

Khủng hoảng tài chính - mô hình lý thuyết và những nguy cơ đối với Việt Nam trong quá trình hội nhập hiện nay

Lê Văn Anh*

*Khoa Kinh tế Chính trị, Trường Đại học Kinh tế,
Đại học Quốc gia Hà Nội, 144 Xuân Thủy, Cầu Giấy, Hà Nội, Việt Nam*

Nhận ngày 27 tháng 03 năm 2008

Tóm tắt. Sự phát triển của hệ thống tài chính toàn cầu bên cạnh việc mang lại những cơ hội lớn cho mỗi quốc gia, mỗi dân tộc thì đồng thời cũng tiềm ẩn những nguy cơ khủng hoảng. Sự thay đổi của các thị trường tài chính cùng với mức độ mở cửa thương mại và tài chính của các nước và những điều kiện bên trong của mỗi quốc gia đều có thể dẫn đến nguy cơ khủng hoảng. Sau hơn 20 năm đổi mới, mở cửa và hội nhập, nền kinh tế Việt Nam đã có bước phát triển mạnh mẽ trên nhiều phương diện. Với thế và lực mới, trên con đường phát triển của mình, Việt Nam sẽ ngày càng hội nhập sâu rộng hơn vào hệ thống kinh tế quốc tế. Đi cùng với quá trình này, Việt Nam cũng có thể phải đối mặt với những rủi ro tài chính, bất ổn tài chính do quá trình tự do hoá thương mại và tự do hoá cán cân thanh toán quốc tế đem lại. Những nguy cơ khủng hoảng xuất hiện cả bên trong lẫn bên ngoài là những dấu hiệu cảnh báo về một cuộc khủng hoảng tài chính - tiền tệ trong tương lai có thể xảy ra ở Việt Nam.

Khủng hoảng tài chính - tiền tệ có một lịch sử khá dài gắn liền với sự ra đời và phát triển của hệ thống tài chính trong nền kinh tế thế giới. Mặc dù có những điểm giống nhau, nhưng các cuộc khủng hoảng những năm vừa qua khác với các cuộc khủng hoảng trước đây trên nhiều khía cạnh quan trọng, đặc biệt là ở tác động quá mức và khả năng lây lan của khủng hoảng dường như rất lớn và vượt quá khả năng kiểm soát.

1. Một số khía cạnh lý thuyết về khủng hoảng

1.1. Khủng hoảng tài chính - tiền tệ trong thời đại hiện nay là gì?

Khủng hoảng tài chính (Financial Crisis) là tình trạng tài chính (quỹ) mất cân đối nghiêm trọng có thể dẫn đến sụp đổ quỹ. Đặc trưng của mỗi quỹ (fund) cấu thành nên hệ thống tài chính là các dòng tiền vào/ra (input/output), nhận/ thanh toán (receipt/payments), hình thành tài sản có (assets)/tài sản nợ (liabilities). Khi xảy ra hiện tượng mất cân đối nghiêm trọng giữa tài sản có và nghĩa vụ phải thanh toán về số lượng, thời hạn, chúng

* ĐT: 84-4-7652562

E-mail: vananhle411@yahoo.com

loại tiền thì có thể xảy ra khủng hoảng tài chính. Như vậy, khủng hoảng tài chính là khái niệm bao trùm được sử dụng chung cho mọi loại khủng hoảng gắn với mất cân đối về tài chính và thường là gắn với nghĩa vụ phải thanh toán lớn hơn nhiều phương tiện dùng để thanh toán tại một thời điểm nào đó. Chính vì vậy, khủng hoảng tài chính có đặc điểm của khủng hoảng “thiếu” chứ không giống khủng hoảng “thừa” diễn ra trong nền kinh tế thị trường từ nhiều năm nay.

Một số dạng khủng hoảng tài chính đặc thù như: Khủng hoảng ngân hàng (Banking Crisis); Khủng hoảng nợ quốc gia (National Debt Crisis); Khủng hoảng tiền tệ (Money Crisis); Khủng hoảng thị trường chứng khoán (Crisis of Security Market); Khủng hoảng cán cân thanh toán/ Cán cân vãng lai/ Cán cân vốn (Crisis of Balance of Payment/ Crisis of Current Account/ Crisis of Capital Account); Khủng hoảng khả năng/ tính thanh khoản (Crisis of Liquidity); Khủng hoảng ngân sách (Budget Crisis). Đây là những dạng khủng hoảng tài chính cơ bản và trong tương lai có thể xuất hiện thêm nhiều dạng nữa cùng với sự phát triển của thị trường tài chính trong tiến trình phát triển và hội nhập kinh tế quốc tế.

1.2. Các mô hình khủng hoảng cơ bản

Dựa trên đặc điểm và tính chất của các cuộc khủng hoảng tài chính - tiền tệ đã nổ ra, các học giả đã xây dựng nên 3 mô hình khủng hoảng cơ bản.

- Mô hình khủng hoảng thể hệ thứ nhất

Mô hình khủng hoảng thể hệ thứ nhất được P. Krugman (1979) xây dựng và chủ yếu đặc trưng cho các cuộc khủng hoảng cán cân vãng lai trong điều kiện tỷ giá cố định bị các hoạt động đầu cơ tấn công [1]. Mô hình này xảy ra ở một số nước có nền tảng kinh tế vĩ mô quá yếu kém, ngân sách thâm hụt trầm

trọng, cung tiền tăng quá mức (có thể do Chính phủ in tiền để bù đắp thâm hụt ngân sách) khiến lạm phát gia tăng; những điều này dẫn đến cán cân vãng lai thâm hụt trầm trọng. Trước nguy cơ đồng nội tệ bị giảm giá, Chính phủ buộc phải liên tục can thiệp bằng cách bán ngoại tệ ra thị trường để duy trì tỷ giá cố định. Khi lượng dự trữ ngoại hối giảm xuống một mức thấp nhất định nào đó, các cuộc tấn công mang tính đầu cơ bắt đầu xảy ra, cùng với các điều kiện nền tảng kinh tế vĩ mô quá yếu kém và thậm chí là sự gia tăng căng thẳng về chính trị và xã hội, đến một thời điểm nào đó, Chính phủ buộc phải chấm dứt chế độ tỷ giá cố định và chuyển sang thả nổi tỷ giá làm cho đồng nội tệ bị mất giá liên tục và khủng hoảng tiền tệ xảy ra. Mô hình này được thể hiện rõ nhất trong các cuộc khủng hoảng ở một số nước châu Mỹ La Tinh vào cuối những năm 1970, đầu những năm 1980 và trong những năm 1990.

- Mô hình khủng hoảng thể hệ thứ hai

Mô hình khủng hoảng thể hệ thứ hai được Obstfeld (1994 và 1995) xây dựng [1]. Khủng hoảng dạng này còn được gọi là khủng hoảng tự phát sinh (self-fulfilling crisis), có thể xảy ra ở những nước có mức độ yếu kém về tài chính và vĩ mô vừa phải, song cam kết duy trì chế độ tỷ giá cố định của Chính phủ bị suy yếu do các biện pháp bảo vệ tỷ giá quá tốn kém (chẳng hạn do thắt chặt tiền tệ, lãi suất bị đẩy lên cao, gây tác động xấu tới tăng trưởng kinh tế và tạo việc làm). Trước tín hiệu đó, các nhà đầu cơ có thể bán tháo đồng nội tệ để mua ngoại tệ. Những sức ép này buộc Chính phủ không có cách nào khác là phải từ bỏ chế độ tỷ giá cố định để thực thi chính sách tiền tệ mở rộng trước những cuộc tấn công quy mô của giới đầu cơ tiền tệ, và hậu quả là khủng hoảng bùng phát. Biến thể khác của mô hình khủng hoảng thể hệ thứ hai xuất phát từ tình trạng thông tin không hoàn hảo và mất đối xứng.

Trong điều kiện một hoặc một số ngân hàng có “vấn đề”, tình trạng này dẫn đến hành vi “bầy đàn”, gây hoảng loạn tài chính và rốt cuộc dẫn đến khủng hoảng tài chính - tiền tệ. Mô hình này có thể thấy trong cuộc khủng hoảng của Hệ thống tiền tệ châu Âu (European Monetary System) năm 1992-1993.

- *Mô hình khủng hoảng thể hệ thứ ba*

Mô hình khủng hoảng thể hệ thứ ba được Yoshitomi và Ohno (1999) xây dựng, đặc trưng cho các cuộc khủng hoảng tài khoản vốn trong cán cân thanh toán quốc tế (Balance of Payment) [1]. Khủng hoảng tài khoản vốn thường dẫn đến khủng hoảng “kép”: khủng hoảng tiền tệ và khủng hoảng ngân hàng. Việc tự do hoá tài khoản vốn thiếu một trình tự thích hợp đã dẫn đến hai hệ quả là tiền đề cho cuộc khủng hoảng kép: (i) Luồng vốn đổ vào ồ ạt vượt quá mức thâm hụt cán cân vãng lai; và (ii) Vốn ngắn hạn chiếm tỷ trọng quá lớn.

(i) Luồng vốn đổ vào ồ ạt vượt quá mức thâm hụt cán cân vãng lai (CA Deficit) đã khiến cán cân thanh toán (BOP) thặng dư và dự trữ ngoại hối tăng. Điều này dẫn tới sự bành trướng tín dụng, đầu tư và tiêu dùng trong nước. Điểm mấu chốt ở đây là việc đầu tư quá mức (dư thừa năng lực sản xuất), đầu tư kém hiệu quả (vào các lĩnh vực như bất động sản...), đã dẫn tới hậu quả là thâm hụt cán cân vãng lai tăng, xuất hiện nền “kinh tế bong bóng” và mức cung dư thừa. Khi các nhà đầu tư nhận thức được những yếu kém kể trên và những dấu hiệu bất ổn khác như sự sụt giảm giá bất động sản và cổ phiếu cũng như các hoạt động tấn công đầu cơ tiền tệ, họ đồng loạt rút vốn ra khỏi nền kinh tế. Hậu quả là cán cân thanh toán trở nên thâm hụt trầm trọng và dự trữ ngoại hối dần cạn kiệt, báo hiệu về một cuộc khủng hoảng tiền tệ xảy ra.

(ii) Trong điều kiện tự do hoá cán cân vốn, một lượng vốn ngắn hạn với tỷ trọng

quá lớn (lớn hơn nhiều dự trữ ngoại hối) đã đổ vào nền kinh tế. Trong điều kiện giám sát các khoản vay nợ kém hiệu quả, một lượng lớn vốn vay ngắn hạn bằng ngoại tệ đã được cho vay bằng nội tệ để đầu tư dài hạn vào những dự án kém hiệu quả đã dẫn đến vấn đề “sai lệch kép” trầm trọng. Bảng cân đối tài sản của các công ty cũng như của hệ thống ngân hàng - tài chính xấu đi một cách trầm trọng khi đồng nội tệ mất giá và một lượng vốn lớn của các nhà đầu tư nước ngoài bị rút ra đột ngột; đến lượt nó, tài sản ròng của các ngân hàng bị sụt giảm, dẫn đến tín dụng càng bị thắt chặt và bảng cân đối tài sản của các ngân hàng càng tồi tệ hơn. Quá trình tác động vòng xoáy và cộng hưởng này gây nên khủng hoảng bùng phát trong một thời gian rất ngắn và đẩy các nền kinh tế ngập sâu vào vòng suy thoái. Cuộc khủng hoảng tài chính - tiền tệ châu Á 1997-1998 được coi là ví dụ điển hình của mô hình khủng hoảng thể hệ thứ ba.

2. So sánh bối cảnh các nền kinh tế Đông Á trong thời kỳ khủng hoảng với bối cảnh kinh tế Việt Nam trong giai đoạn hiện nay

Cho đến năm 1995, nền kinh tế khu vực Đông Á đã được lợi phần nào nhờ chính sách đồng USD suy yếu của Mỹ (đồng USD giảm tới 50% so với đồng Yên trong thời kỳ 1990-1995). Nhưng tới thời điểm năm 1995, nhiều nước trong khu vực lại bị động trước việc đồng USD tăng giá đột ngột như là kết quả của sự thoả thuận trước đó trong nhóm G7 - một nhân tố nằm ngoài tầm kiểm soát của khu vực. Vào năm 1995, nhằm khôi phục lại kinh tế sau tình trạng suy thoái đầu những năm 1990, Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (FED) bắt đầu nâng lãi suất để ngăn chặn lạm phát. Việc này làm cho Mỹ trở thành một thị trường hấp dẫn đầu tư hơn so với các nước Đông Á, và do đó hấp dẫn những luồng vốn đầu tư ngắn hạn thông qua lãi suất cao và làm tăng giá

đồng USD. Từ năm 1995-1997, đồng USD liên tục tăng giá tới 50% so với đồng Yên. Với việc Trung Quốc phá giá đồng Nhân dân tệ hơn 30% vào cuối năm 1994, cùng với chính sách neo giữ tỷ giá vào USD nói trên, đã khiến đồng tiền của các nước Đông Á tăng giá tương đối. Sức cạnh tranh của hàng xuất khẩu giảm, tăng trưởng xuất khẩu giảm nhanh chóng làm suy yếu cán cân vãng lai của các nước này. Sự khô hạn nguồn vốn chảy vào cùng với sự giảm giá trị bất động sản (do cung vượt xa cầu hữu hiệu), giảm giá trị các tài sản thế chấp của các ngân hàng, cũng như các hoạt động tấn công đầu cơ tiền tệ, các nhà đầu tư và cho vay nước ngoài đồng loạt rút vốn ra khỏi nền kinh tế. Cầu ngoại tệ tăng vọt trên thị trường ngoại hối trong nước. Những nỗ lực duy trì tỷ giá của Chính phủ càng làm cho dự trữ ngoại hối cạn kiệt nhanh chóng, đồng bản tệ không tránh khỏi bị phá giá nhanh chóng. Tuy nhiên, những yếu kém trong năng lực cạnh tranh hàng xuất khẩu của các nền kinh tế Đông Á vẫn không thể giải thích sự giảm mạnh trong tăng trưởng xuất khẩu. Chính sự đình trệ của nhu cầu nhập khẩu nói chung, và nhu cầu các sản phẩm như chất bán dẫn nói riêng, mà đến lượt nó lại bị quy định bởi mức độ giảm sút trong tăng trưởng của kinh tế thế giới, đặc biệt là nền kinh tế Nhật Bản, là một tác nhân quan trọng đối với tốc độ giảm sút trong tăng trưởng xuất khẩu trong các nền kinh tế Đông Á. Ngoài ra, vai trò ngày càng lớn của Trung Quốc, Ấn Độ trong tổng giá trị xuất khẩu cũng làm gia tăng áp lực cạnh tranh trong khu vực.

Cũng giống như các nước châu Á khác, Việt Nam hiện nay được đánh giá là ít bị tổn thương hơn trước một cuộc khủng hoảng cán cân thanh toán so với cách đây 10 năm. *Thứ nhất*, thặng dư cán cân vãng lai, nợ nước ngoài thấp cho phép Việt Nam và nhiều nước trong khu vực bảo vệ mình trước tác động của bất cứ cuộc đầu cơ nào trong tương lai. *Thứ hai*, trong vài năm gần đây, do thâm hụt

thương mại khổng lồ, đồng USD đã mất giá so với các đồng ngoại tệ mạnh khác. Cuộc khủng hoảng tín dụng nhà đất tại Mỹ vào cuối năm 2007 đã khiến nền kinh tế này bước vào giai đoạn suy thoái, đẩy đồng USD mất giá nhiều hơn nữa. Chỉ tính từ năm 2006 đến nay, đồng USD đã mất giá trung bình khoảng 15% so với các đồng ngoại tệ mạnh khác như Euro, Yên Nhật, Bảng Anh và đồng Nhân dân tệ. Tuy nhiên, tỷ giá của VND trong thời gian này hầu như không biến đổi so với USD (tính đến cuối tháng 2/ 2008 chỉ tăng 0,24% so với năm 2006) [2]. Với chính sách gần như neo tỷ giá này, VND cũng giảm trung bình 15% so với các ngoại tệ mạnh khác. Điều này sẽ có lợi cho tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam trong ngắn hạn. *Thứ ba*, mặc dù kinh tế Mỹ đang trong thời kỳ suy thoái, nhưng sức cầu về hàng hoá xuất khẩu từ các nước Đông Á, trong đó có Việt Nam vẫn tăng lên do kinh tế Nhật Bản đang trong giai đoạn phục hồi. Ngoài ra, cùng với Trung Quốc, Ấn Độ, Việt Nam và nhiều quốc gia khác trong khu vực cũng đang hội nhập sâu rộng và tham gia mạnh mẽ vào dây chuyền cung ứng hàng xuất khẩu của thế giới. Rõ ràng, bối cảnh kinh tế của Việt Nam giai đoạn hiện nay hoàn toàn khác so với bối cảnh của các nền kinh tế Đông Á trước cuộc khủng hoảng 1997-1998. Điều này cho phép Việt Nam tránh được rủi ro của một cuộc khủng hoảng tài chính tương tự trong tương lai gần. Tuy nhiên, dường như vẫn còn đó những nguy cơ tiềm ẩn mà Việt Nam có thể phải đối mặt trong tương lai.

3. Những nguy cơ có thể gây ra khủng hoảng tài chính - tiền tệ ở Việt Nam

3.1. Nguy cơ từ bên trong

Có thể nói, nguy cơ từ bên trong chắc chắn xuất phát từ nội tại của nền kinh tế, từ sự bất cập của hệ thống tài chính, cơ chế chính sách,

quản lý trong quá trình mở cửa và tự do hoá thương mại... Những nguy cơ đó là:

- *Tăng trưởng cao nhưng chất lượng tăng trưởng thấp*

Nếu như tốc độ tăng trưởng kinh tế trung bình giai đoạn 1986-1990 là 4,4%, giai đoạn 1991-1995 là 8,18%, giai đoạn 1996-2000 là 6,95% thì giai đoạn 2001-2005 là 7,51%. Con số tương ứng là 8,17% và 8,48% trong các năm 2006 và 2007 [3]. Tuy nhiên, liên quan đến vấn đề chất lượng tăng trưởng, có thể nói, tốc độ tăng trưởng của Việt Nam không cao vì hiệu quả đầu tư của nền kinh tế thấp, được thể hiện qua hệ số ICOR - là hệ số cho biết số đơn

vị đầu tư (tính theo % của GDP) cần thiết để đạt được 1% đơn vị tăng trưởng GDP, nghĩa là nếu chỉ số này càng cao thì hoạt động đầu tư càng kém hiệu quả. Nhìn vào bảng 1 ta thấy ICOR của Việt Nam hiện đang rất cao so với Hàn Quốc và Đài Loan trong những giai đoạn phát triển tương đương. Chẳng hạn như Đài Loan đã duy trì được tốc độ tăng trưởng 9,7% trong suốt 20 năm mà chỉ cần đầu tư 26,2% GDP, trong khi đó Việt Nam đầu tư tới 33,5% GDP nhưng tốc độ tăng trưởng trung bình cũng chỉ đạt 7,6%. Nói cách khác, cái giá phải trả cho tăng trưởng của Việt Nam cao gấp gấp đôi so với Đài Loan.

Bảng 1: Hệ số ICOR của Việt Nam so với một số nước trong khu vực

Nước	Giai đoạn	Tăng trưởng GDP (%/năm)	Tổng đầu tư (% của GDP/năm)	ICOR
Hàn Quốc	1961-80	7,9	23,3	3,0
Đài Loan	1961-80	9,7	26,2	2,7
Indônêsi	1981-95	6,9	25,7	3,7
Malaysia	1981-95	7,2	32,9	4,6
Thái Lan	1981-95	8,1	33,3	4,1
Trung Quốc	2001-06	9,7	38,8	4,0
Việt Nam	2001-06	7,6	33,5	4,4

Nguồn: Tạp chí Tia Sáng, số 2,3 (1/2008), tr. 51

- *Thâm hụt ngân sách nhà nước*

Ngân sách nhà nước (NSNN) mặc dù có thâm hụt song vẫn ở mức cho phép là dưới 5% GDP trong nhiều năm qua. Tuy nhiên, theo Báo cáo Kiểm toán Nhà nước năm 2006 và niên độ ngân sách năm 2005, có 7.622,5 tỷ đồng thu chi sai nguyên tắc phải xử lý, trong đó có 1.339,5 tỷ đồng là tiền do Nhà nước bỏ ra mà đã mất đi. Kiểm toán cũng cho thấy thu và chi NSNN, đặc biệt là chi thường xuyên, chi xây dựng cơ bản có vấn đề. Cũng chỉ mới kiểm toán được 32 tỉnh thành cùng một số doanh nghiệp, 6,8% tổng số chi ngân sách trung ương. Tất nhiên, hơn 7.600 tỷ đồng không phải tất cả là sai phạm. Nhưng con số mà kiểm toán phát hiện thể hiện sai sót, thu không đúng, không đủ cho NSNN,

chi sai chế độ, vượt dự toán, lãng phí, thậm chí là gian lận của các tổ chức cá nhân, có thể nói đã đáng báo động và xảy ra ở hầu hết các đơn vị được kiểm toán.

- *Mất cân đối trong cán cân thương mại, đặc biệt sau khi Việt Nam gia nhập Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO)*

Tình hình nhập siêu của Việt Nam trong những năm qua liên tục tăng lên. Trong năm 2007, kim ngạch xuất khẩu tuy đạt gần 48.560 triệu USD, nhưng nhập khẩu đã lên tới 62.680 triệu USD, nhập siêu đạt con số 14.120 triệu USD, vượt xa so với kế hoạch đặt ra [3]. Nguyên nhân của nhập siêu là do Việt Nam chủ yếu tăng nhập khẩu máy móc thiết bị và nguyên nhiên vật liệu phục vụ sản xuất và xuất khẩu trong khi giá cả của hầu hết hàng

hoá nhập khẩu tiếp tục tăng hoặc đứng ở mức cao. Nhập siêu lớn, ngoài nguyên nhân xuất khẩu tăng chậm, còn có nhiều nguyên nhân cụ thể, như tính gia công hàng xuất khẩu còn lớn, công nghiệp phụ trợ chưa phát triển, xuất khẩu chủ yếu vẫn là nguyên liệu thô hoặc nông sản chưa qua chế biến hay mới sơ chế. Việc mở cửa thị trường, cắt giảm thuế quan theo cam kết của WTO cùng với năng lực cạnh tranh thấp của hàng hoá trong nước, hàng hoá xuất khẩu và chưa có cơ chế kiểm soát nhập khẩu hiệu quả đã tác động nhất thời tới việc nhập khẩu.

- Nợ nước ngoài có xu hướng tăng lên mặc dù vẫn nằm trong ngưỡng kiểm soát

Năm 1993, Việt Nam vẫn nằm trong tình trạng mất khả năng thanh toán nợ, bị các tổ chức tài chính quốc tế xếp vào danh sách các quốc gia nghèo mắc nợ nặng nề (HIPC) với tỷ lệ nợ nước ngoài/GDP lên tới 173%. Sau hơn 10 năm tích cực cơ cấu lại và trả nợ, tỷ lệ này của Việt Nam hiện nay chỉ còn khoảng 34%, mặc dù trong thời gian này, Việt Nam thu hút thêm hàng chục tỷ USD vốn vay nước ngoài. Hiện nay nợ nước ngoài của Việt Nam chiếm khoảng gần 40% GDP và nợ thực tế chỉ chiếm khoảng 30% GDP [4].

Theo đánh giá của Quỹ Tiền tệ quốc tế (IMF), Ngân hàng Thế giới (WB) và các tổ chức đánh giá hệ số tín nhiệm quốc tế như Moody's, Standard & Poor's thì tình trạng nợ nước ngoài của Việt Nam tương đối bền vững và vẫn nằm trong tầm kiểm soát. Mặt khác, nợ nước ngoài của Việt Nam chủ yếu là các khoản nợ có kỳ hạn và đều được hưởng lãi suất ưu đãi, thời gian trả nợ dài (30-40 năm) và có thời gian ân hạn thường là 5 năm. Các chỉ số về nghĩa vụ trả nợ so với giá trị xuất khẩu hàng hoá, dịch vụ đều từ 5-10% [4]. Mặt khác, cũng giống xu thế chung, tỷ trọng nợ ngắn hạn trong tổng nợ nước ngoài của Việt Nam đang có xu hướng giảm đi, và đều trong khoảng 9-11% trong giai đoạn

2001-2006, thấp hơn nhiều so với mức trung bình của các nước đang phát triển trên thế giới là 16,4.

- Hệ thống tài chính - ngân hàng yếu kém

Trong những năm qua, cùng với quá trình cải cách kinh tế, hệ thống tài chính - tiền tệ nói chung và thị trường tài chính (TTTC) Việt Nam nói riêng có những bước phát triển nhất định. Tuy đạt được không ít thành tựu, song TTTC Việt Nam vẫn còn được xem là kém phát triển. Những yếu kém của hệ thống ngân hàng Việt Nam đó là:

- Tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu đối với hệ thống vẫn đang ở mức thấp. Theo thông lệ quốc tế thì tỷ lệ vốn tự có của ngân hàng phải đạt tối thiểu 8%. Tuy nhiên, mới chỉ có hầu hết các ngân hàng thương mại (NHTM) cổ phần Việt Nam đáp ứng được tỷ lệ này. Trong khi đó, tổng vốn tự có của nhóm các NHTM nhà nước (nơi chiếm phần lớn thị phần trên thị trường vốn) lại chưa tới 1 tỷ USD, tức là đạt tỷ lệ vốn tự có trên tổng tài sản chưa tới 5% [5].

- Hiệu quả hoạt động kinh doanh và khả năng sinh lời của các NHTM nhà nước ở mức thấp, không tương xứng với mức độ gia tăng rủi ro và quy mô hoạt động. Theo thông lệ quốc tế thì tỷ lệ lợi nhuận trên vốn bình quân (ROE) tối thiểu cần đạt là 15% và tỷ lệ lợi nhuận trên tổng tài sản bình quân (ROA) là 1%. Nhưng ở Việt Nam, trong số 5 NHTM nhà nước có quy mô hoạt động lớn nhất tính đến đầu năm 2006 thì chỉ có Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam đạt chỉ tiêu tài chính theo đúng với thông lệ quốc tế. Trong khi đó, theo Vinacapital, ROE ước tính năm 2006 của các NHTM cổ phần đạt khá cao (Ngân hàng Á Đông là 19%, của Techcombank là 31%) [5].

- Mức độ tích tụ và phân khúc thị trường còn cao. Các NHTM nhà nước hiện chiếm gần 80% thị phần huy động tiền gửi và tín dụng của toàn hệ thống ngân hàng. Nhóm khách hàng truyền thống của các NHTM nhà

nước là các doanh nghiệp nhà nước (DNNN). Các NHTM cổ phần chủ yếu tập trung vào đối tượng các doanh nghiệp nhỏ và vừa. Nhóm khách hàng của các ngân hàng liên doanh và chi nhánh ngân hàng nước ngoài là khu vực các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài. Tín dụng theo ngành cũng phản ánh sự phân khúc thị trường tín dụng, nhất là đối với các NHTM nhà nước.

- Chất lượng các khoản cho vay tín dụng của hệ thống ngân hàng vẫn còn nhiều vấn đề nghiêm trọng. Rủi ro tín dụng, nhất là vấn đề nợ xấu (NPLs) vẫn còn hiện hữu. Tỷ lệ nợ quá hạn so với tổng dư nợ của hệ thống NHTM được công bố đã giảm từ 13% năm 2000 xuống còn 3,4% năm 2005. Tuy nhiên, nếu dựa trên cách phân loại quốc tế về nợ thì tỷ lệ nợ xấu của hệ thống NHTM có thể lớn hơn gấp nhiều lần con số công bố. Hơn nữa, nguy cơ phát sinh nợ quá hạn là khá cao do nhiều dự án đầu tư chưa được kiểm định chặt chẽ về tính hiệu quả và khả thi, trong khi quá trình cải cách các DNNN lớn mới chỉ thực sự được triển khai từ năm 2005.

- Vấn đề “sai lệch kép” vẫn còn tiềm ẩn trong hệ thống ngân hàng. Với tỷ trọng nguồn vốn huy động không kỳ hạn và ngắn hạn vẫn chiếm khoảng 75%, nguy cơ sai lệch về cơ cấu thời hạn trong bảng cân đối tài sản của hệ thống NHTM là tương đối lớn. Nguy cơ này có thể tăng lên trong bối cảnh các NHTM có thể sử dụng tới 25-30% tổng vốn huy động ngắn hạn để cho vay trung và dài hạn. Sai lệch về cơ cấu đồng tiền tuy có giảm trong vài năm trở lại đây, song mức độ vẫn còn khá lớn và lại rất nhạy cảm với biến động tỷ giá, lãi suất, nhất là trong môi trường đô la hoá cao.

- Rủi ro tín dụng có thể tăng lên còn do thu nhập của các NHTM chủ yếu dựa trên nguồn thu từ chênh lệch lãi suất huy động và lãi suất cho vay, mặc dù nhiều loại hình dịch

vụ ngân hàng đã có bước phát triển trong 4-5 năm trở lại đây. Hơn nữa, áp lực cho vay theo chỉ định của Chính phủ trên thực tế và vấn đề “rủi ro đạo đức” vẫn tồn tại. Phần lớn các khoản vay lại được thế chấp bằng bất động sản, trong khi thị trường bất động sản biến động bất thường. Các khoản vay được thế chấp bằng chứng khoán tuy có tỷ trọng chưa lớn song cũng đáng lo ngại khi năng lực của các nhà đầu tư cá nhân còn thấp và thị trường chứng khoán (TTCK) vẫn tiềm ẩn nhiều yếu tố gây biến động lớn về giá cả.

- Năng lực giám sát, quản trị ngân hàng còn nhiều hạn chế. Công tác giám sát chưa đáp ứng được yêu cầu. Quá trình giám sát từ xa còn bất cập trong việc tổng hợp, thu thập và xử lý thông tin, đặc biệt trong bối cảnh các chuẩn mực về kế toán, kiểm toán chưa được áp dụng thật rộng rãi, nhất quán, đồng bộ. Công tác giám sát tín dụng chưa bao quát hết toàn bộ các định chế tài chính có liên quan đến hoạt động tín dụng do thiếu sự phối hợp chặt chẽ giữa các cơ quan quản lý Nhà nước và do mô hình quản lý hệ thống tài chính hiện tại về thực chất là quản lý theo định chế tài chính.

Rõ ràng, trong bối cảnh sau khi gia nhập WTO, với những yếu kém nêu trên, chắc chắn TTTC Việt Nam sẽ phải đối mặt với không ít thách thức. Các ngân hàng trong nước có thể mất thị phần đáng kể, mặc dù hiện đang có một thị phần tiền gửi và tín dụng tương đối lớn. Trong bối cảnh mở cửa kinh tế - tài chính, tình trạng yếu kém năng lực về vốn, quản trị, công nghệ, cùng với những rủi ro hệ thống còn cao, sẽ đặt hệ thống tài chính Việt Nam vào vị thế dễ bị tổn thương nếu không có những biện pháp điều hành quản lý vĩ mô thích hợp. Rủi ro này có thể gia tăng trong bối cảnh Việt Nam dần mở cửa tài khoản vốn trong cán cân thanh toán quốc tế và cho phép đồng tiền Việt Nam

được chuyển đổi hoàn toàn. Một thách thức nữa là một số đối tượng yếu thế có thể gặp khó khăn về vốn do một số thị trường, lĩnh vực có thể bị “bỏ rơi”, nhất là các khoản cho vay nhỏ đối với nông dân cũng như các khoản tín dụng cho doanh nghiệp nhỏ và vừa.

- *Điều hành chính sách tiền tệ - tỷ giá của Chính phủ còn nhiều bất cập*

Như đã phân tích ở trên, với nợ nước ngoài thấp và thặng dư lớn trong cán cân vãng lai, Việt Nam hiện nay, cũng tương tự như nhiều nước khác trong khu vực được đánh giá là ít bị tổn thương hơn trước một cuộc khủng hoảng cán cân thanh toán so với cách đây 10 năm. Tuy nhiên, Nouriel Roubini thuộc tổ chức Roubini Global Economics lại cho rằng chính việc tăng dự trữ ngoại tệ lại đang tạo ra những rủi ro mới. Những rủi ro này đang tạo ra một cuộc khủng hoảng tài chính mới nhưng không phải bắt nguồn từ “cú sốc” về cán cân thanh toán như năm 1997, mà là sự bùng nổ và phá sản trên các thị trường tài sản. Chính sách gắn chặt đồng nội tệ với đồng USD của các nền kinh tế châu Á và tăng nhanh dự trữ ngoại tệ đang dẫn tới tăng trưởng quá mức lượng tiền và tín dụng, các sức ép lạm phát và “các bong bóng” tài sản trên các TTCK và bất động sản. Điều này cuối cùng sẽ dẫn tới những tổn thương tương tự như những dòng vốn nước ngoài lớn đổ vào trong nước, làm bùng nổ tín dụng, tình trạng “quá nóng” và “các bong bóng” đã xuất hiện trước cuộc khủng hoảng tài chính 1997. Dự đoán này của Roubini dựa trên “ba yếu tố không thể”: một nền kinh tế không thể kiểm soát khả năng thanh toán trong nước và quản lý tỷ giá hối đoái của nó nếu tài khoản vốn của nền kinh tế để ngỏ. Nếu cố định đồng nội tệ, các dòng ngoại tệ đổ vào sẽ tạo áp lực tăng lượng tiền. Ngân hàng Trung ương (NHTW) có thể tìm cách vô hiệu hoá ảnh hưởng của việc tăng nguồn dự trữ ngoại

hối bằng cách bán chứng khoán để thu về lượng tiền mặt dư thừa. Nhưng lại xuất hiện một khó khăn, đó là việc bán trái phiếu sẽ có xu hướng làm tăng lãi suất và do vậy lại thu hút thêm các dòng vốn. Do đó, khả năng các NHTW châu Á vô hiệu hoá thành công dòng vốn đổ vào là hết sức có giới hạn và do vậy, dự trữ ngoại hối tăng thậm chí có nghĩa là lượng tiền mặt dư thừa sẽ tăng.

Không thể phủ nhận việc giá xăng dầu và một số nguyên liệu sản xuất trên thị trường thế giới tăng nhanh trong thời gian qua là nguyên nhân khách quan dẫn tới việc tăng giá nhiều mặt hàng tiêu dùng hiện nay. Tuy nhiên, vấn đề lạm phát ở Việt Nam không đơn thuần chỉ là do yếu tố khách quan, mà quan trọng hơn chính là do các yếu tố chủ quan, có tính nội tại của nền kinh tế. Cụ thể là, *thứ nhất*, nếu lạm phát có nguyên nhân chủ yếu từ việc tăng giá thế giới thì các nước khác như Trung Quốc, Thái Lan, Malaysia... cũng phải chịu cú sốc tương tự. Tuy nhiên, lạm phát ở các nước này tính đến thời điểm hiện tại lại thấp hơn đáng kể so với Việt Nam. Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) năm 2007 ở Trung Quốc là 6,5%, Indonesia 6,3%, Hàn Quốc 3,4%, Thái Lan 3,0%, Singapore 2,7%, Malaysia 1,9%, Đài Loan 1,9%, trong khi chỉ số này ở Việt Nam là 12,6% [6]. Nguyên nhân chính là Việt Nam có tỷ lệ đầu tư/ GDP cao kỷ lục, tín dụng tăng trưởng rất nhanh, trong đó một tỷ lệ rất lớn được dành cho các DN nhà nước kém hiệu quả. Đồng thời tính không độc lập của Ngân hàng Nhà nước làm xói mòn khả năng điều hành chính sách tiền tệ và chống lạm phát của cơ quan này. *Thứ hai*, tuy đã nhìn thấy và đưa ra một số chính sách kiềm chế lạm phát nhưng điều quan trọng là Chính phủ chưa nhận thức đúng hoặc cố tình phủ nhận những nguyên nhân rất cơ bản dẫn đến lạm phát. Ở lĩnh vực tiền tệ, đó là tăng cung tiền và tín dụng. Trong

giai đoạn vừa qua, Việt Nam tiếp nhận khá nhiều nguồn vốn FDI, đầu tư gián tiếp, ODA, kiều hối... từ nước ngoài. Dòng ngoại tệ chảy vào VN rất lớn gây sức ép tăng giá VND, và do đó có nguy cơ làm giảm xuất khẩu, tăng nhập khẩu, làm cho tình trạng thâm hụt cán cân thương mại thêm nghiêm trọng. Lo ngại điều này, Chính phủ đã cố giữ tỷ giá USD/VND ổn định bằng cách bơm tiền đồng ra để mua vào khoảng 9 tỷ USD. Ở lĩnh vực tín dụng, nhằm đạt được mục tiêu tăng trưởng kinh tế 8-8,5%/ năm, Chính phủ liên tục thúc đẩy tăng tín dụng, đặc biệt là tín dụng cho các DN Nhà nước là nơi sử dụng đồng vốn hiệu quả thấp. Tính trung bình, tốc độ tăng trưởng tín dụng của Việt Nam trong 5 năm qua vào khoảng 30%/năm (năm 2007 con số này tăng đột biến, lên tới hơn 40%). Với tốc độ tăng trưởng tín dụng cao trong nhiều năm liên, đồng thời cung tiền tăng đột biến, lạm phát xảy ra là tất yếu.

Lạm phát cao gây nên nhiều tác động tiêu cực, trong đó có ba vấn đề đặc biệt đáng lo ngại. *Thứ nhất*, CPI tăng nhanh là một thứ "thuế lạm phát" làm giảm mức sống của đại bộ phận dân cư, đặc biệt là những người hưởng lương cố định và có thu nhập thấp. *Thứ hai*, vì mức lạm phát cao hơn lãi suất tiết kiệm, nên tiền nhàn rỗi trong nền kinh tế sẽ chảy vào nơi có cơ hội suất sinh lời cao hơn như bất động sản hay chứng khoán. Việc đầu tư quá mức vào bất động sản và chứng khoán làm xuất hiện hiện tượng "bong bóng tài sản"; và sớm hay muộn thì hiện tượng này cũng sẽ dẫn tới sự bất ổn định cho nền kinh tế. *Thứ ba*, hiện nay tỷ lệ dư nợ cho vay mua bất động sản ở hệ thống NHTM là khoảng 10%, một tỷ lệ khá cao. Điều đáng lo ngại là rất nhiều các khoản vay ngân hàng được bảo đảm bằng bất động sản với giá bong bóng. Nếu bong bóng vỡ, bất động sản rớt giá thì tài sản bảo đảm này không còn đảm bảo nữa. Hệ quả là nhiều khoản vay sẽ

trở thành nợ xấu, ảnh hưởng trực tiếp đến sự an toàn của hệ thống ngân hàng.

3.2. Nguy cơ từ bên ngoài

Nếu như những nguy cơ từ bên trong xuất phát từ nội tại nền kinh tế, đặc biệt là sự yếu kém của hệ thống tài chính, thì những nguy cơ từ bên ngoài lại xuất phát từ quá trình hội nhập, mở cửa, tự do hoá tài chính, tự do hoá thương mại, hoặc do lây nhiễm khủng hoảng. Tổng kết cho thấy có 5 nguy cơ mà tự do hoá tài chính có thể gây ra:

- Nguy cơ tiền tệ hay nguy cơ mất giá nội tệ do chính sách tỷ giá hối đoái không hợp lý và nhà đầu tư nước ngoài dễ dàng chuyển vốn ra nước ngoài.

- Nguy cơ tiền tháo chạy do thiếu các biện pháp kiểm soát dòng vốn ngắn hạn.

- Nguy cơ vỡ nợ do sử dụng tiền vay ngắn hạn đầu tư dài hạn (như ở Thái Lan trong cuộc khủng hoảng tài chính - tiền tệ 1997-19998). Nguy cơ này càng nghiêm trọng khi xảy ra biến động tỷ giá, giá bất động sản, giá trị của tài sản thế chấp vay ngân hàng và giá chứng khoán.

- Nguy cơ lây nhiễm biểu hiện ở 3 nguy cơ trên rất dễ xảy ra khi nền kinh tế chịu những cú sốc tài chính từ bên ngoài, nhất là những cuộc khủng hoảng tài chính - tiền tệ trong điều kiện hội nhập kinh tế - tài chính quốc tế mạnh mẽ như hiện nay. Nguy cơ này cao hay thấp phụ thuộc vào thực lực kinh tế - tài chính và mức độ đúng đắn của các chính sách kinh tế vĩ mô của mỗi nước.

- Nguy cơ mất chủ quyền: Chính phủ có thể phải hy sinh một số mục tiêu chiến lược để đối phó với các nguy cơ khi thực hiện tự do hoá tài chính, đồng thời giảm khả năng độc lập trong hoạch định các chính sách kinh tế - xã hội, nhất là khi xảy ra khủng hoảng tài chính vì chính phủ buộc phải cắt giảm ngân sách, giảm các chỉ tiêu tăng trưởng và các

chương trình xã hội, chấp nhận sự trợ giúp của nước ngoài (như “liệu pháp cả gói” của Quỹ Tiền tệ quốc tế - IMF)...

Tóm lại, nền kinh tế Việt Nam đã xuất hiện những dấu hiệu bất ổn về kinh tế vĩ mô. Thậm chí, có thể nói rằng những dấu hiệu tiền khủng hoảng 1997-1998 đã xuất hiện ở Việt Nam. Dự đoán này chỉ khác ở 3 điểm: *thứ nhất*, vay nợ của Việt Nam vẫn nằm trong phạm vi kiểm soát được; *thứ hai*, Việt Nam vẫn chưa tự do hoá tài khoản vốn; *thứ ba*, chưa có một cú sốc đủ mạnh từ bên trong hay bên ngoài nền kinh tế.

Từ những phân tích ở trên, có thể thấy khủng hoảng tài chính - tiền tệ ở Việt Nam nếu xảy ra sẽ mang đặc thù sau:

- Khủng hoảng xuất phát từ khu vực kinh tế nhà nước nhiều hơn từ các khu vực kinh tế khác. Đây là điểm khác biệt so với đặc điểm của khủng hoảng tài chính - tiền tệ châu Á 1997-1998 xuất phát từ khu vực tư nhân. Sở dĩ như vậy là vì, khác với đại đa số các nước có nền kinh tế thị trường phát triển, khu vực kinh tế nhà nước giữ vai trò rất quan trọng ở Việt Nam, nhất là trong lĩnh vực đầu tư, tín dụng và thu NSNN. Tuy nhiên nếu khủng hoảng tài chính - tiền tệ nổ ra, chắc chắn khu vực này sẽ chịu tác động đầu tiên và hậu quả nặng nề hơn bất cứ khu vực nào khác.

- Mặc dù lĩnh vực hoạt động của ngân hàng hiện nay đã trở nên đa dạng hơn (như ngân hàng có thể tham gia trong lĩnh vực kinh doanh chứng khoán, bảo hiểm, v.v...), nhưng do cấu trúc tài chính của Việt Nam vẫn dựa trên ngân hàng nên khủng hoảng tài chính sẽ có dạng thức của khủng hoảng ngân hàng do những yếu kém đặc biệt của khu vực này trong khi các định chế tài chính phi ngân hàng còn kém phát triển.

- Với nền tảng kinh tế vĩ mô vững chắc và điều kiện quốc tế khác hẳn so với năm 1997, có thể nói khủng hoảng tài chính - tiền tệ chưa thể xảy ra ở Việt Nam trên diện rộng.

Nếu có xảy ra thì chỉ có thể là khủng hoảng cục bộ ở một số lĩnh vực của nền kinh tế. Song, trong quá trình mở cửa, tự do hoá tài chính, tự do hoá tài khoản vốn, Việt Nam vẫn có thể phải đối mặt nhiều hơn với những rủi ro tài chính, bất ổn tài chính. Những rủi ro hay bất ổn tài chính này ít hay nhiều còn phụ thuộc phần lớn vào điều kiện nội tại của nền kinh tế, đặc biệt là sức mạnh của hệ thống tài chính - ngân hàng. Tuy nhiên, những diễn biến vừa qua trên thị trường trong và ngoài nước cho thấy Việt Nam đang phải đối mặt với những rủi ro nghiêm trọng, đặc biệt là trong lĩnh vực tài chính - tiền tệ và những vấn đề kinh tế vĩ mô khác. Chính vì thế, việc phối hợp chính sách giữa các quốc gia ở cấp vùng, giữa các quốc gia với các tổ chức tài chính quốc tế trong việc xây dựng “hệ thống cảnh báo sớm” là hết sức cần thiết, đặc biệt trong bối cảnh Việt Nam ngày càng hội nhập sâu rộng vào hệ thống tài chính quốc tế.

Tài liệu tham khảo

- [1] Pociano S. Intal Jr., *Financial Liberalization: Managing Risks and Opportunities*, the Philippine APEC Study Center Network (PASCN) and the Philippine Institute for Development Studies (PIDS), the Philippines, 2005.
- [2] Nguyễn Quốc Hùng, Chống lạm phát bằng chính sách tỷ giá, *Tạp chí Tia Sáng*, 6 (2008) 43.
- [3] Kinh tế Việt Nam và Thế giới 2007 - 2008, *Thời báo kinh tế Việt Nam*, 2008.
- [4] International Monetary Fund (IMF), *IMF Vietnam Country Report No. 06/421*, IMF, November 2006.
- [5] Kinh tế Việt Nam và Thế giới 2006 - 2007, *Thời báo kinh tế Việt Nam*, 2007.
- [6] Vũ Thành Tụ Anh, Tăng trưởng của Việt Nam có thực sự nhanh và bền vững?, *Tạp chí Tia Sáng* 2 (2008) 50.

Financial crisis - theoretical models and risks for Vietnam in the context of integration today

Le Van Anh

*Faculty of Political Economy, College of Economics,
Vietnam National University, Hanoi, 144 Xuan Thuy, Cau Giay, Hanoi, Vietnam*

The development of the global financial system brings in great opportunities but also the risk of crises for many countries. The change of financial markets along with the openness in commerce and finance and internal conditions of each country may trigger a crisis. After over 20 years of the innovation, openness and integration, Vietnam economy has a great development in many aspects. With the good position, Vietnam will more and more integrate widely and deeply into international economic system. In accordance of this process, Vietnam could also face with financial risks, financial insecurities due to the process of liberalization of trade and international balance of payments. The dangers of crisis including internal and external risks are the signs showing that a financial and monetary crisis can occur in Vietnam in the future.