Khủng hoảng tài chính ở *các nước thị trường mới nổi – Bài học kinh nghiệm*

Châu Văn Thành

1

Nội dung

1. Chu kỳ dòng vốn và các cuộc khủng hoảng
2. Bài học quan trọng sau mỗi cuộc khủng hoảng
3. Tác động của xu hướng tăng lãi suất mới
4. Bài học gì cho Việt Nam?

2

Hàng loạt khủng hoảng nợ, tiền tệ, ngân hàng từ 1980s đến nay [*dừng đột ngột/tháo chạy vốn*]

➢Vốn vào lớn, bất ngờ ra cũng lớn, ít tín hiệu ở giữa để giải thích về sự thay đổi.

➢Lây nhiễm lan đến những nơi có nền tảng vững mạnh.

➢Khủng hoảng gây suy thoái trầm trọng ngay cả khi các hệ thống này đang vận hành tốt.

Box 2

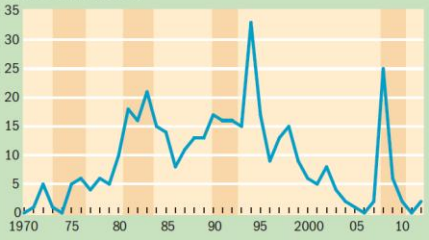
Recurrent financial crises

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

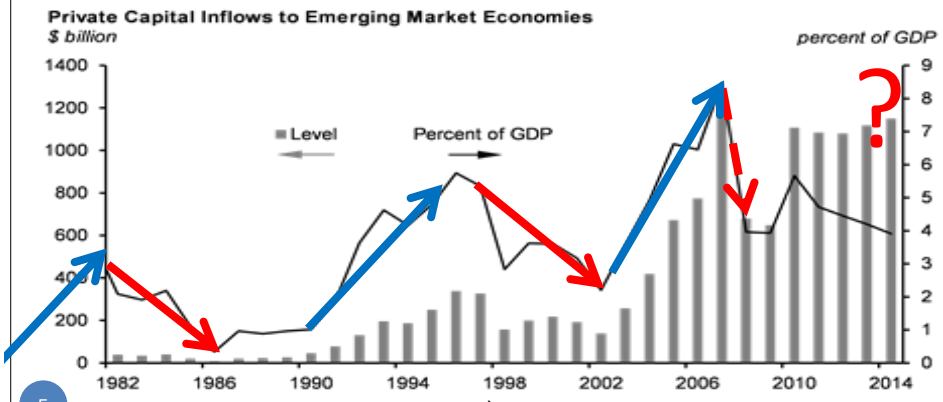
- Khủng hoảng liên quan với biến động dòng vốn
- Các thị trường vốn quốc tế không vận hành trơn tru trước các cú sốc bên ngoài ở các nước đang phát triển
  - Dòng vốn ròng biến động mạnh hơn nhiều ở các nước mới nổi (EMEs) so với các nước tiên tiến (AEs) – ở AEs, dòng ra bù trừ dòng vào, tạo sự di chuyển 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)

4

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
- Dòng thứ tư???

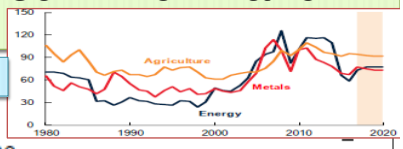


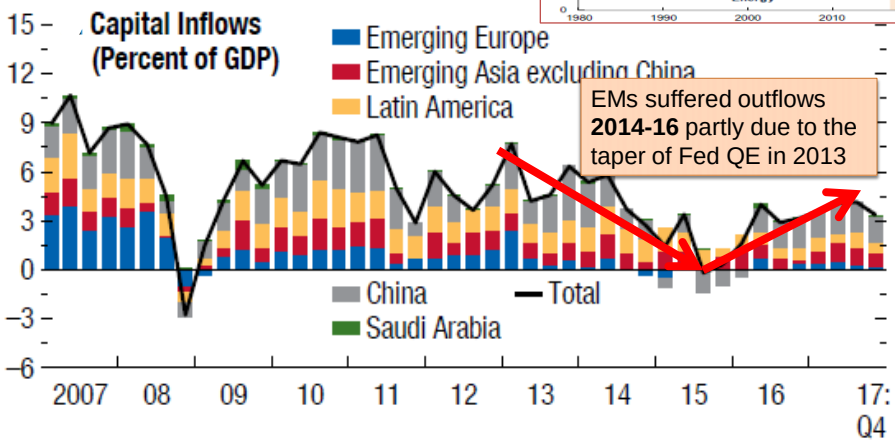
Nguồn: Trích từ Frankel (2015)

5

EM capital inflows recovered in 2017 and?

& fall of commodity prices in 2014.



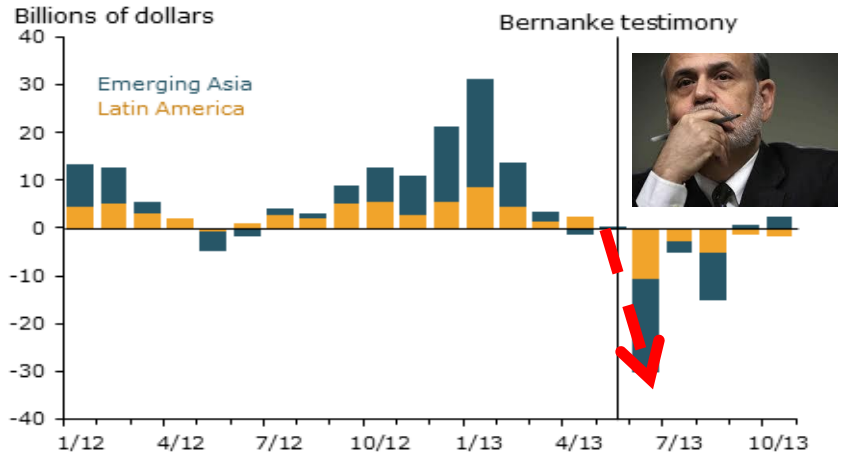


EMs suffered outflows **2014-16** partly due to the taper of Fed QE in 2013

IMF *World Economic Outlook*, April 2018.
Nguồn: Frankel (2018)

6

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)

Jay Powell, 2013, "Advanced Economy Monetary Policy and Emerging Market Economies." Speech at the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, Nov. http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2014/march/federal-reserve-tapering-emerging-markets/

7

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?

8

Ba thế hệ Khủng hoảng tiền tệ

Mô hình khủng hoảng tiền tệ **thế 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	**Macro policies**: excessive credit expansion	**Krugman (1979)**; Flood & Garber (1984)

Nguồn: Frankel 2015

9

Ba thế hệ Khủng hoảng tiền tệ

Mô hình khủng hoảng tiền tệ **thế 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: **multiple equilibria**	*1. Speculators' game* **Obstfeld (1994);** *2. Endogenous monetary policy* Obstfeld (1996), Jeanne (1997) *3. Bank runs* Diamond-Dybvyg (1983), Chang-Velasco (2000) 4. *With uncertainty* Morris & Shin (1998)

10

Nguồn: Frankel 2015

Ba thế hệ Khủng hoảng tiền tệ

Mô hình khủng hoảng tiền tệ **thế 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 BCĐTS 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: **moral hazard** ("crony capitalism")	**Dooley (2000)** *insurance model*; Diaz-Alejandro (1985); McKinnon & Pill (1996); Krugman (1998); Corsetti, Pesenti & Roubini (1999); Burnside, Eichenbaum & Rebelo (2001)

"borrow to undertake dubious projects, knowing the government will bail them out if the projects go bad."

11

Nguồn: Frankel 2015

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, …]

Sachs, Tornell, & Velasco (1996) "Financial crises in emerging markets: lessons from 1995," *BPEA*.
Frankel & Rose (1996) "Currency Crashes in Emerging Markets," *JIE*.
Kaminsky, Lizondo, & Reinhart (1998) "Leading Indicators of Currency Crises," *IMF Staff Papers*.
Kaminsky & Reinhart (1999) "The twin crises," *AER*.

12

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)

13

Làn sóng dòng vốn bùng nổ 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

14

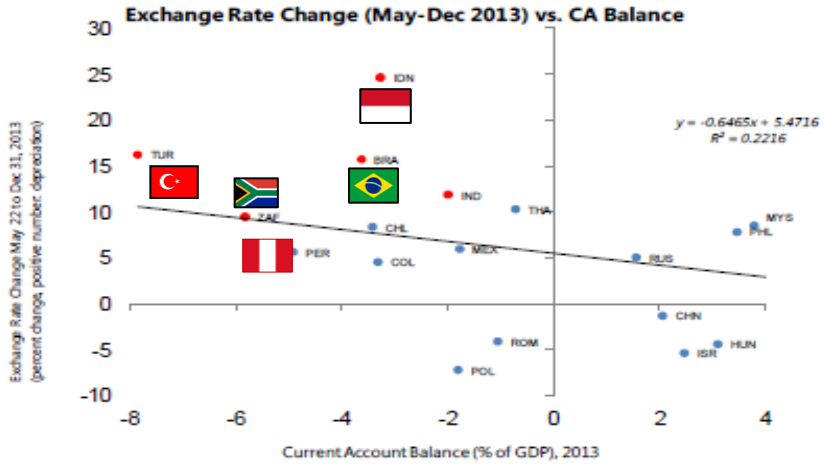
Các nước thị trường mới nổi nào bị tác động mạnh nhất bởi tuyên bố giảm QE3 (5-6/2013)?

- 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

Dự báo bấy giờ: Phản ứng của Nhật và TQ khi US tăng lãi suất do giảm QE3 có thể là: (1) RMB và Yen bị sức ép mất giá; (2) các nước này bị ép buộc tăng lãi suất ăm chống chọi dòng vốn tháo chạy (điều này gây trở ngại cho nền kinh tế của họ)

15

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

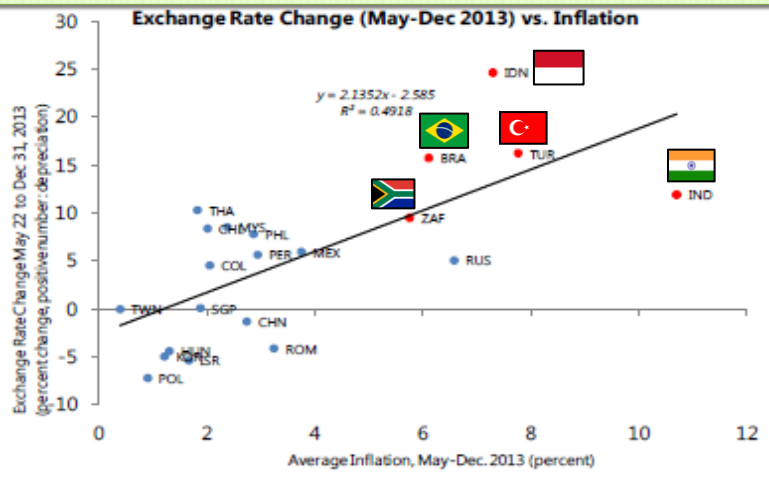


Source: Datastream, WEO and Staff Calculations

Mishra, Moriyama, N'Diaye & Nguyen, "Impact of Fed Tapering Announcements on Emerging Markets," IMF WP 14/109 June 2014

16

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



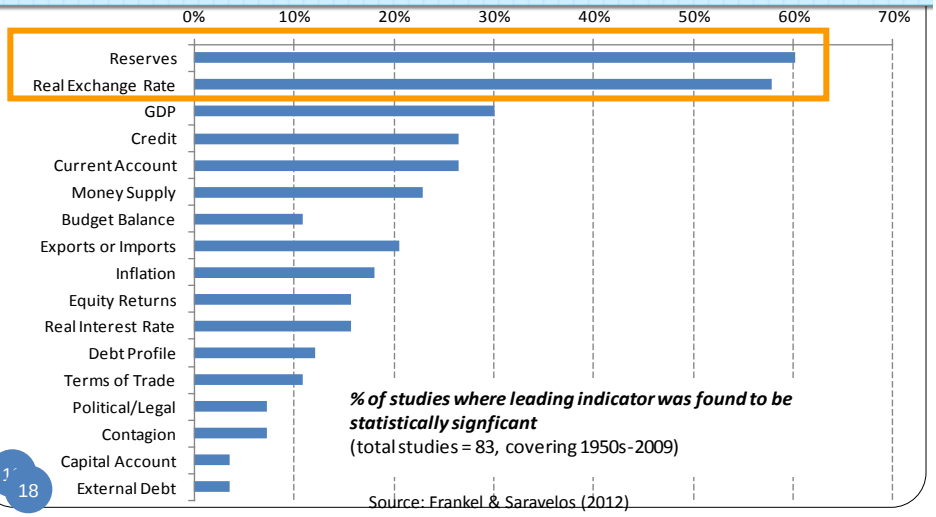
Source: Datastream, IFS and Staff Calculations

Mishra, Moriyama, N'Diaye & Nguyen,
"Impact of Fed Tapering Announcements on Emerging Markets,"
IMF WP 14/109 June 2014

17

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



% of studies where leading indicator was found to be statistically signficant
(total studies = 83, covering 1950s-2009)

Source: Frankel & Saravelos (2012)

18

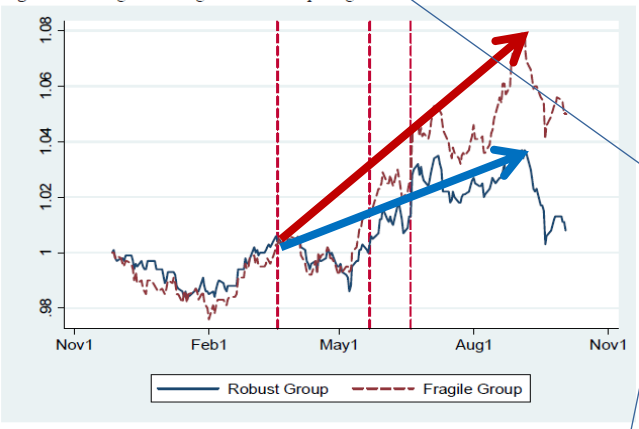
Vai trò dự trữ ngoại hối (FR)

- 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)

19

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

"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."

20

Tại sao "ít khi vỡ nợ hơn trước"?

Carmen Reinhart (11/2017)

- Số liệu 200 năm, Khủng hoảng và vỡ nợ:
  1. Dòng vốn ra/vào
  2. Giá hàng hóa cơ bản tăng/giảm
  3. Lãi suất thế giới tăng/giảm
- Tại sao ít vỡ nợ?
  1. Chính sách tài khóa và tiền tệ ít thuận chu kỳ hơn
  2. Chính sách quản lý vĩ mô khôn ngoan hơn
  3. Trung Quốc?
- Tuy nhiên: chu kỳ tăng lãi suất sắp đến

2

The Curious Case of the Missing Defaults
https://www.project-syndicate.org/commentary/missing-emerging-market-debt-defaults-by-carmen-reinhart-2017-11

Trung Quốc với châu Phi

Hannah Ryder (24/11/2017)

- 90% of Zimbabweans are unemployed or underemployed, compared to 39% of Kenyans.
- Since 2000, China has offered Kenya $6.8 billion in loans for infrastructure projects, compared to $1.7 billion for Zimbabwe. Loan conditions often include a requirement to hire Chinese employees.
- Cumulative Chinese foreign direct investment since 2003 has reached nearly $7 billion in Zimbabwe, compared to $3.9 billion for Kenya. Year on year, more Chinese money is flowing to Zimbabwe as well.
- Trade: Kenya's exports to China totaled $99 million, while it imported from China a staggering 60 times that amount. Even taking into account imports of materials tied to Chinese-built infrastructure, this is an exceptionally wide bilateral deficit.
- Job: Zimbabwe, on the other hand, despite its slow growth rate, exported $766 million worth of goods to China in 2015, and imported $546 million. Most surprisingly, Zimbabwe's exports were not restricted to minerals and metals, as one might assume, but also included tobacco and cotton, products that are relatively more labor-intensive, meaning more job creation at home.

Gần đây: Malaysia, Myanmar…

22

The China Factor in Kenya and Zimbabwe
https://www.project-syndicate.org/commentary/chinese-investment-zimbabwe-kenya-by-hannah-ryder-1-2017-11

The New Abnormal in Monetary Policy

NOURIEL ROUBINI

JUL 10, 2017

- NEW YORK – Financial markets are starting to get rattled by the winding down of unconventional monetary policies in many advanced economies. Soon enough, the Bank of Japan (BOJ) and the Swiss National Bank (SNB) will be the only central banks still maintaining unconventional monetary policies for the long term.
- The US Federal Reserve started phasing out its asset-purchase program (quantitative easing, or QE) in 2014, and began normalizing interest rates in late 2015. And the European Central Bank is now pondering just how fast to taper its own QE policy in 2018, and when to start phasing out negative interest rates, too.
- Similarly, the Bank of England (BoE) has finished its latest round of QE – which it launched after the Brexit referendum last June – and is considering hiking interest rates. And the Bank of Canada (BOC) and the Reserve Bank of Australia (RBA) have both signaled that interest-rate hikes will be forthcoming.

https://www.project-syndicate.org/commentary/unconventional-monetary-policy-new-normal-by-nouriel-roubini-2017-07#comments

23

Hiệu ứng Hoa Kỳ tăng lãi suất?

- Công thức ngang bằng lãi suất
- Các khả năng xảy ra?

2008: GDP = -0.3%, Unemployment = 6%, Inflation = 0.1%		
Jan 22	3.5%	
Jan 30	3.0%	Tax rebate.
Mar 18	2.25%	Bear Stearns bailout.
Apr 30	2.0%	
Oct 8	1.5%	Lehman fails. Bank bailout approved. AIG bailout.
Oct 29	1.0%	
Dec 16	0.25%	Effectively zero. The lowest fed funds rate possible.
Fed Chair Janet Yellen (February 2014 - January 2018)		
2015: GDP = 2.6%, Unemployment = 6%, Inflation = 0.7%		
Dec 17	0.5%	Growth stabilized.
2016: GDP = 3.2%, Unemployment = 4.6%, Inflation = 2.1%		
Dec 14	0.75%	
2017: GDP = 2.6%, Unemployment = 4.1%, Inflation = 2.1%		
Mar 15	1.0%	
Jun 14	1.25%	Fed was steady on its path of normalizing its benchmark rate.
Dec 13	1.5%	
2018		
Mar 21	1.75%	Fed projects steady growth.

6/2018
9/2018
12/2018

Sources: New York Fed. "A History of Fed Leaders ar" The New York Times

24

Chứng khoán thế giới đồng loạt đi xuống vì Mỹ nâng lãi suất (19/12/2018)
https://vnexpress.net/kinh-doanh/chung-khoan-the-gioi-dong-loat-di-xuong-vi-my-nang-lai-3857059.html

Chứng khoán Nhật Bản lập đáy mới, hàng loạt thị trường châu Á khác cũng nối gót Mỹ đi xuống.
Tại Nhật Bản, thị trường chứng khoán lớn nhất châu Á, chỉ số Nikkei 225 hiện giảm 2,8% xuống đáy 9 tháng mới. Kospi (Hàn Quốc) cũng mất 1,35%.
Mức giảm tại thị trường Trung Quốc nhỏ hơn. Shanghai Composite mất 0,82%, còn Hang Seng Index (Hong Kong) mất 1,13%. Chỉ số MSCI châu Á - Thái Bình Dương hiện giảm 1,08%. Hàng loạt thị trường khác, từ Australia, Malaysia, Thái Lan, Singapore đang đi xuống.
Chứng khoán Mỹ hôm qua cũng giảm điểm. Chỉ số S&P 500 mất 1,54% xuống thấp nhất kể từ tháng 9/2017. Wall Street đang hướng tới tháng 12 giảm mạnh nhất kể từ năm 1931 - đỉnh điểm cuộc Đại suy thoái.
Nguyên nhân của việc này là Cục Dự trữ liên bang Mỹ (Fed) vừa nâng lãi suất cho vay qua đêm giữa các ngân hàng Mỹ thêm 0,25%, lên quanh 2,25-2,5%. Năm tới, họ dự định nâng lãi thêm 2 lần nữa.

Giải thích cơ chế của lập luận sau đây

Lãi suất ngang bằng (chi phí tài trợ bên ngoài, phí bù rủi ro quốc gia và tỷ lệ mất giá nội tệ kỳ vọng) giảm trong thời kỳ bùng phát và tăng khi khủng hoảng. Nếu theo xu hướng này, chính sách tiền tệ có tính thuận chu kỳ và làm trầm trọng thêm sự biến động sản lượng. Nhưng nếu tăng lãi suất trong thời kỳ bùng phát và giảm lãi suất khi khủng hoảng, đi ngược xu hướng lãi suất ngang bằng, thì có thể làm tệ hơn tình trạng bất ổn tỷ giá hối đoái.

Chính sách tiền tệ theo hướng nào cũng gặp khó!

Tổng ba mục này trước khủng hoảng 2007-08 # 8-10%, sau 9-2008, lên 20%, vì cả phí bù rủi ro và tỷ lệ mất giá kỳ vọng đều cao hơn. Chi phí vay mượn này đóng vai trò như một mức sàn đối với lãi suất bằng nội tệ, mà ta có thể gọi là lãi suất 'ngang bằng'. Tình trạng cạnh tranh không hoàn hảo trong khu vực ngân hàng và quy định dự trữ bắt buộc cao đối với tiền gửi có thể cùng phát huy tác dụng làm tăng lãi suất cho vay lên trên mức sàn này và gây sức ép đối với lãi suất tiền gửi.

Vấn đề của các nước đang phát triển
- Nội tệ mất giá và kỳ vọng mất giá
- Rủi ro quốc gia cao hơn
- "Sàn lãi suất" trong nước

Phí bù rủi ro đối với ăng suốt thời kỳ khủng hoảng, khan quả là mức sàn đối với lãi suất trong nước có xu hướng tăng lên vào những lúc nền kinh tế bước vào suy thoái, làm tình hình càng tệ hơn. Đổi lại, khi tài trợ nước ngoài dồi dào, phí bù rủi ro có xu hướng giảm và sự mất giá nội tệ gây sức ép vừa phải hay được thay thế bằng sự lên giá. Vì thế, lãi suất 'ngang bằng' có xu hướng giảm khi nền kinh tế mở rộng nhanh chóng.

Nguồn: Ocampo và đồng sự (2009)

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.
- Bài học gì cho Việt Nam?

28