

# **Các yếu tố kinh tế và thể chế ảnh hưởng đến xác suất gây ra khủng hoảng tiền tệ tại các nền kinh tế mới nổi: nghiên cứu thực nghiệm bằng Mô Hình Cảnh Báo Sớm và những gợi ý chính sách ổn định vĩ mô cho Việt Nam**

**Nguyễn Trọng Hoài & Trương Hồng Tuấn**

**Khoa Kinh tế Phát triển-Chương trình Cao học Việt Nam – Hà Lan**

## **Tóm lược**

Khủng hoảng tài chính Mỹ phát sinh giai đoạn 2008-2009 đã dẫn đến một tất yếu cho các học giả nhìn lại các lý thuyết khủng hoảng tiền tệ hình thành từ trước đến nay nhằm tìm ra các yếu tố căn bản có khả năng dẫn đến khủng hoảng để từ đó có khả năng đưa ra những cảnh báo cho các nước đang phát triển trong đó có Việt Nam trong quá trình ổn định vĩ mô và phát triển kinh tế. Ngoài ra, việc điều chỉnh tỉ giá hối đoái của Ngân Hàng Nhà Nước vào cuối năm 2009, mặc dù là chủ động và đúng lộ trình theo đánh giá của Ngân Hàng Thế Giới và Quỹ Tiền Tệ Quốc Tế nhưng cũng tạo ra một sự cần thiết tìm ra những yếu tố ngăn ngừa sự xảy ra của khủng hoảng tiền tệ tại Việt Nam. Các lý thuyết khủng hoảng tài chính tiền tệ gợi ý rằng các nhóm biến thuộc kinh tế và thể chế (institutions) có thể được sử dụng trong các mô hình cảnh báo sớm để dự đoán khủng hoảng tiền tệ và từ đó hướng đến các chính sách ngăn ngừa khủng hoảng căn cứ vào hiện trạng của những chỉ báo kinh tế và thể chế.

Nghiên cứu này tích hợp 6 yếu tố (biến) kinh tế từ mô hình Berg và Pattillo (1999b) từ IMF (BP) và 6 yếu tố thể chế từ Worldwide Governance Indicators (Kaumann và cộng sự., 2008). Sáu biến kinh tế bao gồm Định giá nội tệ vượt quá tỷ giá thực (overvalued), suy giảm dự trữ ngoại hối, suy giảm xuất khẩu, thâm hụt tài khoản vãng lai, tỷ lệ nợ ngắn hạn nước ngoài/dự trữ ngoại hối và Tăng trưởng tín dụng nội địa. Sáu biến thể chế bao gồm Trách nhiệm thể chế, Ổn định chính trị, Chính phủ hiệu quả, Chất lượng chính sách phát triển kinh tế tư nhân, Luật lệ, Kiểm soát tham nhũng. Hai nhóm biến kinh tế và thể chế được tích hợp trong Mô hình cảnh báo khủng hoảng sớm vào mô hình logit đơn giản với dữ liệu của 15 nền kinh tế mới nổi trong giai đoạn 1996-2005. Phát hiện mới của nghiên cứu này là việc nâng cao Trách nhiệm thể chế có tác động (ý nghĩa về mặt thống kê) trong việc giảm xác suất khủng hoảng tiền tệ. Ngoài ra, biến “Chất lượng chính sách phát triển kinh tế tư nhân” cũng có tác động tương tự trong việc giảm xác suất khủng hoảng tiền tệ với một mức độ thấp hơn. Nghiên cứu này cũng tái khẳng định Tăng trưởng tín dụng nội địa, Suy giảm xuất khẩu và Thâm hụt tài khoản vãng lai kéo dài sẽ làm tăng xác suất gây ra

khủng hoảng tiền tệ. Sau cùng thì nhóm nghiên cứu sẽ đưa ra một số gợi ý chính sách ổn định vĩ mô với mục tiêu nâng cao chất lượng các biến kinh tế và thể chế nhằm giảm thiểu xác suất xảy ra khủng hoảng tại Việt Nam trong tương lai.

## **Phần 1 Giới thiệu**

Trên con đường phát triển, các nền kinh tế mới nổi phải trả giá rất đắt cho các cuộc khủng hoảng tiền tệ (KHTT). KHTT có thể dẫn đến khủng hoảng ngân hàng, giảm GDP, thất nghiệp cao và mất đà ổn định trong phát triển kinh tế. Bằng chứng điển hình khủng hoảng tài chính tiền tệ Châu Á 1997-98 Thái Lan mất 10,5% GDP, Indonesia mất 13,1% và Malaysia mất 7,4%. Việt Nam có thể dễ gặp phải khủng hoảng tiền tệ và cũng là một nền kinh tế mới nổi. Hiểu nguyên nhân gây ra khủng hoảng tiền tệ ở các nền kinh tế mới nổi khác trong những năm gần đây có thể là một tham khảo tốt cho những nghiên cứu sâu hơn về những gì VN nên làm để tránh KHTT trong tương lai.

Bài viết này nhằm trả lời hai câu hỏi sau:

1. Những yếu tố chính yếu nào đã gây ra KHTT trong các nền kinh tế mới nổi trong giai đoạn 1996-2005 theo cách tiếp cận Mô hình cảnh báo sớm?
2. Những gợi ý chính sách nào để giúp ngăn ngừa KHTT tại Việt Nam trong quá trình phát triển cho hai nhóm biến kinh tế và thể chế?

Sau phần giới thiệu, bài viết sẽ trình bày 5 phần tiếp theo. Phần 2 tóm lược các lý thuyết KHTT, phần 3 giới thiệu phương pháp nghiên cứu cho Mô hình cảnh báo sớm (EWS). Phần 4 trình bày kết quả nghiên cứu. Phần 5 trình bày gợi ý chính sách phòng ngừa KHTT tại Việt Nam.

## **Phần 2 Tóm lược các lý thuyết khủng hoảng tiền tệ và mô hình cảnh báo sớm**

### **2.1 Nhận biết khủng hoảng tiền tệ**

KHTT được xác định chỉ số áp lực thị trường ngoại hối (exchange market pressure, EMP) của một nước vượt mức trung bình của nó từ 2 độ lệch chuẩn (standard deviations). EMP là trung bình có trọng số của thay đổi tỷ giá thực (RER), lãi suất thực (r) và dự trữ ngoại hối (res) theo công thức dưới đây trong đó w là trọng số tính cho thay đổi tỷ giá thực, lãi suất thực, và dự trữ ngoại hối:

$$EMP_{i,t} = \omega_{RER} \left( \frac{RER_{i,t} - RER_{i,t-1}}{RER_{i,t-1}} \right) + \omega_r (r_{i,t} - r_{i,t-1}) - \omega_{res} \left( \frac{res_{i,t} - res_{i,t-1}}{res_{i,t-1}} \right)$$

Trọng số w được tính là nghịch đảo của độ lệch chuẩn của chính biến vĩ mô đang xem xét (tỷ giá, lãi suất, và dự trữ), biến nào biến động nhiều sẽ có trọng số thấp. Do thiếu dữ liệu, đa số các

nghiên cứu xem KHTT chỉ tính toán EMP từ thay đổi tỷ giá và dự trữ ngoại hối, có nghĩa là phần thay đổi của lãi suất là không tính đến khi tính EMP.

## 2.2 Bốn thể hệ khủng hoảng tiền tệ

**Thể hệ thứ nhất** đầu tiên được Krugman (1979) đề xuất và được Flood và Garber (1984) cải tiến. Khi có thâm hụt ngân sách, lạm phát, các nhà đầu tư (dân chúng) sẽ giữ nhiều ngoại tệ hơn. Chính phủ phải bán ra dự trữ ngoại hối để bảo vệ tỷ giá đến khi hết dự trữ ngoại hối và từ bỏ chế độ tỷ giá cố định từ sức ép của thị trường tiền tệ do cạn kiệt dự trữ ngoại hối chính thức.

Mô hình thể hệ thứ nhất đã giải thích được cuộc khủng hoảng ở các nước Latin America trong thập niên 1980. Các nước này đã có những vấn đề nền tảng vĩ mô như thâm hụt ngân sách nặng, siêu lạm phát, nợ nước ngoài cao, thâm hụt cán cân vãng lai cao và có hiện tượng tháo chạy vốn (capital flight) ra nước ngoài.

Mô hình thể hệ thứ nhất gợi ý rằng các yếu tố kinh tế nền tảng là nguyên nhân của KHTT, ví dụ như thâm hụt ngân sách. Các biến được dùng trong EWS có thể là thâm hụt ngân sách, cung tiền, tín dụng nội địa, thâm hụt tài khoản vãng lai, lãi suất quốc tế, dòng vốn nước ngoài (kiểm soát tài khoản vốn).

Các mô hình **thể hệ thứ hai**, ban đầu do Obstfeld (1994, 1996) phát triển: khủng hoảng tiền tệ không xuất phát từ yếu tố kinh tế căn bản mà nó tự hoàn thành và lây lan theo cơ chế kỳ vọng xuất phát từ tâm lý các nhà đầu cơ và sự theo đuổi các mục tiêu vĩ mô của chính phủ. Chính phủ dưới áp lực thất nghiệp cao hoặc vay nợ bằng đồng nội tệ có thể sẽ từ bỏ chế độ neo tỷ giá hoặc không. Tuy nhiên các tay đầu cơ dự kiến sẽ có phá giá đồng nội tệ sẽ phát động tấn công sớm hơn buộc chính phủ phải từ bỏ tỷ giá cố định (mà lẽ ra có thể sẽ không có phá giá nếu không bị tấn công). Eichengreen và cộng sự (1996) chỉ ra rằng sự lây lan xảy ra khi một nước phá giá tiền tệ sẽ làm giảm thế cạnh tranh ngoại thương của đối tác thương mại khiến nước đối tác cũng phải phá giá đồng tiền. Calvo (1995) cho thấy lời đồn thất thiệt đóng vai trò quan trọng cho việc tháo chạy vốn ra nước ngoài trong những nền kinh tế mới nổi do những tay đầu tư đa dạng hóa quá mức.

Các mô hình của thể hệ thứ hai giải thích được KHTT ở Châu Âu trong thập niên 1990. KHTT xảy ra không phải do những yếu tố kinh tế vĩ mô nền tảng mà do các chính sách kinh tế mâu thuẫn (duy trì tỷ giá cố định nhưng tăng cung tiền nhằm giảm thất nghiệp) và các sự kiện chính trị. Khủng hoảng châu Á 1997-1998 đã dẫn đến **thể hệ thứ 3**: khủng hoảng kép, kết hợp khủng hoảng ngân hàng và khủng hoảng tiền tệ. Velasco (1987), Kaminsky & Reinhart (1999) thấy rằng

các vấn đề (nợ xấu) trong hệ thống ngân hàng rõ ràng thường đi trước các cuộc KHTT. KHTT làm tồi tệ hơn khủng hoảng ngân hàng, tạo nên một vòng xoáy khủng hoảng. Tự do hóa tài chính cũng đi trước các cuộc khủng hoảng ngân hàng. So với thể hệ thứ 1 và thứ 2, khủng hoảng Châu Á rất khác biệt.

Thời gian đó các nước Châu Á có những yếu tố kinh tế vĩ mô nền tảng khá tốt với tốc độ tăng trưởng GDP cao, thất nghiệp thấp, lạm phát được kiểm soát tốt, thâm hụt ngân sách không đáng kể, thâm hụt tài khoản vãng lai thấp, dòng vốn nước ngoài đi vào mạnh mẽ và ổn định chính trị một thời gian tương đối dài. Tuy nhiên, đằng sau bức tranh sáng sủa đó, có vấn đề trong hệ thống ngân hàng- nợ xấu từ người vay trong nước với những khoản vay ngoại tệ ngắn hạn từ nước ngoài không dùng công cụ phòng chống rủi ro tỷ giá. Trước khủng hoảng cũng có hiện tượng tăng vọt giá chứng khoán và bất động sản và sau đó là đóng băng và sụt giá nghiêm trọng với tốc độ trên 100%.

**Ba thể hệ về Mô hình khủng hoảng tiền tệ** cho rằng các yếu tố kinh tế kinh tế căn bản như thâm hụt ngân sách/tài khoản vãng lai, siêu lạm phát, cho vay quá mức và các yếu tố phi kinh tế như các cuộc tấn công tiền tệ tự phát sinh (self-fulfilling), phản ứng bầy đàn. Tuy vậy, những câu hỏi sâu hơn đã được đặt ra là những yếu tố thể chế (institutions) nào là điều kiện nền tảng cho các yếu tố kinh tế và phi kinh tế góp phần ngăn ngừa/gây ra khủng hoảng. Trong những mô hình mới bao gồm cả yếu tố thể chế như: khung pháp luật, luật bảo vệ quyền sở hữu, luật thực hiện hợp đồng, quy định tài chính, chất lượng dịch vụ công, chính phủ ổn định, dân chủ và tham nhũng... Breuer (2004) đã đặt tên cho những mô hình này là **thể hệ thứ 4**.

Việc nhấn mạnh yếu tố thể chế đặt nền tảng trên các lý thuyết về mối liên hệ giữa thể chế và tăng trưởng/khủng hoảng kinh tế do Acemoglu và cộng sự (2002), Rodrik và cộng sự. (2002), Fukuyama (1995), Sen (1999), Johnson và cộng sự (2000) trình bày cũng như lý thuyết thông tin bất cân xứng (asymmetric information) trong thị trường tài chính theo Mishkin (1996, 2001). Đây chỉ là những tác giả tiêu biểu bàn về thể chế trong số rất nhiều tác giả khác. Fukuyama (1995) cũng cho rằng sự tin tưởng lẫn nhau trong xã hội (trust) sẽ giảm chi phí quản trị và tăng cường độ lớn và hiệu quả của tổ chức, qua đó ngăn ngừa được khủng hoảng và đóng góp tốt cho tăng trưởng kinh tế. Lòng tin là yếu tố quan trọng trong thị trường tài chính, và nếu thực sự có lòng tin thì thị trường sẽ hoạt động ổn định và ít đổ vỡ diện rộng.

Acemoglu và cộng sự (2002) gợi ý rằng các nước có các chính sách kinh tế vĩ mô tồi tệ hoặc không nhất quán thường có thể chế yếu, không có các ràng buộc quyền lực đối với các chính trị

gia, bảo vệ quyền sở hữu kém và tham nhũng ở mức độ cao. Các chính sách kinh tế không nhất quán là triệu chứng của thể chế yếu kém chứ không phải là nguyên nhân của khủng hoảng. Trong khi Mishkin (1996, 2001) dùng lý thuyết thông tin bất cân xứng tìm hiểu nguyên nhân khủng hoảng (ví dụ như hiện tượng tâm lý ý lại-moral hazard) và từ đó đề nghị các chính sách ngăn ngừa bằng luật lệ và quy định chặt chẽ cho thị trường tài chính, đặc biệt là sự cam kết trách nhiệm của chính phủ và tính minh bạch thông tin trong các thị trường và chính sách.

Như vậy, lý thuyết KHTT đã tiến tới thể hệ thứ tư. Do vậy, KHTT không chỉ được giải thích bằng các yếu tố kinh tế mà còn phải được giải thích bằng các yếu tố thể chế.

### **2.3 Mô hình cảnh báo sớm và tích hợp các yếu tố tác động đến KHTT**

Nhiều mô hình cảnh báo sớm (EWS) và mô hình khủng hoảng tiền tệ thực nghiệm được thiết kế từ trước đến giờ nhằm giải thích các yếu tố cảnh báo có khả năng dẫn đến khủng hoảng. Vài mô hình được IMF dùng cho mục đích chính sách như Kaminsky và cộng sự (1998), Berg và Pattillo (1999b); các nhà đầu tư như Goldman Sachs dùng cho mục đích đầu cơ như GS-WATCH (Ades và cộng sự, 1998) và các mô hình được thiết kế trong các nghiên cứu hàn lâm như Peltonen (2006), Shimpalee và Breuer (2006), Leblang và Satyanath (2008).

Các mô hình EWS thực hiện tách biệt các yếu tố kinh tế và các yếu tố thể chế. Nghiên cứu này đóng góp bằng cách tích hợp cả hai nhóm yếu tố này, đó là nhóm yếu tố kinh tế và nhóm yếu tố thể chế. Bằng cách tiếp cận như vậy, nghiên cứu này tích hợp 6 yếu tố (biến) kinh tế từ mô hình EWS của Berg và Pattillo (1999b) và 6 yếu tố thể chế từ mô hình EWS của Worldwide Governance Indicators (Kaumann và cộng sự, 2008). Chi tiết của các yếu tố kinh tế và thể chế tích hợp cụ thể sẽ được trình bày ở phần tiếp theo.

---

## **Phần 3 Phương pháp nghiên cứu**

### **3.1 Định nghĩa khủng hoảng**

Gọi  $EMPI_{i,t}$  là áp lực thị trường ngoại hối (Exchange Market Pressure) của nước  $i$  vào thời điểm  $t$ ;  $\% \Delta e_{i,t}$  là phần trăm thay đổi của tỷ giá hối đoái tính theo đô la của nước  $i$  thời điểm  $t$

và  $\% \Delta r_{i,t}$  là phần trăm thay đổi của dự trữ ngoại hối của nước  $i$  vào thời điểm  $t$ .

$$EMP_{i,t} = \alpha * \% \Delta e_{i,t} - \beta * \% \Delta r_{i,t}$$

Trong đó, i: nước i

t: thời gian t, tháng

e: tỷ giá

r: dự trữ ngoại hối

$\alpha, \beta$  : trọng số, bằng nghịch đảo của độ lệch chuẩn tỷ giá và dự trữ ngoại hối.

KHTT được nhận diện khi  $EMP_{i,t}$  vượt trung bình có trọng số của nó 2 độ lệch chuẩn.

$$EMP_{i,t} > \mu EMP_i + 2 \delta EMP_i$$

### 3.2 Mô hình logit

Dựa trên dữ liệu có được (Worldwide Governance Indicators từ 1996-2006), sự đơn giản và hiệu quả của hàm logit so với probit, mô hình logit với thời gian dự báo 18 tháng được được sử dụng.

Với khung thời gian 18 tháng, dùng hồi quy logit ta có:

$Y_{i,t} = 1$ , nếu KHTT xảy ra trong vòng 18 tháng

0, nếu KHTT không xảy ra trong vòng 18 tháng

Gọi  $P_{i,t}$  là xác suất xảy ra KHTT trong vòng 18 tháng tới, mô hình sẽ là:

$$P_{i,t} = \frac{1}{1 + e^{-Z_{i,t}}} = \frac{1}{1 + e^{-(\beta_0 + \beta_1 X_{1i,t} + \beta_2 X_{2i,t} + \dots + \beta_k X_{ki,t})}}$$

và

$$L_{i,t} = \ln \left( \frac{P_{i,t}}{1 - P_{i,t}} \right) = Z_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 X_{1i,t} + \beta_2 X_{2i,t} + \dots + \beta_k X_{ki,t}$$

Mô hình có 1 biến phụ thuộc và 12 biến độc lập (6 biến kinh tế và 6 biến thể chế)

### 3.3 Các biến sử dụng trong mô hình

#### 3.3.1 Biến phụ thuộc

$P_{i,t}$  lấy giá trị 1 hay 0 tùy theo  $EMP_{i,t}$  tương ứng trong vòng 18 tháng tiếp theo.

#### 3.3.2 Biến độc lập

Việc chọn 12 biến độc lập dựa trên các lý thuyết KHTT và các mô hình thực nghiệm nói trên và dữ liệu tìm được. Các biến này đo lường các yếu tố kinh tế, thể chế của một nước.

Bài viết này sử dụng 5 biến của mô hình Berg và Pattillo (1999b) và IMF và nhóm tác giả có tích hợp thêm biến Tăng trưởng tín dụng nội địa. Thêm vào đó là 6 biến thể chế của Worldwide Governance Indicators từ Kaumann và cộng sự (2008) để xem xét dấu và ý nghĩa thống kê của các biến đối với xác suất khủng hoảng để nhắm đến các gợi ý chính sách.

**Bảng 3.3: Giải thích các nhân tố (biến) ảnh hưởng đến xác suất xảy ra KHTT**

<b>Biến độc lập</b>	<b>Giá trị</b>	<b>Tác động dự kiến trên xác suất khủng hoảng</b>	<b>Từ tất trong mô hình</b>
<b>Biến kinh tế</b>			
Độ lệch với tỷ giá thực	%	Tăng	Overvaluation
Thâm hụt tài khoản vãng lai/GDP	%	Tăng	CA_deficit_GDP
Tỉ lệ suy giảm dự trữ ngoại hối	%	Tăng	Reserves_loss
Tỉ lệ suy giảm xuất khẩu	%	Tăng	Export_loss
Nợ nước ngoài ngắn hạn/Dự trữ ngoại hối	%	Tăng	STdedt_Reserves
Tốc độ tăng trưởng tín dụng nội địa	%	Tăng	Credit_grow
<b>Biến thể chế</b>	Giá trị cao hơn, thể chế tốt hơn		
Trách nhiệm giải trình Voice and Accountability	-2.5 - +2.5	Giảm	Voice
Ổn định chính trị Political stability and absence of violence	-2.5 - +2.5	Giảm	Political_stable

<b>Biến độc lập</b>	<b>Giá trị</b>	<b>Tác động dự kiến trên xác suất khủng hoảng</b>	<b>Từ tất trong mô hình</b>
Chính phủ hiệu quả Government Effectiveness	-2.5 - +2.5	Giảm	Govt_effect
Chính sách phát triển kinh tế tư nhân Regulatory Quality	-2.5 - +2.5	Giảm	Regu_Quality
Luật pháp Rule of law	-2.5 - +2.5	Giảm	Law_confidence
Kiểm soát tham nhũng Control of corruption	-2.5 - +2.5	Giảm	Corruption_control

### 3.4 Nguồn Dữ liệu

Dữ liệu thu thập từ 15 nền kinh tế mới nổi bao gồm: Argentina, Brazil, Colombia, Czech, Ecuador, India, Indonesia, Korea, Malaysia, Philippines, Russia, Slovakia, South Africa, Thailand và Turkey. Giai đoạn thu thập dữ liệu với quan sát theo tháng là 01/1996 – 09/2005. Nguồn dữ liệu mà nhóm nghiên cứu thu thập nhằm tính toán các yếu tố (biến) kinh tế và thể chế đề cập trong 3.3 và tính toán biến phụ thuộc EMP bao gồm nhiều nguồn khác nhau. Dữ liệu về các yếu tố thể chế trích từ Worldwide Governance Indicators (WGI) được Kaufmann và các cộng sự (2008) phân loại. Ngoài ra các yếu tố kinh tế (biến) khác được trích từ International Finance Statistics (IFS), World Economic Outlook (WEO), và World Development Indicators (WDI).

## Phần 4 Kết quả thực nghiệm

### 4.1 Kết quả hồi quy logit

**Bảng 4.1: Kết quả hồi quy logit dự báo các yếu tố có khả năng gây ra KHTT**

<b>Biến</b>	<b>Mô hình cuối (6 biến)</b>		<b>Mô hình trung gian (7 biến)</b>		<b>Mô hình đủ (12 biến)</b>	
	<b>Coefficient</b>	<b>P-value</b>	<b>Coefficient</b>	<b>P-value</b>	<b>Coefficient</b>	<b>P-value</b>



<b>CA_deficit_GDP</b>	0.368026	0.0000	0.380597	0.0000	0.356763	0.0000
<b>Reserves_loss</b>	0.046099	0.0011	0.046059	0.0011	0.041066	0.0052
<b>Export_loss</b>	0.049199	0.0000	0.050887	0.0000	0.046244	0.0000
Overvaluation					<b>-0.044375</b>	0.0000
STdedt_Reserves					0.001055	<b>0.2039</b>
<b>Credit_grow</b>	<b>0.048303</b>	<b>0.0524</b>	<b>0.045753</b>	<b>0.0629</b>	<b>0.103192</b>	<b>0.0005</b>
<b>Voice</b>	<b>-0.946825</b>	<b>0.0000</b>	<b>-1.243346</b>	<b>0.0000</b>	<b>-2.764318</b>	<b>0.0000</b>
<b>Regu_Quality</b>	<b>-0.522257</b>	<b>0.0724</b>	-0.992629	0.0061	<b>-0.711400</b>	<b>0.1201</b>
Govt_effect			<b>0.648974</b>	0.0305	<b>-0.869245</b>	<b>0.0542</b>
Law_confidence					0.753241	0.0249
Political_stable					0.084087	0.6974
Corruption_control					1.336938	0.0034
McFadden R-squared	0.261000		0.264561		0.296886	
H <sub>0</sub> :all coefficients=0						
Probability(LR stat)	0.000000		0.000000		0.000000	

Nguồn: Ước lượng của nhóm tác giả dựa vào nguồn dữ liệu WGI,IFS, WEO, và WDI.

Thoạt tiên mô hình đầy đủ 12 biến được ước lượng, mô hình này gọi là mô hình không giới hạn (Unrestricted model). Sau đó các biến có dấu sai biệt so với dự kiến hay có ý nghĩa thống kê thấp được loại bỏ tới khi một mô hình ‘sạch’ đạt được. Kết quả được trình bày trên bảng 4.1. Trong tiến trình ước lượng 3 mô hình được chạy thứ tự là 12, 7 và 6 biến. Mô hình ‘sạch’ có sáu biến có thực sự ý nghĩa bao gồm: CA-deficit\_GDP, Reserves\_loss, Export\_loss, Credit\_grow, Voice và Regu\_quality. Biến Voice và Credit\_grow luôn có dấu đúng và ý nghĩa thống kê cao. Biến Regu\_quality cũng có dấu đúng trong 3 mô hình và có ý nghĩa thống kê cao trong mô hình 6 và 7 biến và coi như gần đạt ngưỡng ý nghĩa trong mô hình 12 biến (p-value<0.12). Mô hình sau cùng bao gồm 6 biến được giải thích 26% tác động đến khả năng gây ra KHTT bao gồm: thâm hụt tài khoản vãng lai, tỷ lệ suy giảm dự trữ ngoại hối, tỷ lệ suy giảm xuất khẩu, tăng trưởng tín dụng nội địa, trách nhiệm giải trình chính sách, và chất lượng thể chế. Kết quả này có khả năng đưa ra những cảnh báo sớm cho các nước đang phát triển trong đó có Việt Nam khi quan sát các yếu tố này sau khủng hoảng kinh tế tài chính và suy giảm kinh tế đã xảy ra trong năm 2009 vừa qua.

## 4.2 So sánh kết quả với các nghiên cứu khác

Đóng góp mới của nghiên cứu này là tìm thấy tác động của hai biến trách nhiệm giải trình chính sách và chất lượng thể chế (thể hiện khả năng của chính phủ thi hành những chính sách và quy định thúc đẩy phát triển thành phần kinh tế tư nhân). Có nghĩa là khi tăng cường trách nhiệm giải trình chính sách trong quá trình thực thi và đặc biệt là trong bối cảnh mà nền kinh tế bên trong đang đối diện với những cú sốc bên ngoài, và việc nâng cao chất lượng thể chế trong quá trình phát triển có khả năng ngăn ngừa xác suất xảy ra của khủng hoảng tiền tệ.

Biến mà nhóm nghiên cứu bổ xung thêm vào mô hình BP (1999b) là Tăng trưởng tín dụng nội địa, biến này có dấu đúng, giống với kết quả trong các mô hình của Goldman Sachs (Ades và cộng sự., 1998) và Peltonen (2006). Tăng trưởng tín dụng nội địa quá mức vì nhiều lý do sẽ có khả năng tạo sức ép lên tỉ giá hối đoái và nguy cơ dẫn đến KHTT. Ba biến khác lấy từ mô hình BP vẫn chứng minh được là chúng có khả năng dẫn đến việc gia tăng xác suất gây ra KHTT là Thâm hụt Tài khoản vãng lai/GDP, Mức suy giảm dự trữ ngoại hối và Mức suy giảm xuất khẩu. Những yếu tố này thật sự làm cho chúng ta quan tâm vì điều kiện Việt Nam trong bối cảnh chống suy giảm kinh tế năm 2009 nhiều cán cân đang bị thâm hụt nặng.

## Phần 5 Gợi ý chính sách và gợi ý nghiên cứu tiếp theo

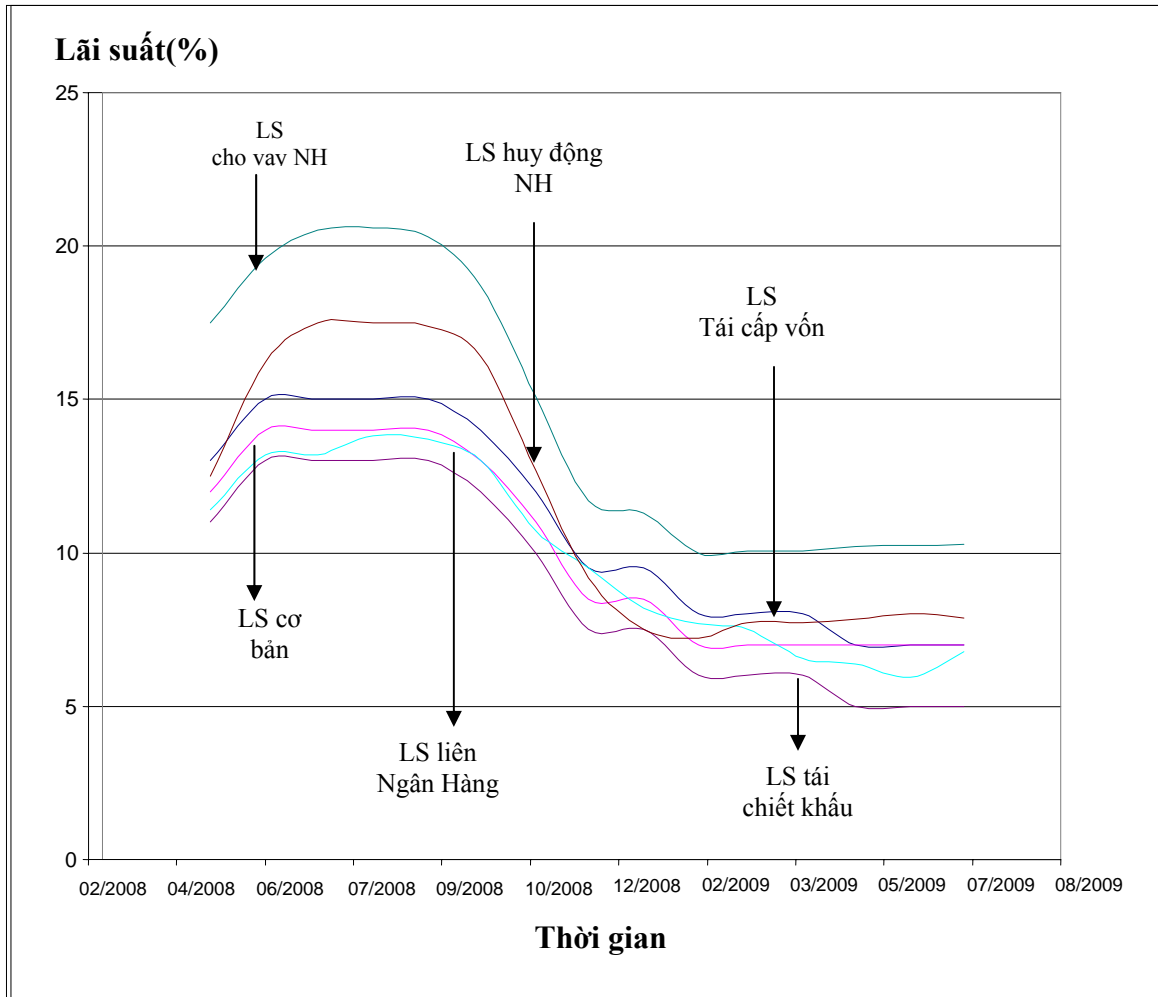
### 5.1 Gợi ý chính sách các yếu tố kinh tế

#### 5.1.1 Tăng trưởng tín dụng nội địa quá mức có khả năng tăng xác suất KHTT.

Kết quả thực nghiệm của nghiên cứu này tái khẳng định rằng tăng trưởng tín dụng nội địa luôn đi trước KHTT. Để tránh khủng hoảng, ngoài các yếu tố khác, kiểm soát tăng trưởng tín dụng nội địa nên là một mục trong lịch trình hành động. Việt Nam, trong bối cảnh suy thoái, theo ADB (2009) thì tăng trưởng tín dụng Việt Nam giai đoạn 2002-2007 đạt khá cao, trung bình giai đoạn 30%/năm, và đạt đỉnh điểm vào năm 2007 là 50%. Kèm theo bối cảnh này là nền kinh tế lạm phát. Theo **hình 5.1**, NHNN đã thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt và lạm phát được khống chế. Tuy vậy vào cuối năm 2009, những biện pháp khá hợp lý của NHNN trong việc thực hiện chính sách tiền tệ linh hoạt và thận trọng trong giai đoạn 10/2008-7/2009, thì lãi suất bắt đầu giảm có nghĩa là tốc độ tăng trưởng tín dụng có dấu hiệu tăng trở lại do chính sách chống suy giảm kinh tế và nhiều cảnh báo là nền kinh tế có nguy cơ tái lạm phát. Như vậy mục tiêu vừa ngăn ngừa tái lạm phát và đảm bảo tăng trưởng kinh tế ổn định thì việc xiết chặt tín dụng và đảm bảo tính thanh khoản cho nền kinh tế là một việc làm cần thiết, tuy vậy điều này không dễ dàng do hai mục tiêu

này hoàn toàn ngược nhau. Theo con số kinh nghiệm thống kê thì, tỉ lệ tăng trưởng tín dụng chỉ nên vượt quá tốc độ tăng trưởng kinh tế dưới 20% xét theo dài hạn là bền vững.

**Hình 5.1: Lãi suất trên thị trường từ (05/2008 – 07/2009)**



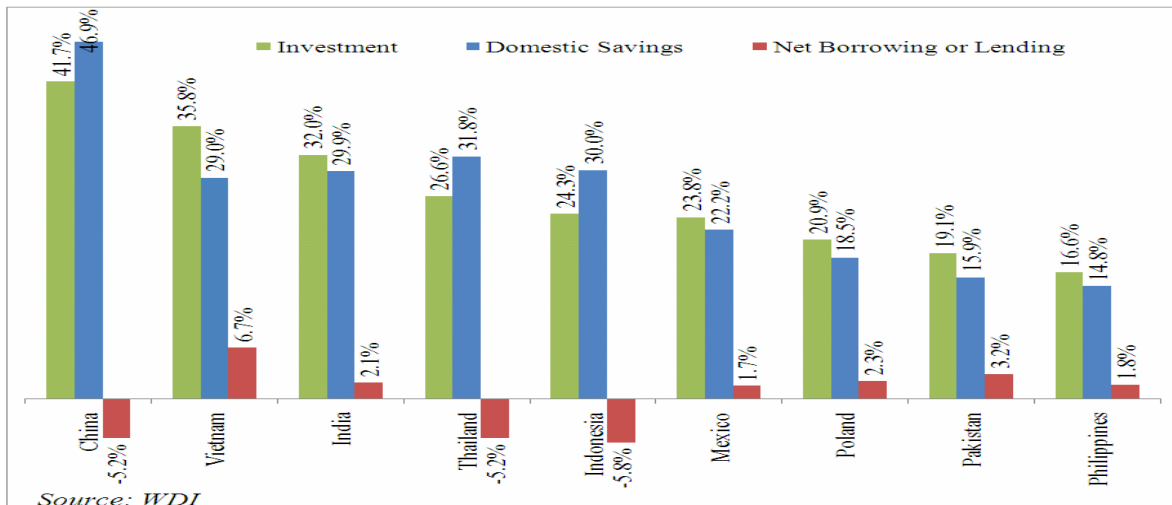
**Nguồn : NHNN (2009)**

**5.1.2 Cải thiện chất lượng tài khoản vãng lai, cán cân ngoại thương, và duy trì dự trữ ngoại hối vững mạnh nhằm giảm xác suất xảy ra KHTT.**

Ba biến kinh tế nền tảng khác trong mô hình cũng cho thấy tác động rõ rệt trên xác suất khủng hoảng. Đó là tỉ lệ thâm hụt tài khoản vãng lai so với GDP (Current account deficit/GDP), suy giảm dự trữ ngoại hối (Reserves\_loss), và suy giảm xuất khẩu (Export\_loss). Ba yếu tố này cần phải cải thiện về mặt chất lượng nhằm giảm thiểu xác suất xảy ra KHTT tại Việt Nam trong tương lai. Khi khủng hoảng tài chính và kéo theo suy giảm kinh tế trong giai đoạn 2008-2009 làm cho Việt Nam phải đối diện với dòng vốn vào hạn chế hơn, xuất khẩu suy giảm, và bằng chứng là

thị trường ngoại hối tại Việt Nam liên tục bị tạo sức ép lên tỉ giá. Kèm theo đó tiết kiệm luôn hơn ít hơn đầu tư trong nước tại Việt Nam so với GDP, có nghĩa là để tài trợ cho đầu tư trong nước thì trung bình hàng năm Việt Nam luôn phải đi vay nước ngoài (sử dụng tiết kiệm của nước ngoài) khoảng 6,7% so với GDP (theo bảng 5.2). Thể hiện cho việc đi vay này là cán cân ngoại thương, tài khoản vãng lai thường xuyên bị thâm hụt. Điều này cho chúng ta 2 gợi ý. Gợi ý thứ nhất xét về trung hạn (ít nhất là 5 năm nữa) tỉ lệ thâm hụt ngoại thương vẫn nằm ở mức 4-5% so với GDP nếu chúng ta có thể duy trì xuất khẩu tốt, có nghĩa là chúng ta chỉ có thể giảm tỉ lệ này xuống một con số khả thi nhất chứ khó có thể cho nó bằng không hoặc trở nên thặng dư do hiện nay Việt Nam vẫn chủ yếu là xuất thô giá trị thấp và nhập các sản phẩm đầu tư giá trị cao phục vụ cho quá trình phát triển. Gợi ý thứ hai là sự thâm hụt cán cân ngoại thương này phải đảm bảo tính bền vững và thật sự tạo ra giá trị gia tăng xét về mặt dài hạn, điều đó có nghĩa là xuất khẩu sẽ chuyển sang từng bước những sản phẩm và dịch vụ có giá trị gia tăng cao hơn, và việc nhập khẩu các sản phẩm đầu tư về lâu dài phải có tác dụng nâng cao năng suất lao động trong nền kinh tế. Nói cách khác, tăng trưởng cần chú trọng hơn nữa về mặt hiệu quả và chất lượng đầu tư, nếu kích bản ICOR có thể giảm thiểu từ 5,7 (tính toán theo báo cáo CIEM, 2010), xuống còn 4 thì chúng ta có thể đạt được tăng trưởng trung bình 8% nhưng nhu cầu vốn đầu tư chỉ là 32% so với GDP và từ đó cũng có khả năng huy động ít vốn hơn, nợ nước ngoài ít hơn, thâm hụt cán cân ngoại thương, thâm hụt tài khoản vãng lai ít hơn, và như vậy mới đảm bảo sự ổn định của dự trữ ngoại hối chính thức, duy trì ổn định tỉ giá hối đoái trong dài hạn, góp phần giảm thiểu xác suất gây ra KHTT.

**Bảng 5.2: Chênh lệch giữa tiết kiệm và đầu tư so với GDP các quốc gia chọn lọc**



### 5.1.3 Nâng cao chất lượng giải trình chính sách nhằm giảm thiểu xác suất xảy ra KHTT

Biến giải trình chính sách (**Voice and Accountability**) thực sự có ý nghĩa trong mô hình nghiên cứu. Việc nâng cao chất lượng giải trình chính sách, đặc biệt là các chính sách vĩ mô liên quan đến các thị trường bất động sản, thị trường chứng khoán, thị trường tiền tệ, khu vực ngân hàng và các tổ chức tài chính phi ngân hàng sẽ giúp ngăn ngừa khủng hoảng tiền tệ. Các ví dụ điển hình về các rối loạn của thị trường bất động sản tại Việt Nam vào cuối năm 2007, sự đảo chiều của thị trường chứng khoán vào đầu năm 2008, và sự không ổn định của tỉ giá hối đoái tại Việt Nam vào hai quý cuối năm 2009 là những điển hình khá rõ những bước ngoặt thời điểm cần phải có những giải trình và chính sách kiên quyết nhằm ổn định các thị trường. Về nguyên tắc nâng cao trách nhiệm giải trình của chính phủ phải dựa trên việc xử lý thông tin bất cân xứng, giảm mức độ thiếu chắc chắn trong (uncertainty) và không nhất quán (Inconsistency) đối với các chính sách trên thị trường tài chính. Sau đó, chính phủ luôn là kênh thông tin phản hồi tốt nhất ở các cấp độ G2G, G2B, và G2C. Cấp độ G2G là giữa chính phủ trung ương và địa phương phải đảm bảo tính nhất quán và minh bạch trong quá trình thiết kế chính sách, đặc biệt là việc triển khai các chính sách của trung ương từ chính phủ địa phương theo hướng phân cấp. Cấp độ G2B là giữa chính phủ và doanh nghiệp nên thường xuyên đối thoại về những chính sách đã ban hành và sẽ ban hành nhằm đảm bảo tính hiệu lực trong quá trình thực thi và đảm bảo là các chính sách này không bị lợi dụng và bóp mép bởi các nhóm trục lợi (rent-seeking) thông qua vận động hành lang. Cấp độ G2C là giữa chính phủ và người dân nên có những kênh tối thiểu để đảm bảo lợi ích và quyền lợi chính đáng lẫn nhau. Người dân cần biết thông tin về qui hoạch và tính qui hoạch này phải mang tính ổn định, còn người dân phải có trách nhiệm tuân thủ với các nghĩa vụ theo qui định, trong khi đó khi chính phủ đã đảm bảo thực hiện quyền lợi của người dân theo một cơ chế đồng thuận.

#### **5.1.4 Nâng cao chất lượng thể chế nhằm giảm thiểu xác suất KHTT**

Biến chất lượng thể chế (**Regulation quality**) đo lường khả năng của chính phủ trong việc thiết lập và thi hành các chính sách, và đặc biệt là các quy định phát triển kinh tế tư nhân. Trong hoàn cảnh các nước mới nổi, những công ty nhà nước hoặc có liên quan đến chính phủ thường nổi tiếng về tính kém hiệu quả, Việt Nam cũng không phải là trường hợp ngoại lệ khi mà các tình huống TCT nhà nước, tập đoàn nhà nước, và thậm chí là tổng công ty vốn nhà nước lại là những điển hình cho hoạt động kém hiệu quả so với nguồn vốn mà họ nắm giữ của nhà nước. Hàn Quốc là một điển hình tốt với những cải cách liên quan đến các Chaebol trong giai đoạn sau khủng hoảng (Yeonho Lee, 2005), và Việt Nam trong năm 2009 đã có quá nhiều bàn cãi sôi nổi, đặc biệt là ở cấp trung ương về tính hiệu quả của các tập đoàn nhà nước thông qua các cuộc họp chính phủ thường kỳ. Chất lượng thể chế được thể hiện dưới hai dạng là luật và bộ máy thực thi luật. Theo bối cảnh hiện nay thì luật cần phải thể hiện bình giữa các doanh nghiệp, và đặc biệt là tạo môi

trường đầu tư tốt cho các doanh nghiệp FDI và các doanh nghiệp tư nhân vì theo **bảng 5.3**, nguồn vốn các doanh nghiệp nhà nước có xu hướng giảm về cơ cấu còn nguồn vốn FDI và tư nhân lại có xu hướng tăng. Bên cạnh việc khẳng định việc nâng cao chất lượng thể chế thì nhóm nghiên cứu cũng chỉ ra những lĩnh vực liên quan mà các nhà hoạch định chính sách cần quan tâm cho các lĩnh vực thể chế cụ thể là: (a) nâng cao chất lượng chỉ số cạnh tranh toàn cầu (GCI Việt Nam đã tụt hạng từ 70 năm 2008 xuống còn 75 năm 2009) nhằm thu hút vốn đầu tư, và để nâng cao GCI thì cần phải quan tâm việc nâng cao các điều kiện cơ bản như (b) cơ sở hạ tầng (xếp hạng 94 thấp hơn nhiều so với hạng GCI trung bình 75 cho năm 2009), (c) ổn định vĩ mô (xếp hạng 112 năm 2009), (d) giáo dục phổ cập và chăm sóc sức khỏe (xếp hạng 76), và lĩnh vực giáo dục đại học và đào tạo hướng nghiệp (xếp hạng 92 năm 2009).

**Bảng 5.3 Cơ cấu đầu tư theo nguồn vốn**

Cơ cấu vốn	1995	2000	2005	2007	2008
Khu vực nhà nước	42,0	59,1	47,1	37,2	28,6
Ngân sách	18,7	25,8	25,6	20,2	16,2
Tín dụng chỉ định	8,4	18,4	10,5	5,7	4,1
DNNN	14,9	15,0	11,0	11,3	8,3
Tư nhân và cá nhân trong nước	27,6	22,9	38,0	38,5	40,0
FDI	30,4	18,0	14,9	24,3	31,4

Nguồn: Niên giám thống kê (2008)

## 5.2 Hạn chế và nghiên cứu tiếp theo

Do thiếu dữ liệu, nghiên cứu này gặp hạn chế trong việc lựa chọn các biến. Nhiều biến hơn nữa liên quan đến quá trình tự do hóa tài chính, khủng hoảng ngân hàng, thể chế nên được dùng thêm. Chúng có thể là kiểm soát vốn, dòng vốn quốc tế, lãi suất thực, lãi suất trên thị trường quốc tế, nợ xấu trong hệ thống ngân hàng, sự độc lập của ngân hàng trung ương...

Nghiên cứu này chỉ dùng mô hình logit đơn giản, chạy theo hình thức cross-section vốn dựa trên giả thiết rằng KHTT ở các nước khác nhau có thể giải thích theo cùng một cách. Thực tế, mỗi

nước có những đặc điểm riêng cần phân tích chuyên sâu. Mô hình trong nghiên cứu này cũng có thể cải thiện bằng cách dùng những kỹ thuật kinh tế lượng phức tạp hơn để phân biệt số liệu trong thời kỳ yên bình, trước và sau khủng hoảng.

### **Tài liệu tham khảo**

- Acemoglu, D. and Verdier, T. (2000) The choice between market failures and corruption. *American Economic Review* 90: 194–211.
- Acemoglu, D., Johnson, S., Robinson, J., Thaicharoen, Y., (2002). Institutional causes, macroeconomic symptoms: volatility, crises, and growth. NBER Working Paper No. 9124, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- Ades, Alberto, Rumi Masih, and Daniel Tenengauzer, 1998, "GS-WATCH: A New Framework for Predicting Financial Crisis in Emerging Markets," (New York: Goldman Sachs).
- Alvarez, M., Cheibub, J., Limongi, F., Przeworski, A., 2000. *Democracy and Development: Political Institutions and Material Well Being in the World*. Cambridge University Press, New York
- Beck, T., Clarke, G., Groff, A., Keefer, P., Walsh, P., (2003). *Database of Political Institutions*. World Bank, Washington DC.
- Berg, A., Pattillo, C. (1999a), Predicting Currency Crises: The Indicators Approach and an Alternative, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 18, No. 4 (August), pp. 561-86.
- Berg, A., Pattillo, C. (1999b). What Caused the Asian Crises: An Early Warning System Approach. *Economic Notes*, Vol. 28, No. 3 (November), pp. 285-334.
- Breuer, J.B., 2004. An exegesis on currency and banking crises. *Journal of Economic Surveys* 18, 293-320.
- Bussiere, M., Fratzscher, M., 2002. Towards a New Early Warning System of Financial Crises. ECB Working Paper No.145. (<http://www.ecb.int/pub/wp/ecbwp145.pdf>)
- Calvo, G. (1995) Varieties of capital-market crises. University of Maryland. Working Paper.
- Demirguc-Kunt, A. and Detragiache, E. (1997) The Determinants of Banking Crises: Evidence from Developed and Developing Countries. World Bank.
- Dooley, M. P. (1997) A model of crises in emerging markets. NBER Working Paper No. 6300.
- Eichengreen, B., Rose, A. and Wyplosz, C. (1996) Contagious currency crises. NBER Working Paper No. 5681
- Eichengreen, Barry, Andrew Rose, and Charles Wyplosz (1995). Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks. *Economic Policy* 21:45-61.

- Ellis, Luci (1998) The housing meltdown: Why did it happen in the United States? BIS working papers No. 259. Bank for International Settlements, Press & Communications. CH-4002 Basel, Switzerland
- Flood, R. and Garber, P. (1984) Collapsing exchange-rate regimes: some linear examples. *Journal of International Economics* 17: 1–13
- Frankel, Jeffrey A., Rose, Andrew K. (1996). Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment. *Journal of International Economics*, Vol 41 (November), pp. 351-366.
- Fukuyama, F. (1995) *Trust: Social Virtues and the Creation of Prosperity*. New York: Free Press.
- Gazali, Effendi (2002) The Suharto Regime and Its Fall Through the Eyes of the Local Media. *International Communication Gazette* 2002. Volume 64; p. 121-140.
- Girton, L. and D. Roper, 1977, A Monetary Model of Exchange Market Pressure Applied to Postwar Canadian Experience, *American Economic Review* 67, 537-548.
- Johnson, S., Boone, P., Breach, A. and Friedman, E. (2000) Corporate governance in the Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics* 58: 141–86
- Kamin, S.M., Schindler, J., Samuel, S., 2001. The contribution of domestic and external factors to emerging market devaluation crises. *International Finance Discussion Papers* 2001/711.
- Kaminsky, G., and Carmen Reinhart, (1999), The Twin Crisis: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. *American Economic Review*, Vol. 89 (June), pp. 473-500.
- Kaminsky, G., Lizondo, S., & Reinhart, C. (1998). Leading indicators of currency crises. *International Monetary Fund Staff Papers*, 45, 1-48
- Kaufmann, Daniel, Aart Kraay and Massimo Mastruzzi (2008). *Governance Matters VII: Aggregate and Individual Governance Indicators 1996-2007*. World Bank Policy Research Working Paper No. 4654. Washington, D.C.
- Krugman, P. (1979). A Model of Balance of Payments Crises. *Journal of Money, Credit, and Banking* 11. pp. 311-325.
- Krugman, P. (1998). *What happened to Asia?* Mimeo, MIT.
- Leblang, David., Satyanath Shanker (2008). Political generated uncertainty and currency crises: Theory, tests, and forecasts. *Journal of International Money and Finance* 27 (2008) 480-497.
- Mishkin, F. (2001) Financial policies and the prevention of financial crises in emerging market countries. NBER Working Paper No. 8087, Cambridge, MA: NBER
- Mishkin, F., (1996). Understanding financial crisis: A developing country perspective. NBER Working Paper 5600, May 1996.
- North, Douglass (1993) Prize lecture. *Economic Performance through Time*.



- [http://nobelprize.org/nobel\\_prizes/economics/laureates/1993/north-lecture.html](http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/1993/north-lecture.html)
- Obstfeld, M. (1994) The logic of currency crises. *Cahiers Economiques et Monetaires*, Bank of France, 43: 189–213.
- Obstfeld, Maurice. (1996). Models of Currency Crisis with Self Fulfilling Features. *European Economic Review* 40, 1037-1047.
- Peltonen, Tuomas A. (2006) Are emerging market currency crisis predictable? A test. Europe Central bank Working paper series No. 571/ January, 2006.
- Radelet, S., Sachs, J. (1998). The onset of East Asia financial crisis. NBER Working Paper No. 6680, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- Rajan, R. G. and Zingales, L. (1998) Which capitalism? Lessons from the East Asian crisis. *Journal of Applied Corporate Finance* 11: 40–48
- Reinhart, M. Carmen and Rogoff S. Kenneth (2008) This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises. NBER Working Paper No. W13882, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- Rodrik, D., Subramanian, A. and Trebbi, F. (2002) Institutions rule: the primacy of institutions over geography and integration in economic development. NBER Working Paper No. 9305.
- Sen, Amartya (1999) *Development as Freedom*. Oxford University Press 1999
- Shimpalee, P.L., & Breuer, J.B. (2006). Currency crises and institutions. *Journal of International Money and Finance*, 25, 125-145.
- Solinger, Dorothy J. (2001) Ending One-Party Dominance: Korea, Taiwan, Mexico. *Journal of Democracy* - Volume 12, Number 1, January 2001, pp. 30-42.
- Velasco, A. (1987), Financial crises and balance of payments crises. *Journal of Development Economics* 27: 263–83.
- Yeonho Lee (2005) Participatory Democracy and Chaebol Regulation in Korea: State-Market Relations under the MDP Governments, 1997-2003. *Asian Survey*, Vol. 45, No. 2 (Mar. - Apr., 2005), pp. 279-301