

HIỆU QUẢ CỦA CÁC MÔ HÌNH DỰ BÁO KINH TẾ: VÌ SAO CUỘC KHỦNG HOẢNG 2007-2008 ĐÃ KHÔNG TRÁNH ĐƯỢC?

Nguyễn Tấn Thắng¹

Hypothetical questions get hypothetical answers

Joan Baez

Trong thế kỷ 19 và 20, nhân loại đã chứng kiến rất nhiều cuộc khủng hoảng kinh tế-tài chính và càng về sau thì tần số xuất hiện ngày càng nhanh hơn. Không kể cuộc khủng hoảng hoa tulips đầu tiên tại Hà Lan 1637, Dominique Plihon (2008) phân biệt bốn đợt khủng hoảng tài chính theo từng giai đoạn: thời bản vị vàng (thế kỷ 19 đến 1914), thời giữa hai cuộc Đại Thế Chiến (1914 – 1944), thời Bretton Woods (1944 – 1971), và thời hậu Bretton Wood (từ 1971 đến nay). Ở tầm cỡ thế giới, tần suất khủng hoảng đến thường hơn từ thời hậu Bretton Wood, và đặc biệt là từ thập niên 1990 nhiều cuộc khủng hoảng đã xảy ra như: khủng hoảng tài chính và tiền tệ 1987, sụp đổ hệ thống tiền tệ châu Âu 1992-93, sụp đổ của đồng peso Mexico 1994-95, khủng hoảng châu Á 1997-98, khủng hoảng tài chính đến từ đầu tư high-tech 2001, và khủng hoảng tín dụng Mỹ 2007 – 2008. Theo báo cáo của Quỹ Tiền tệ Quốc tế tháng 11/2008, giai đoạn từ 1970-2007 đã có 42 cuộc khủng hoảng ngân hàng nghiêm trọng mang tính hệ thống xảy ra trên 37 quốc gia. Sau mỗi cuộc khủng hoảng, nhiều bài học đã được rút ra, nhiều lý thuyết và mô hình đã được phát triển bởi các chuyên gia, giáo sư danh tiếng ở các đại học lớn dưới sự trợ giúp của công nghệ máy tính tiên tiến nhằm giải thích sự hình thành cũng như đề ra các biện pháp dự báo và ngăn ngừa khủng hoảng. Tuy nhiên, không những khủng hoảng vẫn tiếp tục xảy ra, mà ảnh hưởng của chúng ngày càng lớn. Đặc biệt là lần khủng hoảng

mới này đã xảy ra với mức độ cực kỳ nghiêm trọng. Trong khi đa số các nhà kinh tế chú trọng vào việc giải thích nguyên nhân và tìm ra những biện pháp chính sách phù hợp, thì bài viết này quan tâm đến câu hỏi không kém phần quan trọng: ngành nghiên cứu dự báo khủng hoảng rất chuyên nghiệp như thế, vì sao cuộc khủng hoảng 2008 đã không tránh được? Trả lời cho câu hỏi này trong khuôn khổ một bài viết ngắn thật không đơn giản. Vì thế tác giả không có tham vọng trình bày khía cạnh toán học của các mô hình dự báo ở đây mà mong muốn giới thiệu một cách cô đọng để chúng ta có cái nhìn tổng thể, có hệ thống những đặc điểm của các mô hình cảnh báo ngày nay, để từ đó nhận dạng nguyên nhân vì sao cuộc khủng hoảng vẫn xảy ra.

1. Các mô hình dự báo: kỹ thuật phức tạp không đồng nghĩa với hiệu quả cao

Hệ quả nghiêm trọng của mỗi lần khủng hoảng đã cho ra đời nhiều nghiên cứu mang tính lý thuyết cũng như thực tiễn về dự báo khủng hoảng tài chính kinh tế khá đa dạng. Không kể đến các mô hình đánh giá tác động của khủng hoảng đến tăng trưởng (Aghion, Bacchetta, và Banerjee, 2001), và tìm về ý nghĩa chính sách (Rogoff, 1999) - một mảng vô cùng rộng lớn - các mô hình dự báo hiện nay là kết quả của

¹ Công ty chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh

những công trình nghiên cứu đã bắt đầu từ hơn 40 năm nay.

1.1. Phát triển đa dạng và kỹ thuật phức tạp:

Khủng hoảng tài chính – kinh tế là một cụm từ chung chung để diễn tả ý rằng cuộc khủng hoảng kinh tế ấy xuất phát từ lĩnh vực tài chính. Trên thực tế, khủng hoảng tài chính – kinh tế là những cuộc khủng hoảng cụ thể mà người ta phải/có thể nhận dạng được để dự báo chính xác hơn. Mỗi loại khủng hoảng khác nhau về định nghĩa, khoảng thời gian dự báo, cách thức lựa chọn các chỉ số, phương pháp thống kê và kinh tế lượng trong dự báo. Nói một cách hệ thống, có 3 loại khủng hoảng tài chính chính: khủng hoảng tiền tệ, khủng hoảng hệ thống ngân hàng, và khủng hoảng nợ.

- *Khủng hoảng tiền tệ*: là tình trạng giá trị đồng tiền hoặc lượng dự trữ ngoại hối của một quốc gia bị giảm mạnh. Điều này làm cho tỷ giá hối đoái không ổn định, một đơn vị tiền tệ không còn đổi được đúng số lượng những đồng ngoại tệ khác như trước đây, và cuối cùng sẽ gây ảnh hưởng xấu đến nền kinh tế. Eichengreen, Rose, và Wyplosz (1995, 1996) đã xây dựng một chỉ số về sự thay đổi theo trọng số giữa tỷ giá hối đoái danh nghĩa, dự trữ ngoại tệ, và lãi suất. Theo đó, đồng tiền của một nước sẽ chịu áp lực phá giá nếu giá trị chỉ số trên vượt quá mức cho phép. Thực tế không có một con số thống nhất hay cố định mà ở mỗi thời kỳ khủng hoảng những con số này sẽ thay đổi và khác nhau và thông thường, mức cho phép là khoảng 1.5 hay 2 độ lệch chuẩn so với trung bình của mẫu xem xét.

- *Khủng hoảng ngân hàng*: Định nghĩa về khủng hoảng ngân hàng thường rất khác nhau giữa các mô hình. Caprio and Klingebiel (1996) cho rằng nếu vốn của hệ thống ngân hàng trong một nước bị xói mòn và chi phí chống khủng hoảng quá cao thì xác suất khủng hoảng là rất cao. Còn

theo Lindgren, Garcia and Saal (1996), khi hàng loạt ngân hàng vỡ nợ, các công ty tài chính sụp đổ và phải cần đến sự can thiệp của chính phủ thì quốc gia đó mới thực sự lâm vào khủng hoảng ngân hàng. Dermirgüç-Kunt and Detragiache (1998) thì định nghĩa rằng khủng hoảng ngân hàng xảy ra khi tỷ lệ nợ xấu trên tổng nợ vượt hơn 10% hoặc chi phí để giải cứu lớn hơn 2% GDP.

- *Khủng hoảng nợ*: Nhìn chung khủng hoảng nợ là tình trạng tỷ lệ nợ quá hạn hoặc tình trạng giảm, giãn nợ tăng cao trên diện rộng. Tuy nhiên, ở đây cũng vậy, mỗi nhóm nghiên cứu cũng có định nghĩa riêng, có nhóm chỉ dựa vào một sự kiện nào đó, có nhóm phải dựa vào một loạt các sự kiện khác nhau. Ví dụ như Berg and Sachs (1988), Lee (1991) cho rằng khủng hoảng nợ xảy ra khi tình trạng giãn hoặc giảm nợ phổ biến. Trong khi đó McFadden *et al.* (1985) và Hajivassiliou (1989, 1994) phải dựa vào ba sự kiện như tình trạng giãn nợ, nợ quá hạn, và sự trợ giúp của Quỹ Tiền Tệ Quốc Tế (IMF) ngày càng tăng mới có thể kết luận về khả năng xảy ra khủng hoảng.

Do tính đa dạng của các loại khủng hoảng tài chính nên có nhiều mô hình dự báo khác nhau, mỗi mô hình dành cho một thể loại. Tuy nhiên dù đa dạng, việc xây dựng các mô hình hệ thống dự báo đều dựa trên một số nguyên tắc chính: xuất phát từ định nghĩa, tức tiêu chí cụ thể về loại hình khủng hoảng mà chúng ta muốn cảnh báo, và dùng các chỉ tiêu kinh tế để xây dựng hệ thống “chuông” cảnh báo:

Kỹ thuật theo dõi và cảnh báo đã được phát triển từ hơn 40 năm nay. Chúng đa dạng và áp dụng toán học khá phức tạp. Người ta có thể chia ra hai phương pháp chính để theo dõi và cảnh báo là phương pháp tham số và phi tham số. Phương pháp tham số dựa trên cơ sở thống kê phân tích, có thể dùng phân tích biệt số (discriminant) hoặc sử dụng mô

hình định tính kiểu “logit” hay “probit” để ước lượng xác suất xảy ra khủng hoảng. Các biến giải thích có thể là định tính hay định lượng và mang giá trị bất kỳ, trong khi đó kết quả của mô hình sẽ là 0 hay 1, nghĩa là khả năng xảy ra hoặc không xảy ra của một sự kiện nào đó. Trong phương pháp tham số còn có 4 nhóm chính: hệ thống đánh giá cho điểm ngân hàng (supervisory bank rating systems), hệ thống phân tích các nhóm tương đồng và các tỷ số tài chính (financial ratio and peer group analysis system), hệ thống đánh giá một cách toàn diện rủi ro ngân hàng (comprehensive bank risk assessment system), phương pháp cảnh báo sớm có khủng hoảng (Early Warning System). Các phương pháp này được sử dụng khá rộng rãi, phát triển qua nhiều thế hệ, mỗi một thế hệ mô hình sau lại được nâng cấp lên so với thế hệ trước (xem phụ lục 1).

Trong khi đó phương pháp phi tham số (trait recognition analysis, TRA, hay còn gọi là trait recognition model, TRM) không sử dụng giả thuyết thống kê như mô hình tham số mà xây dựng những chỉ số kinh tế với các mức giới hạn cho phép. Khi những chỉ số này vượt khỏi giới hạn thì chúng trở thành tín hiệu cảnh báo. Các tác giả điển hình của những mô hình này là Kaminsky và Reinhart (1999), và Kaminsky, Lizondo và Reinhart (1998).

Ngoài ra, phương pháp cảnh báo trên cũng được chia ra làm hai cấp: mức độ vi mô áp dụng cho việc cảnh báo những khó khăn của ngân hàng; mức độ vĩ mô áp dụng cho việc cảnh báo rủi ro quốc gia. Cả hai loại mô hình trên (tham số và phi tham số) chỉ khác nhau về phương pháp, chúng đều sử dụng cùng loại thông tin là các chỉ số kinh tế. Cụ thể:

➤ Đánh giá và cảnh báo rủi ro quốc gia. Các mô hình này sử dụng các chỉ số vĩ mô mà chúng ta có thể chia ra làm 3 nhóm như:

- Các yếu tố cơ bản (fundamental factors): Các chỉ số vĩ mô được sử dụng làm dấu hiệu cảnh báo chung gồm có: tỷ lệ dự trữ

ngoại hối, nợ nước ngoài, tỷ giá hối đoái thực, mức tăng trưởng tín dụng nội địa, lãi suất thực trong nước và tỷ lệ cung tiền trên dự trữ ngoại hối, sự biến động giá cả tài sản, kỳ vọng về sự phá giá đồng tiền của một nước cũng có thể là một trong những dấu hiệu cảnh báo. Một khi kỳ vọng này được hình thành thì xác suất trở thành hiện thực của nó khá cao. Bên cạnh đó, những yếu tố quan trọng khác như cán cân thanh toán quốc tế, tình hình kinh tế vĩ mô trong nước (tăng trưởng, kim ngạch xuất khẩu, thâm hụt ngân sách, tỷ lệ giữa đầu tư trực tiếp nước ngoài, nợ nước ngoài) cũng cần phải xem xét đến.

- Các chỉ số thể hiện tính dễ bị tổn thương của nền kinh tế (vulnerability indicators): Tỷ lệ giữa nợ ngắn hạn nước ngoài và dự trữ ngoại hối, tỷ lệ nợ xấu trên tổng nợ, ... là những dấu hiệu quan trọng về tính dễ bị tổn thương. Sự tương quan giữa các yếu tố cơ bản và các chỉ số dễ bị tổn thương cũng có thể cung cấp thêm thông tin. Ví dụ, những nước dù có thanh khoản cao nhưng các chỉ số cơ bản không đạt yêu cầu thì vẫn không thể trụ vững lâu được.
- Yếu tố về sự cảm nhận của thị trường (market sentiment): Đây là nhận định chung của thị trường, nói nôm na là tâm trạng chung của cộng đồng các nhà đầu tư trong nền kinh tế. Nhận định này được hình thành dựa vào nhiều nguồn thông tin như tình hình kinh tế vĩ mô trong và ngoài nước, các báo cáo phân tích của doanh nghiệp và chính phủ, v.v...

Với các loại chỉ số trên, Eichengreen và Rose (1998) đã áp dụng phương pháp tham số để nghiên cứu về khủng hoảng tiền tệ. Trong khi đó, Demirguc-Kunt và Detragiache (1998) lại sử dụng nó trong việc dự đoán về khủng hoảng ngân hàng.

➤ Ở mức độ vĩ mô, các chỉ số cơ bản được sử dụng dựa trên phân tích tình trạng sức khỏe tài chính của một ngân hàng hoặc công ty. Theo truyền thống, chúng thường là tỷ lệ vốn trên tổng tài sản; tỷ lệ nợ xấu trên tổng số nợ; tỷ lệ lợi nhuận trên tài sản, v.v... Tuy nhiên các mô hình gần đây sử dụng thêm các chỉ số đến từ bảng xếp hạng, cho điểm của các tổ chức đánh giá, và nhất là thể hệ mô hình sau cùng còn đưa vào các chỉ số vĩ mô định tính, như môi trường cạnh tranh, luật lệ quốc gia vào các mô hình dự báo vĩ mô.

1.2. Giới hạn các mô hình dự báo: độ chính xác không cao.

Điểm yếu kém nhất của các mô hình dự báo chính là mức độ chính xác của chúng không cao. Sự thiếu chính xác ấy vừa về mặt thời gian (đa số các mô hình hiện thời đều yếu kém trong việc đưa ra thời điểm cụ thể khi nào khủng hoảng sẽ xảy ra), vừa về tỷ lệ thành công của các mô hình trong dự đoán. Theo Andrew Berg và Catherine Pattillo (2000), hơn 50% số lần khi các mô hình cho rằng sẽ có khủng hoảng xảy ra - trường hợp các chỉ số cảnh báo quan trọng như đã nêu ở trên vượt ngưỡng an toàn hoặc xác suất dự báo khủng hoảng sẽ xảy ra là cao đáng kể - thì cuối cùng mọi chuyện đều bình thường.

Hãy nhìn lại bản chất các mô hình vừa kể trên để chúng ta có thể hiểu được lý do vì sao khả năng dự báo của chúng kém, vì sao tính chính xác của toán học đã không mang lại được khả năng dự báo chính xác.

Giới hạn đầu tiên nằm ở chính các chỉ số cơ bản. Loại chỉ số này có nhiều nhược điểm khi được sử dụng trong các mô hình dự báo: *i.* chúng mang tính tổng quát, chỉ thể hiện tình trạng chung của một quốc gia; *ii.* thời gian thu thập các chỉ số vừa không đồng đều, vừa kéo dài: nhanh nhất cũng 1 tháng, dài nhất là 1 năm. Ví dụ chỉ số xuất nhập khẩu có thể thống

kê theo hàng tháng, trong khi tăng trưởng kinh tế là mỗi 3 tháng hoặc 6 tháng. Điều này đưa đến hậu quả là các mô hình phải sử dụng chuỗi thời gian khá dài, ngắn nhất cũng 3 tháng để có sự đồng bộ về thời gian. Do đó, chúng ta khó có thể nhận thấy được những biến đổi của nền kinh tế trong các giai đoạn ngắn hơn, ví dụ trong 1 tháng. Thêm vào đó, các nhà làm mô hình phải sử dụng số liệu quá khứ. Và một khi chuỗi số liệu dùng trong các mô hình là những số liệu quá khứ thì những yếu tố bất ngờ mới không được cập nhật liên tục và đo lường hết trong mô hình, đó là chưa kể đến những sai số. Tóm lại, sức ỳ của những số liệu trong quá khứ chính là nhược điểm lớn nhất của các chỉ số cơ bản này.

Ngoài ra còn có những yếu tố không đo lường được (như tâm lý chính trị của một quốc gia), hoặc khó đo lường một cách chính xác (như yếu tố cảm nhận của thị trường). Các yếu tố này rất quan trọng nhưng đôi khi chỉ thể hiện những dấu hiệu cảnh báo muộn màng khi cuộc khủng hoảng đã đến gần. Tuy nhiên hiện nay chúng rất ít được sử dụng để đưa vào mô hình dự báo.

Để hiểu rõ hơn, chúng ta có thể xem xét một vài ví dụ về khả năng các mô hình dự báo cho những cuộc khủng hoảng tiền tệ. Cho đến nay, có ba thể hệ mô hình khủng hoảng tiền tệ đã được xây dựng. Mô hình thể hệ thứ nhất do Paul Krugman phát triển năm 1979. Mô hình này xem xét việc mất cân bằng của các chỉ số vĩ mô là dấu hiệu ban đầu của cuộc khủng hoảng. Ví dụ, với các chính sách tài khóa không bền vững được áp dụng ở quốc gia theo đuổi hệ thống tỷ giá cố định, chính phủ nước này thường xuyên bị thâm hụt ngân sách và phải dùng dự trữ ngoại hối để duy trì tỷ giá cố định. Lượng dự trữ ngoại hối cạn dần sẽ làm cho đồng tiền dễ bị đầu cơ tấn công và khủng hoảng tiền tệ sẽ xảy ra. Mô hình thể hệ thứ hai phát triển từ cuộc khủng hoảng ở các nước châu Âu năm 1992-93 cho rằng chính những kỳ vọng của những người tham gia thị trường sẽ là tiền đề dẫn đến khủng hoảng. Những kỳ vọng này

có thể không chính xác nhưng một khi những kỳ vọng thị trường như thế này được hình thành thì nhiều khả năng nó sẽ trở thành hiện thực. Hơn nữa, thời gian xảy ra khủng hoảng theo mô hình này là không dự báo được. Đến mô hình thể hệ thứ ba thì nhấn mạnh tác động của sự lan tỏa (contagion), nghĩa là nếu cuộc khủng hoảng xảy ra ở một nước thì các nước khác cũng sẽ nhanh chóng lâm vào tình trạng này. Khả năng dự đoán của ba mô hình này được mô tả rất rõ trong nghiên cứu của IMF do Andrew Berg và Catherine Pattillo (2000) thực hiện. Hai tác giả này đã tiến hành kiểm chứng xem mô hình nào trong ba mô hình này có khả năng dự báo khủng hoảng tiền tệ châu Á 1997. Thông thường khi ước lượng mô hình thì số liệu trước 1996 (in-sample) được sử dụng, sau đó số liệu từ 1997 trở đi được dùng để kiểm chứng (out-of-sample). Kết quả thu được về khả năng dự báo của các mô hình là không rõ ràng.

Nhìn chung, trải qua hơn 40 năm, các mô hình dự báo khủng hoảng tài chính-kinh tế đã được phát triển rất đa dạng và việc ứng dụng chúng đòi hỏi những kỹ thuật rất phức tạp. Tuy nhiên, mức độ chính xác của chúng là không cao.

2. Cảnh báo và sự tiếp nhận cảnh báo:

Những mô hình toán học đã gặp giới hạn trong việc cảnh báo. Điều đó không có nghĩa là không hề có những tiếng nói cảnh báo nào trước khi khủng hoảng xảy ra. Các cảnh báo ấy đã đến từ nhiều nguồn, chủ yếu không dựa vào các mô hình toán học hàn lâm mà từ phân tích các chỉ số cơ bản, cộng thêm khả năng nhận thức nhạy bén, sâu sắc tình hình kinh tế thế giới của các tác giả. Tuy nhiên, việc tiếp nhận những cảnh báo này không phải là một vấn đề đơn giản. Chúng ta sẽ điềm lại những cảnh báo của cuộc khủng hoảng 2007-2008 để xem

những cảnh báo ấy đã được lên tiếng như thế nào và tác dụng của chúng ra sao.

2.1. Khủng hoảng 2007-2008, một cuộc khủng hoảng đã nhìn thấy trước ...

Trên thực tế từ cuối năm 2005 đã có nhiều phân tích lên tiếng báo động tình trạng bất ổn tài chính đương thời. Ví dụ, trong bài viết “These days” tháng 8 năm 2005, nhà kinh tế học đoạt giải Nobel kinh tế năm 2008 Paul Krugman 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.

Bên cạnh đó, cũng có nhiều cảnh báo khác được lên tiếng từ các tổ chức hoặc cá nhân có uy tín. Từ đầu năm 2006, GlobalEurope Anticipation Bulletin số 2 (GEAB N°2), thuộc Laboratoire Européen d’Anticipation Politique (LEAP), một tổ chức tư vấn kinh tế có uy tín lớn ở Châu Âu, đã dự đoán rằng cuộc khủng hoảng mang tính hệ thống có thể sẽ bắt đầu vào tuần thứ hai của tháng 3/2006². Viện nghiên cứu này còn cho rằng năm 2008 sẽ là năm “Đại suy thoái” mới của Mỹ³. Ngoài ra báo chí ngày nay nói nhiều nhất đến Nouriel Roubini⁴, giáo sư tại Stern School of Business of New York University. Trong buổi hội thảo tại IMF ngày 7/9/2006, Roubini cảnh báo khả năng khủng hoảng trước mắt, nhưng ông chỉ nhận được những lời trêu đùa vì các lời cảnh báo ấy đến trong khi thế giới đang ngập tràn hứng khởi vì triển vọng khả quan của thị trường tài chính.

Khi cuộc khủng hoảng xảy ra, nhiều tác giả không thiết lập mô hình nhưng quay lại với lập luận của Hyman Minsky để phân tích cuộc khủng hoảng hiện nay – một cuộc khủng hoảng được khơi mào từ sự đổ vỡ của bong bóng giá bất động sản và tín dụng ở Mỹ. Theo

² <http://www.ledevoir.com/2008/10/09/commentaires/0810090736841.html>

³ <http://www.vigile.net/Diner-sur-le-Titanic>

⁴ Xem blog của ông: www.rgemonitor.com, một trong những blog kinh tế được giới học giả hàn lâm đọc nhiều nhất

mô hình chu kỳ tín dụng Minsky, chu kỳ tín dụng gần đây nhất ở nước Mỹ bắt đầu vào năm 2003 và ông Alan Greenspan, Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang thời đó, đã quyết định hạ lãi suất xuống mức thấp kỷ lục là 1%. Đó cũng là thời kỳ nền kinh tế Mỹ phục hồi mạnh mẽ sau khủng hoảng công nghệ Dot.com (2001-02) và đi kèm là lượng tiền nước ngoài ồ ạt đổ vào Mỹ để tìm cơ hội đầu tư, đặc biệt phải kể đến một lượng tiền lớn từ Trung Quốc dùng để mua trái phiếu kho bạc của Mỹ [giai đoạn 1]. Chi phí vay thấp và sự lỏng lẻo trong quản lý

hoạt động ngân hàng dẫn đến hiện tượng đầu cơ lớn vào bất động sản. Các ngân hàng cũng như những tổ chức tín dụng gia tăng việc cho vay dưới chuẩn thông qua các công cụ chứng khoán phái sinh. Việc chứng khoán hóa dễ dàng đã giúp bán được những khoản nợ chất lượng thấp với số lượng lớn. Đồng thời, qua đó ngân hàng dễ dàng chuyển các khoản nợ ra khỏi bảng cân đối tài sản, làm cho tỷ lệ vốn hóa của ngân hàng cao một cách giả tạo [giai đoạn 2]. Và cứ như thế rủi ro mang tính hệ thống ngày càng tăng cho đến lúc tất cả mọi

Thời điểm Minsky và lý thuyết bất ổn về tài chính

“Thời điểm Minsky” (Minsky moment) là sự di chuyển chậm từ trạng thái ổn định sang khủng hoảng của hệ thống tài chính. Thời điểm này được rút ra từ thuyết bất ổn về tài chính do nhà kinh tế học người Mỹ Hyman P.Minsky (1919 – 1996) đề nghị vào thập niên 1970. Minsky theo trường phái Keynes, xây dựng học thuyết của mình trên ý tưởng « sự ổn định bất ổn » (stability is unstable). “Để đi đến thời điểm Minsky, nền kinh tế trải qua ba giai đoạn chính: giai đoạn 1: kinh tế phục hồi sau khủng hoảng, phát triển ổn định, các nhà đầu tư hứng khởi đầu tư vào một lĩnh vực được đánh giá sẽ mang lại cơ hội lợi nhuận to lớn. Giai đoạn 2: đầu tư vào lĩnh vực này sẽ kéo theo nhiều nhà đầu tư nữa, để lên cao trào, tạo bong bóng giá và tan vỡ trong lĩnh vực ấy. Giai đoạn 3: Bong bóng giá vỡ kéo theo khủng hoảng tài chính.

Hyman Minsky và trường phái tân cổ điển không đồng ý nhau về cội nguồn bất ổn của hệ thống tài chính. Theo tân cổ điển thì sự bất ổn ấy nằm trong mức độ phức tạp của thị trường, và sự phức tạp ấy đến từ sáng tạo trong kỹ thuật (tài chính). Trong khi đó đối với Minsky thì sự bất ổn ấy nằm trong chính bản chất của nền kinh tế tư bản, tức nó luôn hiện hữu và mang tính cơ cấu («capitalism is inherently flawed»). Nền kinh tế tư bản tự do luôn năng động vì đem đến nhiều cơ hội để “làm giàu” và cũng tạo điều kiện cho nhà đầu tư làm giàu. Chính vì thế Minsky đặt cấu trúc nợ trong hệ thống tài chính và thái độ “đầu tư/đầu cơ” của nhà đầu tư làm trọng tâm của mô hình. Ứng với ba giai đoạn để đi đến thời điểm Minsky, các nhà đầu tư có ba thái độ vay mượn khác nhau. Giai đoạn đầu khi một nền kinh tế bắt đầu phục hồi sau khủng hoảng, các nhà đầu tư thường lựa chọn đầu tư an toàn, mượn nợ để đầu tư vào những kế hoạch gần như chắc chắn. Dòng tiền từ việc đầu tư sẽ đủ để trả nợ, cả vốn gốc lẫn lãi vay. Đến giai đoạn thứ hai khi kinh tế tăng trưởng cao và lợi nhuận phát sinh thì các doanh nghiệp kỳ vọng rằng lợi nhuận sẽ tiếp tục tăng và do đó sẽ lựa chọn đầu tư với mức rủi ro cao hơn nhằm tối đa hóa lợi nhuận bằng cách tăng vay mượn. Nhưng lần này, tiền từ đầu tư chỉ đủ để trang trải lãi vay. Việc này chỉ có thể kéo dài khi thị trường vẫn còn thanh khoản. Giai đoạn sau cùng còn gọi là giai đoạn Ponzi, nhà đầu tư hoặc trong tình trạng khó khăn, không còn thanh khoản, hoặc có thái độ tham lam cực độ, có thể dẫn đến lừa đảo, đều dẫn đến hiện tượng “Ponzi finance”, tức đi vay nợ để trả nợ. Quá trình này xảy ra trong một môi trường tín dụng được nói lỏng, người cho vay tìm mọi cách để tránh những ràng buộc về pháp lý để cho vay càng nhiều càng tốt. Như vậy, cách duy nhất để tạm thời có tiền thanh toán nợ là tìm cách liên tục tăng giá tài sản đầu tư. Vì nền kinh tế tư bản từ trong bản chất đã mang tính “bất ổn”, mỗi lần chữa khủng hoảng thành công là một lần đưa các nhà đầu tư đến với những rủi ro mới.

Minsky là một nhà nghiên cứu cô độc trong công việc, có suy nghĩ độc đáo. Điều đó không ngăn chặn công trình nghiên cứu của ông được đánh giá là “original”, tiêu biểu nhất, đặc trưng nhất về bất ổn tài chính. Tuy nhiên, mãi đến sau ngày Minsky mất, lý thuyết của ông mới trở nên nổi tiếng. Gần đây nhiều tác giả dựa vào lý thuyết của ông để phân tích lại các cuộc khủng hoảng tài chính, họ đã kiểm nghiệm rằng rất nhiều cuộc khủng hoảng đều trải qua ba giai đoạn, cùng với các tính cách của nhà đầu tư/đầu cơ ứng với từng thời kỳ theo “kiểu phân tích Minsky”: khủng hoảng Á Châu 1997, Brazil 1999, Thổ Nhĩ Kỳ 2000-2001, Argentina 2001, v.v...

(Đặng Bắc Hải, trường Cao Đẳng Kinh Tế - Đối Ngoại, TPHCM)

chuyện đều trở nên không kiểm soát được. Sự hạ nhiệt của giá cả bất động sản đã làm đổ bể hàng loạt các tập đoàn tài chính lớn và hậu quả là cuộc khủng hoảng tài chính – kinh tế hiện nay [giai đoạn 3].

Phần lớn các nhà kinh tế thế giới đều tỏ ra đồng tình với cách diễn giải hợp lý của mô hình này. Và cũng như các mô hình toán học, phân tích theo Minsky giúp giải thích nhiều hơn là dự báo. Tuy nhiên, qua những phân tích trên, có vẻ như không quá khó để nhận ra những dấu hiệu cho biết nền kinh tế đang ở giai đoạn nào, và khi nào thì nền kinh tế rơi vào khủng hoảng. Vấn đề chính ở đây là hầu như tất cả mọi người đều lơ là với những dấu hiệu cảnh báo.

2.2. ... không được nghe.

Tất cả các dự đoán và cảnh báo trên tuy không chỉ ra được thời điểm chính xác, nhưng lẽ ra chúng cũng đã gây được tiếng vang đáng kể hầu ngăn chặn khủng hoảng. Vậy cuộc khủng hoảng này – vẫn xảy ra dù được cảnh báo – có thể giải thích bằng nhiều lý do:

i. Các cơ quan chức năng vừa thiếu trách nhiệm, vừa bị bó tay.

Vào thời kỳ ông Alan Greenspan còn tại vị, nhiều đồng nghiệp của ông đã từng cảnh báo rằng chính sách lãi suất thấp trong thời gian dài đã làm cho thị trường bất động sản tăng nhiệt quá mức. Tuy nhiên, ông Greenspan đã phớt lờ tất cả (John Cassidy, 2009). Điều này có thể do ba nguyên nhân chính là (a) sự tự tin quá mức vào một hệ thống tài chính được cho là hoàn hảo, (b) do áp lực trong và ngoài nước, và (c) chính phủ lâm vào hoàn cảnh không còn nhiều lựa chọn tại thời điểm đó. Thực vậy, vào ngày 15/10/2002, trong cuộc họp ở Ủy ban kinh tế quốc gia Mỹ về vai trò của Ngân hàng liên bang (FED), ông Ben Bernanke - khi còn là thống đốc - cho rằng ngân hàng liên bang Mỹ luôn phải đối mặt với hai khó khăn: (1) việc xác định bong bóng giá cả không phải

là điều dễ dàng và (2) ngay cả nếu xác định được thì chỉ với các công cụ tiền tệ, ngân hàng liên bang sẽ gặp nhiều khó khăn để đối phó. Bong bóng giá cả xuất hiện khi giá trị giao dịch cao hơn giá trị thật nên muốn xem giá có quá cao hay không thì cần phải biết giá trị thật của tài sản. Tuy nhiên, giá trị thật của các chứng khoán phái sinh được thể chấp bằng bất động sản ở Mỹ rất khó xác định bởi mức độ ngày càng phức tạp của nó. Khi buộc phải can thiệp làm hạ nhiệt giá tài sản thì ngân hàng liên bang cần tăng mạnh lãi suất nhưng cũng theo ông Bernanke, cái giá phải trả cho việc làm vỡ bong bóng giá cả rất đắt vì rủi ro đưa đến nhiều tác động tiêu cực khác như có thể làm cho cả nền kinh tế trì trệ hoặc suy thoái mặc dù mục tiêu chỉ là hạn chế đà tăng giá của một số sản phẩm nào đó.

Ngân hàng liên bang Mỹ cũng chịu áp lực quốc tế khi ra bất kỳ một quyết định chính sách nào. Trong suốt thập niên vừa qua, nền kinh tế Mỹ đã có sự mất cân đối nghiêm trọng. Trong khi các nước tăng trưởng nhờ vào đầu tư và xuất khẩu thì Mỹ duy trì tăng trưởng kinh tế chủ yếu nhờ vào tăng tiêu dùng. Biện pháp duy nhất để tài trợ tiêu dùng dài lâu là đi vay. Chính vì vậy mà Mỹ bị thâm hụt lớn trong cán cân tài khoản vãng lai.

Ngoài ra, nền kinh tế các nước cũng phụ thuộc rất nhiều vào Mỹ và do đó thâm hụt thương mại lớn ở Mỹ đã được duy trì trong thời gian dài do các nước luôn có nhu cầu xuất khẩu sang Mỹ. Sự phụ thuộc của các nước vào Mỹ làm củng cố thêm một ảo tưởng là khó có sự sụp đổ lớn mang tính hệ thống ở Mỹ vì nếu xảy ra, toàn thế giới sẽ bị ảnh hưởng nặng nề.

Sự viện dẫn các lý do trên của chính phủ Mỹ tuy có phần nào hợp lý nhưng rõ ràng điều này đã thể hiện sự thiếu trách nhiệm của những người làm chính sách trong quá trình quản lý. Nếu chính phủ đưa ra những điều chỉnh chính sách kịp thời và mạnh mẽ có lẽ khủng hoảng đã không xảy ra.

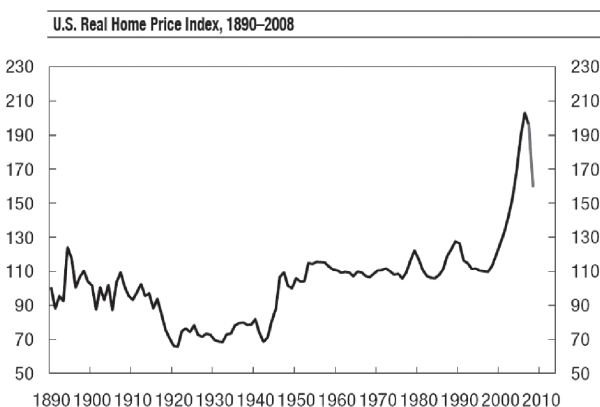
ii. Ngân hàng thương mại, người tiêu thụ và những nhà đầu tư: cổ tin và ý lại

Thật sự là không thể đổ lỗi hoàn toàn cho chính phủ mà trách nhiệm cũng phần nào thuộc về những người tham gia trong thị trường, cụ thể là các ngân hàng thương mại và những nhà đầu tư. Đọc lại các báo cáo về tình hình kinh tế tài chính Mỹ được viết vào năm 2003, 2004, ai cũng có thể cảm nhận tinh thần lạc quan bao trùm lên không gian tài chính. Một trong những ngân hàng lớn nhất của Pháp, BNP – Paris Bas khẳng định trong bản báo cáo đưa ra ngày 29/3/2004: mặc dầu dân Mỹ nợ nhiều, nhưng họ rất giàu⁵, và tình trạng tài chính của họ không có gì đáng lo ngại. Đây cũng là cái nhìn của Faulkner-MacDonagh và Muhleisen (2004), và của các ngân hàng lớn khác. Những đánh giá này dựa trên diễn biến khả quan của giá bất động sản. Ngay cả đến năm 2008, khi cuộc khủng hoảng đã xảy ra rồi, nhưng với cái nhìn lạc quan, Charles Calomiris, học giả thuộc American Enterprise Institute vẫn nhận xét về thị trường tài chính thời gian qua (tháng 10 năm 2007) “chưa phải là thời điểm Minsky” (Charles W. Calomiris, 2007). Ông cho rằng sự sụt giảm giá trị các sản phẩm tài chính chỉ mang tính nhất thời của thị trường chứ không phải là dấu hiệu suy thoái. Theo ông, giá nhà không giảm nhiều như một số nhà kinh tế nói, cú sốc đối với tín dụng tập trung nhiều vào các trái phiếu hơn là thị trường tín dụng nói chung, các chỉ số trên thị trường tài chính đã được cải thiện, tình trạng sức khỏe của ngân hàng vẫn còn đủ mạnh, ... Tất cả những điều trên đều cho thấy đa số mọi người đều quá lạc quan và nhìn nhận vấn đề theo quan điểm chủ quan của mình.

Có lẽ chỉ là trường hợp rất hiếm hoi, gần như cá biệt, là ngân hàng Scotia của Canada từ 2004 đã đưa ra cảnh báo về tình trạng nợ nần rất nguy hiểm của người dân Mỹ. Theo Scotia, chỉ cần lãi suất tăng lên 1%, tỷ lệ tiền

lời trên thu nhập phải trả sẽ tăng lên đáng kể, từ 7% đến hơn 9%, làm giảm không ít khả năng tiêu thụ của người dân. Tuy nhiên, hầu như ai cũng tin rằng giá bất động sản sẽ còn tiếp tục tăng vì khả năng giảm trong ngắn hạn là thấp. Những niềm tin đó được hình thành từ nhiều yếu tố:

- Giá nhà ở Mỹ có xu hướng tăng liên tục trong 30 năm trở lại đây. So với quý 1 năm 1975 thì cho đến quý 1 năm 2007, giá nhà đã tăng 536%. Đôi khi có một số năm giảm nhưng không đáng kể, ví dụ giá nhà giảm 0.5% trong quý 4 năm 1990 và 1994. Như vậy bình quân trong suốt giai đoạn 30 năm là 6%/năm. Đặc biệt là giá nhà tăng vọt từ năm 2000.



- Với tâm lý quá tự tin vào một hệ thống tài chính hoàn hảo của một siêu cường quốc, sự ngông cuồng ngủ quên trên chiến thắng, cộng với mức lương trung bình khá cao, cuộc sống được cải thiện, người Mỹ hầu như tiết kiệm rất ít. Khi bắt đầu có việc làm, ai cũng nghĩ đến chuyện sở hữu một căn nhà. Do vậy, bong bóng giá nhà ngày càng lớn.

Với các điều kiện thuận lợi, lượng tiền đầu tư đổ vào nước Mỹ quá lớn, các ngân hàng lớn dưới áp lực phải cạnh tranh cho vay và đồng

⁵ Các ngân hàng đánh giá tài sản của người vay qua giá nhà họ đang sở hữu (mặc dầu chỉ sở hữu một vài phần trăm căn nhà do chưa trả xong nợ), lấy nó làm tiêu chuẩn đo lường tài sản để quyết định cho vay tiếp

thời do quản lý rủi ro lỏng lẻo nên đã chọn tham gia đầu tư vào những dự án có tính rủi ro cao, đặc biệt là cho vay BĐS dưới chuẩn. Tín dụng của nền kinh tế được mở rộng và việc cho vay ngày càng dễ dàng với lãi suất cạnh tranh. Tâm lý y lại (moral hazard) tồn tại trong cả người đi vay và ngân hàng cho vay. Người vay tận dụng lãi suất thấp và cũng vì quá tin rằng giá nhà còn tiếp tục tăng nên cứ vay bất chấp khả năng có thể trả được nợ hay không. Các công ty môi giới vì ăn tiền hoa hồng nên cũng không quan tâm đến việc liệu người vay có đủ khả năng trả nợ hay không. Các ngân hàng do cạnh tranh nhằm tối đa hóa lợi nhuận và cùng với niềm tin là giá nhà khó giảm nên cũng đẩy mạnh cho vay dưới chuẩn. Hơn nữa, do tác động bầy đàn mà quyết định đầu tư của người này chịu nhiều ảnh hưởng bởi hành vi đầu tư của những người khác và khó có thể thuyết phục ai đi ngược lại với xu hướng chung của thị trường.

* * *

Tất cả những nguyên nhân khách quan và chủ quan nêu trên giúp giải thích tại sao cuộc khủng hoảng 2007-2008 vẫn xảy ra mặc dù trước đó đã có nhiều dấu hiệu cảnh báo. Điều này không có nghĩa là các mô hình dự báo hoàn toàn vô ích nhưng mức độ dự báo chính xác của chúng là vấn đề cần phải được xem xét. Ngược lại, không cần sử dụng những kỹ thuật toán học phức tạp, nhiều lời cảnh báo từ các tổ chức uy tín cũng như cá nhân những nhà kinh tế học nhảy bén đã được lên tiếng và thực tế chứng minh họ đã đúng. Tuy nhiên mọi người đã lơ là với những lời cảnh báo này, và đây là một bài học kinh nghiệm cho chính phủ các nước trong việc tiếp nhận các tín hiệu và lời cảnh báo. Đây là một thách thức lớn cho chính phủ của các nước phát triển vì nó đòi hỏi một sự mạnh dạn thay đổi những lối mòn trong suy nghĩ cũng như trong cách tổ chức, quản lý và điều phối các cơ quan chức năng.

Tài liệu tham khảo

- AGHION, BACCHETTA, and BANERJEE, 2001, *Currency crises and monetary policy in an economy with credit constraints*, European Economic Review, 45(7), 1121–1150.
- BERG, Andrew; PATTILLO, Catherine, 2000, *The Challenges of Predicting Economic Crises*, IMF Economic Issues. No. 22, July 2000.
- Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks” *Economic Policy* (October), pp. 249-312.
- Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks,” *Economic Policy*, 21, pp.249-96.
- BERG, A. and SACHS, J., 1988, *The debt crisis structural explanations of country performance*, Journal of Development Economics, 29(3), 271–306.
- CAPRIO, Gerard and KLINGEBIEL, Daniela, 1996, *Bank Insolvencies: Cross-Country Experience*, Policy Research Working Paper No.1620. Washington, D.C.: World Bank.
- CALOMIRIS, Charles W., 2007, “Not (Yet) a ‘Minsky Moment’”, [http://www.aei.org/docLib/20071010_Not\(Yet\)AMinskyMoment.pdf](http://www.aei.org/docLib/20071010_Not(Yet)AMinskyMoment.pdf)
- DEMIRGUC-KUNT and DETRAGRACHE, 1998, *The determinants of banking crises in developing and developed countries*, IMF Working Paper 106, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- PLIHON, Dominique, 2008, *Mondialisation et crises financiers*”, trình bày tại hội thảo « Rendez-vous de la Mondialisation, ngày 8 tháng 4, Paris.
- EICHENGREEN, Barry; ROSE, Andrew K. and WYPLOSZ, Charles, 1996a, *Speculative Attacks on Pegged Exchange Rate: An Empirical Exploration with special Reference to the European Monetary System*, in Canzoneri, Matthew B., Ethier, Wilfred J., Grilli, Vittorio (eds.), *The new transatlantic economy*, pp. 191-228, Cambridge; New York and Melbourne: Cambridge University Press.
- EICHENGREEN, Barry; ROSE, Andrew K. and WYPLOSZ, Charles, 1996b, *Contagious Currency Crises: First Tests*, Scandinavian Journal of Economics, Vol. 98(4), pp. 463-84.
- EICHENGREEN, Barry; ROSE, Andrew K., 1998, *Staying Afloat When the Wind Shifts: External Factors and Emerging-Market Banking Crises*, NBER Working Paper No. 6370 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- EICHENGREEN, Barry; ROSE, Andrew K. and WYPLOSZ, Charles, 1995, *Exchange Market Mayhem. The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks*, *Economic Policy* 21, pp.249-312.
- FAULKNER – MACDONAGH and MUHLEISEN, 2004, *Are U.S Households Living Beyond Their Means?*, Finance & Development, March.
- HAJIVASSILIOU, V.A., 1989, *Do the secondary markets believe in life after debt?*, Cowles Foundation Discussion Paper 911, Yale University, New Haven.
- HAJIVASSILIOU, V.A., 1994, “A simulation estimation analysis of the external debt crises of developing countries”, *Journal of Applied Econometrics*, 9(2), 109–131.
- CASSIDY, John, 2009, “The Minsky Moment”, February 4, on the New Yorker.
- Kaminsky, Graciela L.; Lizondo, Saul; Reinhart, Carmen M. (1998), “Leading Indicators of Currency Crises.”, IMF Staff Papers. Vol. 45 (1), p 1-48. March 1998.
- KAMINSKY, GRACIELA L.; REINHART, CARMEN M., 1999, *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payment Problem*, Federal Reserve Board Discussion Paper No. 544, Washington, D.C.
- LEE, S.H., 1991, *Ability and willingness to service debt as explanation for commercial and official rescheduling cases*, *Journal of Banking and Finance*, 15(1), 5–27.
- LINDGREN, Carl-Johan; GILLIAN Garcia and I. SAAL, Matthew, 1996, *Bank Soundness and Macroeconomic Policy*, International Monetary Fund, Washington.
- MCFADDEN et al., 1985, *Is there life after debt? An econometric analysis of the creditworthiness of developing countries*, in G. Smith and J. Cuddington, editors, *International Debt and the Developing Countries*, The World Bank, Washington, D.C., 179–209.
- ROGOFF, K., 1999, *International institutions for reducing global financial instability*, *Journal of Economic Perspectives*, 13(4), 21–42.
- SAHIJWALA et VAN DEN BERGH, 2000, *Supervisory risk assessment and early warning systems*, Basel Committee of Banking Supervision Working papers 4, Banque des règlements internationaux, décembre.

Phụ lục 1

Quốc gia	Cơ quan quản lý	Mô hình	Năm áp dụng	Thuộc hệ thống
Pháp	Commission bancaire	ORAP (Organisation et Renforcement de l'Action Préventive)	1997	Off-site Supervisory Bank Rating System
		SAAB (Système d'Aide à l'Analyse Bancaire)	1997	Early Warning Model – Expected Loss
Đức	German Federal Supervisory Office	BAKIS (Bakred Information System)	1997	Financial Ratio and Peer Group Analysis System
Ý	Banca d'Italia	PATROL	1993	Off-site Supervisory Bank Rating System
		Early Warning System	Planifié	Early Warning Model – Failure and Timing to Failure Prediction
Hà Lan	Netherlands Bank	RAST (Risk Analysis Support Tool)	1999	Comprehensive Bank Risk Assessment System
		Observation system	Planifié	Financial Ratio and Peer Group Analysis System
Anh	Financial Services Authority	RATE (Risk Assessment, Tools of Supervision and Evaluation)	1998	Comprehensive Bank Risk Assessment System
	Bank of England	TRAM (Trigger Ratio Adjustment mechanism)	Phát triển năm 1995, không áp dụng	Early Warning Model
Mỹ	Les trois autorités de supervision	CAMELS	1980	On-Site Examination Rating
	Federal Reserve System	Individual Banking Monitoring Screens	thập niên 1980	Financial Ratio Analysis
		SEER Rating (System for Estimating Exam Ratings)	1993	Early Warning Model – Rating estimation
		SEER Risk Bank	1993	Early Warning Model – Failure Prediction
	FDIC	CAEL	1985 (hủy bỏ 12/1999)	Off-site Supervisory Bank Rating System
		GMS (Growth Monitoring System)	từ giữa thập niên 1980	Simple Early Warning Model – Tracking High Growth Banks.
		SCOR (Statistical CAMELS Off-Site Rating)	1995	Early Warning Model – Rating Downgrade Estimation.
	OCC	Bank Calculator	Planifié	Early Warning Model – Failure Prediction

Nguồn: Sahjwala et Van den Bergh (2000).