

Bài giảng 5

Tự do hoá tài khoản tài chính đến khủng hoảng tài chính

Đỗ Thiên Anh Tuấn

Trường Chính sách Công và

Quản lý Fulbright

Học kỳ Hè 2023



*Bây giờ tự do hóa tài chính chỉ là một thảm họa đang chờ xảy ra,
và có những lý do rất dễ hiểu cho điều đó”
_Noam Chomsky*

“Tự do hóa tài khoản vốn, nói một cách thẳng thắn, vẫn còn là một trong những chính sách gây tranh cãi và ít hiểu biết nhất của chúng ta ngày nay.”

(Eichengreen, 2002)

Cán cân thanh toán (BOP)

	Có	Nợ
Tài khoản vãng lai	Xuất khẩu hàng hóa, dịch vụ	Nhập khẩu hàng hóa, dịch vụ
	Thu nhập nhận được	Thu nhập phải trả
	Chuyển giao vãng lai	Chuyển giao vãng lai
	Chuyển giao chính thức (của các chính phủ nước ngoài)	Chuyển giao chính thức (của các chính phủ nước sở tại)
Tài khoản vốn và tài chính	Chuyển giao chính thức (của các chính phủ nước ngoài)	Chuyển giao chính thức (của các chính phủ nước sở tại)
	FDI của người không cư trú	FDI của người cư trú
	ĐT gián tiếp của người không cư trú	ĐT gián tiếp của người cư trú
	Các dòng vốn vào dài hạn khác	Các dòng vốn ra dài hạn khác
	Các dòng vốn vào ngắn hạn	Các dòng vốn ra ngắn hạn
Dự trữ	Thay đổi dự trữ ròng	

Cán cân thanh toán

Cán cân vãng lai (Current Account)

Cán cân thương mại (goods and services)

Thương mại hàng hóa: xuất khẩu hàng hóa, nhập khẩu hàng hóa

Thương mại dịch vụ: xuất khẩu dịch vụ, nhập khẩu dịch vụ

Thu nhập sơ cấp (primary income): thu nhập đầu tư (lợi nhuận đầu tư, lương lao động)

Thu nhập thứ cấp (secondary income): chuyển giao vãng lai (kiều hối, viện trợ không hoàn lại)

Cán cân vốn (capital account)

Phải thu và phải trả khoản chuyển nhượng vốn giữa người cư trú và người không cư trú

Mua và xử lý các tài sản phi sản xuất, phi tài chính giữa người cư trú và người không cư trú.

Cán cân tài chính (Financial Account)

Đầu tư trực tiếp (Direct investment): đầu tư nước ngoài vào, đầu tư ra nước ngoài

Đầu tư danh mục (Portfolio investment): mua/bán tài sản tài chính nước ngoài

Đầu tư khác (Other investment): Tiền gửi, vay trả nợ

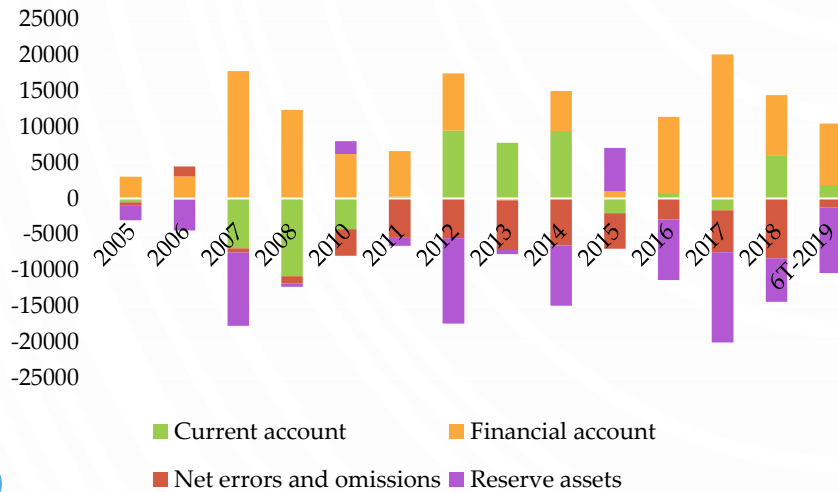
- *Lỗi và sai sót (Errors and omissions)*
- *Dự trữ và các khoản mục liên quan (Reserves and related items)*

Cán cân thanh toán VN

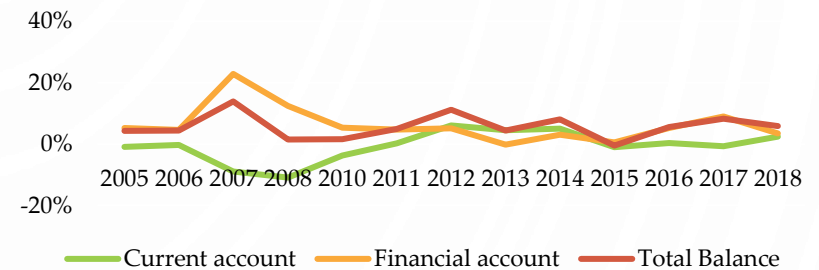
(US\$ Million)	2014	2015	2016	2017	2018	6T-2019
Current account (excludes reserves and related items)	9.359,0	-2.041,0	625,0	-1.649,0	5.899,4	1.869,4
Goods, credit (exports)	150.217,0	162.017,0	176.581,0	215.119,0	243.697,0	122.533,0
Goods, debit (imports)	138.091,0	154.643,0	165.539,0	204.273,0	227.157,4	115.985,6
Balance on goods	12.126,0	7.374,0	11.042,0	10.846,0	16.539,6	6.547,4
Services, credit (exports)	10.970,0	11.250,0	12.500,0	13.070,0	14.790,5	7.935,0
Services, debit (imports)	14.500,0	16.015,0	16.758,0	17.100,0	18.470,0	9.200,0
Balance on goods and services	8.596,0	2.609,0	6.784,0	6.816,0	12.860,1	5.282,4
Primary income, credit	323,0	399,0	650,0	745,0	1.615,0	1.060,0
Primary income, debit	9.167,0	12.550,0	14.794,0	17.738,0	17.432,7	9.006,0
Balance on goods, services, and primary income	-248,0	-9.542,0	-7.360,0	-10.177,0	-2.957,6	-2.663,6
Secondary income, credit	10.307,0	8.586,0	9.125,0	10.031,0	10.869,0	5.729,0
Secondary income, debit	700,0	1.085,0	1.140,0	1.503,0	2.012,1	1.196,0
Balance on current and capital account	9.359,0	-2.041,0	625,0	-1.649,0	5.899,4	1.869,4
Financial account (excludes reserves and related items)	-5.571,3	-967,0	-10.727,0	-20.028,0	-8.466,0	-8.526,0
Direct investment, assets	1.150,0	1.100,0	1.000,0	480,0	598,0	293,0
Direct investment, liabilities	9.200,0	11.800,0	12.600,0	14.100,0	15.500,0	7.190,0
Equity and investment fund shares	7.676,3	8.260,0	8.820,0	8.418,0	13.977,0	2.911,0
Debt instruments	1.523,7	3.540,0	3.780,0	5.682,0	1.523,0	4.279,0
Portfolio investment, assets		0,0	-180,0	0,0	0,0	-1,0
Portfolio investment, liabilities	93,0	-65,0	48,0	2.069,0	3.021,0	1.657,0
Equity and investment fund shares	252,0					0,0
Debt instruments	-159,0					0,0
Other investment, assets	7.558,7	14.412,0	5.149,0	9.603,0	11.143,0	882,0
Debt instruments	7.558,7	14.412,0	5.149,0	9.603,0	11.143,0	882,0
Other investment, liabilities	4.987,0	4.744,0	4.048,0	13.942,0	1.686,0	853,0
Debt instruments	4.987,0	4.744,0	4.048,0	13.942,0	1.686,0	853,0
Balance on current, capital, and financial account	14.930,3	-1.074,0	11.352,0	18.379,0	14.365,4	10.395,4
Net errors and omissions	-6.555,4	-4.958,0	-2.962,1	-5.833,5	-8.330,2	-1.250,6
Reserves and related items	8.374,9	-6.032,0	8.389,9	12.545,5	6.035,2	9.144,8
Reserve assets	8.374,9	-6.032,0	8.389,9	12.545,5	6.035,2	9.144,8
Net credit and loans from the IMF (excluding reserve position)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

CÂN CÂN THANH TOÁN VN

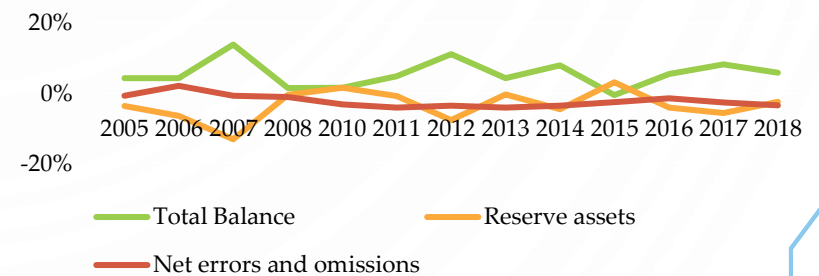
Vietnam: Balance of Payments(US\$ Million)



Current Account and Financial Account (% of GDP)



Total Balance and Change in Reserves (% of GDP)



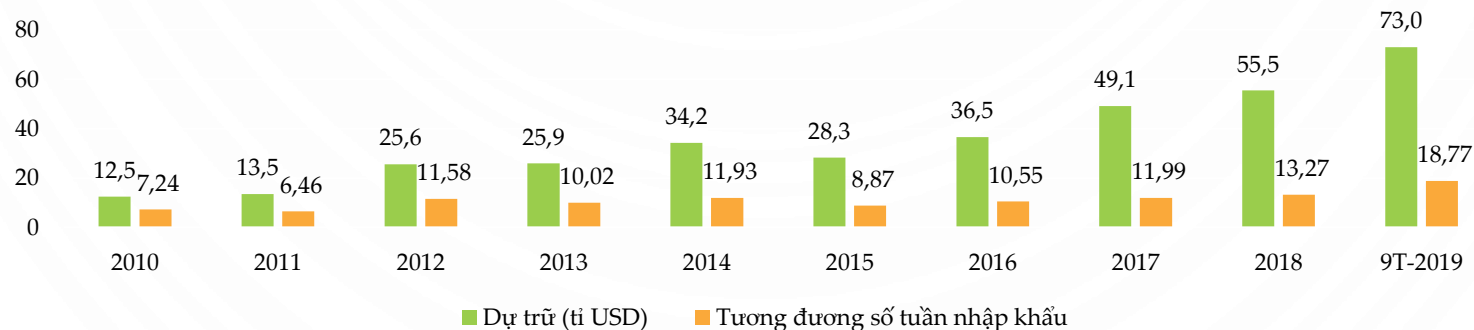
CÂN CÂN TÀI CHÍNH

	2014	2015	2016	2017	2018	6T-2019
Đầu tư trực tiếp ra nước ngoài	1.150	1.100	1.000	480	598	293
Đầu tư trực tiếp vào trong nước	9.200	11.800	12.600	14.100	15.500	7.190
Vốn tự có	7.676	8.260	8.820	8.418	13.977	2.911
Vay nợ	1.524	3.540	3.780	5.682	1.523	4.279
Đầu tư gián tiếp ra nước ngoài	0	0	180	0	0	1
Đầu tư gián tiếp vào trong nước	93	-65	48	2.069	3.021	1.657
Nắm giữ tài sản ở nước ngoài (cho vay)	7.559	14.412	5.149	9.603	11.143	882
Phát hành giấy nợ ra nước ngoài (đi vay)	4.987	4.744	4.048	13.942	1.686	853
Lỗi và sai	-6.555	-4.958	-2.962	-5.834	-8.330	-1.251
Thay đổi dự trữ	8.375	-6.032	8.390	12.545	6.035	9.145

3 vấn đề lớn:

- FDI vay nợ nhiều?
- Nền kinh tế cho vay tay phải, đi vay tay trái?
- Tại sao lỗi và sai sót quá lớn?

Dự trữ ngoại hối của Việt Nam



Nguồn: IMF database và SBV

Các dòng vốn quốc tế

Cộng đồng
nhà tài trợ /
Thị trường
tài chính
quốc tế

Vốn phát triển chính thức

Giải ngân vốn cho vay và ODA

Trả nợ gốc và lãi

Đầu tư trực tiếp nước ngoài

Giải ngân vốn đầu tư

Chuyển lợi nhuận về nước

Đầu tư gián tiếp nước ngoài

Mua cổ phiếu và trái phiếu

Cổ tức và tiền bán chứng khoán

Vay thương mại

Giải ngân khoản vay thương mại

Trả nợ gốc và lãi

Quốc gia
tiếp nhận
dòng vốn

Lợi ích từ tự do hoá dòng vốn

- ❖ Đầu tư có thể được tài trợ bằng nguồn vốn vay rẻ hơn từ bên ngoài (thay vì chỉ có tiết kiệm trong nước)
- ❖ Nhà đầu tư có thể hưởng lợi nhuận bình quân cao hơn từ tiết kiệm của mình bằng cách đầu tư vào thị trường mới nổi
- ❖ Lợi ích từ cơ hội đa dạng hoá rủi ro và xáo trộn nhẹ.
- ❖ Chính phủ phải đối mặt với kỷ luật của thị trường vốn quốc tế nếu có những quyết sách sai lầm.
- ❖ Nâng cao hiệu quả thị trường tài chính trong nước với sự tham gia của các tổ chức tài chính quốc tế (cạnh tranh mạnh hơn, kỷ luật thị trường tốt hơn)

Hệ luy từ tự do hoá dòng vốn

- Khủng hoảng => Thị trường tài chính bất ổn
 - Khủng hoảng nợ quốc tế 1982
 - 1992-93 Khủng hoảng cơ chế tỷ giá Châu Âu
 - 1994-95 Mexico,
1997 Đông Á: Thái Lan, Hàn Quốc và Indonesia
1998 Nga, 2000 Thổ Nhĩ Kỳ, 2001 Argentina
 - 2008
 - Mỹ & Anh
 - Iceland, Hungary, Latvia, Ukraine, Pakistan, ...

Quan điểm của IMF (Prasad E., Rogoff K., et al. 2003)

- **Kênh trực tiếp:**

Lợi ích tiềm tàng của toàn cầu hóa tài chính

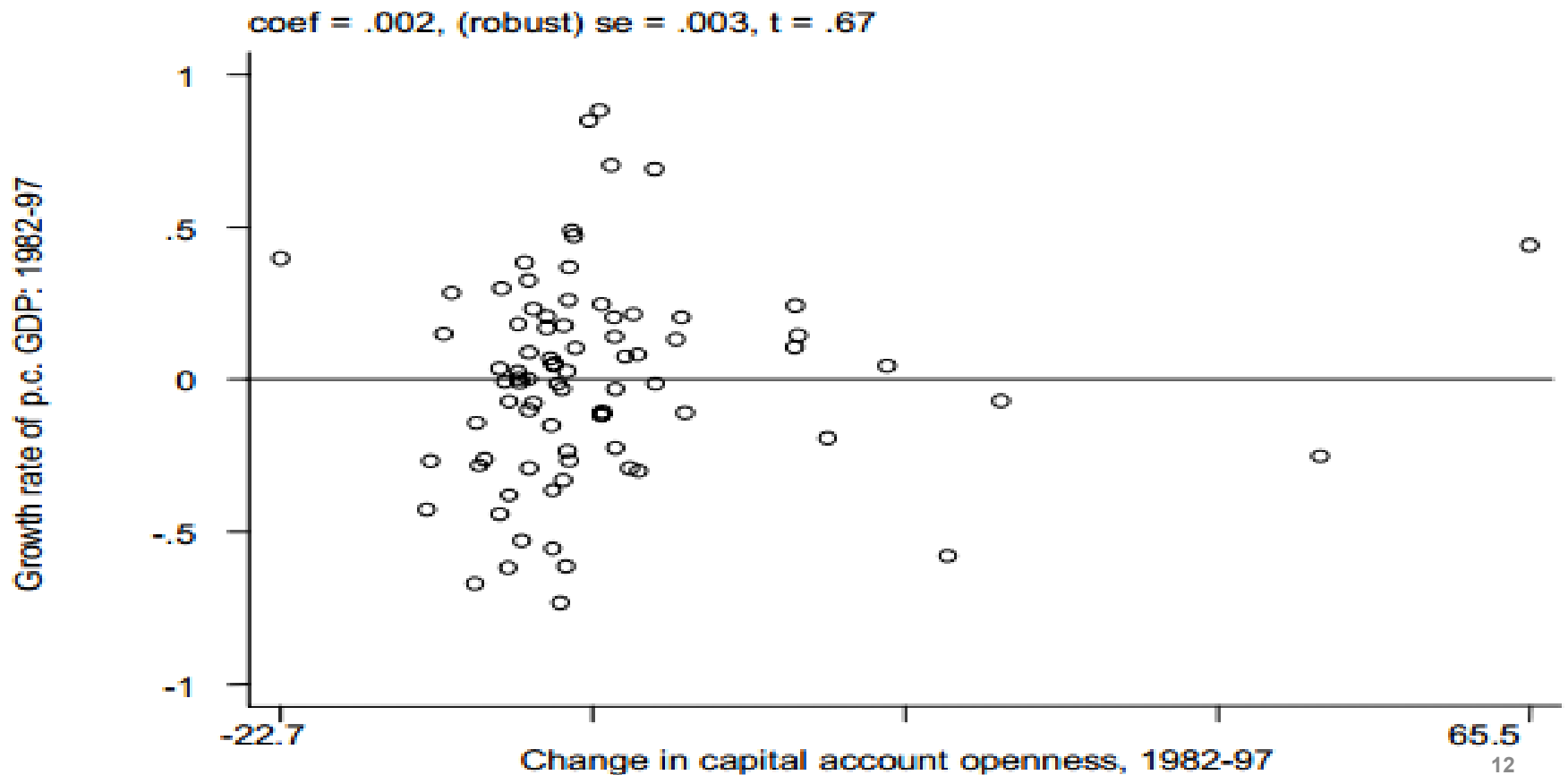
- Chi phí vốn thấp hơn nhờ phân bổ rủi ro tốt hơn (Henry 2000, and Stulz 1999)
- Chuyển giao công nghệ (Borensztein, De Gregorio, and Lee 1998; and G.D.A. MacDougall 1960)
- Phát triển khu vực tài chính (Levine 1996; Caprio and Honohan 1999)

- **Kênh gián tiếp:**

- Thúc đẩy chuyên môn hóa (Brainard and Cooper 1968; Kemp and Liviatan 1973, Ruffin 1974; Imbs and Wacziarg 2002)
- Thúc giục các chính sách tốt hơn (Gourinchas and Jeanne 2002)
- Tăng cường dòng vốn vào bằng cách phát tín hiệu về các chính sách tốt hơn (Bartolini and Drazen 1997)

Quan điểm của IMF (Prasad E., Rogoff K., et al. 2003)

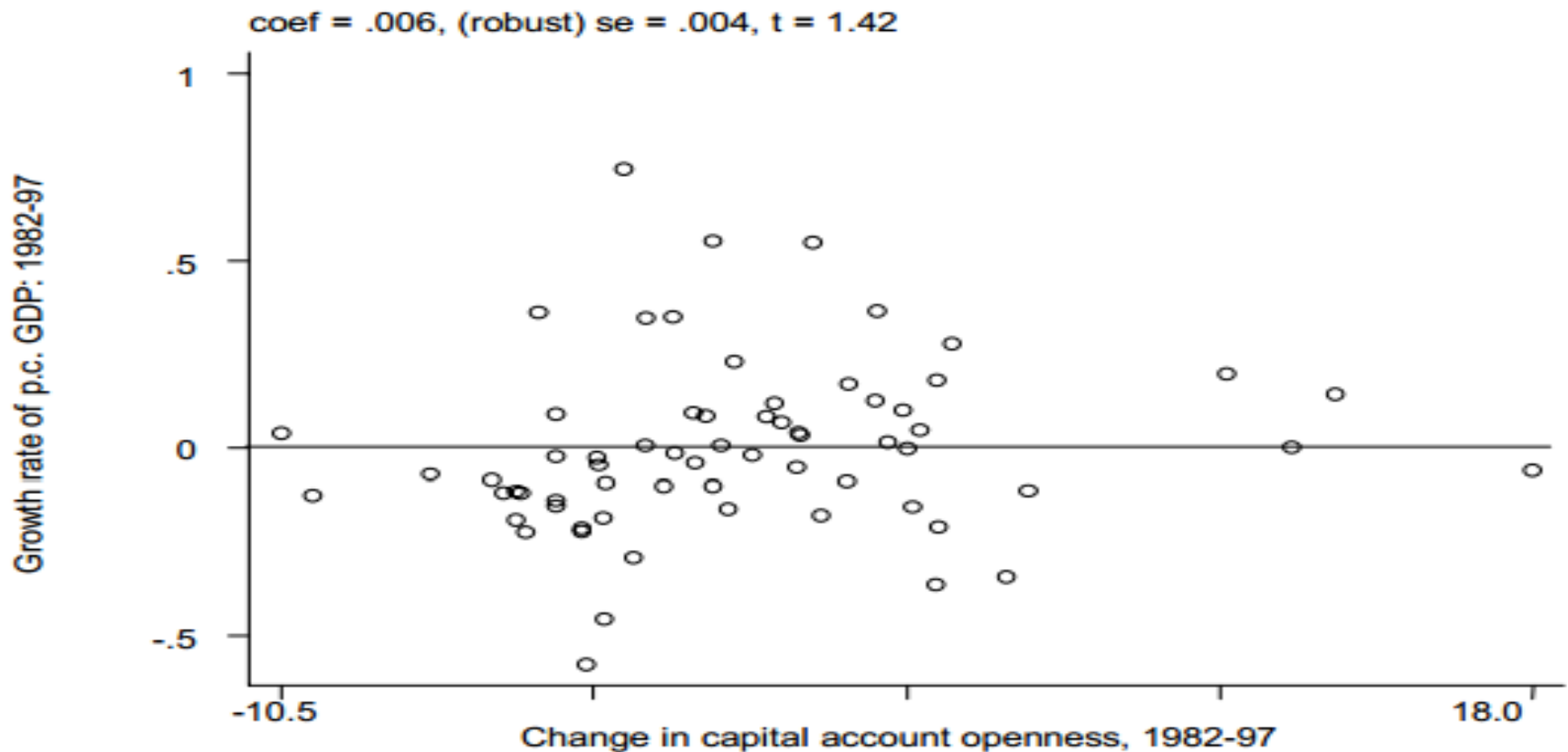
*Tương quan đơn giản giữa mở cửa tài
chính với tăng trưởng, 1982-1997*



Quan điểm của IMF

(Prasad E., Rogoff K., et al. 2003)

Kiểm soát điều kiện về thu nhập ban đầu, học vấn ban đầu, đầu tư bình quân/GDP, bất ổn chính trị, và các biến giả vùng, 1982-1997)



Tóm tắt các nghiên cứu gần đây về hội nhập tài chính với tăng trưởng kinh tế

Nghiên cứu	Số quốc gia	Năm quan sát	Tác động lên tăng trưởng
Alesina, Grilli, and Milesi-Ferretti (1994)	20	1950-89	Không tác động
Grilli and Milesi-Ferretti (1995)	61	1966-89	Không tác động
Quinn (1997)	58	1975-89	Tích cực
Kraay (1998)	117	1985-97	Không tác động/lấn lộn
Rodrik (1998)	95	1975-89	Không tác động
Klein and Olivei (2000)	Đến 92	1986-95	Tích cực
Chanda (2001)	116	1976-95	Lấn lộn
Arteta, Eichengreen, and Wyplosz (2001)	51-59	1973-92	Lấn lộn
Bekaert, Harvey, and Lundblad (2001)	30	1981-97	Tích cực
Edwards (2001)	62	1980s	Không tác động đối với nước nghèo
O'Donnell (2001)	94	1971-94	Không tác động/lấn lộn
Resen and Soto (2001)	44	1986-97	Lấn lộn
Edison, Klein, Ricci, and Slok (2002)	Đến 89	1973-95	Lấn lộn
Edison, Klein, Ricci, and Slok (2002)	57	1980-2000	Không tác động

Biến động của tỷ lệ tăng trưởng của các biến chọn lọc (phần trăm độ lệch chuẩn, trung vị của mỗi nhóm nước)

	Mẫu đầy đủ	Thập niên			
	1960-1999	1960s	1970s	1980s	1990s
Sản lượng (Y)					
Các nước công nghiệp	2.18	1.91	2.46	2.03	1.61
	(0.23)	(0.26)	(0.28)	(0.30)	(0.14)
Nền kinh tế hội nhập tài chính hơn	3.84	3.31	3.22	4.05	3.59
	(0.20)	(0.42)	(0.37)	(0.44)	(0.62)
Nền kinh tế ít hội nhập tài chính hơn	4.67	3.36	4.88	4.53	2.7
	(0.35)	(0.61)	(1.01)	(0.69)	(0.38)
Thu nhập (Q)					
Các nước công nghiệp	2.73	2.18	2.99	2.54	1.91
	(0.34)	(0.33)	(0.40)	(0.29)	(0.30)
Nền kinh tế hội nhập tài chính hơn	5.44	3.6	5.43	5.45	4.78
	(0.50)	(0.47)	(0.45)	(0.65)	(0.72)
Nền kinh tế ít hội nhập tài chính hơn	7.25	4.42	9.64	7.56	4.59
	(0.84)	(0.53)	(1.24)	(1.23)	(0.54)
Tiêu dùng (C)					
Các nước công nghiệp	2.37	1.47	2.16	1.98	1.72
	-0.3	-0.27	-0.25	-0.28	-0.2
Nền kinh tế hội nhập tài chính hơn	5.18	4.57	4.52	4.09	4.66
	-0.51	-0.49	-1.04	-0.94	-0.46
Nền kinh tế ít hội nhập tài chính hơn	6.61	5.36	7.07	7.25	5.72
	-0.78	-0.58	-0.11	-0.81	-0.78

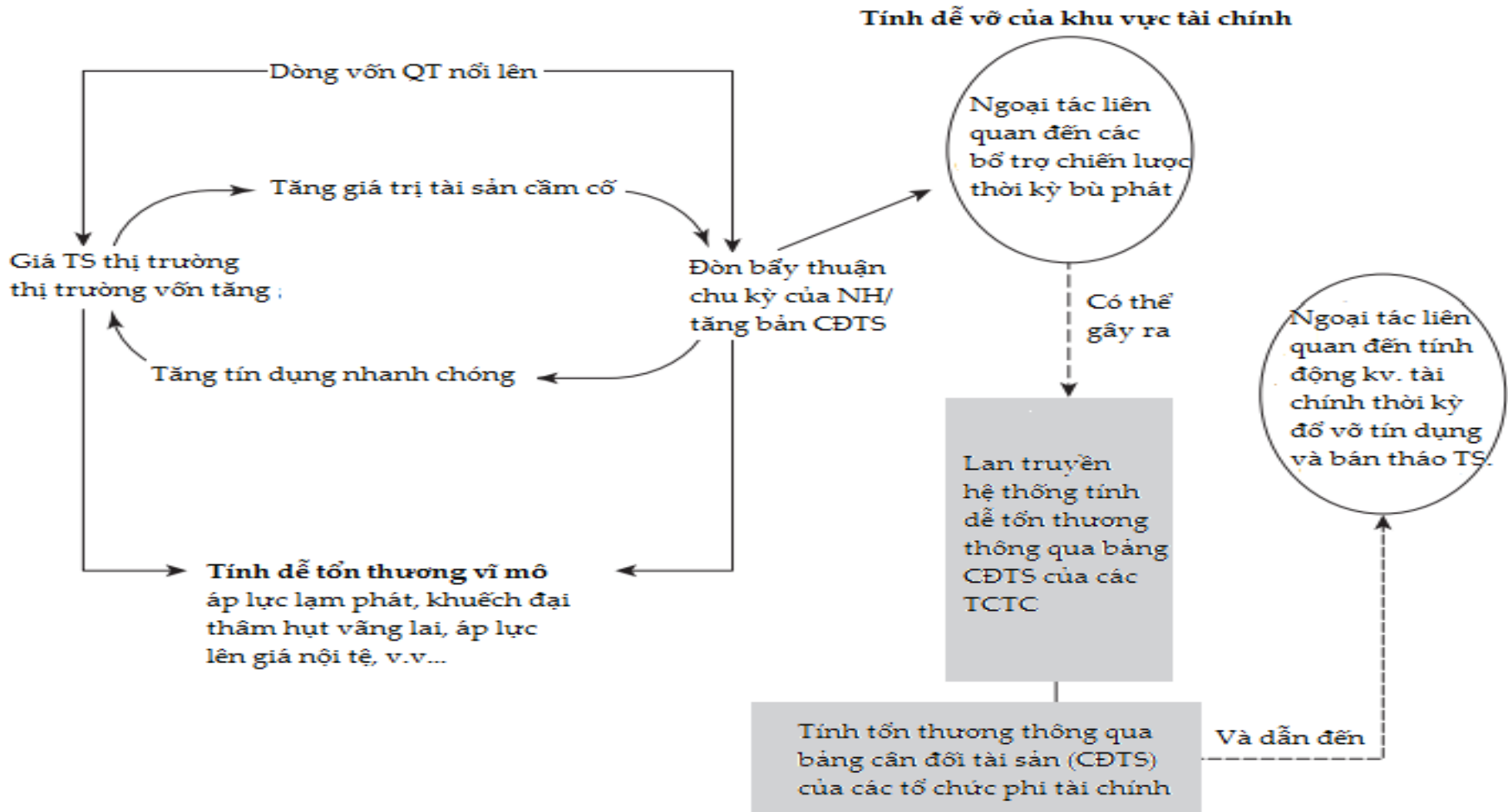
Quan điểm của Stiglitz (2004)

- Những giả định ngầm ẩn và chương trình nghị sự được che giấu:
 - **‘Lý thuyết’**: mô hình tân cổ điển mô tả một cách kém cỏi về các nền kinh tế phát triển, đặc biệt ở nền kinh tế đang phát triển
 - **Thông tin không hoàn hảo**: sự phát triển lý thuyết về thị trường vốn không hoàn hảo một phần tư thế kỷ qua đã không được trích dẫn
 - **Không phù hợp về nhận thức**: những giả định về toàn dụng lao động, thông tin đầy đủ, và tư duy hợp lý không phù hợp với những gì đang xảy ra trên thực tế.
 - **Vượt ra khỏi tư duy hợp lý**: nghiên cứu của Akerlof (2002) cho thấy tầm quan trọng của tư duy phi lý. Charles Kindleberger (2000) đã lưu ý, tư duy phi lý cùng với những điểm không hoàn hảo của thị trường là trung tâm của các biến động kinh tế.
 - **Đầu tư FDI sv. tự do hóa thị trường vốn**: việc cộng tổng các dòng vốn quốc tế so với tách biệt vai trò của FDI có thể làm bức tranh trở nên trung tính.
 - **Những điều kiện tiên quyết** để tự do hóa thị trường vốn thành công: trong trường hợp nào thì tự do hóa thị trường vốn sẽ mang lại lợi ích như hứa hẹn? Câu trả lời của IMF là ‘quản lý giám sát tốt’?

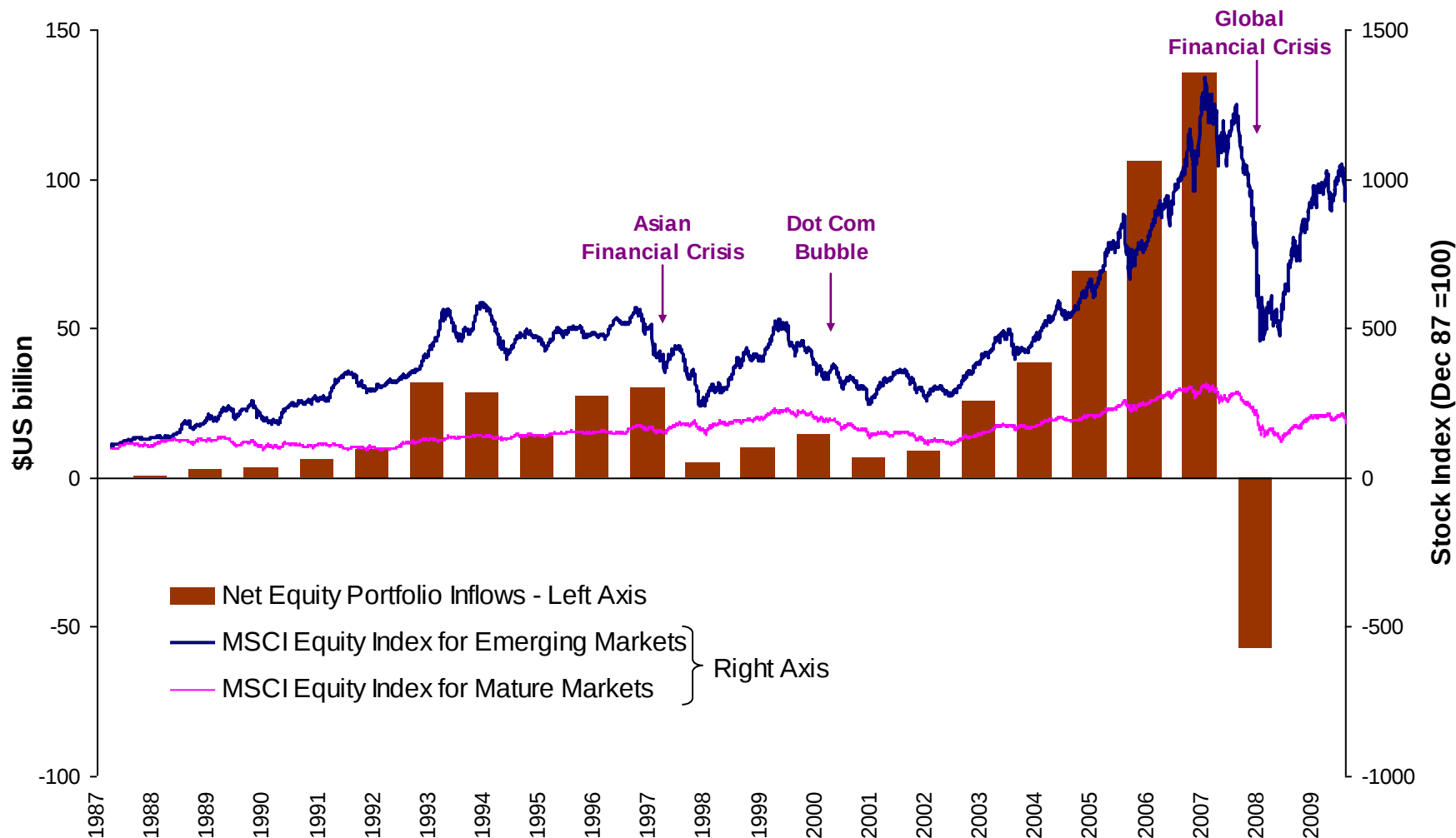
Quan điểm của Stiglitz (2004)

- Lập luận chống lại tự do hóa thị trường vốn
 - Tự do hóa có thể dẫn đến **biến động tiêu dùng nhiều hơn**: Vấn đề là dòng vốn có tính thuận chu kỳ
 - **Kinh tế chính trị**: kỷ cương giám sát và những điều tương tự khác
 - Tự do hóa dẫn đến **biến động kinh tế chung nhiều hơn**: tiền đổ vào đất nước thường tài trợ cho những hoạt động tiêu dùng chè chén say sưa rồi lại tuôn chảy ra, làm suy yếu các TCTC và tình trạng phát sản; thực thi chính sách tiền tệ nghịch chu kỳ cũng bị cản trở.
 - Tự do hóa **không dẫn đến tăng trưởng nhanh hơn hay đầu tư cao hơn**: quan điểm thiên lệch khi chỉ xem xét những tác động tích cực thay vì cả những ảnh hưởng bất lợi đến tăng trưởng.
 - **Đầu tư FDI**: quan điểm dòng vốn gộp bao gồm cả FDI thay vì quan tâm các dòng vốn ngắn hạn.
 - **Biện hộ cho các hành vi can thiệp**: vốn ngắn hạn có tiềm năng gây ảnh hưởng bất lợi đến những lĩnh vực khác, tức có ngoại tác. Vậy liệu có hay không những can thiệp giúp giải quyết được hậu quả của ngoại tác mà không bị bù trừ bằng những hiệu ứng phụ tiêu cực khác.

Dòng vốn và các tiềm ẩn gây tổn thương hệ thống tài chính



Phản ứng của các dòng vốn đầu tư gián tiếp trước những thay đổi trên thị trường tài chính



Source: Global Financial Data, trích từ Nguyễn Xuân Thành

Tổng quan về khủng hoảng tài chính

- Xu thế toàn cầu hóa và hội nhập kinh tế
- Thế giới phẳng
- Dòng vốn quốc tế tăng nhanh và khó dự báo
- Tính phụ thuộc và gắn kết giữa các thị trường tài chính
- Tính phức tạp trong cấu trúc tài chính
- Sự “cách tân” trong các tài sản tài chính
- Sự yếu kém của hệ thống thể chế: điều tiết, giám sát, dự báo
- Khủng hoảng quy mô lớn, tần suất cao và khả năng lây lan rộng

Khủng hoảng tài chính sv. khủng hoảng kinh tế

- **Khủng hoảng tài chính:** trạng thái sụt giảm mạnh trong ngắn hạn về giá trị của các tài sản tài chính, các tổ chức tài chính, và sự đổ vỡ của hệ thống tài chính
- **Khủng hoảng kinh tế:** trạng thái kinh tế dài hạn được đặc trưng bởi tình trạng thất nghiệp, giảm phát và sự suy giảm sản xuất, tiêu dùng và đầu tư trong nền kinh tế

Phân biệt khủng hoảng kinh tế

**Đình trệ
(stagnation):**
tăng trưởng
dương nhưng
chậm và duy trì
trong thời gian
dài

**Sự suy thoái
(recession):**
tăng trưởng âm
liên tục trong
hai hoặc ba quý

**Đại suy thoái
(depression):**
một sự suy
thoái nặng nề
và kéo dài

Một vài đặc tính so sánh giữa 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 nền kinh tế
Mức giá tài sản tài chính (S&P 500, NYSE...)	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...)
Sự sụp đổ các định chế tài chính	Suy giảm sản lượng, thất nghiệp, đình trệ sản xuất, tồn kho
Dòng chu chuyển vốn quốc tế (FDI, FII, vay nợ quốc tế...)	Quan hệ xuất nhập khẩu hàng hóa, dịch vụ
Tác động đến nền kinh tế thực	Tác động đến nền kinh tế tiền tệ

Các loại khủng hoảng tài chính

- 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

Dấu hiệu trước cuộc khủng hoảng

- Tự do hóa tài chính
- Tự do hóa tài khoản vốn
- Tỷ giá được cố định hay gần như cố định
- Sự yếu kém của hệ thống tài chính, nhất là các ngân hàng trong nước
- Tăng trưởng quá nóng của thị trường chứng khoán, bất động sản
- Hệ thống thể chế, giám sát không theo kịp sự cách tân của thị trường tài chính

Đo lường khủng hoảng tài chính

- Sự sụt giảm giá chứng khoán
- Sự đổ vỡ bong bóng giá bất động sản
- Sự phá giá tiền tệ
- Sự suy giảm dự trữ ngoại tệ
- Nợ xấu trong hệ thống ngân hàng
- Mất khả năng trả nợ của khu vực công
- Thâm hụt cán cân thanh toán nghiêm trọng

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

Khủng hoảng ngân hàng

- Dermirgüç-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 Countries - Proposal for an Operational Framework and Policy Implications*, tháng 2/2004.

Lịch sử khủng hoảng tài chính

- Dominique Plihon (2008): phân chia khủng hoảng tài chính làm 4 thời kỳ:
 - Thời bản vị vàng (thế kỷ 1870 đến 1914),
 - Thời giữa hai cuộc Đại thế chiến (1914 – 1944),
 - Thời Bretton Woods (1944 – 1971), và
 - Thời hậu Bretton Woods (từ 1971 đến nay).
- Nghiên cứu của Luc Laeven và Fabian Valencia (2008): thời kỳ 1970 đến 2007
 - 124 cuộc khủng hoảng ngân hàng có hệ thống,
 - 208 cuộc khủng hoảng tiền tệ,
 - 63 cuộc khủng hoảng nợ quốc gia.

Một số cuộc khủng hoảng tài chính điển hình

- Cơn sốt hoa Tulip ở Hà Lan 1637
- Công ty Nam Dương (South Sea Company) ở Anh 1720
- Đại suy thoái và “ngày thứ Ba đen tối” ở Mỹ 1929
- Khủng hoảng nợ ở các nước Mỹ la tinh đầu thập niên 1980
- “Ngày thứ Hai đen tối” 19/10/1987
- Tấn công đầu cơ Cơ chế Tỷ giá châu Âu 1992 – 1993
- Khủng hoảng ở Mexico 1994 – 1995
- Khủng hoảng Đông Á 1997 – 1998
- Khủng hoảng ở Argentina 2001 – 2002
- Khủng hoảng tài chính toàn cầu từ 2007
- Khủng hoảng nợ của Eurozone 2010 - 2012

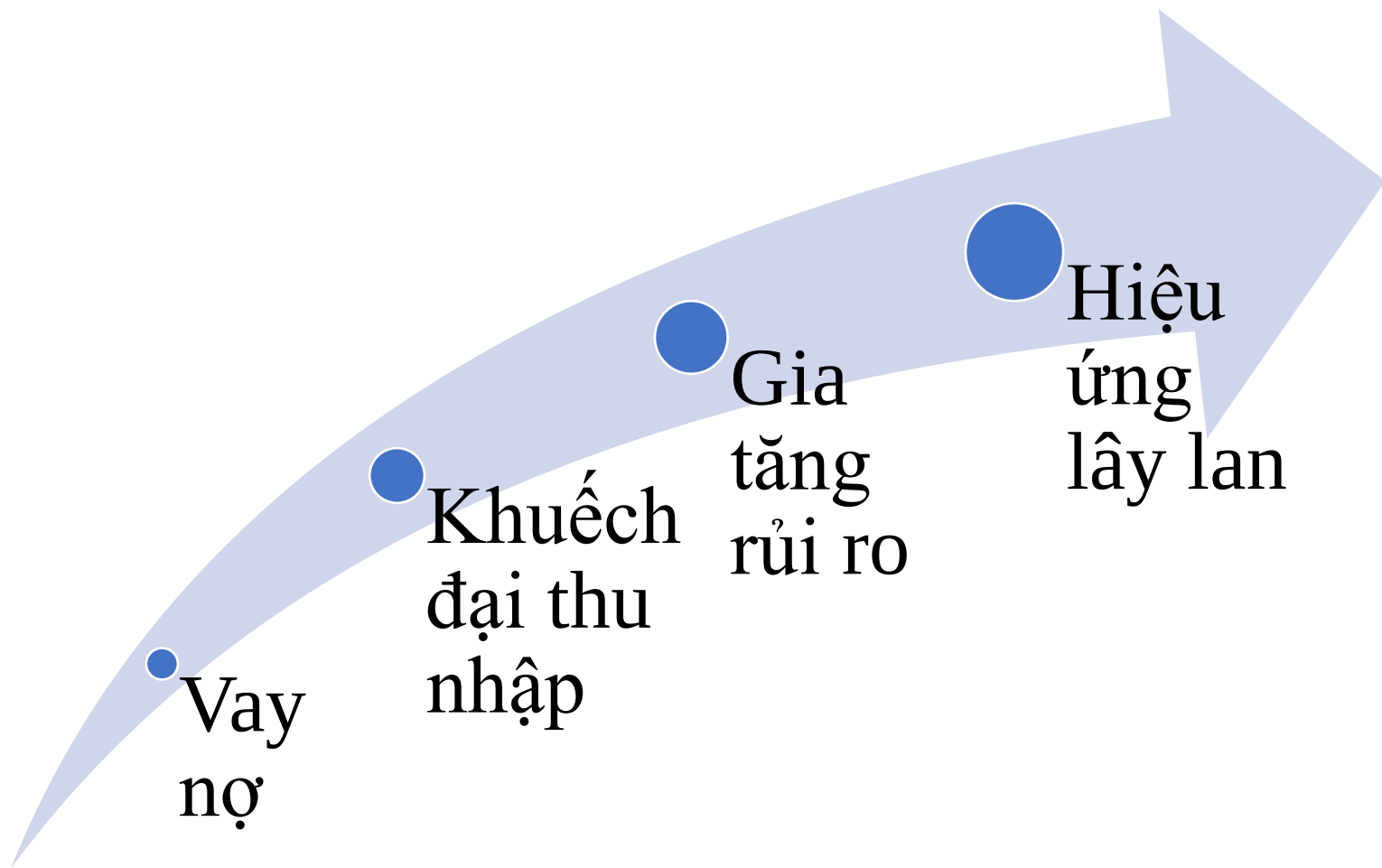
Nguyên nhân khủng hoảng tài chính

- Sự hoảng loạn tài chính
- Thông tin không cân xứng
- Bong bóng giá và nợ
- Các bổ sung chiến lược trên thị trường tài chính
- Sử dụng đòn bẩy
- Sự không tương thích giữa nợ và tài sản
- Sự không chắc chắn và hành vi bầy đàn
- Các thất bại của hệ thống điều tiết, giám sát
- Sự lừa dối
- Sự lây bệnh
- Các tác động của suy thoái kinh tế

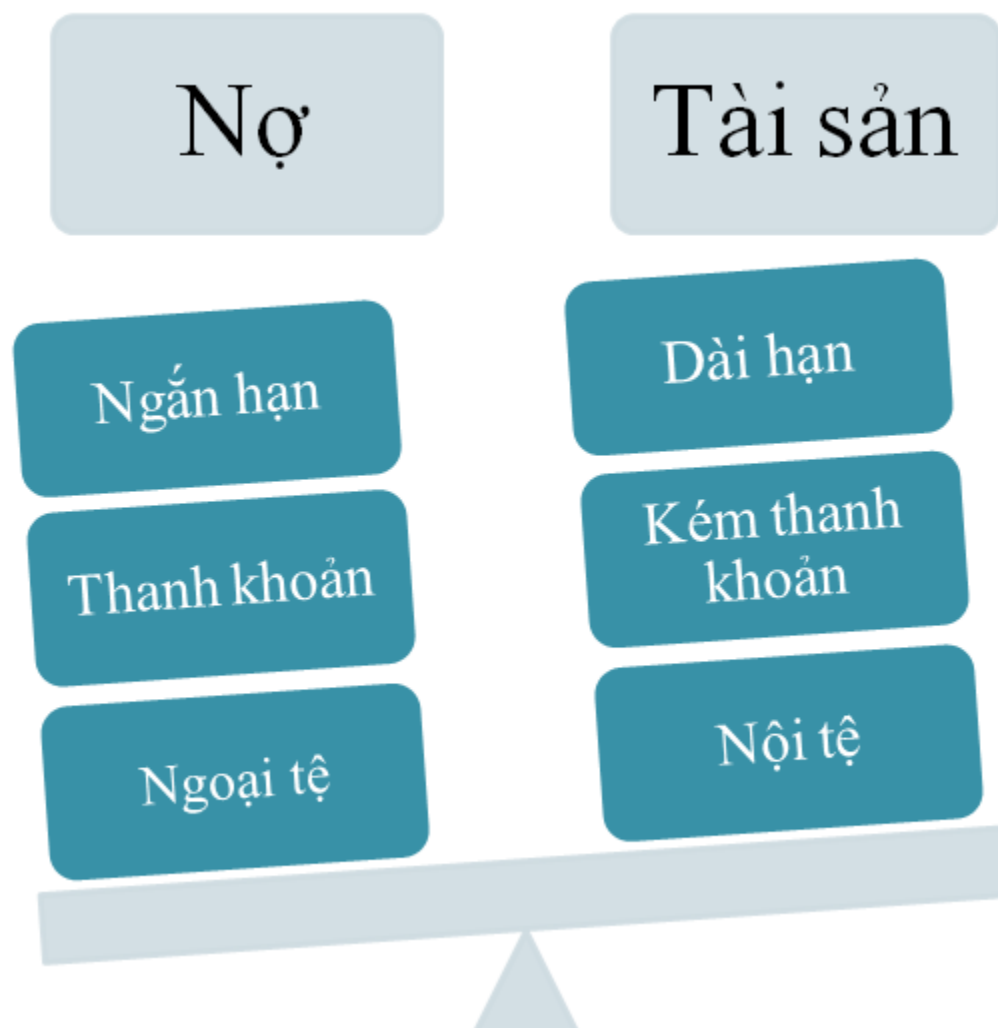
Nguyên nhân của khủng hoảng tài chính: sự bổ sung chiến lược

- George Soros (1994): sự phản xạ (reflexivity)
- J. M. Keynes (1936): trò chơi cuộc thi sắc đẹp (beauty contest game)
- Bulow, Geanakoplos, Klemperer (1985): sự bổ sung chiến lược (strategic complementarities): động cơ bắt chước chiến lược của người khác
- Cooper và A. John (1988): lời tiên tri tự phát sinh (self-fulfilling prophecies)

Nguyên nhân của khủng hoảng tài chính: sử dụng đòn bẩy tài chính



Nguyên nhân của khủng hoảng tài chính: sự không tương thích giữa nợ và tài sản



Nguyên nhân của khủng hoảng tài chính: sự lừa dối

- Tài chính Ponzi
- Thông tin bất cân xứng (AI): rủi ro đạo đức (MH), vấn đề ủy quyền-thừa hành (AP), lựa chọn bất lợi (AS)

Nguyên nhân của khủng hoảng tài chính: sự không chắc chắn và tâm lý bầy đàn

- Các kỹ thuật tài chính xa lạ: hợp đồng hoán đổi rủi ro tín dụng (CDS)
- Các cách tân về công nghệ: dot.com, fintech?
- Tâm lý bầy đàn (herd behavior)

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):**

- *Khoảnh 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*

Các lý thuyết về khủng hoảng tài chính (tt)

- **Trò chơi phối hợp**

- *Mô hình Diamond và Dybvig (1983): xem bài đọc*

- *Mô hình Obstfeld (1994)*

- **Mô hình bầu đàn và mô hình kỳ vọng thích ứng**

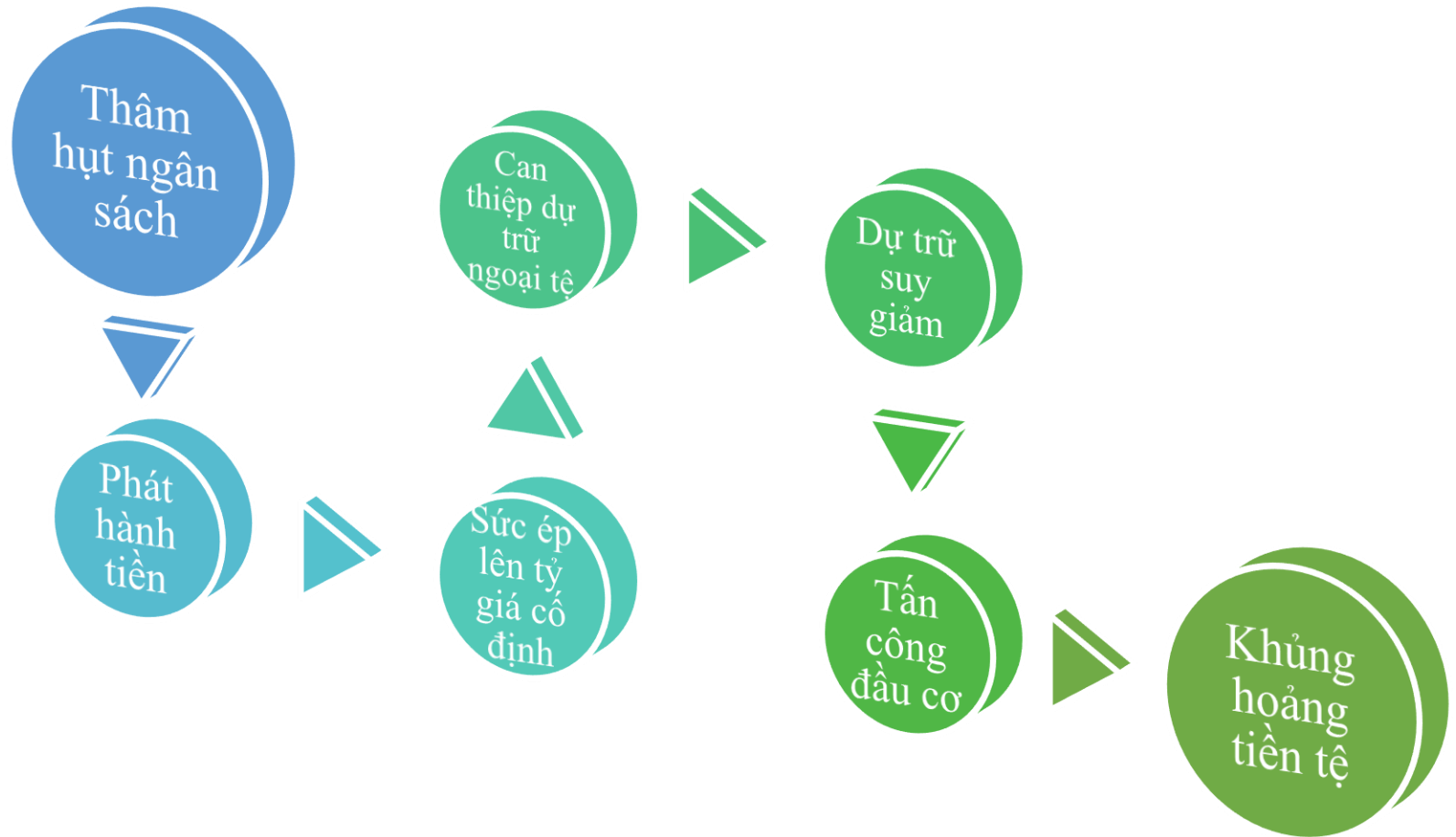
- *Mô hình bầu đàn: nhà đầu tư duy lý*

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

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

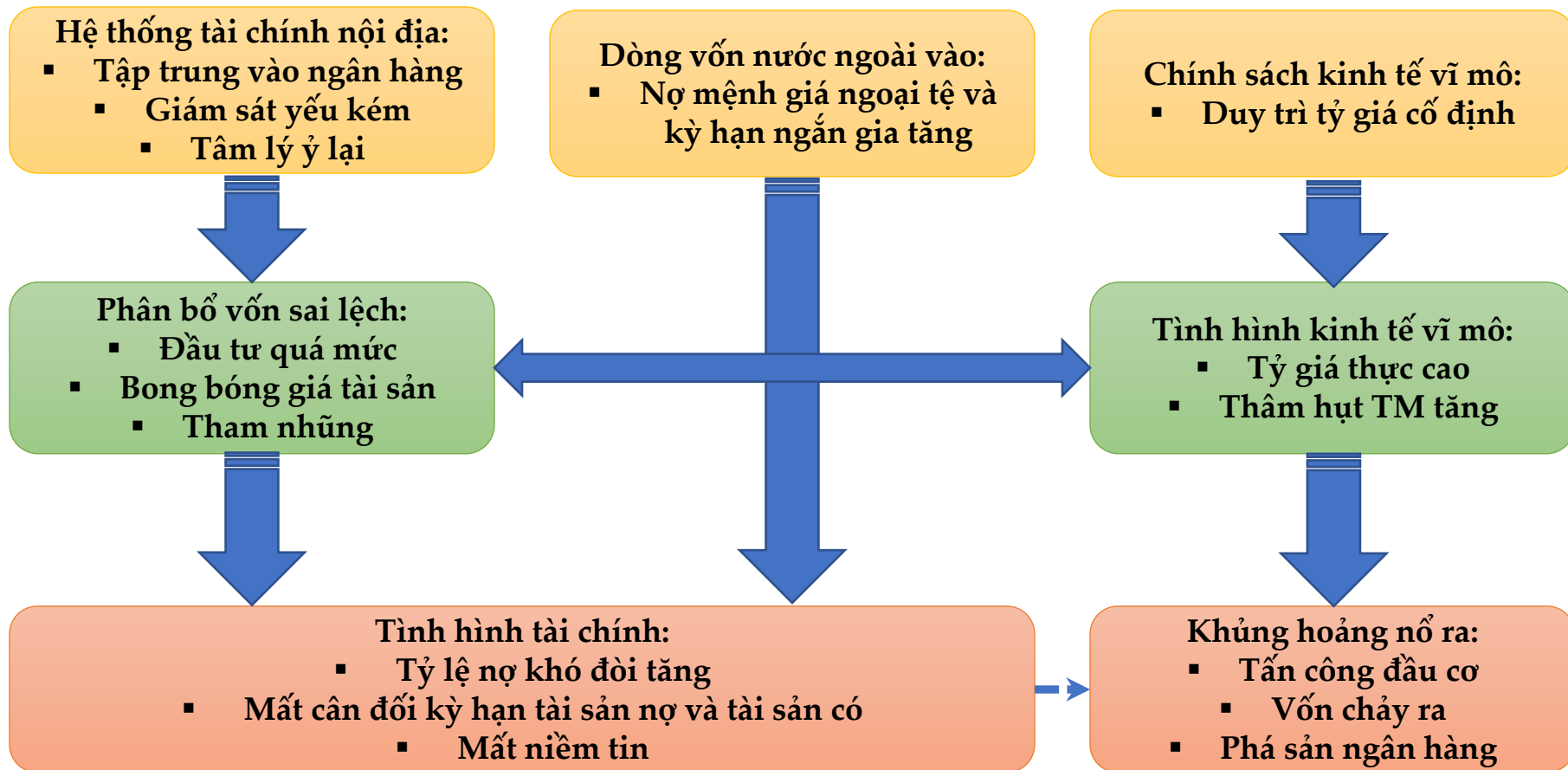
Mô hình thể hệ thứ 1



Mô hình thể hệ thứ 2



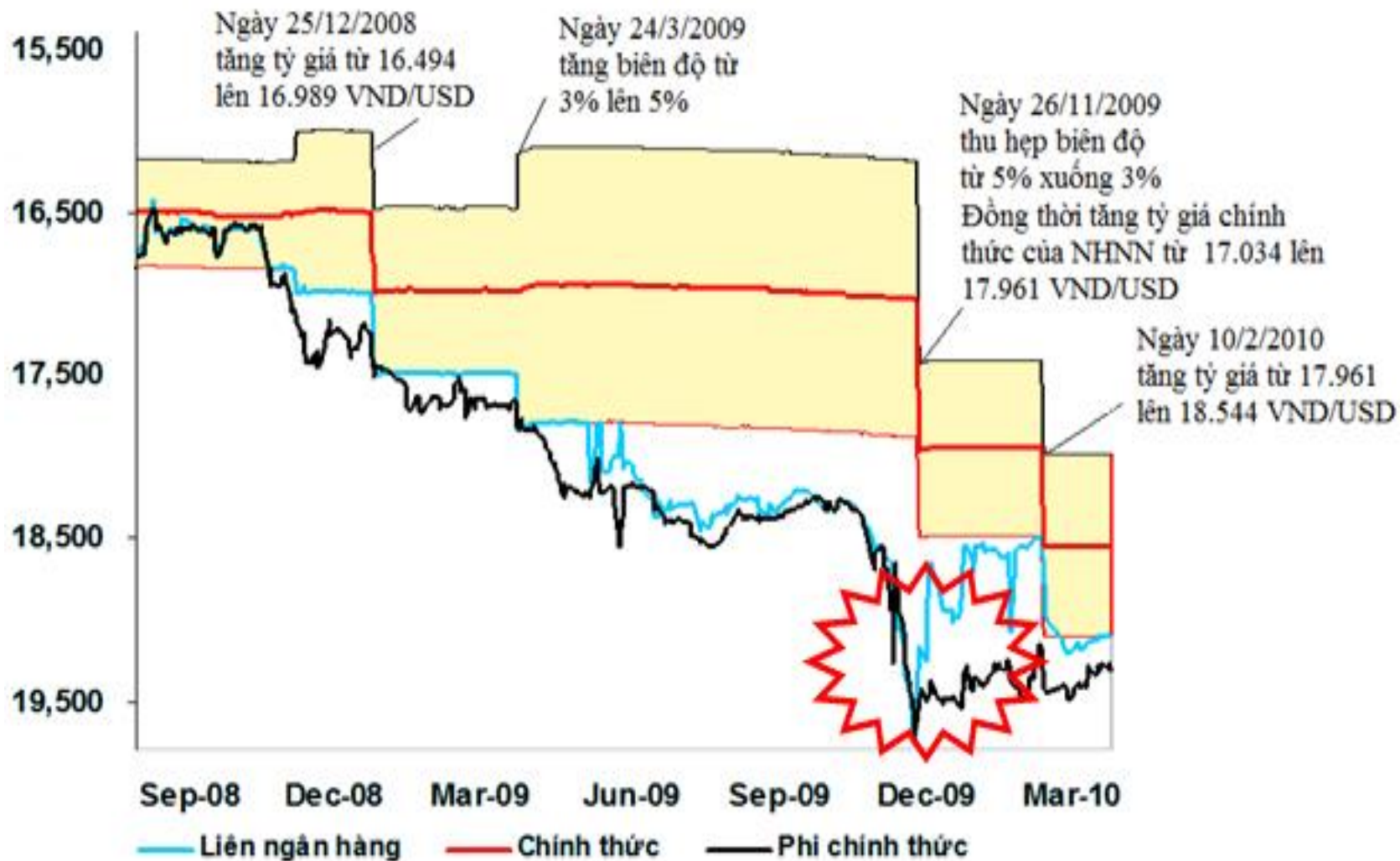
Mô hình thể hệ thứ 3 (nhìn từ khủng hoảng Đông Á 1997 – 1998)



Khủng hoảng tài chính ở Mỹ 2007

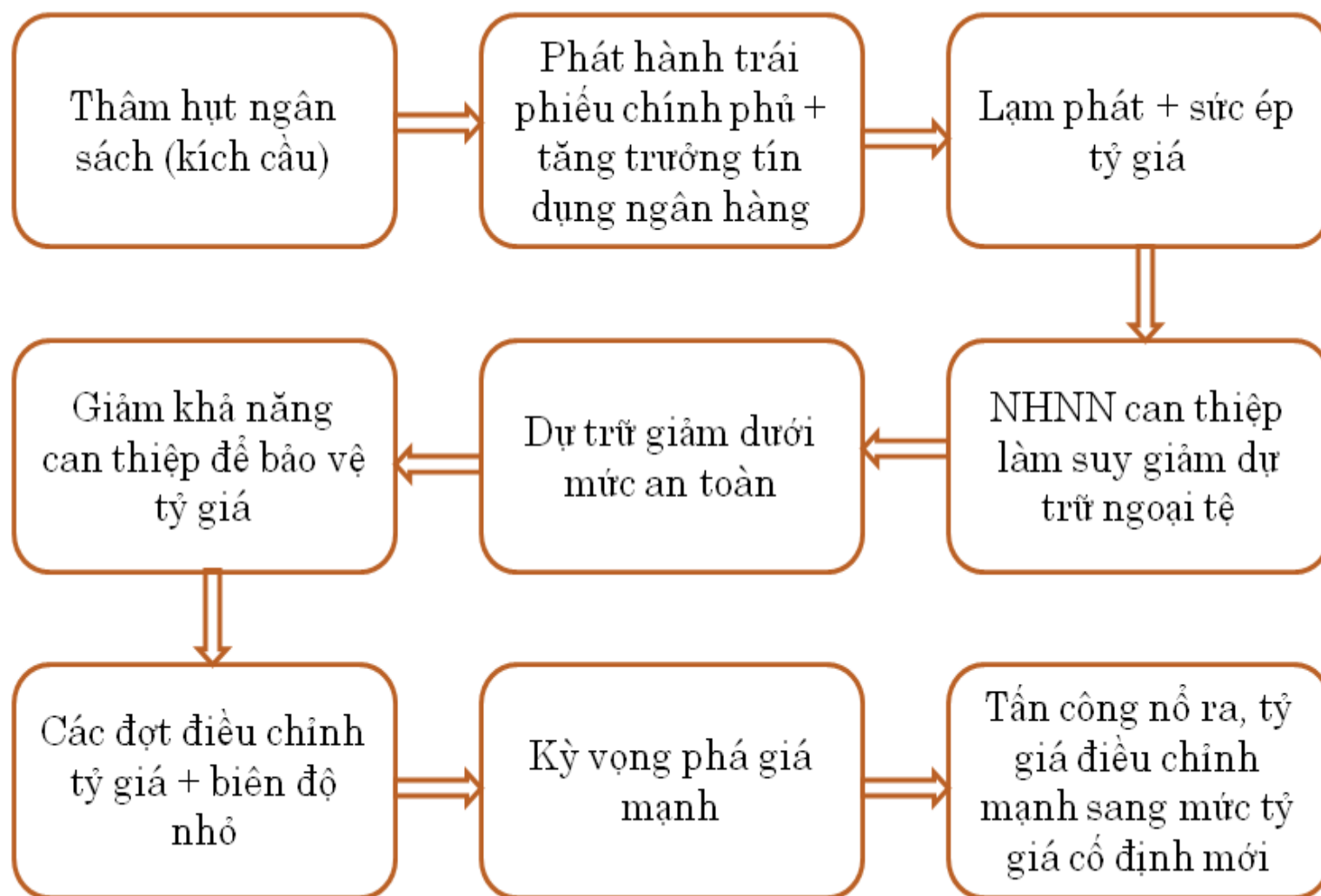
- Khủng hoảng nợ dưới chuẩn (subprime)
- Nguyên nhân:
 - Fed duy trì lãi suất thấp (1%/năm)
 - Các cách tân tài chính
 - Hệ thống giám sát bị buông lỏng
 - Đánh giá tín nhiệm thiếu tin cậy
 - Tâm lý giá nhà đất luôn tăng
 - Cảnh báo của P. Krugman (2005) và Roubini (2006)
- Yếu tố châm ngòi:
 - Fed thắt chặt tiền tệ
 - Thị trường nhà ở xấu đi

Căng thẳng tỷ giá 2009



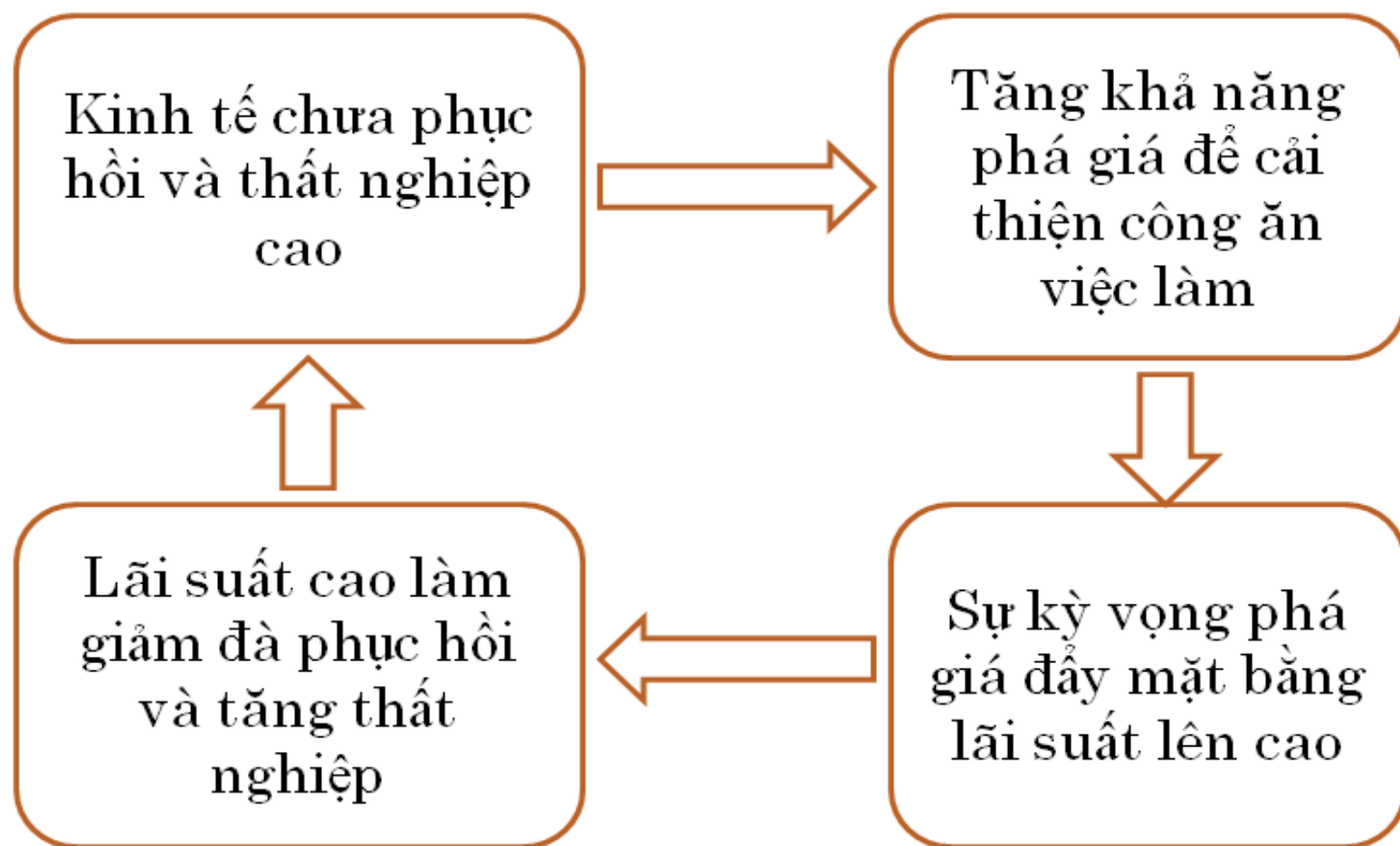
Khủng hoảng tiền tệ ở Việt Nam?

Mô hình 1



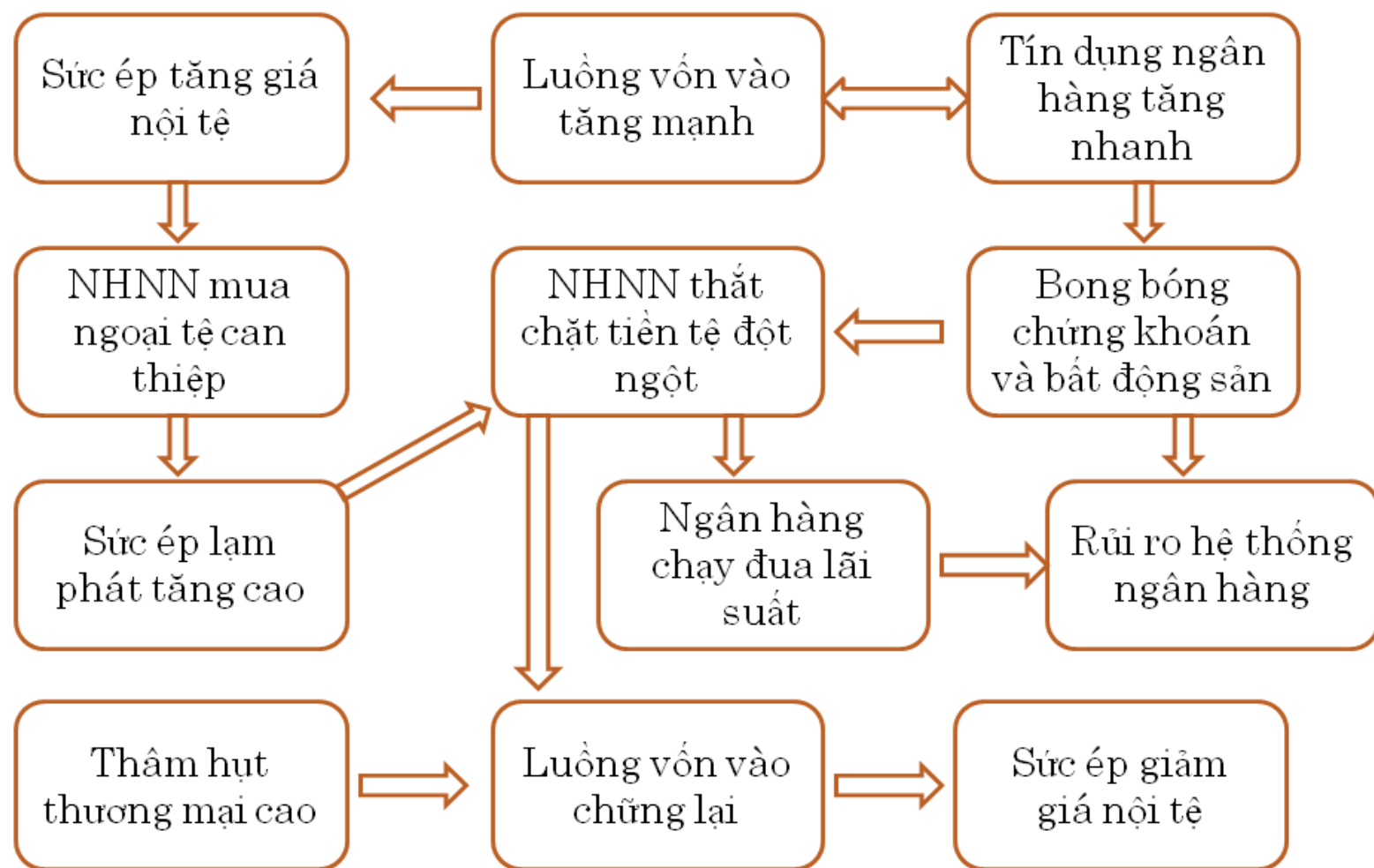
Khủng hoảng tiền tệ ở Việt Nam?

Mô hình 2



Khủng hoảng tiền tệ ở Việt Nam?

Mô hình 3



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