

Bài giảng 6

Lý thuyết khủng hoảng tài chính

Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright
Học kỳ Hè 2013

Đỗ Thiên Anh Tuấn

1

Nội dung trình bày

- Các lý thuyết khủng hoảng tài chính
- Vai trò của chính phủ
- *Khủng hoảng tiền tệ ở Việt Nam?*

2

Các lý thuyết về khủng hoảng tài chính

□ Lý thuyết Marxist

- Tiền lương được trả quá thấp sv. Giá trị hàng hóa được tạo ra
- Quy luật về tỷ suất lợi nhuận giảm dần
- Vai trò của chính phủ: đánh thuế trên lợi nhuận để tái phân phối thu nhập

□ Lý thuyết của Minsky (1919 – 1996):

- Khó khăn khắc Minsky và sự ổn định bất ổn (*Stability is unstable*)
- 3 hình thức tài trợ: tài chính phòng vệ, tài chính đầu cơ, và tài chính Ponzi
- Suy thoái: phòng vệ => phục hồi: đầu cơ => tăng trưởng: Ponzi
=> suy thoái: phòng vệ

3

Các lý thuyết về khủng hoảng tài chính (tt)

□ Trò chơi phối hợp

- Mô hình Diamond và Dybvig (1983)
- Mô hình Obstfeld (1994)

□ Mô hình bầy đàn và mô hình kỳ vọng thích ứng

- Mô hình bầy đàn: nhà đầu tư duy lý
- Mô hình kỳ vọng thích ứng: nhà đầu tư không duy lý, họ dựa trên kinh nghiệm

4

Trò chơi phối hợp: giữa những nhà đầu cơ

	Tấn công	Không tấn công
Tấn công	10, 10	0, 0
Không tấn công	0, 0	10, 10

	Tấn công	Không tấn công
Tấn công	10, 10	0, 0
Không tấn công	0, 0	5, 5

	Tấn công	Không tấn công
Tấn công	10, 5	0, 0
Không tấn công	0, 0	5, 10

	Tấn công	Không tấn công
Tấn công	10, 10	0, 7
Không tấn công	7, 0	7, 7 ⁵

Trò chơi phối hợp: nhà đầu cơ với chính phủ

		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

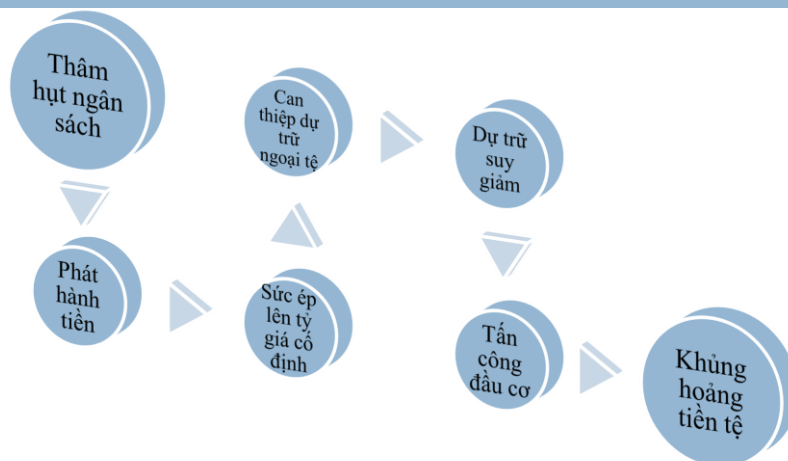
Lý thuyết về khủng hoảng tiền tệ

- Mô hình thể 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 thể hệ thứ 2
 - Obstfeld (1986, 1996), Eichengreen, Rose, và Wyplosz (1996)
 - Tính tự phát sinh (self-fulfilling)
 - Khủng hoảng ERM 1992 - 1993
- Mô hình thể hệ thứ 3
 - McKinnon và Pill (1997), Krugman (1998)
 - Khủng hoảng kép (twin crisis)
 - Khủng hoảng Đông Á 1997 - 1998

7

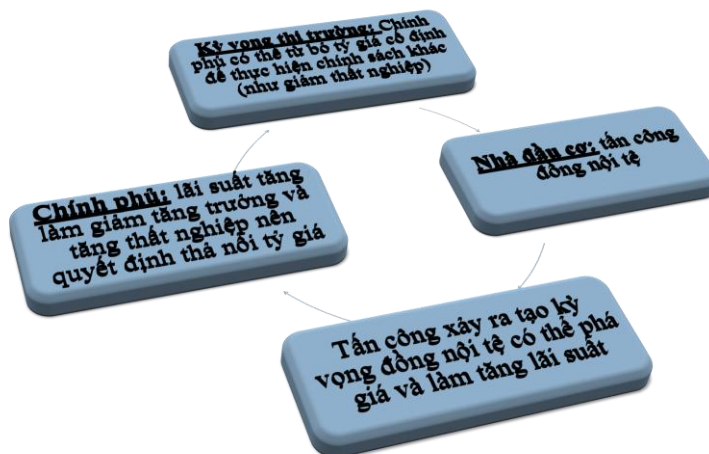
Mô hình thể hệ thứ 1

8



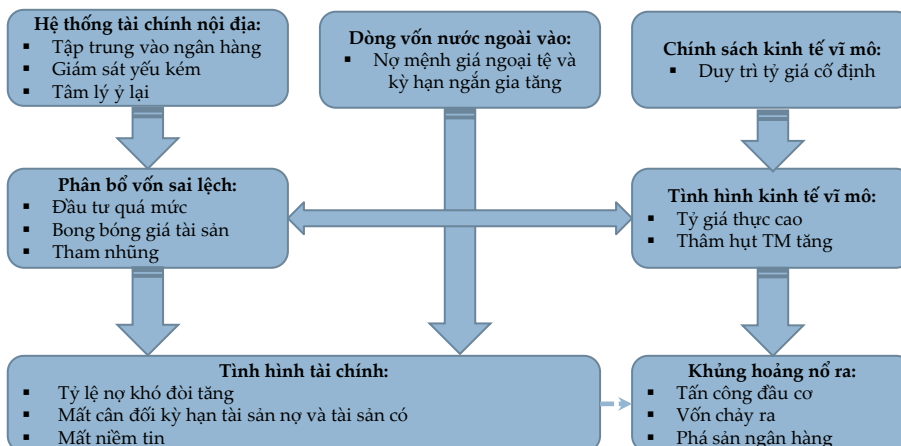
Mô hình thể hệ thứ 2

9



Mô hình thể hệ thứ 3 (nhìn từ khủng hoảng Đông Á 1997 – 1998)

10



Vai trò của chính phủ

- ❑ Cơ sở can thiệp của chính phủ
- ❑ Giải cứu sv. không giải cứu
- ❑ Khía cạnh kinh tế, chính trị, pháp lý, kỹ thuật
- ❑ Nguồn lực của chính phủ
- ❑ Vấn đề thể chế
- ❑ Thưởng sv. phạt
- ❑ Thất bại của chính phủ

11

Cơ chế giải quyết khủng hoảng

- ❑ Vấn đề nội bộ (quốc gia, vùng) sv. vấn đề quốc tế
- ❑ Vấn đề đa phương sv. vấn đề song phương
- ❑ Vai trò của IMF sv. các sáng kiến chung (Sáng kiến Chiangmai – CMI)

12

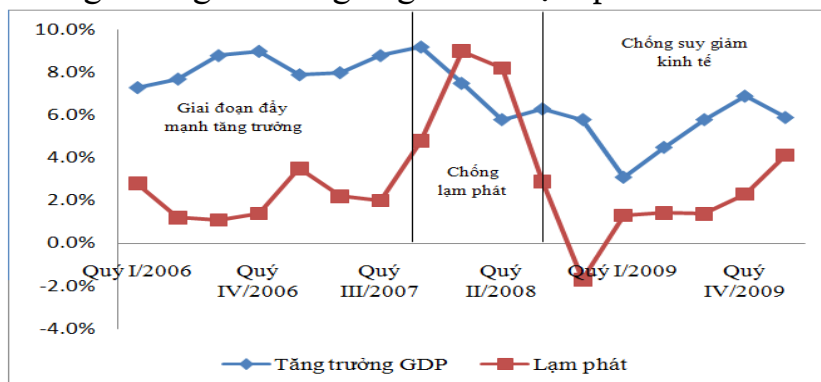
Khủng hoảng tài chính ở Mỹ 2007

- Khủng hoảng nợ dưới chuẩn (subprime)
- Nguyên nhân:
 - Fed duy trì lãi suất thấp (1%/năm)
 - 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
 - Cảnh báo của P. Krugman (2005) và Roubini (2006)
- Yếu tố châm ngòi:
 - Fed thắt chặt tiền tệ
 - Thị trường nhà ở xấu đi

13

Khủng hoảng tiền tệ ở Việt Nam? Một vài chỉ báo kinh tế

- Tăng trưởng kinh tế giằng co với lạm phát

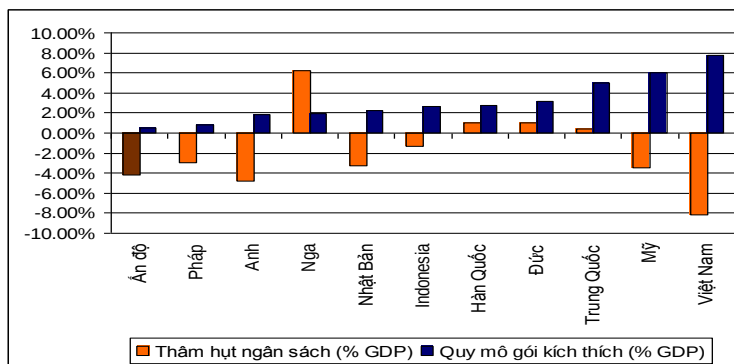


Nguồn: GSO, FETP

14

Khủng hoảng tiền tệ ở Việt Nam? Một vài chỉ báo kinh tế

- Thâm hụt ngân sách cao và kéo dài



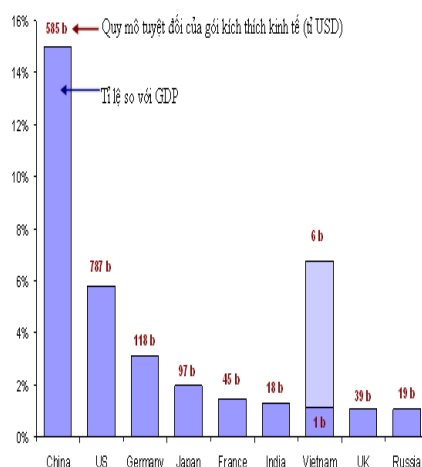
Nguồn: Dẫn lại từ Vũ Thành Tỵ Anh (2010)

15

Gói kích thích kinh tế

- Thành phần:**

- ✓ Hỗ trợ lãi suất
- ✓ Cắt giảm thuế thu nhập cá nhân, VAT
- ✓ Tăng chi tiêu vào cơ sở hạ tầng
- ✓ Chuyển giao cho chính quyền địa phương
- ✓ Tài trợ nhà ở
- ✓ Trợ cấp SMEs

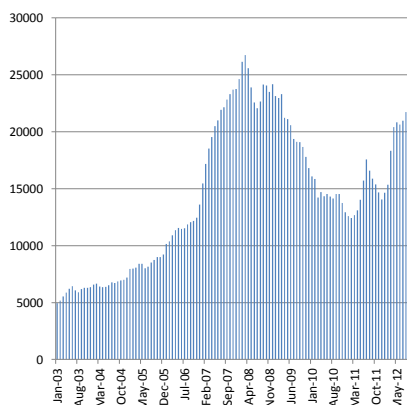


Nguồn: The Economist, Financial Times, và Chính phủ Việt Nam

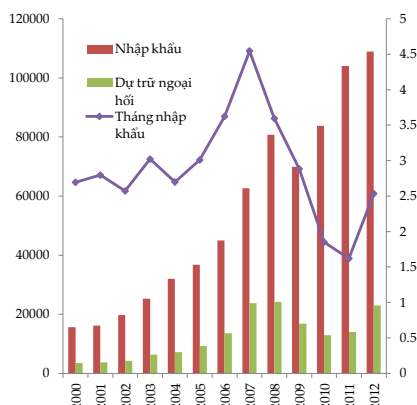
16

Khủng hoảng tiền tệ ở Việt Nam? Một vài chỉ báo kinh tế

Dự trữ ngoại hối suy giảm
(triệu USD)



Khả năng trang trải nhu cầu nhập khẩu của nền kinh tế suy giảm

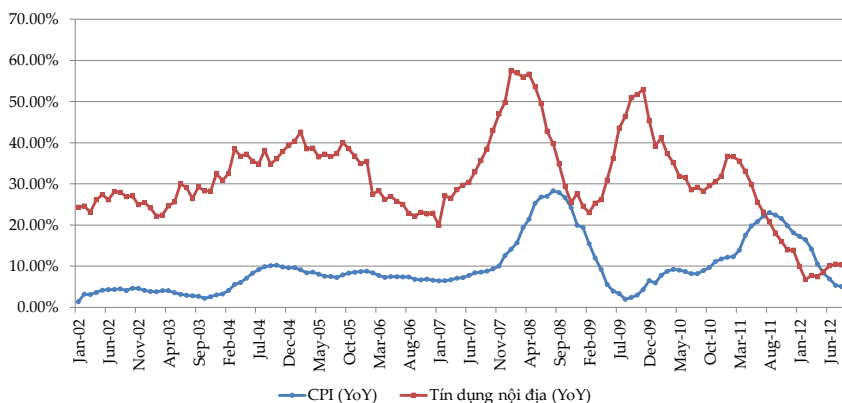


Nguồn: IFS

17

Khủng hoảng tiền tệ ở Việt Nam? Một vài chỉ báo kinh tế

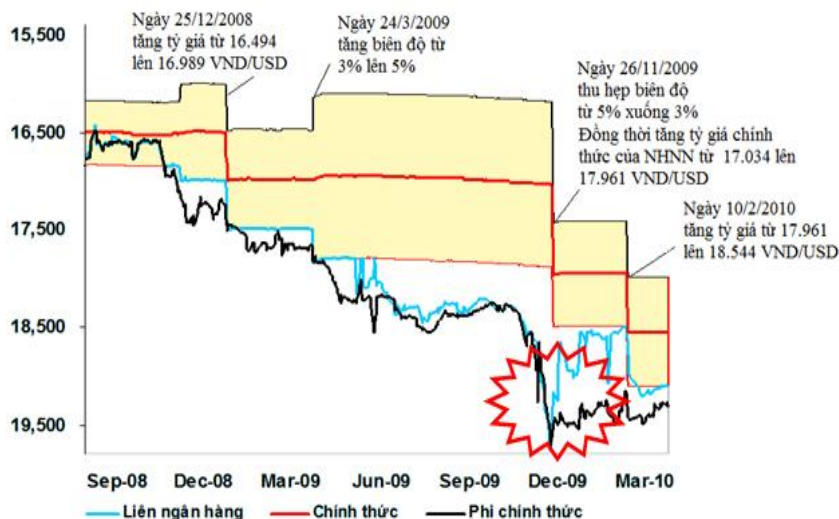
- Tăng trưởng tín dụng cao đi cùng với lạm phát



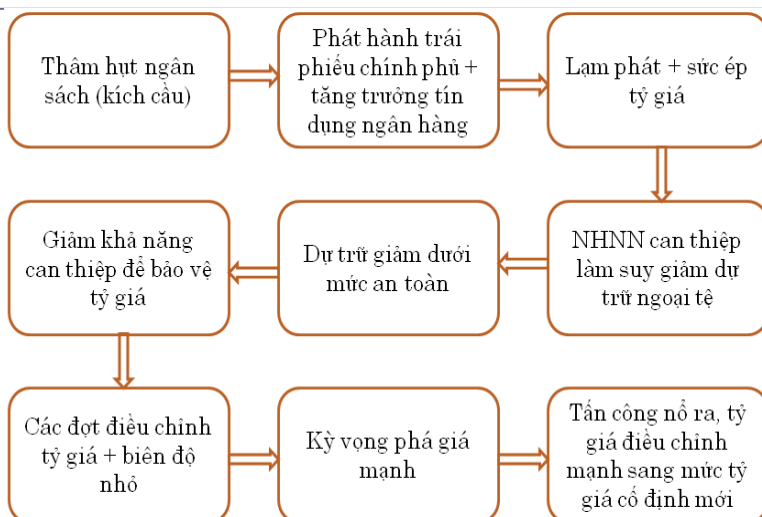
Nguồn: IFS

18

Căng thẳng tỷ giá 2009



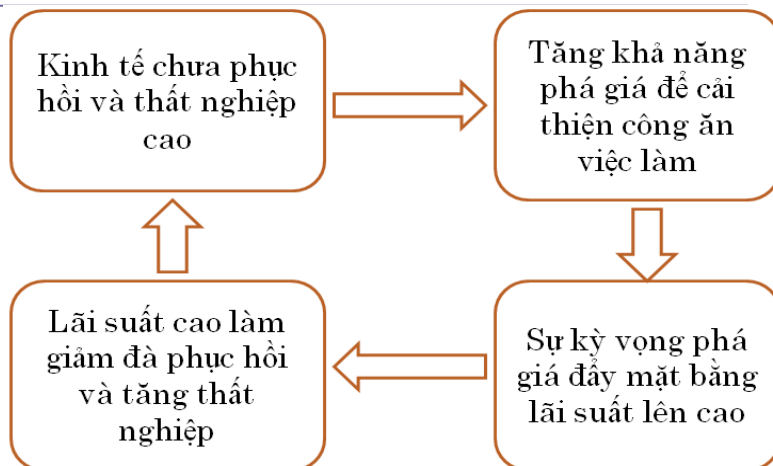
Khủng hoảng tiền tệ ở Việt Nam? Mô hình 1



-3

Khủng hoảng tiền tệ ở Việt Nam?

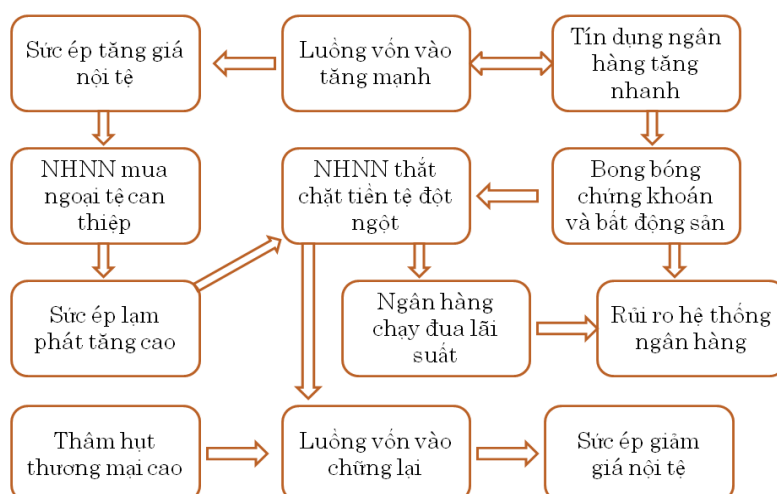
Mô hình 2



21

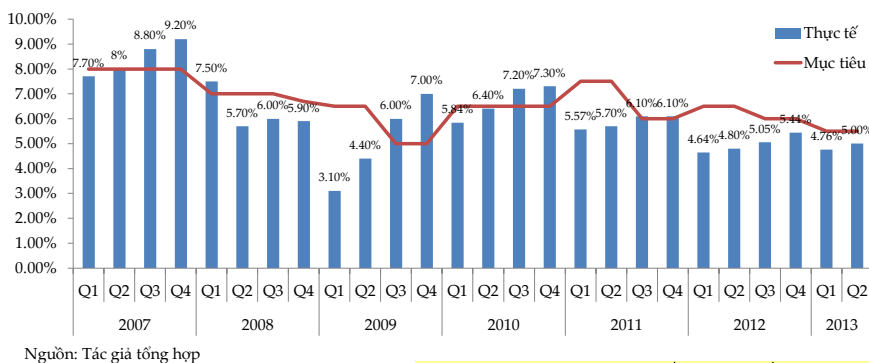
Khủng hoảng tiền tệ ở Việt Nam?

Mô hình 3



22

Thách thức còn ở phía trước? Tăng trưởng kinh tế không đạt mục tiêu



Dự báo	2012	2013
Chính phủ VN (mục tiêu)	6.0%	5.5%
IMF (T4/12)	5.6%	6.3%
NHTG (T5/12)	5.7%	6.3%
ADB (T4/12)	5.7%	6.2%
EIU (T5/12)	5.6%	6.9%

Thách thức còn ở phía trước?

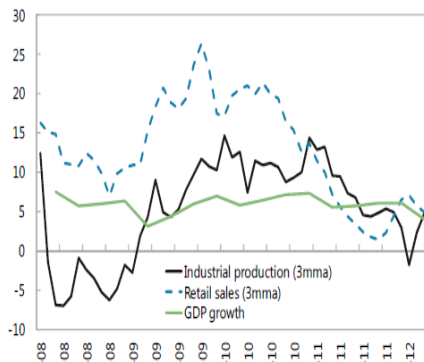
- ❑ Tăng trưởng tín dụng, vốn gián tiếp nước ngoài và lạm phát cao
- ❑ Thâm hụt ngân sách triền miên, ngưỡng nợ công bị phá vỡ
- ❑ Thâm hụt thương mại lớn và sức ép lên tỷ giá hối đoái
- ❑ Tính thanh khoản và thậm chí là khả năng thanh toán yếu trong hệ thống ngân hàng
- ❑ Nợ xấu tăng cao và tiềm ẩn nhiều rủi ro có tính hệ thống

24

Tăng trưởng và lạm phát của Việt Nam

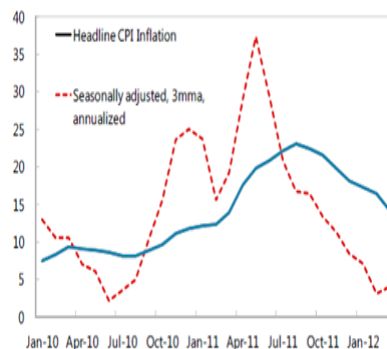
GDP Growth

(Year-on-year percent change)



Headline CPI and Inflation Momentum

(In percent)



Source: IMF staff estimates.

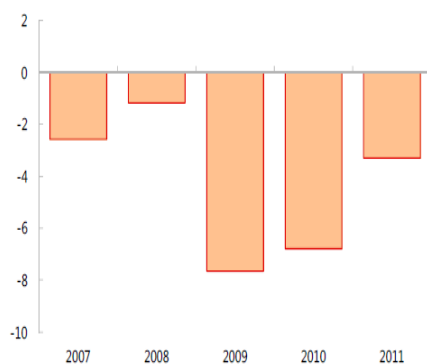
Nguồn: IMF, Vietnam 2012 Article IV Consultation

25

Thâm hụt ngân sách và tăng trưởng tín dụng

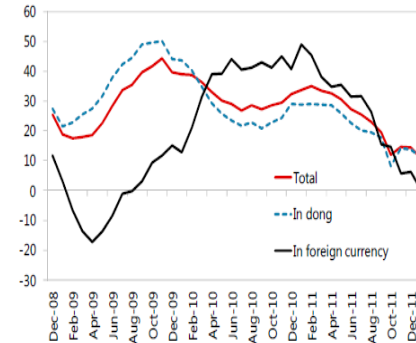
Fiscal Balance

(In percent of GDP)



Credit to the Economy

(Year-on-year percent change)



Sources: Authorities, and IMF calculations.

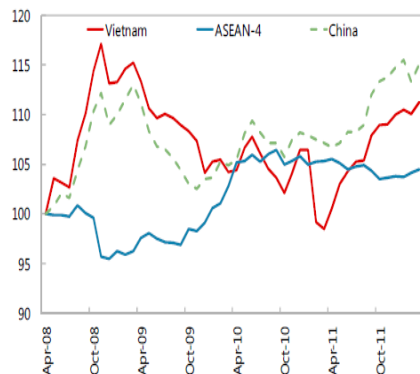
Nguồn: IMF, Vietnam 2012 Article IV Consultation

26

Tỷ giá thực và độ tín nhiệm quốc gia

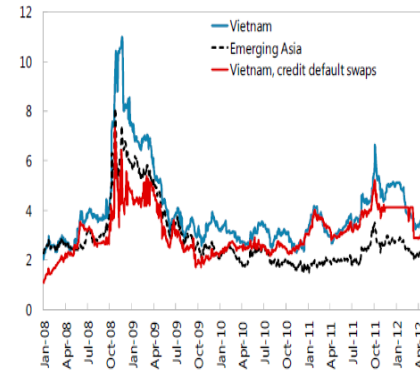
Real Effective Exchange Rates

(Index, April 2008=100)



Sovereign Bond Spreads

(In percentage points)



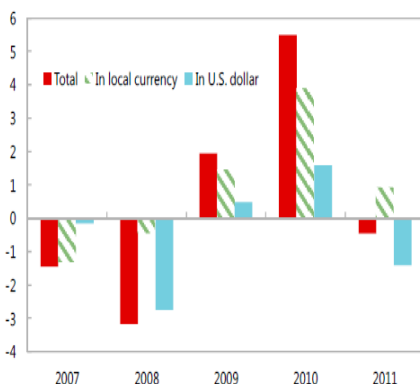
Nguồn: IMF, Vietnam 2012 Article IV Consultation

27

Khu vực ngân hàng thương mại

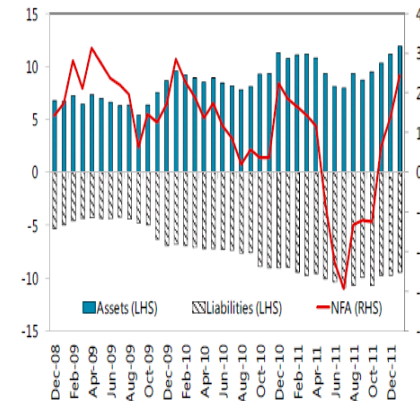
SBV Net Credit to Banks

(Annual flow, in percent of GDP)



Banks' Net Foreign Assets

(in billion of US dollars)



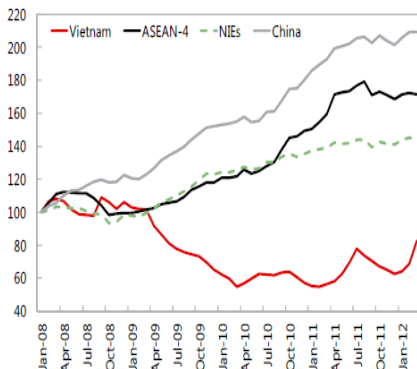
Nguồn: IMF, Vietnam 2012 Article IV Consultation

28

Dự trữ ngoại hối và cán cân thanh toán

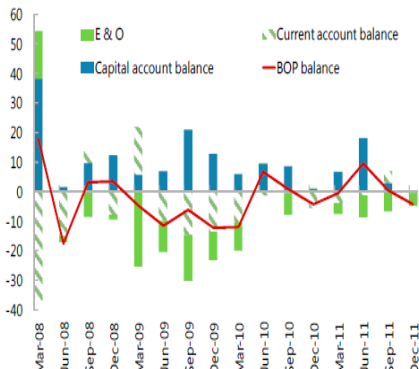
International Reserves

(Index, January 2008=100)



Balance of Payments

(In percent of GDP)



Nguồn: IMF, Vietnam 2012 Article IV Consultation

29

Ma trận rủi ro

(Giả định không có phản ứng chính sách trước các cú sốc)

Khả năng	Cú sốc	Kênh truyền dẫn	Khu vực chịu tác động	Lỗ hổng	Tác động tiềm ẩn
Thấp	Xảy ra cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu mới	Xuất khẩu, kiều hối, tài trợ bên ngoài	Doanh nghiệp xuất khẩu, SOEs, ngân hàng, khu vực hộ gia đình	<i>Ngân hàng:</i> Nền tảng vốn tự có yếu, tăng nợ xấu, nhưng khả năng phơi nhiễm thấp trước các dòng vốn quốc tế, hồi phục NFA và cải thiện các nguồn tài trợ từ các khu vực ngoài châu Âu	<i>Cao:</i> Suy giảm tín dụng và tăng trưởng
Thấp	Suy giảm kinh tế nhiều hơn ở châu Âu/châu Á	Xuất khẩu, kiều hối	Doanh nghiệp xuất khẩu	<i>Hoạt động xuất khẩu/SOEs:</i> Tăng thị phần xuất khẩu vào các nước châu Á mới nổi (21% năm 2011). Tuy nhiên, phần lớn các khoản tài trợ từ nước ngoài có tính chất dài hạn và có liên quan đến các khoản vay dự án	<i>Trung bình:</i> Suy giảm tăng trưởng
Trung bình	Giảm đơn bất nợ bởi các ngân hàng châu Âu	Tài trợ bên ngoài	Khu vực tài chính		<i>Thấp:</i> Suy giảm nhẹ tín dụng
Thấp	Khủng hệ thống ngân hàng trong nước	Đổ vỡ tín dụng	Khu vực tài chính	Niềm tin mỏng manh vào hệ thống tài chính và đồng tiền	<i>Cao:</i> Đổ vỡ tín dụng, áp lực tỷ giá, suy giảm dự trữ, rủi ro tài khoá
Cao	Nới lỏng chính sách sớm	Mở rộng cho vay mới, chi tiêu nhiều hơn	Khu vực tài chính, SOEs, bất động sản và xây dựng		<i>Cao:</i> Suy giảm niềm tin, áp lực tỷ giá, suy giảm dự trữ

Nguồn: IMF, Vietnam 2012 Article IV Consultation

30