BÀI GIẢNG 18:
KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH VÀ BÀI HỌC

ĐỖ THIÊN ANH TUẤN

TRƯỜNG CHÍNH SÁCH CÔNG VÀ QUẢN LÝ

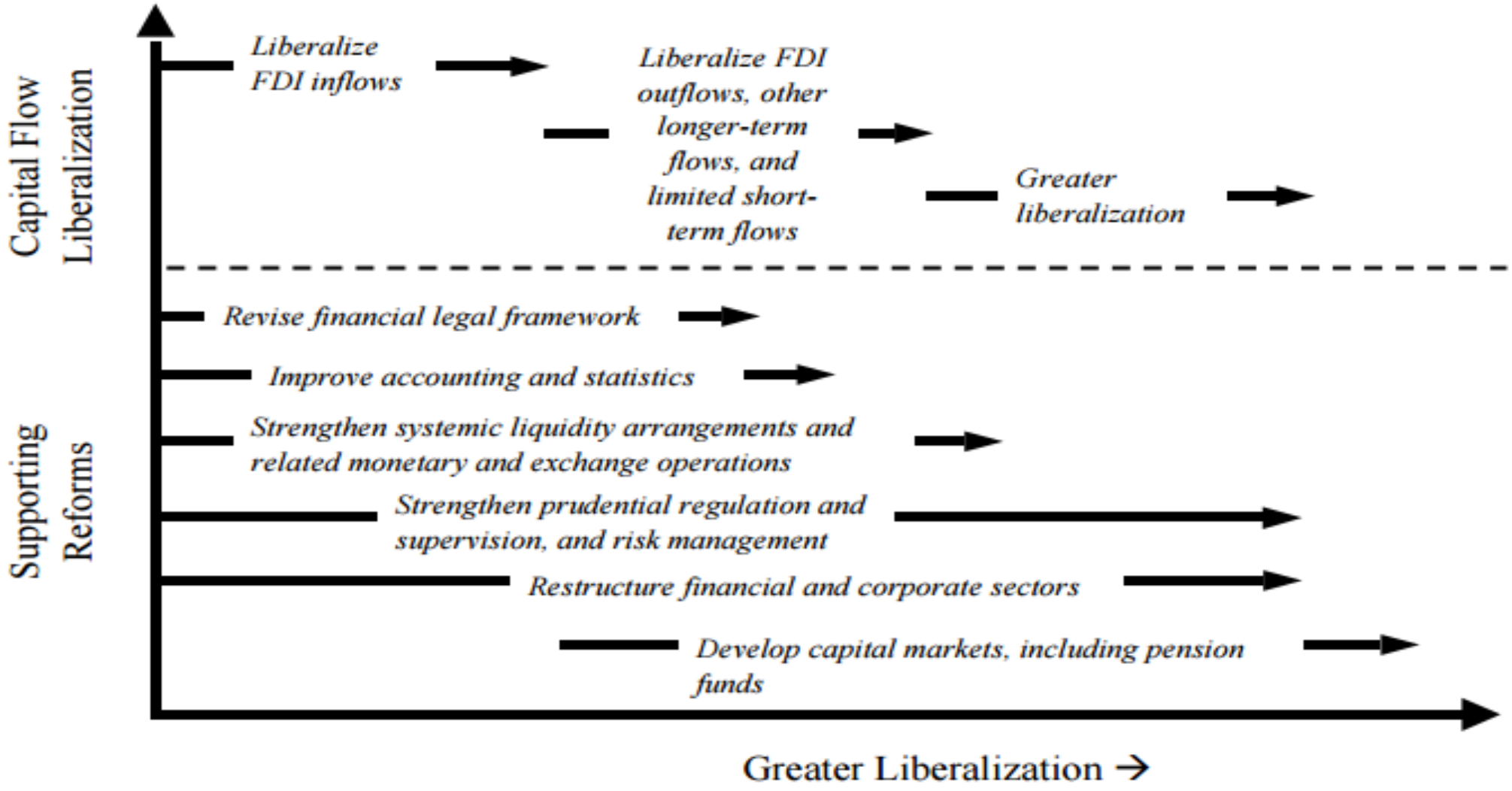
ĐẠI HỌC FULBRIGHT VIỆT NAM



The rich are different from you and me: they have more influence.

Paul Krugman

TIẾN TRÌNH TỰ DO HÓA TÀI KHOẢN VỐN



PHÂN LOẠI KHỦNG HOẢNG

- Khủng hoảng tiền tệ (cán cân thanh toán)
- Khủng hoảng ngân hàng
- Khủng hoảng nợ [quốc gia]
- Khủng hoảng kép
- Khủng hoảng "bong bóng" tài sản
- Khủng hoảng nợ dưới chuẩn
- Khủng hoảng nợ công
- …



MỘT SỐ CHỈ BÁO: LÝ THUYẾT

Chỉ báo	CC	BC	DC	Tham khảo
Tài khoản vãng lai				
Tỷ giá hối đoái thực	+	+		Kaminsky *et al.* (1998); Berg and Pattillo (1999); Kamin *et al.* (2001); Edison (2003); Dermirg¨uc¸- Kunt và Detragiache (2000); Eichengreen và Arteta (2000)
Tăng trưởng xuất khẩu	-		-	Kaminsky *et al.* (1998); Berg và Pattillo (1999); Edison (2003); Marchesi (2003)
Tăng trưởng nhập khẩu	+			Kaminsky *et al.* (1998); Berg và Pattillo (1999); Edison (2003)
Tỷ giá ngoại thương (terms of trade)	-	-	-	Kaminsky *et al.* (1998); Berg và Pattillo (1999); Kamin *et al.* (2001); Dermirg¨uc¸-Kunt và Detragiache (2000); Lanoie và Lemarbre (1996)
Tài khoản vãng lai so với GDP	-	-	-	Berg và Pattillo (1999); Kamin *et al.* (2001); Eichengreen và Arteta (2000); Lanoie và Lemarbre (1996); Marchesi (2003)
Tài khoản vốn				
M2 so với dự trữ ngoại tệ	+	+		Kaminsky *et al.* (1998); Berg và Pattillo (1999); Kamin *et al.* (2001); Edison (2003); Dermirg¨uc¸-Kunt và Detragiache (2000); Eichengreen và Arteta (2000)
Tốc độ tăng dự trữ ngoại tệ	-		-	Kaminsky *et al.* (1998); Berg và Pattillo (1999); Edison (2003); Marchesi (2003)
Lãi suất thực nội địa	+	+		Kaminsky *et al.* (1998); Berg và Pattillo (1999); Edison (2003); Dermirg¨uc¸-Kunt và Detragiache (2000)
Chênh lệch lãi suất huy động và cho vay	+			Kaminsky *et al.* (1998); Berg và Pattillo (1999); Edison (2003)
Tiền gửi ngân hàng thương mại	-			Kaminsky *et al.* (1998); Berg và Pattillo (1999); Edison (2003)
Dự trữ so với tài sản ngân hàng		-		Dermirg¨uc¸-Kunt và Detragiache (1997)

MỘT SỐ CHỈ BÁO: LÝ THUYẾT

Khu vực tài chính				
Tốc độ tăng M1 và M2	+			Kamin *et al.* (2001)
Số tiền tệ M2	+			Kaminsky *et al.* (1998); Berg và Pattillo (1999); Edison (2003)
Tỷ lệ tín dụng nội địa so với GDP	+	+		Kaminsky *et al.* (1998); Berg và Pattillo (1999); Edison (2003); Dermirg¨uc¸-Kunt và Detragiache (2000); Eichengreen và Arteta (2000)
Lãi suất thực nội địa	+	+		Kaminsky *et al.* (1998); Berg và Pattillo (1999); Edison (2003); Dermirg¨uc¸-Kunt và Detragiache (2000)
Chênh lệch lãi suất huy động và cho vay	+			Kaminsky *et al.* (1998); Berg và Pattillo (1999); Edison (2003)
Tiền gửi ngân hàng thương mại	-			Kaminsky *et al.* (1998); Berg và Pattillo (1999); Edison (2003)
Tỷ lệ dự trữ so với tài sản của ngân hàng		-		Dermirg¨uc¸-Kunt và Detragiache (1997)

MỘT SỐ CHỈ BÁO: LÝ THUYẾT

Khu vực công				
Thâm hụt ngân sách so với GDP		+		Dermirg¨uc¸-Kunt và Detragiache (2000); Eichengreen và Arteta (2000)
Tỷ lệ giữa nợ công so với GDP	+	+	+	Kamin *et al.*, (2001); Lanoie và Lemarbre (1996); Eichengreen và Arteta (2000)
Tăng trưởng sản xuất công nghiệp	-			Kaminsky *et al.* (1998); Berg và Pattillo (1999); Edison (2003)
Thay đổi giá cổ phiếu	-			Kaminsky *et al.* (1998); Berg và Pattillo (1999); Edison (2003)
Lạm phát		+	+	Dermirg¨uc¸-Kunt và Detragiache (1997); Lanoie và Lemarbre (1996); Marchesi (2003)
GDP đầu người		-	-	Dermirg¨uc¸-Kunt và Detragiache (1997); Eichengreen và Arteta (2000); Lanoie và Lemarbre (1996); Marchesi (2003)
Tăng trưởng tiết kiệm quốc gia			-	Lanoie và Lemarbre (1996)

KHỦNG HOẢNG TIỀN TỆ

- Eichengreen, Rose, Wyplosz (1995, 1996): chỉ số tổng hợp (gồm tỷ giá hối đoái danh nghĩa, dự trữ ngoại tệ, lãi suất) thay đổi vượt quá 1,5 đến 2 độ lệch chuẩn
- Frankel và Rose (1996): giảm giá tiền tệ ít nhất 10% so với năm trước
- Liu và Lindholm (2007): thâm hụt tài khoản vãng lai vượt 5% GDP
- Kamisnky, Lizondo và Reinhart (1998): mức dự trữ ngoại tệ dưới 3 tháng nhập khẩu

BA LÝ THUYẾT VỀ KHỦNG HOẢNG TIỀN TỆ

- Mô hình thế hệ thứ 1
  - Salant và Henderson (1978)
  - Paul Krugman (1979), Flood và Garber (1984)
  - Chính sách vĩ mô thiếu ổn định và tỷ giá cố định
  - Khủng hoảng Argentina 1981, Mexico 1982
- Mô hình thế hệ thứ 2
  - Obstfeld (1986, 1996), Eichengreen, Rose, và Wyplosz (1996)
  - Tính tự phát sinh (self-fulfilling)
  - Khủng hoảng ERM 1992 - 1993
- Mô hình thế hệ thứ 3
  - McKinnon và Pill (1997), Krugman (1998)
  - Khủng hoảng kép (twin crisis)
  - Khủng hoảng Đông Á 1997 - 1998

KHỦNG HOẢNG NGÂN HÀNG

- Dermirg¨uc-Kunt và Detragiache (1998): tỷ lệ nợ xấu trên tổng nợ vượt hơn 10% hoặc chi phí để giải cứu lớn hơn 2% GDP
- Luc L. và Fabian V. (2008): lượng tiền gửi bị rút khỏi ngân hàng ở mức cao trên 5% một tháng
- Caprio và Klingebiel (1996): vốn của hệ thống ngân hàng trong một nước bị xói mòn và chi phí chống khủng hoảng quá cao thì xác suất khủng hoảng là rất cao.
- Lindgren, Garcia và Saal (1996): hàng loạt ngân hàng vỡ nợ, các công ty tài chính sụp đổ và phải cần đến sự can thiệp của chính phủ

KHỦNG HOẢNG NỢ QUỐC GIA

- Berg và Sachs (1988), Lee (1991): khủng hoảng xảy ra khi tình trạng giãn hoặc giảm nợ phổ biến.
- Mc Fadden et al. (1985) và Hajivassiliou (1989, 1994): dựa vào ba sự kiện như tình trạng giãn nợ, nợ quá hạn, và sự trợ giúp của IMF ngày càng tăng

NGƯỠNG AN TOÀN VỀ NỢ NƯỚC NGOÀI DỰA TRÊN NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM

(Đánh giá theo sức mạnh thể chế và chất lượng chính sách)

	Kém	Trung bình	Mạnh
NPV của nợ so với GDP	30%	45%	60%
NPV của nợ so với xuất khẩu	100%	200%	300%
NPV của nợ so với doanh thu thuế	150%	200%	250%
Dịch vụ nợ so với xuất khẩu	15%	25%	35%
Dịch vụ nợ so với doanh thu thuế	20%	30%	40%

Nguồn: IMF và WB, *Debt Sustainability in Low-Income Coutries - Proposal for an Operational Framework and Policy Implications*, tháng 2/2004.

KHỦNG HOẢNG NỢ LÀ GÌ?

- Khủng hoảng nợ xảy ra khi các chính phủ không thể thanh toán được các nghĩa vụ nợ đến hạn của mình.
  - Nỗi lo vỡ nợ làm sụt giảm dòng vốn vào và làm tăng dòng vốn ra (capital flight), làm giảm đầu tư, tăng lãi suất, dẫn đến suy giảm tổng cầu, sản lượng, và thu nhập.
  - Dòng vốn chảy ra phải tương thích với một sự gia tăng xuất khẩu ròng hoặc là một sự sụt giảm dự trữ ngoại hối.
  - Nếu không, quốc gia đó có thể không đáp ứng được nhu cầu ngoại tệ để chuyển ra khỏi đất nước.
  - Khi đó chính phủ có thể sẽ không còn sự lựa chọn nào khác ngoài việc tuyên bố vỡ nợ và các nhà đầu tư sẽ không sẵn sàng quay lại đầu tư.

VÒNG XOÁY GÌ TIẾP THEO KHI KHỦNG HOẢNG NỢ XẢY RA?

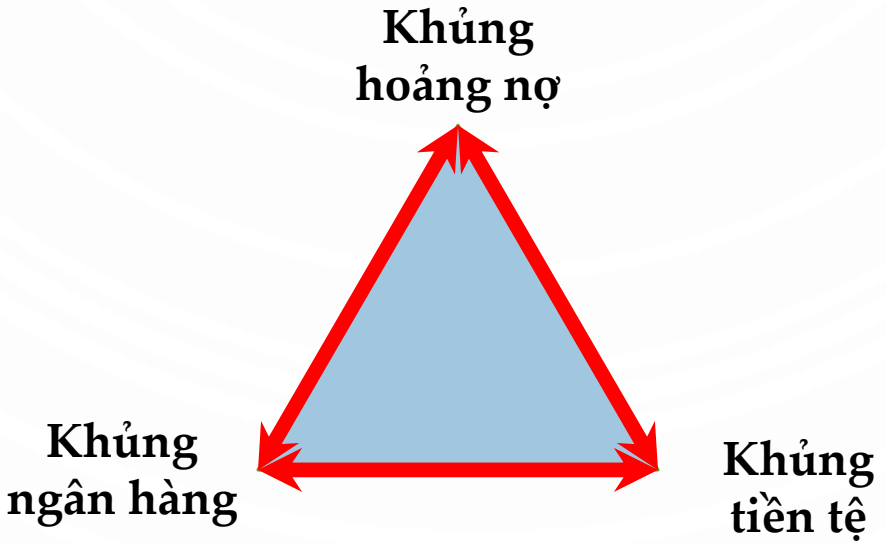
- Khi khủng hoảng nợ xảy ra thì thu nhập sẽ giảm và lãi suất sẽ tăng, làm cho khả năng trả nợ của cả chính phủ lẫn khu vực tư nhân càng thêm khó khăn hơn.
  - Lãi suất cao làm cho khoản trả lãi tăng lên, tăng gánh nặng tài chính, làm suy giảm đầu tư và tăng trưởng.
  - Việc thắt lưng buộc bụng để trả nợ có thể càng khiến cho nền kinh tế suy giảm nghiêm trọng hơn.
  - Thu nhập thấp dẫn đến nguồn thu thuế bị suy giảm và càng khiến cho việc trả nợ của chính phủ thêm khó khăn, các chính sách nghịch tài khóa nghịch chu kỳ bị giới hạn.
  - Thu nhập thấp làm cho các khoản nợ tư nhân trở nên khó trả hơn, và điều này có thể dẫn đến nguy cơ phá sản ngân hàng.

VÒNG XOÁY GÌ TIẾP THEO KHI KHỦNG HOẢNG NỢ XẢY RA?

- Nếu ngân hàng trung ương đang thực thi cơ chế tỷ giá cố định thì có thể dẫn đến cả khủng hoảng tiền tệ:
  - Bởi vì khi dự trữ ngoại hối bị cạn kiệt thì khả năng bảo vệ tỷ giá sẽ càng giảm.
- Khủng hoảng ngân hàng cũng có thể nảy sinh:
  - Nếu người gửi tiền lo sợ phá sản do sự mất giá đồng tiền hoặc chính phủ vỡ nợ (không trả được nợ trái phiếu mà NH đang nắm giữ), khi đó họ sẽ nhanh chóng rút tiền (và có thể mua ngoại tệ), đẩy ngân hàng vào thế dễ phá sản hơn.

VÒNG XOÁY GÌ TIẾP THEO KHI KHỦNG HOẢNG NỢ XẢY RA?

- Như vậy: khủng hoảng nợ, khủng hoảng tiền tệ, khủng hoảng ngân hàng có thể xảy ra đồng thời, và khủng hoảng này có thể làm cho khủng hoảng kia thêm phần trầm trọng.
  - Mỗi cuộc khủng hoảng đều tác động làm suy giảm tổng cầu, sản lượng và công ăn việc làm thêm phần trầm trọng.



ĐẶC ĐIỂM CƠ CẤU CỦA NHỮNG NƯỚC ĐANG PHÁT TRIỂN

- Có lịch sử về sự kiểm soát trực tiếp của chính phủ lên các hoạt động của nền kinh tế.
- Có lịch sử lạm phát cao.
- Hệ thống tài chính nội địa yếu kém.
- Chính phủ thường quản lý mạnh tỷ giá.
- Xuất khẩu chủ yếu là nông sản.
- Tham nhũng trở nên là một vấn nạn.

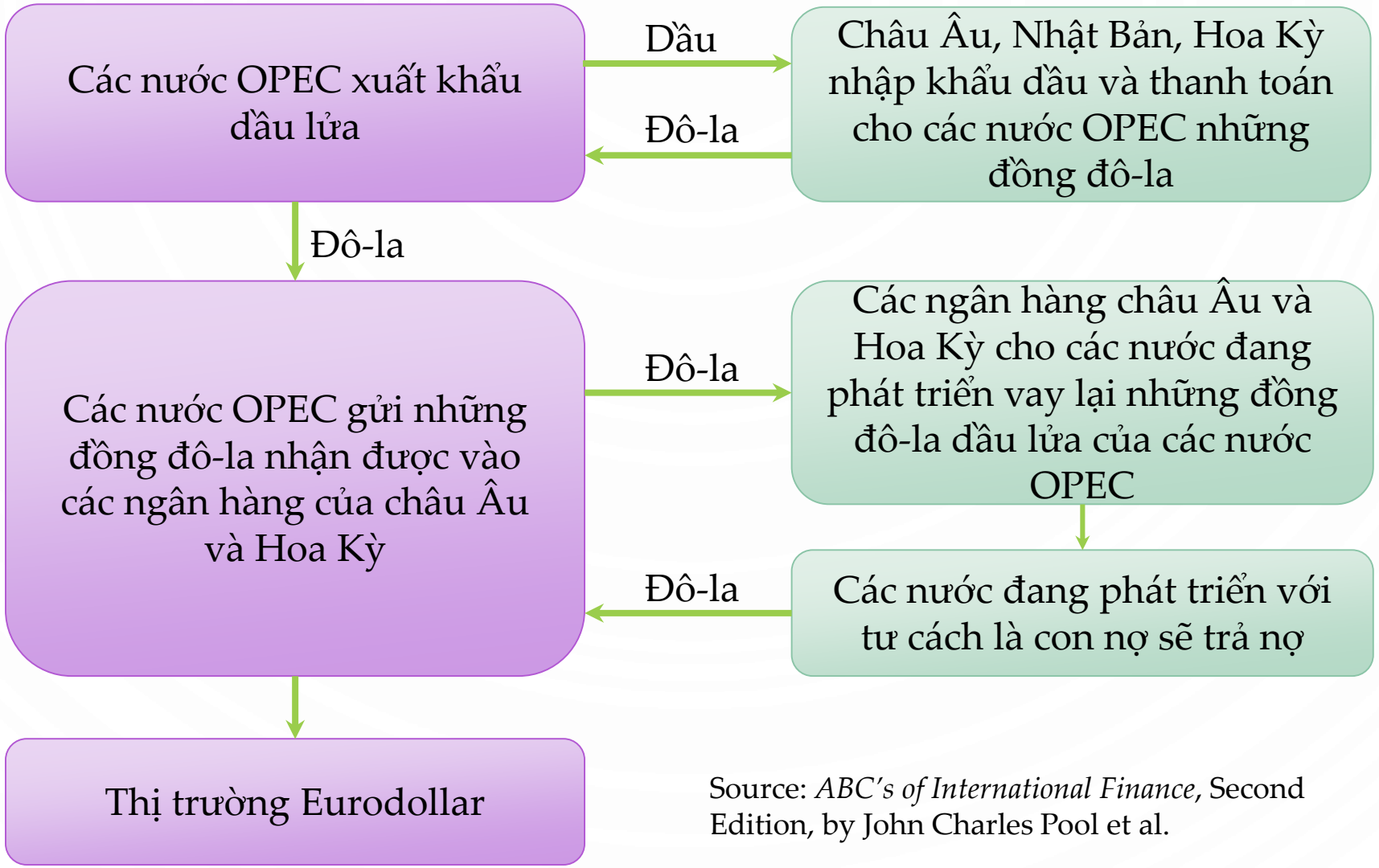
TẠI SAO LẠI DẪN ĐẾN KHỦNG HOẢNG NỢ? VẤN ĐỀ TỘI LỖI NGUYÊN CĂN (ORIGINAL SIN)

- Khi các nền kinh tế đang phát triển vay mượn trên thị trường vốn quốc tế, nợ thường được định giá bằng USD, yen, euro.
- Bản thân nợ của Mỹ, Nhật Bản, và các nước EU hầu hết đều được định giá bằng đồng tiền tương ứng của nước họ.
- Khi một sự mất giá đồng nội tệ phát sinh ở Mỹ, Nhật Bản hay EU, các nghĩa vụ nợ được định giá bằng đồng nội tệ không đổi, nhưng giá trị của các tài sản nước ngoài lại tăng lên.
  - Một sự mất giá đồng nội tệ làm tăng giá trị của cải nước ngoài ròng.
- Các nước đang phát triển không thể in tiền, không thể đánh thuế lạm phát lên đồng ngoại tệ.

KHỦNG HOẢNG NỢ THẬP NIÊN 1980

- Sau cú sốc giá dầu 1973, nhiều ngân hàng thương mại bất chợt nhận thấy rằng có những khoảng tiền gửi quy mô lớn của các nhà sản xuất dầu.
- Từ những khoản tiền gửi này, nhiều ngân hàng đã cho chính phủ của các nước kém phát triển (LDCs) vay lại.
- Giai đoạn 1979-1980, cú sốc giá dầu lần thứ 2 nổ ra.
- Một tình huống thặng dư tiết kiệm nữa phát sinh dẫn đến một sự gia tăng nợ của các nước đang phát triển.

CƠ CHẾ TÁI SỬ DỤNG NHỮNG ĐỒNG ĐÔ-LA DẦU LỬA (PETRODOLLAR)



Source: *ABC's of International Finance*, Second Edition, by John Charles Pool et al.

VẤN ĐỀ CỦA CÁC NƯỚC MỸ LATINH

- Vào thập niên 1960 và 1970, nhiều nước Mỹ Latinh, trong đó chủ yếu là Brazil, Argentina, và Mexico vay mượn số tiền khổng lồ từ các chủ nợ quốc tế để tiến hành chiến lược công nghiệp hóa, đặc biệt là các chương trình cơ sở hạ tầng.
- Kinh tế của các quốc gia này đã có sự tăng trưởng ấn tượng qua đó củng cố niềm tin của các chủ nợ.
- Ban đầu, các khoản vay chủ yếu được thông qua WB.
- Sau năm 1973, các ngân hàng tư nhân có được dòng tiền dồi dào từ các nước xuất khẩu dầu, và ngân hàng này cũng tin rằng nợ quốc gia (sovereign debt) là khoản đầu tư an toàn.
- Trong giai đoạn 1975-1982, nợ trong các NHTM của các nước Mỹ Latin đã tăng trên 20%/năm.
- Điều này khiến cho quy mô nợ của các nước Mỹ Latinh đã tăng từ 75 tỉ USD năm 1975 lên 315 tỷ USD năm 1983, tương đương 50% GDP của các nước này.
- Dịch vụ nợ, tức khoản trả nợ gồm gốc và lãi, thậm chí còn tăng nhanh hơn, từ 12 tỷ USD năm 1975 lên mức 66 tỷ USD năm 1982.



CÂU CHUYỆN CỦA NƯỚC MỸ NHƯNG HỆ QUẢ LÀ CỦA CÁC NƯỚC MỸ LATINH

- Năm 1979, Cục Dự trữ liên bang Mỹ (Fed) đã thực thi chính sách tiền tệ chống lạm phát
- Chính sách này đã đẩy nền kinh tế thế giới rơi vào suy thoái 1981
- Lãi suất đô-la tăng lên và đồng đô-la lên giá.
- Do các khoản nợ của các nước đang phát triển chủ yếu được định bằng đồng đô-la nên khi đồng đô-la tăng giá đã làm tăng trách nhiệm nợ của các nước này.
- Trong khi đó, xuất khẩu lại suy giảm do nền kinh tế thế giới bị suy thoái.
- Vào đầu thập niên 1980, khi giá hàng hóa thế giới giảm, tỷ giá thương mại (terms of trade) làm lung lay các nước kém phát triển.
- Vào ngày 12/8/1982, Mexico ra tuyên bố cấm tạm thời việc thanh toán lãi.
- Mexico thông báo rằng họ đã không còn một đồng dự trữ ngoại tệ nào và không còn có thể đáp ứng được các nghĩa vụ nợ quốc tế.

CÂU CHUYỆN CỦA NƯỚC MỸ NHƯNG HỆ QUẢ LÀ CỦA CÁC NƯỚC MỸ LATINH

- Nhiều ngân hàng thương mại bị ảnh hưởng do nắm giữ lượng lớn các khoản nợ mất khả năng thanh toán.
- Năm 1983, một thị trường hoán đổi các khoản nợ được tạo lập.
- Các ngân hàng châu Âu và Mỹ bắt đầu thực hiện các giao dịch hoán đổi các khoản nợ mất khả năng thanh toán.
- Bắt đầu từ năm 1987, nhiều ngân hàng bắt đầu để dành các khoản dự trữ để chống lại sự phơi nhiễm của các nước LDC và đã có thể bán các khoản nợ với mức giá chiết khấu.

GIẢI QUYẾT MỚ HẬU QUẢ NHƯ THẾ NÀO?

- Thị trường thứ cấp để giao dịch các khoản nợ của các nước LDC bắt đầu hình thành.
- Công thức giảm nợ đã được áp dụng:
  - Mua lại nợ
  - Hoán đổi nợ lấy trái phiếu lối thoát (Exit Bond)
  - Chuyển đổi các khoản vay sang đồng nội tệ dành cho các khoản đầu tư cổ phiếu.
  - Hoán đổi các khoản vay thành trái phiếu Brady

CHI PHÍ VÀ LỢI ÍCH CỦA KHỦNG HOẢNG NỢ

- Chi phí
  - Bị tịch thu các tài sản
  - Bị loại trừ các khoản vay trong tương lai
  - Giảm các lợi ích từ thương mại quốc tế
- Lợi ích
  - Con nợ lẩn trốn khỏi nghĩa vụ trả nợ
  - Tựa như việc chuyển nguồn lực từ chủ nợ sang cho con nợ

LỊCH SỬ CÁC CUỘC KHỦNG HOẢNG NỢ ĐIỂN HÌNH TRÊN THẾ GIỚI

- Cuộc suy thoái lớn vào đầu thập niên 1980 đã gây ra một cuộc khủng hoảng nợ của các nước đang phát triển.
- Việc chuyển sang chính sách thu hẹp của Mỹ đã dẫn đến:
  - Sụt giảm tổng cầu ở các nước công nghiệp
  - Một sự gia tăng ngay lập tức và ở quy mô lớn về gánh nặng lãi suất mà các nước mắc nợ phải trả
  - Sự lên giá mạnh của đồng đô-la
  - Sự sụp đổ giá hàng hóa cơ bản.
- Cuộc khủng hoảng bắt đầu nổ ra vào tháng 8/1982 khi ngân hàng trung ương Mexico không thể trả khoản nợ 80 tỉ USD bằng ngoại tệ.
- Vào cuối năm 1986, hơn 40 quốc gia đã đối mặt với trục trặc tài chính bên ngoài.

TÁI CƠ CẤU NỢ CHO CÁC NƯỚC MỸ LATINH

- Năm 1987, chính phủ Mexico đã áp dụng một vài biện pháp cải cách:
  - Giảm thâm hụt của chính phủ
  - Giảm vai trò của khu vực công, bao gồm cả ngân hàng, bằng cách tư nhân hóa
  - Giảm rào cản thương mại
  - Duy trì cơ chế tỷ giá cố định có điều chỉnh (crawling peg) cho đến năm 1994 nhằm kìm chế lạm phát.
- Chính phủ Mỹ nhấn mạnh rằng các ngân hàng tư nhân cần tái cơ cấu lại các khoản nợ, và vào năm 1989 việc tái cơ cấu nợ của Mexico đã đạt được các kết quả:
  - Giảm lãi suất các khoản nợ xuống
  - Mở rộng kỳ hạn trả nợ
  - Xóa 12% nợ gốc
- Brazil, Argentina và các nước khác cũng được tái cơ cấu lại nợ với các ngân hàng tư nhân.

ARGENTINA

- 1970s: Nỗ lực bất thành nhằm ổn định lạm phát thông qua cơ chế tỷ giá bò trườn (crawling peg)
- 1980s: Áp dụng các chương trình bình ổn lạm phát thành công nhờ cải cách tiền tệ, kiểm soát giá, và các giải pháp khác.
- 1990s: Áp dụng cơ chế tỷ giá currency board (neo đồng peso vào đồng đô-la).
- 1991: Những cải cách của Argentina:
  - Giảm thâm hụt ngân sách
  - Giảm vai trò khu vực công bằng tư nhân hóa
  - Giảm rào cản thương mại
  - Cải cách thuế nhằm tăng nguồn thu
  - Ban hành luật chuyển đổi, đảm bảo 1 peso đổi được 1 USD.

ARGENTINA (TT)

- **Trục trặc gì nảy sinh:**
  - Do NHTW không cho phép in peso nếu không có đô-la dự trữ, lạm phát nhờ đó giảm đáng kể
  - Tuy nhiên lạm phát vẫn khoảng 5%/năm, cao hơn so với lạm phát ở Mỹ, làm cho giá hàng hóa Argentina cao tương đối so với ở Mỹ.
  - Do tỷ giá đồng peso bị định ở mức cao, thị trường bắt đầu đầu cơ vào sự phá giá của peso
  - Cuộc suy thoái kinh tế toàn cầu 2001 càng làm suy giảm nhu cầu hàng hóa của Argentina.
  - Việc duy trì cơ chế tỷ giá cố định vào lúc này trở nên quá tốn kém do Argentina cần lãi suất quá cao để thu hút đầu tư, do vậy càng làm giảm cầu đầu tư và tiêu dùng, sản lượng và công ăn việc làm.
  - Khi thu nhập giảm, nguồn thu thuế giảm, chi tiêu chính phủ lại tăng, càng góp phần làm tăng lạm phát đồng peso.
- **2001-2002: Vỡ nợ và từ bỏ cơ chế neo tỷ giá**
  - Argentina đã cố gắng duy trì cơ chế tỷ giá cố định, nhưng chính phủ đã phá giá đồng peso vào năm 2001 và ngay sau đó cho phép tỷ giá được biến động.
  - Argentina cũng tuyên bố vỡ nợ vào tháng 12/2001 do các nhà đầu tư không sẵn lòng tái cơ cấu nợ khi chúng đến hạn.

BRAZIL

- 1982s: Chịu lạm phát phi mã và nhiều nỗ lực thất bại trong chính sách bình ổn và cải cách tiền tệ.
- 1990s: Các biện pháp cải cách sau khủng hoảng:
  - Phát hành một loại tiền mới (neo đồng real với đồng đô-la),
  - bảo vệ đồng tiền bằng lãi suất cao,
  - giảm lạm phát về dưới 10%.
  - Giảm vai trò của khu vực nhà nước bằng tư nhân hóa
  - Giảm rào cản thương mại
  - Thực thi chính sách cải cách thuế nhằm cải thiện nguồn thu
  - Áp dụng chính sách tỷ giá cố định 1 real = 1 USD
  - Tuy nhiên thâm hụt ngân sách vẫn duy trì ở mức cao
- Thâm hụt cao của chính phủ dẫn đến lạm phát và đầu cơ vào sự mất giá của đồng real
- Thực tế là Chính phủ Brazil đã phá giá đồng real vào năm 1999, song tránh được khủng hoảng ngân hàng nhờ các ngân hàng và doanh nghiệp Brazil lúc đó đã không vay mượn ngoại tệ nhiều.

CHILE

- Chile chịu tác động của khủng hoảng tài chính và suy thoái vào thập niên 1980.
- 1980s: Thực thi nhiều chính sách cải cách, sử dụng cơ chế tỷ giá bò trườn nhằm kéo giảm dần lạm phát.
  - Áp dụng các quy định tài chính một cách nghiêm ngặt đối với ngân hàng
  - Loại bỏ các hình thức bảo lãnh của ngân hàng trung ương đối với hệ thống ngân hàng khi chúng gặp khó khăn
  - Áp dụng các biện pháp kiểm soát vốn lên các khoản nợ ngắn hạn, do đó các nhà đầu tư không thể tháo chạy nhanh chóng khi xảy ra hoảng loạn.
  - Cho phép NHTW được độc lập khỏi cơ quan thực thi tài khóa, cho phép tăng cung tiền một cách chậm rãi hơn.
- Nhờ những cải cách này, Chile đã tránh được khủng hoảng thập niên 1990.
- 1990-1997: Đạt được thành tích tăng trưởng 8%/năm và giảm lạm phát 20%.

MEXICO

- 1987: Thực thi chính sách bình ổn trên diện rộng và chương trình cải cách, cố định tỷ giá đồng peso vào đồng đô-la Mỹ.
- 1989-1991: Chuyển sang cơ chế tỷ giá bò trườn và biên độ trườn.
- 1994: Gia nhập khu vực thương mại tự do Bắc Mỹ (NAFTA) và đạt được lạm phát 7%.

CÁC NƯỚC ĐÔNG Á: THÀNH CÔNG VÀ KHỦNG HOẢNG

- Sự thần kỳ kinh tế Đông Á
  - Cho đến 1997, các nước Đông Á đạt được tốc độ tăng trưởng kinh tế rất cao.
  - Những yếu tố nào đóng góp vào sự thần kỳ Đông Á?
    - Tỷ lệ tiết kiệm và đầu tư cao
    - Nhấn mạnh vai trò của giáo dục
    - Môi trường kinh tế vĩ mô ổn định
    - Lạm phát thấp và không có sự sụt giảm kinh tế lớn nào
    - Tỷ phần đóng góp của thương mại ngày càng lớn trong GDP.

CÁC NƯỚC ĐÔNG Á: THÀNH CÔNG VÀ KHỦNG HOẢNG

Cán cân vãng lai/GDP

Country	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Indonesia	−2.6	−3.3	−2.0	−1.3	−1.6	−3.2	−3.4	−2.3
South Korea	−0.8	−2.8	−1.3	0.3	−1.0	−1.7	−4.4	−1.7
Malaysia	−2.0	−8.5	−3.7	−4.5	−6.1	−9.7	−4.4	−5.9
Philippines	−6.1	−2.3	−1.9	−5.5	−4.6	−2.7	−4.8	−5.3
Thailand	−8.5	−7.7	−5.7	−5.1	−5.6	−8.1	−8.1	−2.0

Source: World Bank, World Development Indicators.

CÁC NƯỚC ĐÔNG Á: THÀNH CÔNG VÀ KHỦNG HOẢNG

- Điểm yếu của châu Á
  - Ba điểm yếu về cơ cấu của các nền kinh tế châu Á trở nên hiển hiện từ cuộc khủng hoảng tài chính 1997:
    - Năng suất
      - tăng trưởng nhanh chóng các yếu tố sản xuất đầu vào nhưng sản lượng đầu ra trên mỗi đơn vị yếu tố đầu vào lại tăng chậm.
    - Điều tiết khu vực ngân hàng
      - Các quy định điều tiết hệ thống ngân hàng yếu kém
    - Khuôn khổ pháp lý
      - Thiếu khuôn khổ pháp lý tốt để xử lý các công ty gặp trục trặc

CÁC NƯỚC ĐÔNG Á: THÀNH CÔNG VÀ KHỦNG HOẢNG

- Khủng hoảng tài chính châu Á
  - Khởi phát vào ngày 2/7/1997 với sự kiện đồng baht Thái bị phá giá.
  - Sự sụt giảm thảm hại đồng baht Thái được tăng cường bởi làn sóng đầu cơ vào các đồng tiền khác của các nước trong khu vực như Malaysia, Indonesia, và Hàn Quốc.
    - Tất cả các nước bị ảnh hưởng, trừ Malaysia, quay qua tìm kiếm sự hỗ trợ của IMF.
  - Sự đi xuống của các nền kinh tế Đông Á diễn ra theo mô thức chữ V ngược: Sau khi sản lượng sụt giảm mạnh vào năm 1998, tăng trưởng quay trở lại trong năm 1999 nhờ việc đồng tiền mất giá đã thúc đẩy xuất khẩu cao hơn.

CÁC NƯỚC ĐÔNG Á: THÀNH CÔNG VÀ KHỦNG HOẢNG

Tăng trưởng và cán cân vãng lai của 5 nước bị khủng hoảng

Variable	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Real output growth (percent per year)	7.0	4.5	–8.1	6.9	7.0	1.6
Current account (percent of output)	–5.1	–2.7	10.5	7.6	5.1	3.9

The countries are those listed in Table 22-4.

Source: Institute for International Finance.

KHỦNG HOẢNG Ở CÁC NƯỚC ĐANG PHÁT TRIỂN KHÁC

- **Khủng hoảng ở Nga**
  - 1989: Bắt đầu bước vào quá trình chuyển đổi từ nền kinh tế kế hoạch hóa tập trung sang kinh tế thị trường.
  - Sau khi tiến hành tự do hóa năm 1991, luật kinh tế của Nga hoặc là thực thi yếu hoặc là không tồn tại.
    - Yếu kém trong việc thực thi các quy định về điều tiết hệ thống ngân hàng, thuế, quyền tài sản, hợp đồng vay vốn, và luật phá sản.
    - Thị trường tài chính chưa được phát triển.
    - Tham nhũng, bạo lực nổi lên ngày càng nghiêm trọng.
    - Do nguồn thu thuế không đủ, chính phủ buộc phải tài trợ chi tiêu bằng đặc quyền in tiền (seigniorage).
    - Do in tiền làm tăng kỳ vọng lạm phát, tăng lãi suất, và rủi ro vỡ nợ.
  - 1997: Nỗ lực bình ổn đồng rúp và giảm lạm phát dưới sự hỗ trợ tín dụng của IMF.
  - 1998: Nga phá giá đồng rúp, tuyên bố vỡ nợ và đóng băng dòng vốn.
    - Do đầu tư sụt giảm khiến cho sản lượng sụt giảm theo nhưng sau đó lại tăng trưởng trở lại nhờ sự phục hồi của giá dầu.
  - 2000: Đạt được mức tăng trưởng nhanh.

KHỦNG HOẢNG Ở CÁC NƯỚC ĐANG PHÁT TRIỂN KHÁC

Sản lượng và lạm phát: Nga và Ba Lan, 1991-2000

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Real Output Growth										
Russia	−5.4	−19.4	−10.4	−11.6	−4.2	−3.4	0.9	−4.9	3.2	7.5
Poland	−7.0	2.6	4.3	5.2	6.8	6.0	6.8	4.8	4.1	4.1
Inflation Rate										
Russia	92.7	1,353.0	875.0	307.0	197.0	47.6	14.7	27.7	85.7	20.8
Poland	70.3	43.0	35.3	32.2	27.9	19.9	14.9	11.8	7.3	10.1

Source: IMF, *World Economic Outlook,* various issues.

KHỦNG HOẢNG Ở CÁC NƯỚC ĐANG PHÁT TRIỂN KHÁC

- **Khủng hoảng ở Brazil 1999**
  - **Brazil gặp vấn đề nợ công**
    - Brazil đã phá giá tiền tệ 8% vào tháng 1/1999 và rồi cho phép thả nổi tỷ giá.
      - Tỷ giá đồng real mất 40% giá trị so với đô-la
    - Nỗ lực ngăn ngừa sự tụt dốc của đồng real và kết quả là nền kinh tế lại rơi vào suy thoái.
      - May thay sự suy thoái đã không kéo dài, lạm phát không cất cánh và tránh được sự sụp đổ của khu vực tài chính.

KHỦNG HOẢNG Ở CÁC NƯỚC ĐANG PHÁT TRIỂN KHÁC

- **Khủng hoảng Argentina 2001-2002**
  - Việc neo cứng đồng peso vào đồng đô-la đã khiến cho nền kinh tế gặp bất lợi khi đồng đô-la lên giá trên thị trường hối đoái quốc tế.
  - 2001: Hạn chế việc rút tiền của người dân khỏi các ngân hàng nhằm ngặn chặn sự tháo chạy khỏi đồng peso, và rồi tuyên bố ngừng thanh toán các khoản nợ ngoại tệ.
  - 2002: Thiết lập hệ thống tỷ giá kép và một hệ thống tỷ giá thả nổi duy nhất cho đồng peso.

AI GÂY RA KHỦNG HOẢNG NỢ CHÂU ÂU?



"Bất kể thị trường đóng vai trò gì trong việc tạo xúc tác cho cuộc khủng hoảng nợ quốc gia, một thực tế không thể tranh cãi là chính sự chi tiêu vô độ của nhà nước đã dẫn đến mức thâm hụt và nợ ở quy mô không bền vững và chúng đang đe dọa phúc lợi kinh tế của chúng ta."

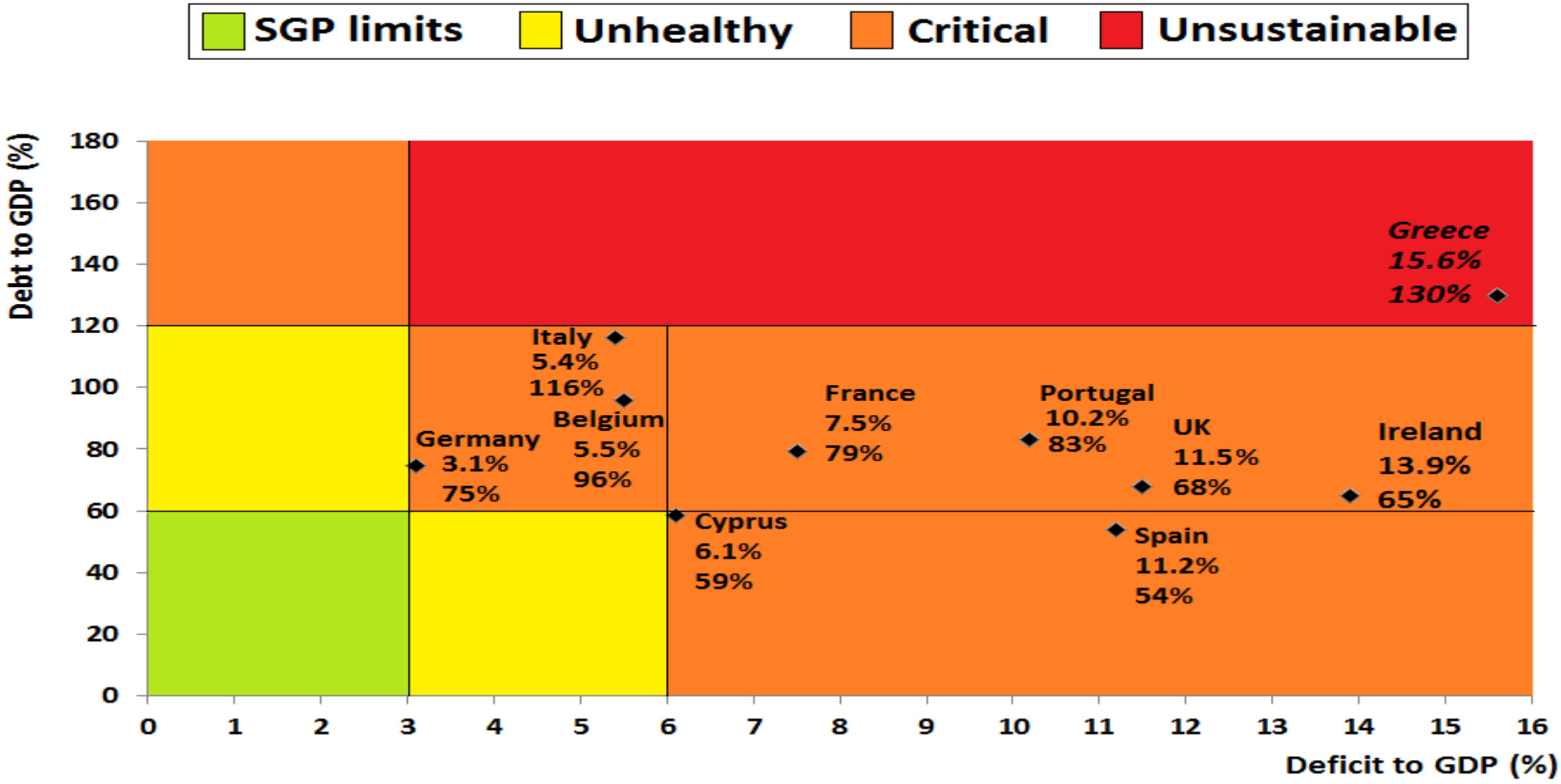
Wolfgang Schäuble, Bộ trưởng tài chính Đức

"Chúng ta không thể là con tốt thí hoặc là lời bào chữa dễ dàng mà người châu Âu và các tổ chức quốc tế sử dụng để che dấu năng lực quản lý khủng hoảng kém cõi của họ và để đưa ra câu trả lời đầy đủ và hoàn hảo cho các vụ tấn công vào đồng euro, đồng tiền mạnh nhất thế giới."

Evangelos Venizelos, Bộ trưởng tài chính Hy Lạp



Budget Deficit and Public Debt to GDP - 2009



Source: Eurostat

BÀI HỌC TỪ KHỦNG HOẢNG

1. Cố định tỷ giá có những rủi ro: các chính phủ mong muốn giữ cố định tỷ giá để giúp ổn định khu vực xuất khẩu và nhập khẩu, nhưng cái giá phải trả có thể khiến cho lãi suất tăng cao và thất nghiệp gia tăng.

- Lạm phát cao (gây ra do thâm hụt của chính phủ hoặc sự gia tăng về cung tiền) hoặc sự sụt giảm cầu đối với hàng xuất khẩu dẫn đến việc đồng tiền bị định giá cao và áp lực phá giá.
- Với sức ép phá giá cho trước, việc cam kết giữ cố định tỷ giá thường dẫn đến làm tăng lãi suất (do giảm cung tiền) và sự giảm giá trong nước.

BÀI HỌC TỪ KHỦNG HOẢNG

- Giá giảm nhờ sự suy giảm thâm hụt của chính phủ, dẫn đến sự sụt giảm về tổng cầu, sản lượng và công ăn việc làm.
- Một cơ chế tỷ giá cố định có thể khuyến khích các ngân hàng và doanh nghiệp tăng cường vay mượn ngoại tệ, nhưng một sự phá giá sẽ làm gia tăng gánh nặng lên các khoản nợ và kết cục là khủng hoảng ngân hàng nổ ra.
- Cam kết tỷ giá cố định có thể làm cho khủng hoảng tài chính trở nên nghiêm trọng hơn": lãi suất cao làm cho các khoản vay của ngân hàng trở nên khó trả hơn, và ngân hàng trung ương không thể tự do in tiền để cấp cho các ngân hàng gặp trục trặc (tức không thể đóng vai trò là người cho vay cứu cánh – lender of last resort)

BÀI HỌC TỪ KHỦNG HOẢNG

2. Việc thực thi các quy định giám sát tài chính yếu kém có thể dẫn đến các khoản đầu tư rủi ro và khủng hoảng ngân hàng một khi khủng hoảng tiền tệ nổ ra hoặc khi có sự sụt giảm sản lượng, thu nhập và công ăn việc làm.
3. Tự do hóa tài chính và dòng vốn nếu không đi liền với việc áp dụng các quy định tài chính lành mạnh có thể dẫn đến hiện tượng tháo chạy của dòng vốn một khi các khoản vay rủi ro hay các tài sản rủi ro khác mất giá trị trong thời kỳ suy thoái.

BÀI HỌC TỪ KHỦNG HOẢNG

4. Tầm quan trọng của yếu tố kỳ vọng: Ngay cả các nền kinh tế được đánh giá là khỏe mạnh thì cũng sẽ bị tổn thương trước khủng hoảng một khi sự kỳ vọng thay đổi.
   - Sự kỳ vọng về một nền kinh tế thường thay đổi khi các nền kinh tế khác chịu ảnh hưởng từ những biến cố bất lợi.
   - Khủng hoảng quốc tế có thể phát sinh từ sự lây nhiễm (contagion): Một biến cố bất lợi ở một quốc gia này có thể dẫn đến một biến cố tương tự ở những quốc gia khác.

BÀI HỌC VỀ KIỂM SOÁT VỐN Ở MỘT SỐ NƯỚC: BIỆN PHÁP LÊN DÒNG VỐN VÀO

- **Brazil**: 2009- Áp dụng thuế suất 2% lên danh mục đầu tư cổ phiếu và dòng vốn nợ.
- **Indonesia**: 2011- Áp đặt: (1) thời hạn nắm giữ 6 tháng đối với trái phiếu NHTW, và (2) hạn mức vay nước ngoài ngắn hạn đối với các ngân hàng tối đa 30% vốn tự có.
- **Hàn Quốc**: 2011- Tái áp đặt mức khấu trừ thuế 14% đối với các khoản thu nhập lãi của người không cư trú khi nắm giữ trái phiếu kho bạc (ngoài ra còn chịu thêm 20% thuế lợi vốn).
- **Peru**: 2010- Tăng mức phí mua tín phiếu NHTW lên đến 400 điểm cơ bản (từ 10 điểm cơ bản).
- **Thái Lan**: 2010- Tái áp đặt mức thuế khấu trừ 15% lên các khoản thu nhập lãi và lợi vốn của người không cư trú khi mua mới các khoản trái phiếu chính phủ.

BÀI HỌC VỀ KIỂM SOÁT VỐN Ở MỘT SỐ NƯỚC: BIỆN PHÁP LÊN DÒNG VỐN RA

- **Argentina**: 2001- Áp đặt hạn mức rút tiền ngân hàng và các biện pháp kiểm soát lên các giao dịch và các khoản vay bằng ngoại tệ.
- **Iceland**: 2008- Ngưng khả năng chuyển đổi của các tài khoản nội tệ đối với các giao dịch vốn.
- **Malaysia**: 1998- Áp đặt thời gian chờ 12 tháng đối với người không cư trú khi chuyển đổi tiền bán chứng khoán thu được sang ngoại tệ.
- **Ukraine**: 2008- Áp đặt thời gian chờ 5 ngày đối với người không cư trú khi chuyển đổi tiền bán chứng khoán thu được sang ngoại tệ.
- **Thái Lan**: 1997- Áp đặt giới hạn lên các giao dịch kỳ hạn và áp dụng biện pháp kết hối nguồn thu xuất khẩu (surrender requirement).

CÁC BIỆN PHÁP QUẢN LÝ VỐN THEO BA THẾ HỆ

Quốc gia	Thế hệ thứ nhất (Kiểm soát định lượng)	Thế hệ thứ hai (Kiểm soát dựa trên giá)	Thế hệ thứ ba (Điều tiết FX)
Trung Quốc	Lệnh cấm hoàn toàn hoặc thiết lập giới hạn đối với sự xâm nhập của các khoản đầu tư nhất định		
Ấn Độ	Thiết lập giới hạn trực tiếp lên các giao dịch USD-rupee		Yêu cầu ký quỹ đối với các giao dịch kỳ hạn USD-rupee lên 100%
Brazil		Đánh thuế lên danh mục đầu tư	Dự trữ bắt buộc không hưởng lãi suất đối với các trạng thái ngoại tệ đoản/âm(short) trên thị trường ngoại hối giao ngay
Hàn Quốc		Khấu trừ thuế lên các khoản đầu tư trái phiếu và công cụ thị trường tiền tệ đối với người không cư trú	Nhiều biện pháp kiểm soát lên trạng thái phái sinh ngoại hối
Peru		Đánh thuế lên danh mục đầu tư	Thiết lập giới hạn trạng thái đoản/âm đối với các giao dịch ngoại tệ và dự trữ bắt buộc đối với tất cả các khoản tiền gửi ngoại tệ
Indonesia	Yêu cầu nắm giữ thời hạn 1 năm đối với các tín phiếu NHTW		
Thái Lan		Đánh thuế lên các khoản nắm giữ trái phiếu chính phủ của người không cư trú	

CHÍNH SÁCH VĨ MÔ NHẰM ĐỐI PHÓ THÁCH THỨC DÒNG VỐN VÀO

Sự bùng phát dòng vốn vào

Các chính sách vĩ mô nhằm giảm tổn thương lên nền kinh tế

Nâng giá đồng tiền

Không thích hợp nếu bị thâm hụt vãng lai nghiêm trọng hoặc mối lo về khả năng cạnh tranh của nền kinh tế

Siết chặt chính sách tiền tệ

Nếu can thiệp thị trường ngoại hối để giữ tỷ giá trong giới hạn mà gây sức ép lên lạm phát, sự can thiệp vô hiệu hóa cần phải được tiến hành. Tuy nhiên, sự can thiệp này có thể càng khuyến khích dòng vốn vào nhiều hơn do chênh lệch lãi suất (dòng vốn ngắn hạn)

Siết chặt chính sách tài khóa

Không gian để thực hiện chính sách tài khóa nghịch chu kỳ có thể bị giới hạn. Các công cụ bình ổn tự động lại bị hạn chế hơn ở các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển. Ngoài ra, các thay đổi trong chính sách tài khóa thường có độ trễ trong điều hành.

Kiểm soát tài khoản vốn

Kiểm soát tài khoản vốn (các biện pháp chỉ được áp dụng cho người không cư trú) chỉ được sử dụng hiệu quả trong ngắn hạn nhưng lại là công cụ bổ sung hữu hiệu nếu như quy mô dòng vốn vào quá lớn và được dự đoán là ngắn hạn. Công cụ này cũng được xem là hữu hiệu do không cần phải thông qua các trung gian ngân hàng.

Cần phối hợp chính sách nhằm tránh các hạn chế hoặc sự đánh đổi

Các chính sách bản đảm niềm tin nhằm giảm tổn thương lên khu vực tài chính nền kinh tế

Các biện pháp nhằm vào các tổ chức tài chính

Hữu ích nếu như dòng vốn dịch chuyển qua ngân hàng hay FIs. Nếu không thì chỉ có tác dụng ở vòng 2 khi dòng vốn tác động làm tăng giá tài sản và mở rộng tín dụng thông qua FIs.

Các biện pháp nhằm vào người đi vay

Hữu ích nếu như dòng vốn dịch chuyển qua ngân hàng hay FIs. Nếu không thì chỉ có tác dụng ở vòng 2 khi dòng vốn tác động làm tăng giá tài sản và mở rộng tín dụng thông qua FIs.

Các biện pháp xử lý vùng đệm của ngân hàng

BÀI HỌC CỦA CÁC NƯỚC ĐANG PHÁT TRIỂN

- Bài học từ khủng hoảng của các nước đang phát triển có thể tóm lược như sau:
  - Lựa chọn cơ chế tỷ giá phù hợp
  - Tầm quan trọng có tính trung tâm đặt vào khu vực ngân hàng
  - Thực hiện các biện pháp cải cách theo đúng trình tự
  - Tầm quan trọng của sự lây lan

ỨNG PHÓ KHỦNG HOẢNG: NGĂN NGỪA HAY XỬ LÝ?

- Các đề xuất ứng phó khủng hoảng có thể chia thành 2 nhóm, bao gồm các giải pháp ngăn ngừa và các giải pháp xử lý.
- Các giải pháp "phòng ngừa"
  - Các giải pháp phòng ngừa bao gồm:
    - Minh bạch hơn
    - Hệ thống ngân hàng vững mạnh hơn
    - Tăng cường các biện pháp kiểm soát tín dụng
    - Tăng dòng vốn đầu tư cổ phần tương đối so với dòng vốn nợ
  - Tính hiệu quả của các giải pháp này vẫn còn tranh cãi.

ỨNG PHÓ KHỦNG HOẢNG: NGĂN NGỪA HAY XỬ LÝ?

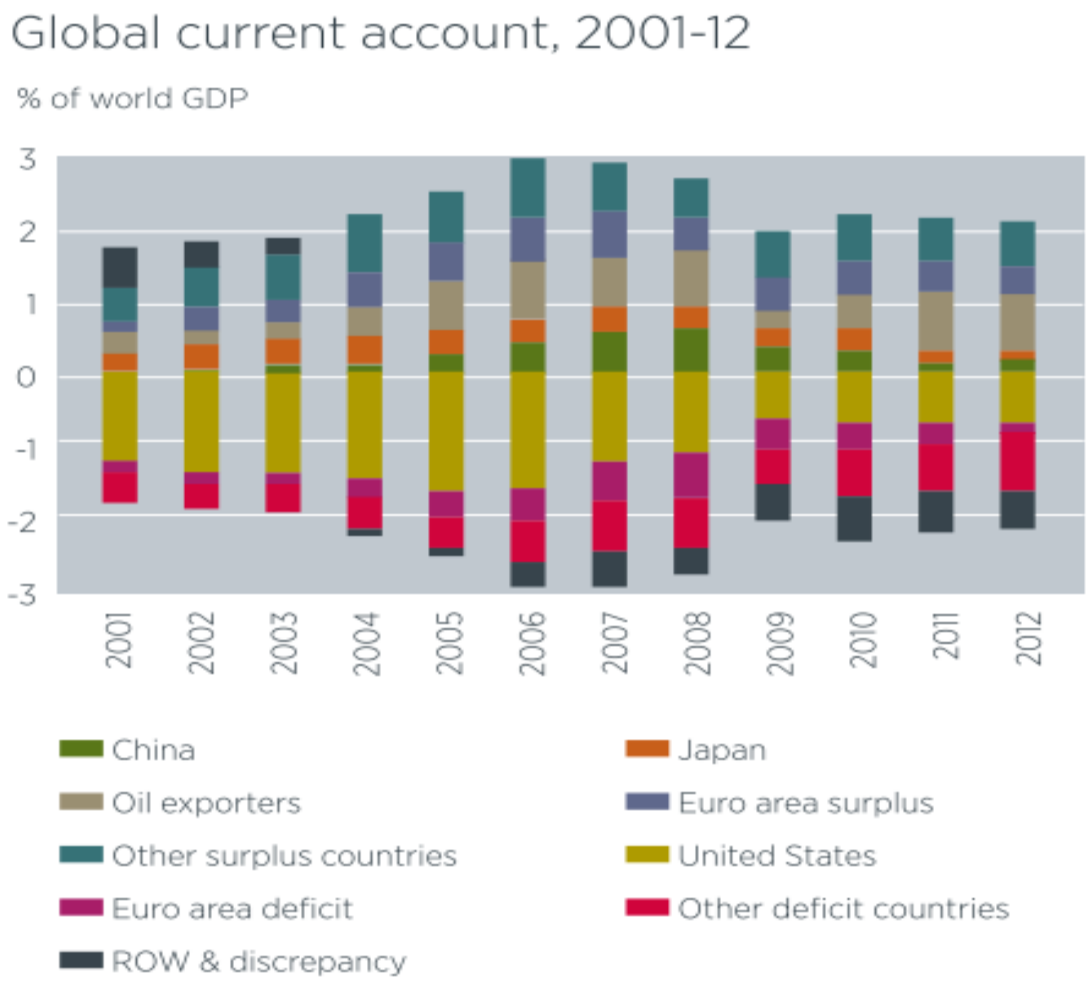
- Xử lý khủng hoảng
  - Các giải pháp xử lý khủng hoảng bao gồm:
    - Tăng cường vai trò cho vay của IMF => tranh cãi vai trò của IMF
      - Tăng cường năng lực của IMF
      - Hạn chế vai trò của IMF nhằm tránh tâm lý ỷ lại
    - Thực hiện tiến trình phá sản theo trật tự để giải quyết các quyền lợi của chủ nợ đối với các nước đang phát triển không thể trả nợ.

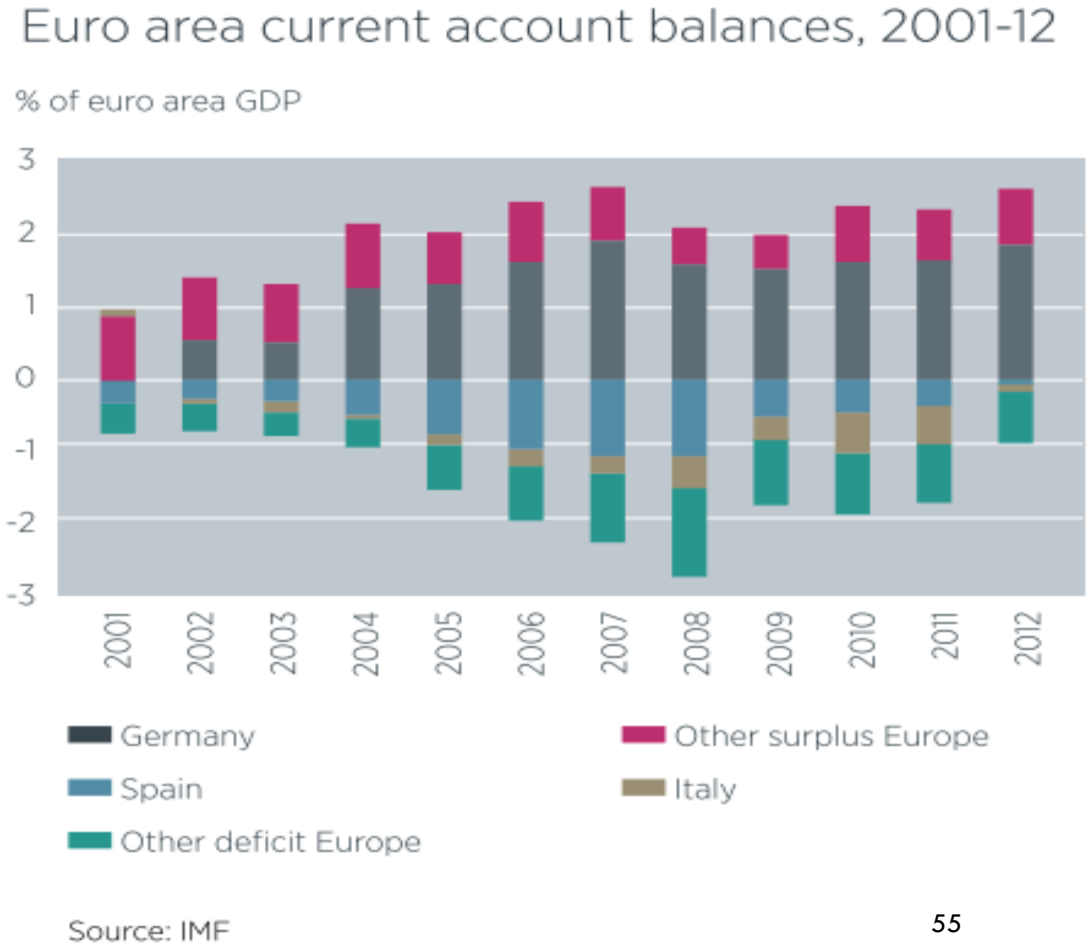
10 LÝ DO VÌ SAO KHỦNG HOẢNG NỢ KHÔNG BAO GIỜ CÓ THỂ CHẤM DỨT

1. Mất cân bằng kinh tế tiếp tục đẩy sức ép lên nợ nước ngoài
2. Dòng vốn tiếp tục dịch chuyển theo cách không thể kiểm soát
3. Nợ khu vực tư nhân đang gia tăng
4. Nợ công cao hơn bao giờ hết ở một số quốc gia
5. Nợ công rủi ro hơn bao giờ hết ở một số quốc gia
6. Những quả bom hẹn giờ nợ dự phòng có thể phát nổ bất cứ lúc nào
7. Hiện tượng tránh, trốn thuế và cắt giảm viện trợ đang làm xói mòn thu nhập nhà nước
8. Các chính sách giới hạn nợ có thể chịu sự chi phối bởi các thao túng chính trị
9. Các tiêu chuẩn tài trợ có trách nhiệm hiếm khi được tuân thủ
10. Cơ chế thực thi nợ hữu hiệu không tồn tại

Source: Bodo Ellmers and Diana Hulova (2013)

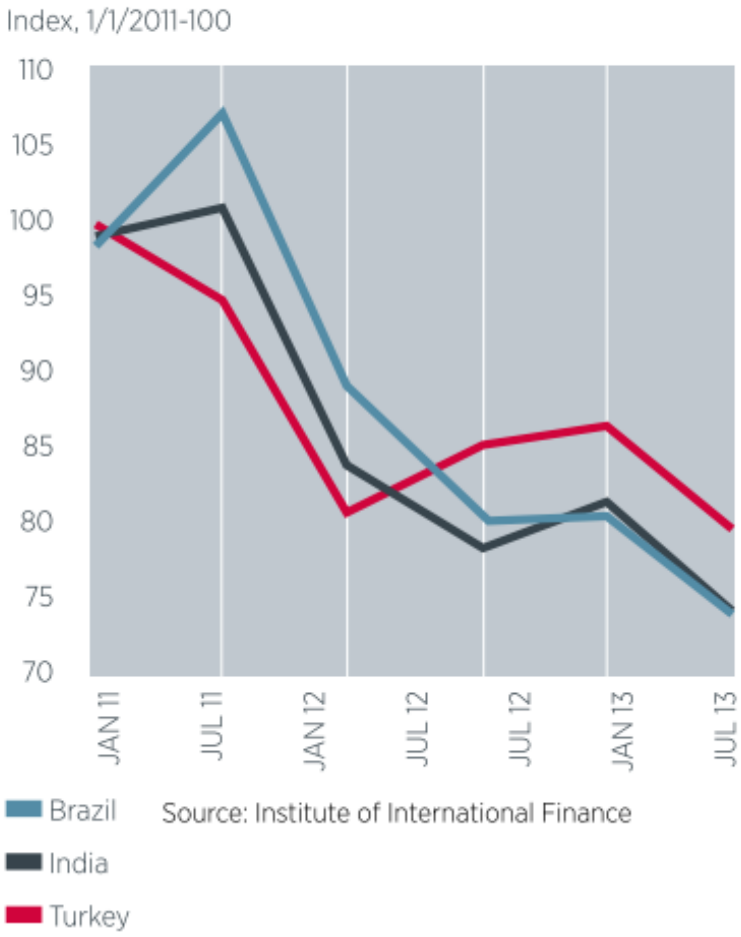
1. MẤT CÂN BẰNG KINH TẾ TIẾP TỤC ĐẨY SỨC ÉP LÊN NỢ NƯỚC NGOÀI



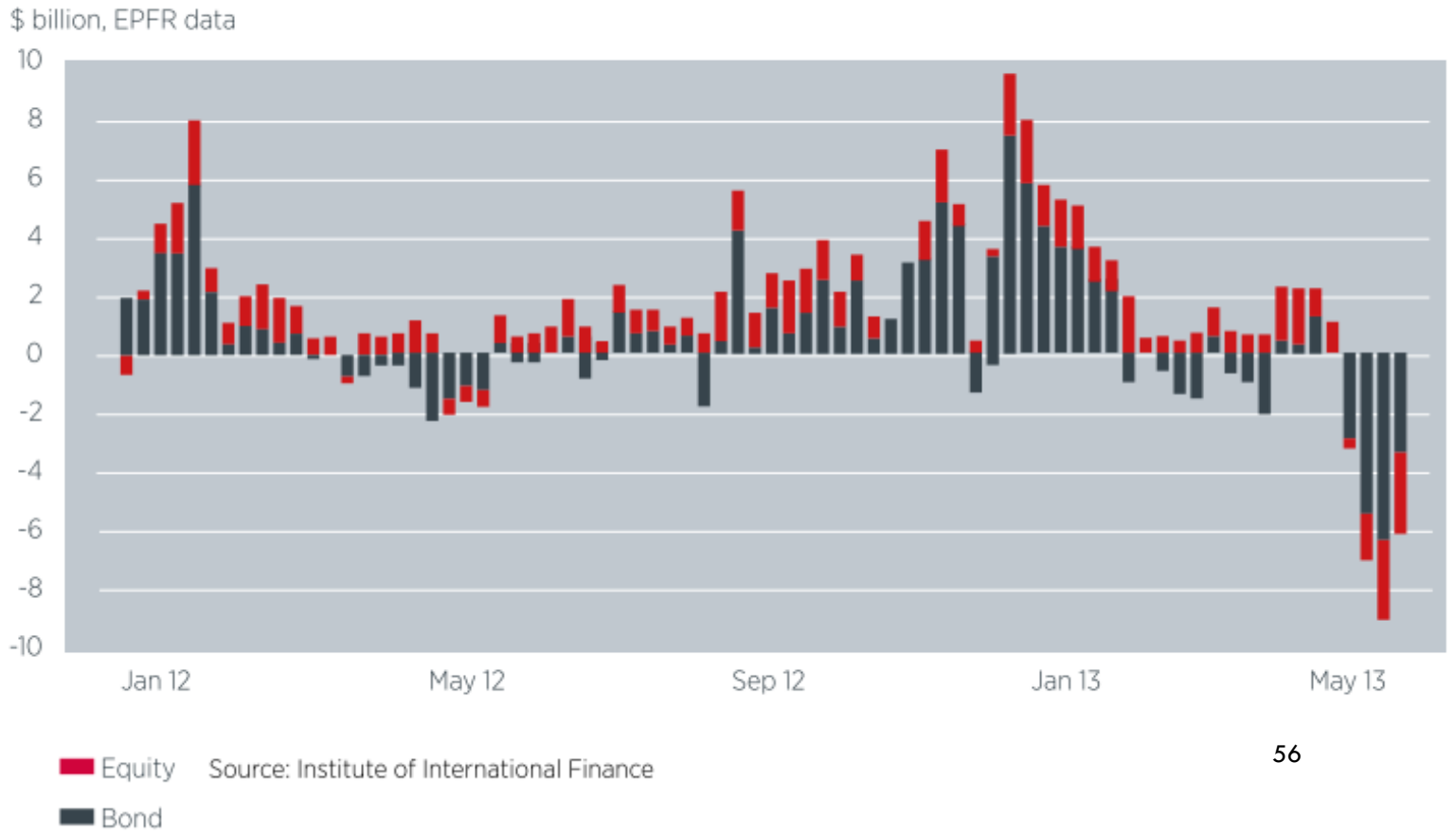


2. DÒNG VỐN TIẾP TỤC DỊCH CHUYỂN THEO CÁCH KHÔNG THỂ KIỂM SOÁT

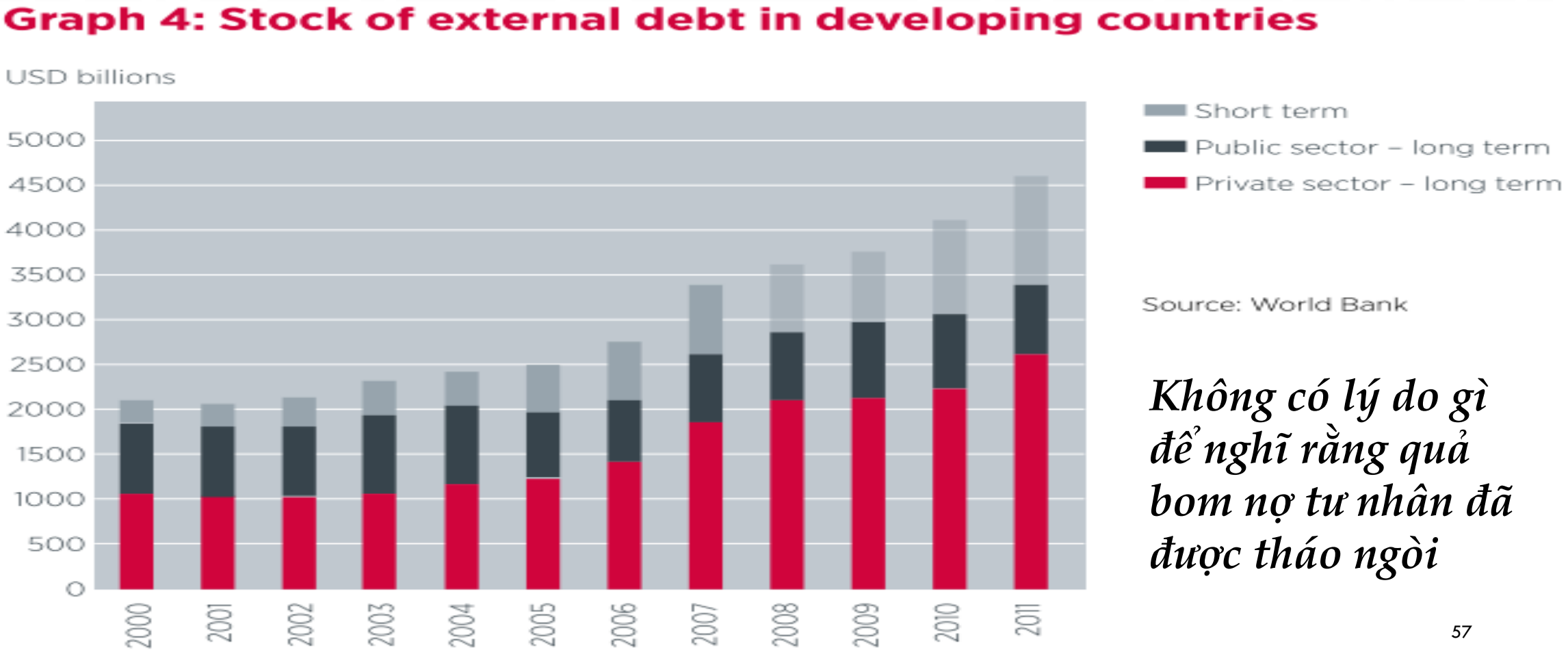
Graph 2: Exchange rates in selected emerging markets; January 2011 - July 2013



Graph 3: Emerging market net equity and bond fund flows



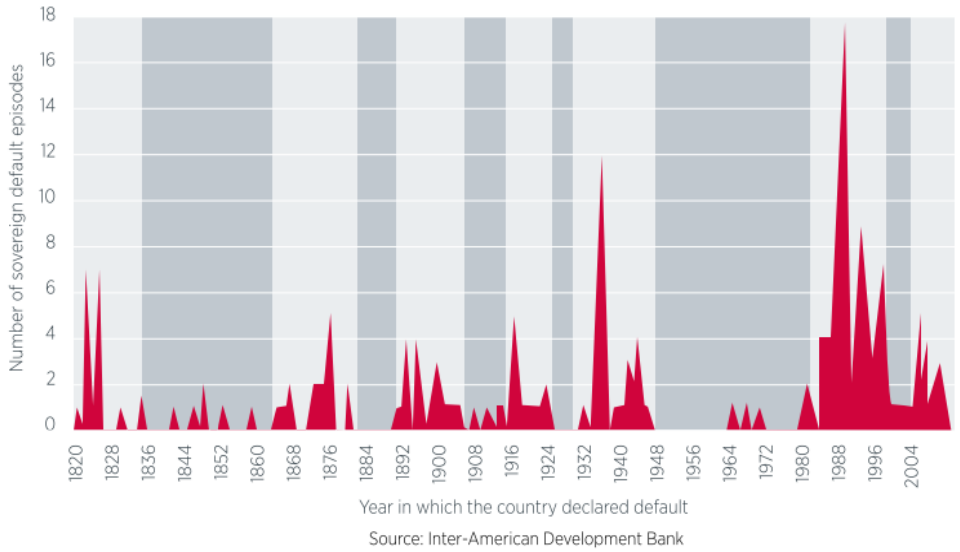
3. NỢ KHU VỰC TƯ NHÂN ĐANG GIA TĂNG



Không có lý do gì để nghĩ rằng quả bom nợ tư nhân đã được tháo ngòi

4. NỢ CÔNG CAO HƠN BAO GIỜ HẾT Ở MỘT SỐ QUỐC GIA

Graph 5: Sovereign debt defaults 1820-2004



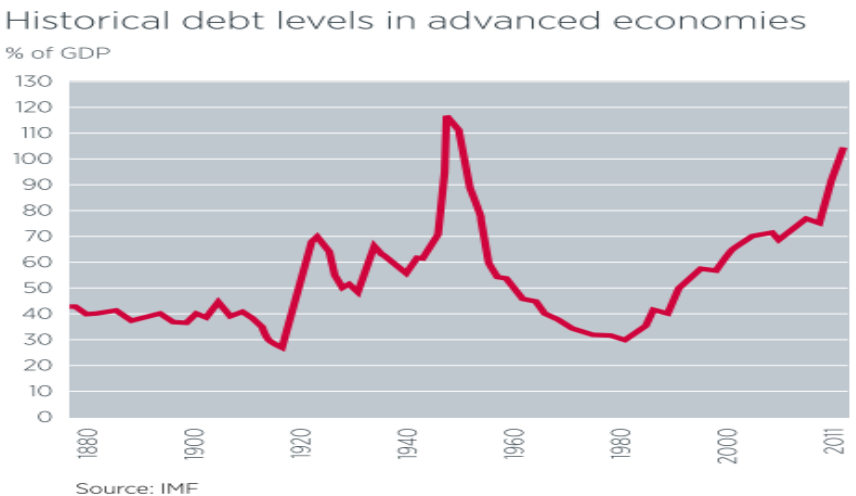
Source: Inter-American Development Bank

Graph 6: Private sector leverage potentially impacting sovereign debt levels

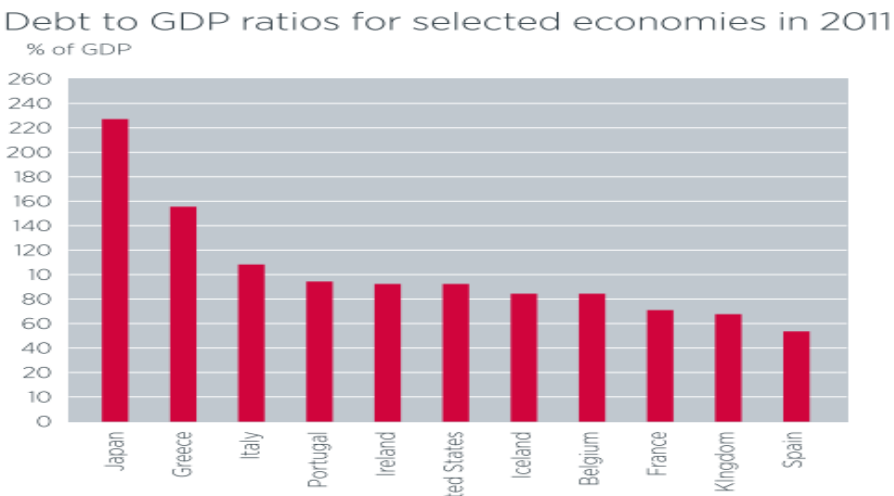


Source: McKinsey Global Institute

Graph 7: Historical debt levels in advanced economies



Source: IMF

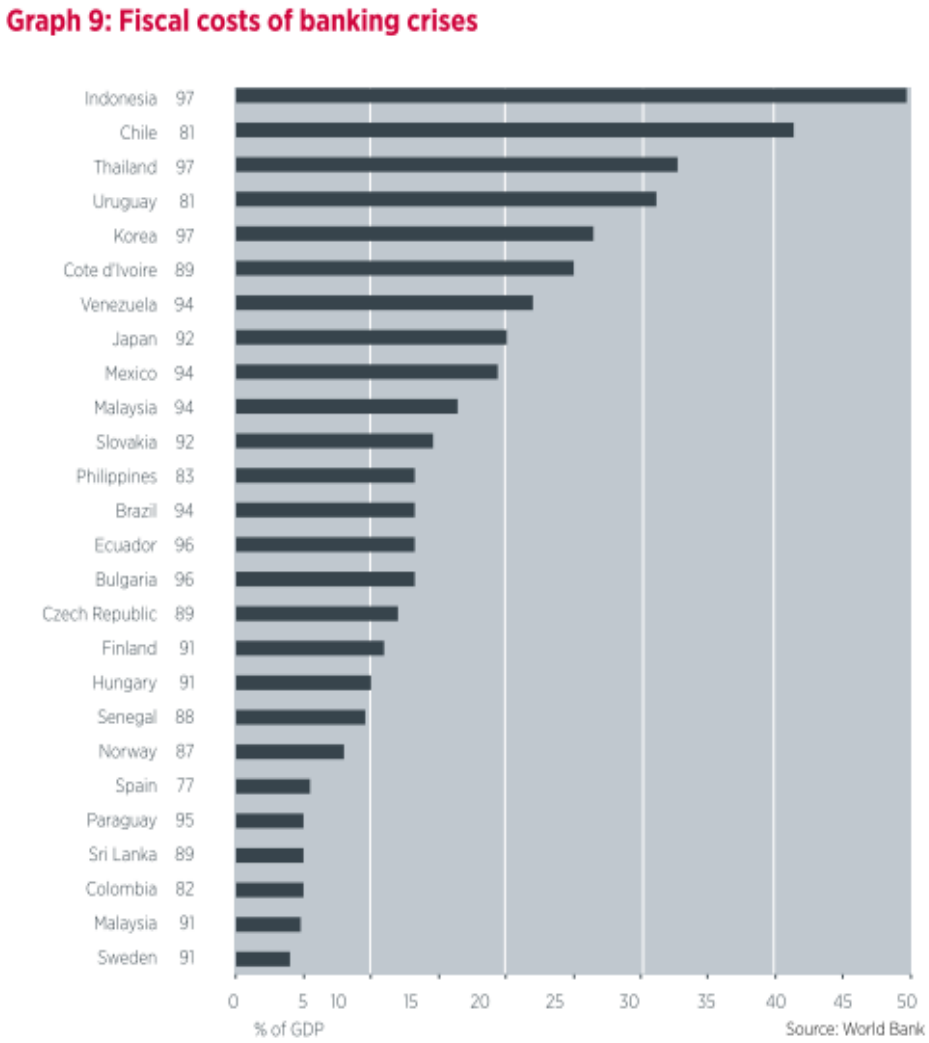


5. NỢ CÔNG RỦI RO HƠN BAO GIỜ HẾT Ở MỘT SỐ QUỐC GIA

- Các nước thu nhập thấp (LICs) nhận được các khoản tài trợ ngày càng ít ưu đãi hơn.
- Các khoản nợ mới của những nước này nhìn chung là có tính rủi ro hơn, do khu vực tư nhân tài trợ ngày càng nhiều, với chi phí đắt đỏ hơn và chi phí cao hơn.
- Một số nước LICs lần đầu phát hành trái phiếu ra thị trường vốn quốc tế nhưng cuộc khủng hoảng tài chính đã chứng minh rằng sự thèm muốn của nhà đầu tư quốc tế khi rót tiền vào trái phiếu các nước đang phát triển còn rất mong manh.

6. NHỮNG QUẢ BOM HẸN GIỜ NỢ DỰ PHÒNG CÓ THỂ PHÁT NỔ BẤT CỨ LÚC NÀO

- Một khu vực ngân hàng được giám sát tồi và mô hình đối tác công tư (PPP) vẫn còn che dấu nhiều khoản nợ với quy mô lên đến vài lần so với GDP ở một số quốc gia.
- Chi phí tài khóa để xử lý khủng hoảng ngân hàng ở các nước như Cyprus, Hy Lạp, và Ireland ước tính là vượt 60% GDP.
- Các khoản chi phí này bao gồm chi phí trực tiếp thông qua tái cấp vốn cho các ngân hàng và bảo lãnh, hoặc chi phí gián tiếp do nguồn thu thuế bị mất đi hoặc những tác động xấu lên nền kinh tế.



7. HIỆN TƯỢNG TRÁNH, TRỐN THUẾ VÀ CẮT GIẢM VIỆN TRỢ ĐANG LÀM XÓI MÒN THU NHẬP NHÀ NƯỚC

- Hiện tượng tránh thuế và trốn thuế đang đe dọa tính bền vững ngân sách của nhiều quốc gia.
- Nhiều khoản tiền bị rò rỉ thông qua các hoạt động trốn thuế, hoạt động tội phạm, tham nhũng.
- Các khoản viện trợ bị cắt giảm gần đây cũng đặt thách thức lên những quốc gia nghèo nhất.
- Hoạt động vay mượn lại phải tăng cường để bù đắp cho những khoảng trống đó.

8. CÁC CHÍNH SÁCH GIỚI HẠN NỢ CÓ THỂ CHỊU SỰ CHI PHỐI BỞI CÁC THAO TÚNG CHÍNH TRỊ

- Các giới hạn nợ nần chỉ được quy định bởi IMF nhằm duy trì các khoản vay trong giới hạn bền vững và đó cũng là tín hiệu cho các chính phủ cũng như các nhà tài trợ biết rằng họ nên tìm kiếm sự hỗ trợ mới chỉ ở dạng các khoản tài trợ hay viện trợ.
- Trong thực tế các giới hạn này thường được gỡ bỏ hoặc bị bỏ qua bất cứ khi nào có sự can thiệp chính trị.

Table 3: Debt burden thresholds under the Debt Sustainability Framework

Type of Policy	PV of debt in percent of			Debt service in percent of	
	Exports	GDP	Revenue	Exports	Revenue
Weak Policy	100	30	200	15	18
Medium Policy	150	40	250	20	20
Strong Policy	200	50	300	25	22

Source: IMF

9. CÁC TIÊU CHUẨN TÀI TRỢ CÓ TRÁCH NHIỆM HIẾM KHI ĐƯỢC TUÂN THỦ

- Mặc dù thuật ngữ "tài trợ có trách nhiệm – responsible financing" có tính chất hoa mỹ được đề cập trong các chương trình nghị sự của UN, EU, or G20, nhưng trong thực tế có rất ít sự tuân thủ đối với tiêu chuẩn này.
- Nếu tất cả các con nợ và chủ nợ đều tuân thủ tốt các tiêu chuẩn tài trợ có trách nhiệm, khủng hoảng nợ có lẽ đã không xảy ra.

10. CƠ CHẾ THỰC THI NỢ HỮU HIỆU KHÔNG TỒN TẠI

- Sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008 đến nay vẫn không có bất kỳ một cơ chế hữu hiệu nào để ngăn ngừa các khoản nợ thiếu bền vững phát sinh như một dấu hiệu của tiền khủng hoảng.