

KHỦNG HOẢNG KINH TẾ THẾ GIỚI VÀ BÀI HỌC CHO VIỆT NAM

Lê Hồng Nhật^[1]

15/07/2009

Khủng hoảng tài chính mới đây ở Mỹ là một điều ít ai ngờ, cả về mức độ nghiêm trọng, lẫn quy mô ảnh hưởng của nó lên hệ thống tài chính và kinh tế toàn cầu. Bài này nhằm vào việc tìm hiểu rõ nguyên nhân dẫn đến cuộc khủng hoảng. Đồng thời, cho phép chúng ta rút ra những bài học quý báu về chính sách tài chính lành mạnh, nhằm tận dụng được các cơ hội phát triển, hội nhập kinh tế trong tương lai. Vì tính phức tạp của vấn đề, bài viết này chỉ mong đóng góp thêm phần nào vào nhận thức chung về các vấn đề cần quan tâm.

1. Một số trường phái kinh tế về khủng hoảng tài chính

Khủng hoảng tài chính được hiểu là sự sụp đổ của thị trường tài chính, khiến cho nó không thể thực hiện được hai chức năng cơ bản nhất: (1) Ổn định giá trị đồng tiền hoặc các tài sản tài chính như một phương tiện giao dịch, cất trữ tài sản, và (2) là trung gian chuyển vốn tiết kiệm vào những dự án đầu tư có hiệu quả nhất. Hệ quả là nền kinh tế bị đẩy ra khỏi quỹ đạo tăng trưởng tiềm năng, gây nên sự sụt giảm mạnh về sản lượng, việc làm, đi kèm với giảm phát, hoặc gây nguy cơ bùng nổ lạm phát.

Có thể sơ bộ chia ra ba quan điểm chính về khủng hoảng tài chính: Nhóm thứ nhất là những người theo chủ thuyết tiền tệ (*Monetarists View*), dẫn đầu là Friedman và Schwartz (1963). Họ cho rằng, khủng hoảng tài chính là do sự hoảng loạn của hệ thống ngân hàng (*banking panics*), gây nên sự co hẹp cung tiền tệ, dẫn đến sự suy thoái trong tổng cầu tiêu dùng và đầu tư. Họ bỏ qua những nguyên nhân thực, như sự sụt giảm hiệu quả của nền kinh tế, sự suy sụp của nhiều doanh nghiệp. Vì vậy, theo họ, sự can thiệp của chính phủ là không cần thiết, và thậm chí có hại, vì những doanh nghiệp đáng ra phải để cho bị phá sản, lại có thể được cứu vớt, gây nên sự gia tăng quá mức về cung tiền tệ và gây nên lạm phát.

Đối lập với nhóm theo chủ thuyết tiền tệ là *Keynesian View*, dẫn đầu là Kindleberger (1978) và Minsky (1972). Họ có quan niệm rộng hơn về khủng hoảng tài chính và tiền tệ, mà nó bao gồm sự sụt giảm của hầu hết giá trị cổ phiếu, sự vỡ nợ của nhiều công ty tài chính và phi tài chính, nạn giảm phát, đi kèm với sự rối loạn của thị trường ngoại hối. Những yếu tố này gây sự sụt giảm mạnh về tổng cầu đầu tư và tiêu dùng, nên cần phải có sự can thiệp của nhà nước. Điều đáng nói là họ không đưa ra một đặc trưng rõ ràng về nguồn gốc của khủng hoảng, để làm tiền đề cho một chính sách kích thích có hiệu quả. Vì vậy, sự can thiệp của chính phủ rất dễ dẫn đến lạm phát và trì trệ, như những người theo chủ thuyết tiền tệ đã lưu ý.

Nhóm thứ ba nhấn mạnh tới bản chất rủi ro của hoạt động tài chính, dẫn đầu là Stiglitz và Weiss (1981). Theo họ, hoạt động của hệ thống tài chính, đặc biệt là ngân hàng, chịu rủi ro cao, do ngân hàng đầu tư hay tổ chức cho vay thường *không nắm rõ* thông tin về khả năng sinh lợi và mức độ rủi ro của dự án đầu tư bằng cá nhân hay tổ chức đi vay; tức là những người chủ dự án. Sự khác biệt này về thông tin (*asymmetry of information*), hay sự thiếu minh bạch về thông tin các dự án, khiến cho hệ thống tài chính có thể có vấn đề, bởi vì rằng: Ngân hàng có thể muốn ép lãi suất thực, cộng các phí dịch vụ cho vay tăng lên để bù cho rủi ro mất vốn có thể xảy ra. Nhưng điều này lại khiến cho chỉ có những dự án có độ rủi ro cao nhất mới hy vọng có đủ khả năng sinh lãi đủ cao để trả nợ, nếu may mắn thành công. Ngược lại, nếu đó là dự án của những doanh nghiệp vừa và nhỏ, với độ rủi ro ít (nhưng cũng chính vì vậy mà mức sinh lãi thấp hơn), thì sẽ khó có thể đi vay được vốn. Vì vậy, khi lãi suất cho vay tăng lên thì:

- i. Sẽ có một tỷ lệ lớn hơn những chủ của các dự án với độ rủi ro cao hơn (như đầu cơ vào bất động sản, chứng khoán thời bong bóng) đi săn lùng vốn vay. Trong khi đó, những doanh nghiệp vừa và nhỏ, với những nhà đầu tư cẩn trọng, sẽ bị loại ra khỏi danh sách các ứng viên. Người ta gọi đây là *sự chọn lầm phải điều nguy hại (adverse selection)*, theo Akerlof (1974).
- ii. Với những chủ dự án lớn đã vay được vốn, thì họ có xu hướng làm thay đổi bản chất dự án hay mục đích sử dụng vốn vay, khiến cho dự án mang tính đầu cơ cao hơn (hoặc có vẻ “quan trọng” hơn, để nhà nước không thể để cho bị thất bại). Do vậy, họ có thể giàu lên nhanh chóng, nếu việc đầu cơ thành công; và để mặc cho ngân hàng chịu tích tụ những khoản nợ xấu; hay xã hội phải gánh vác tổn thất qua gánh nặng cứu trợ ngân sách; nếu dự án bị thất bại. Người ta gọi đây là *hiểm họa do sự vô trách nhiệm (moral hazard)*.

Chính vì những lý do trên đây, những người theo trường phái kinh tế học thể chế (*institutional economics*) cho rằng, hoạt động của ngân hàng nói riêng, và hệ thống tài chính nói chung, phải được giám sát hết sức cẩn trọng, nhằm hướng các giao dịch tới sự an toàn (Aoki, 1991; Mc Kinnon, 1991).

Ví dụ, với những dự án có độ rủi ro rất cao (nhưng cũng có thể là những cơ hội đầu tư có tiềm năng nhất về hiệu quả, chứ không phải đầu cơ), thì cần phải có những quỹ đầu tư đặc biệt nhằm thẩm định, giám sát, rót vốn ban đầu, và lập cơ chế chia sẻ rủi ro. Chẳng hạn như các quỹ đầu tư mạo hiểm (*venture capital funds*). Theo Stiglitz-Weiss, do rủi ro chọn lầm và hiểm họa của sự vô trách nhiệm (*adverse selection and moral hazard*), hệ thống các ngân hàng kinh doanh bằng cho vay lãi, phải bị hạn chế, không được phép tham gia vào các lĩnh vực đầu tư có độ rủi ro quá cao này.

Ngoài sự phân loại chức năng các ngân hàng thương mại, ngân hàng đầu tư, và các quỹ đầu tư theo mức độ rủi ro của từng lĩnh vực đầu tư, thì còn cần phải có nhiều tổ chức trung gian khác, làm chức năng giám sát và cảnh báo rủi ro. Chẳng hạn như các tổ chức xếp hạng (*rating companies*), mà chúng thường xuyên theo dõi sự thay đổi trạng thái tài chính của các công ty tài chính và phi tài chính. Sự xếp hạng này ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng của các công ty trong việc gây quỹ từ thị trường vốn hay thị trường chứng khoán.

Nhìn chung, cho dù thuộc trường phái kinh tế nào, thì vẫn có một sự nhất trí rằng, hệ thống tài chính cần phải được giám sát chặt chẽ, do tính phức tạp và rủi ro của hoạt động này. Và việc thiếu sự quản lý, giám sát (*unregulated finance*) luôn dẫn đến bong bóng đầu cơ (*speculative bubbles*). Tuy nhiên, chỉ khi mất cân đối vĩ mô trở nên rất nghiêm trọng, thì bong bóng đầu cơ mới có thể dẫn đến khủng hoảng tài chính và kinh tế trên quy mô lớn. Những nhà đoạt giải thưởng Nobel kinh tế đã phát biểu quan điểm này bao gồm: Paul Krugman, Edmund S. Phelps, Reinhard Selten, và Josep Stiglitz. Họ nhấn mạnh rằng, khủng hoảng là có thể tránh né được, nếu có một hệ thống giám sát tài chính và cảnh báo rủi ro tốt. Vì vậy, họ cho rằng, không phải cứ tự nhiên, là phải có sự can thiệp của chính phủ qua các gói kích thích, nếu như không hiểu rõ khiếm khuyết gì trong thể chế tài chính đã đẩy đến khủng hoảng.

Vậy câu hỏi được đặt ra là, tại sao một thể chế giám sát tài chính, được coi là chuẩn mực nhất thế giới, làm nền tảng cho sự phát triển vững mạnh và giàu có của ngành ngân hàng và tài chính Mỹ trong suốt nhiều thập kỷ, kể từ các năm 1930, lại sụp đổ nhanh chóng như vậy?

Chúng ta hãy xem xét lại một nguyên nhân cơ bản của cuộc khủng hoảng này qua lăng kính của trường phái kinh tế học thể chế vừa tóm tắt ở trên. Nhưng để có cái nhìn bao quát, hãy điểm lại một vài sự kiện đáng chú ý vào thời kỳ cận khủng hoảng.

2. Các giai đoạn trước khủng hoảng tài chính của Mỹ

Chúng ta hãy chia thời gian cận khủng hoảng ra làm hai giai đoạn.

Giai đoạn 1: dưới thời của cựu tổng thống Bill Clinton (1992 – 2000). Đây được coi là thời kỳ hoàng kim của Mỹ, với tiến bộ công nghệ và hiệu quả kinh tế cao, thặng dư ngân sách, và tỷ lệ nợ nước ngoài thấp. Nhưng ngay vào cuối thời kỳ này đã xuất hiện hai sự kiện đáng chú ý: (i) *Vỡ bong bóng chứng khoán (dotcom bubble)*. Điều này làm ảnh hưởng đến sự giàu có của tầng lớp trung lưu của Mỹ, tức là làm giảm khả năng thế chấp cho các khoản vay để đầu tư của họ vào nhà cửa, bất động sản, và các hoạt động kinh doanh khác. (ii) *Tự do hóa tài chính (unregulated finance)*. Cụ thể là dưới áp lực của các nhóm đặc quyền tài chính, vào năm 1999, Bill Clinton đã ký đạo luật mới (Gramm-leach-Bliley), khai tử đạo luật Glass-Steagal (1933). Điều này cho phép các ngân hàng thương mại tham gia vào các hoạt động đầu tư rất rủi ro (chủ yếu là trong lĩnh vực bất động sản), làm khởi đầu bong bóng nhà đất ngay từ năm 2000.

Giai đoạn 2: Thời kỳ của cựu tổng thống George Bush (2001 – 2008), với điểm nổi bật là mất cân đối vĩ mô ngày càng trầm trọng: (i) Mỹ chịu gánh nặng của hai cuộc chiến tranh tại Iraq và Afganistan, sau sự kiện 11 tháng 9. Điều này trực tiếp làm tăng thâm hụt ngân sách. (ii) Thâm hụt cán cân thương mại và nợ nước ngoài của Mỹ (nhất là với Trung Quốc) đã tăng trong suốt 3 thập kỷ, nhưng nhanh nhất là đến cuối năm 2008. Nợ ròng đầu tư nước ngoài của Mỹ (*America's net international investment position*) vào 2008 là 3,47 ngàn tỷ dollars, tăng 1,33 ngàn tỷ, hay 62% so với cuối năm 2007. Đó là mức tăng cao nhất kể từ năm 1976

Nếu xét tổng số nợ của Mỹ so với GDP, thì bức tranh cho thấy một sự bấp bênh về tài chính rõ hơn nhiều. Trong thập kỷ 80, dưới thời Reagan, tổng số nợ của Mỹ so với % của GDP (*US total debt as % of GDP*) bị đẩy từ 150% lên đến xấp xỉ 240%. Con số này tăng lên rất ít trong suốt 2 nhiệm kỳ của Clinton, tới gần 250%. Nhưng nó lại bị đẩy lên dưới thời của Bush, đạt tới 350% vào năm 2008, vượt xa đỉnh cao trong lịch sử là 300%, khi xảy ra cuộc đại khủng hoảng 1929-30.

Như đã nói, khi mất cân đối vĩ mô trở nên nghiêm trọng, thì bong bóng đầu cơ dễ dàng làm khủng hoảng nổ ra. Hãy nhìn lại những diễn biến chính đưa đến khủng hoảng:

- Sau cuộc vỡ bong bóng chứng khoán (*dotcom bubble*) vào năm 2000, *Fed* hạ thấp lãi suất cơ bản nhằm mục tiêu kép: (i) Kích thích đầu tư và tiêu dùng trong nước (ii) Làm giảm giá trị của đồng dollar so với các đồng ngoại tệ mạnh khác, nhằm kích thích xuất khẩu, cho phép giảm thâm hụt ngoại thương và kiềm chế nợ nước ngoài. Về dài hạn, sự kích thích đầu tư, đẩy mạnh tiến bộ công nghệ và tăng năng suất lao động sẽ làm tăng khả năng cạnh tranh quốc tế và sức mạnh của đồng dollar Mỹ. Điều đó dẫn đến *kỳ vọng về một sự thịnh vượng dài hạn* của đất nước và người dân Mỹ.
- “Hiệu ứng phụ” của việc giảm lãi suất cơ bản của *Fed* là giảm lãi suất vay, và do đó, làm tăng tổng số cho vay đầu tư vào bất động sản (*mortgages*). Điều này được thúc đẩy bởi niềm tin của người dân vào sự giàu có ngày càng tăng của Mỹ; vào dân số tiếp tục tăng; và giới hạn của đất đai; nên *giá bất động sản sẽ chỉ có tăng!* Nói khác đi, bong bóng bất động sản bắt đầu hình thành.

- Bong bóng nhà đất đã kích thích các ngân hàng thương mại (*commercial banks*) tham gia vào các hoạt động đầu cơ rủi ro cao (chủ yếu trên lĩnh vực bất động sản). Điều này trước đây là bị cấm, do rủi ro trong đầu cơ bất động sản được coi là vượt quá khả năng đảm bảo an toàn của các ngân hàng thương mại. (Xem lại hiệu ứng *adverse selection, moral hazard*, mà Stiglitz – Weiss đã chỉ ra). Tuy nhiên, bây giờ họ lại được phép làm, nhờ đạo luật mới, Gramm-leach-Bliley.
- Tuy nhiên, để đối phó với rủi ro cao, các ngân hàng thương mại, như Freddie Mac và Fannie Mae, đã chứng khoán hóa những khoản cho vay đầu tư bất động sản.
- Điều này trên thực tế có nghĩa là: những cá nhân hay tổ chức cho vay đầu tư bất động sản (*originators*) bán các khoản cho vay của họ (*mortgages*) cho các ngân hàng thương mại (như Freddie, Fannie). Các ngân hàng này “bó” các khoản vay nợ đó lại, ứng với từng mức rủi ro, rồi lại phân nhỏ ra để làm tăng tính thanh khoản, rồi bán ra như một thứ chứng khoán cho công chúng, thông qua các ngân hàng đầu tư (*securitization*).
- Khi công chúng hay những nhà đầu tư phổ thông mua các khoản cho vay nợ được chứng khoán hóa này, họ thường mua luôn bảo hiểm (*mortgage backed securities*), chống lại rủi ro là khoản vay nợ được chứng khoán hóa đó có thể là nợ không trả được (*default*).
- Vì vậy, quá trình này cho phép những cá nhân, tổ chức cho vay đầu tư vào bất động sản (*originators*) trút được gánh nặng rủi ro sang cho tổ chức khác gánh chịu, và thu về khoản tiền bán ra những tài sản cho vay được chứng khoán hóa đó. Họ giàu lên nhanh chóng, nên được các công ty xếp hạng (*rating companies*) đánh giá cao (AAA). Do vậy, các nhà đầu tư phổ thông trên thị trường vốn càng hưng phấn, và giá bất động sản càng bị bốc lên cao.
- Cho tới hết nhiệm kỳ đầu tiên của cựu tổng thống Bush (2004), bong bóng bất động sản không làm mấy ai lo ngại, do nền kinh tế, về cơ bản là vẫn vững vàng: tốc độ tăng năng suất và tiền lương thực tế vẫn tiếp tục được giữ ở mức cao; cân đối vĩ mô vẫn nằm trong tầm kiểm soát.
- Với một số lượng rất lớn các dự án đầu tư vào bất động sản, các tổ chức bảo hiểm, như AIG, về trung bình mà nói, có thể xác định được chính xác một tỷ lệ % khá nhỏ, rằng đầu cơ có thể bị thất bại (*default*). Tức là, họ xác định được suất sinh lợi của mỗi đồng vốn cho vay (*profit net of default*), cũng như phí bảo hiểm (*risk premium*) cho rủi ro bị nợ xấu. Nhờ đó, họ có thể định giá chính xác các khoản cho vay nợ được chứng khoán hóa theo mức rủi ro của nó. Vì vậy, các tổ chức này hoạt động rất có lãi nhờ bong bóng nhà đất, trong điều kiện cân bằng vĩ mô được duy trì.
- Vào sau quý I, 2005, thâm hụt ngân sách, thâm hụt ngoại thương, và nợ nước ngoài của Mỹ thể hiện ra ngày càng trầm trọng. Tuy nhiên, tốc độ tăng năng suất - động lực của tăng trưởng dài hạn của nền kinh tế - vẫn còn đang ở mức khá sung sức. Fed thay đổi chính sách của mình và đẩy lãi suất cơ bản lên 0,25 % mỗi lần điều chỉnh. Mục đích là nhằm thu hẹp cầu cơ; hạn chế bong bóng nhà đất; và lái vốn đầu tư vào các lĩnh vực công nghệ cao, có hiệu quả dài hạn cao hơn.
- Nếu (i) vốn đầu tư được chuyển mạnh vào lĩnh vực công nghệ cao, cho phép tăng năng suất và sức cạnh tranh của nền kinh tế Mỹ và (ii) gánh nặng hai cuộc chiến tranh không tăng vọt, thì cân đối vĩ mô sẽ được cải thiện. Trên thực tế, bong bóng nhà đất không hề giảm và nợ nước ngoài ngày càng tăng. Một trong các lý do là các ngân hàng kiếm lãi nhanh hơn nhờ bong bóng nhà đất; và không quan tâm đáng kể tới đầu tư vào công nghệ cao, đòi hỏi thời gian đầu tư lâu để sinh lãi. Thêm vào đó, chiến tranh ngày càng trở nên tốn kém. Hệ quả là mất cân đối vĩ mô trở nên nghiêm trọng, buộc Fed phải mạnh tay hơn.

- Fed liên tiếp đẩy lãi suất cơ bản lên 0,25% mỗi lần điều chỉnh cho tới hết năm 2006, và duy trì nó ở mức cao tới cuối 2008 (xem hình 1, *phụ lục*).
- Hệ quả là, lãi suất cho vay để đầu cơ vào bất động sản (*mortgage interest rates*) tăng lên gấp bội và không ngừng bị đẩy lên. Số đông tầng lớp trung lưu, đang vay nợ để đầu tư vào nhà đất, lúc này không còn chịu đựng nổi gánh nặng lãi suất. Bong bóng nhà đất vỡ.
- Vào cuối 2008, hàng loạt người vay nợ buộc phải trả lại nhà cửa, bất động sản mua bằng tiền vay không có thể chấp cho ngân hàng để trừ nợ. Giá bất động sản sụt giảm nhanh chóng. Tài sản cho vay được chứng khoán hoá bị bán ra ào ạt, khiến cho giá của chúng sụt giảm mạnh trên thị trường chứng khoán. Điều mà các ngân hàng, như Freddie và Fannie, và tổ chức bảo hiểm, như AIG, không kỳ vọng xảy ra, thì nay đã trở thành thực tế: cùng một lúc, hàng loạt con nợ bị vỡ nợ, với quy mô lớn, khiến cho vốn của các ngân hàng bị bốc hơi nhanh chóng (xem hình 2, *phụ lục*).
- Sự hoảng loạn từ thị trường nhà đất, lan sang thị trường chứng khoán, rồi lan sang hệ thống ngân hàng (*bank panics*). Khủng hoảng tài chính bắt đầu diễn ra. Các sự kiện chính như sau:
 - Mùng 1 Tháng 7, 2008, Bank of America mua lại Countrywide Financials (một trong những tổ chức bán *mortgage backed securities* lớn nhất).
 - Ngày 08, tháng 9, 2008, Freddie Mac and Fannie Mae bị quốc hữu hoá (với tổng tài sản hơn 5 ngàn tỷ dollars).
 - Ngày 15, tháng 9, 2008, Lehman đệ đơn phá sản (lớn nhất trong lịch sử nước Mỹ: Tài sản 600 tỷ dollars).
 - Ngày 16, tháng 9, 2008, Fed buộc phải cứu AIG với 85 tỷ dollars cứu trợ (Tài sản của nó hơn 1 ngàn tỷ dollars).

Lý do: Các tổ chức này mất khả năng thanh toán. Sự vỡ nợ của một loạt tổ chức trong lĩnh vực tài chính, địa ốc làm một số lượng lớn nhân viên làm việc thuộc lĩnh vực này bị sa thải. Sự sụt giảm mạnh giá địa ốc, chứng khoán, làm tài sản của giới trung lưu, trụ cột của sức tiêu thụ của nền kinh tế Mỹ, bị giảm mạnh, dẫn đến sự co thắt về tổng cầu tiêu dùng hàng hóa cao cấp và lâu bền như xe hơi, cũng như các dịch vụ giải trí. Điều này tiếp đến làm các công ty xe hơi lớn như GM và một số lớn các nhà thầu phụ của chúng bị phá sản. Nhiều trung tâm giải trí lớn như Las Vegas bị vắng teo. Việc rất nhiều các công ty tài chính và phi tài chính bị phá sản làm tăng số lượng đội quân thất nghiệp, kéo theo sự co hẹp tổng cầu về tiêu dùng và đầu tư, diễn ra theo đường xoáy ốc đi xuống. Do Mỹ là trung tâm tài chính, thị trường tiêu thụ, và là con nợ lớn nhất thế giới, khủng hoảng tài chính và kinh tế của Mỹ đã lan nhanh ra các nền kinh tế khác, dẫn đến khủng hoảng kinh tế toàn cầu.

3. Nhìn sâu vào nguyên nhân cơ bản dẫn đến khủng hoảng – Giám sát tài chính lỏng lẻo, đi kèm với mất cân đối vĩ mô quá lớn

Như chúng ta đã thấy, một trong các hệ quả của đạo luật cho phép tự do hóa hoạt động ngân hàng (Gramm-leach-Bliley) là sự xuất hiện các hình thức giao dịch phái sinh trên thị trường cho vay đầu tư bất động sản (*subprime mortgage market*). Cụ thể là quá trình chứng khoán hóa các khoản cho vay nợ trên thị trường này (*securitization*), đi kèm với các hình thức mua bảo hiểm rủi ro (*mortgage backed securities*).

Trong điều kiện cân bằng vĩ mô được duy trì, các dự án vay đầu tư vào bất động sản là khá an toàn, theo nghĩa, (i) rủi ro bị vỡ nợ là nhỏ (ii) khả năng vỡ nợ là biệt lập nhau (dự án này bị phá sản (*default*) không kéo theo dự án khác bị phá sản theo) (iii) có một số lượng lớn các dự án đang rất sinh lãi (do bong bóng địa ốc chằng hạn). Khi đó, ngân hàng và các công ty

bảo hiểm không kỳ vọng rằng, có một số lượng rất đông những người vay nợ sẽ bị vỡ nợ hàng loạt, trên quy mô lớn, và vào cùng một thời điểm. Trong điều kiện đó, hoạt động bảo hiểm là rất có lãi. Như đã nói, các công ty bảo hiểm, như AIG, có thể xác định được hầu như chính xác % trung bình số dự án bị vỡ nợ (và con số % bị “tai nạn” đó là nhỏ). Vì vậy, bảo hiểm cho việc mua các khoản vay nợ được chứng khoán hóa là một hình thức phái sinh rất có lãi, khi giá nhà đất đang có chiều hướng tăng ổn định. Mặt khác, về phía ngân hàng, việc bán ra công chứng các khoản cho vay được chứng khoán hóa (*securitization*) lại là một hình thức phái sinh khá “thông minh” để các tổ chức này đa dạng hóa gánh nặng rủi ro, tránh bị mất quá nhiều vốn do rủi ro không đòi được nợ (*adverse selection and moral hazard*). Khoản tiền thu về do bán ra các khoản cho vay được chứng khoán hóa đó, lại tiếp tục được sử dụng để tiếp tục cho vay mới. Ngân hàng giàu lên rất nhanh, ai cũng có thể thấy!

Như đã nêu, vào sau quý I, 2005, tình hình đã thay đổi. Cân đối vĩ mô bị xấu đi nghiêm trọng, thể hiện bởi con số vay nợ của chính phủ Mỹ, thâm hụt ngoại thương, và nợ nước ngoài của Mỹ so với % GDP tăng lên. Đến lượt nó, sự mất cân đối kinh tế vĩ mô lại ép Fed tăng lãi suất cơ bản lên liên tiếp 0,25% sau mỗi lần điều chỉnh. Tuy vậy, đồng dollars vẫn tiếp tục bị sụt giá so với các ngoại tệ mạnh khác trong suốt các năm 2005 -08, kéo theo sự giao động mạnh của giá cả trên thị trường vốn, ngoại hối, năng lượng, nhất là thị trường cho các giao dịch tương lai (*future market*).

Trong khung khổ hẹp hơn mà chúng ta đang quan tâm, điều đó khiến cho: (i) mức độ rủi ro của hoạt động đầu cơ trên lĩnh vực bất động sản tại Mỹ bị tăng vọt, do giá cả các tài sản tài chính giao động mạnh và khó lường. (ii) Cũng do toàn bộ môi trường vĩ mô bị bất ổn, các tổ chức tài chính và bảo hiểm không còn có khả năng phân loại các khoản nợ theo từng lớp rủi ro. Thay vào đó, có sự “cộng hưởng” của hầu hết các dự án của những người đi vay: hoặc bong bóng bất động sản sẽ tiếp tục, và tất cả các nhà đầu cơ sẽ tiếp tục được lợi lớn; hoặc bong bóng sẽ bất ngờ bị vỡ, và tất cả bị vỡ nợ.

Cũng hết như ở khu vực có khả năng xảy ra hỏa hoạn hay động đất lớn, bảo hiểm tài sản nhà cửa ở khu vực đó sẽ thu lời cao, nếu nạn hỏa hoạn hay động đất, cuối cùng mà nói, vẫn chưa xảy ra. Và hãng bảo hiểm hay ngân hàng cho vay đầu tư vào nhà đất sẽ bị “sập tiệm”, nếu cùng một lúc, hàng loạt ngôi nhà bị cháy rụi hay bị phá hủy bởi động đất. Tình hình các tổ chức tài chính và bảo hiểm cho các khoản cho vay được chứng khoán hóa tại Mỹ, vào các năm 2006-08, thực sự ở trong tình cảnh tương tự.

Điều mà các nhà kinh tế học thể chế như Stiglitz (2008), và cả những người theo chủ thuyết tự do, như Mc Kinnon (1991), muốn nhấn mạnh ở đây là: Khi rủi ro mang tính hệ thống như vậy, với (i) sự giám sát tài chính lỏng lẻo; (ii) Các tổ chức tài chính ngầm cho rằng, nhà nước đứng sau bảo hiểm cho mọi rủi ro, vì không thể để hàng loạt các tổ chức tài chính, công nghiệp cùng một lúc bị đổ vỡ. Khi đó, các tổ chức tài chính có thể thực hiện những hành vi trục lợi rất vô trách nhiệm (*moral hazard in bank*, theo cách nói của Kane, 1985). Ví dụ, ngân hàng có thể thực hiện hàng loạt các giao dịch cho vay rất mạo hiểm, có lúc lên tới 110% giá trị thị trường của tài sản nhà cửa, mà không cần thế chấp (Selten, 2008).

Với bất ổn vĩ mô tạo nên rủi ro hệ thống (giống như rủi ro sắp xảy ra động đất lớn), sự cho vay ào ạt và đầy mạo hiểm sẽ đem lại lợi nhuận kék sù cho ngân hàng, nếu bong bóng bất động sản vẫn tiếp tục tăng; và các nhà tài phiệt bỏ lại đằng sau cho chính phủ và xã hội gánh chịu tổn thất khổng lồ, nếu bong bóng vỡ, với hàng loạt dự án bị vỡ nợ, giá trị tài sản bị suy sụp trên quy mô lớn và xảy ra cùng một lúc, như sau một cơn hỏa hoạn hay động đất lớn.

Tóm lại, tự do hóa tài chính (*unregulated finance*) luôn dẫn đến bong bóng. Bất ổn vĩ mô luôn gây ra rủi ro hệ thống. Khi hai yếu tố này tác động đồng thời, chúng làm xuất hiện sự may rủi trên quy mô lớn, mà nó luôn kích thích lòng tham và hành vi vô trách nhiệm của các tổ chức tài chính không bị giám sát (*moral hazard in bank*). Chính sự tham lam không bị kiểm soát đó là nguyên nhân chính về thể chế, mà nó đã đẩy nền kinh tế hùng mạnh như của Mỹ tới khủng hoảng.

4. *Bài học rút ra cho Việt nam*

Khủng hoảng kinh tế thế giới ảnh hưởng trực tiếp tới Việt nam theo cả hai vế của tổng cầu: (i) cầu đầu tư bị giảm do nguồn cung vốn FDI và đầu tư gián tiếp bị giảm mạnh (ii) cầu về tiêu dùng bị giảm, do khủng hoảng thế giới làm giảm mạnh cầu về hàng xuất khẩu. Đến lượt nó, điều này khiến các công ty gia công, lắp ráp hàng xuất khẩu phải giãn thợ, làm tăng số lượng thất nghiệp và thất nghiệp tạm thời; kéo theo sự sụt giảm tiêu dùng nội địa.

Chính phủ Việt nam đã nhanh chóng thực hiện gói kích cầu nhiều tỷ dollars, thông qua các khoản cho vay với hỗ trợ lãi suất, đi kèm với giãn thuế đánh vào các doanh nghiệp. Mặc dù về mặt chủ trương, gói kích cầu này là nhằm hỗ trợ các ngành xuất khẩu và đầu tư vào các dự án hạ tầng, tạo việc làm, thu nhập, và kích thích tiêu dùng của dân cư. Tuy nhiên, sự giảm mạnh về nhu cầu từ các thị trường xuất khẩu truyền thống là một trở ngại trong vài năm tới mà Việt nam sẽ tiếp tục phải đối mặt. Bên cạnh đó, theo đánh giá của Vụ thống kê tài khoản quốc gia: “tiêu dùng của dân cư đã suy giảm nghiêm trọng ở mức âm 10% trong nửa đầu năm nay so với cùng kỳ năm ngoái” (SGTT, 07/07/09).

Điều đó nói lên rằng, mặc dù gói kích cầu là rất nhanh và khá lớn so với % GDP, nhưng hiệu quả thực tế của nó cần phải có sự thẩm định và đánh giá chính xác, nhằm tránh cho nền kinh tế bị rơi vào một cuộc suy thoái hay lạm phát mới trong tương lai.

Bài học từ khủng hoảng kinh tế ở Mỹ cho thấy, kích cầu tự bản thân nó không phải là giải pháp cho phép nền kinh tế vượt nhanh ra khỏi khủng hoảng; mà ngược lại, có thể là hiểm họa tiềm ẩn gây nên lạm phát và suy thoái, nếu thể chế tài chính có những khiếm khuyết, khiến cho dòng vốn kích cầu bị lái lệch khỏi mục tiêu ban đầu, hoặc bị sử dụng quá kém hiệu quả.

Ở kịch bản tồi nhất, dòng vốn kích cầu có thể bị lái vào đầu cơ bong bóng chứng khoán hoặc bất động sản, vì bản chất của nó vẫn chỉ là chính sách nới lỏng tiền tệ, dựa trên hạ thấp lãi suất như Mỹ đã làm. Điều này có thể là một nguy cơ dễ xảy ra, bởi rủi ro lựa chọn tồi (*adverse selection*) và hiểm họa do sự vô trách nhiệm trong việc sử dụng vốn vay (*moral hazard*), mà Stiglitz – Weiss đã chỉ ra; và cũng có thể là bởi chính hành vi trục lợi có thể xảy ra ở ngay tại các tổ chức tài chính, do thiếu sự giám sát chặt chẽ (*moral hazard in bank*). Chúng ta cần tách biệt rõ rệt giữa ý nguyện đúng đắn của chính sách kích cầu, với khiếm khuyết hay rủi ro có thể xảy ra của hệ thống tài chính, mà ngay cả Mỹ cũng có vấn đề, để có một cái nhìn thực tiễn.

Trong kịch bản tồi nhất này, Việt nam sẽ trải qua từng đợt bong bóng chứng khoán và bong bóng bất động sản, theo từng chu kỳ của chính sách nới lỏng tiền tệ. Và cũng như đã xảy ra ở Mỹ, điều này khiến hiệu quả đầu tư và năng suất chung của nền kinh tế có thể bị giảm sút hoặc không tăng theo đúng tiềm năng, kéo theo sự giảm sức cạnh tranh của các doanh nghiệp, thậm chí ngay trên thị trường nội địa.

Trong điều kiện có *de facto* tự do thương mại với Trung quốc, một nền kinh tế đang đi lên dựa trên việc tăng hiệu quả theo quy mô sản xuất lớn, thì kích bản trên lại đặt ra một thách thức khác cho Việt nam. Gói kích cầu lớn so với % GDP, và thâm hụt ngân sách cũng đã khá lớn so với % GDP hiện nay của Việt nam sẽ không gây ra áp lực lạm phát ngay, vì sức tiêu dùng và đầu tư vẫn đang suy giảm. Nhưng nó trực tiếp làm giảm giá trị đồng tiền của Việt nam so với đồng nhân dân tệ, hoặc làm ngập hàng nhập khẩu chất lượng thấp của Trung quốc vào Việt nam, hoặc cả hai (*Samuelson – Balasa effect*). Hệ quả là nhập siêu và vay nợ của Việt nam, chỉ riêng với đối tác khổng lồ Trung quốc, sẽ tăng... không có gì cường nổi.

Thách thức rất lớn. Nhưng cơ hội cũng đang mở ra. Vấn đề là chúng ta có nắm bắt được cơ hội hay không mà thôi.

Cần nhận định rõ rằng, Trung quốc là một siêu cường đang nổi lên, một “nhà máy sản xuất” của thế giới, một thị trường đang tăng trưởng nhanh (vừa vượt cả Mỹ để trở thành thị trường tiêu thụ ô tô lớn nhất thế giới); và là một quốc gia có dự trữ vốn cũng vào loại gần như lớn nhất thế giới.

Một chính sách nhằm làm co hẹp dần khoảng cách về năng suất của nền kinh tế Việt nam so với Trung quốc sẽ biến Việt nam thành nơi “hút” đầu tư nước ngoài cực mạnh, ngay khi nền kinh tế thế giới phục hồi trở lại. Đó là cơ hội phát triển cho Việt nam, dựa ngay trên sức mạnh đang lên của Trung quốc.

Điều này đòi hỏi phải có một sự thay đổi về thể chế quản lý một cách có trật tự và vững chắc. Một thể chế quản lý nhấn mạnh tới trách nhiệm, hiệu quả của từng tế bào của bộ máy quản lý nhà nước, từng tổ chức tài chính và công nghiệp, đối với lợi ích toàn xã hội và với yêu cầu phát triển bền vững. Điều đó lại đòi hỏi một sự minh bạch về thông tin quản lý, về hiệu quả kinh tế - xã hội của từng đơn vị hay tổ chức trong từng địa phương và trong toàn nền kinh tế. Đây cũng chính là bài học quý báu nhất về tiến trình chuyển đổi tổ chức và quản lý tại Trung quốc trong cải cách.

Cũng như Singapore, Hàn quốc, Đài loan, hay Trung quốc, Ấn độ trước đây, sự thách thức và cơ hội đang đặt ra với Việt nam hôm nay. Họ cũng đã bắt đầu từ một xã hội như chính chúng ta. Và chúng ta cũng hoàn toàn có thể vươn lên như họ, hòa nhập vào một Châu Á năng động và một Thế giới phát triển bền vững hơn.

Tài liệu tham khảo:

Akerlof (1970): “The Market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism”. *Quarterly Journal of Economics* (84): 488-500.

Aoki, M., (1994). “Monitoring Characteristics of the Main Bank System: An Analytical and Developmental View” in Masahiko Aoki and Hugh Patrick (eds.) *The Japanese Main bank System*, Oxford University Press, 109 --133.

Friedman và Schwartz (1963) *A Monetary History of the United States, 1867 – 1960*. Princeton University Press, Princeton.

Kane (1985). *The gathering crisis in Federal deposit insurance*. Cambridge, Mass.: MIT Press.

Kindleberger (1978) *Manias, Panics and Crashes*. MacMillan, London.

Krugman (2008) “Moment of truth”. *The New York Times*, October 09.

Mc Kinnon (1991). *The order of economic liberalization*. The Johns Hopkins University Press.

Misky (1972). “Financial stability revisited: the economics of disaster”. In *Board of Governors of the Federal Reserve System, Reappraisal of Federal Reserve Discount Mechanism*, vol. 3. Washington, D.C.: 95-136.

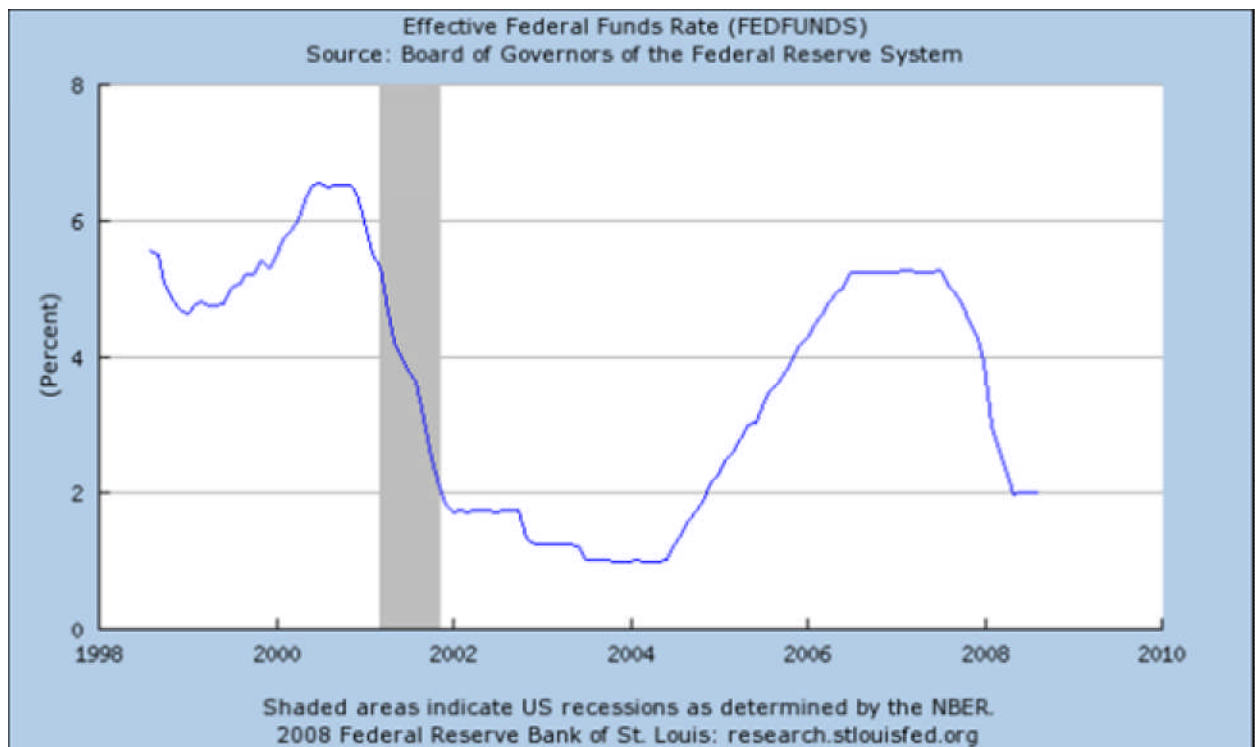
Stiglitz and Weiss (1981). “Credit rationing in market with imperfect information.” *American Economic Review* (60): 107-16.

Stiglitz (2008): “The fruit of hypocrisy”. *The Guardian*, Tuesday 16 September.

Selten (2008). “Regulation of financial market is important” *Spiegel Online International*, November, 12.

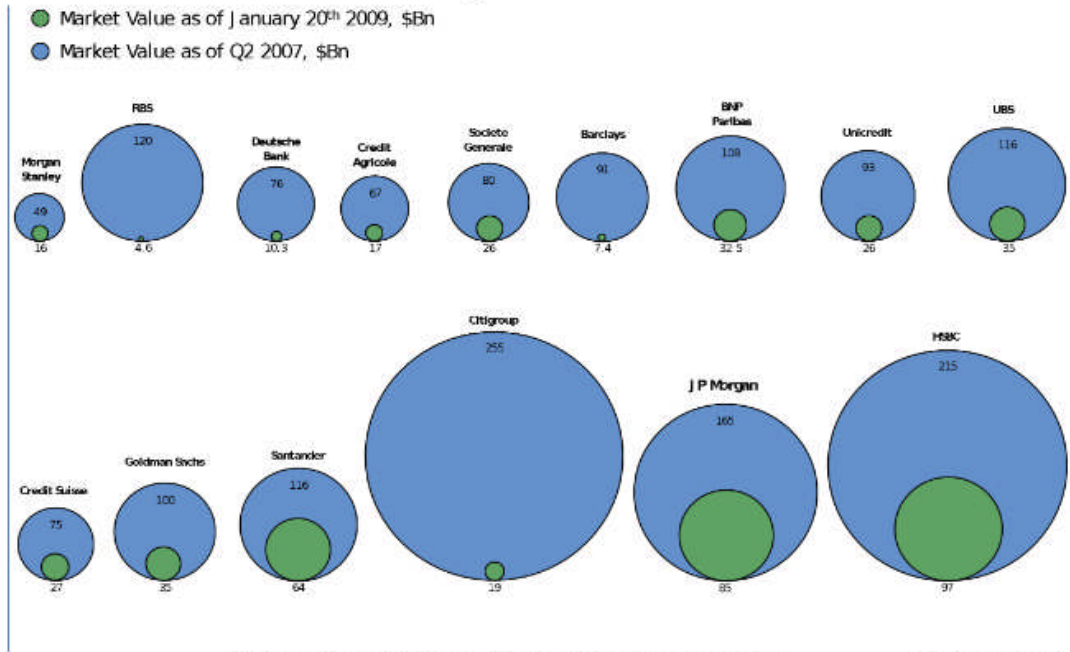
Phụ lục:

Hình 1: Lãi suất cơ bản của Fed.



Hình 2: Bong bóng và sự “bốc hơi” tài sản của các ngân hàng sau khủng hoảng

Banks: Market Cap



While J.P. Morgan considers this information to be reliable, we cannot guarantee its accuracy or completeness.

Source: Bloomberg, Jan 20th 2009

[1] Khoa Kinh tế, ĐHQG TP HCM. (Bài viết cho hội thảo “Một số lý thuyết kinh tế chính trên thế giới hiện nay qua khủng hoảng toàn cầu và những vấn đề đặt ra cho Việt nam” do Hội đồng Lý luận Trung ương tổ chức tại Hà nội).