

Khủng hoảng tài chính

Các nước thị trường mới nổi



Nội dung

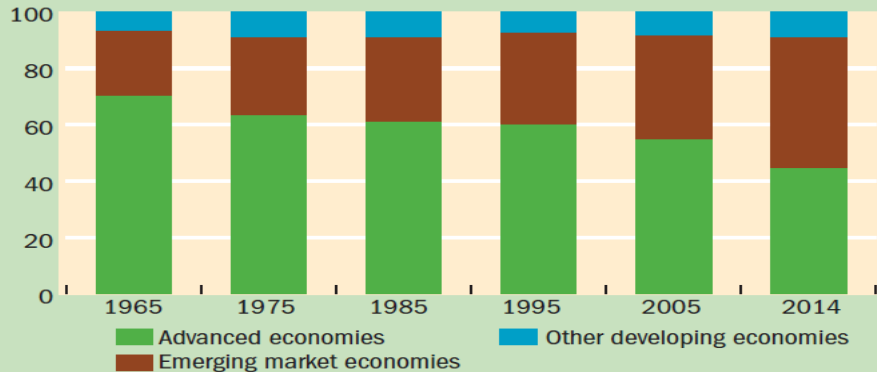
- 3 chu kỳ dòng vốn và các cuộc khủng hoảng
- Các bài học quan trọng sau mỗi cuộc khủng hoảng

Chart 3

Rise of emerging markets

Emerging market economies' share of global GDP has risen steadily since 1965.

(share of global GDP, percent)



Source: IMF, World Economic Outlook database.

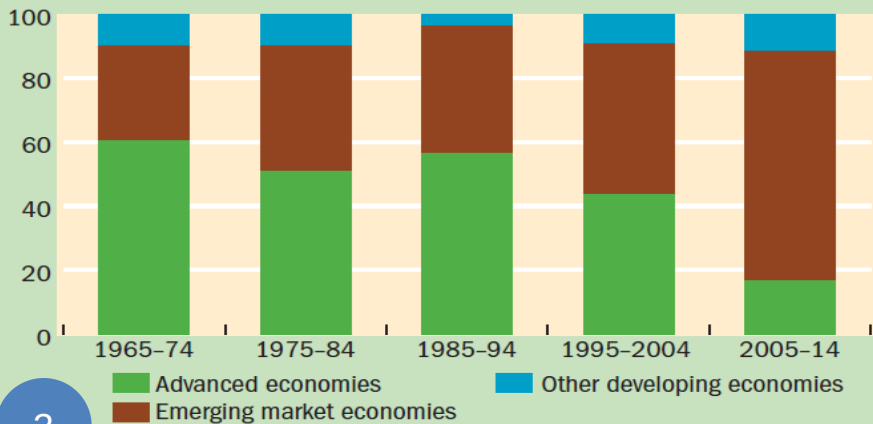
Note: Data are measured in purchasing power parity—the rate at which currencies would be converted if they were to buy the same quantity of goods and services in each country. Data for 2014 are forecasts.

Chart 4

Growing up

Emerging market economies account for a growing share of world GDP growth.

(contribution to world GDP growth, percent)



Source: IMF, World Economic Outlook database.

Note: The data for 2014 are forecasts.

Box 2

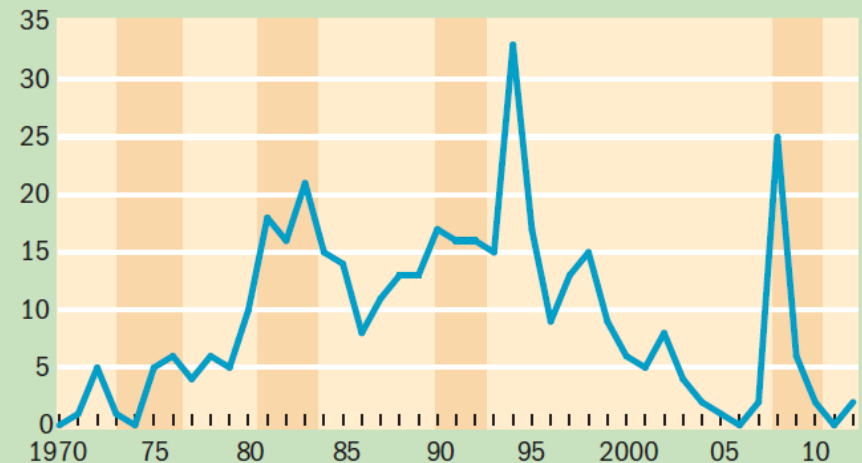
Recurrent financial crises

Financial crises have interrupted economic growth around the world. Roughly 400 of them took place between 1970 and 2013. Advanced economies experienced only 35 crises, half of them after 2007. Emerging market economies had 218 financial crises, most of them in the 1980s and 1990s, especially during the 1997 Asian financial crisis. Currency crises were the most prevalent, accounting for half of all crisis episodes. Banking and debt crises accounted for the rest. It is still impossible to predict the location and time of the next financial crisis.

Financial crises are widespread

Between 1970 and 2013 there were more than 400 banking, currency, or debt crises.

(number of financial crises)



Source: Laeven and Valencia (2013).

Note: The shaded bars represent the three years surrounding global recessions—which occurred in 1975, 1982, 1991, and 2009.

Biến động dòng vốn

- **Khủng hoảng liên quan với biến động 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
 - Dòng vốn ròng biến động mạnh hơn nhiều ở các nước mới nổi (EMEs) so với các nước tiên tiến (AEs) – ở AEs, dòng ra bù trừ dòng vào, tạo sự di chuyển trơn tru của các dòng vốn.
 - Các kịch bản dòng vốn vào lớn đi kèm với 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 EMEs 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 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 EMEs, nhưng cũng gia tăng biến động gần đây do sự tăng tốc vay mượn của các công ty con ít vốn.

(IMF 2011)

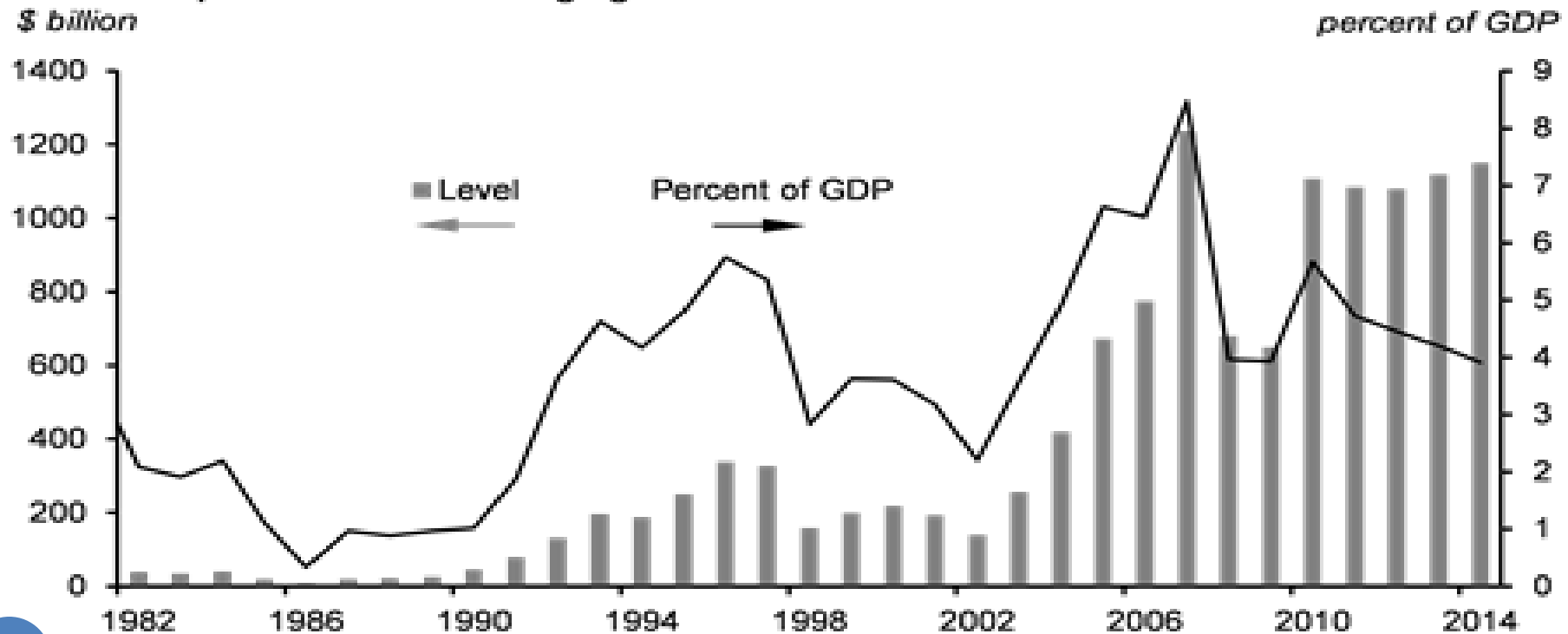
Các dòng tài trợ nước đang phát triển và thị trường mới nổi

- BOP với CA và KA. Tài trợ $CA < 0$ bằng cách nào?
 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) [WB, tỷ trọng giảm dần]
1, 2, 3: [**Debt finance**]
 4. *FDI* [nguồn vốn quan trọng từ sau WWII]
 5. *Cổ phiếu doanh nghiệp* (Portfolio investment in ownership of firms) [“tư nhân hóa” tăng mạnh đầu 1990s]
4,5: [**Equity finance**]
- Phân biệt “Debt finance” và “Equity finance” liên quan đến khả năng thanh toán khi quốc gia *suy thoái* hay *sốc TOT*.
- IMF: FDI và Non-FDI

3 chu kỳ dòng vốn đối với EMs

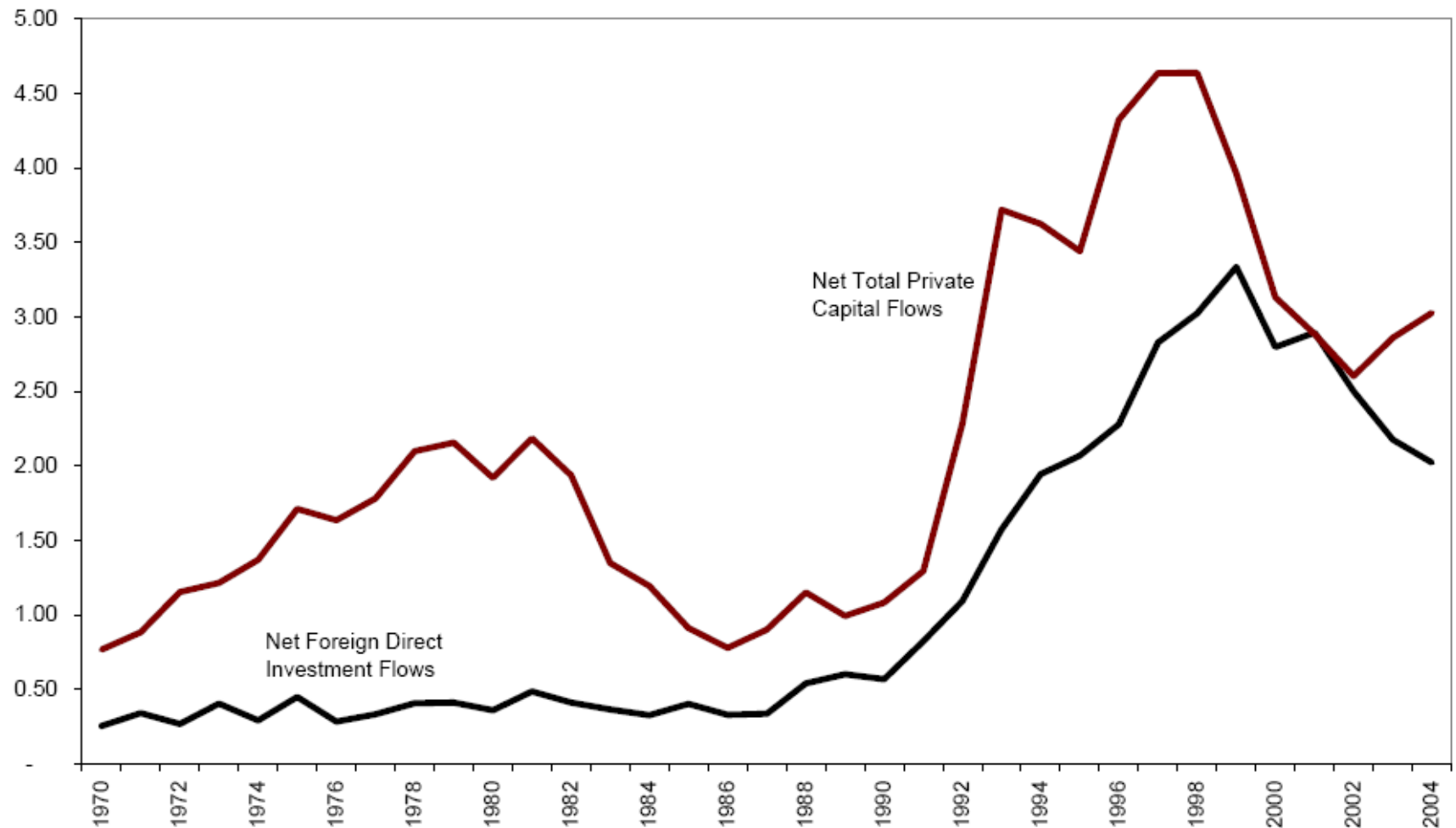
- Cuối 1970s, kết thúc bởi **khủng hoảng nợ quốc tế 1982-89**
- 1990-96, kết thúc bởi **khủng hoảng châu Á 1997-98**
- 2003-2008, kết thúc bởi **GFC 2008-09**

Private Capital Inflows to Emerging Market Economies
\$ billion



Nguồn: Trích từ Frankel (2015)

Capital Inflows to Developing Countries as percent of Total GDP (Low and Middle Income)



Source: World Development Indicators

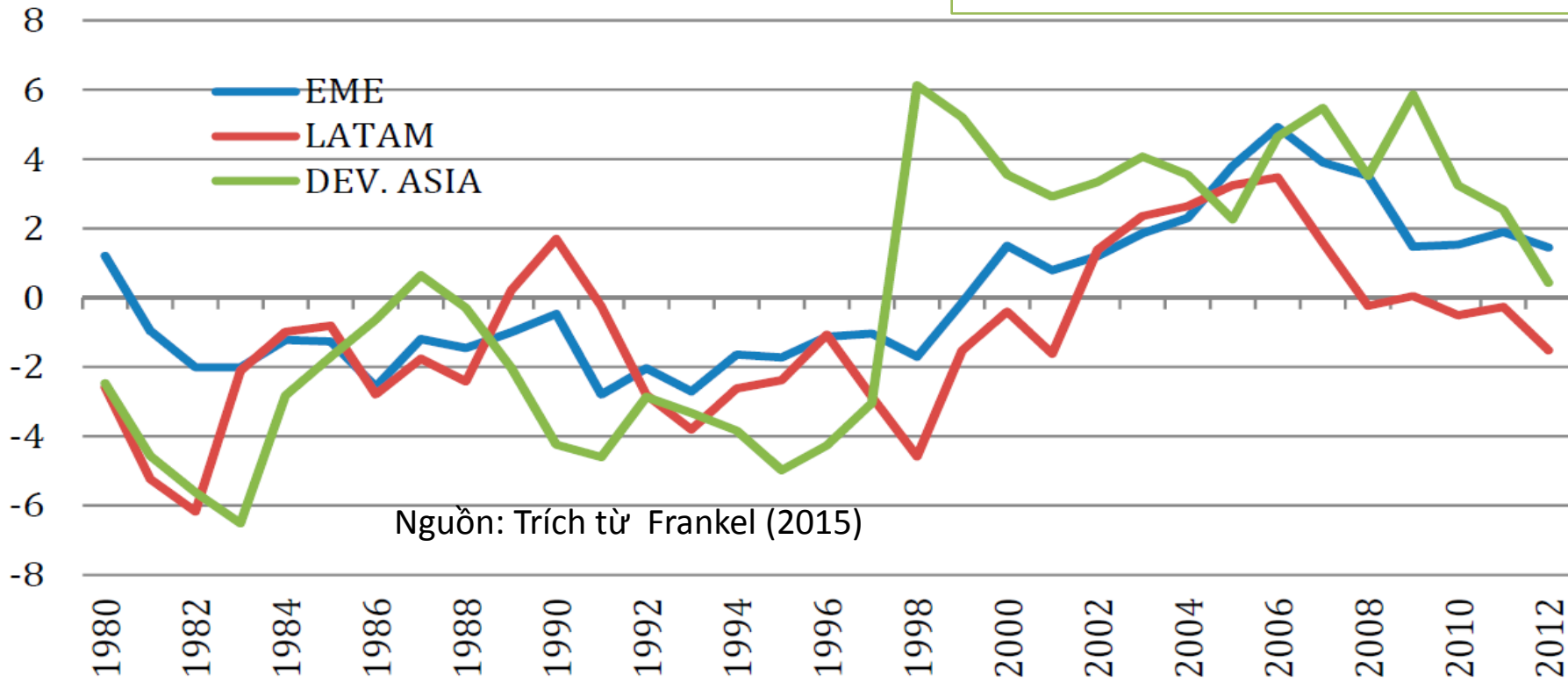
Cấu trúc dòng vốn biến động ở 2 lần bùng phát-đổ vỡ đầu tiên có gì khác nhau không?

Ở các nước thị trường mới nổi

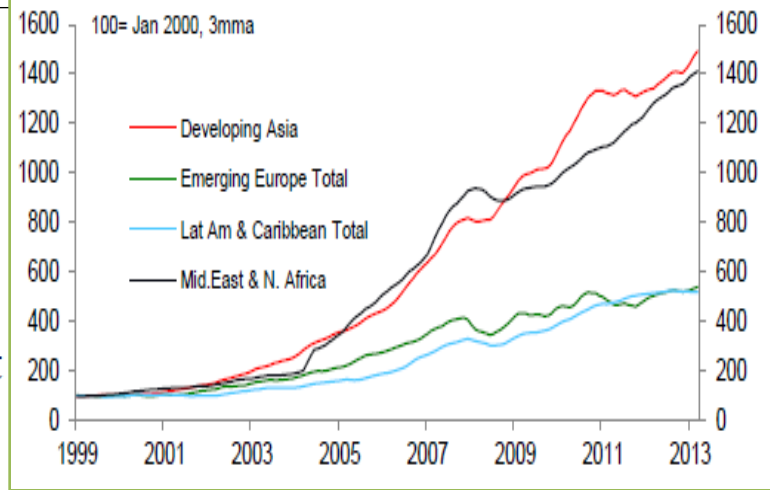
1976-1982 & 1990-96: vốn vào tài trợ CA<0

2003-2008: CA>0 và tăng FR

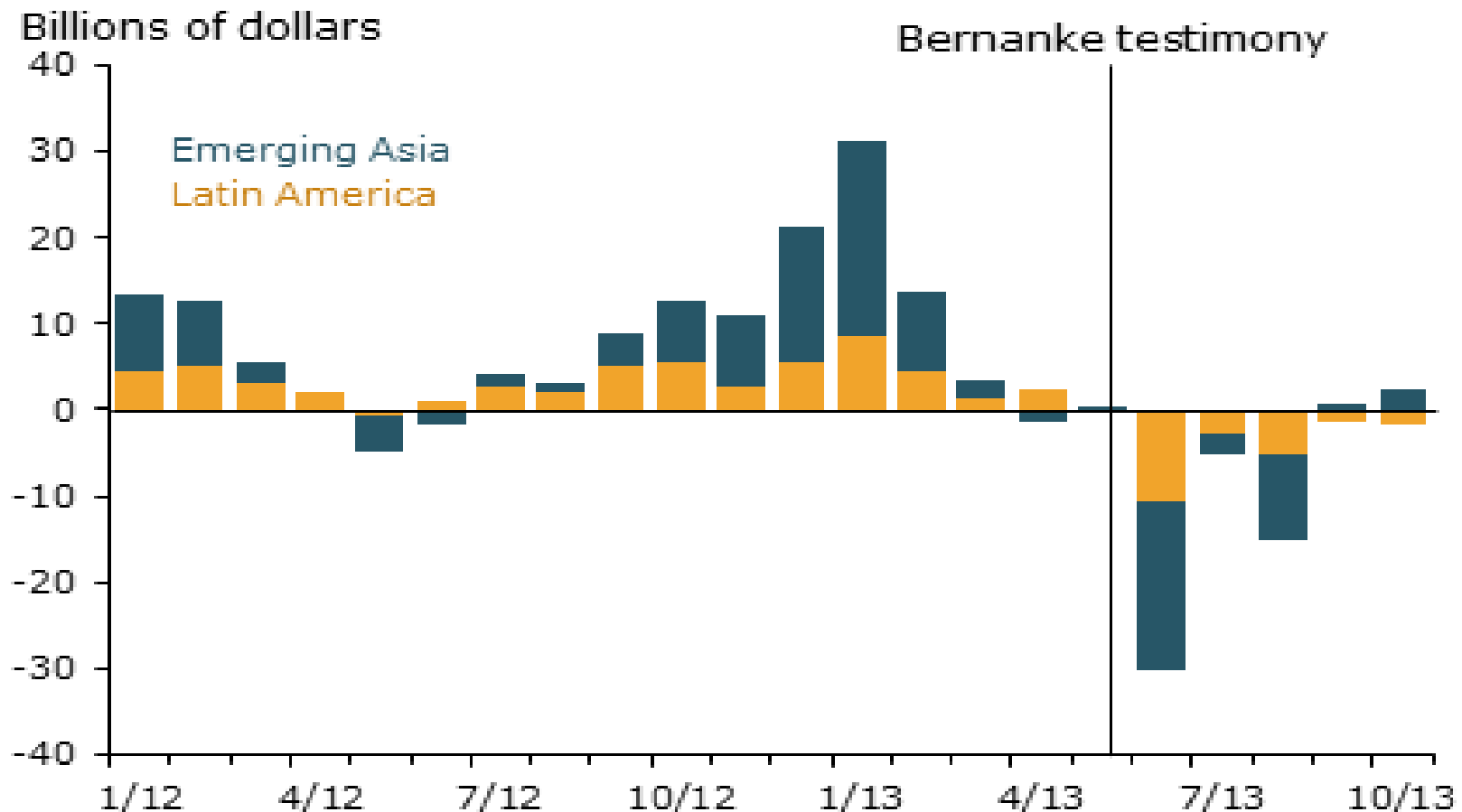
Figure 1. Current account
(% of GDP)



Nguồn: Trích từ Frankel (2015)



Sau khi Fed có dự kiến tăng lãi suất “taper talk” vào 5/2013, dòng vốn vào EMs đảo chiều lần nữa



Nguồn: Trích từ Frankel (2015)

Jay Powell, 2013, “Advanced Economy Monetary Policy and Emerging Market Economies.”
Speech at the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, Nov.
<http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2014/march/federal-reserve-tapering-emerging-markets/>

Khủng hoảng ở các nước thị trường mới nổi EMS từ 1970s đến nay

- **2 Chu kỳ bùng phát - đổ vỡ đầu** (Boom-bust cycle) trước các dòng vốn vào/ra
 - Tấn công tiền tệ (Speculative attack)
 - Lây nhiễm (Contagion)
 - Dừng đột ngột (Sudden stops)
- **Chu kỳ thứ 3**
 - Bùng phát 2003-2008
 - Khủng hoảng (GFC) 2008-2009
- **Giảm gói QE và khả năng tăng lãi suất Hoa Kỳ** (khởi báo từ 5/2013)

Nước có đặc tính gì thì bị ảnh hưởng nhiều nhất? Bài học là gì?

Tín hiệu tác động của dòng vốn

1. Tỷ giá và thị trường ngoại hối.
2. Tài sản tài chính.
3. Thị trường bất động sản.
4. Tăng trưởng tín dụng.
5. Khu vực doanh nghiệp và đòn bẩy tài chính.
6. ...

Cấu trúc kinh tế bị bóp méo

Các tín hiệu này biến động mạnh trước sự đảo chiều của dòng vốn ra/vào (hay vào/ra)

Phản ứng chính sách khả dĩ có thể là gì?

1. Chính sách vĩ mô quản lý cầu nội địa;
2. Kiểm soát vốn làm chậm dòng vốn ngoại đổ vào/rút ra;
3. Chuyển dòng vốn vào những hướng đi ít gây thiệt hại;
4. Điều tiết hệ thống tài chính nội địa.

Các lựa chọn để *quản lý dòng vốn ra*

1. Cho phép dòng tiền đi ra
2. Can thiệp bằng vô hiệu hóa
3. Cho phép nội tệ mất giá
4. Tái lập kiểm soát vốn
5. ...

Mỗi lựa chọn trên có tạo ra hệ quả gì không?

Ba thể hệ Khủng hoảng tiền tệ

Mô hình khủng hoảng tiền tệ thể hệ đầu tiên (Krugman, 1979)

- NHTU cố gắng cố định tỷ giá dưới mức cân bằng thị trường, bán ra FR
- FR giảm sút, tấn công đầu cơ
- Dẫn đến thắt chặt tiền tệ, tăng lãi suất, giảm sản lượng và việc làm

Episodes that inspired model	"Whose fault is it?" and why	Seminal authors
Bretton Woods crises 1969-73; 1980s debt crisis	Macro policies: excessive credit expansion	Krugman (1979); Flood & Garber (1984)

Nguồn: Frankel 2015

Ba thể hệ Khủng hoảng tiền tệ

Mô hình khủng hoảng tiền tệ thể hệ hai (Obstfeld, 1994)

- Không do FR giảm mà là khả năng đánh đổi mục tiêu (cố định tỷ giá và toàn dụng việc làm)
- Nhà đầu cơ nhận ra và tấn công tiền tệ
- Tăng lãi suất, buộc từ bỏ chế độ neo tỷ giá

Episode inspiring model	"Whose fault is it?"	Seminal authors
ERM crises 1992-93: Sweden, France	Inter-national financial markets: multiple equilibria	<i>1. Speculators' game</i> Obstfeld (1994); <i>2. Endogenous monetary policy</i> Obstfeld (1996), Jeanne (1997) <i>3. Bank runs</i> Diamond-Dybvig (1983), Chang-Velasco (2000) <i>4. With uncertainty</i> Morris & Shin (1998)

Ba thể hệ Khủng hoảng tiền tệ

Mô hình khủng hoảng tiền tệ thể hệ ba (Dooley, 2000)

- 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 BCĐTS của ngân hàng và doanh nghiệp có lượng nợ nước ngoài lớn
- Dẫn đến giảm tín dụng và đầu tư, sản lượng và việc làm, châm ngòi những đợt phá giá khác

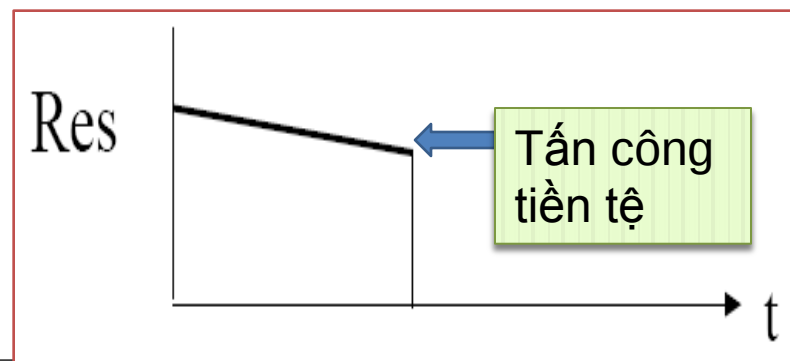
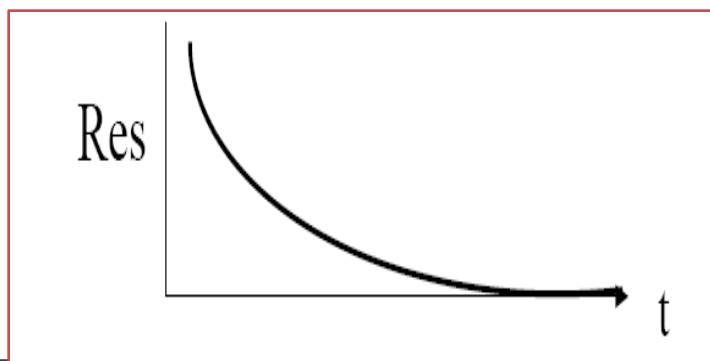
Episode inspiring model	"Whose fault is it?"	Seminal authors
Emerging market crises of 1997-2001	Structural fundamentals: moral hazard ("crony capitalism") "borrow to undertake dubious projects, knowing the government will bail them out if the projects go bad."	Dooley (2000) <i>insurance model</i> ; Diaz-Alejandro (1985); McKinnon & Pill (1996); Krugman (1998); Corsetti, Pesenti & Roubini (1999); Burnside, Eichenbaum & Rebelo (2001)

Các khái niệm liên quan khủng hoảng tài chính thường được đề cập

- **Đảo chiều CA** (Current Account Reversal)
 - CA thâm hụt đáng kể ban đầu biến mất
- **Dừng đột ngột** (Sudden Stop)
 - Dòng vốn tư nhân vào biến mất nhanh chóng (phản ánh bởi đảo chiều CA và FR giảm)
 - Suy thoái kinh tế
- **Tấn công đầu cơ** (Speculative attack)
 - Cầu tài sản nội địa giảm đột ngột do đoán trước tỷ giá cố định bị hủy bỏ
 - Thể hiện bởi kết hợp: ΔE , ΔFR và ΔR lớn
- **Khủng hoảng tiền tệ** (Currency crisis)
 - Áp lực lên thị trường ngoại hối lớn: ΔE , ΔFR nhanh và lớn dần
- **Sụp đổ tiền tệ** (Currency crash)
 - ΔE rất lớn ($>25\%$)
- **Lây nhiễm** (Contagion)

Tấn công tiền tệ có là tội đồ?

- Cầu tài sản nội địa giảm đột ngột do đoán trước tỷ giá cố định bị hủy bỏ
- Gây nên dòng vốn tháo chạy quá mức, NHTU cạn dự trữ và phải phá giá/thả tỷ giá
- Xuất hiện ở cả 3 thể hệ mô hình khủng hoảng
- Khủng hoảng do tấn công tiền tệ (khủng hoảng tiền tệ ngày nay) khác khủng hoảng BOP truyền thống là gì?



Các nước EMs bị tác động mạnh nhất bởi khủng hoảng 1980s và 1990s

- Khủng hoảng nợ và khủng hoảng tài chính (1982, 1994, 1997-98)
- Chỉ báo cảnh báo sớm có ý nghĩa
 - FR yếu (so nợ \$ ngắn hạn)
 - Nội tệ bị định giá cao (lên giá thực)
 - Thâm hụt CA lớn và kéo dài
 - Thành phần dòng vốn vào [nợ ngắn hạn, nợ ngoại tệ, ...]

Các nước EMs đứng vững trước khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008

- Nhờ bài học thập niên 1980s và 1990s
- Các chỉ báo sớm vận hành tốt
 - FR cao hơn
 - Tỷ giá hối đoái linh hoạt hơn
 - CA thâm hụt ít hơn
 - Nợ bằng ngoại tệ ít hơn (tăng vốn cổ phần và FDI, và nợ nội tệ)
 - Chính sách tài khóa ít thuận chu kỳ hơn (ngân sách chính phủ mạnh hơn vào giai đoạn bùng nổ 2003-2008)

Làn sóng dòng vốn bùng nổ giai đoạn 2003-08 khác với các chu kỳ trước đó như thế nào?

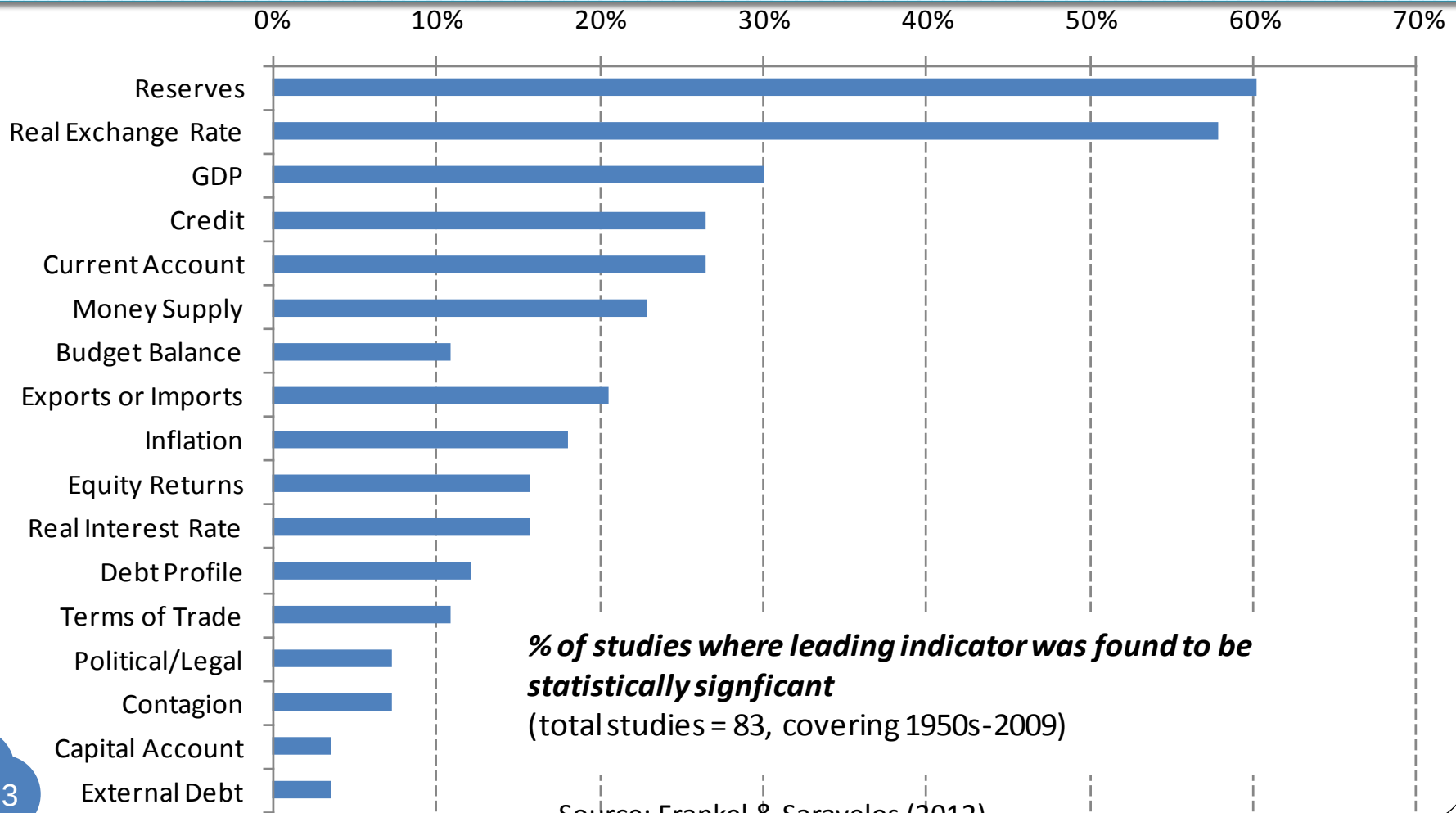
- BRICs: Trung Quốc, Ấn Độ nhận nhiều dòng vốn tư nhân
 - Hầu hết EMs đã không dùng dòng vốn vào tài trợ $CA < 0$,
 - Mà tích trữ FR
 - Dòng vốn có tính thuận chu kỳ nhiều hơn
 - 2003-08: $KA > 0$ trong khi $CA > 0$ kéo theo tăng FR
 - Hầu hết nước thu nhập trung bình không chọn cố định tỷ giá
 - Vay đô la ít hơn
 - Vay nội tệ và FDI nhiều hơn
- => ít chịu hiện tượng “dừng đột ngột”

Các nước thị trường mới nổi nào bị tác động mạnh nhất bởi tuyên bố giảm QE3 (5-6/2013)?

- 5 năm sau sự kiện 2008, nhiều nước quay lại tình trạng
 - $CA < 0$
 - Lạm phát cao hơn
 - Nợ ngoại tệ khu vực doanh nghiệp
 - Ngân sách yếu
- Các nước EMs bị tác động bởi tuyên bố giảm QE3 (5-6/2013) có đặc điểm gì? [Dòng vốn ra]
 - Nước có $CA < 0$ lớn
 - Nước có tỷ giá bị định giá cao (lạm phát)
 - Trước đó có dòng vốn vào lớn

Các biến số trở thành chỉ báo dự báo mạnh nhất về khủng hoảng của quốc gia:

1. Dự trữ 2. Nội tệ bị định giá cao



Vai trò dự trữ ngoại hối (FR)

- Ngăn nội tệ lên giá (khi vốn vào)
 - Hạn chế thâm hụt CA
- Phòng ngừa nội tệ mất giá (vốn ra)
 - Can thiệp thị trường ngoại hối
 - Khả năng bảo vệ tỷ giá
- Chỉ báo tốt nhất về khủng hoảng tài chính toàn cầu (quá khứ)
 - Phát huy vai trò ở các cuộc khủng hoảng trước đó
 - Nhưng không hữu hiệu ở lần tuyên bố giảm gói QE3 của Fed (2013)

CA<0 lớn cỡ nào thì trở nên nguy hiểm?

- Lý thuyết tân cổ điển: một nước có K/L thấp thì CA<0 lớn có thể tốt. Vì sao?
 - Thực tế: nước có CA<0 lớn thường gặp trục trặc
 - Quy tắc truyền thống: “CA<0 # 4-5% GDP” là tín hiệu nguy hiểm
- CA<0 không nguy hiểm nếu (T-G)=0, vì vậy vay là để tài trợ khu vực tư nhân
- Điều chỉnh sau khủng hoảng Mexico 1994 – CA<0 không nguy hiểm nếu (T-G)=0 và tiết kiệm S cao, vì vậy vay để tài trợ khu vực tư nhân hơn là tài trợ thâm hụt ngân sách hay tiêu dùng C
- Điều chỉnh sau khủng hoảng châu Á 1997 – CA<0 không nguy hiểm nếu (T-G)=0, tiết kiệm S cao, và đầu tư I được phân bổ hiệu quả, vì vậy vay là để tài trợ đầu tư I sinh lợi cao hơn là tài trợ thâm hụt ngân sách hay tiêu dùng C
- 5/2013 “taper tantrum” 2013 – CA<0 thì bất ổn

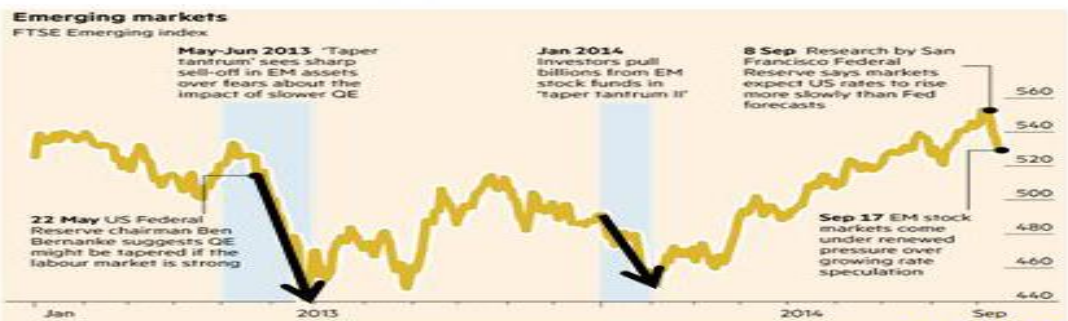
Liệu EMs và các nước đang phát triển có bị biến động nếu Fed tăng lãi suất?

- Cả 3 làn sóng đều có dấu ấn của chính sách tiền tệ Hoa Kỳ - giảm lãi suất và rồi thắt chặt tiền tệ sau đó
- GDP Hoa Kỳ ngày càng mạnh trở lại
 - Tương đối so ROW
- Fed dự kiến tăng lãi suất
 - Trong khi nhiều nước lớn khác nới lỏng tiền tệ
- *Liệu có biến động nếu Fed tăng lãi suất?*
 - Nhiều cảnh báo từ trước
 - Nhiều bài học về dòng vốn tháo chạy

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
- ✓ 1980-82: 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
- ✓ 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...]

EM stocks fell on fears of higher US interest rates in both May-June 2013 & January 2014



Kết luận

- Ba làn sóng dòng vốn đi cùng những cuộc khủng hoảng tài chính ở EMs kể từ 1970s.
- Làn sóng thứ ba (2003-08) và xu hướng gần đây (khả năng Fed tăng lãi suất) với đặc trưng đặc biệt cần lưu ý – Các chỉ báo truyền thống không còn là bài học duy nhất và liên tục thay đổi tạo thành thách thức lớn cho các nước thị trường mới nổi (EMs) và các nước đang phát triển.

Câu hỏi

1. $CA < 0$ lớn cỡ nào thì trở nên nguy hiểm?
2. Làn sóng dòng vốn bùng nổ thứ 3 (giai đoạn 2003-08) khác với 2 chu kỳ trước đó như thế nào?
3. Nước bị tác động bởi cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008-2009 có chỉ báo là gì? Chỉ báo này có gì đặc biệt so với các cuộc khủng hoảng trước đó?
4. Lần Hoa Kỳ phát tín hiệu tăng lãi suất (5/2013), nước có đặc điểm gì thì bị tác động mạnh? Liệu có một cuộc khủng hoảng tiếp theo?