



# Nội dung

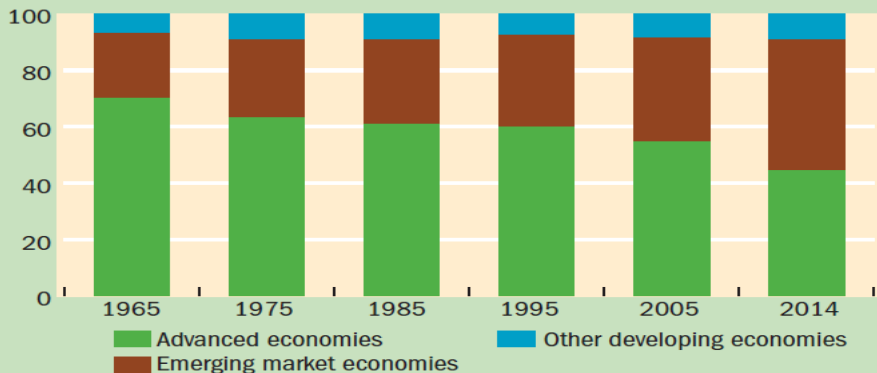
- 3 chu kỳ dòng vốn và các cuộc khủng hoảng
- Bài học quan trọng sau mỗi cuộc khủng hoảng

Chart 3

### Rise of emerging markets

Emerging market economies' share of global GDP has risen steadily since 1965.

(share of global GDP, percent)



Source: IMF, World Economic Outlook database.

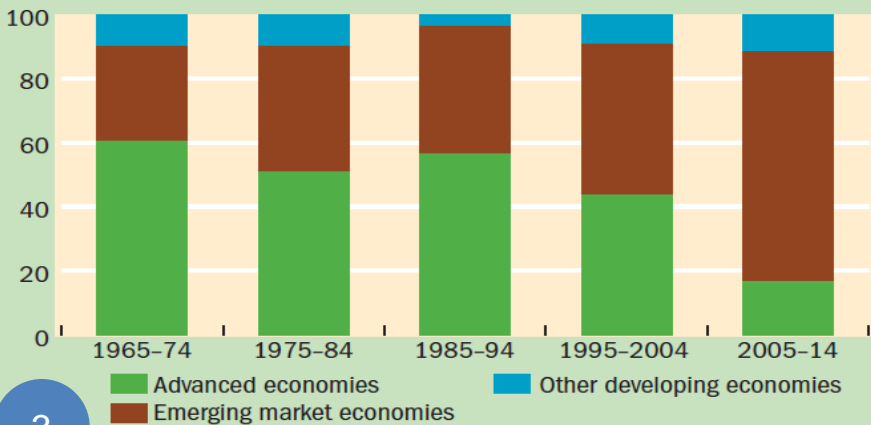
Note: Data are measured in purchasing power parity—the rate at which currencies would be converted if they were to buy the same quantity of goods and services in each country. Data for 2014 are forecasts.

Chart 4

### Growing up

Emerging market economies account for a growing share of world GDP growth.

(contribution to world GDP growth, percent)



3

Source: IMF, World Economic Outlook database.

Note: The data for 2014 are forecasts.

Box 2

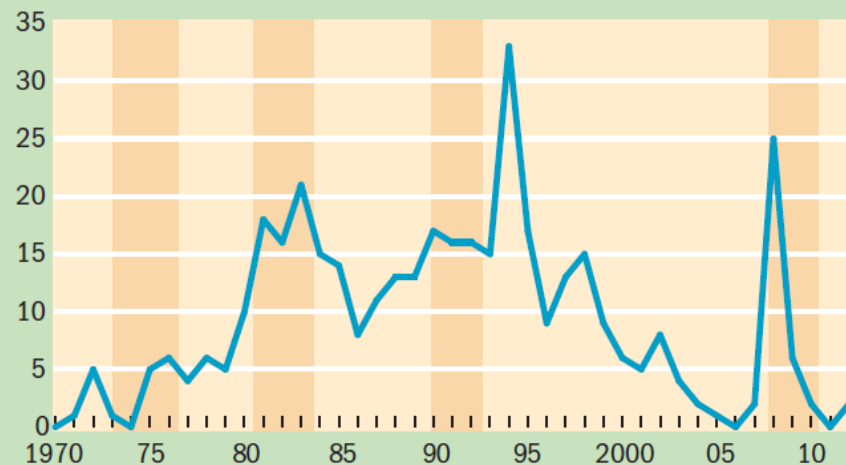
### Recurrent financial crises

Financial crises have interrupted economic growth around the world. Roughly 400 of them took place between 1970 and 2013. Advanced economies experienced only 35 crises, half of them after 2007. Emerging market economies had 218 financial crises, most of them in the 1980s and 1990s, especially during the 1997 Asian financial crisis. Currency crises were the most prevalent, accounting for half of all crisis episodes. Banking and debt crises accounted for the rest. It is still impossible to predict the location and time of the next financial crisis.

### Financial crises are widespread

Between 1970 and 2013 there were more than 400 banking, currency, or debt crises.

(number of financial crises)



Source: Laeven and Valencia (2013).

Note: The shaded bars represent the three years surrounding global recessions—which occurred in 1975, 1982, 1991, and 2009.

# Biến động dòng vốn

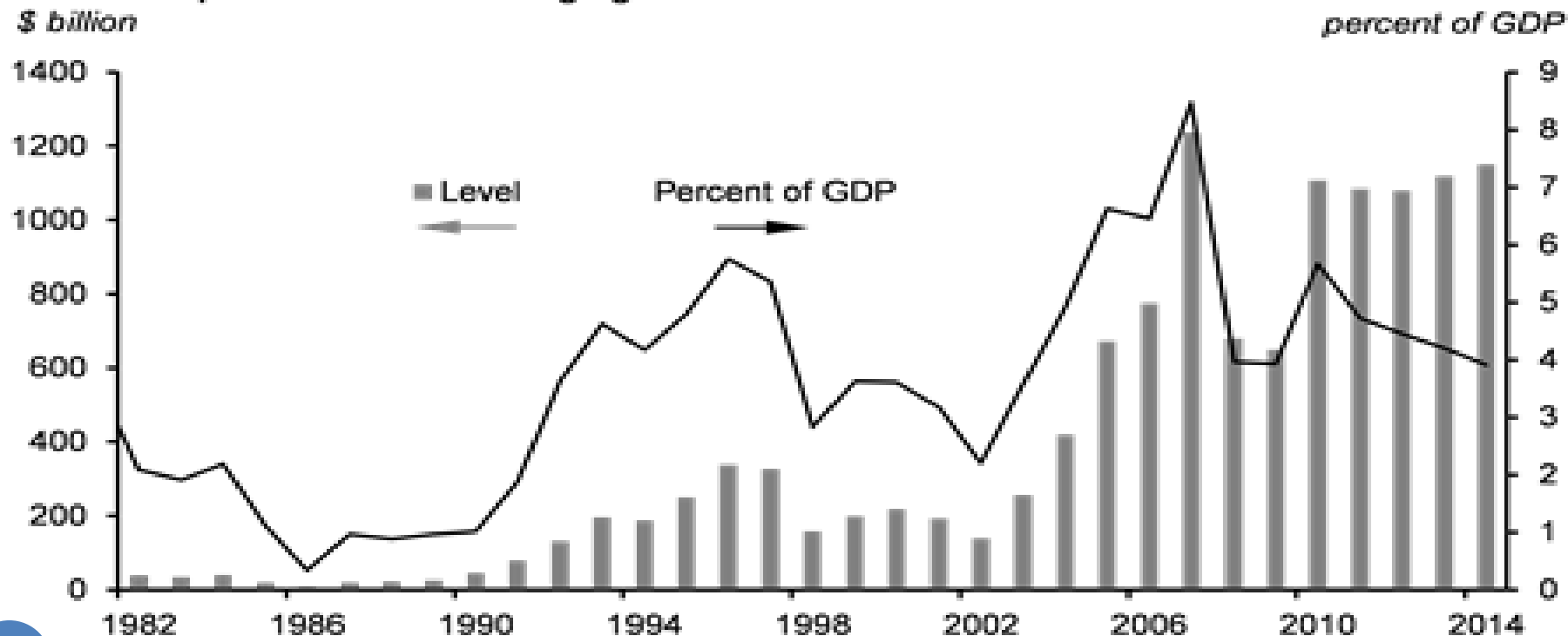
- **Khủng hoảng liên quan với biến động dòng vốn**
- Các thị trường vốn quốc tế không vận hành trơn tru trước các cú sốc bên ngoài ở các nước đang phát triển
  - Dòng vốn ròng biến động mạnh hơn nhiều ở các nước mới nổi (EMEs) so với các nước tiên tiến (AEs) – ở AEs, dòng ra bù trừ dòng vào, tạo sự di chuyển trơn tru của các dòng vốn.
  - Các kịch bản dòng vốn vào lớn đi kèm với tăng trưởng GDP tăng tốc, nhưng sau đó tăng trưởng thường giảm đáng kể (Cardarelli et al, 2009). Vì vậy, mô thức chữ V ngược của dòng vốn ròng ở EMEs vượt tầm kiểm soát của các nhà chính sách.
  - Theo lịch sử, các *dòng đầu tư tài chính* biến động nhiều hơn và sự biến động này càng gia tăng gần đây. Các *dòng vốn ngân hàng* thường ít biến động nhưng cũng thay đổi mạnh ở thời kỳ khủng hoảng. *FDI* ổn định hơn nhiều ở EMEs, nhưng cũng gia tăng biến động gần đây do sự tăng tốc vay mượn của các công ty con ít vốn.

(IMF 2011)

# 3 chu kỳ dòng vốn đối với EMs

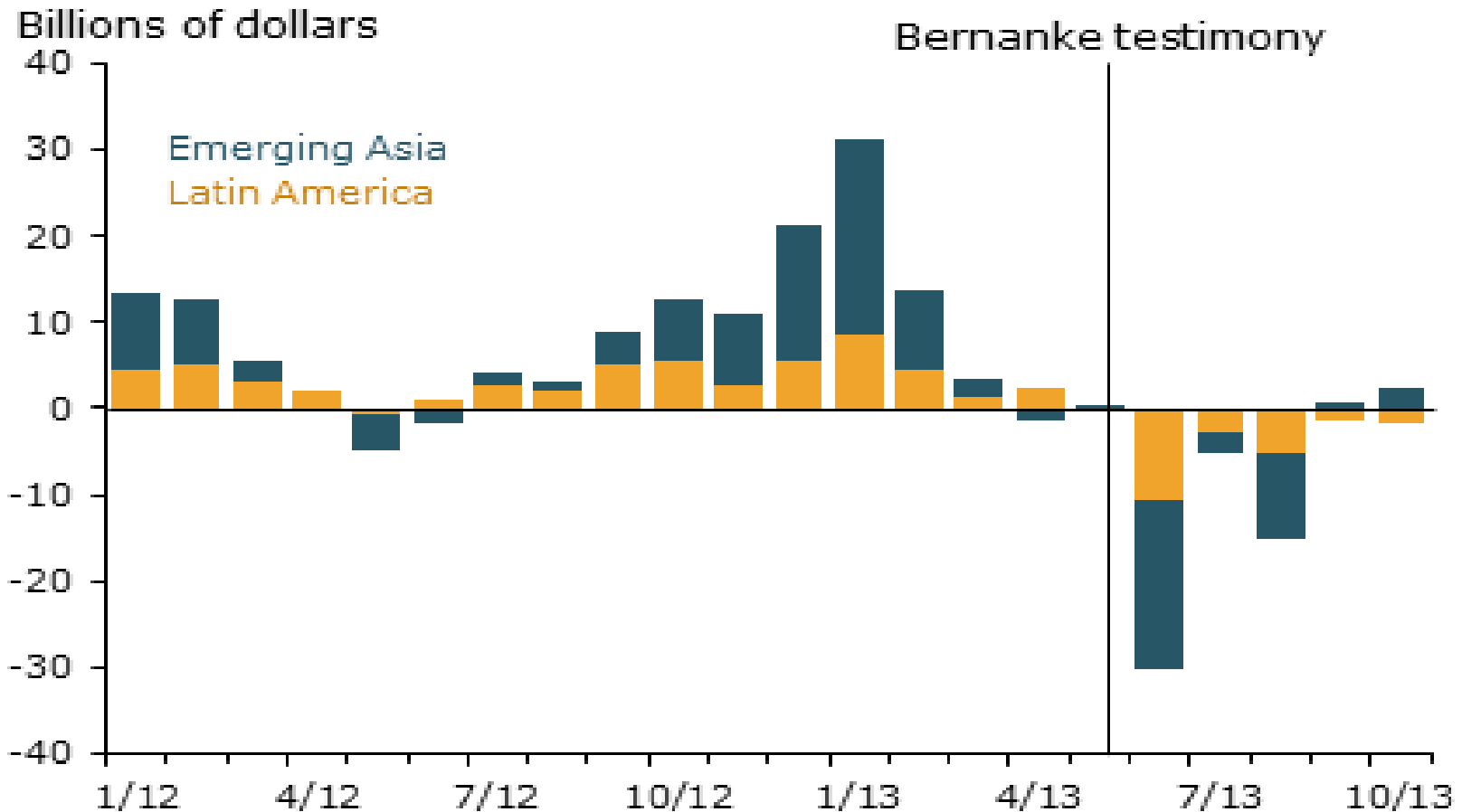
- Cuối 1970s, kết thúc bởi **khủng hoảng nợ quốc tế 1982-89**
- 1990-96, kết thúc bởi **khủng hoảng châu Á 1997-98**
- 2003-2008, kết thúc bởi **GFC 2008-09**

**Private Capital Inflows to Emerging Market Economies**  
\$ billion



Nguồn: Trích từ Frankel (2015)

# Sau khi Fed có dự kiến tăng lãi suất “taper talk” vào 5/2013, dòng vốn vào EMs đảo chiều lần nữa



Nguồn: Trích từ Frankel (2015)

# Khủng hoảng ở các nước thị trường mới nổi EMs từ 1970s đến nay

- **2 Chu kỳ bùng phát - đổ vỡ đầu** (Boom-bust cycle) trước các dòng vốn vào/ra
  - Tấn công tiền tệ (Speculative attack)
  - Lây nhiễm (Contagion)
  - Dừng đột ngột (Sudden stops)
- **Chu kỳ thứ 3**
  - Bùng phát 2003-2008
  - Khủng hoảng (GFC) 2008-2009
- **Giảm gói QE và khả năng tăng lãi suất Hoa Kỳ** (khởi báo từ 5/2013)

Nước có đặc điểm gì thì bị ảnh hưởng nhiều nhất? Bài học là gì?

# Ba thể hệ Khủng hoảng tiền tệ

Mô hình khủng hoảng tiền tệ **thể hệ đầu tiên** (Krugman, 1979)

- NHTU cố gắng cố định tỷ giá dưới mức cân bằng thị trường, bán ra FR
- FR giảm sút, tấn công đầu cơ
- Dẫn đến thắt chặt tiền tệ, tăng lãi suất, giảm sản lượng và việc làm

Episodes that inspired model	"Whose fault is it?" and why	Seminal authors
Bretton Woods crises 1969-73; 1980s debt crisis	<b>Macro policies:</b> excessive credit expansion	<b>Krugman (1979);</b> Flood & Garber (1984)

Nguồn: Frankel 2015



# Ba thể hệ Khủng hoảng tiền tệ

Mô hình khủng hoảng tiền tệ **thể hệ hai** (Obstfeld, 1994)

- Không do FR giảm mà là khả năng đánh đổi mục tiêu ( cố định tỷ giá và toàn dụng việc làm)
- Nhà đầu cơ nhận ra và tấn công tiền tệ
- Tăng lãi suất, buộc từ bỏ chế độ neo tỷ giá

Episode inspiring model	"Whose fault is it?"	Seminal authors
ERM crises 1992-93: Sweden, France	Inter-national financial markets: <b>multiple equilibria</b>	<ol style="list-style-type: none"><li>1. <i>Speculators' game</i> <b>Obstfeld (1994);</b></li><li>2. <i>Endogenous monetary policy</i> Obstfeld (1996), Jeanne (1997)</li><li>3. <i>Bank runs</i> Diamond-Dybvig (1983), Chang-Velasco (2000)</li><li>4. <i>With uncertainty</i> Morris &amp; Shin (1998)</li></ol>

# Ba thể hệ Khủng hoảng tiền tệ

Mô hình khủng hoảng tiền tệ **thể hệ ba** (Dooley, 2000)

- Bong bóng tài chính tài trợ bởi dòng vốn vào, tấn công tiền tệ và phá giá quy mô lớn
- Tác động phá giá lên BCDTS của ngân hàng và doanh nghiệp có lượng nợ nước ngoài lớn
- Dẫn đến giảm tín dụng và đầu tư, sản lượng và việc làm, châm ngòi những đợt phá giá khác

Episode inspiring model	"Whose fault is it?"	Seminal authors
Emerging market crises of 1997-2001	Structural fundamentals: <b>moral hazard</b> ("crony capitalism")	<b>Dooley (2000)</b> <i>insurance model</i> ; Diaz-Alejandro (1985); McKinnon & Pill (1996); Krugman (1998); Corsetti, Pesenti & Roubini (1999); Burnside, Eichenbaum & Rebelo (2001)

# Các nước EMs bị tác động mạnh nhất bởi khủng hoảng 1980s và 1990s

- Khủng hoảng nợ và khủng hoảng tài chính (1982, 1994, 1997-98)
- Chỉ báo cảnh báo sớm có ý nghĩa
  - FR yếu (so nợ \$ ngắn hạn)
  - Nội tệ bị định giá cao (lên giá thực)
  - Thâm hụt CA lớn và kéo dài
  - Thành phần dòng vốn vào [nợ ngắn hạn, nợ ngoại tệ, ...]

# Các nước EMs đứng vững trước khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008

- Nhờ bài học thập niên 1980s và 1990s
- Các chỉ báo sớm vận hành tốt
  - FR cao hơn
  - Tỷ giá hối đoái linh hoạt hơn
  - CA thâm hụt ít hơn
  - Nợ bằng ngoại tệ ít hơn (tăng vốn cổ phần và FDI, và nợ nội tệ)
  - Chính sách tài khóa ít thuận chu kỳ hơn (ngân sách chính phủ mạnh hơn vào giai đoạn bùng nổ 2003-2008)

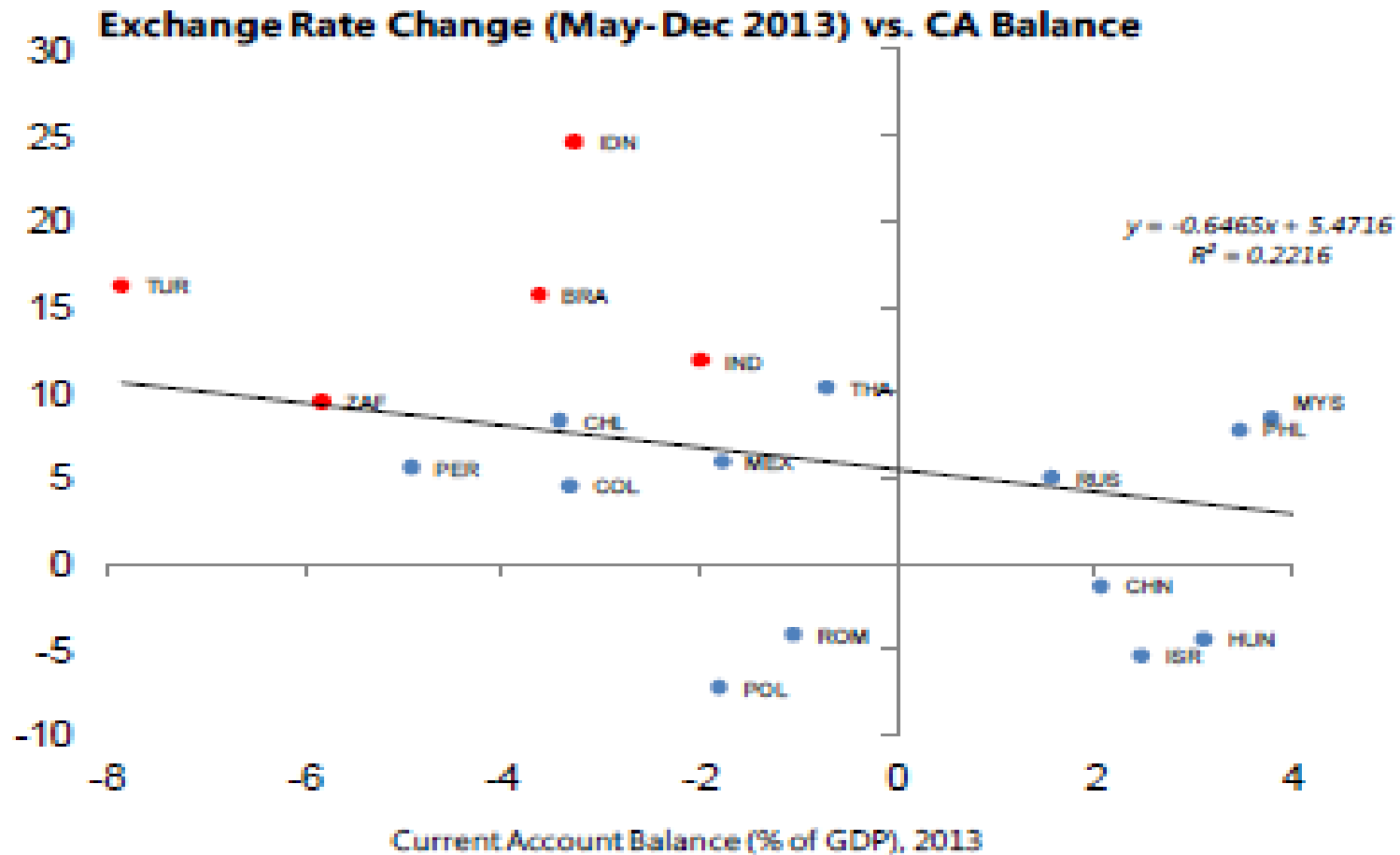
# Làn sóng dòng vốn bù đắp nỗ giai đoạn 2003-08 khác với các chu kỳ trước đó như thế nào?

- BRICs: Trung Quốc, Ấn Độ nhận nhiều dòng vốn tư nhân
  - Hầu hết EMs đã không dùng dòng vốn vào tài trợ  $CA < 0$ ,
    - Mà tích trữ FR
    - Dòng vốn có tính thuận chu kỳ nhiều hơn
      - 2003-08:  $KA > 0$  trong khi  $CA > 0$  kéo theo tăng FR
  - Hầu hết nước thu nhập trung bình không chọn cố định tỷ giá
    - Vay đô la ít hơn
    - Vay nội tệ và FDI nhiều hơn
- => ít chịu hiện tượng dừng đột ngột

# Các nước thị trường mới nổi nào bị tác động mạnh nhất bởi tuyên bố giảm QE3 (5-6/2013)?

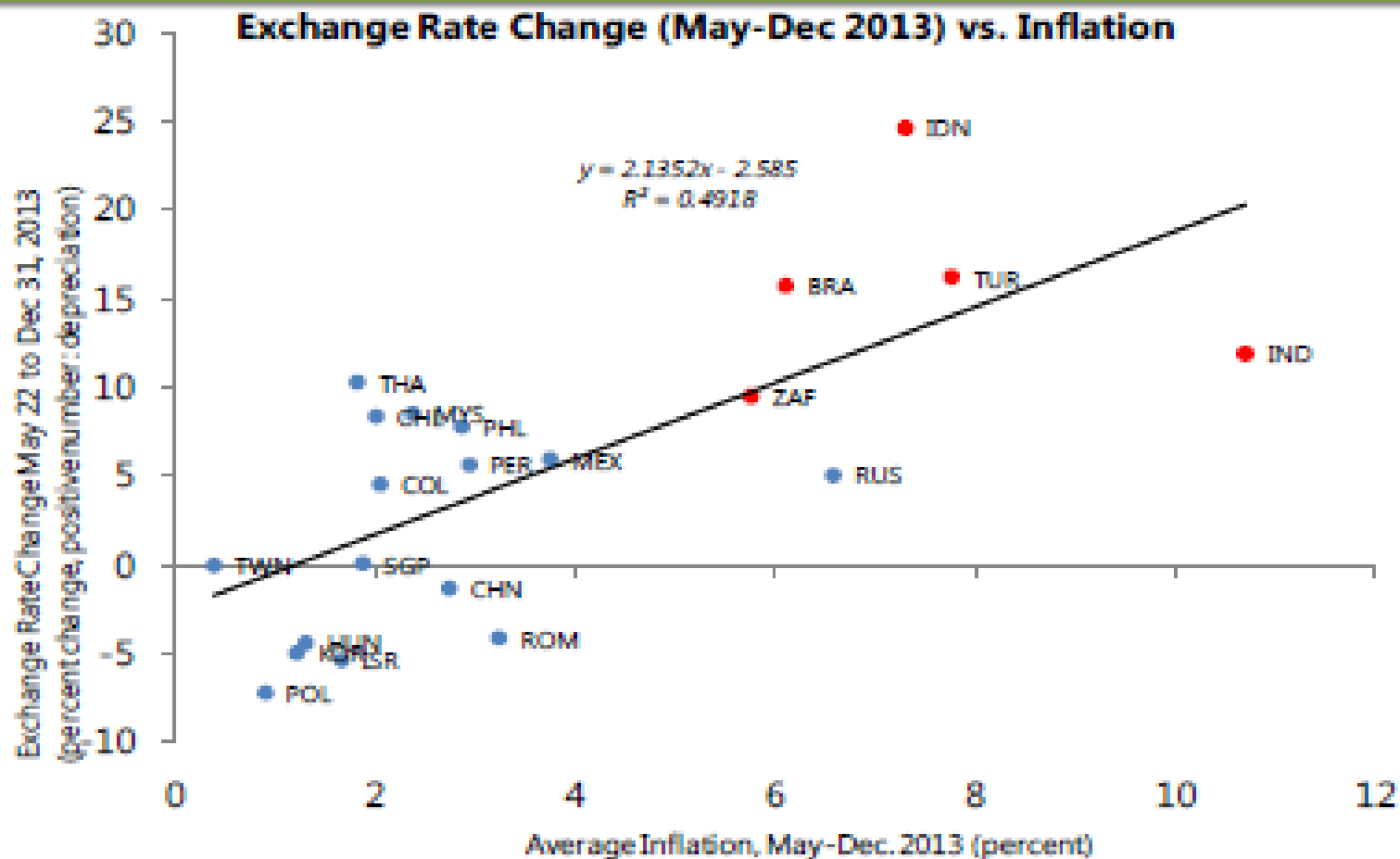
- 5 năm sau sự kiện 2008, nhiều nước quay lại tình trạng
  - $CA < 0$
  - Lạm phát cao hơn
  - Nợ ngoại tệ khu vực doanh nghiệp
  - Ngân sách yếu
- Các nước Ems bị tác động bởi tuyên bố giảm QE3 (5-6/2013) có đặc điểm gì? [Dòng vốn ra]
  - Nước có  $CA < 0$  lớn
  - Nước có tỷ giá bị định giá cao (lạm phát)
  - Trước đó có dòng vốn vào lớn

# Các nước có CA<0 bị tác động mất giá tiền tệ mạnh hơn sau “taper tantrum” vào 5/2013



Source: Datastream, WEO and Staff Calculations

# Các nước có lạm phát cao hơn cũng bị tác động mất giá tiền tệ mạnh hơn sau “taper tantrum” vào 5/2013

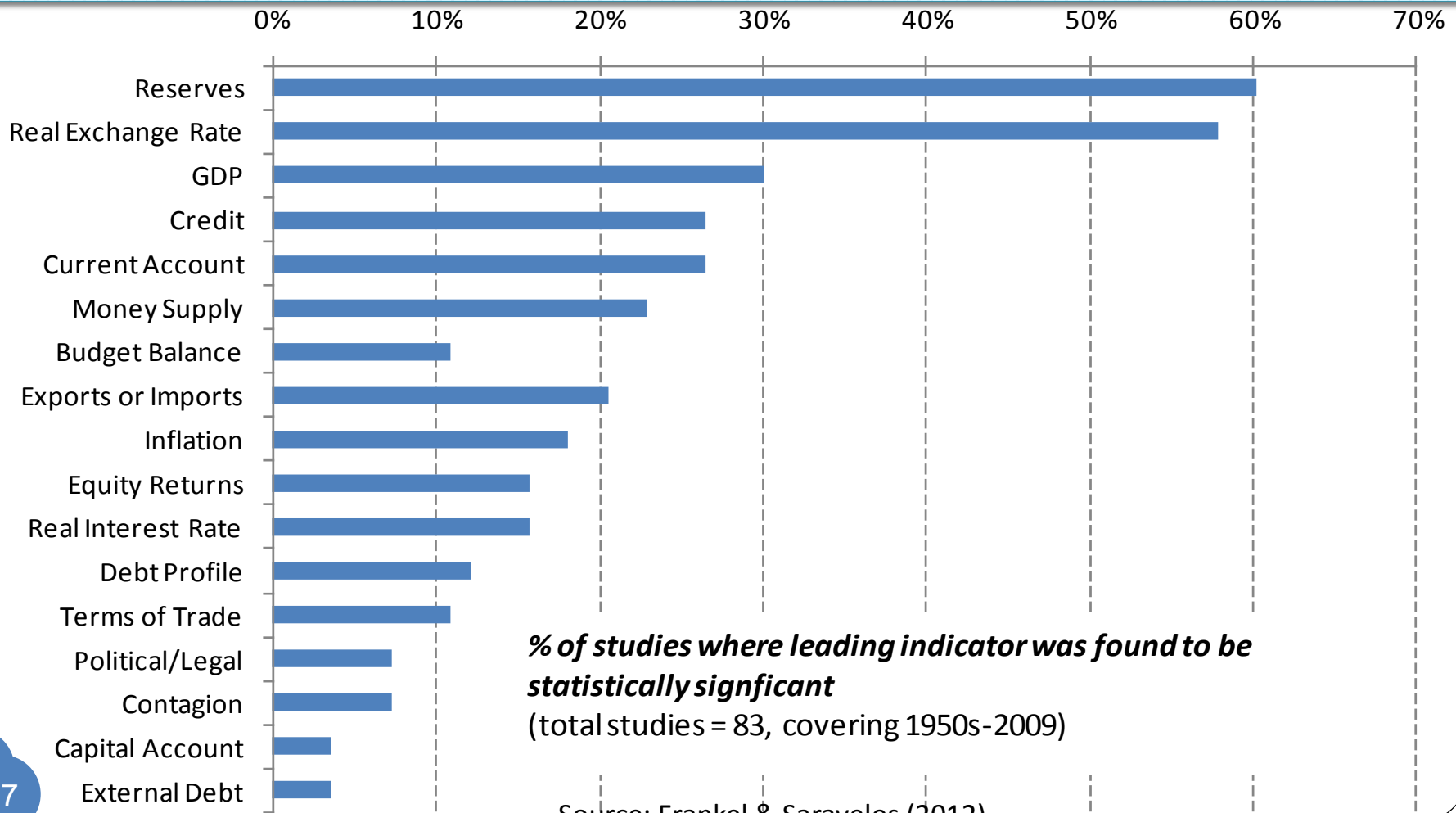


Source: Datastream, IFS and Staff Calculations



# Các biến số trở thành chỉ báo dự báo mạnh nhất về khủng hoảng của quốc gia:

## 1. Dự trữ 2. Nội tệ bị định giá cao



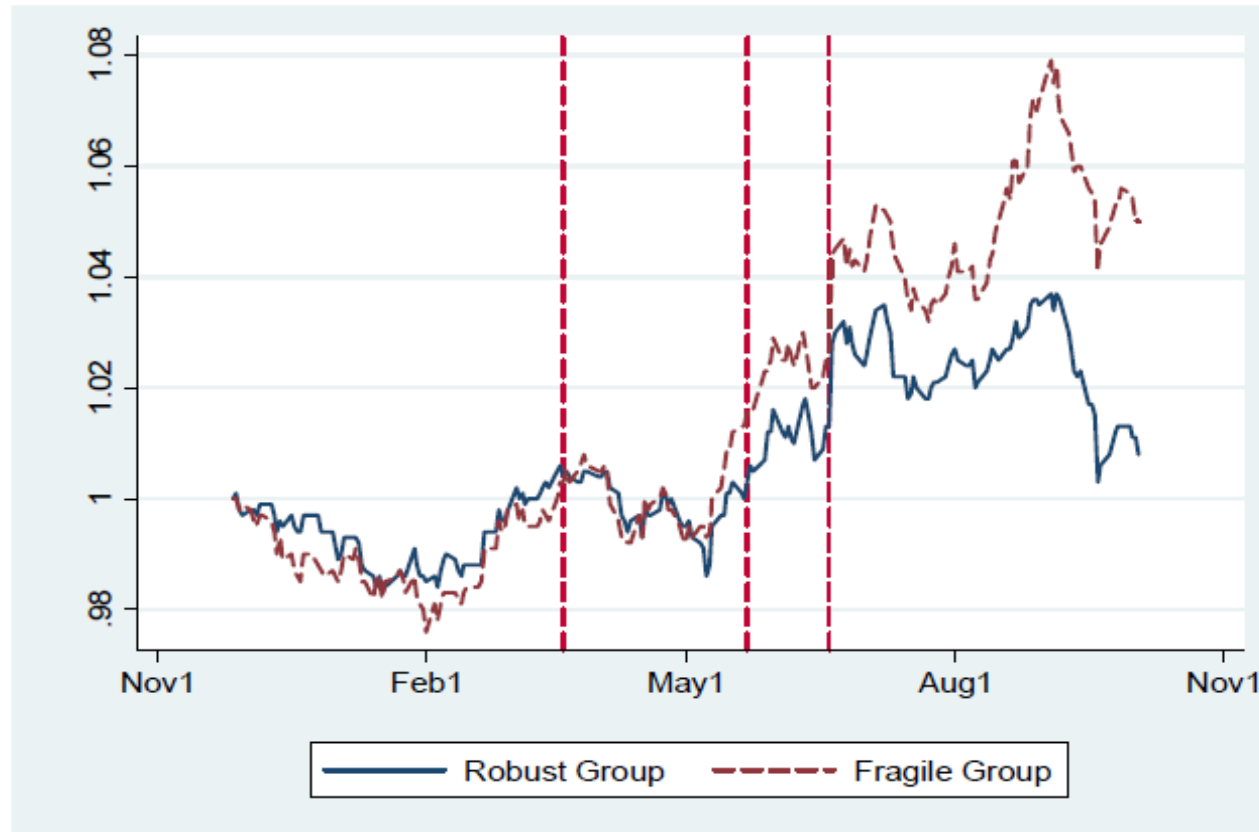
Source: Frankel & Saravelos (2012)

# Vai trò dự trữ ngoại hối (FR)

- Ngăn nội tệ lên giá (khi vốn vào)
  - Hạn chế thâm hụt CA
- Phòng ngừa nội tệ mất giá (vốn ra)
  - Can thiệp thị trường ngoại hối
  - Khả năng bảo vệ tỷ giá
- Chỉ báo tốt nhất về khủng hoảng tài chính toàn cầu (quá khứ)
  - Phát huy vai trò ở các cuộc khủng hoảng trước đó
  - Nhưng không hữu hiệu ở lần tuyên bố giảm gói QE3 của Fed (2013)

# Cuộc nói chuyện về khả năng tăng lãi suất của Fed kéo theo sự mất giá tiền tệ lớn ở nhóm **“fragile EMs”** so với nhóm khác

Figure 1: Foreign Exchange Rate and Tapering “Events”



Notes: Vertical dashed lines indicate Bernanke’s tapering announcement dates (20 March 2013, 22 May 2013, 19 June 2013) as described in data section. For each country, nominal exchange rate (national currency per US dollar) index is constructed by setting equal “1” at the beginning of our sample, 27 November 2012. The (unweighted) average for “robust group” (Peru, Israel, South Korea, Malaysia, Philippines, Thailand, Bulgaria, Russia, Hungary) and “fragile group” (Turkey, South Africa, Argentina, Brazil, Chile, Columbia, Mexico, India, Indonesia, Pakistan, Ukraine, Czech Republic, Latvia, Lithuania, Poland, Romania) is taken on each day over the sample.

Aizenman, Binici & Hutchison, “The Transmission of Federal Reserve Tapering News to Emerging Financial Markets,” 2014 [www.nber.org/papers/w19980.pdf](http://www.nber.org/papers/w19980.pdf)

“We group emerging markets into those with ‘robust’ fundamentals (current account surpluses, high international reserves and low external debt) and those with ‘fragile’ fundamentals

and, intriguingly, find that the stronger group was more adversely exposed to tapering news than the weaker group. News of tapering coming from Chairman Bernanke is associated with much larger exchange rate depreciation, drops in the stock market, and increases in sovereign CDS spreads of the robust group compared with the fragile group.

A possible interpretation is that tapering news had less impact on countries that received fewer inflows of funds in the first instance.”

# Kết luận

- Ba làn sóng dòng vốn đi cùng những cuộc khủng hoảng tài chính ở EMs kể từ 1970s.
- Làn sóng thứ ba (2003-08) và xu hướng gần đây (khả năng Fed tăng lãi suất) với đặc trưng đặc biệt cần lưu ý – Các chỉ báo truyền thống không còn là bài học duy nhất và liên tục thay đổi tạo thành thách thức lớn cho các nước thị trường mới nổi (EMs) và các nước đang phát triển.