

Bàn luận về **SỰ ỔN ĐỊNH** của **KHU VỰC TÀI CHÍNH**

GS.TS. NGUYỄN THỊ CÀNH
Khoa Kinh Tế – ĐHQG TP.HCM

Trong bài viết này, tác giả muốn trình bày các vấn đề liên quan đến bốn câu hỏi sau: (1) tại sao phải ổn định hệ thống hay khu vực tài chính (KVTC), hay vai trò của ổn định KVTC là gì?; (2) Những tiêu chí nào đánh giá ổn định KVTC?; (3) Nguyên nhân của việc bất ổn KVTC là gì?; và (4) Giải pháp nào để ổn định KVTC?

Để trả lời cho câu hỏi thứ nhất, hãy bắt đầu bằng việc phân tích vai trò, chức năng của hệ thống tài chính (HTTC). HTTC là tổng hợp các định chế tài chính (ĐCTC), thị trường tài chính (TTTC), các công cụ tài chính và cả cơ sở hạ tầng tài chính. Chức năng của HTTC gồm: (1) Cầu nối giữa tiết kiệm và đầu tư; (2) Tập trung, phân tán, giảm bớt rủi ro; (3) Giám sát doanh nghiệp; và (4) Vận hành hệ thống thanh toán.

Chức năng về cầu nối giữa tiết kiệm và đầu tư

Trong nền kinh tế, vốn đóng một vai trò quan trọng. Nền kinh tế phát triển yêu cầu phải có vốn để đầu tư. Để cho người có vốn gặp được người có nhu cầu sử dụng vốn đòi hỏi phải có một quá trình luân chuyển vốn. Quá trình luân chuyển vốn được hình thành trên cơ sở cơ chế hoạt động chuyển đổi từ tiết kiệm sang đầu tư. Trong nền kinh tế thị trường có hai kênh huy động vốn (HĐV) gồm HĐV gián tiếp và HĐV trực tiếp. Kênh HĐV gián tiếp được thực hiện thông qua các ĐCTC trung gian. Ngân hàng đóng vai trò trung gian giữa người có vốn và người cần vốn thông qua việc HĐV nhàn rỗi rồi cho vay. Ngân hàng cùng với các tổ chức tín dụng khác đã làm cho quá trình luân chuyển vốn phát triển nhanh chóng. Kênh HĐV trực tiếp là hình thức HĐV thông qua việc người cần vốn phát hành các loại giấy có giá trị chứng nhận chủ quyền về các khoản vốn được sử dụng cùng với những quyền lợi hay lợi ích mà người mua được thụ hưởng. Các kênh HĐV trực tiếp hay gián tiếp đều được diễn ra chủ yếu trên một thị trường có tổ chức chính là TTTC.

Chức năng tập trung và phân tán rủi ro

Do các giao dịch tài chính thường đi đôi với rủi ro, một HTTC hoạt động tốt sẽ giúp đánh giá, tập trung, chuyển hóa, và phân tán rủi ro, “sàng lọc” rủi ro (screening) và quản lý rủi ro qua các công cụ phái sinh, giảm rủi ro qua việc đa dạng hóa danh mục đầu tư, các quỹ đầu tư.

Chức năng vận hành hệ thống thanh toán

Vai trò của các trung gian tài chính đối với thị trường hàng hóa, dịch vụ là (1) cung cấp các tài khoản ngân hàng; (2) đảm bảo thanh toán chuyển khoản; (3) thực hiện giao dịch qua hệ thống thẻ tín dụng; (4) làm tăng tính thanh khoản của các tài sản tài chính; và (5) làm giảm chi phí giao dịch và bất cân xứng về thông tin nhờ lợi thế theo quy mô.



Chức năng giám sát doanh nghiệp

Chức năng giám sát doanh nghiệp được thể hiện, thứ nhất, HTTC tốt giúp phân bổ và giám sát việc sử dụng vốn một cách hiệu quả; Thứ hai, HTTC tốt giúp giảm sự bất cân xứng về thông tin; Thứ ba, HTTC tốt giúp thực hiện quản trị doanh nghiệp hiện đại. Chẳng hạn, ngân hàng đánh giá khả năng tín dụng và hiệu quả dự án đầu tư của doanh nghiệp khi xem xét cho vay và đe dọa ngưng cấp vốn nếu hoạt động đầu tư sau đó không có hiệu quả. Người nắm giữ trái phiếu buộc doanh nghiệp không được phát hành thêm nợ để kiểm soát mức rủi ro tín dụng của trái phiếu.

Với những chức năng trên cho thấy nếu HTTC hoạt động tốt có sự phát triển lành mạnh và ổn định sẽ gia tăng luồng lưu chuyển vốn, hạn chế rủi ro, giúp các doanh nghiệp phát triển, hoạt động đầu tư có hiệu quả, góp phần thúc đẩy phát triển kinh tế.

Trong HTTC chức năng của ngân hàng trung ương (NHTW) đóng vai trò quan trọng đối với ổn định và phát triển kinh tế. Nhìn chung, NHTW có bốn chức năng cơ bản:



Chức năng phát hành tiền: bao gồm cả chức năng phát hành tiền giấy và phát hành tiền xu.

Ngân hàng của các ngân hàng: ngoài chức năng phát hành tiền, NHTW được biết đến nhiều nhất bởi chức năng ngân hàng của các ngân hàng thông qua vai trò người cho vay cuối cùng (Lender of last resort). Tuy nhiên, chức năng ngân hàng của các ngân hàng không chỉ dừng lại ở vai trò người cho vay cuối cùng, NHTW còn là tổ chức chịu trách nhiệm trọng yếu trong việc tổ chức hệ thống thanh toán quốc gia, là nơi mở tài khoản và thực hiện trung gian thanh toán cho các ngân hàng trung gian. NHTW cũng có thể là cơ quan chịu trách nhiệm duy nhất, hoặc trách nhiệm chính hoặc phối hợp trong việc tổ chức giám sát, quản lý hoạt động của các ngân hàng trung gian tùy theo luật của mỗi nước.

Cơ quan xây dựng và thực thi chính sách tiền tệ quốc gia: ở chức năng này, NHTW sử dụng các công cụ để điều hành chính sách tiền tệ quốc gia thông qua việc tác động đến mức cung tiền trong nền kinh tế. Các công cụ mà NHTW sử dụng thông thường bao gồm nghiệp vụ thị trường mở, dự trữ bắt buộc và lãi suất chiết khấu.

Ngân hàng của chính phủ: Dù xây dựng mô hình trực thuộc hay độc lập với chính phủ, NHTW vẫn là tổ chức cung ứng dịch vụ ngân hàng cho chính phủ. NHTW đóng vai trò là thủ quỹ cho kho bạc, là chủ nợ cho chính phủ vay tiền và cũng là cơ quan được chính phủ ủy nhiệm để làm việc với các tổ chức tài chính quốc tế. Ngoài ra, thông thường NHTW cũng chính là cơ quan quản lý dự trữ ngoại hối, điều hành cơ chế tỷ giá của quốc gia, theo dõi, dự báo và quản lý cán cân thanh toán quốc tế để thực hiện những can thiệp kịp thời khi cần thiết.

Chính sách tiền tệ là chính sách cung ứng tiền của NHTW. NHTW, căn cứ vào thực trạng của nền kinh tế, thực hiện điều chỉnh lượng tiền cung ứng bằng cách tăng hay giảm khối lượng cung tiền cho phù hợp với tổng cầu, nhằm duy trì sự cân bằng giữa cung và cầu tiền. Vai trò ổn định tài chính thể hiện: *Thứ nhất*, là ổn định giá trị tiền tệ- đây được xem là mục tiêu tối thượng được ưu tiên hơn cả do bởi khi lạm phát tăng cao, không ổn định thì sẽ gây tác hại nghiêm trọng đến toàn bộ hoạt động của nền kinh tế, làm phức tạp và bóp méo các quyết định trong kế hoạch của chính phủ, doanh nghiệp và các cá nhân. *Thứ hai*, ổn định



lãi suất: khi lãi suất biến động thất thường hoặc mức biến động cao sẽ gây nên tác động đến sự bất ổn trong các hành vi tiêu dùng, tiết kiệm và đầu tư. Điều này sẽ gián tiếp ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế, việc làm và thu nhập. *Thứ ba*, ổn định TTTC: nếu thị trường tài chính bất ổn, dòng vốn luân chuyển từ tiết kiệm sang đầu tư sẽ bị ảnh hưởng và hậu quả đương nhiên và gây nên bất ổn kinh tế. Mục tiêu của ổn định tài chính là thúc đẩy tăng trưởng kinh tế đảm bảo việc làm và nâng cao thu nhập cho người dân-đóng vai trò quyết định trong ổn định chính trị-xã hội. Các chính sách tài chính-tiền tệ kích thích tăng trưởng kinh tế sẽ tạo ra động lực cho tiết kiệm và đảm bảo cho các nguồn vốn đầu tư trong nước ngày càng tăng, môi trường kinh doanh ổn định. Chính sách tiền tệ thúc đẩy tăng trưởng kinh tế sẽ tạo ra việc làm và thu nhập cao. Công dân có thu nhập khả dụng cao hơn sức mua sẽ tăng, việc kinh doanh, tiết kiệm và đầu tư cũng sẽ tăng đảm bảo tăng trưởng kinh tế và ổn định xã hội.

Tóm lại, HTTC ổn định sẽ tạo sự an toàn cho môi trường đầu tư và kinh doanh, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và ổn định đời sống nhân dân, ổn định chính trị, xã hội. Nếu HTTC bất ổn sẽ dẫn đến khủng hoảng tài chính, khủng hoảng kinh tế làm cho nền kinh tế tăng trưởng âm như những gì đã

và đang xảy ra ở các nước Châu Á, Châu Mỹ, Châu Âu, các nước phát triển và toàn thế giới ngày nay.

Vậy những tiêu chí nào đo lường hay đánh giá sự ổn định của HTTC? Để trả lời cho câu hỏi thứ hai, trong bài viết này chúng tôi chỉ tập trung giới hạn về các chỉ tiêu đo lường mức độ ổn định của hệ thống ngân hàng thông qua các chỉ số giám sát “sức khỏe” của từng ngân hàng riêng rẽ và chỉ số tích hợp cho toàn bộ hệ thống. Cơ sở đề xuất các tiêu chí đánh giá dựa vào hệ thống các chỉ tiêu đánh giá mức độ lành mạnh của HTTC do Quỹ tiền tệ quốc tế (IMF) nghiên cứu và thiết lập. Khung phân tích lý thuyết này đã được nhiều nghiên cứu cũng như nhiều quốc gia vận dụng làm căn cứ để xem xét mức độ lành mạnh của từng ĐCTC riêng rẽ cũng như toàn bộ hệ thống. Đó là khung phân tích CAMELS- phân tích các chỉ số tích hợp vì mô kết hợp với các chỉ số vĩ mô của nền kinh tế để đánh giá mức độ lành mạnh của một HTTC nói chung và hệ thống ngân hàng nói riêng. Ngoài ra, các tiêu chí đánh giá mức độ ổn định của HTTC cũng có thể dựa vào các chuẩn mực quốc tế về quản trị rủi ro ngân hàng như Hiệp ước BASEL II.

Khung phân tích CAMELS, liên quan đến phân tích 6 nhóm các chỉ tiêu có tác động đến sức khỏe hay mức độ ổn định của các ĐCTC riêng rẽ và có thể tích hợp cho toàn bộ hệ thống gọi là các chỉ tiêu tích hợp vĩ mô gồm:

- Đảm bảo vốn đầy đủ hay an toàn vốn (Capital adequacy-C);
- Chất lượng tài sản (Asset quality-A);
- Quản trị lành mạnh (Management soundness-M);
- Thu nhập (Earnings-E);
- Tính thanh khoản (Liquidity-L); và
- Độ nhạy rủi ro thị trường (Sensitivity to market risk-S).

Chỉ tiêu đảm bảo vốn đầy đủ (hay hệ số an toàn vốn) (C) được sử dụng thông dụng nhất là tỷ lệ vốn cơ sở rủi ro tích hợp (tỷ lệ vốn trên lượng tài sản điều chỉnh rủi ro). Xu hướng giảm chỉ số này có thể là tín hiệu gia tăng sự phơi bày tính rủi ro. Chỉ số này cũng có thể có ích để giám sát các chỉ số chất lượng vốn.

Các chỉ số chất lượng tài sản (A). Các chỉ số chất lượng tài sản bao gồm cả các chỉ số ở cấp độ của định chế cho vay và các chỉ số ở cấp độ (vị trí) của các định chế đi vay. Ở cấp độ của tổ chức cho vay các chỉ số được xem xét bao gồm:

Thứ nhất, tập trung tín dụng (tỷ lệ tín dụng tập trung cao vào khu vực nào đó). Nhiều cuộc khủng hoảng tài chính trong quá khứ (gồm cả các cuộc khủng hoảng tài chính của Châu Á) được gây ra hay được mở rộng bởi sự suy sụp của các khu vực cụ thể trong nền kinh tế. Từ đó nó lây lan sang toàn bộ HTTC do các ngân hàng tập trung cho vay các khoản tín dụng vào các lĩnh vực trên.

Thứ hai, tín dụng ngoại tệ- một vài cuộc khủng hoảng tài chính thường đến trước qua các giai đoạn tăng trưởng nhanh tín dụng ngoại tệ của những công ty trong nước do thường xuyên thiếu các nguồn thu nhập ngoại tệ. Các giao dịch này làm thay đổi rủi ro tỷ giá hối đoái đối với những người đi vay tài chính, nhưng cũng thường đưa đến rủi ro tín dụng cao hơn cho những người cho vay.

Thứ ba, khoản cho vay không hoàn thành (nợ quá hạn). Xu thế gia tăng tỷ lệ các khoản cho vay không hoàn thành (nợ quá hạn) trên tổng các khoản cho vay sẽ báo hiệu giảm về chất lượng của danh mục đầu tư tín dụng. Và vì vậy nó sẽ làm giảm giá trị của các dòng lưu ngân, thu nhập ròng và khả năng thanh toán của các ĐCTC. Xu hướng về các khoản cho vay không hoàn thành (nợ quá hạn) phải được xem cùng với thông tin về các tỷ lệ thu hồi nợ. Chẳng hạn, sử dụng tỷ lệ thu hồi tiền mặt so với các khoản cho vay không hoàn thành (nợ quá hạn).

Thứ tư, nợ đọng trong khu vực công. Tùy vào từng quốc gia, các khoản cho vay đối với doanh nghiệp công thua lỗ có thể không được phân loại như các khoản cho vay không hoàn thành (nợ quá hạn) dù là chúng có thể không được hoàn trả trên cơ sở đúng thời hạn, hoặc được trả đầy đủ.

Thứ năm, đặc trưng của tài sản rủi ro. Đây là tỷ lệ tài sản rủi ro có gán trọng số trên tổng tài sản tính trung bình cộng có trọng số theo loại tài sản.

Thứ sáu, tỷ lệ đòn bẩy-đo bằng tỷ lệ tài sản trên vốn là tỷ lệ ngược lại với tỷ lệ đảm bảo đầy đủ vốn. Ngoài ra, chất lượng các danh mục đầu tư khoản cho vay của một ĐCTC phụ thuộc trực tiếp vào sức khỏe tài chính và khả năng sinh lời của các chủ thể đi vay, đặc biệt là khu vực doanh nghiệp không phải tài chính. Các chỉ tiêu giám sát gồm: tỷ lệ nợ trên tài sản có (D/E); khả năng sinh lời của khu vực doanh nghiệp....

Các chỉ số lành mạnh quản trị (M). Quản trị lành mạnh là chìa khóa đối với sự hoàn thành hoạt động của một ĐCTC. Tuy nhiên, các chỉ số

về chất lượng quản trị chủ yếu được vận dụng cho các ĐCTC riêng lẻ, và không dễ dàng để tổng hợp cho toàn bộ khu vực (HTTC). Một số chỉ số được sử dụng gồm tỷ lệ chi phí; thu nhập trên một nhân viên; tăng số lượng các ĐCTC.

Các chỉ số về thu nhập và lợi nhuận (E). Các tỷ lệ tổng hợp sau đây có thể sử dụng như các chỉ tiêu về khả năng sinh lời của KVTC: tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA); tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE); tỷ lệ thu nhập và chi phí...

Các chỉ số thanh khoản (L). Ngân hàng không có khả năng thanh toán vì quản trị các khoản thanh khoản ngắn hạn kém, vì vậy điều quan trọng là phải giám sát các chỉ số thanh khoản. Các chỉ số thanh khoản được thể hiện qua tỷ lệ tín dụng của NHTW cho các ĐCTC; phân khúc lãi suất – một sự phân tán cao trong lãi suất liên ngân hàng có thể báo hiệu rằng một số các ĐCTC được coi là rủi ro; Các khoản tiền gửi trong tổng khối lượng tiền tệ – giám sát về tỷ lệ tiền gửi so với M2 chẳng hạn, có thể báo hiệu sự mất lòng tin và những vấn đề thanh khoản trong hệ thống ngân hàng; Các tỷ lệ cho vay so với tiền gửi – tỷ lệ tín dụng trên tổng tiền gửi (kể cả tiền gửi liên ngân hàng) có thể cho các biểu hiện về khả năng của hệ thống ngân hàng trong huy động tiền gửi để đảm bảo cầu tín dụng; cấu trúc kỳ hạn thanh



toán các tài sản và các khoản nợ của các ĐCTC – một sự thu ngắn quá mức trong cấu trúc kỳ hạn thanh toán các khoản nợ (liabilities) của các ĐCTC có thể hàm ý là một rủi ro thanh khoản cao....

Các chỉ số độ nhạy rủi ro thị trường (S). Các ngân hàng bị thu hút vào việc đa dạng hóa các hoạt động, tất cả điều đó kéo theo một hoặc nhiều hơn các khía cạnh của rủi ro thị trường. Một tỷ lệ đầu tư cao vào tài sản không ổn định có thể báo hiệu một sự nguy hiểm cao đối với những thay đổi bất thường về giá của những tài sản này. Nhìn chung, hầu hết các thành phần có liên quan của rủi ro thị trường là rủi ro lãi suất và rủi ro tỷ giá hối đoái, mà những rủi ro này có xu hướng tác động mạnh đến tài sản và nợ (liabilities) của các ĐCTC.. Hơn thế nữa ở một số nước, các ngân hàng được phép tham gia vào kinh doanh đăng ký độc quyền trên các thị trường chứng khoán, vì vậy nó cũng tạo ra các dấu vết của rủi ro chứng khoán (equity risk). Tương tự, các rủi ro của hàng hóa phát sinh từ giá cả hàng hóa không ổn định có thể là nghiêm trọng tại một số nước nào đó.

Ngoài các chỉ số tích hợp vi mô của khung phân tích CAMELS nêu trên, các yếu tố về kinh tế vĩ mô cũng có tác động đến HTTC. Hoạt động của HTTC phụ thuộc vào toàn bộ hoạt động của nền kinh tế và các ĐCTC bị tác động bởi những biến kinh tế vĩ mô nào đó. Các phân tích thực nghiệm hiện tại đã chỉ ra rằng những phát triển kinh tế vĩ mô nào đó thường xảy ra trước các cuộc khủng hoảng ngân hàng, khiến những đánh giá tính ổn định của HTTC cần phải đưa vào xem xét một bức tranh kinh tế rộng lớn. Đặc biệt là các nhân tố có tác động đến tính dễ bị nguy hiểm của nền kinh tế đối với sự đảo lộn của dòng vốn và các khủng hoảng tiền tệ. Những chỉ tiêu về phát triển kinh tế vĩ mô hoặc những cú sốc ngoại sinh có thể tác động vào HTTC bao gồm tốc độ tăng trưởng kinh tế, cán cân thanh toán, lạm phát, lãi suất và tỷ giá, tăng vọt tín dụng và giá tài sản....

Tăng trưởng kinh tế

Tỷ lệ tăng trưởng thấp hoặc giảm thường làm suy yếu khả năng trả nợ của những người vay mượn nội địa và đóng góp vào việc làm gia tăng rủi ro tín dụng. Tình trạng suy thoái đã đến trước rất nhiều trước khi tai họa tài chính có hệ thống xảy ra. Biểu hiện tiếp theo là khủng hoảng cơ cấu. Một sự đình trệ trong các khu vực mà ở đó các khoản cho vay và đầu tư của các ĐCTC đang tập



trung có thể có tác động trực tiếp vào sức khỏe của HTTC- làm giảm chất lượng các danh mục đầu tư và lợi nhuận biên, đồng thời hạ thấp dòng tiền mặt và dự trữ của các ĐCTC. Trong nền kinh tế chuyển đổi như Việt Nam, những vấn đề này có thể phát sinh từ việc cấu trúc lại khu vực doanh nghiệp nhà nước chưa đạt được hiệu quả mong đợi.

Cán cân thanh toán

Thể hiện ở việc thiếu hụt tài khoản vãng lai, dự trữ ngoại tệ, nợ nước ngoài và thay đổi các điều khoản thương mại. Sự gia tăng tỷ lệ thiếu hụt tài khoản vãng lai so với GDP nhìn chung là liên quan đến dòng vốn lớn từ bên ngoài đưa vào thông qua trung gian là HTTC trong nước và có thể tạo điều kiện dễ dàng cho tăng vọt giá tài sản và tín dụng. Một sự thiếu hụt lớn tài khoản vãng lai bên ngoài có thể báo hiệu tính dễ bị nguy hiểm đối với khủng hoảng tiền tệ với những hàm ý tiêu cực cho việc thanh khoản của HTTC, đặc biệt nếu sự thiếu hụt được tài trợ bằng danh mục đầu tư ngắn hạn các dòng vốn chuyển vào. Các cuộc khủng hoảng tài chính có tác động trực tiếp trở lại đối với HTTC có thể xảy ra khi các nhà đầu tư nước ngoài xem xét sự thiếu hụt tài khoản vãng lai lớn



không có khả năng chống đỡ và vì thế các khoản đầu tư tài chính của họ sẽ được chuyển ra khỏi nước sở tại. Một tỷ lệ thấp dự trữ quốc tế (ngoại tệ) (trong NHTW và cả HTTC nói chung) so với các khoản nợ ngắn hạn, đặc biệt được các nhà đầu tư xem đây là chỉ số chủ yếu của tình trạng dễ bị nguy hiểm. Một chỉ số thông dụng khác của việc đảm bảo đầy đủ dự trữ ngoại tệ là tổng giá trị dự trữ chính thức trong những tháng nhập khẩu hàng hóa và dịch vụ. Tổng nợ bên ngoài và cấu trúc thời hạn thanh toán của nó cũng là những chỉ số quan trọng. Kinh nghiệm quá khứ cũng đã chỉ ra rằng một thay đổi làm thiệt hại lớn trong điều khoản thương mại đã tạo nên những khó khăn cho ngân hàng ở nhiều nước. Những nước nhỏ với tập trung xuất khẩu cao có thể bị hại nhiều nhất bởi các cuộc khủng hoảng ngân hàng do thay đổi đột ngột các điều khoản thương mại gây ra. Chỉ số về cấu trúc của các dòng luân chuyển vốn (đầu tư gián tiếp so với đầu tư trực tiếp nước ngoài; vốn hỗ trợ chính thức so với đầu tư tư nhân) cũng có thể là một chỉ số thể hiện tình trạng nguy hiểm tiềm năng. Các nước có tính dễ bị nguy hiểm đặc biệt cao nếu bị thiếu hụt tài

khoản vãng lai kèm theo với các tỷ lệ đầu tư thấp, hoặc đầu tư quá mức (hiệu quả đầu tư thấp).

Lạm phát

Tính chất không ổn định của lạm phát sẽ làm khó khăn hơn cho việc đánh giá chính xác các rủi ro tín dụng và thị trường. Lạm phát thường có quan hệ đồng biến với tính không ổn định cao hơn về giá, một yếu tố mà sẽ làm tăng thêm rủi ro cho danh mục đầu tư và làm xói mòn cơ sở thông tin cho kế hoạch, đầu tư và thẩm định tín dụng của các ĐCTC. Mặt khác, với việc giảm đáng kể và giảm nhanh của tỷ lệ lạm phát có thể dẫn đến làm cho thu nhập danh nghĩa bị hạ thấp và các luồng lưu chuyển tiền mặt do đó có tác động bất lợi đến tính thanh khoản và khả năng thanh khoản của các ĐCTC (ngân hàng).

Lãi suất và tỷ suất hối đoái

Các tỷ lệ này càng không ổn định bao nhiêu thì càng có những rủi ro cao cho các ĐCTC. Tính dễ bị nguy hiểm của HTTC sẽ được coi là cao hơn khi (1) gánh nặng nợ bên ngoài cao hơn, và (2) tỷ lệ đầu tư gián tiếp nước ngoài so với tổng đầu tư nước ngoài cao hơn. Các kinh nghiệm quá khứ đã chỉ ra rằng sự tăng lên của lãi suất quốc tế sẽ làm tăng thêm tính nguy hiểm của các thị trường mới nổi (và các HTTC của họ) theo ba cách: qua kênh thay thế tài sản (dòng vốn đi ra); qua một tác động ngược lại về khả năng trả nợ của các nước vay nợ ở các thị trường mới nổi; và qua việc làm trầm trọng các vấn đề thông tin về các thị trường tín dụng (tức là, một sự lựa chọn bất lợi). Mặt khác, sự đi xuống của lãi suất quốc tế sẽ đẩy mạnh dòng lưu chuyển vốn đi vào mà có thể đóng góp vào sự bùng nổ rủi ro tín dụng. Hơn thế nữa, tính không ổn định của lãi suất quốc tế và lãi suất nội địa có thể có những tác động thiệt hại đến HTTC theo cả hai, trực tiếp-nếu các ngân hàng không thể tránh được các rủi ro lãi suất phải gánh chịu và gián tiếp qua việc làm giảm chất lượng tín dụng nếu các ngân hàng chuyển rủi ro lãi suất cho các khách hàng của họ. Sự tăng lên của lãi suất thực sẽ đóng góp làm tăng thêm các khoản nợ quá hạn. Một sự nâng giá trị thực lớn của đồng nội tệ có thể làm suy yếu năng lực của khu vực xuất khẩu trong việc trả nợ. Mặt khác, sự phá giá lớn đồng nội tệ có thể cải thiện được năng lực của khu vực xuất khẩu trong việc trả nợ của họ, nhưng trong cùng lúc đó sự phá giá này có thể làm suy yếu năng lực trả nợ của các doanh nghiệp nội địa đi

vay thuộc khu vực không xuất khẩu. Hơn nữa, một sự thay đổi lớn trong tỷ suất hối đoái có thể đặt áp lực lên HTTC hoặc một cách trực tiếp bằng việc thay đổi giá trị tài sản, hoặc gián tiếp qua những tác động tích cực vào nền kinh tế thực.

Sự tăng vọt tín dụng và giá tài sản

Tăng vọt tín dụng là tăng nhanh tỷ lệ tín dụng ngân hàng so với GDP-tăng vọt như vậy thường báo trước những khủng hoảng tài chính khốc liệt. Việc mở rộng nhanh về tín dụng qua các ĐCTC thường xuất hiện bởi vì phân tích yếu kém về chất lượng các hồ sơ dự án xin vay. Thêm vào đó, một môi trường pháp lý yếu kém gồm cả sự hiện diện của những đảm bảo tiềm ẩn và lộ diện cho khu vực công, có thể khuyến khích rủi ro tín dụng quá mức. Tăng vọt giá tài sản thông qua các chính sách tiền tệ mở rộng có thể đóng góp làm cho bùng nổ quá mức của thị trường chứng khoán và thị trường bất động sản. Một sự siết chặt sau đó các chính sách này thường dẫn đến sự suy giảm lớn về giá trị chứng khoán và bất động sản và sự suy sụp về hoạt động kinh tế đã tạo ra các điều kiện cho những tai họa về tài chính.

Các tác động lây lan khi HTTC của một quốc gia kết nối với các HTTC của các quốc gia khác thông qua các dòng lưu chuyển của thị trường vốn



và quan hệ thương mại song phương. Sự kiện khủng hoảng tài chính ở các nước khác có thể gây ra một khủng hoảng tài chính hoặc tai họa ở mức độ quốc gia cho nước bị ảnh hưởng.

Dựa vào những tiêu chí đánh giá mức độ ổn định hay sức khỏe của HTTC nêu trên, cũng có thể dễ dàng thấy được những nguyên nhân làm cho HTTC bất ổn và nguy hiểm hơn là dẫn đến khủng hoảng. Nguyên nhân nội tại của KVTC xuất phát từ việc không đảm bảo các chỉ số giám sát vĩ mô đưa đến hiệu quả kém và rủi ro cao. Nhóm nguyên nhân thứ hai là do điều hành chính sách vĩ mô yếu kém dẫn đến nền tảng kinh tế yếu kém do các chính sách kinh tế vĩ mô và chính sách tỷ giá không đồng nhất, thâm hụt ngân sách quá lớn, cơ cấu các khoản nợ không hợp lý, nhà đầu tư mất lòng tin rút vốn ồ ạt làm cho quốc gia thiếu hụt trầm trọng ngoại tệ và khả năng thanh toán, gây sức ép lên tỷ giá. Nguyên nhân thứ ba, là thiếu sự can thiệp hữu hiệu của nhà nước bằng việc tăng cường giám sát, có các biện pháp can thiệp hữu hiệu, đúng lúc.

Một số nguyên nhân bất ổn liên quan đến các thông tin không tương xứng và sự rút vốn ồ ạt từ ngân hàng làm căng thẳng khả năng thanh toán/không tương xứng tiền tệ và các cú sốc đã xui khiến các nhà đầu tư chạy theo tính thanh khoản và chất lượng đầu tư. Một số nguyên nhân khác liên quan đến sự bất ổn định vốn có và các trào lưu tăng trưởng tín dụng quá mức trong khi khả năng tài chính không tốt trong thời kỳ mở rộng của chu kỳ phát triển kinh tế. Một nguyên nhân khác của bất ổn dẫn đến khủng hoảng là tình hình tự do hóa tài chính quá sớm trong khi hệ thống giám sát ngân hàng còn yếu và còn tồn tại hệ thống bảo lãnh/ bảo trợ quá rộng lớn của chính phủ làm gia tăng rủi ro.

Từ những nguyên nhân trên, có thể đưa ra một số gợi ý mang tính giải pháp nhằm ổn định KVTC bao gồm:

Thứ nhất, tăng cường quản trị rủi ro trong hoạt động của các ĐCTC thông qua hệ thống các chỉ tiêu đánh giá, xếp hạng phân loại mức độ rủi ro và có biện pháp điều chỉnh kịp thời. Mỗi ngân hàng cần tăng cường các biện pháp quản lý rủi ro và áp dụng quản trị rủi ro theo các chuẩn mực quốc tế. Chuẩn mực quốc tế về quản trị rủi ro

được dựa vào Hiệp ước Basel. Hiệp ước Basel II nhấn mạnh tiềm năng về tính kỷ luật của thị trường đối với việc củng cố các quy định về vốn và những nỗ lực thanh tra giám sát khác nhằm thúc đẩy tính an toàn và lành mạnh trong các ngân hàng và cả HTTC.

Thứ hai, xây dựng hạ tầng tài chính vững chắc. Cơ sở hạ tầng tài chính là khuôn khổ các luật lệ và hệ thống làm nền tảng để các bên (tiết kiệm – cho vay; đi vay – đầu tư) lập kế hoạch, đàm phán và thực hiện các giao dịch tài chính. Các thành phần của cơ sở hạ tầng gồm (1) Hệ thống luật pháp và quản lý nhà nước (bao gồm các cơ chế thực hiện hợp đồng); (2) Nguồn lực và cơ chế giám sát thực thi; (3) Thông tin (ví dụ: luật và thông lệ kế toán, kiểm toán, phòng đăng ký và lưu trữ thông tin tín dụng, tổ chức định mức tín nhiệm). Hệ thống thanh toán và hỗ trợ giao dịch chứng khoán (ví dụ: dịch vụ giao dịch và niêm yết, luật giao dịch chứng khoán, cơ sở hạ tầng thông tin). Một hạ tầng tài chính vững mạnh là tiền đề quan trọng bảo đảm cho các ĐCTC hoạt động hiệu quả và TTTC vận hành tốt. Hạ tầng tài chính tốt sẽ hỗ trợ cho HTTC hoàn thành tốt vai trò trung gian tài chính, bảo đảm hợp lý tốc độ và chi phí chu chuyển vốn, khả năng truyền tải và phân tán rủi ro.

Thứ ba, tăng cường vai trò điều tiết và giám sát của Nhà nước. Lý thuyết kinh tế học phúc lợi có thể cho biết sự can thiệp của Nhà nước khi (1) Có thất bại của thị trường; (2) Có thông tin bất cân xứng, đặc biệt trong môi trường rủi ro cao; (3) Khi có ngoại tác; và (4) Khi có hàng hóa công (ví dụ: cơ sở hạ tầng tài chính, các thể chế hỗ trợ thị trường khác). Với những lý do trên Nhà nước phải có vai trò trong kiến tạo thị trường, tạo môi trường kinh doanh bình đẳng cho các bên tham gia thị trường. Điều đó có nghĩa là vai trò của Nhà nước phải được thể hiện bằng việc tạo ra một hành lang pháp lý công bằng và có hiệu lực tạo cho TTTC và cả hệ thống hoạt động hiệu quả. Ngoài ra, vai trò của Nhà nước thông qua các công cụ giám sát hoạt động của hệ thống bằng các qui định theo thông lệ quốc tế để giảm thiểu các rủi ro. Tất cả các qui định pháp lý để cho HTTC hoạt động lành mạnh phải dựa trên cơ sở thiết lập có hiệu quả về mối quan hệ giữa quản lý Nhà nước và hoạt động kinh doanh của các tổ chức trong hệ thống. Một trong những



nguyên nhân chính dẫn tới cuộc khủng hoảng tài chính – kinh tế toàn cầu hiện nay là do không chú trọng đúng mức đến vai trò điều tiết và giám sát của Nhà nước.

Thứ tư, thiết lập khuôn khổ và cơ chế, chính sách, công cụ duy trì ổn định tài chính bao gồm: Sử dụng linh hoạt các công cụ, chính sách như lãi suất, tỷ giá, hỗ trợ thanh khoản, quản lý tài khoản vốn, hỗ trợ hệ thống thanh toán và bù trừ; Sử dụng phối hợp công cụ lãi suất với các công cụ của chính sách tiền tệ để xử lý tốt mối quan hệ giữa tỷ giá với lạm phát, chênh lệch lãi suất; Quản lý và có cơ chế để khuyến khích sử dụng hiệu quả vốn đầu tư trực tiếp, phân luồng và kiểm soát hợp lý nguồn vốn đầu tư gián tiếp đồng thời xây dựng các kịch bản nhằm gia tăng khả năng và hiệu quả can thiệp của NHTW khi dòng vốn đầu tư gián tiếp đảo chiều đột ngột; Xây dựng cơ chế và quản lý chặt chẽ việc vay nợ nước ngoài, kể cả các món vay của chính phủ■

Tài liệu tham khảo

¹ Website: <http://www.IMF.org> – Framework CAMELS

² *Macprudential Indicators of Financial System Soundness* By a Staff Team led by Owen Evans, Alfredo M. Leone, Mahinder Gill, and Paul Hilbers, IMF-Washington DC, April, 2000;

³ Website: <http://www.basel2.org> – BASEL 2