

Tài chính phát triển

Ghi chú bài giảng 5

Khủng hoảng tài chính

Giới thiệu

Thuật ngữ khủng hoảng tài chính được sử dụng khá phổ biến nhằm mô tả các tình huống, ở đó các định chế tài chính hoặc các tài sản tài chính mất đi phần lớn giá trị của chúng. Vào thế kỷ 19 và đầu thế kỷ 20, nhiều cuộc khủng hoảng tài chính có liên quan đến sự hoảng loạn ngân hàng, và nhiều sự suy thoái kinh tế có liên quan đến sự hoảng loạn này. Một số tình huống khác thường được gọi là khủng hoảng tài chính như sự sụp đổ của thị trường cổ phiếu và sự nổ tung của các bong bóng giá tài sản tài chính, khủng hoảng tiền tệ, và sự vỡ nợ quốc gia.¹

Khủng hoảng tài chính là kết quả trực tiếp của một sự mất mát phúc lợi “giấy”; chúng không phải là kết quả trực tiếp của sự thay đổi trong nền kinh tế thực trừ khi hệ quả của nó là một sự suy thoái hoặc khủng hoảng kinh tế tiếp theo sau.

Khủng hoảng tài chính và khủng hoảng kinh tế

Khủng hoảng tài chính	Khủng hoảng kinh tế
Nền kinh tế tiền tệ	Nền kinh tế thực
Liên quan đến cấu trúc tài chính	Liên quan đến cấu trúc kinh tế
Mức giá tài sản tài chính (S&P 500, Nasdaq...)	Sản lượng (GDP)
Đầu tư tài chính	Đầu tư thực
Bong bóng giá tài sản (chứng khoán, bất động sản)	Mức giá chung của nền kinh tế (lạm phát, CPI...)
Thường liên quan đến dòng chu chuyển vốn quốc tế (FDI, FII, vay nợ quốc tế...)	Thường liên quan đến xuất nhập khẩu hàng hóa, dịch vụ
Tác động đến nền kinh tế thực	Tác động đến nền kinh tế tiền tệ

¹ Charles P. Kindleberger và Robert Aliber (2005), *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, ấn bản lần 5. Wiley; Luc Laeven và Fabian Valencia (2008), 'Systemic banking crises: a new database'. International Monetary Fund Working Paper 08/224.

Các loại khủng hoảng tài chính

Khủng hoảng ngân hàng (banking crisis)

Khi một ngân hàng gặp phải một sự rút vốn đột ngột bởi người gửi tiền, người ta gọi đây là sự tháo chạy ngân hàng (bank run). Do các ngân hàng cho vay phần lớn khoản tiền gửi mà nó nhận được nên khi gặp phải những tình huống như vậy, các ngân hàng không thể ngay lập tức hoàn trả được tất cả những khoản tiền gửi cho khách hàng. Cho nên một sự tháo chạy về tiền gửi có thể đặt ngân hàng vào trạng thái phá sản. Hệ quả là những người gửi tiền sẽ bị thiệt hại trừ khi họ được công ty bảo hiểm tiền gửi chi trả. Một tình huống ở đó sự tháo chạy ngân hàng lan rộng được gọi là khủng hoảng ngân hàng mang tính hệ thống (systemic banking crisis) hoặc là sự hoảng loạn ngân hàng (banking panic). Rất nhiều ví dụ về sự tháo chạy ngân hàng đã diễn ra, chẳng hạn như sự tháo chạy khỏi các ngân hàng Mỹ những năm 1930. Sự sụp đổ của Bear Stearns (một ngân hàng đầu tư chứ không phải là ngân hàng thương mại) năm 2008 đôi khi cũng được xem là một sự tháo chạy ngân hàng. Hiện tượng rút tiền ở Ngân hàng TMCP Á Châu năm 2003 cũng được xem là một tình huống tháo chạy ngân hàng điển hình ở Việt Nam.

Trong khi đó, một tình huống không có sự tháo chạy ngân hàng lan rộng, nhưng ở đó các ngân hàng thắt chặt đột ngột các điều kiện vay vốn bởi vì chúng lo ngại rằng mình không đủ tiền để cho vay hoặc do phải đáp ứng các yêu cầu của ngân hàng trung ương, được gọi là một sự thu hẹp tín dụng/thắt chặt tín dụng (credit crunch hay credit squeeze). Thu hẹp tín dụng nói chung thường diễn ra một cách độc lập với sự gia tăng của lãi suất cho vay, theo nghĩa là tín dụng luôn bị thu hẹp ở bất kỳ mức lãi suất nào. Trong trường hợp này các ngân hàng trở thành tác nhân của một cuộc khủng hoảng tài chính.² Cuộc khủng hoảng cho vay và tiết kiệm ở Mỹ vào những năm 1980 đã dẫn đến sự thu hẹp tín dụng cũng được xem là một tác nhân chính của cuộc suy thoái Mỹ 1990 – 1991.

Bong bóng đầu cơ và sự sụp đổ

Các nhà kinh tế cho rằng một tài sản tài chính (chẳng hạn như cổ phiếu) được xem là bong bóng khi giá của nó vượt quá giá trị hiện tại của những khoản thu nhập trong tương lai (chẳng hạn như cổ tức hoặc tiền lãi) mà người chủ của nó nhận được cho đến khi đáo hạn.³ Nếu các nhà đầu tư tham gia thị trường mua tài sản chỉ với kỳ vọng sẽ bán nó với giá cao hơn sau này thay vì để hưởng những khoản thu nhập mà nó sẽ tạo ra thì đây là bằng chứng cho thấy tính chất bong bóng đã hiện diện. Nếu có hiện tượng bong bóng thì cũng có rủi ro sụp đổ giá tài sản: những người tham gia thị trường sẽ chỉ

² Xem Fratianni, M. và Marchionne, F. (2009), *The Role of Banks in the Subprime Financial Crisis*, có thể truy cập tại SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1383473

³ (Xem Markus Brunnermeier (2008), 'Bubbles', in *The New Palgrave Dictionary of Economics*, ấn bản lần 2.

tiếp tục mua vào chừng nào họ còn kỳ vọng người khác mua, và khi nhiều người cùng quyết định bán thì sẽ ngay lập tức làm giá giảm xuống.

Tuy nhiên trong thực tế rất khó để biết được khi nào giá tài sản đã thực sự ngang bằng hay cao hơn giá trị được tạo ra từ các yếu tố căn bản của nó. Vì vậy cũng khó để nhận biết một cách xác thực các bong bóng tài sản trừ khi nó quá hiển hiện dưới sự xét đoán của nhiều nhà đầu tư. Trong cuộc họp Ủy ban kinh tế quốc gia Mỹ về vai trò của Fed ngày 15/10/2002, Ben Bernanke – khi còn là thành viên Hội đồng Thống đốc - cho rằng việc xác định bong bóng giá cả không phải là điều dễ dàng. Bong bóng giá cả xuất hiện khi giá trị giao dịch cao hơn giá trị thật nên muốn xem giá có quá cao hay không thì cần phải biết giá trị thật của tài sản. Tuy nhiên, giá trị thật của các chứng khoán phái sinh, chẳng hạn như các chứng khoán được thế chấp bằng bất động sản ở Mỹ, là rất khó xác định.

Một số nhà kinh tế khác thì lại cho rằng các bong bóng tài sản không bao giờ hoặc hầu như không bao giờ xảy ra.⁴

Có nhiều ví dụ nổi tiếng về các bong bóng tài sản (hoặc ngụ ý là bong bóng) như Con sốt hoa Tulip ở Hà Lan năm 1637, sự sụp đổ của Phố Wall năm 1929, bong bóng tài sản ở Nhật Bản những năm 1980, sự sụp đổ của các bong bóng dot-com năm 2000 – 2001, và bây giờ là bong bóng nhà đất ở Mỹ (2007)

Khủng hoảng tài chính quốc tế

Khi một quốc gia đang duy trì cơ chế tỷ giá cố định thì đột ngột buộc phải phá giá tiền tệ do bị tấn công đầu cơ. Hiện tượng này gọi là khủng hoảng tiền tệ (currency crisis) hay khủng hoảng cán cân thanh toán (balance of payments crisis). Khi một chính phủ thất bại trong việc hoàn trả các khoản nợ quốc gia được gọi là sự vỡ nợ quốc gia (sovereign default).

Một vài quốc gia có đồng tiền tham gia vào Cơ chế Tỷ giá châu Âu (European Exchange Rate Mechanism hay ERM) đã gặp phải khủng hoảng vào năm 1992 – 1993 và đã bị buộc phải phá giá hoặc rút khỏi cơ chế này. Một cuộc khủng hoảng tiền tệ khác cũng đã nổ ra ở Đông Á 1997 – 1998. Nhiều nước Châu Mỹ La Tinh cũng đã bị vỡ nợ vào đầu thập niên 1980. Cuộc khủng hoảng tài chính ở Nga 1998 cũng là kết quả của sự phá giá đồng Rub và sự vỡ nợ trái phiếu Chính phủ Nga. Ví dụ gần đây nhất có lẽ là cuộc khủng hoảng nợ của Hy Lạp.

Cuộc khủng hoảng kinh tế rộng lớn

Sự tăng trưởng GDP âm duy trì trong hai hoặc ba quý thì được gọi là sự suy thoái (recession). Một sự suy thoái đặc biệt kéo dài có thể gọi là đại suy thoái (depression),

⁴ Xem Peter Garber (2001), *Famous First Bubbles: The Fundamentals of Early Manias*. MIT Press.

trong khi một thời kỳ dài tăng trưởng chậm nhưng không nhất thiết là tăng trưởng âm thì thường được gọi là sự đình trệ (stagnation).

Cơ quan Nghiên cứu Kinh tế Mỹ (NBER), một tổ chức nghiên cứu tư nhân, đưa ra định nghĩa về suy thoái kinh tế như sau: Một sự suy giảm có ý nghĩa trong các hoạt động kinh tế trải rộng toàn bộ nền kinh tế, duy trì ít nhất trong vài tháng, thông thường có thể quan sát được qua các chỉ báo như sản xuất, nhân dụng, thu nhập thực, và các chỉ báo khác. Một cuộc suy thoái bắt đầu khi nền kinh tế chạm đỉnh tăng trưởng và kết thúc khi nền kinh tế chạm đáy. Trong khi đó, không có một định nghĩa chính thức về đại suy thoái nhưng hầu hết các nhà kinh tế xem một cuộc đại suy thoái là một sự suy thoái nặng nề với mức sụt giảm tăng trưởng trên 10% một năm.

Một số nhà kinh tế tranh luận rằng nhiều cuộc suy thoái kinh tế là hệ quả của phần lớn các cuộc khủng hoảng tài chính. Một ví dụ điển hình là cuộc Đại suy thoái 1929 – 1933 đã lan sang nhiều quốc gia bởi sự tháo chạy ngân hàng và sự sụp đổ thị trường chứng khoán. Khủng hoảng tín dụng dưới chuẩn ở Mỹ cũng đã dẫn đến suy thoái kinh tế Mỹ và nhiều quốc gia khác giai đoạn 2008 – 2010. Các nhà kinh tế cũng cho rằng ở đâu có khủng hoảng tài chính thì đó là cú sốc đầu tiên tạo ra suy thoái kinh tế, trong khi các yếu tố khác có thể quan trọng hơn trong việc làm cho cuộc suy thoái đó kéo dài. Milton Friedman và Anna Schwartz cho rằng sự suy giảm kinh tế ban đầu liên quan đến sự sụp đổ vào năm 1929 và sự hoảng loạn ngân hàng vào đầu những năm 1930 sẽ không dẫn đến sự khủng hoảng kinh tế kéo dài nếu nó không bị tăng cường bởi một phần các sai lầm trong chính sách tiền tệ của Fed.⁵

Nguyên nhân và hậu quả của khủng hoảng tài chính

Sự hỗ trợ chiến lược và lời tiên tri tự phát sinh trên thị trường tài chính

Người ta thường quan sát và thấy rằng để đầu tư thành công đòi hỏi mỗi nhà đầu tư trên thị trường tài chính phải đoán được hành động của các nhà đầu tư khác. George Soros đã gọi nhu cầu đoán các ý định của người khác là ‘sự phản xạ’ (‘reflexivity’).⁶ Tương tự, John Maynard Keynes đã so sánh các thị trường tài chính như là một trò chơi cuộc thi sắc đẹp (beauty contest game), ở đó mỗi người tham gia sẽ cố gắng dự đoán mô hình hình nào mà những người tham gia khác sẽ cho là đẹp nhất.⁷

Trong nhiều trường hợp, các nhà đầu tư có động cơ để điều phối các lựa chọn của mình. Chẳng hạn, nếu có người nghĩ rằng các nhà đầu tư khác mua nhiều VND bởi vì họ dự báo VND sẽ tăng giá, và như vậy người này cũng có động cơ mua VND. Tương tự, một người có tiền gửi ở Ngân hàng Á Châu (như đã từng xảy ra năm 2003) kỳ vọng

⁵ Xem Milton Friedman và Anna Schwartz (1971), *A Monetary History of the United States, 1867–1960*. Princeton University Press.

⁶ George Soros, 'The Theory of Reflexivity', được trình bày tại MIT vào tháng 4-1994.

⁷ J. M. Keynes (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Chương 12. (New York: Harcourt Brace and Co.

rằng những người gửi tiền khác sẽ rút tiền do họ dự báo ngân hàng sẽ gặp khó khăn, và như vậy người này cũng sẽ có động cơ rút tiền. Các nhà kinh tế gọi động cơ bắt chước chiến lược của người khác là sự bổ trợ chiến lược (strategic complementarities).⁸

Các nhà kinh tế cũng cho rằng nếu người ta có động cơ đủ mạnh để làm những điều tương tự mà họ kỳ vọng người khác sẽ làm thì *lời tiên tri tự phát sinh* (self-fulfilling prophecies) sẽ xảy ra.⁹ Ví dụ, nếu các nhà đầu tư kỳ vọng VND sẽ tăng thì điều này sẽ làm cho VND tăng giá; nếu người gửi tiền cho rằng ngân hàng sẽ phá sản thì điều này sẽ làm cho ngân hàng phá sản.¹⁰ Vấn đề lạm phát của Việt Nam thời gian qua cũng có tính chất tương tự mà người ta gọi là lạm phát kỳ vọng.

Đòn bẩy tài chính

Đòn bẩy tài chính có nghĩa là việc vay mượn để tài trợ cho đầu tư. Đòn bẩy tài chính thường cũng bị chỉ trích như là nhân tố đóng góp cho khủng hoảng tài chính. Khi một nhà đầu tư dùng tiền của mình để đầu tư thì nếu thua lỗ, trong tình huống xấu nhất, người này chỉ mất tiền của mình mà thôi. Nhưng khi vay nợ để đầu tư thì kết quả có thể làm cho thu nhập tiềm năng tăng lên nhưng cũng có thể thua lỗ nhiều hơn những gì nhà đầu tư có. Do đó, đòn bẩy tài chính có thể khuếch đại thu nhập nhưng cũng có thể tạo ra rủi ro phá sản. Nếu sự phá sản xảy ra thì có nghĩa là công ty đã thất bại trong việc đáp ứng các lời hứa trả nợ cho các công ty khác, tức có nghĩa là từ rắc rối tài chính của công ty này có thể lan sang thành của công ty khác.

Sự không tương thích giữa nợ và tài sản

Một yếu tố khác được cho là có đóng góp đến khủng hoảng tài chính là sự không tương thích giữa nợ và tài sản. Chẳng hạn, các ngân hàng thương mại chào mời các tài khoản tiền gửi có thể rút tiền ở bất cứ thời điểm nào nhưng lại cho các doanh nghiệp hay gia đình vay dài hạn. Sự không tương thích giữa nợ ngắn hạn và tài sản dài hạn của ngân hàng được xem là một trong những lý do có sự tháo chạy ngân hàng xảy ra (khi người gửi tiền hoảng loạn và quyết định rút tiền của mình nhanh hơn là ngân hàng có thể thu hồi nợ vay).¹¹ Chẳng hạn, Ngân hàng Bear Stearns đã thất bại năm 2007 – 2008 bởi vì nó không thể tái cấu trúc các khoản nợ ngắn hạn mà nó đã dùng để đầu tư dài hạn vào các chứng khoán cầm cố.

Đứng ở phương diện quốc gia, một vài chính phủ ở các nền kinh tế mới nổi, vì một lý do nào đó, không thể bán trái phiếu có mệnh giá nội tệ, thay vào đó họ bán trái phiếu có mệnh giá ngoại tệ. Điều này có thể tạo ra sự không tương thích giữa mệnh giá ngoại tệ

⁸ J. Bulow, J. Geanakoplos, và P. Klemperer (1985), 'Multimarket oligopoly: strategic substitutes and strategic complements'. *Journal of Political Economy* 93, pp. 488–511.

⁹ Xem R. Cooper và A. John (1988), 'Coordinating coordination failures in Keynesian models.' *Quarterly Journal of Economics* 103 (3), pp. 441–63.

¹⁰ Xem D. Diamond và P. Dybvig (1983), 'Bank runs, deposit insurance, and liquidity'. *Journal of Political Economy* 91 (3), pp. 401–19.

¹¹ Xem D. Diamond và P. Dybvig (1983), đã dẫn.

của nợ với tài sản hay thu nhập có thể kiếm được (doanh thu thuế bằng nội tệ). Do đó, các chính phủ này sẽ gặp rủi ro vỡ nợ quốc gia nếu tỷ giá có sự dao động mạnh hoặc khi nguồn dự trữ ngoại tệ yếu.¹²

Sự không chắc chắn và tâm lý bầy đàn

Nhiều phân tích về khủng hoảng tài chính nhấn mạnh đến vai trò của các sai lầm trong đầu tư gây ra bởi sự thiếu hiểu biết và sự không hoàn hảo trong lý lẽ của con người. Kindleberger và Aliber (2003) đã chỉ ra rằng khủng hoảng thường phát sinh ngay sau các cuộc cách tân tài chính hay cách mạng kỹ thuật. Các cuộc cách tân này cho phép các nhà đầu tư tìm thấy những cơ hội đầu tư mới được gọi là “sự chuyển hoá” các kỳ vọng của nhà đầu tư.¹³ Một số ví dụ như Bong bóng Công ty Nam Dương (South Sea Bubble) và Bong bóng Mississippi năm 1720 là hệ quả của sự sáng tạo ra các cổ phần công ty với những đặc tính xa lạ với nhiều người lúc bấy giờ; hay sự sụp đổ của thị trường tài chính 1929 là hệ quả của các phát minh mới về vận tải và điện; sự sụp đổ của các bong bóng dot-com năm 2001 do “tính hoa mỹ phi lý” về các công nghệ internet; cuộc khủng hoảng 2008 cũng có dấu ấn của những chứng khoán phái sinh phức tạp như các hợp đồng hoán đổi rủi ro tín dụng (credit default swaps hay CDS).

Sự xa lạ với các cách tân tài chính và kỹ thuật có thể giúp giải thích lý do các nhà đầu tư lại ước tính quá cao giá trị của các tài sản. Chẳng hạn, một số nhà đầu tư lớp đầu biết được tiềm năng của internet nên đã đầu tư vào các công ty dot-com. Các khoản lợi nhuận bắt đầu được tạo ra do sự tăng giá cổ phiếu dot-com. Những nhà đầu tư lớp thứ hai nhanh chóng nhảy vào để tìm kiếm lợi nhuận tương tự mặc dù những người này có thông tin rất hạn chế về tiềm năng của các công ty dot-com. Tâm lý bầy đàn như vậy ban đầu đã làm giá cổ phiếu tăng và thực tế họ đã thu được lợi nhuận. Giá cổ phiếu tăng cao vượt ra ngoài những tiềm năng thực sự mà ngành có thể tạo ra và đến một lúc nào đó thì sự đổ vỡ là không thể tránh khỏi. Khi đó, chỉ cần một số nhỏ nhà đầu tư nhận ra vấn đề và bắt đầu bán ra thì ngay lập tức gây nên làn sóng bán tháo cổ phiếu và hậu quả là sự sụp đổ của thị trường.

Thất bại trong việc điều tiết

Các chính phủ cố gắng loại bỏ hoặc làm giảm nhẹ khủng hoảng tài chính bằng sự điều tiết đối với khu vực tài chính. Một mục tiêu lớn của sự điều tiết là làm tăng tính minh bạch: buộc các định chế tài chính phải công bố rộng rãi các báo cáo tài chính một cách

¹² Eichengreen và Hausmann (2005), *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*.

¹³ Kindleberger và Aliber, 'Of manias, panics, and crashes', obituary of Charles Kindleberger in *The Economist*, July 17, 2003.

thường xuyên theo các tiêu chuẩn kế toán. Một mục tiêu khác của sự điều tiết là đảm bảo các định chế tài chính có đủ tài sản để đáp ứng các nghĩa vụ tài chính theo hợp đồng, chẳng hạn như yêu cầu dự trữ, yêu cầu về vốn, và các giới hạn khác về vay nợ.

Một số cuộc khủng hoảng tài chính đã nổ ra do thiếu một hệ thống điều tiết hữu hiệu. Chẳng hạn, theo cựu Giám đốc điều hành của IMF, ông Dominique Strauss-Kahn, cuộc khủng hoảng 2008 nổ ra là do “sự thất bại của hệ thống điều tiết nhằm chống lại những hành vi chấp nhận rủi ro quá mức trong hệ thống tài chính, đặc biệt là ở Mỹ”.¹⁴ Tờ New York Times thì cho rằng sự thiếu điều tiết đối với các hợp đồng hoán đổi rủi ro tín dụng (CDS) là một nguyên nhân của khủng hoảng.¹⁵

Tuy nhiên, nhiều khi sự điều tiết quá mức cũng có thể bị chỉ trích là nguyên nhân của khủng hoảng tài chính. Chẳng hạn như Hiệp ước Basel II thường bị chỉ trích bởi yêu cầu các ngân hàng tăng vốn tự có khi rủi ro tăng lên, mà điều này có thể buộc ngân hàng giảm vay mượn xuống khi không thể tăng vốn tự có. Điều này, ở một phương diện nào đó, có thể làm gia tăng các tiềm năng gây ra sự trói buộc tín dụng như đã trình bày mà hệ quả của nó có thể là khủng hoảng tài chính.¹⁶

Sự lừa dối

Sự lừa dối đóng một vai trò quan trọng trong việc làm sụp đổ một số tổ chức tài chính. Chẳng hạn nhiều công ty thu hút đầu tư với lời hứa hảo huyền về các cơ hội đầu tư, hoặc che đậy kết quả thu nhập thực sự của mình. Chẳng hạn như kế hoạch của Charles Ponzi vào đầu thế kỷ 20 ở Boston, sự sụp đổ của các quỹ đầu tư MMM ở Nga năm 1994, sự sụp đổ của các chứng khoán đầu tư của Madoff năm 2008. Sự lừa dối này có nguyên nhân do sự bất cân xứng thông tin với các hệ quả như vấn đề ủy quyền-tác nghiệp hay rủi ro đạo đức.

Sự lừa dối trong các khoản tài trợ bất động sản thế chấp cũng bị chỉ trích là một khả năng gây ra khủng hoảng tín dụng dưới chuẩn năm 2008; các quan chức chính phủ phát biểu ngày 23 tháng 12, 2008 rằng FBI đang tìm kiếm bằng chứng về các khả năng lừa dối của các công ty tài trợ bất động sản như Fannie Mae, Freddie Mac, Lehman Brothers, và tập đoàn bảo hiểm AIG.¹⁷ Tương tự, người ta cho rằng nhiều công ty tài chính đã phá sản trong cuộc khủng hoảng này do các giám đốc của họ không thể (hoặc không muốn) thực hiện các nhiệm vụ được giao phó.¹⁸

¹⁴ Strauss Kahn D, 'A systemic crisis demands systemic solutions', *The Financial Times*, September 25, 2008.

¹⁵ 'Don't blame the New Deal', *New York Times*, September 28, 2008.

¹⁶ Gordy MB and Howells B (2004), 'Procyclicality in Basel II: can we treat the disease without killing the patient?'

¹⁷ 'FBI probing bailout firms', CNN Money, September 23, 2008.

¹⁸ Kothari, Vinay (2010). *Executive Greed: Examining Business Failures that Contributed to the Economic Crisis*. New York: Palgrave Macmillan.

Sự lây lan

Người ta cho rằng các trục trặc tài chính có thể lây lan từ tổ chức này sang tổ chức khác giống như các căn bệnh truyền nhiễm vậy. Chẳng hạn như khi một ngân hàng bị rơi vào tình trạng tháo chạy thì các ngân hàng khác cũng có nguy cơ bị rơi vào tình trạng tương tự. Khi sự sụp đổ của một tổ chức tài chính nào đó đe dọa đến sự ổn định của nhiều tổ chức tài chính khác, người ta gọi đó là rủi ro hệ thống.¹⁹

Sự lây lan còn mang tính chất quốc gia, ở đó sự khủng hoảng tài chính từ quốc gia này có thể lan sang các quốc gia khác. Chẳng hạn như khi có khủng hoảng tiền tệ, sự vỡ nợ quốc gia, hay sự sụp đổ của thị trường chứng khoán nó ngay lập tức sẽ lan sang các thị trường tài chính ở các quốc gia khác. Ví dụ như cuộc khủng hoảng tài chính Thái Lan năm 1997 đã nhanh chóng lây lan đến các quốc gia khác như Indonesia, Hàn Quốc...

Tuy nhiên, các nhà kinh tế thường tranh luận rằng liệu các cuộc khủng hoảng được quan sát từ các quốc gia khác là do sự tác động lây lan hay là do cùng một yếu tố căn bản tương tự của chính bản thân các quốc gia này gây ra ngay cả khi không có sự liên kết giữa các thị trường tài chính đó. Hãy nhìn lại những bất ổn kinh tế vĩ mô của Việt Nam thời gian qua để thảo luận thêm về nhận định này.

Các tác động suy thoái

Một vài cuộc khủng hoảng tài chính có ít tác động lên các yếu tố bên ngoài khu vực tài chính, chẳng hạn như sự sụp đổ Phố Wall 1987. Nhưng cũng có nhiều cuộc khủng hoảng được cho là đóng một vai trò quan trọng trong việc làm suy giảm tăng trưởng lên phần còn lại của nền kinh tế (tức nền kinh tế thực). Có nhiều lý thuyết giải thích lý do vì sao khủng hoảng tài chính có thể có tác động suy thoái lên phần còn lại của nền kinh tế. Một số lý thuyết tiêu biểu như lý thuyết về các mô hình khủng hoảng tiền tệ, lý thuyết về sự ổn định trong bất ổn của Minsky, lý thuyết Kiyotaki-Moore...

Một số lý thuyết về khủng hoảng tài chính

Lý thuyết của Chủ nghĩa Marx

Dưới hệ thống tư bản chủ nghĩa, các công ty trả lương quá thấp so với giá trị hàng hóa mà người lao động làm ra. Những đồng tiền lương này, xét về giá trị là quá thấp so với tổng giá trị hàng hóa mà bản thân họ đã làm ra trong nền kinh tế. Tính chất mâu thuẫn nằm ở chỗ, các sản phẩm hàng hóa này có đối tượng tiêu dùng chủ yếu lại là người lao động. Điều này có nghĩa là thu nhập và của cải trong xã hội ngày càng bị phân phối thiên lệch, làm tăng bất bình đẳng giữa hai giai cấp chính là tư sản và vô sản. Trong khi đó, lợi nhuận cao khiến cho các nhà tư bản mở rộng hoạt động và điều này lại làm cho

¹⁹ George Kaufman và Kenneth Scott (2003), 'What is systemic risk, and do bank regulators retard or contribute to it?' The Independent Review 7.

hàng hóa được sản xuất ra ngày càng dư thừa, đẩy giá hàng hóa phải giảm xuống mà hệ quả cuối cùng là lợi nhuận có xu hướng giảm. Lý thuyết này đã cho thấy được khía cạnh kinh tế chính trị của cuộc Đại khủng hoảng 1929 – 1933. Các cuộc khủng hoảng sẽ luôn tiếp diễn và mang tính chu kỳ nếu bản chất của vấn đề phân phối không được giải quyết tận gốc. Lý thuyết này cũng ngụ ý rằng, chính phủ với vai trò của mình cần phải xây dựng một hệ thống thuế đánh trên lợi nhuận của nhà tư bản và cùng với nó là cải thiện điều kiện giáo dục hay y tế nhằm bổ sung phúc lợi cho người lao động.

Lý thuyết của Minsky

Hyman Minsky (1919 – 1996), một người theo trường phái Keynes, nổi tiếng với lý thuyết về sự ổn định bất ổn (stability is unstable). Theo Minsky, có một khoảnh khắc mà ở đó hệ thống tài chính di chuyển từ trạng thái ổn định sang trạng thái khủng hoảng (thường được gọi là khoảnh khắc Minsky). Nói cách khác, khoảnh khắc Minsky là khi các nhà đầu tư mắc nợ buộc phải bán các tài sản tốt nhất của mình để hoàn trả nợ vay, dẫn đến một sự sụt giảm mạnh trên thị trường tài chính. Ở bất kỳ chu kỳ tín dụng hoặc kinh doanh nào thì khoảnh khắc Minsky là điểm mà ở đó các nhà đầu tư bắt đầu gặp khó khăn về dòng tiền do vòng xoáy nợ nần gây ra do việc tài trợ các khoản đầu tư mang tính rủi ro cao. Ở điểm này, làn sóng bán tháo diễn ra do không có đối tác nào có thể bán tại mức giá chào bán cao được niêm yết trước đó, dẫn đến một suy giảm thanh khoản nặng nề và sự sụp đổ bất ngờ theo chiều thẳng đứng của thị trường tài chính.

Theo Minsky, đễ tổn thương là một đặc tính cơ bản của bất kỳ nền kinh tế tư bản nào. Tính tổn thương càng cao sẽ càng dễ dẫn đến rủi ro khủng hoảng tài chính hơn. Minsky chia các phương thức tài trợ tài chính của doanh nghiệp ra làm 3 phần tương ứng với các mức độ rủi ro khác nhau, đó là tài chính phòng vệ (hedge finance), tài chính đầu cơ (speculative finance), và tài chính Ponzi (Ponzi finance). Trong đó, tài chính Ponzi làm cho hệ thống tài chính trở nên dễ tổn thương nhất.

- Đối với tài chính phòng vệ, dòng thu nhập được kỳ vọng sẽ đáp ứng được các nghĩa vụ tài chính trong mọi thời kỳ, bao gồm cả nợ gốc và lãi.
- Đối với tài chính đầu cơ, dòng thu nhập được kỳ vọng chỉ đáp ứng được khả năng trả lãi vay, trong khi không thể trả được nợ gốc.
- Đối với tài chính Ponzi, thu nhập kỳ vọng thậm chí còn không thể trang trải nổi lãi vay, do đó công ty phải vay mượn nhiều hơn hoặc bán đi các tài sản chỉ đơn giản là để trả các khoản nợ. Hy vọng nằm ở chỗ giá các tài sản hoặc thu nhập sẽ tăng lên ở mức đủ để trả nợ gốc và lãi.

Mức độ dễ tổn thương tài chính di chuyển cùng chiều với các chu kỳ kinh tế. Sau kỳ suy thoái, các công ty bị thua lỗ nhiều sẽ chọn cách phòng vệ. Khi kinh tế bắt đầu phục hồi trở lại và lợi nhuận bắt đầu tăng lên, các công ty có khuynh hướng tin rằng chúng có thể tham gia vào các hoạt động mang tính chất đầu cơ. Trong trường hợp này, các công ty biết rằng không phải lúc nào lợi nhuận cũng đủ để trang trải các khoản lãi vay.

Tuy nhiên, các công ty tin rằng lợi nhuận sẽ tăng và như vậy các khoản nợ vay sẽ dễ dàng được hoàn trả mà không gặp khó khăn gì. Vay mượn nhiều sẽ làm tăng đầu tư và kéo theo nền kinh tế tăng trưởng. Rồi thì những người cho vay cũng tin rằng họ sẽ dễ dàng thu hồi các khoản nợ đã cho vay mà không có trở ngại nào đáng kể. Do đó, các chủ nợ bắt đầu tăng cường cho vay đến các doanh nghiệp mà không có một sự đảm bảo thành công nào. Các ngân hàng cũng biết rằng các doanh nghiệp này sẽ gặp khó khăn trả nợ. Tuy nhiên, ngân hàng lại tin rằng các doanh nghiệp sẽ có thể tái tài trợ khi lợi nhuận kỳ vọng của chúng tăng lên. Đây là hình thức tài chính Ponzi. Ở phương thức này, nền kinh tế đã chực đựng quá nhiều rủi ro tín dụng. Đến lúc chỉ còn một câu hỏi lớn đặt ra là thời điểm trước khi các công ty lớn sụp đổ. Các ngân hàng bắt đầu hiểu được những rủi ro thực sự trong nền kinh tế và hạn chế hoặc ngưng cho vay với điều khoản dễ dãi. Tái tài trợ trở nên không thể đối với nhiều doanh nghiệp vỡ nợ. Nếu không còn đủ tiền chảy vào nền kinh tế để giúp cho quá trình tái tài trợ này tiếp diễn thì một cuộc khủng hoảng kinh tế thực sẽ bắt đầu. Trong suốt thời kỳ khủng hoảng, các công ty bắt đầu trở về phương án phòng vệ, và chu kỳ kinh tế khép lại.

Trò chơi phối hợp

Cách tiếp cận toán học trong các mô hình khủng hoảng tài chính cho thấy có sự tương tác mang tính chiến lược giữa những quyết định của những người tham gia thị trường.²⁰ Tính đa cân bằng là một đặc tính quan trọng của các thị trường tài chính. Chẳng hạn, theo McLeod (2002), có một điểm cân bằng mà ở đó nhiều người tham gia thị trường sẽ gia tăng đầu tư vào các tài sản vì họ kỳ vọng giá trị của chúng sẽ ngày càng tăng, nhưng có thể còn một điểm cân bằng khác mà ở đó những người tham gia thị trường chạy trốn khỏi các tài sản bởi vì họ kỳ vọng những người khác cũng sẽ chạy trốn như vậy.²¹ Trong khi đó, mô hình tháo chạy ngân hàng của Diamond và Dybvig mô tả rằng những người tiết kiệm sẽ rút tiền khỏi ngân hàng bởi vì họ sợ rằng người khác cũng làm như vậy.²² Theo mô hình khủng hoảng tiền tệ của Obstfeld, khi các điều kiện kinh tế không quá tốt cũng không quá xấu, sẽ có hai khả năng xảy ra: các nhà đầu cơ quyết định có tấn công hay không tấn công tiền tệ tùy thuộc vào sự kỳ vọng của họ lên hành vi của những nhà đầu cơ khác.²³ Trong khi đó, bản thân chính phủ quyết định có nên can thiệp để bảo vệ tỷ giá hay không cũng phụ thuộc vào những nước đi của những nhà đầu cơ.

²⁰ R. Cooper (1998), *Coordination Games*. Cambridge: Cambridge University Press.

²¹ Darryl McLeod (2002), 'Capital flight', in the Concise Encyclopedia of Economics at the Library of Economics and Liberty)

²² Xem D. Diamond và P. Dybvig (1983), đã dẫn.

²³ M. Obstfeld (1996), 'Models of currency crises with self-fulfilling features'. *European Economic Review* 40 (3–5), pp. 1037–47.

Mô hình sau đây cho thấy tính đa cân bằng trong trò chơi phối hợp:

		Chính phủ	
		Không bảo vệ tỷ giá	Bảo vệ tỷ giá
Nhà đầu cơ	Tấn công	2; -1	-2; -4
	Không tấn công	0; 1	0; 2

Nguồn: Bài giảng Khủng hoảng tiền tệ của thầy Nguyễn Xuân Thành, 2008

Mô hình bầy đàn (herding model) và mô hình học hỏi (learning model)

Khi tài sản được mua bởi một vài nhà đầu tư này có thể khuyến khích nhà đầu tư khác cũng mua theo. Điều này không phải bởi vì giá tài sản sẽ tăng khi có nhiều người mua (gọi là *sự bổ sung chiến lược* như đã trình bày ở trên) mà bởi vì các nhà đầu tư tin rằng giá trị của tài sản thực sự là cao khi họ quan sát thấy những nhà đầu tư khác mua nó.

Trong mô hình “bầy đàn”, người ta giả định rằng các nhà đầu tư hoàn toàn duy lý nhưng lại có một phần thông tin về nền kinh tế. Khi một vài nhà đầu tư mua một tài sản nào đó, điều này tiết lộ rằng người này có thông tin tích cực về tài sản đó. Từ đó nó làm tăng động cơ duy lý của những nhà đầu tư khác khi cũng quyết định mua tài sản đó. Thậm chí đây là một quyết định hoàn toàn duy lý mà nhiều khi dẫn đến sự sai lầm khi nhận định rằng giá trị tài sản là cao, do những nhà đầu tư ban đầu cũng có thể nhầm lẫn như vậy.²⁴

Trong mô hình “kỳ vọng thích ứng” hay “học hỏi thích ứng”, các nhà đầu tư được giả định sẽ không hoàn toàn duy lý mà họ sẽ đưa trên kinh nghiệm gần đây của mình để đưa ra quyết định. Trong những mô hình này, nếu giá của một tài sản cho trước tăng lên (hay giảm xuống) trong một thời kỳ nhất định thì các nhà đầu tư bắt đầu tin rằng giá của nó có thể sẽ còn tiếp tục tăng lên (hoặc giảm xuống). Điều này sẽ làm tăng khuynh hướng mua vào của họ và như vậy sẽ làm giá tài sản tăng thêm. Đây cũng có thể xem là cơ sở lý thuyết của trường phái phân tích kỹ thuật trong tài chính.

Các lý thuyết về khủng hoảng tiền tệ

Lịch sử nghiên cứu

Dựa trên ý tưởng của Salant và Henderson (1978), Krugman (1979) đã nghiên cứu và cho ra đời một mô hình cho phép giải thích khá rõ nét về cơ chế của một cuộc tấn công tiền tệ được gọi là mô hình khủng hoảng tiền tệ thế hệ thứ nhất. Mô hình này được xây

²⁴ A. Banerjee (1992), 'A simple model of herd behavior'. "Quarterly Journal of Economics" 107 (3), pp. 797–817.

dựng nhằm chứng minh sự thất bại của chính phủ trong nỗ lực neo giữ tỷ giá bằng nguồn dự trữ ngoại hối của mình trước các cuộc tấn công của giới đầu cơ. Mô hình của Krugman sau đó được hai nhà kinh tế khác là Flood và Garber phát triển thêm nhờ vào kết quả quan sát từ các cuộc khủng hoảng ở Argentina (1981) và Mexico (1982).

Cuộc khủng hoảng tiền tệ dưới Cơ chế Tiền tệ châu Âu (ERM) 1992 mang những đặc trưng mới mà mô hình thứ nhất không giải thích được. Thực tế cho thấy nhiều nước tham gia ERM rơi vào khủng hoảng tiền tệ khi dự trữ ngoại tệ của họ vẫn khá dồi dào. Điều đó cho thấy dự trữ ngoại tệ không phải là vấn đề chính của khủng hoảng mà thay vào đó chính là sự lựa chọn chính sách. Năm 1994, Obstfeld đã nghiên cứu về vấn đề này và đề xuất một phiên bản khác về cuộc khủng hoảng tiền tệ - gọi là mô hình khủng hoảng thế hệ thứ hai. Theo mô hình này, chính phủ phải đánh đổi giữa các mục tiêu vĩ mô. Trong khi đó, nhà đầu cơ sẽ phản ứng dựa vào kỳ vọng về khả năng phá giá tiền tệ của chính phủ. Kết quả là một cuộc khủng hoảng tiền tệ có tính tự phát sinh (self-fulfilling) nổ ra.

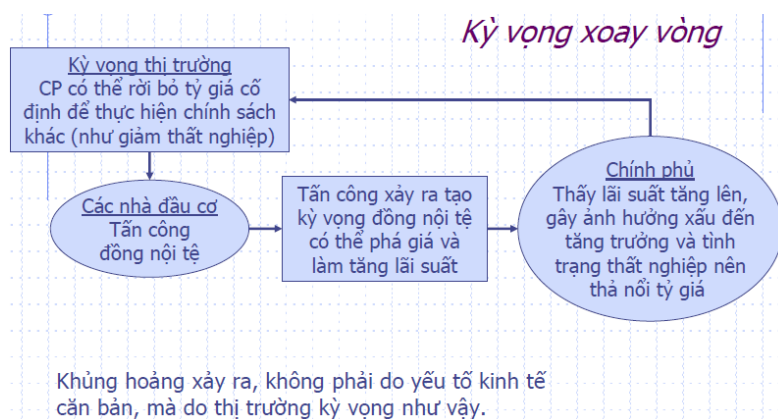
Đến năm 1997, cuộc khủng hoảng Đông Á đã tạo cơ sở thực tiễn cho các nhà kinh tế xây dựng nên một phiên bản mới khác về một cuộc khủng hoảng tiền tệ. Các phiên bản đầu tiên về mô hình khủng hoảng tiền tệ trong thời gian này được nghiên cứu bởi McKinnon và Pill (1997), Krugman (1998). Đặc trưng của khủng hoảng theo mô hình thứ ba này là sự khủng hoảng kép (twin crisis), đó là sự song hành giữa khủng hoảng tiền tệ (currency crisis) với khủng hoảng ngân hàng (banking crisis).

Lý thuyết khủng hoảng thể hệ thứ 1 (Krugman, 1979)



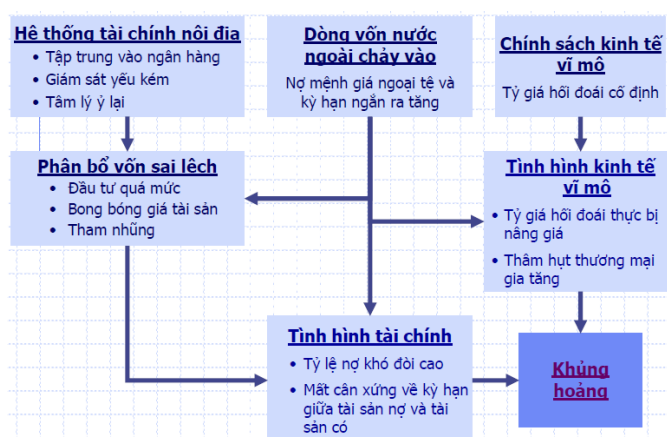
Nguồn: Bài giảng Khủng hoảng tiền tệ của thầy Nguyễn Xuân Thành 2008

Mô hình khủng hoảng tiền tệ thể hệ thứ 2



Nguồn: Bài giảng Khủng hoảng tiền tệ của thầy Nguyễn Xuân Thành 2008

Mô hình khủng hoảng tiền tệ thể hệ thứ 3



Tóm lược một số cuộc khủng hoảng tài chính tiêu biểu

Con sốt hoa Tulip ở Hà Lan 1637

Charles de l'Écluse, một nhà thực vật học làm việc tại Đại học Leiden, đã trồng những củ hoa tulip đầu tiên vào khoảng năm 1593 tại vườn thực vật học Hortus Acedemicus. Các củ hoa tulip này có nguồn gốc từ Thổ Nhĩ Kỳ do Đại sứ của Hoàng đế Ferdinand I (Đế quốc La Mã Thần thánh) tại Thổ Nhĩ Kỳ cung cấp.

Các giao dịch tương lai (futures) được thực hiện để đặt mua trước những bông hoa tulip vào cuối mùa thu hoạch bất chấp sắc lệnh cấm bán khống năm 1610 (được nhắc lại năm 1621, 1630, 1636).²⁵ Tuy nhiên, đến năm 1936, Hà Lan đã cho thành lập một dạng thị trường tương lai, cho phép bán trước các củ tulip trước mùa vụ. Dù vậy, các hợp đồng tương lai này không đòi hỏi phải ký quỹ và cũng không điều chỉnh theo giá thị trường (mark-to-market), và các hợp đồng được thực hiện một cách riêng lẻ giữa các cá nhân thay vì qua sàn giao dịch. Các nhà giao dịch gặp nhau tại quán rượu và người mua phải trả một khoản phí gọi là "wine money" 2,5% giá trị giao dịch, tối đa 3 florins một giao dịch.

Năm 1634, các nhà đầu cơ bắt đầu tham gia thị trường. Năm 1635, một thương vụ bán 40 búp hoa tulip giá 100.000 florin. Ở thời điểm này 1 tấn bơ có giá 100 florin; lương của một lao động có kỹ năng 150 f/năm; 8 con heo béo có giá 240 florins. Năm 2002, 1 florin có sức mua tương đương khoảng 10 EUR.²⁶ Giá củ tulip tiếp tục tăng suốt năm 1636 và các hợp đồng giao dịch chỉ còn được trao đổi bằng miệng (wind trade) bởi vì không có một búp hoa tulip nào thực tế được trao tay.²⁷

Mackay (1841) mô tả hành vi của những nhà giao dịch là "điên loạn"²⁸. Điều gì đến cũng phải đến. Vào tháng 2 năm 1637, nhà giao dịch đã không thể tìm được người mua mới có thể sẵn sàng trả giá cao hơn cho những củ tulip của mình. Từ đây, nhu cầu hoa tulip hầu như không còn nữa, mức giá tulip giảm thảm hại và bong bóng đầu cơ nổ tung.

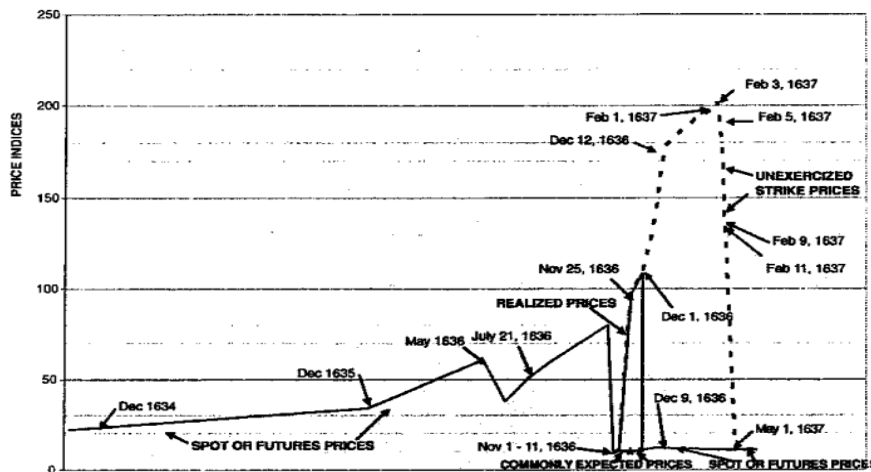
²⁵ Garber, Peter M. (1989), "Tulipmania", *Journal of Political Economy* 97 (3): 535–560.

²⁶ Goldgar, Anne (2007), *Tulipmania: Money, Honor, and Knowledge in the Dutch Golden Age*, Chicago: University of Chicago Press, ISBN 978-0-226-30125-9

²⁷ Goldgar, Anne (2007), đã dẫn.

²⁸ Mackay, Charles (1841), *Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*, London: Richard Bentley, được lưu trữ từ bản gốc vào March 31, 2008, được khôi phục ngày August 15, 2008.

Hình: Giá hoa Tulip thời kỳ 1634 - 1637



Nguồn: Thompson, Earl (2007), "The tulipmania: Fact or artifact?"

Khủng hoảng Công ty Nam Dương ở Anh 1720

Công ty Nam Dương là một công ty cổ phần của Anh Quốc được thành lập năm 1711 và được trao độc quyền giao thương với vùng thuộc địa Bắc Mỹ thuộc Tây Ban Nha (một phần của Hiệp ước trong chiến tranh với Tây Ban Nha). Đổi lại, Công ty phải gánh lấy khoản nợ phát sinh trong thời kỳ chiến tranh của chính phủ Anh.

Do điều lệ của Ngân hàng Anh (Bank of England) quy định nó là ngân hàng cổ phần duy nhất. Cho nên Công ty Nam Dương được thành lập trên danh nghĩa là một công ty thương mại nhưng thực tế như một ngân hàng hoặc một công ty tài chính hoạt động để tài trợ cho các khoản nợ của chính phủ Anh.

Công ty cho chính phủ vay 10 triệu bảng với lãi suất 6% và chính phủ sẽ trả lãi mãi mãi (perpetual annuity) £576,534/năm. Chính phủ nghĩ rằng họ có thể thanh toán được các khoản lãi này từ quyền đánh thuế lên các hàng hóa được mang về từ Nam Mỹ. Năm 1717, Công ty đón nhận thêm £2 triệu nợ công. Năm 1719, Công ty đề xuất kế hoạch đổi hơn một nửa nợ của chính phủ Anh (£30,981,712) lấy cổ phần mới, và một lời hứa rằng nợ sẽ chuyển sang lãi suất thấp hơn, 5% cho đến 1727 và 4% sau đó. Tổng nợ của chính phủ Anh năm 1719 là £50 triệu, trong đó riêng Công ty Nam Dương nắm giữ £11,7 triệu.

Thông tin công ty được hưởng đặc quyền kinh doanh và khoản tín dụng £70 triệu, cùng lời đồn thổi về giá trị tiềm năng của Tân Thế giới, lại được hỗ trợ bởi làn sóng đầu cơ điên cuồng đã đẩy giá cổ phiếu tăng từ £128 vào tháng Giêng năm 1720, lên £175 vào tháng Hai, £330 vào tháng Ba, và sau khi kế hoạch được chấp nhận thì giá cổ phần của công ty đã lên đến £550 vào cuối tháng Năm. Năm 1720, Luật bong bóng (Bubble Act) được thông qua cấm các công ty cổ phần khác được thành lập đẩy giá cổ phiếu lên £890 vào đầu tháng Sáu, đến đầu tháng Tám giá lập đỉnh £1.000.

Thỏa thuận về châu Mỹ thất bại, cùng với sự cộng hưởng bởi nhiều yếu tố khác làm giá cổ phiếu giảm xuống còn £150 vào cuối tháng 9/1920. Sự sụp đổ này trùng hợp với sự sụp đổ của Kế hoạch Mississippi của John Law ở Pháp.

Khi được hỏi về khả năng tiếp tục tăng giá cổ phiếu, Isaac Newton trả lời rằng "Tôi có thể tính toán được sự chuyển động của các vì sao, nhưng không thể tính được sự điên loạn của con người."²⁹ Theo cháu gái của Newton, Catherine Conduitt, Newton có thể đã thu lỗ khoảng £20.000.³⁰ Con số này ước tính khoảng £3 triệu theo thời giá bây giờ.³¹

Đại khủng hoảng ở Mỹ 1929

Đầu thế kỷ 20, kinh tế Mỹ đạt được tốc độ tăng trưởng cao. Rất nhiều người đầu tư vào thị trường cổ phiếu mà trong đó tiền vay chiếm một tỷ trọng rất lớn. Tháng 8/1929, tổng số nợ vay chứng khoán lên đến 8,5 tỷ USD, lớn hơn tổng lượng tiền lưu hành trong nền kinh tế.

Hệ số P/E bình quân của các cổ phiếu thuộc chỉ số chứng khoán tổng hợp S&P lên đến 32,6 vào tháng 9/1929.

- Ngân hàng đã sử dụng một tỷ lệ lớn tiền gửi để mua cổ phiếu.
- Công chúng đổ xô đến ngân hàng rút tiền dẫn đến sụp đổ cả hệ thống tài chính.
- Ngày thứ Năm đen tối (24/10/1929) và ngày thứ Ba đen tối (29/10/1929)
- Thông qua Glass-Steagall Act (The Banking Act of 1933-luật về ngân hàng của Mỹ): tách riêng hoạt động của ngân hàng thương mại và ngân hàng đầu tư.

Bảng: Chỉ số Công nghiệp Dow Jones ngày 28 và 29/10/1929

Ngày	Mức thay đổi	% thay đổi	Giá đóng cửa
28/10/1929	-38,33	-12,82	260,64
29/10/1929	-30,57	-11,73	230,07

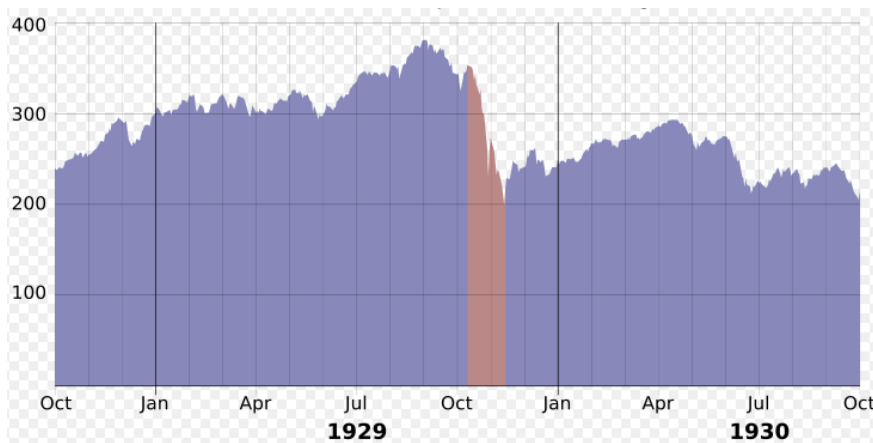
Nguồn: "Dow Jones Industrial Average All-Time Largest One Day Gains and Losses". *The Wall Street Journal*.

²⁹ Được dẫn từ John O'Farrell (2007), *An Utterly Impartial History of Britain - Or 2000 Years of Upper Class Idiots In Charge*. ISBN 9780385611985

³⁰ Dẫn từ William Seward (1804), *Anecdotes of Distinguished Men*.

³¹ Dựa trên dữ liệu chỉ số CPI của Anh từ Lawrence H. Officer (2010) "What Were the UK Earnings and Prices Then?" MeasuringWorth.

Hình: Chỉ số bình quân công nghiệp Dow Jones 1929 – 1930 (lấy từ Wikipedia)



Thỏa thuận Bretton Woods 1944 – 1971

- Năm 1944 tại Bretton Woods, 44 nước thành viên thỏa thuận:
- Hoa Kỳ duy trì giá trị đồng USD ở mức \$35/1 ounce vàng (bản vị vàng). Hoa Kỳ sẵn sàng hoán đổi USD và vàng ở mức giá cố định này.
- Các nước khác cố định giá trị đồng tiền của mình với đồng USD với biên độ dao động 1%. Tất cả các nước thành viên can thiệp vào thị trường ngoại hối để bảo vệ giá trị đồng tiền của mình.
- Các nước thành viên dùng USD làm ngoại tệ dự trữ. Trong khi đó, Hoa Kỳ giữ vàng.

Sự sụp đổ của hệ thống Bretton Woods

- Từ nửa cuối thập niên 60, Hoa Kỳ bắt đầu có thâm hụt cán cân vãng lai ở mức cao và tiếp diễn năm này qua năm khác. Nói cách khác, Hoa Kỳ dùng đồng USD của mình để nhập siêu hàng hóa và dịch vụ từ nước ngoài.
- Các nước đối tác thương mại tích lũy USD và một số đổi USD lấy vàng.
- Cuối thập niên 60, nợ với mệnh giá USD của Hoa Kỳ đã vượt xa mức dự trữ vàng, tạo nên phỏng đoán rằng tỷ giá USD/vàng sẽ bị thay đổi.
- Đứng trước khả năng suy giảm niềm tin vào hệ thống bản vị vàng, Chính phủ Hoa Kỳ quyết định chấm dứt khả năng chuyển đổi thành vàng của USD vào tháng 8/1971

Thỏa thuận Smithsonian và việc thả nổi tỷ giá từ 1973

- Tháng 12/1971, IMF cố gắng thiết lập lại chế độ bản vị vàng với mức tỷ giá được nâng từ \$35/ounce lên \$38/ounce (tương đương mức phá giá 8,6% của đồng USD).
- Biên độ dao động tỷ giá hối đoái giữa đồng tiền của một nước thành viên với USD được tăng lên 2,25%.
- Áp lực đối với USD vẫn tiếp diễn và tháng 2/1973 Hoa Kỳ buộc phải tăng tỷ giá USD-vàng lên \$42,22/ounce (tương đương mức phá giá 11,1%.)

- Tuy nhiên, đầu cơ (bán hoặc vay USD để mua vàng) vẫn không chấm dứt.
- Tháng 3/1973, các nước công nghiệp phát triển đều từ bỏ chế độ tỷ giá cố định và thả nổi đồng tiền của mình.

Khủng hoảng nợ các nước Châu Mỹ La tinh thập niên 1980

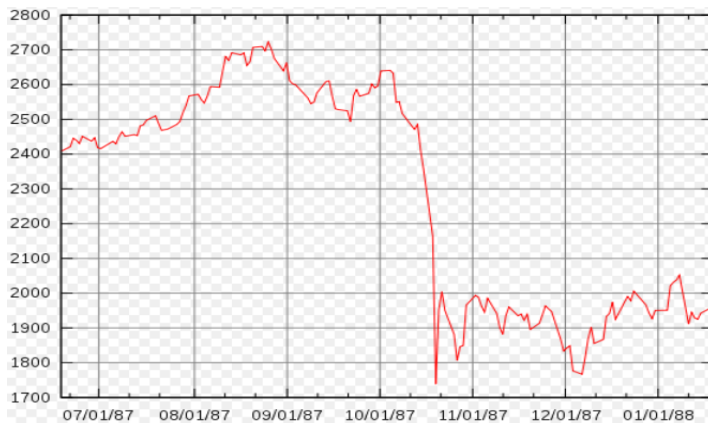
- Trong thập niên 1970, các nước Mỹ la tinh vay một lượng lớn vốn từ bên ngoài để phát triển cơ sở hạ tầng.
- Nợ nước ngoài tăng từ 75 tỷ đô-la vào năm 1975 lên 315 tỷ đô-la vào năm 1983, bằng 50% GDP của các nước này.
- Phần nợ gốc và lãi vay phải trả năm 1982 lên đến 66 tỷ đô-la, tăng từ 12 tỷ đô-la năm 1975.
- Tháng 08/1982, Mexico tuyên bố không trả được nợ.
- Các ngân hàng không cho các nước Mỹ la tinh gia hạn nợ hay quay vòng vốn vay
- Đồng tiền mất giá, lãi suất thực tăng.
- Hệ quả: các nước Mỹ la tinh bỏ chiến lược thay thế nhập khẩu.

Bảng: Nợ nước ngoài một số nước châu Mỹ La tinh (The World Factbook, 2006)

Rank	Country - Entity	External Debt (million US\$)	Date of information
22	Brazil	211,400	30 June 2005 est.
24	Mexico	174,300	30 June 2005 est.
29	Argentina	119,000	June 2005 est.
39	Chile	44,800	31 October 2005 est.
43	Venezuela	39,790	2005 est.
45	Colombia	37,060	30 June 2005 est.
50	Peru	30,180	30 June 2005 est.
65	Ecuador	17,010	31 December 2004 est.
73	Cuba	13,100	2005 est.

Ngày thứ Hai đen tối 1987

Ngày 19/10/1987 được xem là ngày thứ Hai đen tối khi thị trường chứng khoán trên toàn thế giới sụp đổ với sự sụp đổ mạnh giá chứng khoán chỉ trong thời gian ngắn. Vụ sụp đổ bắt đầu từ Hong Kong, sau đó lan sang châu Âu rồi tác động thị trường chứng khoán Hoa Kỳ. Chỉ số công nghiệp Dow Jones (DJIA) giảm 508 điểm, còn 1737,74 điểm (giảm 22,61%). Đây được xem là một trong những mức giảm mạnh nhất của chỉ số DJIA trong một ngày trên thị trường chứng khoán Hoa Kỳ. Các thị trường chứng khoán khác cũng không khá hơn. Vào cuối tháng 10, thị trường chứng khoán ở Hong Kong giảm 45,5%, Úc giảm 41,8%, Anh giảm 26,45%, Canada giảm 22,5%.



Nguồn: Dẫn lại từ Wikipedia (http://en.wikipedia.org/wiki/Black_Monday_%281987%29)

Khủng hoảng cơ chế tỷ giá châu Âu 1992 – 1993

Hệ thống tiền tệ châu Âu, 1979-1993

- Tháng 3/1979, Cộng đồng châu Âu (EC) thiết lập Hệ thống Tiền tệ châu Âu (EMS)
- Tỷ giá hối đoái của đồng tiền các nước thành viên được ổn định với biên độ dao động $\pm 2,25\%$ xung quanh mức trung tâm. Tỷ giá với các đồng tiền bên ngoài hệ thống được thả nổi.
- Đồng Deutsche Mark (DM) của Đức trở thành đồng tiền “neo” của hệ thống (các nước duy trì tỷ giá cố định giữa đồng tiền của mình với DM) do lạm phát của Đức thấp và niềm tin của các nhà đầu tư vào Bundesbank, ngân hàng trung ương Đức.
- Hệ thống được duy trì với một số điều chỉnh trong giai đoạn 1979-1987 và không có điều chỉnh nào suốt từ 1987 đến 8/1992.

Khủng hoảng nổ ra

- Sau sự kiện thống nhất nước Đức vào năm 1990, thâm hụt ngân sách của nước này tăng lên nhanh chóng.
- Phản ứng lại chính sách ngân sách mở rộng, Bundesbank, vốn siêu độc lập, đã thắt chặt chính sách tiền tệ và đẩy lãi suất lên cao.
- Các nước thành viên của EMS khác buộc phải tăng lãi suất để duy trì tỷ giá hối đoái, từ đó tạo ra tác động giảm phát vào đúng thời điểm mà nhiều nước EMS đang ở trong tình trạng suy thoái kinh tế.
- Các nước thành viên EMS đứng trước 2 lựa chọn: Tăng lãi suất để duy trì tỷ giá cố định (lợi ích: duy trì uy tín của chính sách và niềm tin của nhà đầu tư; thiệt hại: tăng trưởng chậm và thất nghiệp tăng) hoặc Từ bỏ tỷ giá cố định (lợi ích: thoát khỏi suy thoái kinh tế; thiệt hại: từ bỏ hệ thống EMS và mất uy tín về chính sách.)

- Do xung đột về lợi ích và thiệt hại của việc duy trì EMS, các nhà đầu cơ nhận thấy cơ hội có thể tấn công đồng tiền của các nước thành viên.
- Tấn công đầu cơ xảy ra vào tháng 9 năm 1992. Anh và Ý quyết định rời bỏ EMS. Đến cuối năm 1993, biên độ dao động được tăng lên $\pm 15\%$.

Khủng hoảng ở Mexico 1994 – 1995

- Dòng vốn nước ngoài tăng đột ngột làm giá trị thực của đồng peso tăng 40% trong vòng 5 năm từ 1988 đến 1993.
- Thâm hụt cán cân thương mại từ mức 2,6% GDP vào giữa năm 1989 lên 5% vào năm 1993. Tăng trưởng kinh tế liên tục từ 5,1% năm 1990 xuống còn 3,6% năm 1992 và 2% năm 1993.
- Đến năm 1994: Dòng vốn nước ngoài chảy vào suy giảm; Nhiều khoản nợ nước ngoài đáo hạn vào năm 1995; Dự trữ ngoại tệ giảm dần để bù đắp thâm hụt cán cân thương mại; Ngân hàng trung ương quyết định là ngưng tác động của việc mất dự trữ bằng cách tăng tín dụng nội địa; Tháng 3/1994, tấn công đầu cơ xảy ra; Đồng peso sụp đổ vào cuối năm 1994.

Khủng hoảng Đông Á 1997 – 1998

Trước khủng hoảng

- Từ đầu thập niên 1990, tự do hóa tài chính được tiến hành với nhịp độ từ từ ở Đông Á. Mặc dù vậy, chính phủ vẫn can thiệp trong phân bổ tín dụng, dẫn tới tâm lý y lại.
- Trong giai đoạn 1990-97, lượng vốn tư nhân chảy vào các nước đang phát triển tăng 5 lần từ 42 tỷ USD lên 256 tỷ USD. Đông Á là nơi thu hút một lượng lớn dòng vốn này, chiếm tới 60% tổng vốn.
- Tỷ giá hối đoái được cố định.
- Kết quả:
 - + Tín dụng tăng trưởng cao, tỷ lệ nợ/vốn sở hữu của khu vực doanh nghiệp rất lớn, và bong bóng giá tài sản xuất hiện.
 - + Tăng trưởng GDP cao: Giai đoạn 1990-96 của Thái Lan, Hàn Quốc, Indonesia và Malaysia đạt 8%.

Những mất cân đối vĩ mô 1997

- Từ năm 1996, tốc độ tăng trưởng kinh tế của các nước Đông Á bắt đầu chững lại.
- Tốc độ tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu của các nước Đông Á ở mức 19-21% trong năm 1995-95 giảm xuống 4% trong năm 1996.
- Nguyên nhân:
 - + tăng trưởng thương mại toàn cầu suy giảm;

- + đồng yên mất giá và tỷ giá hối đoái thực hiệu dụng của các nước Đông Á lên giá
- + lượng cầu và giá của các mặt hàng xuất khẩu, đặc biệt là điện tử, suy giảm.
- Thâm hụt vãng lai xuất hiện và được tài trợ chủ yếu bằng vay nợ ngắn hạn nước ngoài.
- Những yếu kém trong hệ thống tài chính (nợ khó đòi ngày càng lớn sau nhiều năm gia tăng tín dụng chỉ định).

Khủng hoảng nổ ra

- Những yếu kém trong hệ thống tài chính và mất cân đối vĩ mô khiến các nhà đầu tư tính tới khả năng các đồng nội tệ ở Đông Á có thể bị phá giá.
- Những hoạt động đầu cơ tiền tệ trong từ giữa năm 1996 tại Thái Lan khiến dự trữ ngoại tệ giảm một phần và lãi suất tăng lên. Lãi suất tăng làm giảm giá bất động sản, dẫn tới sự sụp đổ của nhiều công ty tài chính.
- Những người vay ngoại tệ trước đây tin rằng tỷ giá hối đoái được cố định thì nay bắt đầu lo ngại và cũng mua đô la vào để đảm bảo có đô la để trả nợ khi đáo hạn. Chính phủ Thái Lan ban đầu dùng dự trữ ngoại tệ để bảo vệ tỷ giá nhưng cũng không có khả năng duy trì được lâu. Đồng baht được thả nổi vào đầu tháng 7 năm 1997 và ngay lập tức mất giá 10%, rồi giá trị tiếp tục giảm xuống sau đó.
- Khủng hoảng nhanh chóng lan ra Hàn Quốc, Malaysia và Indonesia

Khủng hoảng kép

- Đi liền với khủng hoảng tiền tệ là khủng hoảng ngân hàng. Lãi suất cao trong thời gian chính phủ bảo vệ tỷ giá buộc cả các tổ chức tài chính và các đối tượng vay vốn lâm vào tình thế khó khăn.
- Khi đồng nội tệ bị phá giá, trách nhiệm nợ phải trả tính ra đồng nội tệ của các khoản nợ nước ngoài tăng vọt, kéo theo sự phá sản của nhiều doanh nghiệp và tổ chức tài chính.
- Cả các nhà đầu tư đều muốn chuyển vốn ra. Ngân hàng đòi lại vốn cho vay, từ chối đảo nợ và ngưng cho vay mới; còn các nhà đầu tư chứng khoán thì bán chứng khoán, đổi ra ngoại tệ và chuyển ra ngoài. Riêng trong năm 1997, hơn 20 tỷ USD ròng được đưa ra khỏi 5 nước Đông Á chịu khủng hoảng, trong khi trong năm 1996 vẫn còn nhận được gần 66 tỷ USD.

Hình: Sự phá giá tiền tệ và sụt giảm GNP một số nước (lấy từ Wikipedia)

Currency	Exchange rate (per US\$1)		Change	Country	GNP (US\$1 billion)		Change
	June 1997	July 1998			June 1997	July 1998	
 Thai baht	24.5	41	▼ 40.2%	 Thailand	170	102	▼ 40.0%
 Indonesian rupiah	2,380	14,150	▼ 83.2%	 Indonesia	205	34	▼ 83.4%
 Philippine peso	26.3	42	▼ 37.4%	 Philippines	75	47	▼ 37.3%
 Malaysian ringgit	2.5	4.1	▼ 39.0%	 Malaysia	90	55	▼ 38.9%
 South Korean won	850	1,290	▼ 34.1%	 South Korea	430	283	▼ 34.2%

Khủng hoảng ở Argentina 2001 – 2002

- Tỷ giá được cố định và nợ chính phủ tăng cao
- Khoản nợ chính phủ 155 tỷ USD không có khả năng chi trả
- Người dân đồng loạt rút tiền khỏi ngân hàng; chính phủ ra lệnh đóng băng tài khoản tiền gửi và đặt mức tối đa tiền được rút là 1000\$/tháng
- Nhiều ngân hàng và doanh nghiệp đứng trên bờ vực phá sản
- Cơ chế hội đồng tiền tệ được xóa bỏ; đồng peso bị phá giá từ 1 peso/USD lên 4 peso/USD
- Tăng trưởng kinh tế suy giảm làm các nhà đầu tư nước ngoài lo ngại về khả năng trả nợ của chính phủ Argentina
- Khủng hoảng nợ chính phủ và khủng hoảng tiền tệ đồng thời
- Chính phủ tìm nguồn tài trợ khác?

Khủng hoảng Argentina 2001-02 so với khủng hoảng Đông Á 1997-98

- Khủng hoảng Đông Á: Yếu kém trong hệ thống ngân hàng tạo sức ép lên tỷ giá hối đoái và kỳ vọng chính phủ phải chi ngân sách lớn để cứu giúp.
- Khủng hoảng Argentina: Khó khăn ngân sách làm suy yếu ngân hàng khi chính phủ dùng dự trữ trong hệ thống ngân hàng để bù đắp cho thâm hụt ngân sách, đồng thời tạo sức ép lên tỷ giá hối đoái.
- Trong khi khủng hoảng Đông Á lây lan nhanh chóng, thì khủng hoảng Argentina được kiềm chế trong phạm vi của quốc gia này. Nguyên nhân:
 - + Khủng hoảng được thị trường dự đoán từ trước nên tác động đến các nước khác được giảm nhẹ.
 - + Sau khủng hoảng 97-99, các nước đã thực hiện chính sách tài chính thận trọng hơn, giảm lạm phát, duy trì tỷ giá hối đoái linh hoạt, tăng dự trữ ngoại tệ và giảm nợ ngắn hạn.

Khủng hoảng tài chính ở Mỹ 2007 – 2009

Khủng hoảng tài chính ở Mỹ có nguồn gốc là các khoản nợ nhà đất dưới chuẩn (subprime).

Nguyên nhân:

- Fed duy trì lãi suất thấp
- Các cách tân tài chính
- Hệ thống giám sát bị buông lỏng
- Đánh giá tín nhiệm thiếu tin cậy
- Tâm lý: giá nhà đất luôn tăng, vay sẽ có lời

Yếu tố châm ngòi:

- Fed thắt chặt tiền tệ
- Thị trường nhà ở xấu đi

Vấn đề tín dụng, thanh khoản và vốn

Sự suy yếu của thị trường nhà ở năm 2006 tạo ra trục trặc về “tín dụng”: Các nhà đầu tư đánh giá lại rủi ro liên quan đến các khoản cho vay và chứng khoán bất động sản dưới chuẩn và do vậy đẩy giá của các chứng khoán này xuống.

Trục trặc “tín dụng” nhanh chóng chuyển thành trục trặc “thanh khoản”: Các tổ chức tài chính trở nên rất thận trọng và không muốn cho nhau vay vì lo ngại về rủi ro không trả nợ của bên kia. Các tổ chức tài chính không biết ai đang chịu nhiều rủi ro liên quan tới chứng khoán dưới chuẩn.

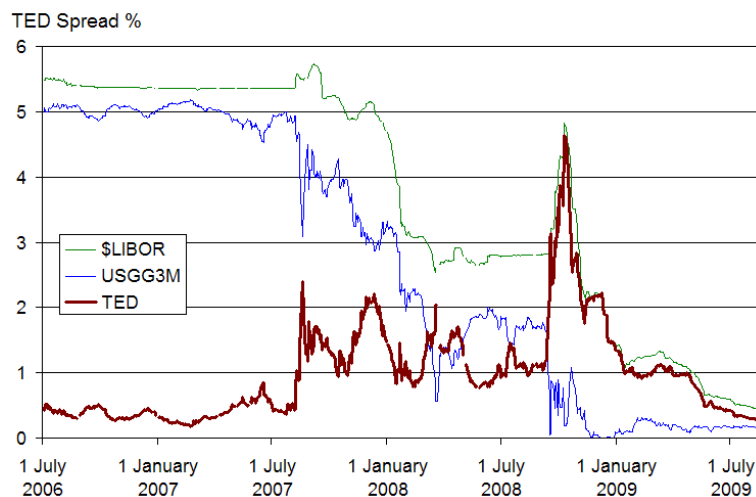
Và sau cùng thì trục trặc về “vốn” xuất hiện: Các tổ chức tài chính buộc phải xóa một lượng vốn chủ sở hữu lớn của mình để bù đắp cho các khoản thua lỗ do giá trị tài sản giảm xuống: các khoản đầu tư ngoại bảng trước đây được đưa vào bảng cân đối kế toán; tiếp thêm vốn cho các quỹ đầu tư thị trường tiền tệ ngắn hạn để ngăn các quỹ này “mất giá trị tài sản ròng”; mất vốn trực tiếp khi phải điều chỉnh giá trị các khoản đầu tư trên bảng cân đối kế toán theo giá thị trường.

Tại sao không ai cảnh báo trước?

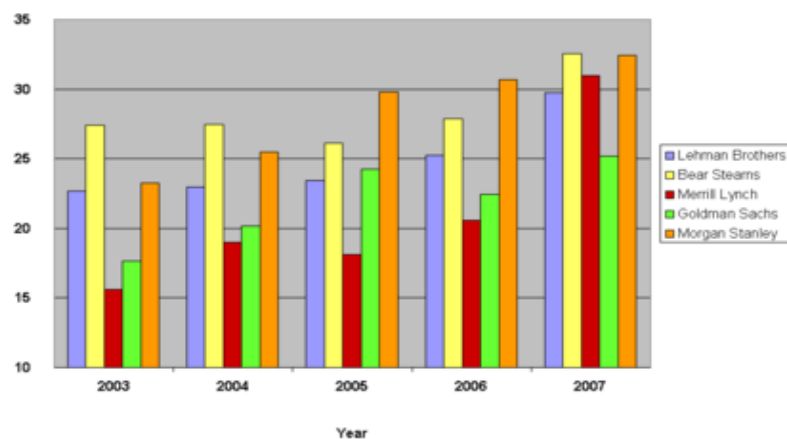
Paul Krugman trong bài viết “These days” tháng 8 năm 2005, đã cảnh báo thị trường cho vay dưới chuẩn là một vấn đề lớn của nước Mỹ, khi bùng nổ nó sẽ gây ra một cuộc khủng hoảng tài chính nghiêm trọng. Nouriel Roubini, giáo sư tại Stern School of Business of New York University, trong buổi hội thảo tại IMF ngày 7/9/2006, cảnh báo khả năng khủng hoảng trước mắt, nhưng đáp lại ông là những lời trêu đùa. Các lời cảnh báo trên đến trong khi thế giới đang ngập tràn hứng khởi vì triển vọng khả quan của thị trường tài chính.³²

³² Dẫn lại từ Nguyễn Tấn Thắng, “Hiệu quả của các mô hình dự báo kinh tế: Vì sao cuộc khủng hoảng 2007 – 2008 đã không tránh được?”, Tạp chí ABC những vấn đề kinh tế thời đại, số 1, tháng 6/2009.

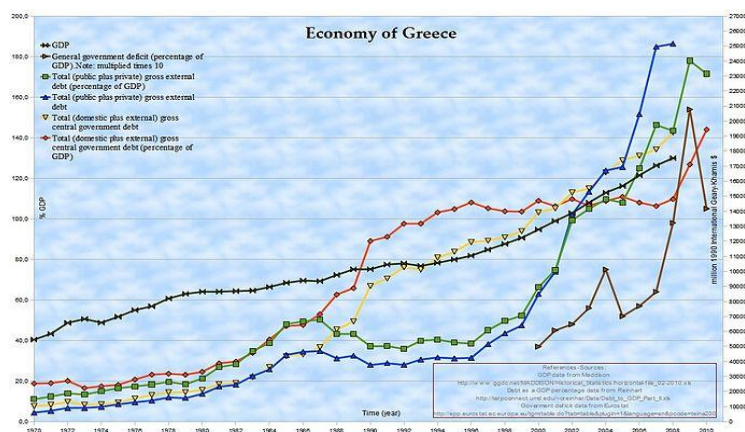
Hình: Chênh lệch TED và một số loại lãi suất cơ bản thời kỳ khủng hoảng



Hình: Hệ số nợ (nợ/vốn chủ sở hữu) của một số ngân hàng đầu tư



Nguồn: Báo cáo thường niên của các ngân hàng đầu tư (dẫn lại từ Wikipedia)



Nguồn: Dẫn lại từ wikipedia (http://en.wikipedia.org/wiki/Economy_of_Greece)