

Kinh tế vĩ mô

Ghi chú Bài giảng 21

Tự do hóa tài chính và tăng trưởng

Phát triển tài chính là một phần của qui trình tăng trưởng. Sự phát triển các thể chế tài chính như ngân hàng, thị trường trái phiếu, thị trường cổ phiếu, công ty bảo hiểm và quỹ hưu trí là cần thiết để hỗ trợ đầu tư vốn cố định, tăng khả năng doanh nghiệp tiếp cận vốn lưu động chi tiêu lương và đầu vào sản xuất, tạo cơ chế dàn trải rủi ro và đảm bảo rằng nền kinh tế có đủ thanh khoản để hoàn thành những giao dịch cần thiết. Những thể chế này tập hợp vốn từ người tiết kiệm và chuyển sang cho bên vay, qui trình này gọi là trung gian (tài chính).

Phát triển tài chính tạo ra những công cụ chính sách mới mà chính phủ có thể sử dụng để đạt được mục tiêu như bình ổn giá, tăng hiệu quả đầu tư và công bằng xã hội. Đồng thời, phát triển tài chính cũng làm tăng rủi ro thất bại hệ thống. Thách thức đối mặt với chính phủ là khuyến khích các hình thức phát triển tài chính nhằm vào thúc đẩy mục tiêu chính sách trong khi loại trừ các hình thức giao dịch tài chính rủi ro.

Tự do hóa tài chính

Trong thập niên 1950 và 1970, nhiều nước đang phát triển ưu ái khu vực tài chính do nhà nước làm chủ đạo, cố gắng lèo lái tài chính đến những dự án tái tạo chậm chạp và thâm dụng vốn. Lý do vì họ tin rằng các tổ chức tài chính tư nhân không có tầm nhìn đủ dài về nhu cầu đầu tư. Nhiều chính phủ sở hữu ngân hàng và một số còn hạn chế hoạt động của ngân hàng tư nhân. Lãi suất thường bị áp trần để kích thích đi vay và đầu tư. Các biện pháp kiểm soát ngoại hối được duy trì để ngăn chặn người vay nội địa vay ngoại tệ để lách mức trần lãi suất. Kết quả thường là hệ thống tài chính bị phân khúc thành các nhóm đi vay được ưu đãi, thường là các doanh nghiệp nhà nước có được tín dụng chính thức với lãi suất thấp; còn lại những người khác buộc phải đi vay ở thị trường tài chính phi chính thức, thường với lãi suất rất cao. Hơn nữa, các ngân hàng chào lãi suất thấp cho người tiết kiệm, khiến các hộ gia đình không có đủ động cơ để bỏ tiền vào ngân hàng, làm giảm lượng vốn sẵn có để cho vay kinh doanh.

Có hai cuốn sách được viết riêng biệt năm 1973 của Edward Shaw và Ronald McKinnon đã ảnh hưởng mạnh đến cách thức các nhà hoạch định chính sách tư duy về tài chính.¹ Thuật từ “áp chế tài chính” (financial repression) dần được sử dụng rộng rãi. Các hệ thống tài chính được cho là bị áp chế nếu lãi suất bị kiểm soát, nghĩa là tỉ giá bị kiểm

¹ Edward Shaw (1973) *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Press; Ronald I. McKinnon (1973) *Money and Capital in Economic Development*, Washington, DC: Brookings Institution.

soát và tín dụng được phân bổ cho các nhóm đi vay ưu đãi. Áp chế tài chính cũng bao gồm việc chính phủ kiểm soát số lượng ngân hàng và tổ chức tài chính phi ngân hàng như công ty tài trợ vốn và công ty bảo hiểm. Theo McKinnon và Shaw, qui định của chính phủ cản trở ngân hàng và các tổ chức tài chính khác thực hiện chức năng trung gian quan trọng của mình. Tỷ lệ tiết kiệm và đầu tư nội địa ở các nước đang phát triển là quá thấp vì áp chế tài chính. Đầu tư không đủ vì tín dụng được chuyển cho các dự án có hậu thuẫn chính trị thay vì dự án có suất sinh lợi cao nhất.

Bắt đầu trong thập niên 1970, nhiều nước đang phát triển tự do hóa hệ thống tài chính của mình với hy vọng nói lỏng qui định sẽ tăng cạnh tranh và thúc đẩy hoạt động trung gian tài chính. Qui mô tiết kiệm sẽ tăng lên và đầu tư sẽ tăng theo phần trăm GDP. Cạnh tranh nhiều hơn cũng kỳ vọng mang lại hiệu quả sử dụng vốn tốt hơn, vì vốn do thị trường phân bổ sẽ đáng tin cậy hơn là các quan chức. Nhiều nước hy vọng rằng tự do hóa tài chính sẽ làm tăng dòng tín dụng vào doanh nghiệp vừa và nhỏ, và giảm đầu tư thâm dụng vốn, điều này tốt cho người nghèo cần việc làm. Cuối cùng, những người ủng hộ tự do hóa tài chính hy vọng rằng lãi suất thực cho vay sẽ giảm cho đa số người đi vay, vì họ sẽ không phải dựa vào thị trường tín dụng phi chính thức.

Tự do hóa tài chính có diễn ra như mong đợi hay không? Có và không. Tự do hóa thật sự gia tăng độ sâu tài chính, và có lẽ cải thiện hiệu quả đầu tư. Tuy nhiên, hy vọng về mối quan hệ đồng biến giữa lãi suất thực và tiết kiệm nội địa đã không thành hiện thực. Điều này cho thấy khi lãi suất tăng, có sự thay thế từ các tài sản phi tài chính sang tài sản tài chính (nói cách khác, chuyển vào tài khoản ngân hàng) nhưng tổng tiết kiệm không tăng lên. Doanh nghiệp dường như vẫn tài trợ hầu hết hoạt động đầu tư từ thu nhập giữ lại. Quan điểm này cũng được hỗ trợ bằng nhận định rằng không ai nhìn thấy sự gia tăng trong tỷ lệ đầu tư sau khi tự do hóa tài chính. Nếu lấy lãi suất thực làm thước đo áp chế tài chính (lãi suất thực dương nghĩa là ít áp chế), chúng ta không thấy có bất kỳ mối quan hệ nào giữa tự do hóa tài chính với tiết kiệm và đầu tư. Và cũng không có mối quan hệ nào giữa tự do hóa với tăng trưởng kinh tế.

Dường như cũng không xuất hiện mối quan hệ giữa mức vốn hóa thị trường chứng khoán theo tỷ lệ GDP với tăng trưởng kinh tế. Trong nhiều trường hợp, các thị trường vốn chủ sở hữu đã dịch chuyển thành công vốn sang các doanh nghiệp mới thành lập mà trong trường hợp trước đây không được nhận vốn, và những doanh nghiệp này sẵn sàng chi trả nhiều hơn để tiếp cận được vốn. Tuy nhiên, thị trường vốn chủ sở hữu cũng có thể củng cố các mô thức phân bổ vốn hiện tại nếu họ là những tập đoàn lớn có ảnh hưởng và đang tận hưởng kênh tiếp cận tài trợ dễ dàng.

Hơn nữa, mối quan hệ giữa đầu tư trực tiếp nước ngoài và tổng đầu tư là không rõ ràng. FDI không hẳn là “lấn vào” đầu tư nội địa. Nó chỉ đơn thuần thay thế đầu tư nội địa như ở Mỹ Latin hoặc chuyển dịch đầu tư về hướng phát triển bất động sản và tài chính, tách khỏi các hoạt động khác.

Do đó mối quan hệ giữa tự do hóa tài chính và tăng trưởng kinh tế là không mạnh. Một lý do của mối quan hệ mong manh này là tự do hóa tài chính thúc đẩy hoạt động trung gian khu vực tài chính đối với vốn có kỳ hạn ngắn, nhưng không giải quyết được vấn đề dài hạn đối với các nước đang phát triển đó là thiếu thị trường đầu tư dài hạn. Người tiết kiệm trong nước có thể không muốn giữ tài khoản dài hạn hay trái phiếu vì e ngại bất ổn tỉ giá, chính trị hay các yếu tố khác. Họ có thể muốn giữ những tài sản phi tài chính như vàng và đất vì cho rằng chúng có thể duy trì giá trị bất kể điều gì xảy ra với tỉ giá hay hệ thống chính trị. Đây có thể là một trong những lý do tại sao tự do hóa tài chính không đi kèm với tăng trưởng tiết kiệm nội địa. Ngay cả sau khi tự do hóa tài chính, các nước đang phát triển như Việt Nam vẫn phải tìm cách phát triển thị trường trái phiếu công ty dài hạn để tài trợ cho các dự án phát triển chậm sinh lợi và có qui mô lớn. Nhưng điều này đòi hỏi phải có sự tin tưởng vào việc quản lý vĩ mô của đất nước, vì sẽ không ai mua trái phiếu trong một môi trường lạm phát cao với rủi ro phá giá đồng tiền và khủng hoảng tài chính.

Các mối quan hệ báo cáo tài sản giản đơn

Xem nền kinh tế như là một tập hợp các bảng cân đối tài sản kết nối nhau sẽ giúp làm rõ mối quan hệ giữa tự do hóa tài chính và tăng trưởng. Nhớ rằng bảng cân đối tài sản đo lường khối lượng (stock). Giá trị của những khối lượng này thay đổi vì hai lý do: i) các dòng vào và dòng ra khỏi khối lượng hiện hữu; ii) giá tài sản tăng hay giảm. Trong phần tiếp theo, chúng ta sẽ xem bảng cân đối tài sản của sáu chủ thể; i) hộ gia đình, ii) các công ty phi tài chính, iii) ngân hàng thương mại; iv) ngân hàng trung ương, v) chính phủ; vi) phần còn lại của thế giới.

Bảng 1 cho thấy một tập hợp các mối quan hệ được đơn giản hóa, tương tự như các mối quan hệ tìm thấy trong hệ thống tài chính của Việt Nam. Ở Việt Nam, hệ thống ngân hàng thương mại đã được tự do hóa và phần lớn đã không còn bị “áp chế”, mặc dù thực tế ở Việt Nam chính phủ vẫn sử dụng ngân hàng thương mại nhà nước để tài trợ cho các hoạt động đầu tư dài hạn trong doanh nghiệp nhà nước, vốn không hấp dẫn đối với các ngân hàng cổ phần hoặc nước ngoài. Hơn nữa, ngân hàng có thể cho vay và nhận tiền gửi bằng ngoại tệ, vấn đề này sẽ được thảo luận trong phần sau. Giống như ở Việt Nam, mô hình này không hỗ trợ thị trường trái phiếu doanh nghiệp, và ngân hàng trung ương không bán trái phiếu của chính mình.

Trong mô hình hiện tại, các hộ gia đình sở hữu tài sản vật chất (nhà và vàng), tiền gửi ngân hàng, trái phiếu chính phủ và cổ phiếu (cổ phần trong các công ty phi tài chính hoặc ngân hàng thương mại), tất cả đều qui ra nội tệ. Khoản nợ duy nhất của hộ gia đình là vốn vay ngân hàng, thường là vay mua nhà. Chênh lệch giữa giá trị tài sản và nợ tại bất kỳ thời điểm là tài sản ròng của hộ gia đình.

Các công ty phi tài chính cũng sở hữu tài sản cố định, trong trường hợp này chúng ta gọi các tài sản này là nhà xưởng thay vì nhà ở để dễ phân biệt. Họ cũng có tiền gửi ngân hàng là tài sản có và nợ ngân hàng làm tài sản nợ. Thực tế, nhiều doanh nghiệp Việt Nam nắm giữ tài sản và nợ bằng đô-la, nhưng hiện tại chúng ta sẽ bỏ qua thông tin này. Cổ phiếu mua bán trên thị trường là một phần vốn của công ty, không phải nợ, nhưng được thể hiện bên phía tài sản nợ như một phần của tài sản ròng để cân đối.

Ngân hàng thương mại cấp vốn vay cho hộ gia đình và doanh nghiệp phi tài chính, các khoản vay này xuất hiện trong bảng cân đối tài sản của họ. Các tài sản khác của ngân hàng gồm trái phiếu chính phủ và dự trữ bắt buộc ở ngân hàng trung ương. Quy mô dự trữ của ngân hàng là một tỉ lệ tiền gửi do ngân hàng trung ương quyết định. Tỉ lệ dự trữ bắt buộc càng cao thì ngân hàng càng phải giảm cho vay, vì họ phải giữ tiền mặt nhiều hơn tại ngân hàng trung ương để đảm bảo trả tiền huy động. Tiền gửi thuộc sở hữu của hộ gia đình và doanh nghiệp phi tài chính và là nghĩa vụ nợ chính của ngân hàng thương mại. Lúc này, qui ước mọi khoản huy động này là bằng nội tệ.

Tài sản của ngân hàng trung ương gồm trái phiếu chính phủ bằng nội tệ và dự trữ ngoại hối bằng đô-la. Ngân hàng trung ương cũng cho vay trực tiếp các ngân hàng. Ở Việt Nam, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (SBV) cho các ngân hàng vay tiền bằng hai hình thức, chiết khấu và tái cấp vốn. Cả hai đều là vốn vay có đảm bảo và ngắn hạn, với khối lượng phụ thuộc vào hệ thống hạn ngạch do SBV qui định. Nợ của ngân hàng trung ương là dự trữ bắt buộc của ngân hàng và tiền lưu thông trong nền kinh tế. Nếu ngân hàng trung ương muốn thuần phục áp lực lạm phát, thì có thể giảm cho vay bằng một trong số cơ chế sau: i) bán trái phiếu chính phủ cho các ngân hàng để giảm cung tiền và đẩy lãi suất lên (nghiệp vụ thị trường mở); ii) tăng dự trữ bắt buộc; iii) giảm cho vay các ngân hàng. Tiếc rằng trong thời kỳ khủng hoảng (khi tăng trưởng đặc biệt thấp) các ngân hàng không muốn bán trái phiếu chính phủ cho ngân hàng trung ương. Đây là một hình thức bẫy thanh khoản, trong đó các ngân hàng muốn giữ trái phiếu chính phủ vì không có người sẵn sàng đi vay dù lãi suất thấp. Điều này thể hiện vấn đề mà Fed gặp phải giai đoạn 2008-09.

Chính phủ bán trái phiếu để tài trợ thâm hụt ngân sách, là nghĩa vụ nợ chính. Tài sản chủ yếu của chính phủ là uy tín, hoặc “năng lực tín chấp và thanh toán nợ” nói theo ngôn ngữ thị trường trái phiếu. Vì chính phủ có độc quyền về thuế, chúng ta thường mặc định rằng chính phủ có thể vay thế chấp trên nguồn ngân sách tương lai. Tuy nhiên, như đã thấy trong ví dụ gần đây ở Hy Lạp, khi thị trường trái phiếu không còn tin rằng những dòng thu ngân sách này sẽ đủ để trả nợ trái phiếu hiện hữu, thì chính phủ không còn bán được trái phiếu nữa. Do đó giá trị “năng lực tín chấp và thanh toán nợ” của chính phủ không phải là vô hạn, nó có thể tăng hay giảm tùy vào qui mô nợ của chính phủ và khả năng nguồn thu thuế tương lai so với chi tiêu.

Phần còn lại của thế giới (viết tắt là ROW) sở hữu trái phiếu bằng nội tệ (VND) và chịu trách nhiệm về dự trữ ngoại hối của ngân hàng trung ương.

Trong thời điểm bình thường chính phủ và ngân hàng trung ương có thể bảo vệ sự ổn định của hệ thống tài chính thông qua kiểm soát cung tiền, tránh các khoản thâm hụt ngân sách lớn và thông qua quản lý chặt chẽ các ngân hàng, ví dụ cấm ngân hàng cho vay doanh nghiệp có kết nối với ngân hàng đó (cho vay liên quan), đảm bảo ngân hàng trích dự phòng đầy đủ cho các khoản vay xấu, và đảm bảo có đủ vốn để chống chịu những khó khăn không lường trước.

Nhà kinh tế Hyman Minsky lập luận rằng tự do hóa tài chính có tiềm năng gây bất ổn hệ thống tài chính. Trong bài viết “Giả thuyết về sự bất ổn tài chính”, Minsky cho thấy những sáng tạo tài chính giúp các công ty và gia đình tăng vay nợ như thế nào. Tăng vay mượn sẽ làm tăng giá tài sản, khuyến khích vay nhiều hơn, rồi giá tài sản cao hơn, cho đến khi bong bóng đổ vỡ. Ví dụ, sự đổi mới sáng tạo tài chính vĩ đại của những năm 20 chính là giao dịch chứng khoán ăn chênh lệch. Lần đầu tiên, các hộ gia đình có thể mua khối lượng lớn cổ phiếu công ty bằng những khoản vốn nhỏ và vay số còn lại. Sự sáng tạo này góp phần hình thành bong bóng thị trường cổ phiếu những năm 20, và sau cùng là sự đổ vỡ năm 29.

Trong mô hình bảng cân đối tài sản, sáng tạo và tự do hóa tài chính làm tăng nợ của hộ gia đình và doanh nghiệp. Nợ tăng sẽ được cân đối bên phía tài sản bằng cách tăng giá tài sản. Quy trình có thể tiếp tục trong một thời gian dài cho đến khi giá tài sản ngưng không tăng nữa và bắt đầu giảm. Lúc này, hộ gia đình và doanh nghiệp phải bán bớt tài sản để giảm nợ. Nhưng giá tài sản đã giảm, khiến họ không có đủ để trả nợ, và cuối cùng là vỡ nợ.

Đưa vào hoạt động vay và cho vay bằng đô-la

Đến lúc này, chúng ta vẫn giả định rằng chính phủ, hộ gia đình và doanh nghiệp vay bằng nội tệ và chỉ có ngân hàng trung ương giữ tài sản bằng đô-la. Khả năng vay nợ bằng ngoại tệ và từ ngân hàng nước ngoài là hiện tượng khá mới, ngay cả ở các nước thuộc OECD. Thị trường nợ đô-la phát triển ở Tây Âu trong thập niên 70 khi các nước như Mỹ, tự do hóa thị trường vốn.

Các nước có đồng tiền yếu thấy rằng họ không thể bán trái phiếu cho người mua nước ngoài bằng nội tệ, do đó nếu muốn vay nợ thì phải phát hành trái phiếu bằng đô-la. Các nhà kinh tế gọi đây là “tội lỗi gốc”, nghĩa là một khi các nước bắt đầu vay bằng ngoại tệ thì sẽ khó phát triển được thị trường trái phiếu bằng nội tệ.² Khi các chính phủ, hộ gia đình và doanh nghiệp vay nợ mệnh giá đô-la, thì sẽ chịu rủi ro tỉ giá. Nếu họ có doanh thu bằng nội tệ, thì nội tệ mất giá sẽ làm tăng qui mô nợ (trữ lượng) và giảm sức mạnh tạo thu nhập của tài sản.

² Barry Eichengreen and Ricardo Hausmann (1999) “Exchange Rate and Financial Fragility,” NBER Working Paper 7418, Cambridge, Mass.

Hộ gia đình và doanh nghiệp có thể vay nợ đô-la từ ngân hàng địa phương hay hải ngoại. Khoảng 20% lượng vay nội địa ở Việt Nam là theo đô-la. Doanh nghiệp và hộ gia đình vay đô-la sẽ chịu tình trạng đồng tiền bất cân xứng, có thể gây khó khăn cho việc trả nợ. Sự mất giá đồng tiền Việt Nam cũng làm tăng qui mô nợ so với tài sản, mà tài sản thì thường qui bằng nội tệ (ví dụ đất, cổ phiếu). Hơn nữa, mức độ vay bằng đô-la cao tạo áp lực lên tỉ giá hối đoái vì con nợ đổ xô mua ngoại hối để trả nợ. Nhưng khi đồng tiền yếu đi, thì lãi suất VND tăng, khiến doanh nghiệp và hộ gia đình càng có động cơ vay đô-la.

Tỉ giá hối đoái cố định có thể khuyến khích doanh nghiệp và hộ gia đình vay đô-la để tận dụng lãi suất tiền đô thấp. Đây là một trong những yếu tố chính góp phần tạo nên cuộc khủng hoảng tài chính Đông Á 1997. Do tin tưởng rằng đồng Baht, rupiah Indonesia và won Hàn Quốc là ổn định so với đô-la, doanh nghiệp nội địa vay đô từ ngân hàng quốc tế. Khi niềm tin vào những đồng tiền này sụp đổ, nhiều công ty không thể trả được nợ. Rất nhiều công ty đổ xô mua đô-la với bất kỳ giá nào, còn các chủ nợ nước ngoài thì đòi phải trả nợ lập tức.

Một vấn đề phổ biến ở các nước đang phát triển là sự mở rộng tiền tệ do vốn chảy vào. Sự mở rộng tín dụng khổng lồ của Việt Nam năm 2007 và 08 chủ yếu do dòng vốn vào gây ra, mặc dù trong trường hợp này dòng vốn vào chủ yếu là FDI, kiều hối và dòng vốn đầu tư gián tiếp chứ không phải đi vay. Chúng ta có thể thấy từ bảng cân đối tài sản của ngân hàng trung ương: tăng dự trữ ngoại hối trong khi các yếu tố khác không đổi, sẽ dẫn đến tăng lượng tiền lưu thông. Ngân hàng trung ương có ba chọn lựa chính sách để hóa giải các dòng vốn vào này: i) tăng dự trữ bắt buộc của ngân hàng thương mại; ii) bán trái phiếu chính phủ; và iii) giảm cho vay ngân hàng thương mại. Năm 2008, SBV cuối cùng sử dụng hai chọn lựa đầu. Một trong những vấn đề mà Việt Nam và các nước đang phát triển đối mặt là thị trường trái phiếu trong nước không đủ sâu để giúp ngân hàng trung ương hóa giải dòng ngoại hối đổ vào. Kết quả là tín dụng bùng nổ, dẫn đến lạm phát giá tài sản, cho vay nhiều hơn và cuối cùng là đổ vỡ. Chính phủ cũng có thể cắt giảm tín dụng nội địa (theo đó là cung tiền) bằng cách tạo thặng dư ngân sách. Việt Nam đã phạm sai lầm khi để thâm hụt ngân sách lớn trong giai đoạn bùng nổ.

Vấn đề là những dòng vốn này là đi theo chu kỳ: chúng tăng trong giai đoạn bùng nổ và giảm khi đổ vỡ. Các nước và doanh nghiệp có thể vay trên thị trường quốc tế khi những thị trường này có thanh khoản và sẵn sàng cho vay. Nhưng khi nền kinh tế tăng trưởng chậm, chính phủ và doanh nghiệp đều khó đi vay, hoặc ít ra là khó vay với lãi suất thấp. Trong giai đoạn bùng nổ 2002 – 2007 thế giới chứng kiến sự bùng nổ đáng kinh ngạc dòng vốn chảy vào các nước phát triển và đang phát triển. Đi vay lúc đó rất rẻ và dồi dào. Không may là có quá nhiều số vay đó được tài trợ cho tiêu dùng hay đầu tư hoang phí.

Các dòng vốn lớn đổ vào có thể dẫn đến tỉ giá thực bị ấn định quá cao khi dòng vốn đổ vào gây lạm phát giá tài sản và tăng giá cả hàng hóa và dịch vụ phi ngoại thương. Một vấn đề khác là doanh nghiệp trong nước và hộ gia đình có thể tích lũy nợ có mệnh giá ngoại tệ với mức độ cao. Nếu đúng vậy, và khi đồng tiền bị phá giá thì họ có thể không trả được nợ. Chính điều này đã xảy ra ở Chile năm 1982-1983 và Indonesia 1997-98. Trong những trường hợp này, sự sụp đổ xuất phát từ khu vực doanh nghiệp do vỡ nợ nước ngoài. Doanh nghiệp phá sản kéo theo ngân hàng trong nước vì có liên quan đến các doanh nghiệp này thông qua đồng sở hữu hoặc cho các doanh nghiệp này vay quá nhiều. Đồng nội tệ định giá cao sẽ gây thiệt hại cho các nhà xuất khẩu và có tác động tiêu cực lên việc hình thành công ăn việc làm trong ngành sản xuất thâm dụng lao động và nông nghiệp.

Những phản ứng về luật định

Do các nước đang phát triển phụ thuộc nhiều vào tài trợ vốn từ các ngân hàng, nên không ngạc nhiên khi gánh nặng rủi ro từ tự do hóa tài chính rơi vào khu vực ngân hàng. Cơ cấu luật pháp do đó phải đủ mạnh để bảo vệ nền kinh tế trước những thất bại của khu vực ngân hàng.

Đa số các tài liệu chuyên ngành đều tập trung vào những yêu cầu vốn của ngân hàng. Việt Nam yêu cầu các ngân hàng phải giữ tối thiểu 3 ngàn tỉ đồng tiền vốn và vốn điều chỉnh rủi ro bằng 8% tài sản, nhưng việc thực thi qui định này đã bị hoãn. Quan trọng hơn, thước đo vốn theo qui định của Việt Nam là khác với các chuẩn mực quốc tế, có nghĩa là ngân hàng Việt Nam có thể có số vốn đệm nhỏ hơn con số yêu cầu. Việc nắm giữ cổ phần chéo giữa các ngân hàng cũng làm tăng rủi ro hệ thống, vì khả năng các ngân hàng sẽ bán phần hùn của mình trong các ngân hàng khác sẽ gia tăng trong thời kỳ khủng hoảng, làm giảm các đánh giá của thị trường đối với tất cả ngân hàng.

Điều khoản dự phòng nợ xấu cũng không theo chuẩn mực quốc tế. Các ngân hàng có động cơ ước tính thấp tổn thất nợ vay vì họ phải trích dự phòng bằng các khoản dự trữ không có lãi suất tại SBV.

Những khía cạnh khác của qui định cũng không được chú ý đầy đủ nhưng lại quan trọng không kém. Không có qui định và qui trình phá sản được thiết lập sẵn sẽ gây khó khăn nếu ngân hàng phải tịch thu tài sản thế chấp. Do đó ngay cả vốn vay có thể chấp cũng có thể kéo theo rủi ro lớn đối với vốn ngân hàng.

Kinh nghiệm của năm 2007-08 cũng làm tăng câu hỏi về việc quản lý dòng vốn vào ngắn hạn. Thị trường trái phiếu Việt Nam không đủ sâu để giúp đất nước hóa giải các dòng vốn vào ở qui mô lớn mà không dựa vào việc điều chỉnh dự trữ bắt buộc. Cách thức này có thể hiệu quả nhưng sẽ tổn kém đối với các ngân hàng và sẽ bị phản đối. Lúc này, rủi ro các dòng vốn lớn là ít vì những trục trặc trên thị trường tín dụng ở châu Âu và Bắc Mỹ, và những lo ngại về hệ thống tài chính trong nước. Tuy nhiên, khi điều kiện

ổn định, chính quyền có thể muốn xem xét một số hạn định đối với dòng vốn vào ngân
hạn để ngăn chặn lặp lại tình trạng bong bóng 2007-08.

Bảng 1: Các mối quan hệ bảng cân đối tài sản giản đơn

Hộ gia đình		Doanh nghiệp phi tài chính		Ngân hàng thương mại		Ngân hàng trung ương		Chính phủ		Phần còn lại của thế giới	
Tài sản	Nợ	Tài sản	Nợ	Tài sản	Nợ	Tài sản	Nợ	Tài sản	Nợ	Tài sản	Nợ
Nhà Tiền gửi Trái phiếu Cổ phiếu Cổ phiếu ngân hàng	Vốn vay Tài sản ròng	Nhà xưởng Tiền gửi	Vốn vay Cổ phiếu Tài sản ròng	Vốn vay Dự trữ Trái phiếu	Tiền gửi Cổ phiếu ngân hàng Tài sản ròng	Trái phiếu Dự trữ (\$) Vốn vay cho ngân hàng	Dự trữ đồng tiền	“Năng lực tín chấp và thanh toán nợ”	Trái phiếu	Trái phiếu	Dự trữ (\$)

Bảng 2: Mối quan hệ cân đối tài sản giản đơn khi có vay đô-la

Hộ gia đình		Doanh nghiệp phi tài chính		Ngân hàng thương mại		Ngân hàng trung ương		Chính phủ		Phần còn lại của thế giới	
Tài sản	Nợ	Tài sản	Nợ	Tài sản	Nợ	Tài sản	Nợ	Tài sản	Nợ	Tài sản	Nợ
Nhà Tiền gửi Tiền gửi (\$) Trái phiếu Cổ phiếu Cổ phiếu ngân hàng	Vốn vay Vốn vay (\$) Tài sản ròng	Nhà xưởng Tiền gửi (\$)	Vốn vay Vốn vay (\$) Cổ phiếu Tài sản ròng	Vốn vay Vốn vay (\$) Dự trữ Trái phiếu	Tiền gửi Tiền gửi (\$) Cổ phiếu ngân hàng Tài sản ròng	Trái phiếu Dự trữ (\$) Vốn vay cho ngân hàng	Dự trữ đồng tiền	“Năng lực tín chấp và thanh toán nợ”	Trái phiếu Trái phiếu (\$)	Trái phiếu Trái phiếu (\$)	Dự trữ (\$)