



Khó khăn trên thị trường mới nổi CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG

Thạc sĩ TRẦN THỊ MỘNG TUYẾT

Lý thuyết và thực nghiệm đã cho thấy rằng sự phân bố một danh mục đầu tư quốc tế vào các thị trường mới nổi có thể đem lại lợi nhuận điều chỉnh rủi ro đối với danh mục đầu tư dài hạn. Lợi ích của sự phân bố như vậy nhằm tăng lợi nhuận của danh mục đầu tư trong khi giảm đi rủi ro thông qua đa dạng hoá.

Tuy nhiên, có ba hiện tượng ngắn hạn có thể gây nên những vấn đề khó khăn về giá trị đầu tư trong các thị trường mới nổi và làm đảo lộn hiện tượng đó: (1) chu kỳ của các thị trường đầu cơ tăng giá và đầu cơ hạ giá; (2) những cuộc khủng hoảng tài chính; và (3) những sự bùng nổ và ảo tưởng của thị trường chứng khoán. Quả thực, qua những giai đoạn ngắn hạn đó, những khoản đầu tư trong các thị trường mới nổi đã làm giảm đi lợi nhuận của danh mục đầu

tư trong khi càng làm tăng thêm tính bất ổn của nó.

1. Các thị trường đầu cơ tăng giá (Bull Markets) và đầu cơ hạ giá (Bear Markets)

Thị trường đầu cơ tăng giá là thị trường có thời kỳ tăng giá kéo dài do ảnh hưởng lạc quan về giá chứng khoán hay một bộ phận công nghiệp nào đó. Thị trường giá lên có thể kéo dài nhiều tháng với số lượng chứng khoán mua bán rất cao. Thị trường đầu cơ hạ giá là thị trường có thời gian giảm giá kéo dài, do ảnh hưởng của thời kỳ kinh tế suy thoái đối với chứng khoán.

Nói chung trong thị trường chứng khoán, các thị trường “đầu cơ tăng giá” là các thời kỳ của khuynh hướng đi lên (với lợi nhuận dương), trong khi các thị trường “đầu cơ hạ giá” là các thời kỳ của khuynh hướng giảm sút (với lợi nhuận âm). Việc nhận dạng các thị trường đầu cơ tăng giá

và thị trường đầu cơ hạ giá đòi hỏi việc thiết lập các điểm chuyển hướng của thị trường – mức cao nhất và mức thấp nhất trong chuỗi giá chứng khoán báo hiệu sự thay đổi trong xu hướng của thị trường. Mức cao nhất được định nghĩa là mức cao nhất của chỉ số giá chứng khoán trong thời gian 16 tháng với tám tháng giá tăng và thông thường theo sau là tám tháng giá giảm (theo Pagan và Sossounov, 2003). Mức thấp nhất được định nghĩa là mức thấp nhất của chỉ số giá trong thời gian 16 tháng, với 8 tháng giá giảm và theo sau là 8 tháng giá thường tăng. Thị trường có chiều hướng tăng giá nếu chỉ số giá tăng từ mức thấp nhất tới mức cao nhất và xuống giá nếu chỉ số giảm từ mức cao nhất xuống mức thấp nhất.

Các thị trường đầu cơ tăng giá và đầu cơ hạ giá trong các chứng khoán có thể làm giảm đi các khoản lợi nhuận dài hạn từ việc đầu tư trên các thị trường mới nổi.

Bảng 1: Lợi nhuận trung bình quốc tế và sự bất ổn định trong suốt thời gian các thị trường đầu cơ giảm giá và tăng giá của Mỹ, 1985 – 2003.

(Đơn vị: %)

	Thị trường đầu cơ hạ giá		Thị trường đầu cơ tăng giá	
	Lợi nhuận trung bình	Tính không ổn định	Lợi nhuận trung bình	Tính không ổn định
Mỹ	-21.17	20.67	23.15	13.32
AEF *	-10.72	21.84	17.88	16.68
Các thị trường mới nổi (EM**)	-16.81	28.32	23.17	21.89
80% US/20% AEF	-19.08	19.93	22.09	12.34
80%US/20%AEF/3%EM	-19.27	20.08	22.25	12.32

Ghi chú: Các ngày tháng của các thị trường đầu cơ giảm giá của Mỹ là 01.1987 – 11.1987; 05.1990 – 10.1990; 02.1994 – 06.1994 và 03.2000 – 09.2002.

* : Thị trường Úc, châu Âu, Viễn Đông.

** : Thị trường mới nổi.

(Nguồn: Cơ sở dữ liệu thị trường mới nổi SGP và Dòng dữ liệu tài chính Thomson.)

Bảng trên cho thấy lợi nhuận của hai danh mục đầu tư: Danh mục thứ nhất có 80% tài sản được đầu tư vào thị trường chứng khoán Mỹ và 20% trong các thị trường quốc tế đã phát triển; danh mục thứ hai với 80% dành cho thị trường chứng khoán Mỹ, 17% trong các thị trường quốc tế đã phát triển, và 3% tại các thị trường mới nổi. Sự phân bố vào các thị trường mới nổi đã chứng tỏ một sự tổn thất trong suốt thời gian các thị trường đầu cơ hạ giá – giảm lợi nhuận trung bình và tăng tính không ổn định – đồng thời có sự gia tăng khiêm tốn trong suốt thời gian các thị trường đầu cơ tăng giá – tăng lợi nhuận trung bình với tác động nhỏ trên tính không ổn định. Cần lưu ý rằng tác động của việc thực hiện các danh mục đầu tư sẽ rõ ràng hơn nếu sự phân bố cho các thị trường mới nổi càng lớn hơn.

2. Khủng hoảng tài chính

Khủng hoảng tài chính là thời kỳ đổ vỡ nghiêm trọng

trên các thị trường tài chính mà đặc điểm là sự sụt giá rất mạnh của những tài sản tài chính và sự phá sản của những công ty tài chính lẫn phi tài chính.

Một yếu tố tuy ngắn hạn nhưng có ảnh hưởng dài hạn đối với việc đầu tư vào thị trường mới nổi là hiện tượng “lầy lan” trong khủng hoảng tài chính. Thực tế cho thấy hơn 90% thị trường mới nổi trải qua các thị trường đầu cơ hạ giá trong thời gian cuộc khủng hoảng châu Mỹ La tinh năm 1994-1995 và cuộc khủng hoảng châu Á năm 1996-1998. Cuộc khủng hoảng ở châu Mỹ La tinh bắt nguồn từ sự mất giá 34% đồng peso của Mexico tháng 12 năm 1994. Sự sụt giá của đồng peso có tác động khắp cả châu Mỹ La tinh và ở các thị trường mới nổi khác tuy ở mức độ ít hơn. Tương tự, cuộc khủng hoảng châu Á bị gây ra bởi sự mất giá của đồng bạc Thái tháng 10 năm 1996. Ngoài ra, các thị trường mới nổi khác cũng chịu thiệt hại.

Những đợt biến đó có thể được lan truyền theo nhiều cách:

- Các mối liên hệ tài chính thông qua hệ thống tài chính quốc tế. Cụ thể như, nhà đầu tư có thể phải bán các cổ phần trong một thị trường “lành mạnh” để bù đắp cho sự sụt giá tài sản của họ vì cú sốc ở một nước khác. Động lực này truyền hiệu ứng sang các nền kinh tế khác.

- Các mối liên hệ thực tế thông qua các quan hệ cơ bản giữa các nền kinh tế, diễn hình qua thương mại quốc tế. Khi hai quốc gia buôn bán với nhau, hay cạnh tranh trong cùng một thị trường nước ngoài, sự mất giá tiền tệ của quốc gia này sẽ làm giảm bớt lợi thế cạnh tranh của quốc gia khác. Sự việc này có thể dẫn đến sự mất giá bởi nền kinh tế cạnh tranh khi nó cố gắng cân bằng lại các khu vực bên ngoài của mình.

- Các mối liên hệ chính trị thông qua các quan hệ chính trị giữa các nước. Sự liên hệ này có thể tồn tại qua hiệp hội hay “câu lạc bộ” của các nước có sự dàn xếp tỷ giá. Nếu một quốc gia trong nhóm phá giá tiền tệ của mình, sẽ ảnh hưởng đến các nước còn lại. Do đó, các cuộc khủng hoảng có chiều hướng được tụ hợp lại. Tiếp theo cuộc khủng hoảng của một nước này sẽ có các cuộc khủng hoảng ở nước khác.

- Hành vi cấu kết với nhau của các nhà đầu tư quốc tế. Các nhà đầu tư thường không có thông tin đầy đủ về các nước mà họ muốn đầu tư, nhất là trong các thị trường mới nổi. Do vậy, họ cố gắng suy ra những sự biến động giá cả trong tương lai dựa vào các phản ứng của những người cùng đầu tư khác, điều này đôi lúc sẽ thổi phồng các hoạt động thị trường. Hơn nữa, một cuộc khủng hoảng có thể thúc đẩy nhà đầu tư đánh giá lại những rủi ro chung của việc đầu tư ở nước ngoài. Chẳng hạn như, sự biến động giá chứng khoán của Thái Lan có thể được dùng để ra những quyết định về sự thay đổi giá tương lai ở Indonesia hay Brazil. Những phản ứng này dẫn đến hành vi cấu kết nhau, dẫn đến sự bị quan hay lạc quan “phi lý”.

Bảng 2: Lợi nhuận trung bình quốc tế và sự bất ổn định trong các cuộc khủng hoảng của các thị trường mới nổi.

(Đơn vị: %)

	Chỉ số hỗn hợp	Chỉ số châu Á	Chỉ số châu Mỹ La tinh
Sự bất ổn định			
Tất cả các thời kỳ	23,78	27,39	35,30
Các cuộc khủng hoảng	26,88	33,99	33,94
Lợi nhuận trung bình			
Tất cả các thời kỳ	14,82	13,04	21,27
Các cuộc khủng hoảng	-8,62	-14,75	3,77

Ghi chú: Ngày của các cuộc khủng hoảng là: tháng 12 năm 1994-tháng 11 năm 1995 đối với cuộc khủng hoảng ở châu Mỹ La tinh, tháng 5 năm 1990-tháng 4 năm 1991 đối với cuộc khủng hoảng đầu tiên ở châu Á, và tháng 12 năm 1996-tháng 12 năm 1998 đối với cuộc khủng hoảng lần thứ hai ở châu Á và cuộc khủng hoảng ở Nga được kết hợp lại.
Nguồn: Cơ sở dữ liệu thị trường mới nổi SGP và Đồng dữ liệu tài chính Thomson.

Bảng số liệu trên đây cho thấy lợi nhuận trung bình và sự bất ổn định cũng như những mối tương quan giữa các thị trường quốc tế trong ba thời kỳ của cuộc khủng hoảng: cuộc khủng hoảng châu Á năm 1990-1991 và 1996-1998 và cuộc khủng hoảng của châu Mỹ La tinh năm 1994-1995. Đối với các thị trường mới nổi, sự bất ổn định tăng và sự mất đầu tư quá cao trong những thời kỳ khủng hoảng này. Tác động được thông báo nhiều nhất ở châu Á chỉ vì châu Á trải qua hai cuộc khủng hoảng trong thời kỳ đang xem xét lại.

Cuộc khủng hoảng châu Á năm 1990-1991 là kết quả của các yếu tố phức tạp: từ tình trạng tạm thời tới sự không chắc chắn về chính trị. Các thị trường chứng khoán ở Philippines, Đài Loan, Hàn Quốc, Thái Lan, và Indonesia sụp đổ trong thời gian từ tháng 5 năm 1990 đến tháng 10 năm 1990. Cuộc khủng hoảng năm 1994-1995 ở châu Mỹ La tinh bắt đầu bằng sự mất giá đồng peso của Mexico tháng 12 năm 1994. Các thị trường chứng khoán của Mexico, Argentina và Brazil sụp đổ tháng 12 năm 1994, tháng 2 năm 1995, và tháng 3 năm 1995. Cuộc khủng hoảng châu Á năm 1996-1998 về bản chất là sự kết hợp của hai cuộc khủng hoảng. Thị trường chứng khoán Thái Lan sụp đổ tháng 10 năm 1996 đối với sự lo lắng về lãi suất cao và nợ ngân hàng khó đòi. Các thị trường của Malaysia và Philippines cùng sụp đổ tháng 8 năm 1997. Rồi sau đó tháng 8 năm 1998 chính phủ Nga phá giá có hiệu lực đồng rúp, không trả hồi phiếu kho bạc, và tuyên bố hoãn trả nợ nước ngoài trong vòng 90 ngày.

Trong thời kỳ khủng hoảng này, chứng khoán của thị trường mới nổi làm giảm việc thực hiện danh mục chứng khoán, lại còn làm xấu đi trường hợp đầu tư dài hạn vào chứng khoán này. Cụ thể như, trong bất cứ năm khủng hoảng tài chính nào từ 1985 đến 2003, danh mục chứng khoán được đầu tư 80% ở thị trường Mỹ, 17% ở các thị trường quốc tế đã phát triển, và 3% ở các thị trường mới nổi đều có lợi nhuận thấp hơn và sự bất ổn định cao hơn so với danh mục chứng khoán được đầu tư 80% vào chứng khoán

Mỹ và 20% vào các thị trường quốc tế đã phát triển.

3. Thị trường chứng khoán “bùng nổ” và “bong bóng”

Yếu tố tạm thời cuối cùng mà ta xem xét là sự phát triển mạnh và sự dễ sụp đổ theo chu kỳ trong thị trường chứng khoán. Lịch sử của các thị trường tài chính cho thấy các nhà đầu tư khắp thế giới có chiều hướng trở nên lạc quan khác thường về những sự đổi mới công nghệ quan trọng vốn dường như hứa hẹn sự phát triển năng suất to lớn. Khi các thị trường chứng khoán khắp thế giới phát triển mạnh, thì những tương quan quốc tế tăng lên. Khi sự đổi mới công nghệ không đáp ứng những dự kiến cao đó, lợi nhuận giảm và sự tương quan giảm bớt.

Thập niên 1990 là thời kỳ phát triển kinh tế nhanh và sự phổ biến lan rộng những đổi mới công nghệ trong các khu vực viễn thông, phương tiện truyền thông đại chúng và công nghệ thông tin. Tính lạc quan của nhà đầu tư về tác động của những sự đổi mới này lên khả năng sinh lợi và nền kinh tế dẫn đến một thị trường đầu cơ tăng giá trong thập niên 1990. Các nhà đầu tư ở châu Âu, châu Á, và châu Mỹ dường như chia sẻ về triển vọng kinh tế của khu vực công nghệ thông tin. Những yếu tố này dẫn đến sự gia tăng đột ngột về sự tương quan giữa chứng khoán công nghệ thông tin trong một thị trường này và chứng khoán công nghệ thông tin trong một thị trường khác. Sự gia tăng về vốn hóa thị trường của khu vực công nghệ thông tin, được kết hợp với sự tăng lên đột ngột về sự tương quan giữa các chứng khoán công nghệ thông tin trong các thị trường khác nhau, góp phần vào sự tăng lên trong mối tương quan giữa lợi nhuận của thị trường rộng lớn của Mỹ và lợi nhuận của các thị trường chứng khoán quốc tế.

Tuy nhiên, lịch sử cho thấy đa số sự tăng thêm cũng chỉ là tạm thời. Chẳng hạn như trong thập niên 1920 – thời kỳ phát triển kinh tế nhanh kèm theo là sự phổ biến xe ô tô, điện khí, và máy thu thanh – những sự tương quan giữa các thị trường chứng khoán tăng lên đột ngột sau đó giảm sút.

Tóm lại, chu kỳ của thị trường đầu cơ tăng giá và hạ giá, các cuộc khủng hoảng tài chính, thị trường chứng khoán phát triển mạnh và dễ sụp đổ, đây là các yếu tố có thể dẫn các nhà đầu tư đi đến kết luận rằng trường hợp đầu tư quốc tế dài hạn thường không vững chắc. Do vậy, để thu được lợi nhuận từ việc đầu tư dài hạn vào các thị trường mới nổi, các nhà đầu tư phải chuẩn bị cho một sự bất ổn định đáng kể từ kỳ vọng dài hạn của mình ■

Tài liệu tham khảo:

Tập thể tác giả, Từ điển kinh tế thị trường từ A tới Z, NXB Trẻ TP.HCM.
Maddison, Angus, 2003, The World Economy: Historical Statistics.
Tokat, Yesim, 2004, International Equity Investing: Investing in Emerging Market.
Acemoglu, Daron, Simon Johnson and James Robinson, 2002, Reversal of Fortune: Geography and Institutions in the Making of the Modern World Income Distribution.
Pagan, Adrian R. and Kirill A. Sossounov, 2003, A simple Framework for Analysing Bull and Bear Markets.