

I. Câu hỏi chuẩn bị chương tài chính

Vai trò của tài chính đối với tăng trưởng và phát triển kinh tế (chuẩn bị thảo luận ở lớp)?

- Hãy cho biết nếu không phát triển tài chính thì sẽ không có tăng trưởng kinh tế ?
- Giải thích tại sao trong một thế giới không có thông tin và chi phí giao dịch, những trung gian tài chính sẽ không tồn tại ?
- Tìm hiểu sự toàn cầu hoá của thị trường vốn thế giới
- Hãy phân biệt hai vấn đề trong nền kinh tế đó là khủng hoảng tài chính và khủng hoảng kinh tế? Đồng thời cho biết các nguyên nhân và hậu quả của khủng hoảng tài chính?

II. Tóm lược một số cuộc khủng hoảng tài chính tiêu biểu

1. Con sốt hoa Tulip ở Hà Lan 1637

Charles de l'Écluse, một nhà thực vật học làm việc tại Đại học Leiden, đã trồng những củ hoa tulip đầu tiên vào khoảng năm 1593 tại vườn thực vật học Hortus Acedemicus. Các củ hoa tulip này có nguồn gốc từ Thổ Nhĩ Kỳ do Đại sứ của Hoàng đế Ferdinand I (Đế quốc La Mã Thần thánh) tại Thổ Nhĩ Kỳ cung cấp. Các giao dịch tương lai (futures) được thực hiện để đặt mua trước những bông hoa tulip vào cuối mùa thu hoạch bất chấp sắc lệnh cấm bán khống năm 1610 (được nhắc lại năm 1621, 1630, 1636).²⁵ Tuy nhiên, đến năm 1636, Hà Lan đã cho thành lập một dạng thị trường tương lai, cho phép bán trước các củ tulip trước mùa vụ. Dù vậy, các hợp đồng tương lai này không đòi hỏi phải ký quỹ và cũng không điều chỉnh theo giá thị trường (mark-to-market), và các hợp đồng được thực hiện một cách riêng lẻ giữa các cá nhân thay vì qua sàn giao dịch. Các nhà giao dịch gặp nhau tại quán rượu và người mua phải trả một khoản phí gọi là “wine money” 2,5% giá trị giao dịch, tối đa 3 florins một giao dịch. Năm 1634, các nhà đầu cơ bắt đầu tham gia thị trường. Năm 1635, một thương vụ bán 40 búp hoa tulip giá 100.000 florin. Ở thời điểm này 1 tấn bơ có giá 100 florin; lương của một lao động có kỹ năng 150 f/năm; 8 con heo béo có giá 240 florins. Năm 2002, 1 florin có sức mua tương đương khoảng 10 EUR.²⁶ Giá củ tulip tiếp tục tăng suốt năm 1636 và các hợp đồng giao dịch chỉ còn được trao đổi bằng miệng (wind trade) bởi vì không có một búp hoa tulip nào thực tế được trao tay.

Mackay (1841) mô tả hành vi của những nhà giao dịch là “điên loạn”. Điều gì đến cũng phải đến. Vào tháng 2 năm 1637, nhà giao dịch đã không thể tìm được người mua mới có thể sẵn sàng trả giá cao hơn cho những củ tulip của mình. Từ đây, nhu cầu hoa tulip hầu như không còn nữa, mức giá tulip giảm thảm hại và bong bóng đầu cơ nổ tung.

2. Khủng hoảng Công ty Nam Dương ở Anh 1720

Công ty Nam Dương là một công ty cổ phần của Anh Quốc được thành lập năm 1711 và được trao độc quyền giao thương với vùng thuộc địa Bắc Mỹ thuộc Tây Ban Nha (một phần của Hiệp ước trong chiến tranh với Tây Ban Nha). Đổi lại, Công ty phải gánh lấy khoản nợ phát sinh trong thời kỳ chiến tranh của chính phủ Anh. Do điều lệ của Ngân hàng Anh (Bank of England) quy định nó là ngân hàng cổ phần duy nhất. Cho nên Công ty Nam Dương được thành lập trên danh nghĩa là một công ty thương mại nhưng thực tế như một ngân hàng hoặc một công ty tài chính hoạt động để tài trợ cho các khoản nợ của chính phủ Anh. Công ty cho chính phủ vay 10 triệu bảng với lãi suất 6% và chính phủ sẽ trả lãi mãi mãi (perpetual annuity) £576,534/năm. Chính phủ nghĩ rằng họ có thể thanh toán được các khoản lãi này từ quyền đánh thuế lên các hàng hóa được mang về từ Nam Mỹ. Năm 1717, Công ty đón nhận thêm £2 triệu nợ công. Năm 1719, Công ty đề xuất kế hoạch đổi hơn một nửa nợ của chính phủ Anh (£30,981,712) lấy cổ phần mới, và một lời hứa rằng nợ sẽ chuyển sang lãi suất thấp hơn, 5% cho đến 1727 và 4% sau đó. Tổng nợ của chính phủ Anh năm 1719 là £50 triệu, trong đó riêng Công ty Nam Dương nắm giữ £11,7 triệu. Thông tin công ty được hưởng đặc quyền kinh doanh và khoản tín dụng £70 triệu, cùng lời đồn thổi về giá trị tiềm năng của Tân Thế giới, lại được hỗ trợ bởi làn sóng đầu cơ điên cuồng đã đẩy giá cổ phiếu tăng từ £128 vào tháng Giêng năm 1720, lên £175 vào tháng Hai, £330 vào tháng Ba, và sau khi kế hoạch được chấp nhận thì giá cổ phần của công ty đã lên đến £550 vào cuối tháng Năm. Năm 1720, Luật bong bóng (Bubble Act) được thông qua cấm các công ty cổ phần khác được thành lập đẩy giá cổ phiếu lên £890 vào đầu tháng Sáu, đến đầu tháng Tám giá lập đỉnh £1.000.

Thỏa thuận về châu Mỹ thất bại, cùng với sự cộng hưởng bởi nhiều yếu tố khác làm giá cổ phiếu giảm xuống còn £150 vào cuối tháng 9/1920. Sự sụp đổ này trùng hợp với sự sụp đổ của Kế hoạch Mississippi của John Law ở Pháp. Khi được hỏi về khả năng tiếp tục tăng giá cổ phiếu, Isaac Newton trả lời rằng "Tôi có thể tính toán được sự chuyển động của các vì sao, nhưng không thể tính được sự điên loạn của con người."²⁹ Theo cháu gái của Newton, Catherine Conduitt, Newton có thể đã thu lỗ khoảng £20.000.30 Con số này ước tính khoảng £3 triệu theo thời giá bây giờ.

3. Đại khủng hoảng ở Mỹ 1929

Đầu thế kỷ 20, kinh tế Mỹ đạt được tốc độ tăng trưởng cao. Rất nhiều người đầu tư vào thị trường cổ phiếu mà trong đó tiền vay chiếm một tỷ trọng rất lớn. Tháng 8/1929, tổng số nợ vay chứng khoán lên đến 8,5 tỷ USD, lớn hơn tổng lượng tiền lưu hành trong nền kinh tế. Hệ số P/E bình quân của các cổ phiếu thuộc chỉ số chứng khoán tổng hợp S&P lên đến 32,6 vào tháng 9/1929.

- Ngân hàng đã sử dụng một tỷ lệ lớn tiền gửi để mua cổ phiếu.
- Công chúng đổ xô đến ngân hàng rút tiền dẫn đến sụp đổ cả hệ thống tài chính. - Ngày thứ Năm đen tối (24/10/1929) và ngày thứ Ba đen tối (29/10/1929)
- Thông qua Glass-Steagall Act (The Banking Act of 1933-luật về ngân hàng của Mỹ): tách riêng hoạt động của ngân hàng thương mại và ngân hàng đầu tư.

4. Thỏa thuận Bretton Woods 1944 – 1971

Năm 1944 tại Bretton Woods, 44 nước thành viên thỏa thuận:

- Hoa Kỳ duy trì giá trị đồng USD ở mức \$35/1 ounce vàng (bản vị vàng). Hoa Kỳ sẵn sàng hoán đổi USD và vàng ở mức giá cố định này.
- Các nước khác cố định giá trị đồng tiền của mình với đồng USD với biên độ dao động 1%. Tất cả các nước thành viên can kết sẽ can thiệp vào thị trường ngoại hối để bảo vệ giá trị đồng tiền của mình.

- Các nước thành viên dùng USD làm ngoại tệ dự trữ. Trong khi đó, Hoa Kỳ giữ vàng.

*Sự sụp đổ của hệ thống Bretton Woods

- Từ nửa cuối thập niên 60, Hoa Kỳ bắt đầu có thâm hụt cán cân vãng lai ở mức cao và tiếp diễn năm này qua năm khác. Nói cách khác, Hoa Kỳ dùng đồng USD của mình để nhập siêu hàng hóa và dịch vụ từ nước ngoài.

- Các nước đối tác thương mại tích lũy USD và một số đổi USD lấy vàng.
- Cuối thập niên 60, nợ với mệnh giá USD của Hoa Kỳ đã vượt xa mức dự trữ vàng, tạo nên phỏng đoán rằng tỷ giá USD/vàng sẽ bị thay đổi.
- Đứng trước khả năng suy giảm niềm tin vào hệ thống bản vị vàng, Chính phủ Hoa Kỳ quyết định chấm dứt khả năng chuyển đổi thành vàng của USD vào tháng 8/1971 Thỏa thuận Smithsonian và việc thả nổi tỷ giá từ 1973

- Tháng 12/1971, IMF cố gắng thiết lập lại chế độ bản vị vàng với mức tỷ giá được nâng từ \$35/ounce lên \$38/ounce (tương đương mức phá giá 8,6% của đồng USD).

- Biên độ dao động tỷ giá hối đoái giữa đồng tiền của một nước thành viên với USD được tăng lên 2,25%. - Áp lực đối với USD vẫn tiếp diễn và tháng 2/1973 Hoa Kỳ buộc phải tăng tỷ giá USD-vàng lên \$42,22/ounce (tương đương mức phá giá 11,1%.)

- Tuy nhiên, đầu cơ (bán hoặc vay USD để mua vàng) vẫn không chấm dứt.
- Tháng 3/1973, các nước công nghiệp phát triển đều từ bỏ chế độ tỷ giá cố định và thả nổi đồng tiền của mình.

5. Khủng hoảng nợ các nước Châu Mỹ La tinh thập niên 1980

Trong thập niên 1970, các nước Mỹ la tinh vay một lượng lớn vốn từ bên ngoài để phát triển cơ sở hạ tầng.

- Nợ nước ngoài tăng từ 75 tỷ đô-la vào năm 1975 lên 315 tỷ đô-la vào năm 1983, bằng 50% GDP của các nước này.

- Phần nợ gốc và lãi vay phải trả năm 1982 lên đến 66 tỷ đô-la, tăng từ 12 tỷ đô-la năm 1975.
- Tháng 08/1982, Mexico tuyên bố không trả được nợ.
- Các ngân hàng không cho các nước Mỹ la linh gia hạn nợ hay quay vòng vốn vay
- Đồng tiền mất giá, lãi suất thực tăng.

- Hệ quả: các nước Mỹ la tinh bỏ chiến lược thay thế nhập khẩu

6. Ngày thứ Hai đen tối 1987

Ngày 19/10/1987 được xem là ngày thứ Hai đen tối khi thị trường chứng khoán trên toàn thế giới sụp đổ với sự sụp giảm mạnh giá chứng khoán chỉ trong thời gian ngắn. Vụ sụp đổ bắt đầu từ Hong Kong, sau đó lan sang châu Âu rồi tác động thị trường chứng khoán Hoa Kỳ. Chỉ số công nghiệp Dow Jones (DJIA) giảm 508 điểm, còn 1737,74 điểm (giảm 22,61%). Đây được xem là một trong những mức giảm mạnh nhất của chỉ số DJIA trong một ngày trên thị trường chứng khoán Hoa Kỳ. Các thị trường chứng khoán khác cũng không khá hơn. Vào cuối tháng 10, thị trường chứng khoán ở Hong Kong giảm 45,5%, Úc giảm 41,8%, Anh giảm 26,45%, Canada giảm 22,5%.

7. Khủng hoảng cơ chế tỷ giá châu Âu 1992 – 1993

Hệ thống tiền tệ châu Âu, 1979-1993

- Tháng 3/1979, Cộng đồng châu Âu (EC) thiết lập Hệ thống Tiền tệ châu Âu (EMS)
- Tỷ giá hối đoái của đồng tiền các nước thành viên được ổn định với biên độ dao động $\pm 2,25\%$ xung quanh mức trung tâm. Tỷ giá với các đồng tiền bên ngoài hệ thống được thả nổi. - Đồng Deutsche Mark (DM) của Đức trở thành đồng tiền “neo” của hệ thống (các nước duy trì tỷ giá cố định giữa đồng tiền của mình với DM) do lạm phát của Đức thấp và niềm tin của các nhà đầu tư vào Bundesbank, ngân hàng trung ương Đức.

- Hệ thống được duy trì với một số điều chỉnh trong giai đoạn 1979-1987 và không có điều chỉnh nào suốt từ 1987 đến 8/1992.

Khủng hoảng nổ ra

- Sau sự kiện thống nhất nước Đức vào năm 1990, thâm hụt ngân sách của nước này tăng lên nhanh chóng.

- Phản ứng lại chính sách ngân sách mở rộng, Bundesbank, vốn siêu độc lập, đã thắt chặt chính sách tiền tệ và đẩy lãi suất lên cao. - Các nước thành viên của EMS khác buộc phải tăng lãi suất để duy trì tỷ giá hối đoái, từ đó tạo ra tác động giảm phát vào đúng thời điểm mà nhiều nước EMS đang ở trong tình trạng suy thoái kinh tế. - Các nước thành viên EMS đứng trước 2 lựa chọn: Tăng lãi suất để duy trì tỷ giá cố định (lợi ích: duy trì uy tín của chính sách và niềm tin của nhà đầu tư; thiệt hại: tăng trưởng chậm và thất nghiệp tăng) hoặc Từ bỏ tỷ giá cố định (lợi ích: thoát khỏi suy thoái kinh tế; thiệt hại: từ bỏ hệ thống EMS và mất uy tín về chính sách.)

- Do xung đột về lợi ích và thiệt hại của việc duy trì EMS, các nhà đầu cơ nhận thấy cơ hội có thể tấn công đồng tiền của các nước thành viên.

- Tấn công đầu cơ xảy ra vào tháng 9 năm 1992. Anh và Ý quyết định rời bỏ EMS. Đến cuối năm 1993, biên độ dao động được tăng lên $\pm 15\%$.

8. Khủng hoảng ở Mexico 1994 – 1995

- Dòng vốn nước ngoài tăng đột ngột làm giá trị thực của đồng peso tăng 40% trong vòng 5 năm từ 1988 đến 1993.

- Thâm hụt cán cân thương mại từ mức 2,6% GDP vào giữa năm 1989 lên 5% vào năm 1993. Tăng trưởng kinh tế liên tục từ 5,1% năm 1990 xuống còn 3,6% năm 1992 và 2% năm 1993.

- Đến năm 1994: Dòng vốn nước ngoài chảy vào suy giảm; Nhiều khoản nợ nước ngoài đáo hạn vào năm 1995; Dự trữ ngoại tệ giảm dần để bù đắp thâm hụt cán cân thương mại; Ngân hàng trung ương quyết định là ngưng tác động của việc mất dự trữ bằng cách tăng tín dụng nội địa; Tháng 3/1994, tấn công đầu cơ xảy ra; Đồng peso sụp đổ vào cuối năm 1994.

9. Khủng hoảng Đông Á 1997 – 1998

Trước khủng hoảng

- Từ đầu thập niên 1990, tự do hóa tài chính được tiến hành với nhịp độ từ từ ở Đông Á. Mặc dù vậy, chính phủ vẫn can thiệp trong phân bổ tín dụng, dẫn tới tâm lý ỷ lại.

- Trong giai đoạn 1990-97, 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% tổng vốn.

- Tỷ giá hối đoái được cố định.

- Kết quả:

- + Tín dụng tăng trưởng cao, tỷ lệ nợ/vốn sở hữu của khu vực doanh nghiệp rất lớn, và bong bóng giá tài sản xuất hiện.
- + Tăng trưởng GDP cao: Giai đoạn 1990-96 của Thái Lan, Hàn Quốc, Indonesia và Malaysia đạt 8%.

Những mất cân đối vĩ mô 1997

- 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:
 - + tăng trưởng thương mại toàn cầu suy giảm;
 - + đồng yên mất giá và tỷ giá hối đoái thực hiệu dụng của các nước Đông Á lên giá
 - + lượng cầu và giá của các mặt hàng xuất khẩu, đặc biệt là điện tử, suy giảm.
- Thâm hụt vãng lai xuất hiện và được tài trợ chủ yếu bằng vay nợ ngắn hạn nước ngoài.
- Những yếu kém trong hệ thống tài chính (nợ khó đòi ngày càng lớn sau nhiều năm gia tăng tín dụng chỉ định).

Khủng hoảng nổ ra

- Những yếu kém trong hệ thống tài chính và mất cân đối vĩ mô khiến các nhà đầu tư tính tới khả năng các đồng nội tệ ở Đông Á có thể bị phá giá.
- Những hoạt động đầu cơ tiền tệ trong từ giữa năm 1996 tại Thái Lan khiến dự trữ ngoại tệ giảm một phần và lãi suất tăng lên. Lãi suất tăng làm giảm giá bất động sản, dẫn tới sự sụp đổ của nhiều công ty tài chính.
- 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.

- Khủng hoảng nhanh chóng lan ra Hàn Quốc, Malaysia và Indonesia

Khủng hoảng kép

- 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.

- Khi đồng nội tệ 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.

- Cả các nhà đầu tư 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.

10. Khủng hoảng ở Argentina 2001 – 2002

- Tỷ giá được cố định và nợ chính phủ tăng cao
- Khoản nợ chính phủ 155 tỷ USD không có khả năng chi trả
- Người dân đồng loạt rút tiền khỏi ngân hàng; chính phủ ra lệnh đóng băng tài khoản tiền gửi và đặt mức tối đa tiền được rút là 1000\$/tháng
- Nhiều ngân hàng và doanh nghiệp đứng trên bờ vực phá sản
- Cơ chế hội đồng tiền tệ được xóa bỏ; đồng peso bị phá giá từ 1 peso/USD lên 4 peso/USD
- Tăng trưởng kinh tế suy giảm làm các nhà đầu tư nước ngoài lo ngại về khả năng trả nợ của chính phủ Argentina
- Khủng hoảng nợ chính phủ và khủng hoảng tiền tệ đồng thời

- Chính phủ tìm nguồn tài trợ khác? Khủng hoảng Argentina 2001-02 so với khủng hoảng Đông Á 1997-98 - Khủng hoảng Đông Á: Yếu kém trong hệ thống ngân hàng tạo sức ép lên tỷ giá hối đoái và kỳ vọng chính phủ phải chi ngân sách lớn để cứu giúp.

- Khủng hoảng Argentina: Khó khăn ngân sách làm suy yếu ngân hàng khi chính phủ dùng dự trữ trong hệ thống ngân hàng để bù đắp cho thâm hụt ngân sách, đồng thời tạo sức ép lên tỷ giá hối đoái.

- Trong khi khủng hoảng Đông Á lây lan nhanh chóng, thì khủng hoảng Argentina được kiềm chế trong phạm vi của quốc gia này.

Nguyên nhân:

+ Khủng hoảng được thị trường dự đoán từ trước nên tác động đến các nước khác được giảm nhẹ.

+ Sau khủng hoảng 97-99, các nước đã thực hiện chính sách tài chính thận trọng hơn, giảm lạm phát, duy trì tỷ giá hối đoái linh hoạt, tăng dự trữ ngoại tệ và giảm nợ ngắn hạn.

11. Khủng hoảng tài chính ở Mỹ 2007 – 2009

Khủng hoảng tài chính ở Mỹ có nguồn gốc là các khoản nợ nhà đất dưới chuẩn (subprime).

Nguyên nhân:

- Fed duy trì lãi suất thấp
- Các cách tân tài chính
- Hệ thống giám sát bị buông lỏng
- Đánh giá tín nhiệm thiếu tin cậy
- Tâm lý: giá nhà đất luôn tăng, vay sẽ có lời

Yếu tố châm ngòi:

- Fed thắt chặt tiền tệ
- Thị trường nhà ở xấu đi

Vấn đề tín dụng, thanh khoản và vốn

Sự suy yếu của thị trường nhà ở năm 2006 tạo ra trục trặc về “tín dụng”: Các nhà đầu tư đánh giá lại rủi ro liên quan đến các khoản cho vay và chứng khoán bất động sản dưới chuẩn và do vậy đẩy giá của các chứng khoán này xuống. Trục trặc “tín dụng” nhanh chóng chuyển thành trục trặc “thanh khoản”: Các tổ chức tài chính trở nên rất thận trọng và không muốn cho nhau vay vì lo ngại về rủi ro không trả nợ của bên kia. Các tổ chức tài chính không biết ai đang chịu nhiều rủi ro liên quan tới chứng khoán dưới chuẩn. Và sau cùng thì trục trặc về “vốn” xuất hiện: Các tổ chức tài chính buộc phải xóa một lượng vốn chủ sở hữu lớn của mình để bù đắp cho các khoản thua lỗ do giá trị tài sản giảm xuống: các khoản đầu tư ngoại bảng trước đây được đưa vào bảng cân đối kế toán; tiếp thêm vốn cho các quỹ đầu tư thị trường tiền tệ ngắn hạn để ngăn các quỹ này “mất giá trị tài sản ròng”; mất vốn trực tiếp khi phải điều chỉnh giá trị các khoản đầu tư trên bảng cân đối kế toán theo giá thị trường.

Tại sao không ai cảnh báo trước?

Paul Krugman trong bài viết “These days” tháng 8 năm 2005, đã cảnh báo thị trường cho vay dưới chuẩn là một vấn đề lớn của nước Mỹ, khi bùng nổ nó sẽ gây ra một cuộc khủng hoảng tài chính nghiêm trọng. Nouriel Roubini, giáo sư tại Stern School of Business of New York University, trong buổi hội thảo tại IMF ngày 7/9/2006, cảnh báo khả năng khủng hoảng trước mắt, nhưng đáp lại ông là những lời trêu đùa. Các lời cảnh báo trên đến trong khi thế giới đang ngập tràn hứng khởi vì triển vọng khả quan của thị trường tài chính.