

Khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008

Có thật sự bất ngờ và khác biệt

ThS. NGUYỄN KHẮC QUỐC BẢO

Đại học Kinh Tế TP.HCM

“Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008, xuất phát từ sự sụp đổ của thị trường cho vay cầm cố thế chấp và các khoản nợ dưới chuẩn của Mỹ trong năm 2007 có thực sự là một hiện tượng bất ngờ và hoàn toàn khác biệt so với những cuộc khủng hoảng tài chính trước đây trong lịch sử hay không? Để trả lời cho câu hỏi trên, M.Reinhart và S.Rogoff (2008) đã thực hiện một số nghiên cứu và phát hiện ra rằng có tới 18 cuộc khủng hoảng ngân hàng trong thời kì đầu sau chiến tranh thế giới lần thứ hai ở những nước phát triển có sự tương đồng với cuộc khủng hoảng nợ dưới chuẩn ở Mỹ vừa qua cả về mức độ lẫn bản chất: sự thổi phồng giá trị chứng khoán và giá nhà đất, đồ thị tăng trưởng hình chữ V khi nền kinh tế tăng trưởng chậm lại trong “đêm trước” của cuộc khủng hoảng, sự tăng vọt trong nợ công và thâm hụt cán cân tài khoản vãng lai một cách trầm trọng. Thế nhưng tất cả những dấu hiệu tiền khủng hoảng được báo trước này đều bị bỏ qua hoặc được giải thích bằng những lập luận hết sức lạc quan để rồi sự thật là nước Mỹ và cả thế giới sau đó đã phải trải qua một cơn bão khủng hoảng tồi tệ và giai đoạn suy thoái kinh tế hiện nay, được xem là trầm trọng nhất kể từ sau cơn Đại suy thoái.

TẠP CHÍ Công nghệ ngân hàng

Tôi đồng ý đặt mua Tạp chí Công nghệ Ngân hàng

- | | | |
|--|------------|-----------------|
| <input type="checkbox"/> 6 kỳ (có số Xuân) | (95.000đ) | X cuốn/kỳ |
| <input type="checkbox"/> 6 kỳ (không có số Xuân) | (90.000đ) | X cuốn/kỳ |
| <input type="checkbox"/> 12 kỳ | (185.000đ) | X cuốn/kỳ |

Từ tháng:/200..... đến tháng:/200.....

PHÁT HÀNH MỖI THÁNG 1 KỶ
(Từ tháng 9/2007)

Họ tên :

Chức vụ :

Công ty :

Địa chỉ :

Điện thoại :

Email :

Ngày tháng..... năm 200.....

HƯỚNG DẪN ĐĂNG KÝ:

Cách 1: Đăng ký trực tiếp tại tòa soạn.

Cách 2: Bạn đọc điền đầy đủ thông tin vào phiếu đặt báo và gửi đến tòa soạn.

Tiền đăng ký vui lòng gửi đến tòa soạn qua:

- Đường bưu điện (dịch vụ chuyển tiền tại các bưu cục).
- Chuyển khoản.

CTK: Trường Đại học Ngân hàng Thành phố Hồ Chí Minh
STK: 10201000080992

NH: Số giao dịch II Ngân hàng Công thương TP.HCM

Cách 3: Đăng ký tại các bưu cục

Giới thiệu

M.Reinhart và S. Rogoff (2008) đã thực hiện một số các nghiên cứu để so sánh khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008 mà chủ yếu là từ cuộc khủng hoảng Mỹ với tất cả 18 cuộc khủng hoảng tài chính – ngân hàng trong thời kì đầu sau Chiến tranh Thế giới lần thứ hai ở những nước phát triển. Dựa trên những nghiên cứu kinh điển về khủng hoảng tài chính, các tiêu chí so sánh bao gồm: giá trị tài sản, tăng trưởng kinh tế thực, nợ công và thâm hụt cán cân tài khoản vãng lai. Các cuộc khủng hoảng trước đây được nhận diện bởi Kaminsky và Reinhart (1999), Gerard Caprio (2005) và Andrew Mullineux (1990). Những cuộc khủng hoảng này bao gồm :

- **Năm cuộc khủng hoảng lớn (The Big Five):** Tây Ban Nha (1977), Na Uy (1987), Phần Lan (1991), Thụy Điển (1991) và Nhật (1992), năm bắt đầu khủng hoảng ở trong ngoặc đơn.

- **Những cuộc khủng hoảng tài chính – ngân hàng khác:** Úc (1989), Canada (1983), Đan Mạch (1987), Pháp (1994), Đức (1977), Hy Lạp (1991), Iceland (1985), Ý (1990), NewZealand (1987), Anh (1973,1991, 1995), và Mỹ (1984).

Cả năm cuộc khủng hoảng lớn đều là những cuộc khủng hoảng tài chính quy mô lớn và kéo dài, kèm theo nó là sự giảm sút nghiêm trọng của hoạt động kinh tế trong một thời gian rất lâu sau đó. Khủng hoảng Nhật (1992) chẳng hạn là khởi đầu cho một “thập niên mất mát”, những cuộc khủng hoảng còn lại cũng để lại những hậu quả tồi tệ không kém. Những cuộc khủng hoảng tài chính còn lại ở mức độ ít nghiêm trọng hơn. Khủng hoảng Mỹ (1984) là khủng hoảng tiết kiệm và cho vay. Một số còn lại có mức độ tương đối nhỏ, ví dụ như khủng hoảng ngân hàng đầu tư Barings (1995) ở Anh quốc hay khủng hoảng cứu trợ tín dụng Lyonnaise ở Pháp.

Những cuộc khủng hoảng được đem ra so sánh này là một phần của khủng hoảng tiền tệ và khủng hoảng nợ, đã cho thấy có một sự tương đồng đáng ngạc nhiên về mức độ cũng như bản chất so với khủng hoảng Mỹ thông qua những chỉ số khủng hoảng tài chính chuẩn. Có thể nêu ra một số ví dụ, theo nghiên cứu của Graciela L. Kaminsky và Carmen M. Reinhart (1999) thì chỉ số chứng khoán và giá nhà đất là những cảnh báo tốt nhất cho khủng hoảng ở các nước có dòng vốn chảy vào lớn. Thực tế cho thấy những chỉ số này trong trường hợp khủng hoảng Mỹ rất gần với mức trung bình của 18 cuộc khủng hoảng sau Chiến tranh Thế giới ở các nước công nghiệp. Một dấu hiệu tương đồng khác là đồ thị tăng trưởng có dạng hình chữ V đảo ngược trong những năm trước khủng hoảng của Mỹ cũng giống với các quốc gia khủng hoảng khác. Tuy nhiên, trên một phương diện khác thì mặc dù có một mối quan ngại to lớn về hậu quả của những đợt cắt giảm thuế vào những năm đầu của thập niên này lên nợ quốc

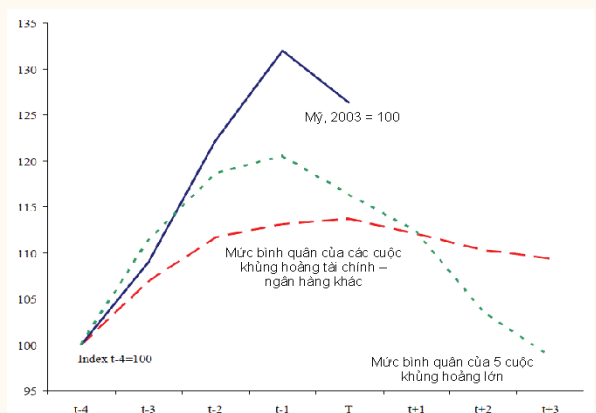


gia thì sự tăng lên đáng kể của nợ công ở Mỹ thực tế vẫn thấp hơn mức trung bình của các cuộc khủng hoảng trước. Nhưng ngược lại, mức thâm hụt cán cân tài khoản vãng lai của Mỹ lại cao hơn đáng kể.

Vấn đề được đặt ra từ việc so sánh này là nếu cuộc khủng hoảng ở Mỹ cho thấy có một sự tương đồng đáng kể với những cuộc khủng hoảng đã từng xảy ra trước đó thì nền kinh tế Mỹ sẽ phục hồi như thế nào? Những tiền lệ trước đây cho thấy hậu quả mà các nước phải gánh chịu sau khủng hoảng là khá nghiêm trọng và phụ thuộc rất lớn vào mức độ ban đầu của những tổn thương đối với hệ thống tài chính và phản ứng chính sách từ phía Chính phủ. Mức sụt giảm trung bình của các nước trong tăng trưởng kinh tế là hơn 2% và con số này đòi hỏi một thời gian là 2 năm để phục hồi. Tệ hại hơn là 5 trường hợp khủng hoảng trầm trọng nhất (bao gồm Phần Lan, Nhật, Na Uy, Tây Ban Nha và Thụy Điển) phải chịu sự giảm sút tăng trưởng GDP hàng năm tới hơn 5% và ba năm sau đó tốc độ tăng trưởng kinh tế của các nước này vẫn dưới mức bình quân. Vậy lần này nước Mỹ sẽ nằm ở đâu trong những lần ranh đó?

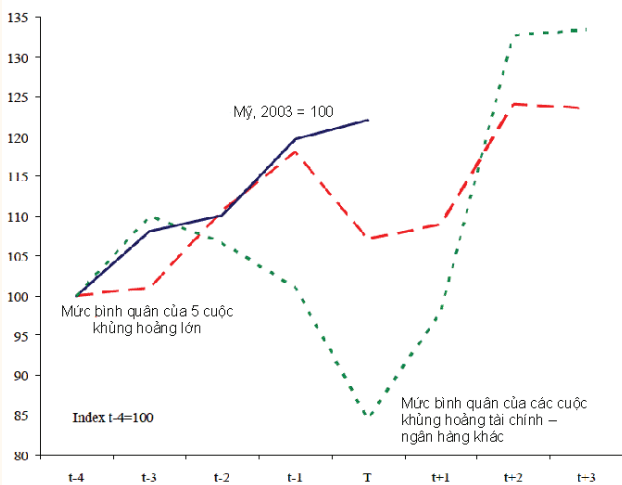
Những dấu hiệu tiền khủng hoảng được báo trước

Hình 1: Giá nhà đất và khủng hoảng tài chính



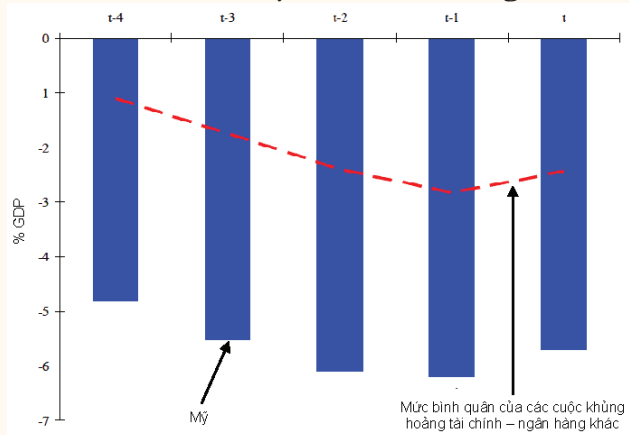
Hình 1 sẽ cho thấy sự gia tăng đột biến của giá nhà đất. Thời điểm T trong hình đại diện cho năm khởi đầu của khủng hoảng tài chính. Theo quy ước đó, giai đoạn T-4 là 4 năm trước khủng hoảng. Chúng ta thấy đồ thị giá nhà trong mỗi trường hợp đều tiếp tục tăng đến giai đoạn T-3 và khủng hoảng Mỹ cũng không nằm ngoài số phận đó. Đồ thị đã khẳng định lại những gì đã được nghiên cứu, cho thấy rằng một sự tăng đáng kể trong giá nhà là dấu hiệu báo trước của khủng hoảng tài chính. Điều đáng nói là sự gia tăng giá nhà đất ở Mỹ lần này đều vượt xa 5 cuộc khủng hoảng lớn.

Hình 2: Giá trị thực của tài sản và khủng hoảng tài chính



Tốc độ tăng trưởng của chỉ số giá cả thị trường vốn (đối với Mỹ là chỉ số S&P 500) được minh họa trong **hình 2**. Một lần nữa, những số liệu này cho thấy khủng hoảng ở Mỹ là một cuộc khủng hoảng điển hình. Năm cuộc khủng hoảng lớn trước đây có cùng một xu hướng trải qua thời kỳ sụt giảm giá cổ phiếu tồi tệ hơn cuộc khủng hoảng Mỹ. Lý giải cho điều này có thể là vì Cục dự trữ liên bang Mỹ (FED) đã bơm một số tiền khổng lồ để chống đỡ cho thị trường trong giai đoạn đầu của cuộc khủng hoảng.

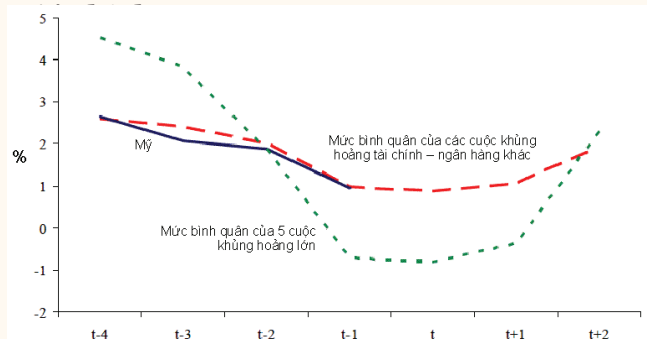
Hình 3: Thâm hụt tài khoản vãng lai/GDP



Nếu so sánh mức độ thâm hụt tài khoản vãng lai trên GDP ở Mỹ trước khủng hoảng với các quốc gia khủng hoảng trước đây (**hình 3**) thì một

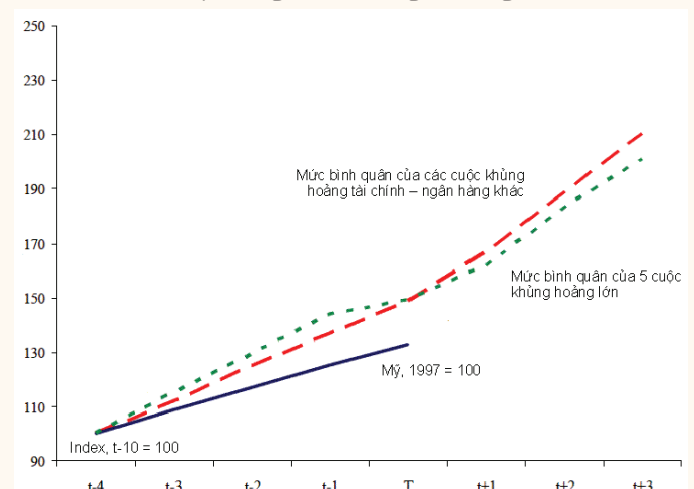
lần nữa, những gì vừa xảy ra ở Mỹ là điển hình cho khủng hoảng tài chính – ngân hàng, với dòng vốn chảy vào tăng chóng mặt trong giai đoạn “đêm trước” khủng hoảng. Thậm chí, thâm hụt tài khoản vãng lai ở Mỹ còn trầm trọng hơn, vượt mức 6% GDP.

Hình 4: Tăng trưởng GDP và khủng hoảng



Tăng trưởng GDP thực trên đầu người (theo Ngang giá sức mua PPP) trong giai đoạn đầu của cuộc khủng hoảng được mô tả trong **hình 4**. Khủng hoảng tài chính ở Mỹ cho thấy một sự tương đồng như những gì đã diễn ra ở những cuộc khủng hoảng trước: dạng đồ thị hình chữ V. Động lực tăng trưởng ngày càng giảm sút khi tiến gần đến khủng hoảng thực sự và sẽ ở mức thấp trong hai năm sau đó. Trong 5 cuộc khủng hoảng lớn, cú sốc tăng trưởng nghiêm trọng hơn và kéo dài hơn đáng kể so với mức trung bình của tất cả các cuộc khủng hoảng. Tất nhiên, điều này có nghĩa là những hậu quả đối với tăng trưởng kinh tế sẽ nhẹ nhàng hơn trong những trường hợp khủng hoảng nhẹ hơn, đây là điểm đáng lạc quan cho nền kinh tế Mỹ khi đồ thị GDP của quốc gia này cho thấy một sự giảm gần với những cuộc khủng hoảng nhẹ trước đây.

Hình 5: Nợ công và khủng hoảng tài chính



Hình số 5 cho thấy nợ công so với của GDP. Nợ công tăng lên gần với mức chung của những cuộc khủng hoảng sau chiến tranh thế giới. Đáng chú ý là nợ công của Mỹ tăng chậm hơn nhiều so với 5 cuộc khủng hoảng lớn. Tuy nhiên, nếu kết hợp sự tăng lên nhanh chóng của nợ tư ở Mỹ vào

thước đo này thì phép so sánh của chúng ta sẽ giảm hẳn tính phù hợp.

Tại sao những dấu hiệu này đều bị bỏ qua?

Câu trả lời là sự cố tình hợp lý hóa những dấu hiệu đáng lo ngại cảnh báo trước cho khủng hoảng tài chính ở Mỹ được các nhà phân tích lạc quan nêu ra trước đó. Lúc bấy giờ, nhiều người cho rằng sự tăng lên đáng kể trong giá nhà ở Mỹ không hoàn toàn là hiện tượng bong bóng tài sản mà được xem là kết quả của sự đổi mới về tài chính (ám chỉ hoạt động cho vay cầm cố dưới chuẩn) cũng như của dòng vốn chảy vào mạnh mẽ từ châu Á và của những nước xuất khẩu dầu. Sự tăng đột biến của giá chứng khoán cũng được xem là bền vững với lời giải thích tương tự là nhờ tăng trưởng trong năng suất lao động ở Mỹ, nhờ rủi ro được hạn chế cùng với sự điều hòa đáng kể đối với những biến động kinh tế vĩ mô. Còn đối với hiện tượng cán cân tài khoản vãng lai bị thâm hụt ở mức khổng lồ, lúc đỉnh điểm chiếm hơn 2/3 tổng thặng dư tài khoản vãng lai của toàn thế giới, nhiều nhà phân tích cũng cho rằng chẳng có gì đáng lo ngại, chẳng qua đó chỉ là sự điều chỉnh của những yếu tố mới trong nền kinh tế thế giới. Thậm chí nhiều người mạnh dạn lập luận rằng dựa vào một nền kinh tế linh hoạt và tiến bộ vượt bậc trong công nghệ, nước Mỹ sẽ có được sự tăng trưởng năng suất lao động vượt trội kéo dài hàng thập kỷ, trong khi nguồn tri thức vô tận mà người Mỹ tích lũy được đồng nghĩa với một tỷ suất sinh lợi cao hơn từ những khoản đầu tư vào tài sản thực và đầu tư tài chính ở Mỹ so với bất kỳ một quốc gia nào khác.

Tuy nhiên đây mới là sự thật, từ mùa hè năm 2007, nước Mỹ bắt đầu trải qua thời kỳ giảm sút đáng kể trong giá trị các tài sản khiến cho rủi ro tăng cao trong khi tỷ suất sinh lợi của các khoản đầu tư lại bị sụt giảm. Giá nhà đất giảm dẫn đến rủi ro vỡ nợ tăng lên, đặc biệt là đối với những người đi vay bị xếp hạng tín dụng thấp. Không dừng lại ở đó, hậu quả của những sự vỡ nợ này càng bị khuếch đại lên bởi những nghĩa vụ nợ tích lũy (CDO) được giao dịch một cách chồng chéo và phức tạp. Những đổi mới tài chính, những sản phẩm tài chính hiện đại lại là những công cụ đặc biệt không minh bạch và thiếu tính thanh khoản khi đối mặt với sự sụt giảm giá nhà. Hậu quả cuối cùng là điều tồi tệ nhất đã xảy ra, mọi người đều muốn lấy lại tiền của mình, hệ thống ngân hàng nhanh chóng mất tính thanh khoản và hệ thống tài chính bắt đầu đổ vỡ.

Kết luận

Tolstoy đã bắt đầu cuốn tiểu thuyết cổ điển *Anna Karenina* của mình bằng một câu nổi tiếng “Mọi gia đình hạnh phúc đều giống nhau, nhưng mọi gia đình bất hạnh đều bất hạnh theo cách riêng của nó”. Không có gì phải nghi ngờ rằng mỗi cuộc khủng hoảng tài chính đều không hoàn toàn giống nhau nhưng chúng chia sẻ với nhau những điểm tương đồng đáng ngạc nhiên, hiện tượng bong bóng

của giá tài sản, sự gia tăng nhanh chóng của nợ, sự tương đồng trong diễn biến của tăng trưởng và thâm hụt cán cân tài khoản vãng lai. Có thể nước Mỹ là một dạng khác của gia đình hạnh phúc bởi vì phần lớn những cuộc khủng hoảng trong lịch sử đều bắt đầu bởi sự tự do hóa tài chính (Kaminsky và Reinhart, 1999) nhưng trong trường hợp của Mỹ, không có một sự tự do hóa đáng chú ý nào về mặt luật pháp, chỉ có những sự tự do hóa dưới dạng luật bất thành văn. Những định chế tài chính mới, chưa được đưa vào luật hay chỉ được nhắc đến một cách sơ sài đang dần đóng vai trò to lớn hơn trong hệ thống tài chính. Những định chế mới này cộng với những tiến bộ kỹ thuật hiện đại giúp tiết kiệm chi phí giao dịch và cho ra đời nhiều công cụ tài chính phức tạp đã từng góp phần thúc đẩy sự phát triển nhảy vọt của thị trường tài chính Mỹ. Nhưng ngược lại, giống như một con dao hai lưỡi, nó lại khuếch đại mức độ nhạy cảm của hệ thống tài chính trước những cú sốc kinh tế, như giá nhà đất chững hạn, gây ra một cuộc khủng hoảng tồi tệ với những hậu quả nặng nề nhất kể từ sau Chiến tranh Thế giới lần thứ 2.

Những mối tương quan được nêu ra ở những đồ thị trên không nhất thiết phải là mối quan hệ nhân quả nhưng nếu chúng ta kết hợp tất cả các mối tương đồng này lại thì có thể kết luận được rằng nếu nước Mỹ không trải qua một thời kỳ suy giảm tăng trưởng đáng kể và kéo dài thì có thể nói rằng hoặc là nước Mỹ rất may mắn hoặc nước Mỹ rất “đặc biệt” giống như những phân tích lạc quan được vẽ ra trong thời kỳ tiền khủng hoảng được nêu ở trên. Thậm chí, với mức độ nghiêm trọng của hầu hết những chỉ số dự báo khủng hoảng trong giai đoạn đầu của cuộc khủng hoảng thì nước Mỹ nên tự hiểu rằng họ cũng đã rất may mắn nếu thời kỳ suy thoái kết thúc tương đối sớm và tương đối dễ thở ■

Tài liệu tham khảo

1. Nguyễn Khắc Quốc Bảo, “Khủng hoảng tài chính ở Mỹ đã xảy ra như thế nào?”, *Tạp chí phát triển kinh tế số 203, tháng 09 năm 2007.*
2. Carmen M. Reinhart và Kenneth S. Rogoff, “This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises”, 16/04/2008.
3. Carmen M. Reinhart và Kenneth S. Rogoff, “The Aftermath of Financial Crises”, 19/12/2008.
4. Carmen M. Reinhart, “Reflections on the International Dimensions and Policy Lessons of the U.S. Subprime Crisis”, 06/03/2008.
5. Reinhart, Carmen và Felton, Andrew, “The First Global Financial Crisis of the 21st Century”. 07/2008.
6. Carmen M. Reinhart và Kenneth S. Rogoff, “Is the 2007 U.S. sub-prime financial crisis so different? An international historical comparison”.
7. Atif Mian và Amir Sufi, “The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the 2007 Mortgage Default Crisis”, 01/2008.
8. Michel G. Crouhy, Robert A. Jarrow and Stuart M. Turnbull, “The Subprime Credit Crisis of 2007”, 04/2008.