Bài giảng 7

Khủng hoảng tài chính toàn cầu và những bất ổn của kinh tế Việt Nam

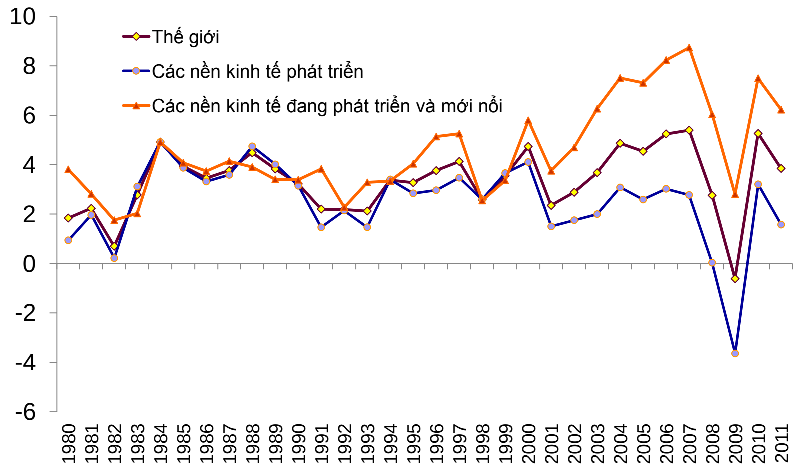
Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright
Học kỳ Hè 2012

Bài giảng này chủ yếu dựa trên các bài giảng về khủng hoảng tài chính của Thầy Nguyễn Xuân Thành

Nội dung trình bày

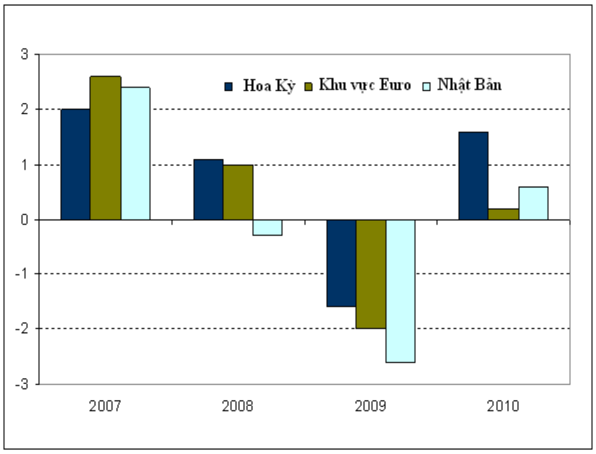
- Khủng hoảng tín dụng dưới chuẩn ở Mỹ
- Khủng hoảng nợ ở châu Âu
- Bất ổn kinh tế vĩ mô ở Việt Nam

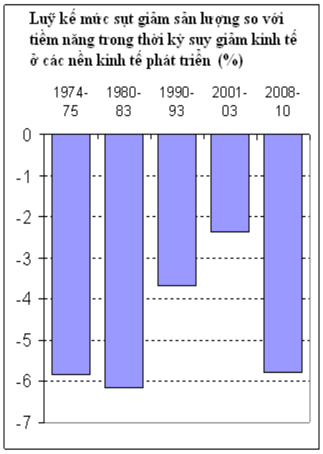
Tăng trưởng kinh tế thế giới (%)



Nguồn: IMF, World Economic Outlook Database, April 2012.

Sự suy yếu ở các nền kinh tế phát triển



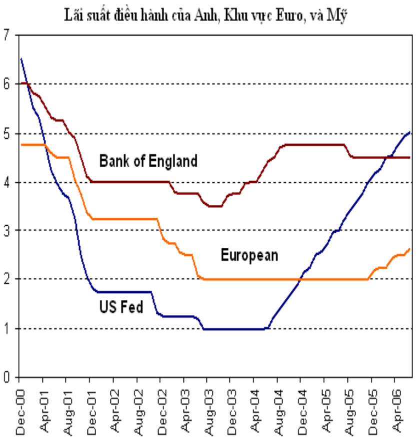


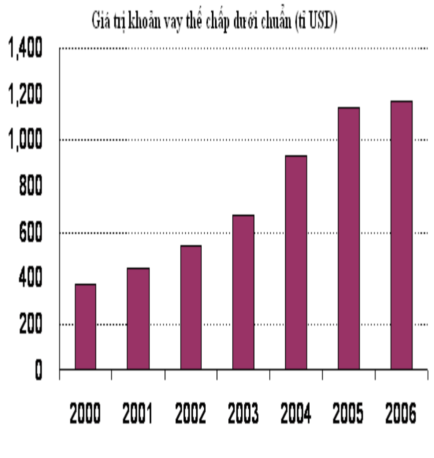
Nguồn: IMF

Khủng hoảng tín dụng dưới chuẩn ở Mỹ

- Nguyên nhân cơ bản:
  - Lãi suất điều hành được duy trì ở mức thấp trong thời gian dài
  - Tính phức tạp của kỹ thuật chứng khoán hoá và các sản phẩm tài chính phái sinh
  - Hệ thống điều tiết và giám sát các khoản vay được thế chấp không đủ và yếu
  - Sự xếp hạng đáng ngờ đối với các sản phẩm tài chính (phái sinh)
- Kích hoạt:
  - Fed thắt chặt tiền tệ
  - Sự suy yếu của thị trường nhà ở Mỹ
- Vấn đề thứ cấp:
  - Kế toán theo giá thị trường
  - Hiệu ứng giảm đòn bẩy tài chính

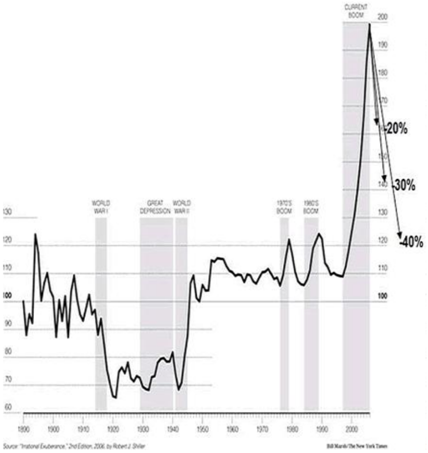
Tín dụng dưới chuẩn ở Mỹ

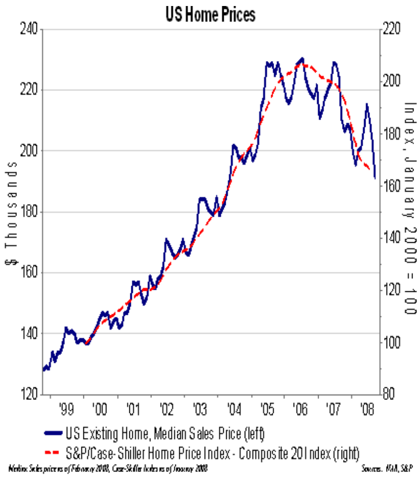




Nguồn: EconStats

Bong bóng giá bất động sản ở Mỹ

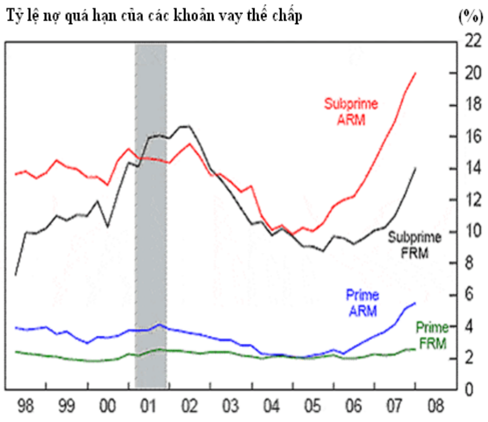




Nguồn: Robert Schiller

2006: Khó khăn trong cho vay BĐS dưới chuẩn

- Lãi suất tăng từ 1% lên 5,35% trong giai đoạn 2004-06
- Giá bất động sản suy giảm
- Các khoản vay dưới chuẩn chịu tác động đầu tiên và mạnh nhất.
- Tỷ lệ vỡ nợ đối với các khoản vay dưới chuẩn tăng lên nhanh chóng



Ghi chú: Nợ quá hạn là nợ từ 30 ngày trở lên nhưng chưa bị tịch biên

Nguồn: Association of International Property Professionals (AIPP)

2007: Khan hiếm tín dụng

- Khó khăn về tính thanh khoản:
  - BNP Paribas tuyên bố nhà đầu tư không thể rút tiền khỏi các quỹ đầu tư của mình
  - Nothern Rock bị rút tiền gửi hàng loạt
- Các tổ chức tài chính từ chối cho nhau vay; lãi suất liên ngân hàng tăng vọt
- Ngân hàng thắt chắt điều khoản cho vay
- Các tổ chức tài chính lớn công bố lỗ từ đầu tư chứng khoán BĐS và dùng vốn xóa nợ xấu (Citigroup - $61 tỉ, Merrill Lynch - $52 tỉ, UBS - $ 44 tỉ)
- Phản ứng chính sách: các ngân hàng trung ương hạ lãi suất và bơm thanh khoản vào hệ thống tài chính

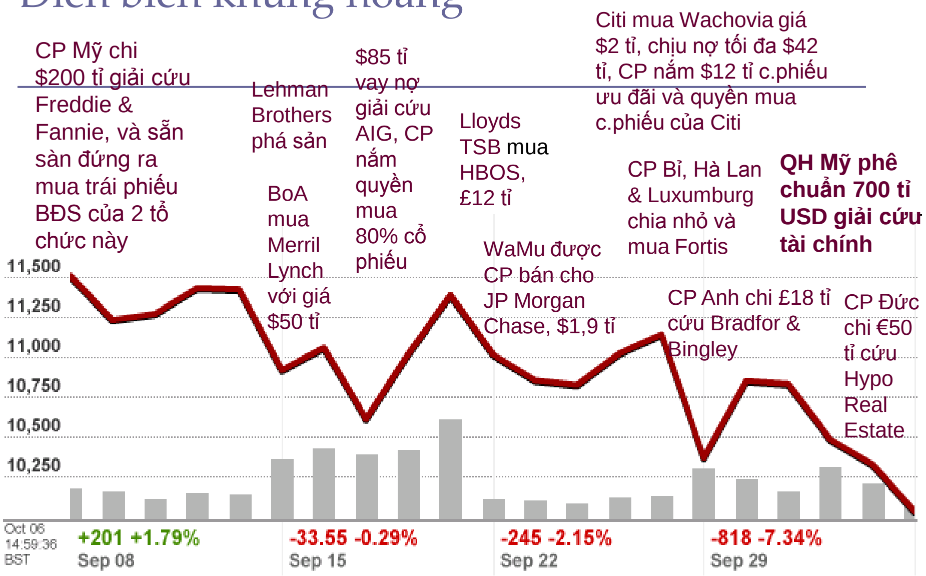
Chênh lệch giữa lãi suất liên ngân hàng và lợi suất T-Bills

Nguồn: Bloomberg

2008: Các đại gia tài chính mất khả năng trả nợ

- Các tổ chức bảo hiểm trái phiếu (bao gồm trái phiếu BĐS) gặp khó khăn về tài chính
- Northern Rock được quốc hữu hóa
- Bear Stearns bị JP Morgan Chase mua với giá 240 triệu USD với sự hỗ trợ bởi khoản vay 30 tỉ USD từ ngân hàng trung ương
- IndyMac, tổ chức cho vay BĐS của Hoa Kỳ, sụp đổ
- Nhiều tổ chức tài chính quốc tế tìm cách huy động thêm vốn chủ sỡ hữu với sự quan tâm của các quỹ đầu tư quốc gia

Diễn biến khủng hoảng



Chỉ số chứng khoán Dow Jones (DJIA)

Nguồn: Số liệu DJIA là của Financial Times

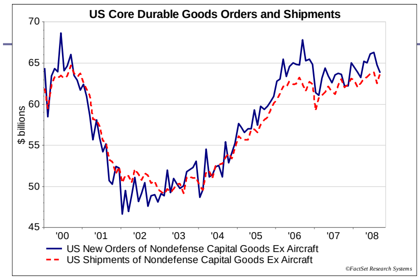
Kế hoạch giải cứu 700 tỉ USD

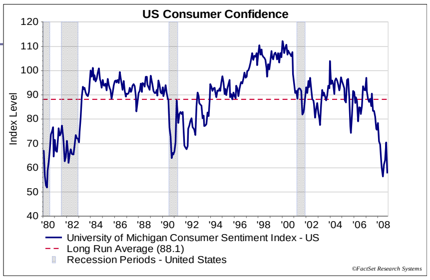
- Nguyên nhân của khủng hoảng (theo Bộ trưởng Tài chính Mỹ):
  - Điều chỉnh giá bất động sản
  - Suy sụp giá chứng khoán bất động sản
- Mục tiêu của kế hoạch:
  - Tạo thanh khoản cho thị trường chứng khoán bất động sản
- Nội dung:
  - 700 tỉ USD được dùng để mua chứng khoán bất động sản gặp khó khăn theo hình thức đấu giá hay bảo lãnh cho các chứng khoán này
  - Các công ty tham gia phải trao quyền mua cổ phiếu cho chính phủ và đội ngũ lãnh đạo phải chịu giới hạn về lương bổng
  - Nới lỏng quy định kế toán của Ủy ban Chứng khoán về việc điều chỉnh giá trị danh mục đầu tư theo giá chứng khoán trên thị trường
  - Nâng mức bảo hiểm tiền gửi từ 100.000 USD lên 250.000 USD
  - Nội dung khác: trả lãi đối với dự trữ bắt buộc từ 1/10; cắt giảm thuế
- **Lập luận ủng hộ**: giải pháp mạnh mẽ và khả thi duy nhất để khôi phục lòng tin và ngăn sự sụp đổ tài chính mang tính hệ thống
- **Lập luận phản đối và giải pháp thay thế**: nguyên nhân của tình trạng suy sụp hiện nay là sự thiếu vốn của các tổ chức tài chính. Giải pháp hữu hiệu hơn là giải cứu bằng cách bơm vốn trực tiếp cho các tổ chức này.

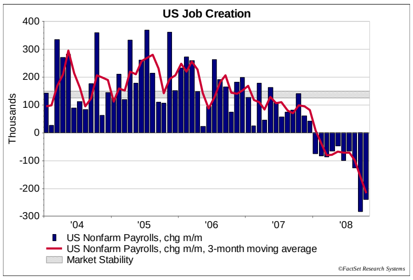
Chính sách của chính phủ

- Sai lầm chính sách
  - Từ giữa 2007 đến 9/2008, chính phủ tập trung xử lý vấn đề thanh khoản, trong khi vấn đề về vốn chủ yếu để cho khu vực tư nhân tự giải quyết.
- Sửa sai chính sách
  - Sau cơn rối loạn thị trường, chính phủ bắt đầu giải quyết vấn đề về vốn, bằng cách thực hiện tái cấp vốn cho hệ thống ngân hàng thông qua việc mua cổ phần thường hoặc cổ phần ưu đãi.

Trục trặc của khu vực tài chính nhanh chóng lan sang nền kinh tế thực







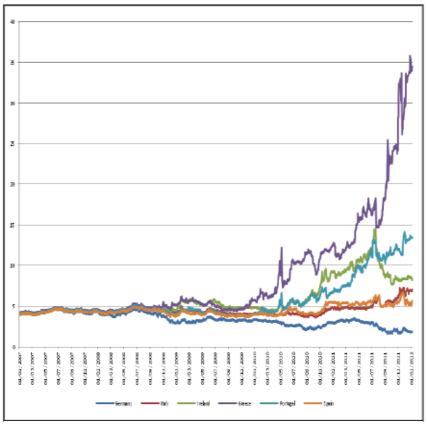
Khủng hoảng nợ châu Âu (2010E)

	Hy Lạp	Ireland	Bồ Đào Nha	Tây Ban Nha	Italy
GDP (tỉ €)	227	155	174	1,068	1,560
Nợ chính phủ (% GDP)	144%	94%	81%	63%	120%
Quy mô nợ (tỉ €)	327	146	141	671	1,872
Thâm hụt ngân sách (% GDP)	9.7%	34.4%	7.3%	9.1%	5.0%
Thâm hụt cơ bản	1.3%	31.4%	4.6%	7.1%	0.5%
Tiền lãi ròng	8.4%	3.0%	2.7%	2.0%	4.5%

Nguồn: State Street Global Advisors

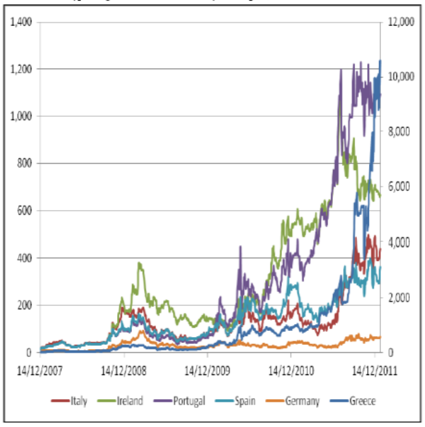
Khủng hoảng nợ châu Âu: các cảnh báo

Lợi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm, 01/2007 - 01/2012



Source: Datastream.

Hợp đồng hoán đổi rủi ro vỡ nợ chính phủ, 12/2007 - 01/2012



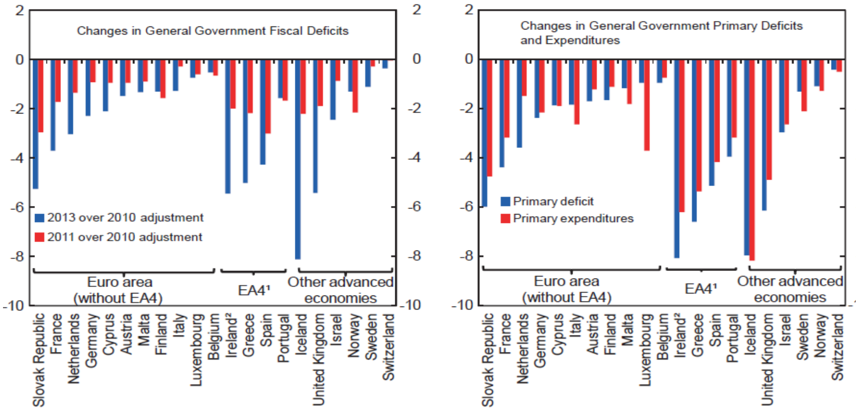
Source: Datastream.

Note: Scale for Greece is on the right axis.

Nguồn: Asian Development Bank Institute

Thâm hụt ngân sách của các nước châu Âu

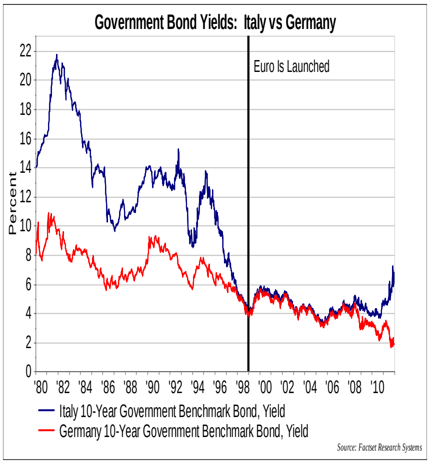
Thay đổi thâm hụt tài khoá tổng thể của chính phủ, 2010 - 2013 (điểm % của GDP)

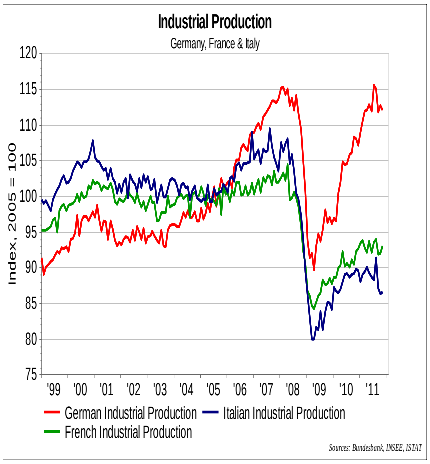


Source: IMF staff calculations.
[1]Greece, Ireland, Portugal, and Spain.
[2]Excluding bank support measures for Ireland.

Nguồn: IMF, Regional Economic Outlook, 2011

Khủng hoảng nợ châu Âu: các chỉ báo





Quan điểm về nguồn gốc của khủng hoảng

- Một giải pháp thực tế đòi hỏi phải đối phó với vấn đề cấu trúc
- Các nhà hoạch định chính sách dường như tin rằng cuộc khủng hoảng hiện nay chỉ đơn giản là phản ánh sự thiếu kỷ luật, kỷ cương tài chính ở ngoại vi và có thể được giải quyết bằng cách thắt lưng buộc bụng
- Tuy nhiên, trong khi thâm hụt ngân sách rõ ràng là một vấn đề ở Hy Lạp, đó có thể chưa phải là nguyên nhân cơ bản của vấn đề của khu vực đồng euro
- Có vẻ rằng lãi suất thấp trong thập niên đầu tồn tại khu vực euro đã kích thích sự bùng nổ và tạo ra năng lực cạnh tranh khác nhau giữa các quốc gia thành viên
- Điều này có nghĩa rằng một số nước sẽ kém hiệu quả một cách triền miên, trong khi các nước khác thì luôn hiệu quả.

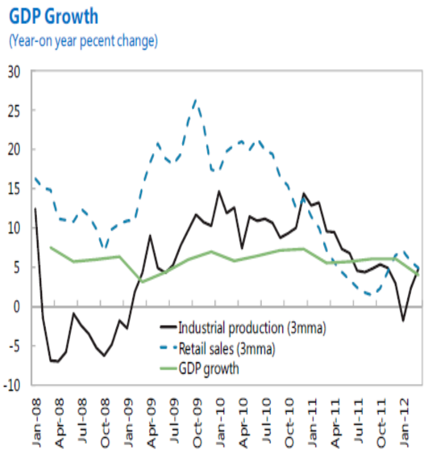
Thách thức của EMU

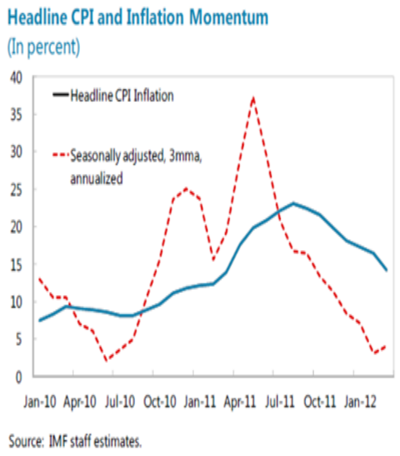
- Tuy nhiên, đối với khu vực đồng euro để tồn tại trong dài hạn, trình độ kinh tế của các nước thành viên phải hội tụ thay vì phân kỳ
- Điều này đòi hỏi:
  - Thị trường lao động phải linh hoạt hơn
  - Một hệ thống chuyển giao tài chính
- Thoả thuận bình ổn và tăng trưởng mới sẽ là không đủ
- Trong ngắn hạn:
  - Hoặc là các nhà hoạch định chính sách phải thừa nhận rằng EMU là một bước quá xa và rút lui mà điều này sẽ là cực kỳ khó khăn
  - Hoặc họ phải chấp nhận một hệ thống chuyển giao tài chính. Điều này là có thể, mặc dù việc thực hiện sẽ không dễ dàng
  - Họ cũng phải ngoại trừ một mức độ cao hơn về quản trị siêu quốc gia

Trục trặc kinh tế vĩ mô ở Việt Nam

- 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
- Thậm 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

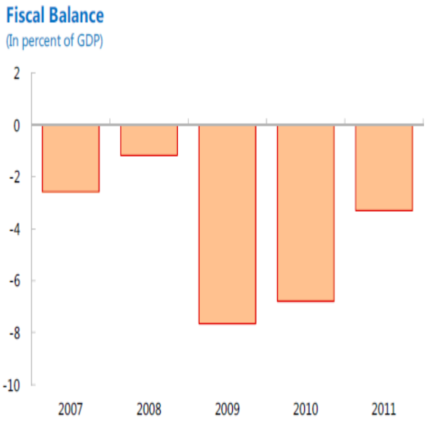
Tăng trưởng và lạm phát của Việt Nam

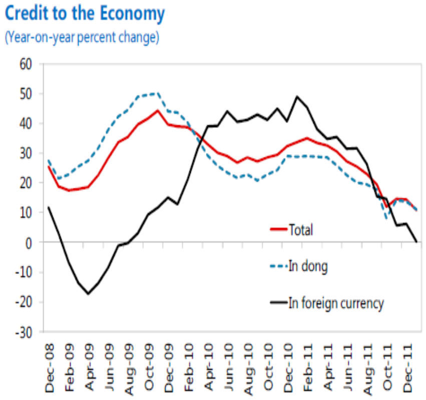




Nguồn: IMF, Vietnam 2012 Article IV Consultation

Thâm hụt ngân sách và tăng trưởng tín dụng

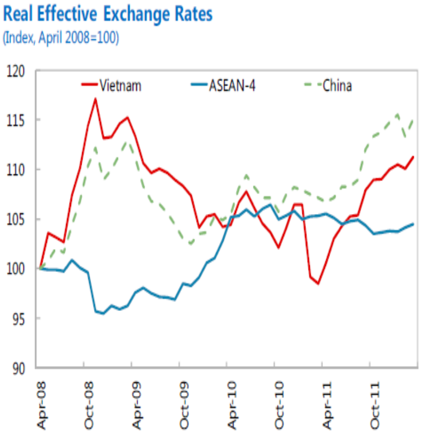


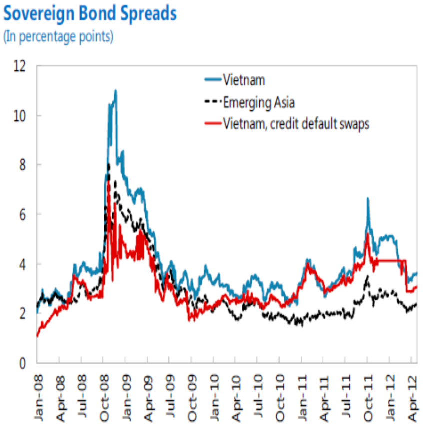


Sources: Authorities, and IMF calculations.

Nguồn: IMF, Vietnam 2012 Article IV Consultation

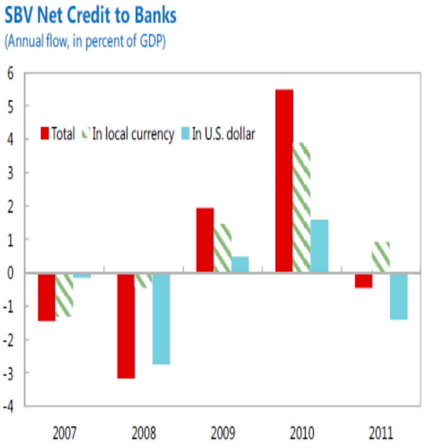
Tỷ giá thực và độ tín nhiệm quốc gia

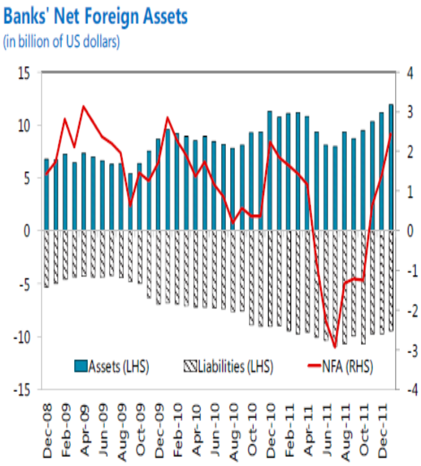




Nguồn: IMF, Vietnam 2012 Article IV Consultation

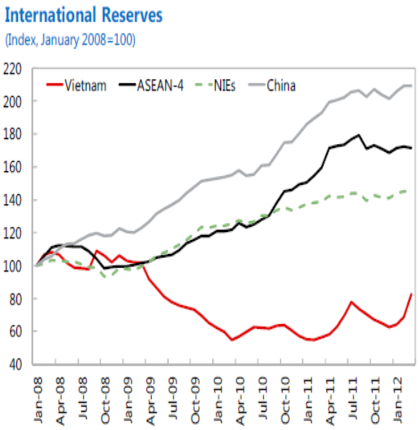
Khu vực ngân hàng thương mại

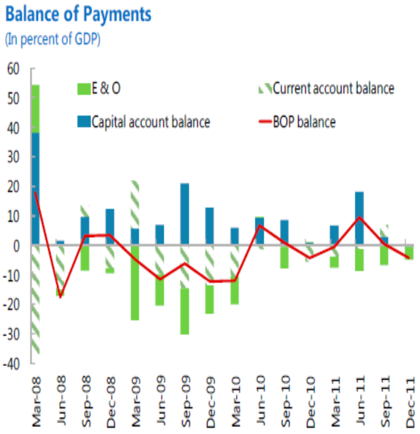




Nguồn: IMF, Vietnam 2012 Article IV Consultation

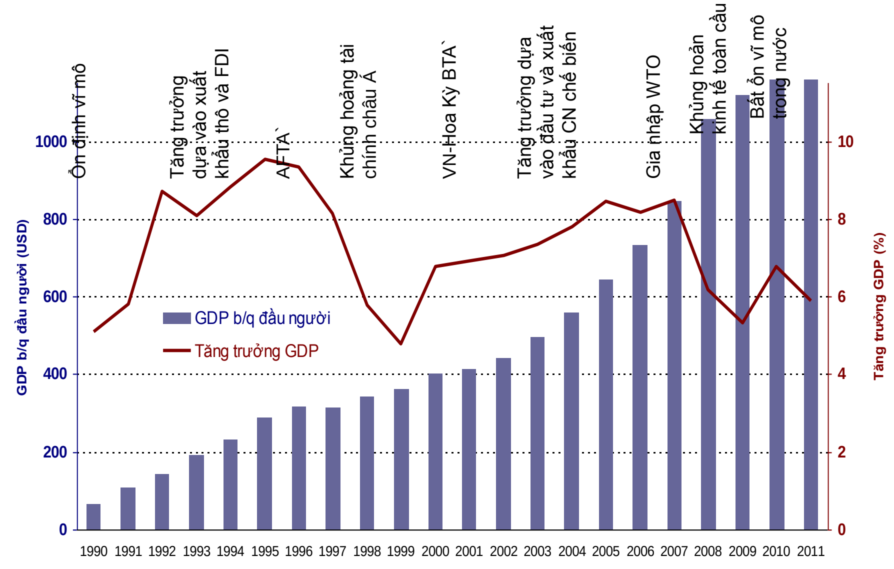
Dự trữ ngoại hối và cán cân thanh toán





Nguồn: IMF, Vietnam 2012 Article IV Consultation

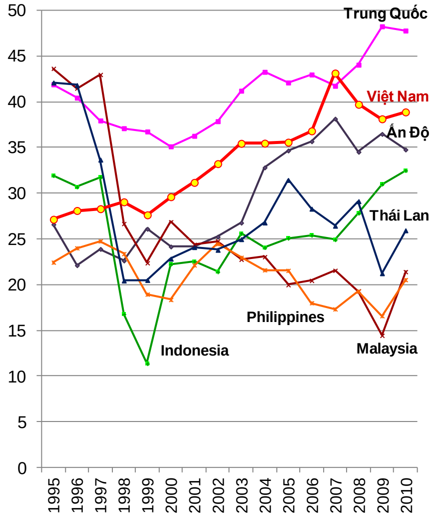
Bức tranh tăng trưởng: Một cái nhìn lịch sử



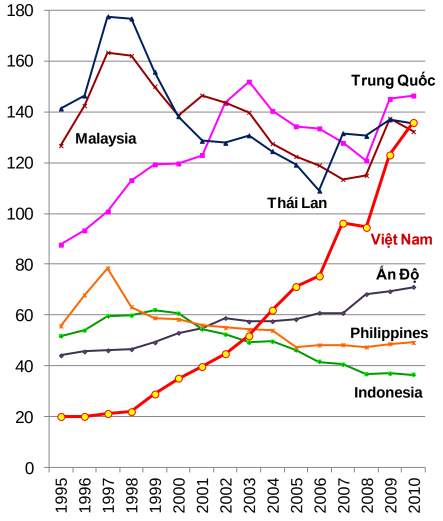
Nguồn: Tổng cục Thống kê (TCTK)

Nhưng tăng trưởng được thúc đẩy chính bởi đầu tư và mở rộng tài chính

Tỷ lệ đầu tư/GDP (%)



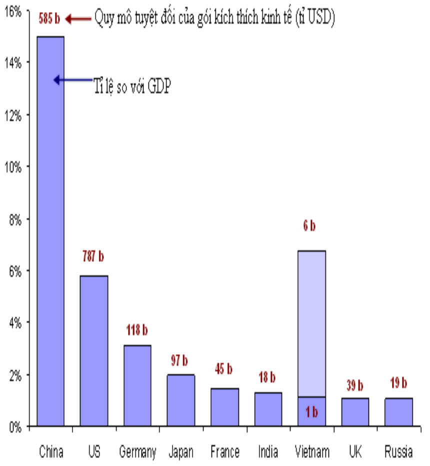
Tỷ lệ tín dụng nội địa/GDP (%)



Nguồn: Ngân hàng Thế giới, World Development Indicators

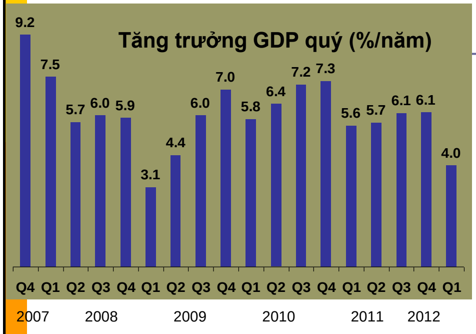
Gói kích thích kinh tế

- **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

Tăng trưởng kinh tế ngắn hạn: Kiểu hình trồi sụp

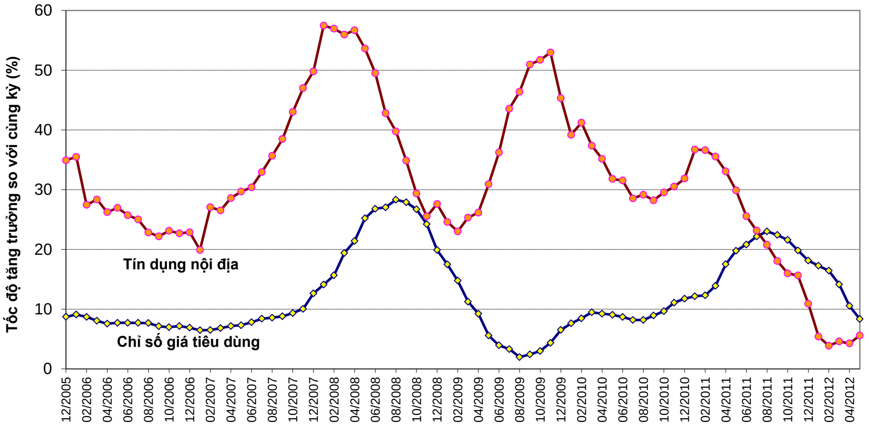


Dự báo	2012	2013
Chính phủ VN (mục tiêu)	6.0%	-
IMF (T4/12)	5.6%	6.3%
NHTG (T5/12)	5.7%	6.3%
ADB (T4/12)	5.7%	6.2%
EIU (T5/12)	5.6%	6.9%

	2008	2009	2010	2011
GDP	**6.3%**	**5.3%**	**6.8%**	**5.9%**
Công nghiệp				
Khai thác	-3.8%	7.6%	-3.7%	-0.1%
CN chế biến	9.8%	2.8%	9.1%	8.3%
Điện & nước	9.4%	8.5%	10.5%	9.9%
Xây dựng	-0.4%	11.4%	10.1%	-1.0%
Dịch vụ				
Thương mại	6.8%	7.7%	8.1%	7.8%
KS, nhà hàng	8.7%	2.3%	8.7%	7.4%
Vận tải	11.9%	8.5%	8.7%	7.1%
Truyền thông	10.5%	7.2%	8.2%	
Tài chính	10.2%	8.7%	8.4%	7.3%
Bất động sản	2.5%	2.6%	2.6%	1.8%

Nguồn: Tổng cục Thống kê (TCTK)

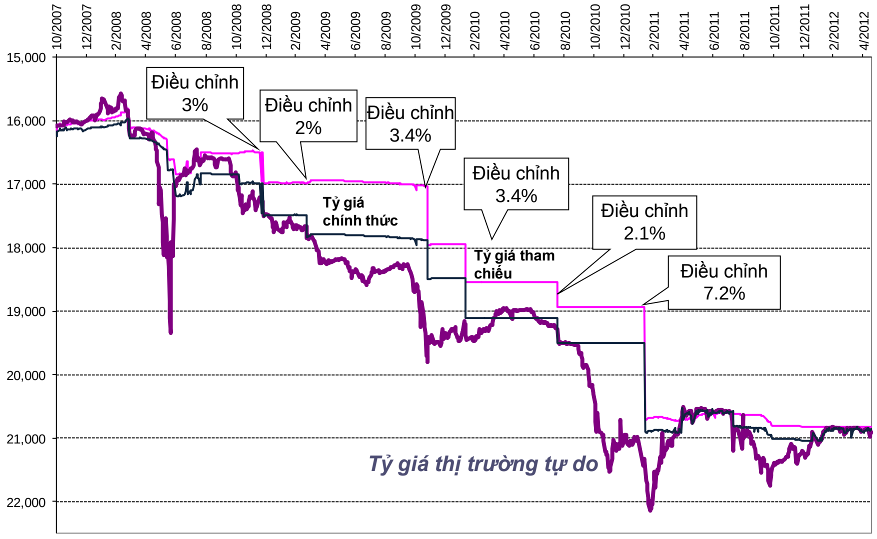
Tín dụng nội địa và áp lực lạm phát



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đối với tín dụng và TCTK đối với chỉ số giá

- Lạm phát thúc đẩy bởi tăng trưởng tín dụng
- Áp lực lạm phát thường xuất hiện sau khi tín dụng tăng tốc với độ trễ 6-8 tháng.

Biến động tỷ giá hối đoái



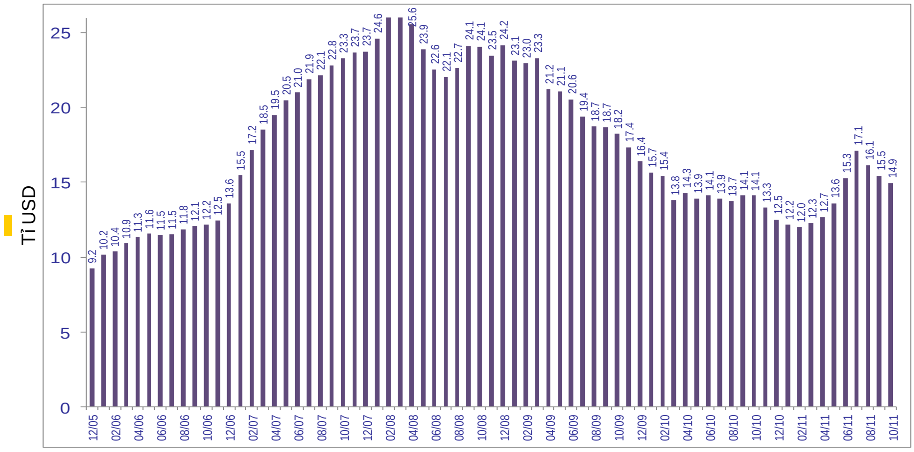
Nguồn: Reuters đối với tỷ giá tham chiếu và chính thức, CTCK TP.HCM (HSC) đối với tỷ giá tự do.

Cán cân thanh toán quốc tế của Việt Nam (triệu VNĐ)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Cán cân vãng lai	**-560**	**-164**	**-6,953**	**-10,823**	**-6,608**	**-4,287**	**-1,896**
Cán cân thương mại	-2,439	-2,776	-10,438	-12,783	-7,607	-5,147	-2,509
Xuất khẩu	32,447	39,826	48,561	62,685	57,096	72,192	95,316
Nhập khẩu	-34,886	-42,602	-58,999	-75,468	-64,703	-77,339	-97,825
Dịch vụ (ròng)	-296	-8	-755	-950	-2,421	-2,461	-3,535
Thu nhập từ đầu tư (ròng)	-1,205	-1,429	-2,190	-4,401	-3,028	-4,564	-5,181
Chuyển giao (ròng)	3,380	4,049	6,430	7,311	6,448	7,885	9,329
Cán cân tài chính	**3,087**	**3,088**	**17,730**	**12,341**	**7,172**	**6,201**	**7,495**
Đầu tư trực tiếp nước ngoài (ròng)	1,954	2,400	6,700	9,579	7,600	8,000	7,100
Vay trung, dài hạn (ròng)	2,797	1,228	1,945	1,878	3,891	4,437	2,405
Đầu tư gián tiếp nước ngoài (ròng)	865	1,313	6,243	-578	128	2,383	1,437
Vay ngắn hạn (ròng)	-2,529	-1,853	2,842	1,462	-4,447	-8,619	-3,447
Tính sai, bỏ sót	**-397**	**1,400**	**-565**	**-1,044**	**-9,029**	**-3,679**	**-851**
Cán cân tổng thể	**2,130**	**4,324**	**10,212**	**474**	**-8,465**	**-1,765**	**4,748**

Nguồn: IMF & EIU.

Dự trữ ngoại hối



Nguồn: Cơ sở dữ liệu IFS, IMF, truy cập tháng 5 năm 2012.

- Kim ngạch nhập khẩu b/q tháng: 7 tỉ USD

Tuần nhập khẩu	3	6	9	12
Dự trữ tương đương (tỷ USD)	4,9	9,8	14,7	19,6

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	*Ngân hàng*: 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 *Hoạt động xuất khẩu/SOEs*: 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	*Cao*: 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		*Trung bình*: Suy giảm tăng trưởng
Trung bình	Giảm đòn bẩy nợ bởi các ngân hàng châu Âu	Tài trợ bên ngoài	Khu vực tài chính		*Thấp*: Suy giảm nhẹ tín dụng
Thấp	Khủng hệ thống hoảng ngân hàng trong nước	Đổ vỡ tín dụng	Khu vực tài chính	Niềm tin mỏng manh vào hệ thống tài chính và đồng tiền	*Cao*: 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		*Cao*: Suy giảm niềm tin, áp lực tỷ giá, suy giảm dự trữ

Nguồn: IMF, Vietnam 2012 Article IV Consultation