

Dự báo nguy cơ và nét đặc thù của khủng hoảng tài chính ở VN

Thạc sĩ NGUYỄN KHẮC QUỐC BẢO

Theo ông Noritaka Akematsu, chuyên gia về tài chính của Ngân hàng Thế giới tại Hà Nội thì “Hiện đang có sự phấn khích quá mức vượt quá khuôn khổ của thị trường và sự kiểm soát của cơ quan điều tiết vào thời điểm này”. Điều này đặc biệt nguy hiểm hơn khi các nhà nghiên cứu còn cảnh báo là đa số người mua chứng khoán tại VN không sử dụng các phân tích về thực trạng tài chính của công ty niêm yết mà chỉ mua bán theo cảm tính.

Có thể dễ dàng nhận thấy rằng hiện nay VN đang ở trong cao điểm của lộ trình hội nhập kinh tế quốc tế. “Mở cửa” nghĩa là đón nhận những cơ hội mới nhưng đi kèm là những rủi ro tăng lên. Các lý thuyết kinh điển về tự do hóa tài chính đều cho rằng các hệ thống tài chính có tính tự do hóa càng cao sẽ càng làm tăng tính “dễ bị tổn thương”. Nghĩa là các nền kinh tế đó sẽ dễ hấp thụ những cú sốc từ thị trường bên ngoài và bị khuếch đại bởi những yếu kém hay thất bại từ chính sách kinh tế vĩ mô trong nước, dẫn đến những cuộc đổ vỡ hay khủng hoảng tài chính như đã xảy ra ở châu Á năm 1997.

Từ những nghiên cứu kinh điển kết hợp với bối cảnh “hậu WTO” ở VN và đặc biệt là hiện tượng thị trường chứng khoán (TTCK) đang tăng trưởng quá nóng gần đây, chúng tôi đưa ra cảnh báo về những nguy cơ mà VN phải đối phó trong thời gian tới.

Sự đảo ngược dòng vốn

Sự đảo ngược dòng vốn ám chỉ hiện tượng dòng vốn tư nhân của nước ngoài đột ngột chảy ngược ra khỏi một quốc gia khi có những cú

sốc kinh tế hay các nhà đầu tư mất niềm tin vào chính sách kinh tế vĩ mô. Trong thực tế, đã có nhiều quốc gia gánh chịu tai họa này. Thổ Nhĩ Kỳ và Venezuela là những nước đầu tiên nếm mùi đảo ngược mạnh mẽ của dòng vốn vào thập niên 1990. Nguyên nhân là do các nhà đầu tư mất niềm tin vào chính sách kinh tế của chính phủ. Hiện tượng này ở Mexico còn đáng lưu ý hơn khi dòng vốn bị đảo ngược đã lây lan mạnh mẽ sang Argentina và Brazil làm cho hai quốc gia này phải gánh chịu những hậu quả về tài chính hết sức nặng nề. Hay châu Á năm 1997 có thể là một ví dụ điển hình nhất và mạnh mẽ nhất cho sự đảo ngược của dòng vốn đã dẫn tới cuộc khủng hoảng tài chính sâu sắc và tồi tệ nhất trong lịch sử.

Xu hướng tự do hóa tài chính – ngân hàng diễn ra một cách mạnh mẽ gần đây thu hút các quỹ đầu tư nước ngoài “đổ bộ” vào VN khá rầm rộ, làm cho cổ phiếu của các ngân hàng và một số công ty tăng giá gấp chục lần, thậm chí vài chục lần. Các chuyên gia kinh tế trong và ngoài nước đều thừa nhận TTCK VN hiện đang tăng trưởng quá nóng, giá trị

thị trường đã bị đẩy quá xa giá trị tài sản thực. Tỷ lệ đầu tư trên lãi suất (P/E) của VN hiện lên đến 25-30, vượt xa mức trung bình 18-20 của khu vực.

Và các chuyên gia đưa ra dự báo rằng thị trường sẽ có sự điều chỉnh để quay về giá trị thực của cổ phiếu khi các quỹ đầu tư nước ngoài bắt đầu chuyển nhượng và bán cổ phiếu để thu hồi vốn. Như vậy vấn đề được đặt ra là thị trường sẽ điều chỉnh như thế nào, êm ái hay đột ngột bằng những cú sốc? Câu trả lời sẽ phụ thuộc phần lớn vào năng lực điều hành của cơ quan quản lý thị trường và cao hơn là chính sách kinh tế vĩ mô của Chính phủ. Vì chỉ cần một sự yếu kém, chần chừ hay làm mất niềm tin của nhà đầu tư thì hiện tượng đảo ngược rất có thể sẽ xảy ra và làm cho “bong bóng chứng khoán” bị xì hơi, thậm chí nổ tung.

Rút vốn tháo chạy

Đi sau hiện tượng đảo ngược dòng vốn sẽ dẫn đến nguy cơ các nhà đầu tư rút vốn tháo chạy. Điều này đã được Ngân hàng Thế giới (WB) cảnh báo từ hồi cuối tháng 5.2006. Theo WB, hiện nay các nước đang phát triển đang ngày càng phụ thuộc vào nguồn vốn tư nhân, tiềm tàng rủi ro nếu các nhà đầu tư nước ngoài rút vốn tháo chạy ào ạt khi có những thông tin bất lợi về tình hình kinh tế-chính trị trên thế giới. Và ai dám bảo đảm sẽ không xảy ra “hiệu ứng bầy đàn” về rút vốn ở VN: Quỹ đầu tư này rút thì quỹ đầu tư kia sẽ rút theo, giá chứng khoán sẽ giảm mạnh và thị trường trở nên bi quan, các nhà đầu tư khác cũng sẽ bắt đầu nghĩ đến việc có nên rút vốn hay không.

Theo ông Noritaka Akematsu, chuyên gia về tài chính của Ngân hàng Thế giới tại Hà Nội thì “Hiện đang có sự phấn khích quá mức vượt quá khuôn khổ của thị trường và sự kiểm soát của cơ quan điều tiết vào thời điểm này”. Điều này đặc biệt nguy hiểm hơn khi các nhà nghiên

cứu còn cảnh báo là đa số người mua chứng khoán tại VN không sử dụng các phân tích về thực trạng tài chính của công ty niêm yết mà chỉ mua bán theo cảm tính. Trong một thị trường như vậy thì “tâm lý bầy đàn” và hiệu ứng của những tin đồn sẽ rất tai hại. Hiện tượng bán tháo cổ phiếu của công ty Bảo Minh trước tin đồn công ty này bị phong tỏa tài khoản, rồi sau khi lời đồn được giải thích thì giá cổ phiếu tăng trở lại kịch trần. Trước đó là vụ công ty Gemadept, công ty nhiệt điện Phả Lại đã chứng tỏ thị trường VN quá nhạy cảm với những tin đồn và tính bất ổn rất cao. Như vậy, nguy cơ xảy ra hiện tượng rút vốn tháo chạy do thiếu các biện pháp kiểm soát dòng vốn ngắn hạn sẽ gia tăng.

Để đối phó với nguy cơ này có thể tham khảo kinh nghiệm của một số nước châu Mỹ Latinh. Chẳng hạn như Chi Lê, là một quốc gia được IMF đánh giá là thành công về kiểm soát vốn, các nhà đầu tư nước ngoài đầu tư gián tiếp phải giữ tiền mặt trong nước tối thiểu là 1 năm và từ tháng 9 năm 1998 các nhà đầu tư tài chính nước ngoài phải đóng một loại thuế dưới dạng nộp vào quỹ dự trữ 30% tổng số tiền cho vay nhưng không được hưởng lợi tức, đồng thời đánh thuế 1,2% trên toàn bộ vốn đưa vào không kể thời hạn. Ngoài ra việc hạn chế đối ngoại tệ cũng góp phần ngăn chặn nguy cơ rút vốn tháo chạy.

Sự vỡ nợ

Nguy cơ vỡ nợ do sử dụng vốn vay ngắn hạn để đầu tư dài hạn như trường hợp của Thái Lan năm 1997. Nguy cơ này càng nghiêm trọng khi xảy ra biến động tỷ giá hối đoái, giá bất động sản, đặc biệt là biến động giá trị của tài sản thế chấp ngân hàng và giá chứng khoán. Muốn phòng ngừa nguy cơ vỡ nợ thì Chính phủ phải có hệ thống giám sát tài chính hiệu quả nhằm ngăn chặn những khoản đầu tư quá nhiều rủi

ro. Ngoài ra có thể sử dụng một số biện pháp hạn chế chuyển đổi tiền tệ và kiểm soát chặt các luồng vốn ngắn hạn từ bên ngoài.

Nguy cơ bị “lấy nhiễm” biểu hiện ở 3 nguy cơ trên rất dễ xảy ra khi nền kinh tế quốc gia chịu những cú sốc từ bên ngoài nhất là từ những cuộc khủng hoảng tài chính khi mà xu hướng tự do hóa và hội nhập tài chính đang diễn ra mỗi ngày một mạnh mẽ, đặc biệt là giữa những quốc gia đang phát triển, trong đó có VN. Nguy cơ này cao hay thấp phụ thuộc vào “sức đề kháng” của mỗi nước dựa vào thực lực kinh tế – tài chính và mức độ đúng đắn của các chính sách kinh tế vĩ mô.

Mất tự chủ tài chính và lệ thuộc quá mức vào IMF

Nguy cơ mất quyền tự chủ là cái mà dường như chúng ta đang lo ngại, nhất là khi có ý định tự do hóa tài chính. 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 hóa 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 buộc phải xiết chặt ngân sách, giảm các chỉ tiêu tăng trưởng và các chương trình xã hội, chấp nhận sự trợ giúp của nước ngoài v.v. Để tránh sự phụ thuộc thì Chính phủ cần đi trước trong các chính sách nhằm hạn chế những nguy cơ từ tự do hóa tài chính. Đó là tiến hành tự do hóa tài chính một cách thận trọng, chủ động và tích cực.

Một điểm cuối cùng cần lưu ý là IMF được nhiều người coi là công cụ của Mỹ để thúc đẩy cải tổ theo hướng tự do hóa tuyệt đối dòng chảy tư bản trong đó có đầu tư trực tiếp của nước ngoài vào dịch vụ, đặc biệt là dịch vụ tài chính. Tuy nhiên IMF sẽ chỉ có thể thiết lập các tiêu chuẩn quốc tế mới trong tài chính và thống kê tài chính nhằm đánh giá tình hình nhanh chóng và đề nghị biện

pháp ngăn ngừa, các nước đang phát triển vẫn phải duy trì các biện pháp kiểm soát dòng vốn.

Những nét đặc thù của khủng hoảng tài chính (nếu xảy ra) ở VN

- Khủng hoảng xuất phát từ khu vực kinh tế nhà nước và liên quan tới tài chính nhà nước nhiều hơn là tới tài chính của các khu vực kinh tế khác. Điều này trái với đặc điểm của khủng hoảng tài chính châu Á năm 1997.

- Khủng hoảng tài chính có hình dạng 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.

- Khủng hoảng do các nguyên nhân nội tại của nền kinh tế – tài chính chứ ít hoặc chịu ảnh hưởng không nhiều của sự “lấy nhiễm” từ bên ngoài.

- Khủng hoảng tài chính – tiền tệ tác động không lớn tới nền kinh tế tới mức gây ra khủng hoảng kinh tế và càng không thể gây ra khủng hoảng chính trị do: (a) vai trò của hệ thống tài chính trong nền kinh tế còn hạn chế, (b) các chỉ số kinh tế vĩ mô của VN khá tốt trong khi nền kinh tế chịu sự điều tiết mạnh của Nhà nước dựa trên các quyết định hành chính nhiều hơn là dựa trên các qui luật thị trường, (c) nền kinh tế có định hướng XHCN và sự ổn định chính trị là những bảo đảm vững chắc cho sự can thiệp khi cần thiết của Chính phủ, đồng thời duy trì niềm tin của đại đa số nhân dân ngay cả trong những trường hợp xấu nhất.

Như vậy, có thể thấy con thuyền kinh tế VN đang căng buồm tiến ra khơi trong khi đại dương ngày càng sóng to gió lớn. Liệu chúng ta có vượt qua được những cơn sóng dữ và đi được bao xa là tùy thuộc phần lớn vào bản lĩnh của người “thuyền trưởng” ■