa Kỳ với những dấu hiệu khả quan dần của nền kinh tế đã bắt đầu phát đi tín hiệu chấm dứt gói kích thích nói lỏng định lượng QE3 của mình và khả năng tăng lãi suất. Thực tế vào tháng 5/2013, Fed đã tuyên

bổ khả năng tăng lãi suất và thực tế điều này đã diễn ra. Về mặt kinh tế, dự báo đối với một số nước như Nhật Bản và Trung Quốc khi Hoa Kỳ tăng lãi suất có thể là: (1) RMB và Yen bị sức ép mất giá; (2) các nước này bị ép buộc tăng lãi suất nhằm chống chọi dòng vốn tháo chạy (điều này gây trở ngại cho nền kinh tế của họ). Bằng chứng cho thấy những nước có lạm phát cao hơn và thâm hụt CA lớn hơn đã phải chịu mất giá tiền tệ mạnh hơn vào thời điểm Hoa Kỳ tuyên bố khả năng tăng lãi suất tháng 5/2013 như Brazil, Indonesia và Thổ Nhĩ Kỳ⁶. Dù vậy, điểm đáng lưu ý là tác động này hầu như diễn ra ở rất nhiều nước kể cả những quốc gia có nền tảng vĩ mô vững mạnh (CA thặng dư, FR cao, nợ nước ngoài thấp) cũng như những nước có nền tảng kinh tế vĩ mô yếu hơn. Chỉ có điều là những nước nền tảng kinh tế vĩ mô yếu hơn thì chịu tác động mạnh hơn⁷.

Liệu các nước EMs và các nước đang phát triển có bị biến động nếu Fed tăng lãi suất? (thực tế là Hoa Kỳ đã tăng bốn lần lãi suất vào 12/2015, 12/2016, 03/2017 và 06/2017). Nhớ rằng, cả ba lần sóng dòng vốn và khủng hoảng kéo theo trước đó đều có dấu ấn của chính sách tiền tệ Hoa Kỳ - giảm lãi suất và rồi thắt chặt tiền tệ sau đó⁸. Tuy nhiên, đã có nhiều cảnh báo từ trước và nhiều bài

⁶ Mishra, Moriyama, N'Diaye & Nguyen, "Impact of Fed Tapering Announcements on Emerging Markets", IMF WP 14/109 June 2014.

⁷ Aizenman, Binici & Hutchison, "The Transmission of Federal Reserve Tapering News to Emerging Financial Markets", 2014
www.nber.org/papers/w19980.pdf

⁸ Chính sách tiền tệ Hoa Kỳ và tác động toàn cầu:

- Cuối 1970s, đầu 1990s và đầu 2000s: Lãi suất thấp ở Hoa Kỳ đưa dòng vốn đến EMs.
- 1980-1982: Thắt chặt tiền tệ của Volcker đưa đến cuộc khủng hoảng nợ quốc tế 1982.
- 1994: Fed thắt chặt tiền tệ góp phần gây ra cuộc khủng hoảng peso Mexico.

học về dòng vốn tháo chạy nên nhiều nhà kinh tế vẫn tin rằng sẽ không có những biến động lớn hay khủng hoảng trầm trọng xảy ra. Nhưng, vẫn không loại trừ khả năng xảy ra ở nhiều nước EMs và đang phát triển hiện tượng dòng vốn đi ra, giá chứng khoán sụt giảm và tỷ giá biến động. Cho nên, những bài học kinh tế vĩ mô mà các nước đã rút ra từ các cuộc khủng hoảng vẫn còn có ý nghĩa tham khảo ở nhiều quốc gia, xin được nhắc lại ở đây, đó là (1) dự trữ ngoại hối (FR) cao hơn; (2) tỷ giá hối đoái linh hoạt hơn; (3) cán cân vãng lai (CA) thâm hụt ít hơn; (4) nợ bằng ngoại tệ ít hơn, tăng vốn cổ phần và FDI; và tăng tỷ trọng nợ bằng nội tệ; (5) chính sách tài khóa ít thuận chu kỳ hơn, đặc biệt là ngân sách chính phủ mạnh hơn trong giai đoạn dòng vốn bùng nổ - hay chính sách tài khóa cần theo hướng nghịch chu kỳ nhiều hơn.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Aizenman, Binici & Hutchison (2014), “The Transmission of Federal Reserve Tapering News to Emerging Financial Markets”, www.nber.org/papers/w19980.pdf
2. James Riedel (2015), *The Macro Economy and Macro Policy under Fixed Exchange Rates*, FETP/MPP8/Macroeconomics/Riedel.
3. Jeffrey Frankel (2016), *Crises in Emerging Markets, API-120: Advanced Macroeconomics for the Open Economy*.
4. Mishra, Moriyama, N’Diaye & Nguyen (2014), “Impact of Fed Tapering Announcements on Emerging Markets”, IMF WP 14/109.

▪ 5-6/2013 và 1/2014: Fed dự kiến giảm gói QE3 tác động đáng kể đến EMs [dòng vốn ra, giá chứng khoán giảm, tiền tệ mất giá...].

PHỤ LỤC

BA THỂ HỆ KHỦNG HOẢNG TIỀN TỆ

Các kịch bản mà mô hình dựa vào để giải thích	Ai là tội đồ?	Các tác giả có ảnh hưởng
Khủng hoảng Bretton Woods 1969-1973; Khủng hoảng nợ thập niên 1980	Các chính sách vĩ mô: Do mở rộng tín dụng quá mức	Krugman (1979); Flood & Garber (1984)
Khủng hoảng cơ chế tỷ giá châu Âu ERM 1992-1993: Thụy Điển, Pháp	Thị trường tài chính liên quốc gia: Mô hình cân bằng đa mục tiêu (multiple equilibria)	1. <i>Speculators' game</i> Obstfeld (1994); 2. <i>Endogenous monetary policy</i> Obstfeld (1996), Jeanne (1997) 3. <i>Bank runs</i> Diamond-Dybvig (1983), Chang-Velasco (2000) 4. <i>With uncertainty</i> Morris & Shin (1998)
Khủng hoảng các nước thị trường mới nổi 1997-2001	Nền tảng cơ cấu: Tâm lý ỷ lại (moral hazard) (chủ nghĩa tư bản thân hữu “crony capitalism”) “vay để thực hiện các dự án mơ hồ thiếu minh bạch, biết là chính phủ sẽ giải cứu nếu các dự án thất bại.”	Dooley (2000) insurance model; Diaz-Alejandro (1985); McKinnon & Pill (1996); Krugman (1998); Corsetti, Pesenti & Roubini (1999); Burnside, Eichenbaum & Rebelo (2001)

Nguồn: Frankel (2015)