

TỰ DO HÓA TÀI CHÍNH

Vấn đề, bài học trong bối cảnh khủng hoảng tài chính toàn cầu hóa

TS. VÕ TRÍ THÀNH

Viện Nghiên cứu Quản lý kinh tế Trung ương

(tiếp theo số 42)

3. Bài học xử lý khủng hoảng tài chính

Các cuộc khủng hoảng tài chính tại các nền kinh tế “mở”, đã tự do hóa tài chính về cơ bản hay trong quá trình tự do hóa tài chính (tài khoản vốn), có thể có qui mô, mức độ tác động và phạm vi lan tỏa (quốc gia, khu vực, toàn cầu) khác nhau, song như nêu ở trên, thường dẫn đến: sự đổ vỡ ngân hàng và các định chế tài chính khác; dòng vốn đảo chiều (hoặc đô la hóa tăng mạnh) và khủng hoảng BOP; và suy giảm/suy thoái kinh tế.

“Bài thuốc cứu chữa truyền thống” của IMF là: bơm tiền nhằm duy trì khả năng thanh toán cho các chủ nợ, đảm bảo “tính chuyển đổi” của cán cân vốn và ngăn ngừa sự đổ vỡ hàng loạt, cùng với việc thắt chặt CSTT và tài khóa để phục hồi lòng tin. Đồng thời, tài khoản vốn vẫn tiếp tục “mở” mặc dù có sự đảo chiều dòng vốn nhanh chóng và dự trữ ngoại hối bị hao hụt lớn; hơn nữa, điều kiện vay là “đồng chu kỳ” và các khoản vay là từ các “chủ

chính của IMF. Bài thuốc IMF, mặc dù không phải không có lý, thậm chí còn được một số mô hình lý thuyết hỗ trợ, song vẫn chịu không ít chỉ trích, nhất là trong và sau khủng hoảng Đông Á 1997-1998. Trước hết chính sách cho vay theo điều kiện “đồng chu kỳ” càng tác động tiêu cực đến nền kinh tế thực, làm gia tăng nạn thất nghiệp và nghèo đói. Việc dựa vào các chủ chính của IMF có thể làm sai lệch chương trình cứu trợ vì những mục tiêu chính trị. Cứu trợ tài chính còn làm suy yếu kỷ

luật thị trường, tạo thêm rủi ro đạo đức, khuyến khích cho vay thiếu thận trọng.

Chính vì vậy, theo Akyuz (2009): (i) IMF tiếp tục giữ vai trò giúp giải quyết khủng hoảng, song không nên đặt ra các điều kiện cơ cấu cũng như việc điều chỉnh chính sách vĩ mô khi mất cân đối thanh toán là do các cú sốc tạm thời từ bên ngoài vượt khỏi tầm kiểm soát của nước vay nợ; (ii) IMF không nên tài trợ cho dòng vốn chạy ra ồ ạt và kéo dài, mà nên khuyến khích các

chủ nợ và nhà đầu tư tư nhân cùng tham gia giải quyết cuộc khủng hoảng nợ và BOP; (iii) Cần thừa nhận quyền của các nước chịu sự đảo chiều dòng vốn được thực thi biện pháp tạm dừng trả nợ và kiểm soát ngoại hối; và (iv) IMF thực hiện phân tích việc cơ cấu lại nợ chính thức, song cần được giao cho một nhóm các chuyên gia độc lập (bao gồm cả kiến nghị phán xử/quyết định cơ cấu lại nợ chính thức của các nền kinh tế đang phát triển và mới nổi).





APF và ADBI (2000) cũng khuyến nghị cách xử lý khủng hoảng, bao gồm: (i) Khuyến khích khu vực tư nhân tham gia không chỉ vào việc “cuốn” nợ mà cả việc hình thành cung cách quản lý tốt hơn khủng hoảng thanh khoản; (ii) Thiết lập “đường dây tín dụng” giữa chủ nợ tư nhân và các định chế tài chính quốc tế; và (iii) Hạn chế nước ngoài nắm giữ nội tệ (thậm chí “đóng băng” việc người nước ngoài sử dụng nội tệ) nhằm hạn chế các cuộc tấn công đầu cơ; và (iv) Xây dựng cơ chế/thỏa thuận hợp tác tài chính khu vực (bổ sung cho IMF). Lưu ý là APF và ADBI nhấn mạnh cả ưu và nhược điểm của các biện pháp này và cách thức thực thi.

Rõ ràng, ngoài sự cần thiết phải có phối hợp và/hoặc trợ giúp quốc tế tầm khu vực và toàn cầu, bài học về cách xử lý của từng nền kinh tế đối với sự

đảo chiều dòng vốn và khủng hoảng là rất đáng tham khảo. Không có một khuôn mẫu chung cho tất cả. Các bài học xử lý khủng hoảng của Malaixia, Thái Lan, Indonesia và Hàn Quốc đã được bàn trong rất nhiều tài liệu nghiên cứu. Ở đây chỉ xin dẫn hai trường hợp khác. Một là một số suy nghĩ về khả năng áp dụng các biện pháp kiểm soát vốn ở Việt Nam

hiện nay¹ và hai là trường hợp Thụy Điển được xem là thành công trong xử lý khủng hoảng đầu những năm 1990.

Việt Nam hiện khá mở cho chu chuyển vốn, nhất là các giao dịch vốn vào. Tuy nhiên, Việt Nam có thể can thiệp trong trường hợp xấu xảy ra như khi dòng vốn đảo chiều mạnh. Theo QĐ1550/2004/ QĐ-NHNN, các nhà đầu tư phải chuyển đổi ngoại tệ sang VND để đầu tư, trong khi VND chưa phải là đồng tiền chuyển đổi (Ngoài ra, các nhà đầu tư phải thực hiện giao dịch mua bán USD chỉ trên một tài khoản). Hơn nữa, Pháp lệnh ngoại hối 28/2005 có quy định về các biện pháp bảo đảm an toàn khi cần thiết (như hạn chế việc mua, mang, chuyển, thanh toán đối với các giao dịch trên tài khoản vãng lai, tài khoản vốn; áp dụng các biện pháp kinh tế, tài chính, tiền tệ;...).

Trong trường hợp cần thiết, Việt Nam có thể sử dụng các biện pháp (như đánh thuế Tobin, tỷ giá kép, hoặc ký quỹ). Đồng thời cần: (i) tăng cường cơ chế phối hợp giữa Bộ Tài chính, NHNN,... trong giám sát chu chuyển vốn; (ii) triển khai giải trình cho công chúng và đối thoại với các nhà đầu tư; và (iii) xử lý linh hoạt CSTT và chính sách tỷ giá. Tuy nhiên, các biện pháp kiểm soát chu chuyển vốn (cả vào hoặc ra) có thể có tác động tiêu cực đến niềm tin của các nhà đầu tư và sự phát triển dài hạn của thị trường vốn. Một số biện pháp (như tỷ giá kép) có khó khăn nhất định về mặt kỹ thuật do khó tách biệt được các nguồn đầu tư gián tiếp và các nguồn vốn khác và dễ tạo các hoạt động trục lợi.

Xử lý khủng hoảng đầu những năm 1990 của Thụy Điển được xem là một kinh nghiệm đáng tham khảo. Từ giữa đến cuối thập niên 1980, Thụy Điển thực hiện giải điều tiết HTTC và liên kết tài chính với thị trường vốn thế giới (Năm 1989 tự do hóa tài khoản vốn). Kết quả là tín dụng và nợ gia tăng; tiêu dùng hộ gia đình tăng cao hơn nhiều thu nhập khả dụng; thị trường bất động sản và thị trường cổ phiếu bùng phát. Nền kinh tế tăng nóng song nhập khẩu tăng, xuất khẩu suy giảm và cán cân vãng lai thêm thâm hụt. Sự tin tưởng vào chế độ tỷ giá gắn định. Tháng 10/1990, đồng Krona bắt đầu bị tấn công đầu cơ. Riksbank (NHTW) tăng mạnh lãi suất nhằm bảo vệ giá trị đồng krona. Giá tài sản giảm, tình trạng phá sản gia tăng, hộ gia đình điều chỉnh

¹ Có tham khảo từ Đặng Đức Anh (2008)

giảm tiêu dùng (tiết kiệm âm cuối thập niên 1980 tăng lên +8% năm 1993). Hệ thống ngân hàng suy yếu, dẫn đến khủng hoảng; sản lượng công nghiệp giảm mạnh, thất nghiệp gia tăng. Nỗ lực bảo vệ tỷ giá đổ vỡ vào tháng 11/1992; tỷ giá được thả nổi và mất giá danh nghĩa khoảng 30%.

Theo Jonung (2009), Thụy Điển đã thành công trong xử lý và thoát ra khỏi khủng hoảng. Cốt lõi đảm bảo thành công (“mô hình Thụy Điển”) bao gồm 7 yếu tố, đó là:

Thứ nhất, việc cam kết bảo lãnh (toàn bộ) tài sản nợ ngân hàng (tháng 9/1992). Khi đó nợ nước ngoài ngắn hạn chiếm tới 40% tổng vay nợ ngân hàng. Chính cam kết này đã củng cố niềm tin thị trường, tránh được sự ô ạt rút tiền khỏi ngân hàng (dù sau đó ít lâu đồng Krona buộc phải thả nổi).

Thứ hai, sự thống nhất chính trị giữa Chính phủ và các phái đối lập trong xử lý khủng hoảng. Sự thống nhất này đã giúp tránh làm cho khủng hoảng ngân hàng thành vấn đề (tranh chấp) chính trị.

Thứ ba, hành động chính sách mau lẹ. Điều này giảm thiểu tính bất định chính sách, qua đó củng cố thêm niềm tin thị trường. Chính sách thay đổi nhanh cũng có rủi ro (sốc cho doanh nghiệp). Song hành động sớm còn quan trọng hơn là chờ đến khi có biện pháp chính sách thật đúng (“It’s more important to act early than to get it exactly right”).

Thứ tư, việc tạo dựng một khung khổ pháp lý và thể chế can thiệp thích hợp dựa trên

nguồn tài chính không giới hạn (open-ended funding). Cơ quan hỗ trợ ngân hàng (BSA) được thành lập (tháng 9/1992) với nguồn tài chính không bị qui định từ trước. Sự lựa chọn đó đã loại bỏ rủi ro là BSA khi cần phải quay lại xin Quốc hội bổ sung vốn. Chính sách xử lý ngân hàng xấu, vì vậy, càng đáng tin cậy.

Thứ năm, thông tin đầy đủ, định kỳ. Hơn thế, BSA còn tham khảo ý kiến chuyên gia bên ngoài (trong đó có nhiều người được thuê từ nước ngoài).

Thứ sáu, các chính sách xử lý dựa trên phân loại ngân hàng. Chiến lược ở đây là phân các ngân hàng thành 3 loại tùy thuộc vào tỷ lệ vốn theo qui định và mức độ nghiêm trọng của vấn đề: (1) khó khăn song có thể tự giải quyết được; (2) khó khăn là tạm thời và dần có thể phục hồi khả năng thanh toán; và (3) quá ốm yếu, vốn sở hữu bị xói mòn dần và có thể bị âm). Qua đó có cách giải quyết khác nhau (Hộp 1).

Thứ bảy, chính sách kinh tế vĩ mô thích hợp cho kết thúc khủng hoảng. Tỷ giá (buộc phải)

thả nổi tháng 11/1992 và mất giá lớn lại góp phần quan trọng cho phục hồi kinh tế từ năm 1993. Xuất khẩu trở thành một động lực của nền kinh tế. CSTT có khả năng tập trung vào các điều kiện trong nước; lãi suất dần hạ, bảng cân đối tài sản ngân hàng cải thiện và ngân hàng có lợi nhuận. Tháng 7/1996, đạo luật về khủng hoảng và bảo lãnh tài sản nợ ngân hàng được loại bỏ. Lưu ý là phí tổn tài khóa (ròng) trong xử lý ngân hàng xấu gần như bằng 0% GDP.

Loại 1: BSA khuyến khích ngân hàng tìm kiếm giải pháp khắc phục với sự tham gia của khu vực tư nhân. Các cổ đông cũng được yêu cầu bơm thêm vốn nếu có thể. Để tạo thuận lợi cho quá trình đó, BSA có thể bảo lãnh “mức độ thích hợp vốn” tạm thời.

Loại 2: Nếu không có được giải pháp dựa vào khu vực tư nhân, BSA sẽ triển khai hỗ trợ mạnh mẽ hơn thông qua đóng góp vốn hoặc cho vay cùng với việc bảo lãnh như đối với loại 1.

Loại 3: Một cách là đóng cửa theo trật tự. Cách khác khá hơn là BSA bán tài sản

Hộp 1: Cách giải quyết dựa trên phân loại ngân hàng

Hộp 1: Cách giải quyết dựa trên phân loại ngân hàng
<u>Loại 1</u> : BSA khuyến khích ngân hàng tìm kiếm giải pháp khắc phục với sự tham gia của khu vực tư nhân. Các cổ đông cũng được yêu cầu bơm thêm vốn nếu có thể. Để tạo thuận lợi cho quá trình đó, BSA có thể bảo lãnh “mức độ thích hợp vốn” tạm thời.
<u>Loại 2</u> : Nếu không có được giải pháp dựa vào khu vực tư nhân, BSA sẽ triển khai hỗ trợ mạnh mẽ hơn thông qua đóng góp vốn hoặc cho vay cùng với việc bảo lãnh như đối với loại 1.
<u>Loại 3</u> : Một cách là đóng cửa theo trật tự. Cách khác khá hơn là BSA bán tài sản xấu và hợp nhất phần còn lại của ngân hàng, hoặc là thuộc sở hữu của BSA hoặc thông qua sáp nhập với các ngân hàng khác. Để xử lý nợ xấu của các ngân hàng, 2 công ty quản lý tài sản (AMCs) đã được thành lập. Tài sản chuyển cho AMCs được ấn định giá trị thị trường thấp, thực tế là giá sàn trong quá trình xử lý. Do thị trường không kỳ vọng giá có thể giảm thấp hơn mức đó nên giao dịch được duy trì. (Điều này trái hẳn với chính sách của Nhật Bản là đặt giá cao cho các tài sản “xấu”, và vì vậy làm đóng băng thị trường bất động sản suốt gần một thập niên)
<i>Nguồn: Jonung (2009)</i>

Nguồn: Jonung (2009)



xấu và hợp nhất phần còn lại của ngân hàng, hoặc là thuộc sở hữu của BSA hoặc thông qua sáp nhập với các ngân hàng khác. Để xử lý nợ xấu của các ngân hàng, 2 công ty quản lý tài sản (AMCs) đã được thành lập. Tài sản chuyển cho AMCs được ấn định giá trị thị trường thấp, thực tế là giá sàn trong quá trình xử lý. Do thị trường không kỳ vọng giá có thể giảm thấp hơn mức đó nên giao dịch được duy trì. (Điều này trái hẳn với chính sách của Nhật Bản là đặt giá cao cho các tài sản “xấu”, và vì vậy làm đóng băng thị trường bất động sản suốt gần một thập niên).

Hiện vẫn có nhiều điểm có thể học hỏi từ “mô hình Thụy Điển”. Cuộc KHTC toàn cầu cũng có nguyên nhân từ sự bùng nổ tín dụng, giá tài sản đi liền với tự do hóa tài chính và các sáng tạo tài chính, lại được hỗ trợ bởi CSTT và tài khóa nới lỏng. Trong khi đó, giám

sát và điều tiết tài chính không đủ sức ngăn cản những bùng phát đó cũng như sự gia tăng các mất cân đối tài chính. Song sự học hỏi cũng cần thận trọng. Điều kiện mỗi quốc gia khác nhau, chưa nói đến thời điểm. Cuộc khủng hoảng hiện nay mang tính toàn cầu, hệ thống tài chính “tinh xảo” hơn; phí tổn xử lý cao hơn nhiều và cần sự phối hợp quốc tế. Tổng cầu sụt giảm mạnh nên rất khó tận dụng thị trường bên ngoài cho xuất khẩu.

4. Mẫu hình mới cho phát triển HTTC

Mẫu hình mới cho phát triển HTTC vẫn phải đảm bảo những nguyên tắc chung nhất được thừa nhận rộng rãi cùng việc tính đến xu hướng mới và cả các vấn đề đang đặt ra sau các cuộc khủng hoảng gần đây.

Trước hết, mẫu hình phát triển HTTC cần đáp ứng các nguyên tắc sau:

- Đảm bảo thông tin minh bạch; chuẩn mực hóa hệ thống kế toán và kiểm toán.
- Phát triển một HTTC cân đối hơn, không dựa quá mức vào hệ thống ngân hàng (cần cả sự phát triển thị trường cổ phiếu và trái phiếu).
- Hoàn thiện thị trường tiền tệ, các công cụ CSTT và nâng cao vai trò của ngân hàng trung ương (NHTW).

- Phối hợp có hiệu lực và hiệu quả giữa NHTW và Bộ Tài chính.

- Tự do hóa tài chính (bao gồm cả tự do hóa BOP) một cách thận trọng, theo trình tự thích hợp.

- Thực hiện giám sát thận trọng chu chuyển vốn, nhất là dòng vốn ngắn hạn, và cả HTTC.

Nếu chỉ nhìn khái quát dòng chu chuyển vốn sẽ không thấy hết sự phát triển nhanh chóng của HTTC và hàng loạt xu hướng mới đang tạo dựng lại và định hình HTTC trong tương lai. Các xu hướng quan trọng nhất tác động đến HTTC là:

- Sự sáng tạo tài chính (phát triển các dịch vụ và công cụ tài chính mới). Cuộc cách mạng về thông tin, công nghệ và áp lực cạnh tranh là cơ hội lớn để các định chế tài chính có thể đa dạng hóa sản phẩm tài chính và mở rộng “thực đơn” dịch vụ khách hàng.

- Cạnh tranh gia tăng đi cùng khuynh hướng hợp nhất giữa các định chế tài chính (có thể thông qua M&A). Ngày càng có sự hội tụ giữa các định chế tài chính về các sản phẩm tài chính cung ứng. Một hai thập niên lại đây đã chứng kiến sự ra đời và phát triển hàng loạt các tập đoàn tài chính mô hình công ty mẹ (Holding company model) và mô hình ngân hàng đa năng hay mô hình chi nhánh (Universal bank or subsidiary model).

- Toàn cầu hóa tài chính. Các định chế tài chính mở rộng các hoạt động xuyên biên giới quốc gia trong phạm vi khu vực và toàn cầu. Kết quả là ranh giới địa lý quốc gia không còn là hàng rào ngăn cản cạnh tranh quốc tế và áp lực đòi hỏi hợp

nhất các định chế tài chính nhỏ ngày càng lớn.

– Sự chuyển dịch đặc trưng dân số. Dân số già đi và gia đình với tính cách là tế bào xã hội cũng đang thay đổi, đòi hỏi phải có những đổi mới tiếp tục về mạng an sinh xã hội và dịch vụ bảo hiểm tài chính.

– Sự thay đổi cơ cấu kinh tế. Việc mở rộng các ngành định hướng dịch vụ, và cuộc cách mạng khoa học – công nghệ trên nhiều lĩnh vực đang mở ra vô số cơ hội đầu tư. Đầu tư và tăng trưởng kinh tế, đến lượt nó lại góp phần thúc đẩy sự phát triển dịch vụ tài chính, hệ thống tài chính và TTTC.

Những xu hướng lớn nói trên đang tác động sâu sắc tới phương thức quản trị của các định chế tài chính cũng như giám sát tài chính. Quản trị các định chế tài chính đang đòi hỏi phải có một loạt kỹ năng mới, bao gồm: kiến thức sâu rộng về tiếp thị, phương pháp lập kế hoạch có tính nhạy cảm đối với nhu cầu tài chính đang thay đổi của khách hàng, khả năng đưa công nghệ mới vào các sản phẩm dịch vụ tài chính, năng lực xử lý hiệu quả các luồng thông tin để có thể đưa ra các quyết định chuẩn xác. Đặc biệt, các nhà quản lý định chế tài chính phải thông thạo các công cụ quản trị rủi ro (vẫn đang tiếp tục được phát triển).

Cho đến một vài năm lại đây, xu hướng giải điều tiết vẫn ngự trị. Tuy nhiên, điều đó không có nghĩa là vai trò giám sát đối với HTTC sẽ không còn. Trái lại, vai trò đó vẫn cực kỳ quan trọng với sự dịch chuyển nhất định về mục tiêu

và phương thức quản lý. Cuộc KHTC toàn cầu hiện nay càng cho thấy điều đó. Các cơ quan quản lý sẽ lưu ý hơn đến các qui định về tỷ lệ vốn chủ sở hữu, quỹ dự phòng rủi ro, các loại hình bảo lãnh/bảo hiểm của chính phủ, và mức độ rủi ro cho phép đối với mỗi định chế, và có thể cả công cụ tài chính. Các nguyên tắc giám sát được đặc biệt quan tâm liên quan đến việc minh bạch hóa thông tin tài chính, bảo vệ quyền lợi của khách hàng, trách nhiệm xã hội của các định chế tài chính, và việc tạo dựng một “sân chơi bình đẳng”. Mục đích của những đổi mới trong phương thức giám sát tài chính là đảm bảo tính hiệu quả và thông suốt trong hoạt động của HTTC, sự an toàn các nguồn tiết kiệm của công chúng, và niềm tin của công chúng đối với HTTC. Đặc biệt giám sát tài chính khu vực và toàn cầu sẽ được quan tâm đầy đủ hơn cả trên góc độ pháp lý, cả trên góc độ tổ chức và phối hợp giữa các quốc gia.

Về mặt cấu trúc, có 2 mô hình giám sát HTTC. Mô hình thứ nhất là giám sát theo định chế và mô hình thứ hai là giám sát theo chức năng. Mô hình thứ nhất gắn với việc xây dựng những cơ quan riêng biệt để quản lý những nhóm định chế tài chính khác nhau. Mô hình thứ hai liên quan đến việc thành lập các

cơ quan (khác nhau) nhằm xử lý những nguồn gốc/nguyên nhân của thất bại thị trường. Mặc dù vậy, trong thực tế, nhiều quốc gia xây dựng một mô hình hỗn hợp, kết hợp cả giám sát theo định chế và theo chức năng.

Thực tế cho thấy không có một mô hình giám sát nào là lý tưởng, phù hợp với tất cả các HTTC. Một mô hình giám sát phù hợp phụ thuộc vào cách nhìn nhận vai trò và trình độ phát triển của HTTC, môi trường pháp lý cũng như trình độ và kỹ năng quản lý của các cơ quan giám sát. Trong trường hợp HTTC chủ yếu dựa vào ngân hàng, lợi ích của việc duy trì công tác giám sát ngân hàng bên trong NHTW có thể lớn hơn lợi ích của việc xây dựng một cơ quan quản lý thống nhất độc lập với NHTW. Còn khi mục tiêu của chính phủ là thúc đẩy phát triển một khu vực tài chính phi ngân hàng lành mạnh và cạnh tranh, thì việc thống nhất giám



sát xem ra thích hợp hơn và lợi ích có được nhờ giám sát mang tính trung tính và hiệu ứng qui mô sẽ lớn hơn.

Các ngân hàng cũng có xu hướng trở thành các tập đoàn tài chính đa năng và điều này làm cho công tác giám sát tài chính trở nên phức tạp hơn, nhất là khi có sự bùng phát chu chuyển vốn và nhiều công cụ tài chính mới xuất hiện. Một số nước muốn chuyển hệ thống giám sát đa tổ chức sang hệ thống đơn nhất. Tuy nhiên, hiện vẫn chưa

có sự đồng thuận về sự nổi trội của hệ thống giám sát đơn nhất so với hệ thống đa tổ chức. Mỗi nước có thể theo đuổi hệ thống giám sát riêng và việc chuyển đổi hệ thống từ đa tổ chức sang đơn nhất là một quá trình phức tạp và có thể tốn kém. Một môi trường điều tiết có chất lượng (tham nhũng thấp; quyền sở hữu tư nhân đảm bảo; thông tin minh bạch; kỷ luật thị trường giữ vững) còn quan trọng hơn là (những) ai điều tiết cái gì và như thế nào (Corbett 2007).

Nhiều ý kiến cho rằng cuộc KHTC toàn cầu bắt nguồn từ Hoa Kỳ hiện nay sẽ thúc đẩy cải cách HTTC và tăng cường giám sát tài chính theo hướng “nhiều điều tiết hơn (more regulation)”. Cái khó và phức tạp là ở chỗ làm sao hạn chế được rủi ro đổ vỡ/KHTC trong khi vẫn đảm bảo sự phát triển năng động, sáng tạo của HTTC.

Theo Frank (2009), vấn đề là ngữ nghĩa của khái niệm



“điều tiết” và vẫn còn nhiều điểm tranh cãi.

– *Thứ nhất*, “điều tiết” có nghĩa là thông tin minh bạch, đầy đủ; đối tượng công khai thông tin phải là một tập hợp rộng rãi các định chế tài chính. Song rộng đến đâu? Phải chăng gồm cả các quỹ đầu cơ, công ty bảo hiểm,.. và cả sáng tạo tài chính? Câu trả lời là đúng như vậy, vì nền kinh tế sẽ hứng chịu tác động tiêu cực nếu những thứ đó đổ vỡ. Câu trả lời cũng có thể là không vì chính phủ không nên “kiềm chế” sự sáng tạo được triển khai kín đáo.

– *Thứ hai*, “điều tiết” có nghĩa yêu cầu đảm bảo tỷ lệ vốn thích đáng. Đã có Basel I và II. Bản chất các nguyên tắc ở đây là khi đối mặt với càng nhiều rủi ro thì ngân hàng càng cần nhiều vốn hơn để đảm bảo khả năng thanh toán và sự ổn định kinh tế nói chung. Basel II còn cố gắng đặt ra những đòi hỏi về quản trị rủi ro về vốn

một cách chuẩn mực. Câu hỏi là thế đã đủ hay chưa?

– *Thứ ba*, “điều tiết” có nghĩa là giám sát. Ở đây cũng có không ít điều cần tranh luận. Lấy ví dụ, có phải giám sát là buộc các chính sách chủ yếu của định chế tài chính phải được cơ quan giám sát thông qua? Hay đơn thuần là lời khuyên và bình luận? (Lưu ý là các nhà sáng tạo tài chính thường ít nhất đi trước một bước cơ quan giám sát).

– *Thứ tư*, “điều tiết” cũng có nghĩa là sở hữu chính phủ, toàn bộ hay một phần. Một ví dụ gắn với sở hữu chính phủ là tài sản “độc hại” (toxic assets); thường thì chính phủ mua, sở hữu, quản lý, và sau đó bán lại. Cách làm này có thể tạo ra “rủi ro đạo đức”. Chính phủ cũng không dễ thuê được các nhà quản lý có trình độ và giỏi giang từ khu vực tư nhân. Sở hữu toàn bộ (quốc hữu hóa) cũng vấp phải những vấn đề tương tự.

– *Thứ năm*, “điều tiết” còn có nghĩa ai sẽ là người thực hiện vai trò này. Tại Hoa Kỳ, ở cấp liên bang có Cục Dự trữ Liên bang và Cơ quan Kiểm soát tiền tệ (Comptroller of Currency). Nhiều bang cũng có các cơ quan tương tự. Vậy có thể hợp lý hóa hơn không? Lại còn cơ quan giám sát/điều tiết quốc tế? Cơ hội để các nước chấp thuận Basel cao hơn nhiều khả năng chịu sự áp đặt của điều tiết quốc tế.

Lập luận cuối cùng này phần nào cho thấy những khó khăn trong thiết lập hệ thống giám sát tài chính toàn cầu/khu vực. Tuy nhiên, những bước đi có ý nghĩa đã được triển khai như tại Đông Á và được cam kết thực hiện tại Hội nghị Cấp cao G-20 bàn về xử lý khủng hoảng vào tháng 4/2009.

HTTC của các nền kinh tế Đông Á vốn thường được mô tả với ba đặc trưng chủ yếu: (1) tỷ lệ tiết kiệm nội địa cao; (2) cấu trúc tài chính dựa vào ngân hàng; và (3) thị trường trái phiếu, nhất là thị trường trái phiếu công ty, chưa phát triển. Sau khủng hoảng 1997-1998, các nước Đông Á đã có không ít cải cách, phát triển HTTC theo hai định hướng chính: (i) cải tổ hệ thống ngân hàng thương mại; và (ii) hình thành dần một cấu trúc tài chính cân đối hơn thông qua việc phát triển thị trường trái phiếu. Đồng thời, Đông Á cũng đã có những nỗ lực nhất định thúc đẩy hợp tác và hội nhập tài chính khu vực trên bốn lĩnh vực (Kawai 2008):

- Thiết lập công cụ tài chính trợ giúp nhau trong khu vực;
- Tăng cường hệ thống thông tin, giám sát;
- Tạo dựng một cơ chế phối hợp CSTT và tỷ giá;
- Phát triển thị trường trái phiếu khu vực.

Lĩnh vực thứ nhất đã đạt được một số tiến bộ đáng kể, đặc biệt là việc thực hiện sáng kiến Chiang Mai (CMI tháng 6/2000) với Hiệp định Hoán đổi tiền tệ ASEAN (ASA) và mạng lưới các Hiệp định Hoán đổi tiền tệ Song phương (BSAs)

nhằm chống lại các cuộc tấn công tiền tệ có tính đầu cơ và giảm thiểu rủi ro khủng hoảng tiền tệ có thể xảy ra trong tương lai. ASA được mở rộng vào tháng 11/2000 bao gồm tất cả các nước thành viên ASEAN với tổng giá trị 1 tỷ USD. Tháng 7/2007 qui mô của các BSAs lên tới 83 tỷ USD và của ASA đạt 2 tỷ USD (Tháng 2/2009, CMI được “đa phương hóa” với nguồn lực cam kết đến 120 tỷ USD).

Cùng với các cuộc họp định kỳ, cơ chế giám sát đã được xây dựng khá toàn diện, bao gồm từ việc trao đổi thông tin và thảo luận diễn biến tình hình kinh tế – tài chính khu vực và thế giới đến việc xây dựng hệ thống cảnh báo sớm và kiến nghị chính sách cũng như các hành động phối hợp nhằm đảm bảo ổn định tài chính và ngăn ngừa khủng hoảng. Tuy nhiên, hiệu lực thực thi cơ chế giám sát còn rất hạn chế.

Hạn chế nữa là trên thực tế, sự phối hợp CSTT và tỷ giá vẫn chưa được thiết lập. So với EU, Đông Á cũng có những điều kiện kinh tế không kém phần thuận lợi cho việc có được một khu vực đồng tiền tối ưu (optimal-currency-area).

Tuy nhiên, việc hình thành liên minh tiền tệ còn phụ thuộc vào mức độ linh hoạt dịch chuyển của

các luồng nhân tố sản xuất (đặc biệt là lao động) và sự phối hợp chính sách tài khóa. Liên minh tiền tệ không chỉ gắn với điều kiện kinh tế, mà còn liên quan đến các vấn đề chính trị, xã hội. Ngay việc xây dựng cơ chế giám sát tài chính đã cho thấy không ít những khía cạnh chính trị nhạy cảm (chẳng hạn, có liên quan đến chủ quyền quốc gia) không dễ vượt qua. Chính vì vậy, cho đến nay trong lĩnh vực phối hợp CSTT và tỷ giá vẫn chưa có các sáng kiến cụ thể được chấp thuận, ngoài các nghiên cứu về khả năng tạo dựng một hệ thống tiền tệ chung thích hợp cũng như dùng chỉ số đồng tiền châu Á (ACU) để tham khảo.

Các nước Đông Á có sự đồng thuận rất cao về sự cần thiết phải phát triển thị trường trái phiếu khu vực. Sáng kiến Thị trường trái phiếu châu Á (ABMI) đưa ra cuối năm 2002 đã nhận được sự đồng tình của



cả 13 nước ASEAN + 3. Các nhóm công tác cũng nghiên cứu khả năng phát hành trái phiếu để tài trợ đầu tư trực tiếp nước ngoài ở các nước Châu Á cũng như khả năng phát hành trái phiếu theo các đồng tiền khác nhau và theo giỏ tiền tệ. Để tạo dựng môi trường thuận lợi cho sự phát triển thị trường trái phiếu khu vực, các nhóm công tác đã xem xét các vấn đề: bảo lãnh tín dụng; xây dựng hệ thống định mức tín nhiệm; thiết lập cơ chế thông tin; cải thiện hệ thống thanh toán; phát triển cơ sở hạ tầng thể chế và pháp lý. Đồng thời, sẽ khó có được một thị trường trái phiếu khu vực hiệu quả nếu các nước trong khu vực không thực thi cải cách HTTC và mở cửa (hợp lý) thị trường tài chính của mình.

Nhìn tổng thể, tiến trình cải cách hệ thống và thị trường tài chính của các nền kinh tế Đông Á và hợp tác, hội nhập tài chính khu vực đã gặt hái được những kết quả đáng khích lệ. Tuy nhiên, tiến trình này còn tụt hậu so với sự phát triển thương mại và đầu tư trong khu

vực và chưa đáp ứng được yêu cầu phát triển năng động, bền vững của một khu vực có tỷ lệ tiết kiệm nội địa và nguồn dự trữ ngoại tệ cao. Đây còn là cả một con đường dài đối mặt với không ít khó khăn phía trước. Sự gia tăng chu chuyển vốn vào Đông Á trong những năm gần đây và tác động của cuộc KHTC toàn cầu bùng phát từ tháng 9/2008 đang đặt ra không ít thách thức đối với HTTC ở Đông Á. Đối phó với những thách thức đó không chỉ đòi hỏi phải có các chính sách kinh tế vĩ mô thích hợp, mà còn cần tăng cường hơn nữa sự lãnh đạo của các HTTC quốc gia (điều tiết và quản trị rủi ro dựa trên chuẩn mực cao hơn; thông tin minh bạch...) và hiệu quả các hành động tập thể (toàn cầu, khu vực) nhất là đối với hệ thống giám sát, phối hợp chính sách tỷ giá (cấp khu vực) và hỗ trợ nâng cao năng lực (Kawai và Lamberte 2008).

Phạm vi và mức độ tác động tiêu cực của cuộc KHTC toàn cầu hiện nay là rất sâu rộng và không thể vượt qua nếu không có sự hợp tác, phối hợp

chống khủng hoảng, phục hồi kinh tế giữa các quốc gia và trên phạm vi toàn cầu. Hai Hội nghị Cấp cao nhóm G-20 vào tháng 11/2008 và đầu tháng 4/2009 là biểu hiện của sự hợp tác, phối hợp đó. Hội nghị Cấp cao G-20 tháng 4/2009 đã đạt được nhiều thảo thuận quan trọng, tích cực trong vượt qua khủng hoảng, phục hồi kinh tế và cải cách tài chính, bao gồm cả giám sát tài chính toàn cầu (Hộp 2). Vai trò, vị thế không thể thiếu của các nền kinh tế mới nổi, nhất là Trung Quốc, được thừa nhận.

– Cam kết huy động 1100 tỷ USD nhằm vực dậy kinh tế toàn cầu (cùng tổng gói cứu trợ quốc gia lên tới 5000 tỷ USD)

– Tăng gấp 3 nguồn lực IMF lên 750 tỷ USD với quyền rút vốn (SDR) mới, các khoản vay bổ sung và bảo lãnh vốn cho thương mại, nhằm hỗ trợ các nền kinh tế gặp khó khăn.

– Cải tổ IMF và Ngân hàng Thế giới được hoàn tất vào năm 2010 với việc đóng góp của các quốc gia dựa trên thực lực kinh tế.

– Thiết lập Hội đồng Ổn định tài chính (FSB; trên cơ sở Diễn đàn Ổn định tài chính của G-20) phối hợp với IMF để kịp thời cảnh báo sớm rủi ro tài chính và kinh tế vĩ mô cũng như đưa ra các biện pháp xử lý.

– Cam kết chống lại mọi hình thức bảo hộ và cam kết tiếp tục mở cửa thương mại, đầu tư.

– Cải cách tài chính mạnh mẽ, bao gồm: Đưa tất cả các định chế, công cụ, thị trường tài chính “quan trọng về mặt hệ thống” (kể cả các quỹ đầu cơ)

Hộp 2. Kết quả chính của Hội nghị Cấp cao G-20 (tháng 4/2009)

Hộp 2. Kết quả chính của Hội nghị Cấp cao G-20 (tháng 4/2009)

- Cam kết huy động 1100 tỷ USD nhằm vực dậy kinh tế toàn cầu (cùng tổng gói cứu trợ quốc gia lên tới 5000 tỷ USD)
- Tăng gấp 3 nguồn lực IMF lên 750 tỷ USD với quyền rút vốn (SDR) mới, các khoản vay bổ sung và bảo lãnh vốn cho thương mại, nhằm hỗ trợ các nền kinh tế gặp khó khăn
- Cải tổ IMF và Ngân hàng Thế giới được hoàn tất vào năm 2010 với việc đóng góp của các quốc gia dựa trên thực lực kinh tế
- Thiết lập Hội đồng Ổn định tài chính (FSB; trên cơ sở Diễn đàn Ổn định tài chính của G-20) phối hợp với IMF để kịp thời cảnh báo sớm rủi ro tài chính và kinh tế vĩ mô cũng như đưa ra các biện pháp xử lý
- Cam kết chống lại mọi hình thức bảo hộ và cam kết tiếp tục mở cửa thương mại, đầu tư
- Cải cách tài chính mạnh mẽ, bao gồm: Đưa tất cả các định chế, công cụ, thị trường tài chính “quan trọng về mặt hệ thống” (kể cả các quỹ đầu cơ) vào diện phải điều tiết; Nêu và bêu danh, thậm chí có thể phong tỏa những “thiên đường thuế” (tax heaven) không chịu hợp tác và chấp thuận các nguyên tắc quốc tế; Trả lương cho các CEO theo nguyên tắc tránh khuyến khích chấp nhận rủi ro quá mức và có thưởng cả khi thất bại; hạn chế xung đột lợi ích và nâng cao chuẩn mực hành nghề đối với các tổ chức định mức tín nhiệm; Làm sạch tài sản xấu của các ngân hàng

Nguồn: Tổng hợp theo báo chí nước ngoài

Nguồn: Tổng hợp theo báo chí nước ngoài

vào diện phải điều tiết; Nêu và bêu danh, thậm chí có thể phong tỏa những “thiên đường thuế” (tax heaven) không chịu hợp tác và chấp thuận các nguyên tắc quốc tế; Trả lương cho các CEO theo nguyên tắc tránh khuyến khích chấp nhận rủi ro quá mức và có thưởng cả khi thất bại; hạn chế xung đột lợi ích và nâng cao chuẩn mực hành nghề đối với các tổ chức định mức tín nhiệm; Làm sạch tài sản xấu của các ngân hàng.

Cuộc khủng hoảng hiện nay thực sự đặt ra một cách nghiêm túc việc nhìn nhận lại các triết lý và chủ thuyết phát triển thị trường tài chính gắn với quá trình toàn cầu hóa và “những sáng tạo tài chính”, để trên cơ sở đó có những cải cách toàn diện khung khổ pháp lý, thể chế giám sát và những chuẩn mực quản trị rủi ro đối với HTTC, cả ở cấp độ quốc gia, khu vực và toàn cầu. Sâu xa hơn, cuộc KHTC trong chừng mực nhất định là biểu hiện của “sự thất bại thị trường” cùng “sự thất bại nhà nước” và “sự thất bại toàn cầu hóa”. Ngay cách thức can thiệp ồ ạt và trực tiếp của các nhà nước cũng mang tính “ngắn hạn” và tiềm ẩn không ít nguy cơ “thất bại nhà nước” trong tương lai (như có thể làm tăng vấn đề rủi ro đạo đức và làm méo mó hơn vấn đề phân phối, phân bổ nguồn lực, nhất là nguồn lực tài chính). Nhà nước, thị trường, hội nhập vẫn là những thực thể thể chế không thể loại trừ, mà bổ sung cho nhau. Vấn đề là lý giải nguyên nhân sâu xa của những “thất bại” nằm trong các thể chế đó, giảm thiểu rủi ro, phát huy những



mặt “mạnh” vốn có của chúng. Mô hình phát triển mới không chỉ phải xử lý một cách thích hợp, hiệu quả mối quan hệ truyền thống nhà nước – thị trường – xã hội công dân mà cả các tương tác kinh tế ảo – kinh tế thực và quốc gia – khu vực – toàn cầu cũng như những giao thoa giữa các quan hệ, tương tác đó ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Akyuz, Yilmaz (2009), “Policy Response to the Global Financial Crisis: Key Issues for Developing Countries”, South Centre, Geneva, May.
2. APF-ADBI, 2000, Policy Recommendations for Preventing Another Capital Account Crisis, ADBI, Tokyo, 7 July.
3. Đặng Đức Anh (2008), “Chu chuyển vốn và chính sách quản lý”, Hà Nội, tháng 4 (mimeo)
4. Frank, Victor H. Jr. (2009), “Talking Points on Financial Reform in the US”, A Note for at the ADBI Conference on “Global Financial and Economic Crisis: Impacts, Lessons, and Growth Rebalancing”, Tokyo, 22-23 April
5. Ishii S. and K. Habermeier, 2002, “Capital account liberalization and financial sector stability”, IMF occasional paper No. 211, Washington DC.
6. Jonung, Lars (2009), “Financial Crisis and Crisis Mangement in Sueden: Lessons for Today”, Paper presented at the ADBI Conference on “Global Financial and Economic Crisis: Impacts, Lessons, and Growth Rebalancing”, Tokyo, 22-23 April.
7. Kawai, Masahiro (2008). “Evolving Regional Architecture in East Asia”, ADBI Research Policy Brief, ADBI Tokyo, February
8. Kawai, Masahiro and Mario B. Lamberte (2008). “Managing Capital Flows in Asia: Policy Issues and Challenges”, ADBI Research Policy Brief, ADBI Tokyo, June
9. Otter-Robe and Johnston, B.R (1999), “A Modernized Approach to Managing the Risks in Cross-Border Capital Movements”. In IMF Policy Discussion Papers, PDP/99/6.
10. Trịnh Quang Long (2006), “Tự do hóa tài chính và rủi ro phát sinh: Kinh nghiệm quốc tế và kiến nghị một lộ trình cho VN”, Đề tài khoa học cấp Bộ, Hà Nội.
11. Vo Tri Thanh and Pham Chi Quang (2008), “Managing Capital Flows: The Case of Vietnam”, ADBI Discussion Paper No 105, ADB Institute, May.