

# KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH Ở ĐÔNG Á: MÔ HÌNH KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH THỂ HỆ THỨ BA

Nguyễn Xuân Thành

Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright

Trong suốt thập niên từ 50 cho đến 70, khủng hoảng tài chính (financial crisis) ở các nước đang phát triển (đặc biệt là ở châu Mỹ Latinh) đều xoay quanh hệ thống tài chính bị áp chế, thâm hụt ngân sách gia tăng và tỷ giá hối đoái cố định. Trong một hệ thống tài chính bị áp chế, lãi suất được kiểm soát ở dưới mức cân bằng để giảm chi phí cho vay. Chính phủ đồng thời duy trì một mức thâm hụt ngân sách lớn, thường được tài trợ bởi vay nước ngoài, hoặc trong điều kiện không thể làm như vậy thì bằng thuế lạm phát hay bằng tỷ lệ dự trữ bắt buộc cao áp đặt lên các ngân hàng thương mại. Thâm hụt ngân sách cao, lạm phát gia tăng nhưng tỷ giá hối đoái lại được cố định. Điều đó có nghĩa là chính phủ phải sử dụng dự trữ ngoại tệ để bảo vệ tỷ giá hối đoái. Một cú sốc, ví dụ như tỷ giá ngoại thương thay đổi theo chiều hướng xấu làm tăng thâm hụt cán cân xuất nhập khẩu, có thể dẫn tới một cuộc tấn công mang tính đầu cơ vào đồng nội tệ và làm cạn kiệt dự trữ ngoại hối. Chính phủ lúc đó buộc phải từ bỏ tỷ giá hối đoái cố định và để đồng nội tệ phá giá. Đây là diễn biến điển hình của một cuộc *khủng hoảng tiền tệ* (currency crisis).

Một khía cạnh khác của khủng hoảng tài chính là *khủng hoảng ngân hàng* (banking crisis). Khi người dân mất niềm tin vào hệ thống ngân hàng, thì họ thường rút tiền một cách ồ ạt. Với lượng dự trữ hạn hẹp, các ngân hàng có thể nhanh chóng rơi vào tình trạng mất khả năng thanh toán. Tuy nhiên, khủng hoảng theo kiểu rối loạn ngân hàng ở Anh Quốc trong thế kỷ 19 có thể được đề phòng bằng vai trò *người cho vay cuối cùng* của ngân hàng trung ương. Khủng hoảng trở nên nghiêm trọng hơn khi các ngân hàng đổ vốn cho vay vào các dự án rủi ro cao, không hiệu quả. Trục trặc thường nảy sinh khi các quy định kinh doanh tài chính thận trọng không có hoặc không được thực thi và các khoản cho vay được ngầm bảo đảm. Do vậy, tâm lý ỷ lại xuất hiện và làm các ngân hàng cho vay bất cẩn. Kết cục là tỷ lệ nợ xấu gia tăng, ngân hàng mất vốn và rơi vào tình trạng phá sản.

Khủng hoảng tiền tệ và khủng hoảng ngân hàng có thể đi liền với nhau, cái nọ dẫn tới cái kia và tạo nên cái gọi là *khủng hoảng kép* (twin crisis). Khi đó, khủng hoảng tài chính trở nên rất trầm trọng và có thể dẫn tới khủng hoảng về kinh tế - xã hội. Như trường hợp Đông Á cho thấy, các đợt tấn công đầu cơ vào đồng baht xảy ra vào tháng 7 năm 1997 đã làm chính phủ Thái Lan phải bảo vệ đồng tiền của mình bằng cách sử dụng dự trữ ngoại tệ. Khi dự trữ ngoại tệ gần cạn kiệt, Thái Lan buộc phải thả nổi tỷ giá. Khủng hoảng nhanh chóng lan ra các nước Đông Á khác. Đồng nội tệ của Hàn Quốc, Indonesia, Malaysia và Philippines đều chịu sức ép. Sự phá giá đồng nội tệ ở các nước này cùng với lãi suất gia tăng đã làm nhiều doanh nghiệp trước đây vay nợ bằng ngoại tệ không còn khả năng chi trả. Khó khăn của doanh nghiệp nhanh chóng trở thành khó khăn của các tổ chức tài chính và khủng hoảng ngân hàng xảy ra.

Một cách giải thích phổ biến nhất về khủng hoảng tập trung vào những trục trặc trong nội tại các nền kinh tế, đặc biệt là trong hệ thống tài chính. Cơ chế phân bổ tín dụng theo chỉ định (với các khoản vay được chính phủ ngầm bảo đảm), mặc dù tỏ ra thành công trong giai đoạn đầu của quá trình công nghiệp hóa, đã dẫn tới đầu tư quá mức, tham nhũng và hiệu quả sử dụng vốn ngày càng xuống thấp. Chủ nghĩa tư bản theo kiểu quan hệ gia đình, bạn bè (crony capitalism) ở Đông Á cũng góp phần làm biến dạng cơ chế phân bổ tín dụng.

Đi liền với những yếu kém trong hệ thống tài chính nội địa là các yếu tố từ bên ngoài. Tự do hóa tài chính được đẩy mạnh, bắt đầu từ việc nâng lãi suất nội địa, rồi tiến đến xóa bỏ kiểm soát trong khi không tăng cường cơ chế giám sát, và mở cửa tài khoản vốn. Những chính sách này, cùng với chính sách duy trì tỷ giá hối đoái cố định, đã khuyến khích dòng vốn nước ngoài chảy vào, mà chủ yếu là vốn ngắn hạn. Các ngân hàng trong nước, nhận được vốn từ nước ngoài một cách dễ dàng, tiếp tục đẩy mạnh cho các doanh nghiệp trong nước vay vốn. Kết quả là hàng loạt doanh nghiệp vay nợ với tỷ lệ cao, kỳ hạn ngắn, nhưng lại đầu tư vào các dự án dài hạn nhiều rủi ro. Hệ thống tài chính ngày càng trở nên dễ bị tổn thương.

Một quan điểm giải thích khác cho rằng các nhà đầu tư nước ngoài vào Đông Á mất lòng tin nên rút vốn ồ ạt. Đứng trước những thành công về tăng trưởng của khu vực, họ đã đổ vốn với khối lượng lớn vào các nền kinh tế Đông Á. Những gì xảy ra giống như một cơn hoảng loạn rút tiền khỏi hệ thống ngân hàng. Chính hành vi này đã làm cho các nền kinh tế Đông Á, giống như các ngân hàng, không còn khả năng thanh toán. Theo quan điểm này, thì liệu thuốc cần đưa ra là có một tổ chức tổ chức đóng vai trò làm “người cho vay cứu cánh cuối cùng”.

Cách giải thích thứ ba là cuộc khủng hoảng Đông Á xảy ra do sự tấn công của các nhà đầu cơ lớn và các quỹ đầu tư chứng khoán chênh lệch giá hòng thu lợi nhuận từ sự đổ vỡ tài chính.

Sau đây, chúng ta sẽ phân tích các nguyên nhân gây ra cuộc khủng hoảng trên cơ sở ba cách giải thích ở trên. Mỗi cách giải thích nhấn mạnh những nguyên nhân khác nhau.

## I. Cách giải thích thứ nhất – Tâm lý ỷ lại và đầu tư bong bóng

### 1. Tâm lý ỷ lại

Từ đầu thập niên 1990, tự do hóa tài chính được tiến hành với nhịp độ từ từ ở hầu hết các nền kinh tế Đông và Đông Nam Á. Mặc dù vậy, việc chính phủ can thiệp trong phân bổ tín dụng vẫn tồn tại ở nhiều nước như Hàn Quốc, Indonesia, Malaysia và Đài Loan. Khi tín dụng được chỉ định thì cơ chế giám sát và các quy định về hoạt động thận trọng thường được coi nhẹ.<sup>1</sup> Hơn thế nữa, khi các ngân hàng cho vay theo chỉ đạo của chính phủ thì luôn tồn tại một giả định ngầm rằng chính phủ sẽ bảo lãnh và cứu giúp nếu khoản vay đó không đòi được. Thậm chí ngay cả ở một số nền kinh tế như Thái Lan, nơi chính phủ ít có can thiệp hơn vào phân bổ tín dụng, thì những người cấp vốn cho các công ty tài chính vẫn tin rằng mình sẽ được bảo đảm khi tính tới những mối quan hệ chính trị mà chủ sở hữu của các tổ chức tài chính này có được.

Chính vì vậy, mặc dù không hề có sự bảo lãnh chính thức của chính phủ, nhưng các tổ chức tài chính ở Đông Á, đặc biệt là các ngân hàng nhà nước hay ngân hàng lớn, luôn coi mình là “quá lớn nên không thể thất bại”. Krugman (1998) đưa ra quan điểm cho rằng cuộc khủng hoảng Đông Á bắt nguồn chính từ tâm lý ỷ lại trong hệ thống tài chính: các tổ chức tài chính được bảo

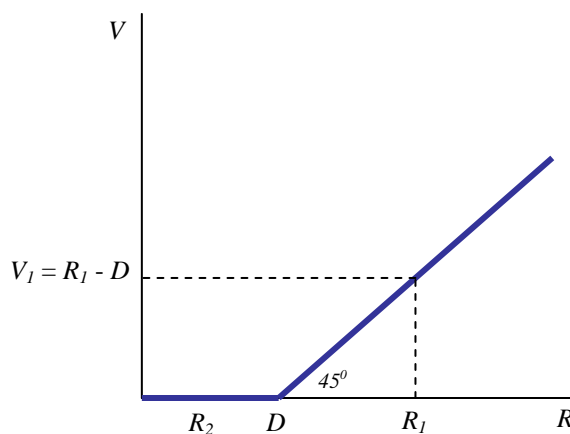
<sup>1</sup> Các quy định về hoạt động thận trọng bao gồm tỷ lệ vốn/tài sản cho vay đảm bảo đạt trên một mức tối thiểu; giới hạn tỷ lệ tín dụng tối đa dành cho một đối tượng vay vốn riêng rẽ; giám sát hệ thống kế toán để xác định rõ các khoản nợ khó đòi;...

lãnh ngằm “có động cơ không chỉ thực hiện các hoạt động đầu tư rủi ro, mà còn theo đuổi tất cả các dự án có suất sinh lợi kỳ vọng thấp nếu các dự án này được lợi lớn trong trường hợp thành công”. Sau đây là ví dụ minh họa.

Giả sử, một công ty tài chính huy động được khoản vốn và sau một năm sẽ phải trả  $D$ . Công ty để đầu tư vào một dự án cho doanh thu ròng sau một năm là  $R$ . Nếu  $R \geq D$  thì công ty tài chính sẽ hoàn trả được khoản vốn huy động và còn lại giá trị lãi là  $V = R - D$ . Còn nếu  $R < D$  thì công ty sẽ vỡ nợ và chỉ trả khoản tiền  $R$  còn phần thiếu hụt sẽ được chính phủ bù đắp (do chủ sở hữu của công ty tài chính có được những mối quan hệ chính trị tốt).

Hình vẽ dưới đây mô tả giá trị lãi mà công ty tài chính nhận được, với trục hoành là doanh thu ròng của dự án,  $R$ , và trục tung là lãi nhận được,  $V$ .

**Hình 1: Đầu tư được bảo lãnh ngằm**



Với mọi giá trị  $R < D$ , thì công ty tài chính không nhận được gì; còn khi  $R > D$ , thì giá trị lãi mà công ty nhận được là  $R - D$  theo đường  $45^\circ$  trên đồ thị. Nói cách khác,  $V = \max\{0; R - D\}$ .

Ta thấy trường hợp này giống như việc công ty tài chính có được một quyền chọn mua. Tài sản cơ sở ở đây chính là dự án đầu tư với giá trị tài sản bằng với doanh thu ròng của dự án,  $R$ . Giá thực hiện là giá trị khoản nợ phải trả,  $D$ . Kỳ hạn là một năm.<sup>2</sup>

Sau một năm, nếu doanh thu ròng lớn hơn khoản nợ phải trả, thì công ty tài chính trả nợ. Ta nói rằng công ty tài chính thực hiện quyền chọn mua và hưởng giá trị chênh lệch là  $R - D$ . Còn nếu doanh thu ròng nhỏ hơn khoản nợ phải trả, thì công ty tài chính sẽ không thực hiện quyền và nhận được giá trị bằng không.

Lý thuyết về quyền chọn cho biết rằng độ dao động giá (tức là rủi ro) của tài sản cơ sở càng cao thì giá trị quyền chọn càng lớn vì khi đó thì xác suất quyền chọn có lợi vào lúc đáo hạn càng cao. Như vậy, rủi ro của dự án đầu tư càng cao thì giá trị lãi mà công ty nhận được khi đáo hạn càng cao. Đó chính là lý do tại sao, khi có bảo lãnh thì công ty tài chính là tập trung đầu tư vào các rủi ro cao. Hơn thế nữa, công ty tài chính đặc biệt thích đầu tư vào các dự án có khả năng cho doanh thu ròng rất cao nếu thành công cho dù xác suất xảy ra là rất thấp.

<sup>2</sup> Xem lại bài giảng quyền chọn trong môn phân tích tài chính.

## 2. Dòng vốn nước ngoài

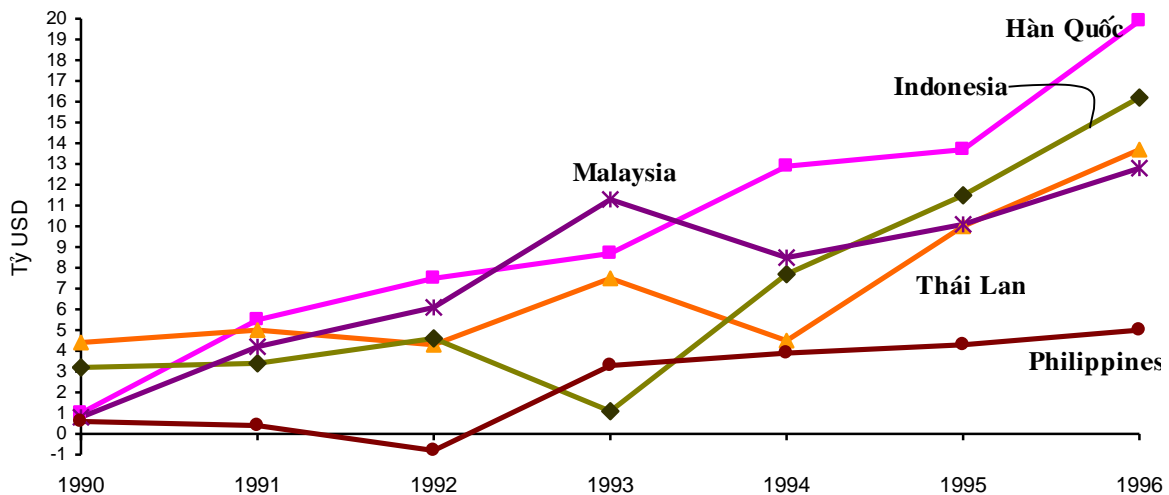
Những yếu tố dẫn đến khủng hoảng ở Đông Á không chỉ bó hẹp trong phạm vi nội địa mà còn cả từ bên ngoài. Từ năm 1990 đến 1997, lượng vốn tư nhân chảy vào các nước đang phát triển tăng 5 lần từ 42 tỷ USD lên 256 tỷ USD. Đông Á là nơi thu hút một lượng lớn dòng vốn này, chiếm tới 60% trong nửa đầu thập niên 90 (theo NHTG 1998).

**Bảng 1: Vốn tư nhân nước ngoài chảy vào 5 nước Đông Á (Hàn Quốc, Thái Lan, Malaysia, Indonesia và Philippines), 1991-96 - Tỷ USD**

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Vốn tư nhân ròng	24,8	29,0	31,8	36,1	74,2	65,8
Đầu tư trực tiếp ròng	6,2	7,3	7,6	8,8	7,5	8,4
Đầu tư chứng khoán ròng	3,2	6,4	17,2	9,9	17,4	20,3
Vay thương mại và đầu tư khác	15,4	15,3	7,0	17,4	49,2	37,1
Viện trợ chính thức ròng	4,4	2,0	0,6	0,3	0,7	-0,4

Nguồn: NHTG, "World Economic Outlook", 5/1998 và 3/2000.

**Hình 2: Vốn tư nhân nước ngoài chảy vào 5 nước Đông Á, 1990-96**



Nguồn: Tính toán từ NHTG – World Development Indicators 2002.

Suất sinh lợi thấp ở các nền kinh tế phát triển và sự thần kỳ trong tăng trưởng của Đông Á là những động lực thúc đẩy dòng vốn dịch chuyển từ Nhật Bản, Hoa Kỳ và EU tới các nền kinh tế Đông Á. Chênh lệch lãi suất giữa các nền kinh tế Đông Á và các trung tâm tiền tệ quốc tế luôn ở mức dương. Dòng vốn tư nhân càng được thúc đẩy vào giữa thập niên 90 với chính sách tiền tệ mở rộng ở Hoa Kỳ, nới lỏng kiểm soát tài chính ở châu Âu và tình trạng bong bóng đồng yên ở Nhật Bản. Thêm vào đó, một số chính phủ Đông Á (ví dụ như Hàn Quốc) đã tự do hóa tài khoản vốn theo hướng khuyến khích dòng vốn nước ngoài ngắn hạn. Cụ thể, chính sách của Hàn Quốc là hạn chế đầu tư nước ngoài dài hạn dưới dạng FDI hay đầu tư chứng khoán, trong khi chỉ cho phép các ngân hàng được vay ngắn hạn nước ngoài. Tỷ giá hối đoái cố định mà nhiều chính phủ Đông Á duy trì cũng là yếu tố khuyến khích dòng vốn nước ngoài do rủi ro tỷ giá được loại bỏ. Lãi suất nước ngoài thấp hơn lãi suất nội địa trong khi tỷ giá được cố định rõ ràng là một khuyến khích cho các tổ chức kinh doanh và tài chính nội địa đi vay vốn nước ngoài.

Tâm lý ỷ lại cũng xuất hiện đối với dòng vốn nước ngoài. Các nhà đầu tư nước ngoài khi cho các tổ chức tài chính trong nước vay cũng ngầm giả định rằng khoản cho vay của mình sẽ được chính phủ nước sở tại bảo lãnh khi nhìn thấy quan hệ gần gũi giữa chính phủ với các ngân hàng nội địa. Khi kinh tế tăng trưởng khá, lượng vốn nước ngoài chảy vào nhiều thì không ai nghĩ rằng lại có thể không đảo được nợ hay vay mới khi các khoản vay trước đây đến kỳ đáo hạn.

Dòng vốn chảy vào đã tạo nên sự bùng nổ tín dụng trong khu vực. Trong thập niên 1990, tín dụng ngân hàng cấp cho khu vực tư nhân tăng lên nhanh chóng. Tới cuối năm 1996, tổng giá trị nợ tài chính của khu vực tư nhân trên GDP lên tới hơn 140% ở Hàn Quốc và Thái Lan (bảng 2). Mức cung tiền M2 ở Hàn Quốc, Thái Lan, Philippines, Malaysia và Indonesia tăng gần 20%/năm trong năm 1996 và 1997.

**Bảng 2: Nợ tài chính của khu vực tư nhân so với GDP (%)**

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Korea	103.1	110.7	121.3	128.8	133.5	140.9
Thailand	88.6	98.4	110.8	128.1	142.0	141.9

Nguồn: Radelet và Sachs (1998).

Một điểm đáng lưu ý nữa là hàng loạt các khoản vay nước ngoài ngắn hạn được đầu tư dài hạn. Thái Lan vay nước ngoài chủ yếu thông qua các ngân hàng và công ty tài chính. Ngân hàng Hàn Quốc cũng vay nước ngoài. Trong trường hợp của Indonesia, các doanh nghiệp vay nước ngoài trực tiếp trên thị trường vốn “hải ngoại” (NHTG 1998). Bảng 3 trình bày tình hình nợ ngắn hạn nước ngoài so với dự trữ ngoại tệ của các nước Đông Á vào thời điểm trước khi xảy ra khủng hoảng. Chỉ có hai nước Malaysia và Philippines trong số năm nước chịu khủng hoảng là có dự trữ ngoại tệ cao hơn nợ ngắn hạn. Nợ ngắn hạn nước ngoài cao hơn dự trữ ngoại tệ có nghĩa là trong thời gian ngắn nền kinh tế sẽ không có khả năng chi trả.

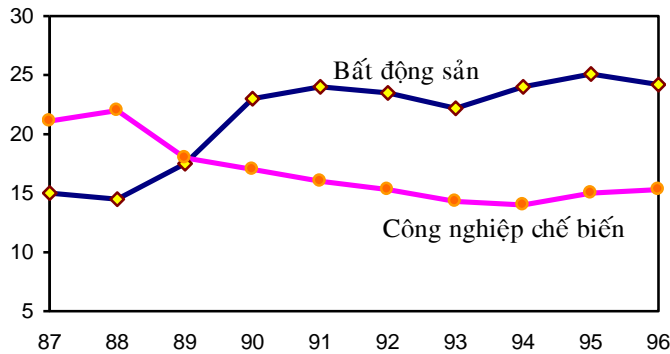
**Bảng 3: Nợ ngắn hạn vào quý II năm 1997**

	Nợ ngắn hạn nước ngoài (tỷ USD)	Dự trữ ngoại tệ (tỷ USD)	Tỷ lệ nợ ngắn hạn so với dự trữ
Hàn Quốc	70,18	34,07	2,06
Thái Lan	45,57	31,36	1,45
Indonesia	34,66	20,34	1,70
Malaysia	16,27	26,59	0,61
Philippines	8,29	9,78	0,85

Nguồn: ADB, “Asian Development Outlook”, 1999.

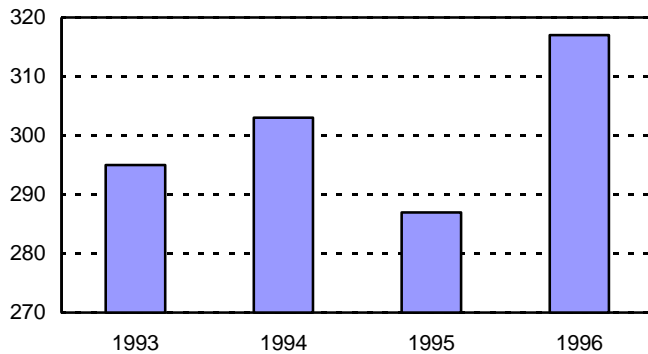
Một tỷ trọng lớn vốn cho vay của ngân hàng và các tổ chức tài chính phi ngân hàng được tập trung vào khu vực bất động sản. Ở Indonesia, các khoản cho vay khu vực bất động sản tăng 37%/năm trong giai đoạn 1992-95 (trong khi tổng tín dụng ngân hàng chỉ tăng 22%/năm). Ở Thái Lan, các khoản cho vay bất động sản của những công ty tài chính tăng 41%/năm trong giai đoạn 1990-95 (trong khi tổng tín dụng chỉ tăng 33%/năm). Ở Hàn Quốc, các khoản cho vay của ngân hàng được tập trung chủ yếu vào các tập đoàn lớn (*Chaebol*). Hình 4 cho thấy tỷ lệ nợ/vốn cổ phần của các doanh nghiệp công nghiệp của Hàn Quốc lên tới 317% vào cuối năm 1996 (trong khi tỷ lệ này ở Mỹ vào khoảng 100%).

**Hình 3: Tỷ lệ % giá trị cho vay bất động sản và công nghiệp chế biến của các công ty tài chính Thái Lan trong tổng dư nợ (%)**



Nguồn: Marcus Miller và Pongsak Luangaram (1998).

**Hình 4: Tỷ lệ nợ/vốn cổ phần của khu vực công nghiệp chế biến Hàn Quốc (%)**



Nguồn: Marcus Miller và Pongsak Luangaram (1998).

### 3. Bong bóng giá tài sản

Một hệ quả của tâm lý ỷ lại và đầu tư rủi ro là tăng giá tài sản. Tâm lý ỷ lại khuyến khích các tổ chức tài chính gia tăng đầu tư cho dù các dự án có suất sinh lợi kỳ vọng thấp. Nếu đầu tư được tập trung vào các tài sản có mức cung cố định (ví dụ như bất động sản mà hầu hết các công ty tài chính ở Thái Lan đầu tư vào), thì giá tài sản sẽ gia tăng. Một kỳ vọng theo kiểu xoay vòng phát sinh. Mọi người đầu tư vào bất động sản vì kỳ vọng giá bất động sản sẽ tăng lên. Khi lượng đầu tư tăng làm tăng cầu thì giá bất động đúng là đi lên như kỳ vọng. Bong bóng giá cả hình thành. Các tổ chức tài chính khi cho vay để đầu tư vào bất động sản cũng sẵn sàng tiếp tục cho vay vì thấy “quá an toàn” (tức là khi đất được dùng làm tài sản thế chấp và giá đất lại tăng lên). Sau đây là ví dụ minh họa.

Giá đất hiện là 100\$. Công ty tài chính huy động 100\$ để đầu tư với bảo lãnh ngầm của chính phủ. Ba tình huống có thể xảy ra (với xác suất ngang bằng nhau): (i) tình huống tốt, giá đất tăng lên 127\$; (ii) tình huống bình thường, giá đất vẫn là 100\$; và (iii) tình huống xấu, giá đất chỉ có 73\$. Giá kỳ vọng của đất bằng đúng 100.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> Để không phải chiết khấu, ta coi tất cả các giá trị trên là những giá trị đã được quy về hiện tại.

Vì được bảo đảm ngầm, nên khi tình huống xấu xảy ra và bị lỗ 27\$, những công ty tài chính không phải chịu (chính phủ sẽ bù 27\$). Vậy, lợi nhuận kỳ vọng sẽ là:  $(1/3) \cdot (27 + 0 + 0) = 9\$$ . Với lợi nhuận kỳ vọng như vậy, mọi nhà đầu tư sẽ cạnh tranh mua đất và giá đất sẽ bị đẩy lên:  $100 + 9 = 109\$$ .

Với giá đất bị đẩy lên 109\$, công ty tài chính vẫn sẵn sàng bỏ ra 109\$ để đầu tư. Vì nếu tình huống tốt xảy ra thì vẫn lãi 18\$ ( $=127-109$ ), còn trong hai tình huống kia thì đã được bù lỗ. Lợi nhuận kỳ vọng là:  $(1/3) \cdot (18 + 0 + 0) = 6\$$ . Mọi người tiếp tục cạnh tranh mua đất và giá đất sẽ không phải là 109\$ mà là 115\$ ( $=109+6$ ).

Với giá đất là 115\$, công ty tài chính tiếp tục đầu tư. Nếu tình huống tốt xảy ra thì lãi thu được là 12\$ ( $=127-115$ ), còn trong hai tình huống kia thì đã có chính phủ bù lỗ. Lợi nhuận kỳ vọng là:  $(1/3) \cdot (12 + 0 + 0) = 4\$$ . Cạnh tranh mua đất làm giá đất trở thành 119\$ ( $=115+4$ ).

Giá đất tăng đến khi nào? Ta thấy rằng chừng nào tình huống tốt xảy ra và vẫn còn có lợi nhuận (tức là giá nhỏ hơn 127\$) thì người ta tiếp tục đầu tư và giá đất tiếp tục tăng. Khi giá đất bằng 127\$ thì lợi nhuận kỳ vọng bằng 0 và giá đất không tăng nữa.

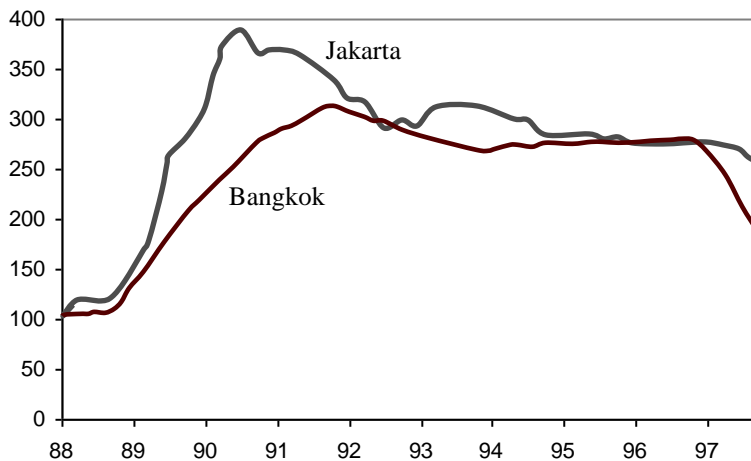
Vậy, nếu không có tâm lý ỷ lại thì giá đất là 100\$. Khi có tâm lý ỷ lại, giá đất trở thành 127\$. Nói một cách khác, đất được định giá như thế là chỉ có tình huống tốt xảy ra. Bảng 4 tóm tắt kết quả của ví dụ bằng số này.

**Bảng 4: Giá đầu cơ khi có tâm lý ỷ lại**

Vốn đầu tư	Giá đất vào cuối giai đoạn (với xác suất như nhau)			Lợi nhuận kỳ vọng nhận được	Giá đất
	73	100	127		
	Lãi nhận được trong ba tình huống xảy ra				
100	0	0	$127-100=27$	$(1/3) \cdot 27 = 9$	$100+9=109$
109	0	0	$127-109=18$	$(1/3) \cdot 18 = 6$	$109+6=115$
115	0	0	$127-115=12$	$(1/3) \cdot 12 = 4$	$115+4=119$
119	0	0	$127-119=8$	$(1/3) \cdot 8 = 2,67$	$115+2,67=121,67$
...	...	...	...	...	...
127	0	0	$127-127=0$	0	$127+0=127$

Bong bóng giá cả phình ngày một lớn thì sẽ đến lúc bị vỡ; tức là đến khi các nhà đầu tư bắt đầu nhận thấy có lẽ tình hình thực tế xảy ra không đúng với kỳ vọng. Một quá trình ngược lại với quá trình trên diễn ra. Mọi người bán tài sản vì kỳ vọng giá tài sản sẽ giảm. Tài sản được bán ra ồ ạt nên giá tài sản đúng là giảm xuống. Các ngân hàng nhận thấy giá trị tài sản thế chấp giảm xuống nên không cho vay nữa và đòi những khoản cho vay cũ về. Các nhà đầu tư, do phải hoàn trả nợ vay, nên càng phải đẩy mạnh việc bán tài sản. Giá tài sản vì vậy sụp đổ, và thường giảm xuống dưới cả mức cân bằng đầu tiên. Hình 5 cho thấy giá bất động sản ở Thái Lan và Indonesia tăng lên nhanh chóng vào cuối thập niên 80 và đến năm 1997 thì thị trường bất động sản bắt đầu sụp đổ.

**Hình 5: Chỉ số giá cao ốc văn phòng tại Thái Lan và Indonesia**



Nguồn: Lấy từ Marcus Miller và Pongsak Luangaram (1998).

#### 4. Mất cân đối vĩ mô

Từ năm 1996, tốc độ tăng trưởng kinh tế của các nước Đông Á bắt đầu chững lại. Tốc độ tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu của các nước Đông Á ở mức 19-21% trong năm 1995-95 giảm xuống 4% trong năm 1996. Nguyên nhân làm chững lại xuất khẩu bao gồm: (i) tăng trưởng thương mại toàn cầu suy giảm; (ii) đồng yên mất giá; (iii) tỷ giá hối đoái thực hiệu dụng của các nước Đông Á lên giá; (iv) lượng cầu và giá của các mặt hàng xuất khẩu, đặc biệt là điện tử, suy giảm.

**Bảng 5: Tăng trưởng xuất khẩu ở Đông Á (%)**

	1994	1995	1996	1997
Thái Lan	19	20	-1	3
Hàn Quốc	14	23	4	5
Malaysia	20	21	6	1
Indonesia	8	12	9	7
Philippines	17	24	14	21
Hồng Kông	11	13	4	4
Singapore	24	18	5	-1
Đài Loan	9	17	4	4
Trung Quốc	25	19	2	21

Nguồn: NHTG, “East Asia – The Road to Recovery”, 1998.

Dấu hiệu rõ nhất là ở Thái Lan. Việc đồng baht được gắn cố định với đồng đô la Mỹ đã làm cho tỷ giá hối đoái thực lên giá (khi đồng đô la lên giá liên tục so với đồng yên). Thâm hụt tài khoản vãng lai của Thái Lan vào năm 1996 lên tới 8% GDP, trong khi con số của bốn nước còn lại ở trong khoảng 3,4-4,8%. Mực thâm hụt này tiếp tục được tài trợ bởi dòng vốn vay ngắn hạn nước ngoài chảy vào (theo NHTG 1998).



**Bảng 6: Thâm hụt tài khoản vãng lai (%GDP)**

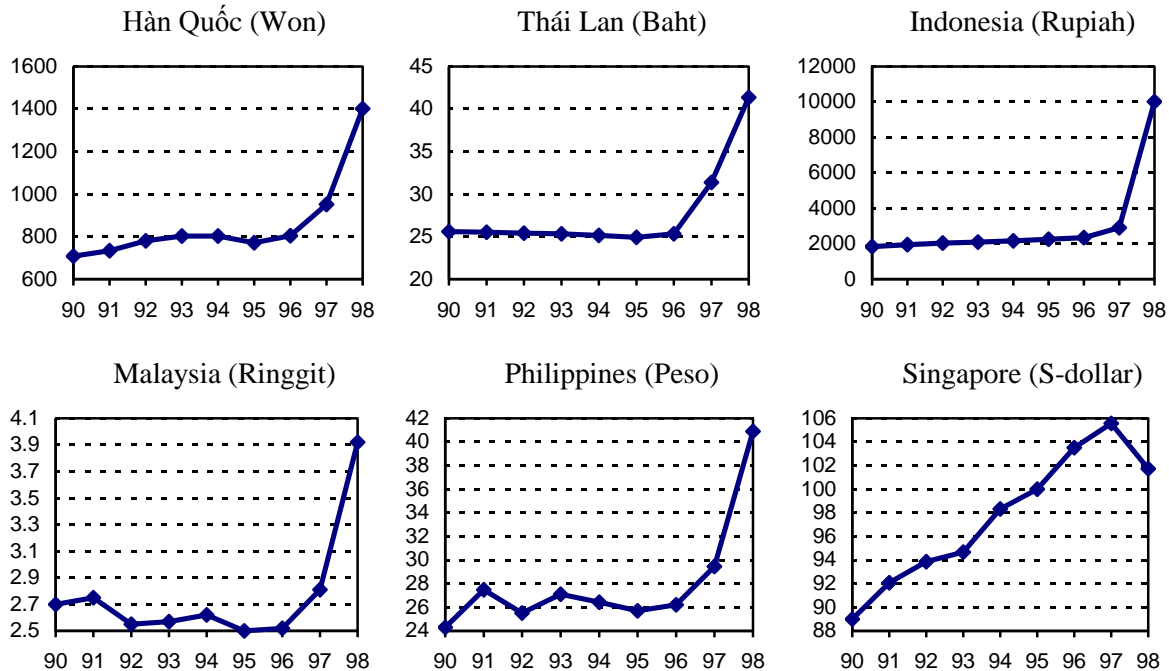
	1994	1995	1996
Hàn Quốc	-0,96	-1,74	-4,42
Thái Lan	-5,59	-8,05	-8,05
Malaysia	-6,07	-9,73	-4,42
Indonesia	-1,58	-3,18	-3,37
Philippines	-4,60	-2,67	-4,77

Nguồn: NHTG, “Chỉ số phát triển thế giới 2002”.

**5. Khủng hoảng “kép”**

Dấu hiệu của khủng hoảng xuất hiện đầu tiên ở Thái Lan, nơi có các yếu tố kinh tế vĩ mô căn bản xấu đi rõ nhất. Sự sụt giá trên thị trường bất động sản và thị trường chứng khoán làm các nhà đầu tư lo ngại về tính bền vững của hệ thống tài chính của Thái Lan. Thâm hụt tài khoản vãng lai cao tạo nên kỳ vọng về sự phá giá của đồng baht. Từ giữa năm 1996, đồng baht đã được bán ra hàng loạt. Những người vay ngoại tệ trước đây tin rằng tỷ giá hối đoái được cố định thì nay bắt đầu lo ngại và cũng mua đô la vào để đảm bảo có đô la để trả nợ khi đáo hạn. Chính phủ Thái Lan ban đầu dùng dự trữ ngoại tệ để bảo vệ tỷ giá nhưng cũng không có khả năng duy trì được lâu. Đồng baht được thả nổi vào đầu tháng 7 năm 1997 và ngay lập tức mất giá 10%, rồi giá trị tiếp tục giảm xuống sau đó.

**Hình 6: Tỷ giá hối đoái danh nghĩa chính thức (nội tệ/USD)**



Nguồn: NHTG, “World Development Indicators”, 2002.

Đi liền với khủng hoảng tiền tệ là khủng hoảng ngân hàng. Lãi suất cao trong thời gian chính phủ bảo vệ tỷ giá buộc cả các tổ chức tài chính và các đối tượng vay vốn lâm vào tình thế khó khăn. Hàng loạt công ty tài chính của Thái Lan phá sản trước cả khi phá giá đồng baht. Và khi đồng

baht bị phá giá, trách nhiệm nợ phải trả tính ra đồng nội tệ của các khoản nợ nước ngoài tăng vọt, kéo theo sự phá sản của nhiều doanh nghiệp và tổ chức tài chính nữa.

**Bảng 7: Tăng trưởng GDP thực (%/năm)**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Hàn Quốc	8,92	6,75	5,01	-6,69	10,89	8,81
Thái Lan	9,31	5,88	-1,45	-10,77	4,22	4,31
Malaysia	9,83	10,00	7,32	-7,36	6,08	8,30
Indonesia	8,40	7,64	4,70	-13,13	0,85	4,77
Philippines	4,68	5,85	5,19	-0,58	3,40	4,01
Trung Quốc	10,53	9,58	8,84	7,80	7,05	7,94
Việt Nam	9,54	9,34	8,15	5,80	4,80	5,50

Nguồn: NHTG, “World Development Indicators”, 2002.

Khủng hoảng nhanh chóng lan ra Hàn Quốc, Malaysia và Indonesia. Đồng ringgit và rupiah đều chịu sức ép và sau cùng đều bị phá giá. Đồng won Hàn Quốc, nhờ cơ chế tỷ giá linh hoạt, nên đã mất giá từ năm 1996. Dòng vốn ngắn hạn chảy vào Hàn Quốc, giờ ò ạt chảy ra. Một loạt các công ty lớn (*chaebol*) của Hàn Quốc phá sản. Cũng giống như Thái Lan, thị trường bất động sản và cổ phiếu ở Malaysia sụp đổ. Tỷ lệ nợ khó đòi trong hệ thống ngân hàng tăng lên, một phần là do các khoản cho vay không sinh lợi cấp cho các doanh nghiệp nội địa, một phần là do các khoản cho vay các cá nhân đầu tư chứng khoán, giờ đây không thể hoàn trả so giá chứng khoán giảm sút. Tuy vậy, tình trạng của Malaysia ít nghiêm trọng hơn do nợ ngoại tệ ngắn hạn không nhiều. Indonesia chịu tác động mạnh nhất. Hàng loạt tổ chức tài chính sụp đổ với các khoản cho vay dựa vào quan hệ cá nhân và cho vay theo chỉ đạo của chính phủ trở thành nợ xấu. Đồng rupiah trượt giá hầu như không thể hãm lại. Khủng hoảng tài chính chuyển sang một cuộc khủng hoảng sâu sắc về chính trị.

## II. Cách giải thích thứ hai - Rút vốn ò ạt và thất bại trong phối hợp

Radelet và Sachs (1998) đưa ra ý tưởng rằng trục trặc ở Đông Á nảy sinh do nhà đầu tư mất niềm tin và khủng hoảng xảy ra là một cuộc khủng hoảng *mất tính thanh khoản*. “Sự thất bại trong phối hợp” đã làm cho các nhà đầu tư đồng loạt rút vốn. Một ngân hàng đang hoạt động tốt nhưng bị người gửi tiền đến rút tiền ò ạt cũng lâm vào tình trạng khó khăn. Mặc dù, giá trị tài sản có vẫn lớn hơn giá trị tài sản nợ (tức là xét về tiêu chuẩn tài chính thì ngân hàng vẫn đứng vững), nhưng ngay tại thời điểm bị rút tiền đồng loạt thì không có khả năng trả tiền cho tất cả những ai muốn rút tiền. Như vậy, ngân hàng rơi vào tình trạng không còn khả năng thanh toán (hay mất tính thanh khoản).

Đông Á rơi vào tình trạng các nhà đầu tư không còn tin rằng dự trữ ngoại tệ đủ để trả nợ ngắn hạn. Cả các nhà đầu tư nước ngoài lẫn trong nước đều muốn chuyển vốn ra. Ngân hàng đòi lại vốn cho vay, từ chối đảo nợ và ngưng cho vay mới; còn các nhà đầu tư chứng khoán thì bán chứng khoán, đổi ra ngoại tệ và chuyển ra ngoài. Riêng trong năm 1997, hơn 20 tỷ USD ròng được đưa ra khỏi 5 nước Đông Á chịu khủng hoảng, trong khi trong năm 1996 vẫn còn nhận được gần 66 tỷ USD (bảng 8).

**Bảng 8: Vốn tư nhân nước ngoài ở 5 nước Đông Á  
(Hàn Quốc, Thái Lan, Malaysia, Indonesia và Philippines), 1991-96 - Tỷ USD**

	1996	1997	1998	1999
Vốn tư nhân ròng	65,8	-20,4	-25,6	-24,6
Đầu tư trực tiếp ròng	8,4	10,3	8,6	10,2
Đầu tư chứng khoán ròng	20,3	12,9	-6,0	6,3
Vay thương mại và đầu tư khác	37,1	-43,6	-28,2	-41,1
Viện trợ chính thức ròng	-0,4	17,9	19,7	-4,7

Nguồn: NHTG, "World Economic Outlook", 3/2000.

Đúng theo cách giải thích của Radelet và Sachs, sự thiếu vắng cơ chế giải quyết nợ doanh nghiệp và nợ ngân hàng một cách trật tự đã buộc cả doanh nghiệp tốt cũng như doanh nghiệp trực trực phải lâm vào tình trạng khó khăn và làm trầm trọng cuộc khủng hoảng tài chính.

Ta có thể minh họa cái giải thích của Radelet và Sachs bằng một ví dụ lý thuyết trò chơi sau.<sup>4</sup> Một nhóm các tổ chức tài chính cho các doanh nghiệp một quốc gia Đông Á vay tiền. Mâu thuẫn luôn tồn tại giữa các chủ nợ. Trong trường hợp nền kinh tế của quốc gia vay nợ gặp khó khăn, trực trực, chủ nợ nào nhanh chân có thể đòi lại được toàn bộ khoản cho vay, còn ai chậm chân thì có thể không đòi được gì. Vấn đề này có thể khuyến khích các chủ nợ cùng đổ xô đi rút vốn cho dù nền kinh tế chỉ có khó khăn tài chính nhất thời và về dài hạn thì vẫn vững mạnh.

Ví dụ, một doanh nghiệp nội địa vay tiền của hai ngân hàng nước ngoài A và B. Nay đã đến hạn và doanh nghiệp phải trả mỗi ngân hàng là 10 triệu \$. Tuy nhiên, do gặp một số khó khăn tạm thời nên số tiền mà doanh nghiệp có thể dùng để trả nợ hiện thấp nhiều so với con số 20 triệu \$. (Mặc dù giá trị tài sản của doanh nghiệp đạt 20 triệu \$, nhưng tiền thanh khoản hiện có thì chỉ là 10 triệu \$).

Hai ngân hàng A và B đứng trước lựa chọn: hoặc đòi nợ ngay hoặc cho hoãn nợ thêm một năm. Nếu cả hai cùng đòi nợ thì doanh nghiệp buộc phải phát mãi tài sản. Giả định rằng tránh nhiệm nợ duy nhất của X là đối với hai ngân hàng và giá trị tài sản sau phát mãi là 16 triệu \$ (mất 4 triệu \$ phí tổn phát mãi). Mỗi ngân hàng sẽ nhận được 8 triệu \$. Nếu cả hai ngân hàng cùng hoãn nợ thì doanh nghiệp X có thể hồi phục và sau một năm mỗi ngân hàng sẽ nhận lại 9 triệu \$ (tính theo giá trị hiện tại). Mỗi ngân hàng vẫn bị thiệt 1 triệu \$ do phải hoãn nợ. Nếu A đòi nợ và B hoãn nợ thì A sẽ nhận được lại được 10 triệu \$, còn B không nhận được gì. Điều ngược lại xảy ra nếu B đòi nợ và A hoãn nợ. Toàn bộ thông tin trên có thể được tóm tắt trong bảng 9 dưới đây.

		Ngân hàng B	
		Hoãn nợ	Đòi nợ
Ngân hàng A	Hoãn nợ	9; 9	0; 10
	Đòi nợ	10; 0	8; 8

Ta thấy, nếu B hoãn nợ thì tốt nhất là A đòi nợ (vì sẽ nhận được 10 thay vì 9 nếu hoãn nợ); nếu B đòi nợ thì tốt nhất là A vẫn đòi nợ (vì sẽ nhận được 8 thay vì 0 nếu hoãn nợ). Như vậy, A sẽ luôn đòi nợ. Lập luận tương tự, ta thấy B cũng luôn đòi nợ. Như vậy, điểm cân bằng (gọi là cân bằng

<sup>4</sup> Xem lại bài giảng về lý thuyết trò chơi trong môn kinh tế vi mô.

Nash) là cả A và B đều đòi nợ và mỗi bên nhận được 8 triệu \$. Doanh nghiệp phải phát mãi tài sản để trả nợ. Điểm cân bằng này rõ ràng là không hiệu quả về mặt xã hội. Nếu A và B cũng hoãn nợ thì mỗi bên sẽ nhận được 9 triệu \$, cao hơn so với điểm cân bằng Nash. Tuy nhiên, do thất bại trong phối hợp nên A và B luôn đòi nợ.

### III. Cách giải thích thứ ba - Tấn công của các nhà đầu cơ lớn

Các nhà đầu tư lớn rút vốn có thể gây tác động lớn đến nền kinh tế mà họ đã đầu tư. Tương tự như vậy, họ cũng có thể đầu cơ và đánh cược vào tình hình tài chính của một nền kinh tế. Theo như lời buộc tội của Thủ tướng Malaysia Mahatir, cuộc khủng hoảng 1997/98 là do hành động của các nhà đầu cơ lớn, các quỹ đầu tư chứng khoán chênh lệch giá (mà nhân vật được nêu tên là George Soros). Thực tế của nhiều cuộc khủng hoảng tiền tệ trước cho thấy khi tỷ giá kỳ hạn được định dựa trên tỷ giá cố định thì các nhà đầu cơ có thể kiếm lời bằng cách bán khống đồng nội tệ (hay mua ngoại tệ theo hợp đồng kỳ hạn, tương lai) và rút ngoại tệ khi đồng nội tệ sụt giá.

Tuy nhiên, tại Đông Á không thấy có bằng chứng rõ ràng cho thấy có hoạt động đầu cơ lớn. Một số quỹ đầu tư chứng khoán chênh lệch giá đúng là có bán khống đồng baht nhưng vào thời điểm giữa năm 1997 thì nhiều nhà đầu tư trong nước cũng làm như vậy. Có vẻ như là các nhà đầu cơ theo đuổi các công ty trong nước chứ không phải là ngược lại. Chỉ có trường hợp của Hồng Kông là các nhà đầu cơ tấn công mạnh mẽ vào đồng đô la Hồng Kông.

#### *Tấn công đồng đô la Hồng Kông*

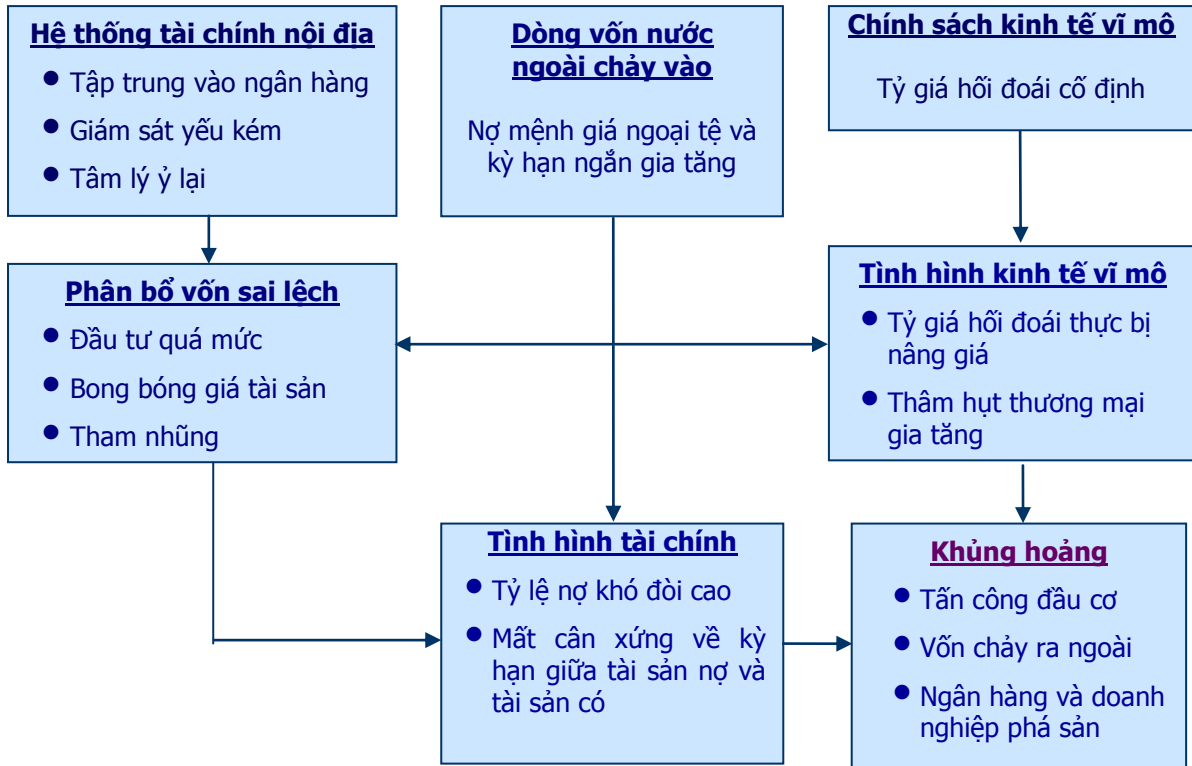
Hồng Kông là nơi thực hiện việc quản lý tiền tệ theo cơ chế “Ban tiền tệ” (Currency Board). Từ năm 1983, tỷ giá hối đoái giữa đồng đô la HK và đô la Mỹ được cố định ở mức 7,8 HKD bằng 1 USD. Ban tiền tệ lấy mức dự trữ ngoại hối USD nhân với 7,8. Đây chính là lượng nội tệ (đô la Hồng Kông) được phép lưu hành. Như vậy trong cơ chế này, cung tiền nội địa sẽ do lượng dự trữ ngoại tệ quyết định. Nguyên tắc là tự động điều chỉnh. Nếu dự trữ ngoại hối giảm, thì cung nội tệ cũng giảm theo. Nếu dự trữ ngoại hối tăng, thì cung đô la Hồng Kông cũng tăng. Như vậy nếu cầu USD tăng quá mức (nhập khẩu quá cao hoặc người ta đổ xô mua USD), thì cung nội tệ sẽ giảm đi. Điều này kéo giá cả và nhập khẩu giảm xuống. Bằng cách duy trì cơ chế này, chính phủ có thể ổn định và bảo vệ tỉ giá hối đoái.

Trong thời gian xảy ra khủng hoảng tiền tệ năm 1994 ở Mexico, các nhà đầu cơ cũng đã tấn công đồng HKD nhằm buộc chính quyền Hồng Kông phải phá giá để từ đó các nhà đầu cơ hưởng lợi. Chiến lược của các nhà đầu cơ là vay tiền HKD. (Chủ yếu các nhà đầu cơ là từ bên ngoài và không có sẵn HKD). Sau đó, họ bán HKD và mua vào đô la (theo tỷ giá cố định 7,8). Các nhà đầu cơ hy vọng khi lượng HKD được bán ra ồ ạt, cầu USD ở HK sẽ gia tăng. Chính quyền Hồng Kông sẽ sử dụng dự trữ để bảo vệ tỷ giá. Nếu không bảo vệ được và đồng HKD buộc phải bị phá giá thì các nhà đầu cơ sẽ hưởng lợi do bây giờ có thể bán đô la với giá cao hơn tỷ giá mua vào 7,8. Tuy nhiên khoản lợi này phải cao hơn tiền lãi phải trả khi vay HKD. Do đó để chống lại cuộc tấn công đầu cơ này, chính quyền Hồng Kông lập tức tăng lãi suất cho vay bằng đồng HKD. Đồng thời do tuân thủ theo cơ chế “currency board” nên với lượng dự trữ dồi dào, tỷ giá hối đoái 7,8 được giữ nguyên. Các nhà đầu cơ không thu được lợi từ việc giao dịch ngoại hối và lại bị lỗ lớn do phải trả lãi suất cao.

Đến năm 1997-98, khi khủng hoảng tài chính Đông Á xảy ra, các nhà đầu cơ lại tiếp tục tấn công đồng HKD. Trong lần tấn công vào tháng 8 năm 1998, do dự đoán được việc tăng lãi suất của chính quyền HKD, các nhà đầu cơ thực hiện chiến lược tấn công “trên hai mặt trận”. Trong khi vừa thực hiện các giao dịch như trong năm 1994, các nhà đầu cơ còn bán khống cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Hồng Kông. Lý do là khi chính quyền Hồng Kông tăng lãi suất để bảo vệ tỷ

giá, giá cổ phiếu sẽ giảm. Do vậy, cho dù có không thu được lợi nhuận từ việc tấn công tiền tệ thì các nhà đầu cơ vẫn thu được lợi nhuận từ việc bán khống cổ phiếu. Điều mà các nhà đầu cơ không lường trước được là chính quyền Hồng Kông, trong nỗ lực chống lại sự xuống giá, đã dùng tiền dự trữ để mua cổ phiếu. Kết quả cuối cùng là giá cổ phiếu không giảm; các nhà đầu cơ thất bại cả trong hoạt động tấn công tỷ giá cũng như trong bán khống cổ phiếu.

**Chúng ta có thể tóm tắt cuộc khủng hoảng Đông Á bằng sơ đồ sau:**



### Tài liệu tham khảo

1. Asian Development Bank, “Asian Development Outlook”, 1999.
2. IMF, “World Economic Outlook”, các số 12/1997, 5/1998 và 3/2000.
3. Krugman, Paul, “What Happened to Asia?”, Chulalongkorn Journal of Economics, 1998.
4. Miller, Marcus & Pongsak Luangaram, “Financial Crisis in East Asia: bank run, asset bubbles and antidotes”, National Institute Economic Review, No. 165, 1998.
5. Radelet, Steven & Jeffrey Sachs, “The East Asia Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects”, Brooking Papers on Economic Activity, 1998.
6. World Bank, “East Asia – The Road to Recovery”, 1998.