

# **HỘI NHẬP THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH TRONG KHU VỰC ĐỒNG TIỀN CHUNG CHÂU ÂU - QUÁ TRÌNH PHÁT TRIỂN VÀ NHỮNG RÀO CẢN**

**TS. ĐÌNH CÔNG TUẤN**  
*Viện Nghiên cứu Châu Âu*

## **1. Vấn đề**

Hội nhập thị trường tài chính là một quá trình tiến tới xoá bỏ những rào cản và bất đồng tranh chấp. Theo ý nghĩa này, một thị trường cho việc hình thành các dịch vụ và công cụ tài chính sẽ được phát triển và hợp nhất đầy đủ nếu như tất cả các thị trường thành viên tiềm năng tham gia có chung các đặc điểm tương đồng. Chẳng hạn, họ đều cùng phải đối mặt với hệ thống luật lệ như nhau khi quyết định giải quyết các dịch vụ và công cụ tài chính, có cơ hội tiếp cận bình đẳng với các loại dịch vụ và công cụ này, được đối xử một cách công bằng khi hoạt động trong thị trường tài chính. Trong khu vực đồng Euro, sự khởi đầu và tiến trình hội nhập đã thu hút được sự quan tâm của cộng đồng thế giới, bởi đó là bước thử nghiệm đầu tiên đối với một khu vực rộng lớn, với nhiều quốc gia tham gia. Sự tiến triển trong mỗi giai đoạn hội tụ này mang lại nhiều kinh nghiệm quý báu và là bài học tham khảo cho các khu vực khác trên thế giới.

Hội nhập thị trường tài chính ở châu Âu

đã được bắt đầu từ rất lâu, trước khi đồng Euro ra đời. Quá trình này tiến triển tuy chậm chạp nhưng khá vững chắc. Liên minh Tiền tệ và Kinh tế (EMU), được thành lập năm 1969 nhằm mục tiêu xoá bỏ sự kiểm soát vốn vào năm 1991, đã tạo ra bước ngoặt lịch sử - đó là sự ra đời đồng tiền chung vào tháng 1 năm 1999. Nhiều chứng cứ lý thuyết và thực tế cho thấy, việc sử dụng đồng Euro hiển nhiên đã thúc đẩy mạnh mẽ cho các qui trình thủ tục tiếp theo, bởi đồng tiền chung là một thành phần quan trọng trong hệ thống tài chính chung và là chất xúc tác cho hội nhập tài chính. Ngoài ra, kế hoạch hành động dịch vụ tài chính (FSAP) cam kết rằng, 42 biện pháp lập pháp sẽ được thực hiện trước năm 2005 nhằm đạt 3 mục tiêu chung, đó là: Hình thành một thị trường châu Âu thống nhất cho những dịch vụ tài chính bán buôn quy mô lớn; Mở rộng và đảm bảo thị trường bán lẻ; Cập nhật và thông qua những luật lệ và nguyên tắc giám sát chung. Việc thực thi kế hoạch hành động trên sẽ đảm bảo cho mục tiêu cuối cùng là củng cố “một châu Âu nồng cốt”, với tư cách là liên minh chính trị và

kinh tế hội nhập vững chắc. Do đó, hội nhập thị trường tài chính tại khu vực đồng Euro đã trở thành một trọng tâm bàn luận sôi nổi trong giới nghiên cứu học thuật về tài chính và kinh tế trên toàn thế giới.

## 2. Thực trạng phát triển

Sự phát triển của hội nhập thị trường tài chính tại khu vực đồng Euro được phản ánh trong các khía cạnh sau đây:

Sự ra đời đồng tiền chung châu Âu 5 năm trước đây đã dẫn tới phát triển các thị trường tài chính sâu rộng và gắn kết mạnh mẽ hơn. Điều này thể hiện đặc biệt rõ rệt đối với những thị trường bán buôn gồm: thị trường tiền tệ, thị trường chứng khoán không niêm yết, thị trường trái phiếu chính phủ và những thị trường phái sinh liên quan. Tại những thị trường này, sự tăng trưởng có xảy ra, song với một mức độ thấp hơn nhiều so với thị trường trái phiếu công ty và thị trường bất động sản. Tuy nhiên, không phải tất cả các thị trường bán buôn đều hội nhập một cách đầy đủ và như nhau, chẳng hạn, trường hợp thị trường thoả thuận mua lại (*Repo*) là một trường hợp hoàn toàn đặc biệt. Nói chung, qui mô và loại hình sản phẩm giao dịch trong thị trường vốn thương mại đã tăng đáng kể, thể hiện trong mọi thị trường tiền tệ, thị trường bất động sản, các thanh toán liên quan và cơ sở hạ tầng phục vụ trao đổi và thanh toán.

### 2.1. Thị trường tiền tệ

Sự hội nhập các thị trường tiền tệ châu Âu một mặt dựa vào sự hoạt động của hệ

thống chung trong việc phân phối lại các nguồn tiền tệ cho các ngân hàng trong khu vực đồng Euro theo một chính sách tiền tệ chung, mặt khác, về kĩ thuật, nó phải dựa trên hệ thống dữ liệu cập nhật tức thời và hệ thống thanh toán chung (TARGET), cho phép thực hiện thanh toán hiệu quả và nhanh nhất. Chỉ khi có sự vận hành nhịp nhàng về thông tin liên lạc và các hệ thống thanh toán, chính sách tiền tệ chung mới trở thành hiện thực và sự hội nhập các thị trường mới được thúc đẩy. Và sự hội nhập này sẽ tạo điều kiện khả năng *thanh toán bằng tiền mặt* lớn hơn và thúc đẩy các thị trường tài chính phát triển mạnh mẽ hơn.

Cần một kênh đặc biệt, qua đó chính sách tiền tệ của Ngân hàng Trung ương Châu Âu (ECB) và hệ thống TARGET có thể tác động trực tiếp tới sự phát triển của các thị trường tài chính trong khu vực đồng Euro, nó đòi hỏi phải có đảm bảo hoặc thế chấp cho những hoạt động giao dịch với Ngân hàng ECB. Đòi hỏi thế chấp đầy đủ có thể kích thích quá trình cho vay, thông qua các thể chế ngân hàng ở một số hệ thống tài chính nhất định. Những tài sản cơ bản có thể được sử dụng vượt ra khỏi biên giới, điều này có nghĩa là thể chế ngân hàng tại một quốc gia thuộc Hệ thống Ngân hàng Trung ương Châu Âu (ESCB) có thể nhận được các nguồn vốn từ chính Ngân hàng Trung ương trong nước đó bằng cách thế chấp tài sản ở các nước khác. Điều này cũng phù hợp tới viễn cảnh hội nhập các thị trường tài chính trong khu vực đồng Euro.

Tăng trưởng đáng kể của các công cụ lãi suất bắt nguồn từ việc tăng mạnh trong trao đổi và *thoả thuận lãi suất (FRA)*. Việc giao dịch đồng Euro cũng được tăng lên nhờ việc tạo ra thị trường tiền tệ và tài sản (dễ chuyển đổi thành tiền mặt) hợp nhất rộng rãi trong khu vực sử dụng đồng Euro. Chẳng hạn, từ tháng 4/1998 đến 4/2001, giao dịch theo trao đổi và thoả thuận tỉ lệ lãi suất (FTA) đã tăng tương ứng là 104% và 85%.

Các lĩnh vực trao đổi, phi chứng khoán cũng cho thấy mức độ hội nhập tăng. Khảo sát của BIS khẳng định rằng, sự tăng trưởng của thị trường trao đổi có ý nghĩa khá quan trọng. Việc tỉ lệ lãi suất tham khảo EONIA được hình thành là một trong những tỉ lệ lãi suất tham khảo quan trọng. Thị trường trao đổi EONIA hiện được coi là thị trường lớn nhất trên thế giới. Ngược lại, thị trường cho các chứng khoán ngắn hạn và thị trường thoả thuận mua lại (Repo) hiện nay kém gắn kết, ngay cả khi cả hai thị trường này tiến hành các bước tiến tới hội nhập thì trong các nước khu vực đồng Euro vẫn còn rất rõ sự tách biệt. Điều này sẽ được trình bày kĩ hơn ở phần sau.

Nhằm đáp ứng với sự ra đời của đồng Euro và khuôn khổ chính sách tiền tệ mới, thị trường tiền tệ khu vực đồng Euro đã trải qua quá trình hội nhập và chuẩn hoá rộng khắp vào năm 1999. Kết quả là các thị trường tiền gửi (đặt cọc?), phi chứng khoán và các thị trường phái sinh cũng dần dần hội nhập. Các lĩnh vực khác của thị trường tiền tệ khu vực

đồng Euro như thị trường thoả thuận mua lại (Repo) và thị trường chứng khoán ngắn hạn (ví dụ: chứng nhận, biên lai tài chính, giấy thương mại, "CP", chứng chỉ tiền gửi...) cũng sẽ hội nhập trong tương lai.

## 2.2. Thị trường trái phiếu bằng đồng Euro

Hiện nay thị trường này trở nên đông nhất hơn so với năm 1999 và tạo ra sự hội nhập sâu rộng và cơ hội lựa chọn rộng hơn cho đầu tư và cung cấp vốn. Có sự tăng mạnh trong phát hành các trái phiếu tư nhân ở khu vực đồng Euro từ năm 1999 và tiếp tục cho đến nay. Những thay đổi này cho thấy thị trường trái phiếu đồng Euro mới được tạo ra, cả về qui mô và mức độ mở rộng, cho phép thu hút số lượng lớn trái phiếu hơn ở thị trường trái phiếu đơn lẻ trước kia trong khu vực đồng Euro. Khi tạo ra đồng tiền chung, các nhà đầu tư trái phiếu không còn phải bận tâm về rủi ro khi trao đổi trong nội Khối. Và khi các rủi ro trao đổi ngoại tệ giảm, môi trường lạm phát thấp, *rủi ro tín dụng đã có vai trò quan trọng hơn trong định giá các công cụ tài chính.*

Các thành viên tham gia khu vực đồng Euro đã đánh giá cao chất lượng tín dụng của các chứng khoán phát hành. Mặc dù có xuất phát điểm thấp, khu vực tư nhân trong thị trường trái phiếu đã phát triển mạnh kể từ khi phát hành đồng Euro, đặc biệt ở thị trường trái phiếu công ty. Qui mô trái phiếu tư nhân đã lên trên 1 tỷ Euro.

### 2.3. Thị trường bất động sản và thị trường cổ phiếu

Trong khi có nhiều bằng chứng cho thấy sự hội tụ đầy đủ trong các thị trường trái phiếu và thị trường tiền tệ châu Âu đã thành hiện thực, song hiện vẫn chưa thấy thật rõ ràng về mức độ hoà nhập của các thị trường bất động sản. Đặc điểm truyền thống của hệ thống tài chính ở lục địa châu Âu là phụ thuộc mạnh mẽ vào các nguồn vốn thông qua các ngân hàng. Đặc điểm này khác biệt với hệ thống tài chính của Mỹ, trong đó chủ yếu dựa trên chứng khoán. Ví dụ, trái phiếu tập đoàn, công ty đã không được sử dụng (lưu hành) một cách rộng rãi tại khu vực đồng Euro, sự tư bản hoá thị trường cổ phiếu tương ứng với quy mô nền kinh tế tại khu vực đồng EURO thấp hơn rất nhiều so với Mỹ.

Đối với thị trường bất động sản, tỷ trọng trao đổi cổ phiếu trong khu vực đồng Euro xếp theo mức tư bản hoá chỉ đứng hàng thứ hai sau Mỹ. Tuy nhiên, trong hầu hết các tiêu chuẩn, các thị trường cổ phiếu đồng Euro đã đạt được tăng trưởng kỷ lục trong những năm gần đây. Và thị trường khu vực đồng Euro đã nổi lên thành thị trường quan trọng nhất vượt qua Mỹ trong lợi nhuận bất động sản, trong khi quy mô các thị trường này về thực chất đều nhỏ hơn quy mô thị trường cổ phiếu Mỹ cả về các giới hạn giá trị tuyệt đối cũng như tỉ trọng tổng sản phẩm quốc dân (GDP)... Việc tư nhân hoá và hoạt động đã có tác động đến nguồn cung sản phẩm bất động sản khu vực đồng Euro cũng như các sản phẩm bất động sản châu Âu.

Đồng Euro ra đời đã là chất xúc tác cho việc cơ cấu lại khu vực công ty, tập đoàn châu Âu và làm xuất hiện nhiều công ty mới. Sự phát hành Cổ phiếu Châu Âu đầu tiên đã đạt được hiệu quả cao, nhất là với tất cả các thị trường mới, ví dụ thị trường Neur Markt tại Frankfurt, đang trở nên nổi tiếng trên trường quốc tế. Thêm vào đó, một loạt các chỉ số bất động sản châu Âu đã được thiết lập, do đó góp phần mở rộng những khả năng thương mại và khả năng chiếm giữ cơ hội cho các nhà đầu tư. Sự liên minh trong trao đổi giao dịch cổ phiếu cũng sẽ kích thích việc hội nhập các cơ sở hạ tầng thị trường cổ phiếu.

Các số liệu thống kê cho thấy, thị trường bất động sản châu Âu đã trở nên liên kết mạnh hơn từ sau năm 1996. Thị trường khu vực đồng Euro đã tăng đáng kể trên thị trường tài chính thế giới và với tư cách là thị trường thống trị ở châu Âu, nó đã vượt qua Mỹ.

Tốc độ đổi mới tài chính được xác định bởi yêu cầu của nhà đầu tư về bất động sản cũng như do quá trình cải cách tập đoàn doanh nghiệp. Xuất phát từ tình hình này, nhiều nhà bình luận đã nhận xét rằng, khu vực đồng Euro hiện nay đang tham gia vào quá trình thay đổi cơ cấu mạnh hơn theo định hướng tài chính dựa trên thị trường. Như ông Alan Gréespan, nhà kinh tế học nổi tiếng thế giới, nói: “Các thay đổi hiện nay dường như theo hướng thúc đẩy hệ thống tài chính lục địa châu Âu gắn với cơ cấu rõ ràng hơn của Anh và Mỹ”.

#### **2.4. Các vấn đề thanh toán, cơ sở hạ tầng dịch vụ trao đổi và thanh toán**

Hiện nay, đã có ngày càng nhiều đối tác tham gia và mở rộng thị trường tài chính, ví dụ ngành kinh doanh ngân hàng, kinh doanh bảo hiểm, các tập đoàn và các quỹ. Ở một phạm vi rộng hơn, các tập đoàn, các đối tác thị trường tài chính và Ngân hàng Trung ương Châu Âu đều có lợi ích chung. Rõ ràng nền tảng thương mại chín muồi và hoàn thiện là điều kiện tiên quyết. Sự phát triển nhanh chóng hạ tầng thanh toán tài chính, tính minh bạch và thoả thuận là điều kiện cần thiết cho quá trình hội nhập thị trường tài chính trong giai đoạn sắp tới.

TARGET, hệ thống thanh toán rộng rãi trong khu vực- một trong các hệ thống thanh toán bằng đồng Euro, đã đóng một vai trò quan trọng trong việc tái phân bổ nguồn vốn (chuyển đổi tài sản ra tiền mặt) trong khu vực đồng Euro. Ngoài ra, bằng việc khuyến khích hoạt động trọng tài, hệ thống TARGET đã thúc đẩy cân bằng giá trong các lĩnh vực khác nhau trên thị trường tiền tệ khu vực đồng Euro.

Đặc biệt, sự ra đời đồng Euro một cách hiệu quả đã làm giảm nhiều chi phí giao dịch, rủi ro và qua đó nâng cao hiệu quả trao đổi do việc đơn giản hoá thanh toán tiền tệ.

Qua việc liên doanh và hợp nhất, giảm bớt các thanh toán hoặc đơn giản hoá thủ tục giao dịch ở các cơ quan thanh toán, giảm chi phí giao dịch, các doanh nghiệp đã nâng cao

lợi nhuận đầu tư. Từ các số liệu so sánh với Mỹ cho thấy, thị trường tài chính chung đồng Euro đã trở thành một thị trường thống nhất và hoàn thiện.

#### **2.5. Hội nhập thị trường tài chính phản ánh qua lợi nhuận đầu tư và hiệu suất theo thời gian**

Khi các thị trường ngày càng hội nhập thì các giá cả và lợi nhuận đầu tư ở các thị trường khác nhau cũng được điều chỉnh. Việc hoàn thiện hội nhập liên thị trường sẽ không còn cơ hội trung gian liên thị trường và luật một giá cho hoạt động đối với mọi thành viên tham gia.

Hiệu quả lợi nhuận thị trường cổ phiếu cũng là một ví dụ tốt để phân tích mức độ và bản chất hội nhập thị trường bất động sản. Nó cho thấy chứng cứ hiển nhiên là quá trình thống nhất châu Âu đã làm tăng mức độ hội nhập, nhất là ở các nước sử dụng đồng Euro. Thị trường bất động sản khu vực đồng Euro ngày càng trở nên quan trọng trên thị trường tài chính thế giới kể từ giữa những năm 1990, mặc dù mức độ hội nhập tài chính dao động lên xuống trong nhiều năm.

Có thể thấy các hiệu số khác nhau theo thời gian trên thị trường chứng khoán, và tỉ giá trao đổi cũng lên xuống theo trong quá trình hội nhập thị trường cổ phiếu. Mặc dù có xê dịch, song khu vực đồng Euro đã là thị trường thống trị cho hầu hết các thị trường thành viên trong Khối kể từ giữa thập kỉ 1990. Song ảnh hưởng của nó có tác động ổn

định và kéo dài, hiệu quả của các đợt sốc khu vực đồng Euro đối với từng thị trường đơn lẻ của các nước thành viên đã tăng gấp đôi, kể từ đầu cho đến cuối thập kỉ 1990.

Động thái hội nhập của hầu hết thị trường khu vực đồng Euro cho thấy mức độ dao động mạnh về hội nhập trong khu vực nội khối đồng Euro: mức độ hội nhập thấp vào 1992-1993 và 1995, tăng mạnh vào 1996-1999, sau đó cân bằng hoặc tăng nhẹ vào 1999-2000.

### **3. Các yếu tố cản trở đối với quá trình tiếp tục hội nhập thị trường tài chính khu vực đồng Euro**

Cần có quá trình để các lợi ích được tính đến một cách đầy đủ. Theo dõi diễn biến trong quá trình hội nhập thị trường tài chính cho thấy, để đạt được hội nhập đầy đủ vẫn cần có một khoảng thời gian nhất định. Ở đây, phải tính cả những rào cản trong thị trường (các tầng thị trường) và rào cản về chính trị. Đặc biệt chúng ta cần tăng cường những nỗ lực để hỗ trợ hội nhập thị trường tài chính nội khối khu vực đồng Euro. Rất nhiều sáng kiến và hoạt động liên quan đến quá trình này được đề xuất, trong đó chú ý khắc phục những rào cản như: giảm bớt chi phí giao dịch, giảm những thành kiến trong nội bộ, lựa chọn ưu tiên kinh doanh, triển vọng tăng trưởng và kết quả lợi nhuận dự kiến thu được.

Kế hoạch hành động dịch vụ tài chính (FSAP) là một công cụ chính của Cộng đồng

Châu Âu nhằm đạt được sự hội nhập sâu sắc hơn trong lĩnh vực tài chính. Quá trình tiến triển trong hội nhập các thị trường tài chính tại khu vực đồng Euro đã diễn ra khá chậm chạp, đặc biệt trong các thị trường bán lẻ. Tuy nhiên, kể từ khi dự án được khởi động vào năm 1998 cho đến nay, có khoảng 3/4 các biện pháp của FSAP đã được triển khai. Điều quan trọng là các đề xuất của FSAP, đưa ra thực hiện từ năm 1998, phải được hoàn tất theo tiến độ, thời hạn trước năm 2005. Tháng 4/2004 được ấn định như là thời hạn cuối cùng để Hội đồng thông qua các biện pháp, sau đó cho phép các nước thành viên thực hiện trong thời hạn 18 tháng. Các thị trường tài chính chung khu vực đồng Euro sẽ phát triển tốt hơn ở những nơi hạ tầng cơ sở giao dịch thanh toán được đơn giản hoá như thị trường kinh doanh bán buôn hay ở nơi khu vực công cộng tham gia nhiều nhất. Ngược lại, ở những nơi trong Khối không có hạ tầng rộng rãi thì các thị trường mang tính chất khu vực và chi phí giao dịch xuyên biên giới sẽ hoạt động mạnh hơn. Trong khi các thị trường thường tạo ra các giải pháp khắc phục các rào cản, song các giải pháp này không mang tính tối ưu nhìn từ góc độ hiệu quả kinh tế và khá đắt. Các cơ quan chức trách cần tập trung khắc phục các rào cản này. Các nỗ lực thanh toán xuyên biên giới và sắp xếp thanh toán *theo nhóm* (Giovanni, 2003) là ví dụ cụ thể. Theo FSAP, khuôn khổ này cần được hỗ trợ thêm bởi các cải cách rộng lớn hơn.

Cơ cấu điều tiết và giám sát hiện nay là kết quả của quá trình áp dụng các tiếp cận hành chính, pháp lí và tài chính xuyên quốc gia. Trọng tâm cần chú ý là cải cách pháp lí và qui định để đảm bảo các quyền của nhà đầu tư và hiệu lực pháp lí của các hợp đồng cũng như hỗ trợ hoạt động của cả thị trường và những nhà hoạt động trung gian. Nhận thức rõ sự chậm trễ trong việc thông qua văn bản pháp qui, các nhà chức trách đã tiến hành các bước xem xét và điều chỉnh quá trình làm luật, trước hết là tách việc xem xét các nguyên tắc sau đó mới đến quá trình thông qua luật. Một khuôn khổ mới dựa trên *đề xuất Lamfalussy*, đã được triển khai rộng rãi, công khai trong các thị trường chứng khoán. Việc áp dụng các cơ cấu uỷ ban tương tự đối với bảo hiểm và ngân hàng cũng được tiến hành theo thời gian. Tuy nhiên các uỷ ban này, với sự tham gia của các thành viên đại diện cho lợi ích quốc gia, cũng cần được tiến hành công khai và thường xuyên với việc sử dụng cơ chế tư vấn.

#### 4. Thay cho lời kết

Từ phân tích trên cho thấy, quá trình hội nhập tài chính ở khu vực đồng Euro đã đạt được những tiến bộ nhất định. Xu hướng tiếp tục hội tụ là khẳng định và là điều kiện để phát triển và trưởng thành trong thị trường tài chính đồng Euro cũng như trên toàn thế giới. Ngân hàng Trung ương Châu Âu (ECB) và khu vực Liên minh Tiền tệ và Kinh tế (EMU) cần tiếp tục có những giải

pháp nhằm thúc đẩy quá trình này.

#### TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. European studies in Asia, Sponsored by the European Commission
2. Manuel Porto 2004, "Theory of integration and EU policies", Institute for European Studies of Macau.
3. Carl Gjersem (2003), "Financial market integration in the Euro area", OECD Department working paper, No.368.
4. Vitor Gaspar (2004), "Financial integration and the international role of the Euro", ECB panel remarks.
5. Marcel Fratzscher (2001), "Financial market integration in Europe: on the effects of EMU on stock markets", ECB working paper, No.48.
6. Mr Jean-Claude Trichet, President of the European Central Bank (2004), "The integration of European financial markets", Speech at the Deutsche Borse's New Year's Reception 2004, Frankfurt am Main.
7. Dr. Willem F. Duisenberg, President of the European Central Bank (1999), "Developments in the financial sector in European following the introduction of the Euro", Speech delivered at the Third European Financial Markets Convention.
8. "The Euro and the integration of financial services", Article published by ECB (2001).
9. Trương Chí Khang, Vương Tân Hội: "Mấy vấn đề hội nhập thị trường tài chính khu vực đồng Euro", Nghiên cứu Châu Âu số 4 – 2004, Phúc Đán, Thượng Hải, Trung Quốc (Tiếng Trung Quốc).