



## CHÍNH SÁCH VÀ BIỆN PHÁP CỦA MỸ ĐỐI PHÓ VỚI KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH TOÀN CẦU VÀ KINH NGHIỆM RÚT RA CHO VIỆT NAM

THS NGUYỄN ĐĂNG TÀI\*

**K**hủng hoảng tài chính toàn cầu đã dẫn đi qua, nhưng hậu quả vẫn còn đối với kinh tế và tài chính thế giới. Khủng hoảng đã chứng kiến sự gia tăng vai trò của các chính phủ trong việc hỗ trợ và giải cứu thị trường khỏi đổ vỡ hệ thống. Nhìn nhận và đánh giá những chính sách, biện pháp của Chính phủ Mỹ và Cục Dự trữ Liên bang (FED) nhằm đối phó cuộc khủng hoảng giai đoạn 2007-2009 vừa qua có thể đưa ra những bài học kinh nghiệm thiết thực cho công tác quản lý, giám sát thị trường tài chính nói riêng và nền kinh tế nói chung của Chính phủ, Bộ Tài chính và Ngân hàng Nhà nước Việt Nam.

### 1. Các chính sách và biện pháp của Chính phủ và cơ quan quản lý Mỹ đối phó với khủng hoảng từ 2007-2009.

a. *Giai đoạn 1 (từ tháng 6-2007 đến ngày 12-9-2008), trước khi Lehman Brothers (Lehman) sụp đổ.*

Lãi suất cơ bản được FED giữ ở mức thấp đã duy trì tình trạng dư cung tiền trong một thời gian dài, là nguyên nhân chủ yếu dẫn tới sự bùng nổ của thị trường nhà đất tại Mỹ cả về cung - cầu và giá cả. Bên cạnh đó, sự buông lỏng giám sát đối với diễn biến trên thị trường nhà đất đã dẫn đến việc cho vay dưới chuẩn tràn lan. Lãi suất thấp, đã kích thích lượng cầu mua nhà tăng cao, đẩy giá nhà đất không ngừng tăng lên. Khi lãi suất cơ bản bắt đầu được FED nâng lên, các khoản vay dưới chuẩn cũng bắt đầu vỡ nợ hàng loạt. Giá nhà sụt giảm do chi phí sở

hữu nhà đã tăng cao theo lãi suất và lượng cung nhà trở nên dư thừa so với cầu. Kết quả là "bong bóng" nhà đất dần "xì hơi" và tác động tiêu cực lan tỏa sang toàn bộ thị trường tài chính Mỹ.

Vào tháng 6-2007, Bear Stearns - ngân hàng đầu tư lớn thứ 5 của Mỹ, phải đóng cửa 2 quỹ đầu tư mạo hiểm kinh doanh chủ yếu trên thị trường vay nợ cầm cố, dẫn tới tín dụng trên thị trường cho vay cầm cố bắt đầu cạn kiệt. Các ngân hàng bắt đầu co cụm, hạn chế việc cho nhau vay trên thị trường liên ngân hàng. Tình trạng này thể hiện rõ nhất thông qua TED spread<sup>1</sup>. Thời kì này, TED spread đã tăng hàng chục điểm phần trăm, thể hiện rủi ro tín dụng đang tăng cao và các ngân hàng đều ngần ngại trong việc cho nhau vay vốn.

Trước tình hình đó, FED đã đưa ra một số chính sách nhằm thúc đẩy tính thanh khoản trên thị trường liên ngân hàng. Trước tiên, FED sử dụng công cụ truyền thống là lãi suất mục tiêu. Tháng 9-2007, FED quyết định cắt giảm lãi suất mục tiêu 50 điểm phần trăm, mức giảm lãi suất lớn nhất kể từ năm 2002. Tháng 12-2007, công cụ đấu giá kì hạn (TAF) được triển khai nhằm tạo điều kiện cho các ngân hàng có thể vay vốn từ FED mà không phải thông qua công cụ chiết khấu. TAF cùng với việc thực hiện hoán đổi tiền tệ của FED với các ngân hàng trung ương khác đã giúp cho chênh lệch lãi

\* Trường Đại học Ngoại thương.

suất LIBOR/OIS giảm từ mức 100 điểm phần trăm vào cuối tháng 11-2007 xuống còn 20 điểm phần trăm vào tháng 01-2008. Tuy nhiên, tâm lý hoang mang và nghi ngờ lẫn nhau giữa các ngân hàng lan rộng, không ngân hàng nào muốn cho vay vì không tin tưởng vào khả năng tài chính của đối tác.

Tháng 02-2008, Chính phủ Mỹ đưa ra đề xuất và được Quốc hội thông qua *Luật Kích thích kinh tế năm 2008*; trong đó, có gói kích cầu 100 tỉ USD mà Chính phủ gửi tiền mặt tới từng hộ gia đình nhằm mục đích kích cầu. Tháng 3-2009, FED đã hỗ trợ khoản đảm bảo 29 tỉ USD cho JP Morgan Chase vay để mua lại Bear Stearns với giá 2 USD/1 cổ phiếu. Sau sự kiện Bear Stearns bị mua lại, cả thị trường và các cơ quan quản lý đã có một thời gian lầm tưởng rằng thời kỳ tồi tệ nhất đã qua, nhưng thực tế các cú sốc lớn nhất vẫn đang đợi ở phía trước.

*b. Giai đoạn 2 (từ ngày 13-9-2008 đến 09-3-2009).*

Giai đoạn này chứng kiến sự bùng nổ của cuộc khủng hoảng với bất ổn và hoang mang tột đỉnh trên thị trường. Đây cũng chính là thời kỳ Chính phủ Mỹ và FED phải có nhiều động thái và biện pháp để tránh nguy cơ đổ vỡ và bình ổn thị trường. Chính phủ đã không dãn xếp được việc cứu giúp Lehman, vì cho rằng tập đoàn này không có khả năng gây rủi ro cho toàn bộ hệ thống. Tuy nhiên, thực tế đã chứng minh hoàn toàn ngược lại. Sau khi tập đoàn có tổng tài sản hơn 600 tỉ USD sụp đổ, một tâm lý hoảng loạn tràn ngập thị trường tài chính toàn cầu.

Ngày 14-9-2008, trước khi Lehman tuyên bố phá sản, Ngân hàng Bank of America mua lại Merrill Lynch - ngân hàng đầu tư lớn thứ 3 với giá 50 tỉ USD. Hai ngân hàng đầu tư hàng đầu còn lại là Goldman Sachs và Morgan Stanley, có mô hình kinh doanh giống Lehman và Merrill Lynch, đã đề xuất xin chuyển đổi thành ngân hàng thương mại để có thể nhận được các khoản vay từ FED khi cần thiết. FED cũng đã nhanh chóng chấp thuận, đồng thời, giúp thị trường tránh khỏi đổ vỡ có thể xảy ra.

Tháng 10-2008, Chính phủ Mỹ đã đứng ra bảo trợ cho Fannie Mae và Freddie Mac,

hai tập đoàn chuyên mua lại các khoản vay thế chấp. Chính phủ cũng đã cho vay khẩn cấp 85 tỉ USD cho Tập đoàn Bảo hiểm Mỹ (AIG) đổi lại là quyền sở hữu 80% cổ phần và quyền thay đổi ban giám đốc.

Chính phủ Mỹ cũng đối phó với nguy cơ rút tiền hàng loạt từ tài khoản tại ngân hàng thương mại. Kết quả, Washington Mutual (WaMu) tuyên bố phá sản, Tập đoàn Bảo hiểm tiền gửi Liên bang (FDIC) đã phải đứng ra tiếp quản, sau đó bán tài sản của WaMu cho JP Morgan Chase khi ngân hàng này tuyên bố phá sản trước sức ép rút tiền ồ ạt.

Bên cạnh đó, FED đã tiếp tục hạ lãi suất mục tiêu. Việc làm này giúp hạ bớt phần nào lãi suất ngắn hạn trên thị trường, tuy nhiên, vẫn không giải quyết được triệt để tình trạng khan hiếm tín dụng và lãi suất yêu cầu bù đắp rủi ro cao. Thị trường tín dụng thứ cấp hoàn toàn bị đóng băng.

Tuy vậy, thanh khoản không phải là toàn bộ vấn đề. Yếu tố chi phối gây nên khan hiếm tín dụng là nguy cơ rủi ro đối tác. Ngay cả khi đã tiếp cận được với nguồn vốn hỗ trợ của FED, nhiều ngân hàng vẫn tiếp tục cố gắng bảo toàn vốn và hầu như không cho vay ra bên ngoài. Tín dụng không hề tăng trưởng trong nhiều tháng liền. Theo báo cáo của Văn phòng Ngân sách Quốc hội Mỹ, tổng giá trị các khoản cho vay của khu vực tài chính tư nhân giảm từ hơn 3.000 tỉ USD năm 2007 xuống 1.400 tỉ USD vào quý IV-2008 và (-1.800) tỉ USD vào quý I-2009.

Bộ Tài chính Mỹ, với hậu thuẫn của FED, đã đề xuất với Quốc hội về Chương trình giải quyết tài sản xấu (TARP) trị giá 700 tỉ USD nhằm mua hoặc bảo hiểm cho các "tài sản xấu" trên bảng cân đối kế toán của các ngân hàng. Ngày 29-9-2008, Quốc hội Mỹ không thông qua TARP, khiến chỉ số Dow Jones có phiên sụt giảm về điểm lớn nhất trong lịch sử là 778 điểm, giảm gần 7%. Tuy nhiên, sau 3 ngày, Quốc hội Mỹ đã phê chuẩn *Luật Bình ổn kinh tế khẩn cấp 2008* (EESA). Chương trình trị giá 700 tỉ USD nói trên được thông đợi sẽ giúp giải quyết vấn đề tài sản thế chấp chất lượng kém tại các ngân hàng, nâng cao hệ số an toàn vốn,

qua đó, có thể giải quyết được tâm lý lo sợ rủi ro đối tác. Nhờ đó, các nhà đầu tư đã có cái nhìn tích cực và lạc quan hơn về thị trường.

Tháng 9 và đầu tháng 10-2008, các thương phiếu, vốn là công cụ cung cấp vốn ngắn hạn chủ yếu cho các doanh nghiệp, phải chịu mức lãi suất rất cao. Ngày 07-10-2008, công cụ tài trợ thương phiếu được thiết lập, thông qua đó, FED mua trực tiếp các thương phiếu kì hạn 3 tháng, giảm bớt căng thẳng trên thị trường tiền tệ. Công cụ này cũng đã có tác dụng quan trọng tạo một kênh cung cấp vốn cho thị trường.

Bộ Tài chính Mỹ tiến hành đánh giá toàn diện năng lực tài chính của các ngân hàng và yêu cầu các ngân hàng bổ sung vốn chủ sở hữu. Tháng 5-2009, trước làn sóng hoảng loạn mới trên thị trường, năng lực tài chính của các ngân hàng thương mại lại bị nghi ngờ. FED đã tiến hành đánh giá toàn diện khả năng chịu đựng các cú sốc thị trường của 19 tổ chức tài chính, ngân hàng lớn nhất nước Mỹ. Có 10/19 ngân hàng không đạt yêu cầu về an toàn vốn đã buộc phải bổ sung vốn. Bản báo cáo toàn diện và công khai đã góp phần giúp thị trường nhận diện và tách bạch giữa các tổ chức ngân hàng yếu và ngân hàng mạnh.

Nhìn chung, có 3 nhóm công cụ đối phó khủng hoảng chủ yếu được FED sử dụng:

*Nhóm thứ nhất*, gắn với vai trò của ngân hàng trung ương với tư cách là tổ chức cho vay cuối cùng cung cấp vốn ngắn hạn cho ngân hàng thương mại và các tổ chức tài chính khác. Nhóm này gồm: công cụ chiết khấu, đấu giá kì hạn (Term Auction Facility), công cụ cho vay chứng khoán kì hạn (TSLF) và công cụ tín dụng cho tổ chức môi giới sơ cấp (PDCF). FED vốn chỉ quản lý hoạt động của các tổ chức ngân hàng nhận tiền gửi, do đó, không có các công cụ sẵn có để hỗ trợ các tổ chức tài chính. FED đã triển khai hai công cụ mới cho phép kéo dài kì hạn vay của các tổ chức môi giới sơ cấp, trên cơ sở đó, cung cấp hỗ trợ tài chính tạo điều kiện cho JP Morgan Chase mua lại Bear Stearns vào tháng 3-2008.

*Nhóm thứ hai*, gồm các công cụ giúp hỗ trợ vốn trực tiếp cho các tổ chức tài chính

phi ngân hàng trên thị trường tín dụng. Công cụ tài trợ thương phiếu (CPFF), công cụ tài trợ nhà đầu tư tiền tệ (MMIFF), công cụ nợ chứng khoán đảm bảo bằng tài sản kì hạn (TALF) nằm trong nhóm này.

*Nhóm thứ ba*, FED mở rộng hoạt động của công cụ thị trường mở thông qua mua các chứng khoán dài hạn để bổ sung vào danh mục tài sản của mình. Chẳng hạn, vào tháng 11-2008, FED tuyên bố kế hoạch chuẩn bị mua 100 tỉ USD nợ của các công ty được nhà nước bảo trợ và khoảng 500 tỉ USD mua tài sản đảm bảo bằng vay cầm cố<sup>2</sup>.

*c. Đánh giá những kết quả và hạn chế.*

Chính phủ Mỹ và FED đã can thiệp thành công, giải cứu cho các tổ chức tài chính lớn có nguy cơ sụp đổ thông qua các biện pháp cho vay vốn khẩn cấp, bảo lãnh nợ. Các công ty nhận được trợ giúp và tránh khỏi phá sản gồm Bear Stearns, AIG, Citi, Fannie Mae, Freddie Mac,... So với các cuộc khủng hoảng trước đây, sự can thiệp của Chính phủ Mỹ và FED trong khủng hoảng năm 2008 là mạnh mẽ nhất, chưa có tiền lệ về quy mô của các khoản cứu trợ, cam kết, cũng như tầm ảnh hưởng. Hành động giải cứu quyết đoán của Chính phủ đã hạn chế tối đa nguy cơ đổ vỡ của toàn bộ hệ thống và củng cố lòng tin cho nhà đầu tư trên thị trường.

Các cơ quan quản lý đã cố gắng giải quyết tận gốc vấn đề tài sản rủi ro cao của các ngân hàng thông qua Chương trình TARP. Bên cạnh các công cụ truyền thống như lãi suất mục tiêu và lãi suất chiết khấu, Chính phủ và FED đã dùng các biện pháp mới và sáng tạo để khơi thông dòng tín dụng trên thị trường tài chính, thúc đẩy việc hoạt động cho vay của các tổ chức tín dụng.

Chính phủ, Bộ Tài chính và FED triệt để tiến hành tuyên truyền chính sách một cách công khai, minh bạch, đầy đủ tới các chủ thể trong hệ thống tài chính. Việc tuyên truyền này đã có tác dụng to lớn củng cố niềm tin của thị trường, định hướng cho các tổ chức và nhà đầu tư, giúp thị trường tránh được tâm lý hoang mang và hoảng loạn.

Xét về phía cạnh chi phí, các khoản cứu trợ của Chính phủ và FED cho thấy, tình

đúng đắn khi một số khoản cho vay đã sinh lời.

Hạn chế của Chính phủ Mỹ và FED là ở khả năng dự báo tình hình thị trường khi đã xuất hiện các yếu tố bất ổn trong năm đầu tiên của cuộc khủng hoảng. Sau khi cứu được Bear Stearns vào tháng 3-2009, cơ quan quản lý đã chủ quan và không tiếp tục tích cực đưa ra các biện pháp đối phó tiếp theo. Một hạn chế nữa là việc Chính phủ Mỹ đã để cho Lehman sụp đổ, mở đầu cho một làn sóng sụp đổ hàng loạt.

## 2. Bài học kinh nghiệm rút ra cho Việt Nam.

*Thứ nhất, vai trò của nhà nước trong hệ thống ngân hàng.*

Hệ thống ngân hàng tại Mỹ là những định chế thuộc sở hữu tư nhân. Khi khủng hoảng nổ ra, Chính phủ Mỹ đã phải đưa ra những biện pháp trợ giúp khẩn cấp; trong đó, có việc bảo lãnh các tài sản nợ và cung cấp thanh khoản cho một số ngân hàng lớn. Đổi lại, Chính phủ nắm giữ một lượng cổ phiếu và trở thành cổ đông của các tổ chức đó. Như vậy, vai trò của Chính phủ với tư cách là cổ đông tại các tổ chức tài chính này đã có tác dụng củng cố năng lực tài chính cho ngân hàng, đồng thời ổn định tâm lý cho nhà đầu tư và toàn bộ thị trường. Hiện nay, Việt Nam đang có ba ngân hàng quốc doanh, do đó, bên cạnh sự phát triển của các ngân hàng cổ phần, cũng cần đảm bảo vai trò của các ngân hàng quốc doanh.

*Thứ hai, cần có quan điểm linh hoạt và tư duy sáng tạo trong việc đưa ra các giải pháp đối phó với khủng hoảng.*

Trong quản lý kinh tế, tài chính, bên cạnh việc dựa vào các biện pháp, công cụ truyền thống, cơ quan quản lý nên linh hoạt và sáng tạo để đưa ra chính sách phù hợp hiệu quả và phù hợp với hoàn cảnh. Chúng ta có thể thấy, Chính phủ Mỹ và FED đã đưa ra rất nhiều biện pháp mới và chưa có tiền lệ để đối phó với những thử thách của khủng hoảng. Chính sự kết hợp giữa các chính sách biện pháp truyền thống và đột phá đã góp phần giảm thiểu những tổn thất của khủng hoảng và bình ổn thị trường.

*Thứ ba, coi trọng việc tuyên truyền, thông tin đầy đủ và chính xác các chính sách và biện pháp đến người dân.*

Đây là một hoạt động mà Chính phủ Mỹ rất chú trọng trong suốt quá trình đối phó với khủng hoảng nhằm dẫn dắt tâm lý thị trường và tránh những hiểu nhầm đáng tiếc. Điều này cũng là kinh nghiệm cho các cơ quan quản lý nhà nước của Việt Nam, vì thực tế hiện nay, có nhiều chủ trương, chính sách đúng đắn nhưng khi thực thi thì hiệu quả chưa cao do các đối tượng liên quan lại không nắm rõ về các chính sách đó.

*Thứ tư, công tác dự báo kinh tế vĩ mô của Ngân hàng nhà nước cần được chú trọng hơn.*

Phần lớn các dự báo của Ngân hàng nhà nước về kinh tế khu vực và toàn cầu đều dựa trên các dự báo của các tổ chức quốc tế như IMF, World Bank, ADB,... Trong khi đó, Ngân hàng nhà nước chưa thực sự đưa ra những dự báo thật công phu của riêng mình về tình hình khu vực và quốc gia. Kinh nghiệm từ khủng hoảng tại Mỹ cho thấy cần tránh các dự báo kinh tế vĩ mô chỉ đơn thuần dựa trên việc kéo dài thời kì tăng trưởng cao, không tính tới những thời kì có thể có sự đổi chiều của kinh tế thế giới và khu vực. Thực tế cho thấy, FED đã từng nhận định không chính xác về triển vọng thị trường từ tháng 3-2008 đến tháng 9-2008 khi khủng hoảng thực sự bùng nổ nên đã không có các biện pháp đối phó quyết liệt trong khoảng thời gian này.

*Thứ năm, nâng cao vai trò quản lý giám sát đối với thị trường tài chính và thị trường bất động sản.*

Kinh tế thị trường không đồng nghĩa với việc thị trường phát triển tự phát, thiếu sự tổ chức và kiểm soát vĩ mô. Thị trường tài chính Việt Nam mới phát triển và còn nhiều tiềm năng. Tuy nhiên, khi đổi mới và phát triển các yếu tố trên thị trường, cần đảm bảo có sự giám sát và theo dõi chặt chẽ. Khủng hoảng tài chính 2008 cho thấy, ngay cả thị trường tài chính đã phát triển như Mỹ, các sản phẩm tài chính mới nếu không được giám sát hợp lý, có thể vượt quá khả năng quản lý của cơ quan có thẩm quyền.

*Thứ sáu, rủi ro từ những tập đoàn tài chính quá khổng lồ.*

Ở Việt Nam, đã bắt đầu hình thành nhiều tập đoàn lớn hoạt động trong cả lĩnh vực tài chính và các mảng kinh doanh khác. Bên cạnh lợi ích của việc đa dạng hóa kinh doanh, sẽ có rủi ro lớn cho tổ chức nếu năng lực của cán bộ lãnh đạo không đủ mức tương đương với quy mô hoạt động của tập đoàn để quản lý rủi ro trong các lĩnh vực khác nhau. Thực tế từ khủng hoảng tài chính 2008 đặt ra đối với Mỹ chính là sự tồn tại các tập đoàn khổng lồ, có tầm ảnh hưởng sâu rộng tới toàn bộ hệ thống, do đó, được coi như là "không thể sụp đổ" trong bất cứ trường hợp nào. Chính các tập đoàn này như AIG, Citigroup,... lại là những tổ chức có xu hướng mạo hiểm hơn trong kinh doanh, nếu như thất bại thì sẽ lại được chính phủ đứng ra cứu giúp. Như vậy, việc xây

dựng các tập đoàn lớn là cần thiết nhưng cần đi đôi với nâng cao khả năng lãnh đạo, tổ chức và quản lý rủi ro.

Mặc dù có khoảng cách về sự phát triển của thị trường tài chính và nền kinh tế nhưng những bài học rút ra được từ cách thức Chính phủ Mỹ đối phó với khủng hoảng hoàn toàn có thể là những gợi ý thiết thực cho các cơ quan quản lý nhà nước Việt Nam nhằm nâng cao khả năng quản lý, giám sát thị trường và đối phó với khủng hoảng có thể có trong tương lai□

Tài liệu tham khảo.

1. TED spread là mức chênh lệch giữa lãi suất tín phiếu kho bạc Mỹ kì hạn 3 tháng và lãi suất huy động liên ngân hàng tại Luân Đôn (LIBOR) hay lãi suất các ngân hàng cho nhau vay).
2. Randall S. Kroszner and William Melick: *Phản ứng của FED đối với cuộc khủng hoảng tài chính ngân hàng gần đây*, tháng 12-2009.

\* \* \* \* \*

## QUẢNG NINH HOÀN THÀNH GIAI ĐOẠN II...

*(Tiếp theo trang 63)*

Để thực hiện tốt việc rà soát TTHC giai đoạn II Đề án 30, ngoài việc tổ chức triển khai rà soát toàn bộ TTHC ở ba cấp chính quyền tỉnh, huyện, xã đảm bảo tiến độ và chất lượng, UBND tỉnh Quảng Ninh đã lựa chọn một số lĩnh vực quan trọng có tầm ảnh hưởng lớn đến sự phát triển kinh tế - xã hội của tỉnh để ưu tiên tập trung rà soát nghiên cứu, đưa ra phương án đơn giản hoá đạt chất lượng cao. Cụ thể là các TTHC của các đơn vị: Sở Kế hoạch - Đầu tư, Sở Tài chính, Sở Tài nguyên - Môi trường, Sở Xây dựng và Ban quản lý các khu công nghiệp. Kết quả rà soát những TTHC ưu tiên này được lập báo cáo riêng gửi Tổ công tác chuyên trách cải cách TTHC của Thủ tướng Chính phủ.

Theo yêu cầu, đến ngày 31-3-2010, các địa phương mới phải gửi kết quả rà soát giai đoạn II của Đề án về Tổ công tác của

Thủ tướng Chính phủ. Ngày 03-02-2010, tỉnh Quảng Ninh đã cơ bản hoàn thành giai đoạn II của Đề án. Và sau hơn một tháng tổng hợp số liệu, ngày 18-3-2010, Chủ tịch UBND tỉnh kí quyết định thông qua phương án đơn giản hoá TTHC thực hiện trên địa bàn tỉnh với những kết quả rất đáng ghi nhận. Trong tổng số 1.427 TTHC được rà soát (với 877 mẫu đơn, mẫu tờ khai, 589 yêu cầu, điều kiện), Quảng Ninh kiến nghị giữ nguyên 240 TTHC, đơn giản hóa 1.187 TTHC, tương đương với 83,3%. Trong đó, phương án đơn giản hoá đối với những TTHC thuộc thẩm quyền ban hành của UBND tỉnh là: kiến nghị sửa đổi, bổ sung 96 TTHC; bãi bỏ, huỷ bỏ 17 TTHC. Phương án đơn giản hoá đối với những TTHC không thuộc thẩm quyền ban hành của UBND tỉnh là: kiến nghị sửa đổi, bổ sung 1.052 TTHC; bãi bỏ, huỷ bỏ 81 TTHC, kiến nghị thay thế 13 TTHC□