

**Bài viết cho Hội Thảo Hè tại Nha Trang.
Đây là bản thảo chỉ để thảo luận tại Hội Thảo.
Xin đừng trích dẫn hoặc link, vì tác giả sẽ tu chính sau hội thảo.**

Việt Nam: Làm gì để tránh khủng hoảng?

Trần Quốc Hùng
7/2008

Trong sáu tháng đầu năm 2008, trạng thái kinh tế vĩ mô ở Việt Nam bị mất cân đối một cách nghiêm trọng. Lạm phát lên tới 26,8% trong tháng Sáu so với cùng kỳ năm trước. Cân thanh toán thương mại thiếu hụt 14,8 tỷ đôla Mỹ trong sáu tháng đầu năm—hay gần 30 tỷ nếu nhân lên cho cả năm, tương đương với 37% GDP. Chỉ số thị trường chứng khoán VNI sụt khoảng 50% từ đầu năm cho tới nay. Trên thị trường tỷ giá kỳ hạn không chuyển giao (NDF), giới đầu tư quốc tế ước đoán đồng tiền VN (VNĐ) sẽ mất giá khoảng 20% trong 12 tháng tới¹.

Sau nhiều năm tăng trưởng liên tục ở mức độ cao, tại sao nền kinh tế VN bị mất cân đối nhanh chóng như vậy? Đây là trường hợp cá biệt hay cảnh ngộ chung của nhiều nước thị trường mới nổi khác? Làm gì để tránh khủng hoảng?

I. Bối cảnh thế giới

Sau cuộc suy thoái ngắn và nhẹ năm 2001 ở Mỹ, kinh tế thế giới đã tăng trưởng nhanh và ổn định—GDP thực tăng trung bình 4,5% một năm trong 6 năm sau đó. GDP của các nước thị trường mới nổi (emerging markets) đã tăng nhanh hơn nhiều, trung bình 6,7% một năm. Lạm phát ở các nước này lại giảm xuống rõ rệt, từ suất trung bình 53,5% hàng năm trong giai đoạn 1988-1997 xuống còn 5,5% trong 6 năm qua. Cân thanh toán vãng lai đối ngoại (current account) cũng cải thiện, từ chỗ thiếu hụt trầm trọng trong những thập kỷ trước trở thành thặng dư khá lớn từ năm 2000 cho tới nay. Cân thanh toán vốn (capital account) cũng thặng dư vì doanh nghiệp và quỹ đầu tư quốc tế đổ xô đầu tư vào các nước thị trường mới nổi—cả đầu tư trực tiếp lẫn đầu tư danh mục (portfolio investment). Nói chung 6 năm vừa qua có thể xem là giai đoạn hoàng kim của nền kinh tế thế giới, và nhất là của các nước thị trường mới nổi, kể cả các nước đang phát triển ở châu Phi.

Thế nhưng tình hình phát triển kinh tế một cách lạc quan ở các nước thị trường mới nổi trong một thời gian dài kỷ lục như thế đã tận dụng khả năng sản xuất dư thừa, tăng trưởng quá tải, dẫn đến sự hâm nóng nền kinh tế và gây ra tình trạng mất cân đối như hiện nay ở nhiều nước.

¹ NDF hay Non-Deliverable Forward—là thị trường trao đổi các giao kèo giữa các người đầu tư ở nước ngoài, theo đó người bán cam kết thanh toán bằng USD cho người mua trong thời điểm 1, 3, 6, hay 12 tháng sắp tới theo tỷ giá hối đoái đã được thỏa thuận. Thị trường này thường hoạt động trong hoàn cảnh đồng tiền của một nước chưa được chuyển đổi tự do. Nó phản ánh kỳ vọng của giới đầu tư quốc tế về tỷ giá hối đoái của một nước thị trường mới nổi.

Hệ quả quan trọng nhất của sự tăng trưởng nói trên, nhất là sự tăng trưởng GDP trên đầu người ở các nước thị trường mới nổi, là tổng cầu trên thế giới về dầu thô và lương thực tăng nhanh, mặc dù sự tăng trưởng mức cầu ở các nước đã phát triển chậm hơn nhiều và hiện nay đang giảm. Trong khi đó, vì nhiều lí do, tăng tốc mức cung chậm hơn tăng tốc mức cầu toàn thế giới và sự căng thẳng giữa cung-cầu đã làm giá dầu và lương thực tăng lên mức kỷ lục—mặc dầu trong vài tuần qua, giá cả có giảm chút ít. Chính sách trợ cấp giá nhiên liệu ở một số nước thị trường mới nổi cũng góp phần duy trì mức cầu mặc dù giá đã tăng cao, kéo dài sự mất cân đối cung-cầu—đó là chưa kể đến việc tăng bội chi ngân sách của các nước này.

Quan trọng không kém là việc các nước thị trường mới nổi đã thu hút lượng vốn rất lớn từ nước ngoài, gồm cả đầu tư trực tiếp, đầu tư danh mục và vay thương mại/ngân hàng—lên tới 953 tỷ đôla trong năm 2007. Nhiều nước lại có thặng dư trong cân thanh toán vãng lai, vì thế các nước thị trường mới nổi nói chung phải đối phó với lượng vốn ngoại tệ rất lớn hàng năm đổ vào trong nước. Các nước thị trường mới nổi hàng năm phải tái đầu tư số lượng vốn này ra các nước khác, chủ yếu là các nước công nghiệp phát triển—lên tới 1,6 ngàn tỷ đôla trong năm 2007. Vì thế, các nước thị trường mới nổi, nói chung, đã trở thành các nước chủ nợ ròng! Một số nước như TQ, Nga, Ấn Độ, Brazil v.v. đã trở thành chủ đầu tư lớn trên thế giới. Trong tình hình này, nhiều nước vẫn muốn kiềm giữ tỷ giá hối đoái, không cho nó tăng giá khi vốn nước ngoài đổ vào nhiều. Họ đã mua ngoại tệ để tăng dự trữ ngoại hối lên tới mức kỷ lục—khoảng 3 ngàn triệu tỷ đôla, riêng TQ đã tích lũy hơn 1,8 ngàn tỷ đôla. Tăng dự trữ ngoại hối như thế có nghĩa tăng phát hành tiền tệ một cách nhanh chóng. Tuy các nước này tìm cách khử trùng (sterilization) bằng cách phát hành công trái hay trái phiếu/chứng chỉ ngân hàng trung ương để thu hút bớt lượng tiền mặt, nhưng mức cung tiền tệ vẫn tăng rất nhanh. Hậu quả là mức cung tín dụng ở các nước thị trường mới nổi tăng rất cao trong thời gian qua, trung bình khoảng 30%-40% một năm, hay hơn nữa. Kinh tế các nước thị trường mới nổi vì thế bị hâm nóng “quá tải” (overheating) vì tăng tốc GDP thực tế cao hơn tăng tốc tiềm năng (potential growth rate) trong thời gian rất lâu.

Hậu quả của việc hâm nóng kinh tế là mất cân đối trong nước (lạm phát lên quá cao, sau khi chịu sự kích thích của giá dầu thô và lương thực tăng cao) và đối với nước ngoài (cân thanh toán vãng lai bị thiếu hụt trầm trọng). Từ hơn một năm nay, nhiều nước thị trường mới nổi đã rơi vào tình trạng “tiền khủng hoảng” như thế. Một cách cụ thể, nhiều nước thị trường mới nổi ở Trung/Đông/Bắc Âu bị mất cân đối nặng nhất—như ở Ukraine lạm phát lên quá 30% trong 12 tháng qua và thiếu hụt trong cân thanh toán vãng lai ở Estonia và Latvia lên quá 20% GDP. Các nước châu Mỹ La tinh phần lớn có suất lạm phát tương đối thấp hơn và cán cân thanh toán vãng lai lành mạnh hơn, một phần là vì các nước này đã để cho tỷ giá biến chuyển linh hoạt hơn. Châu Á phải đối phó với tình trạng lạm phát tương đối nghiêm trọng vì chính sách tiền tệ nói chung còn quá lỏng lẻo. So với các nước trong khu vực, trạng thái mất cân đối ở VN nghiêm trọng nhất.

Nguyên nhân cơ bản của tình trạng “tiền khủng hoảng” hiện nay là hội chứng “bộ ba bất khả” (impossible trinity) vốn cũng là nguyên nhân gây nhiều cuộc khủng hoảng trước đây. “Bộ ba bất khả” có nghĩa là không thể duy trì cùng một lúc việc kiềm giữ tỷ giá hối đoái, mở cửa cân thanh toán vốn (nhất là cho đầu tư danh mục) và có chính sách tiền tệ độc lập

(nhằm mục đích giữ lạm phát ở mức độ thấp). Trong thời gian qua, nhiều nước thị trường mới nổi đã mở cửa cân thanh toán vốn để thu hút lượng đầu tư nước ngoài, cả đầu tư trực tiếp và gần đây hơn là đầu tư danh mục, nhưng lại chống việc thả nổi tỷ giá. Kết quả là việc nhập vốn nước ngoài trở thành tăng tín dụng trong nước, gây hâm nóng và mất cân đối kinh tế như đã trình bày. Điều này cũng giải thích tại sao Trung và Đông Âu bị mất cân đối trầm trọng nhất (vì nhiều nước ở vùng này áp dụng chế độ currency board dựa trên đồng euro) trong khi châu Mỹ La tinh bị nhẹ nhất (vì nhiều nước rút kinh nghiệm khủng hoảng các thập kỷ trước nên đã để tỷ giá biến chuyển linh hoạt hơn).

Một hậu quả tiêu cực khác của tình trạng hâm nóng là việc tăng tín dụng quá lớn—hay nói cách khác tài sản ngân hàng tăng quá nhanh nên chất lượng tín dụng của các món nợ thường là thấp kém, dễ sinh ra tình trạng vỡ nợ khi nền kinh tế hâm nóng phải hạ nhiệt. Các ngân hàng cũng dễ rơi vào tình trạng khủng hoảng thiếu vốn (insolvency) vì nhiều tài sản của ngân hàng như nợ, trái phiếu, cổ phiếu và bất động sản bị mất giá—làm cho giá trị bên tích sản (asset) xuống thấp hơn bên tiêu sản (liability).

II. Tình trạng mất cân đối ở VN

Tình trạng mất cân đối trong nền kinh tế vĩ mô ở VN đã xảy ra trong năm 2007. Trước đó kinh tế VN tăng trưởng nhanh khoảng 7,5% một năm nhưng tương đối cân bằng. Chỉ số lạm phát cũng tăng từ mức ổn định (khoảng 0%) trong những năm đầu thập kỷ 2000 lên tới khoảng 10% vào cuối năm 2004, nhưng sau đó giảm xuống vào khoảng 8% một năm vào cuối năm 2006. Trong suốt thời gian này, lượng tiền tệ rộng (broad money) tăng khoảng 20%-30% một năm, lên tới tăng tốc 35% một năm trong năm 2006—thế nhưng kỳ thác ngân hàng tăng nhanh hơn, khoảng 35%-40% một năm.

Trong 4 năm tính đến 2006, cân thanh toán thương mại (xuất nhập khẩu hàng hóa và dịch vụ) bị thiếu hụt khoảng 2 đến 3,5 tỷ đôla mỗi năm, khoảng dưới 5% GDP. VN cũng phải trả lợi nhuận cho người đầu tư nước ngoài mỗi năm khoảng 1 đến 1,4 tỷ đôla. Thế nhưng VN nhận lượng ngoại hối chuyển về nước (chủ yếu là kiều hối) mỗi năm khoảng 2,5 đến 3 tỷ đôla—năm 2006 lên đến 4,4 tỷ đôla. Vì thế, cân thanh toán vãng lai chỉ thiếu hụt khoảng dưới 2 tỷ đôla hay dưới 3% GDP mỗi năm—và trong năm 2006 thì coi như cân bằng.

Thiếu hụt trong cân thanh toán đương kỳ đã được tài trợ một cách dễ dàng. Lượng đầu tư trực tiếp từ nước ngoài (Foreign Direct Investment: FDI) giải ngân trung bình hàng năm khoảng 2 đến 2,4 tỷ đôla. Thêm vào đó, VN nhận được viện trợ để phát triển khoảng 2 tỷ đôla mỗi năm. Vì thế cân thanh toán vốn (capital account) thặng dư mỗi năm khoảng 2 đến 2,5 tỷ đôla—trong năm 2006 lên tới 4,4 tỷ đôla. Do đó cân thanh toán cơ bản (basic balance) [sự khác biệt giữa cân thanh toán vốn và cân thanh toán vãng lai] của VN thường trong tình trạng thặng dư.

Thông thường nếu cân thanh toán cơ bản của một nước thặng dư, thì tỷ giá hối đoái nước ấy có khuynh hướng tăng giá. Nhưng VN muốn kiểm soát tỷ giá VNĐ nên Ngân Hàng Nhà Nước (NHNN) đã mua số ngoại tệ thặng dư, như thế tăng dự trữ ngoại hối—khoảng 2 tỷ đôla một năm, riêng năm 2006 lên tới 4,3 tỷ. Tăng dự trữ ngoại hối có nghĩa là tăng

phát hành tiền VNĐ, nhưng NHNN đã điều tiết lượng cung tiền tệ bằng cách phát hành công trái và chứng chỉ NHNN. Như trên đã nói, lượng tiền tệ rộng tăng khoảng 20%-30% một năm trong khi lạm phát ở mức một con số—tương đối cao nhưng còn có thể chấp nhận được.

Đến cuối năm 2006 và trong năm 2007, sự tăng trưởng cân đối nói trên đã bị thay đổi. Có nhiều nguyên nhân gây ra sự thay đổi năm 2007, nhưng quan trọng nhất phải kể đến việc VN gia nhập Tổ Chức Thương Mại Thế Giới (WTO) cuối năm 2006—sự kiện này đã tăng sự tin tưởng trong giới đầu tư trong nước và ngoài nước. Lượng đầu tư vào trong nước—thể hiện qua mức thặng dư cân thanh toán vốn—tăng hơn gấp 4 lần trong năm 2007 so với năm 2006, từ 4,1 tỷ đôla lên tới 17,5 tỷ. Các khoản đầu tư nước ngoài đều tăng vọt lên so với năm 2006. Đầu tư trực tiếp tăng từ 2,4 tỷ đôla lên tới 6,6 tỷ. Đầu tư danh mục từ chỗ không nhiều lắm lên tới 6,2 tỷ đôla vì chính phủ cho phép thêm một số quỹ đầu tư tương hỗ hoạt động và cho phép quỹ và ngân hàng nước ngoài đầu tư vào thị trường cổ phiếu và trái phiếu ở VN. Đồng thời, một số công ty quốc doanh đã tăng việc vay trung và dài hạn trên thị trường vốn và ngân hàng thế giới—lên đến mức 2,0 tỷ đôla.

Lượng vốn nước ngoài tăng quá lớn như thế đã hâm nóng kinh tế và thị trường tài chính VN—tình trạng mất cân đối đã bắt đầu xuất hiện trong năm 2007. Cụ thể nhất là cân thanh toán thương mại—vốn là phần đối xứng của cân thanh toán vốn. Từ mức 2,8 tỷ đôla trong năm 2006, thiếu hụt trong cân thanh toán thương mại tăng vọt lên tới 10,3 tỷ trong năm 2007. Vì lượng chuyển ngân về VN cũng tăng lên tới 6,3 tỷ, nên cân thanh toán vãng lai chỉ bị thiếu hụt khoảng 7 tỷ. Kết quả là thặng dư trong cân thanh toán cơ bản tăng lên tới 10,2 tỷ. Đồng tiền VNĐ vì thế đã chịu sức ép tăng giá trong năm 2007. NHNN chống sức ép tăng giá bằng cách mua và tăng dự trữ ngoại hối lên tới mức trên 20 tỷ như hiện nay. Tăng dự trữ ngoại hối dẫn đến việc tăng tốc khối lượng tiền rộng lên tới khoảng 45% trong năm 2007 so với cùng kỳ năm trước. Lượng tín dụng trong nước cũng tăng khoảng 55%. Tăng tốc tiền tệ và tín dụng chính là nguyên nhân gây ra tình trạng mất cân đối trong nước—thể hiện qua việc tăng giá tài sản tài chính và địa ốc cũng như lạm phát giá cả.

Một phần của việc tăng tín dụng là để tài trợ việc đầu tư vào thị trường địa ốc và chứng khoán. Thị trường chứng khoán VN thu hút sự đầu tư trong nước và từ nước ngoài, nên tăng giá mạnh đến đỉnh cao gần 1,200 điểm cuối quý I năm 2007. Đây là một mức giá cao “quá tải” nếu tính theo tỷ số giá/lợi nhuận kỳ vọng (trong 12 tháng tới) khoảng 40-50 lần. Tỷ số này trung bình chỉ vào khoảng 10 lần ở một thị trường mới nổi như VN. Vì cao giá như thế nên chỉ số chứng khoán VNI không tăng thêm được, mà chỉ biến chuyển giữa 900 và 1,200 điểm trong 6 tháng kể đó, trước khi bắt đầu giảm giá liên tục từ cuối năm 2007 đến mức trên dưới 400 điểm như hiện nay. Ở mức giá này, tỷ số giá/lợi nhuận xuống còn khoảng 10 lần, thể hiện đúng đắn hơn khả năng và kỳ vọng lợi nhuận của doanh nghiệp VN.

Thị trường chứng khoán, trái phiếu và địa ốc mất giá gây thua lỗ cho người đầu tư. Người đầu tư danh mục nước ngoài thất vọng, muốn rút tiền ra, làm VNĐ bị sức ép giảm giá. Người đầu tư trong nước bị thua lỗ, làm cho nhiều ngân hàng thương mại cổ phần đã tài trợ cho họ lâm vào khủng hoảng nợ khó đòi và có thể bị thiếu vốn.

Lạm phát cũng bắt đầu tăng dần, đến cuối năm 2007 thì đã lên tới mức hai con số. Tuy việc tăng giá dầu thô và lương thực trên thị trường thế giới đã châm ngòi cho lạm phát, chính tình trạng hâm nóng kinh tế là điều kiện đủ để lạm phát phát triển. Điều này được thể hiện ở chỗ không những chỉ số lạm phát tổng quát tăng cao, mà chỉ số lạm phát cơ bản (core inflation) trừ giá dầu và lương thực cũng tăng lên mức hai con số. Quan trọng hơn cả, tiền lương lao động cũng tăng khoảng 30% trong năm 2007, khiến tình trạng lạm phát trở thành phổ biến. Trong nửa năm đầu 2008, lạm phát tăng rất cao lên tới 26,8% trong tháng 6 so với cùng kỳ năm trước (tuy tăng tốc hàng tháng/tháng bắt đầu giảm). Chỉ số lạm phát cơ bản tăng 11,5% so với cùng kỳ năm trước.

Lí do dẫn tới nguy cơ khủng hoảng kinh tế ở VN chủ yếu là qua trình tự: mở cửa cân thanh toán vốn, đầu tư nước ngoài vào ồ ạt, tăng dự trữ ngoại hối để kiềm chế tỷ giá, dẫn tới việc tăng khối lượng tiền tệ và tín dụng trong nước quá cao, nền kinh tế bị hâm nóng quá tải, và hậu quả là mất cân đối—tăng lạm phát và thiếu hụt trong cân thanh toán đương kỳ. Nói một cách khác, lần đầu tiên trong quá trình đổi mới, VN đã phải đối phó với hội chứng “bộ ba bất khả” mà nhiều nước thị trường mới nổi đã gặp trong những cuộc khủng hoảng tài chính trước đây.

III. Biện pháp đối phó

VN cần phải đối phó với hai thử thách. Vấn đề trước mắt là tình trạng hâm nóng kinh tế gây ra mất cân đối và nguy cơ khủng hoảng—vì vậy cần thực hiện một loạt biện pháp giúp nền kinh tế có thể hạ cánh nhẹ nhàng (soft landing) thay vì rơi vào khủng hoảng (hard landing). Tiếp đến, VN phải xử lí hội chứng “bộ ba bất khả” để tránh tái diễn tình trạng hâm nóng và mất cân đối như hiện nay.

Để đối phó với tình trạng hâm nóng, chính phủ đã ban hành chương trình 8 điểm hồi tháng 3 vừa qua: i) thắt chặt chính sách tiền tệ, ii) giảm chi tiêu ngân sách và các dự án đầu tư nhà nước, iii) tăng cường sản xuất nông nghiệp, iv) đẩy mạnh xuất khẩu, v) giảm nhập khẩu các loại hàng không cần thiết, để giảm thiểu hụt trong cân thanh toán thương mại vi) khuyến khích tiết kiệm trong tiêu thụ và sản xuất, vii) quản lí thị trường để tránh đầu cơ, tích trữ, và viii) thực hiện chính sách phúc lợi xã hội để giúp người nghèo.

Về mặt kinh tế vĩ mô, việc thắt chặt chính sách tiền tệ đã có một số tác dụng ban đầu. NHNN đã tăng lãi suất chính sách lên 14% và lãi suất cho vay ngân hàng lên 21%; tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc; phát hành chứng chỉ NHNN bắt các ngân hàng thương mại mua, để giảm khối lượng tiền tệ. Suất tăng trưởng khối lượng tiền tệ vì thế đã giảm từ gần 50% cuối năm ngoái xuống khoảng 35%. Kết quả là suất tăng trưởng GDP giảm xuống 5,8% trong quý II so với cùng kỳ năm trước. Chỉ số lạm phát cũng tăng chậm lại nếu tính theo tháng/tháng: lạm phát tăng 2,14% trong tháng Sáu, chậm nhất kể từ đầu năm. Kim ngạch nhập khẩu cũng giảm mạnh, rút mức thiếu hụt trong cân thanh toán thương mại xuống còn 1,3 tỷ đôla trong tháng Sáu, so với trung bình 2,7 tỷ mỗi tháng trong 5 tháng trước đó.

Trạng thái kinh tế, tuy vẫn còn mất cân đối nghiêm trọng, đã có một số dấu hiệu cải thiện. Ngoài ra, cam kết đầu tư trực tiếp tăng vọt lên 31,6 tỷ đôla trong sáu tháng đầu năm nay

so với 21,3 tỷ trong cả năm 2007. Trong khi đó, giải ngân đầu tư trực tiếp đạt gần 5 tỷ đôla trong 6 tháng đầu năm, tăng 37,6 % so với cùng kỳ năm ngoái. Vì vậy sức ép giảm giá VNĐ trên thị trường NDF đã nhẹ bớt một phần: từ kỳ vọng mất giá khoảng 40% trong 12 tháng tới xuống còn khoảng 20%.

Với kết quả ban đầu như thế, chính phủ cần phải:

1. Kiên trì tiếp tục áp dụng chính sách thắt chặt chính sách tiền tệ và tín dụng để hạ nhiệt nền kinh tế, nhằm giảm lạm phát xuống mức một con số, và lạm phát cơ bản xuống khoảng 4-5% một năm. Trước mắt, lạm phát có thể tăng chậm lại so với tháng trước và cùng kỳ năm ngoái vì giá lương thực sẽ giảm do được mùa. Tuy nhiên chỉ số lạm phát cơ bản có nhiều khả năng tiếp tục tăng cao ở mức hai con số.
2. Khi áp dụng chính sách tiền tệ như nói trên, các quan chức có thẩm quyền nên thận trọng tránh có những phát biểu mâu thuẫn nhau, có thể gây hoang mang hay làm mất sự tin tưởng trong giới đầu tư trong và ngoài nước đối với hiệu quả của chính sách.
3. Nên mạnh dạn xử dụng các đòn bẩy giá cả (như lãi suất và hối suất) để điều tiết thị trường và kinh tế. Vì không muốn tăng lãi suất chính sách quá cao, NHNN đã dùng những biện pháp định lượng như bắt buộc các ngân hàng thương mại phải mua chứng chỉ NHNN để giảm lượng cung tiền tệ. Có lúc việc này đã gây ra sự thiếu hụt thanh khoản trong thị trường liên ngân hàng, làm lãi suất liên ngân hàng qua đêm tăng cao. Vì thế, các biện pháp định lượng nhiều khi làm cho lãi suất thực tế cao hơn lãi suất chính thức, lại gây khó khăn cho các ngân hàng thương mại trong việc quản lý thanh khoản. Một cách tương tự, tuy đã nói rộng biên độ dao động hối suất VNĐ thành +/-2%, nhưng NHNN không sẵn sàng cung cấp ngoại tệ để thỏa mãn nhu cầu của thị trường. Các tác nhân kinh tế phải thông qua thị trường không chính thức để thỏa mãn nhu cầu ngoại tệ của mình. Vì vậy tỷ giá thực tế cao hơn tỷ giá chính thức. Nói chung, các biện pháp định lượng không có hiệu quả lại còn gây ra vấn đề tiêu cực—như giảm hiệu năng của các hoạt động kinh tế và đi ngược với mục tiêu xây dựng các định chế kinh tế thị trường lành mạnh.
4. Giảm chi tiêu và đầu tư của nhà nước, nhất là các mục chi tiêu ngoài ngân sách, vì thiếu hụt ngân sách trong khu vực nhà nước ước tính lên quá 6,5% trong năm nay. Giảm bội chi ngân sách sẽ bớt gánh nặng trên chính sách tiền tệ trong việc hạ nhiệt nền kinh tế. Điều này rất quan trọng, vì nếu không, lãi suất có thể phải tăng lên quá cao, làm cho kinh tế ngoài khu vực nhà nước bị suy thoái.
5. Một số ngân hàng thương mại vừa và nhỏ có thể bị lỗ nặng vì sự mất giá trầm trọng trong thị trường cổ phiếu, trái phiếu và bất động sản. Nếu gặp khó khăn trong việc tài trợ, một vài ngân hàng trong số này có thể bị khủng hoảng thanh khoản (liquidity crisis). Một vài ngân hàng khác có thể rơi vào tình trạng thiếu vốn (solvency crisis) khi giá trị tài sản xuống thấp hơn giá trị tiêu sản. NHNN vì thế cần phải chuẩn bị biện pháp cụ thể để nhanh chóng xử lý các tình huống này, tránh không để gây ra ảnh hưởng tiêu cực đối với thị trường tài chính. Tốt nhất là chuẩn bị để các ngân hàng lớn mạnh có quản lý tốt sẵn sàng để “mua” sát nhập các ngân hàng bị khủng hoảng.

6. Một khi VN đã hình thành giới đầu tư trong và ngoài nước (mua công trái, trái phiếu doanh nghiệp, cổ phiếu và cho vay ngân hàng), thì chính phủ cần thực hiện tốt chương trình “quan hệ với giới đầu tư” (investor relation program). Chương trình này nhằm cung cấp đầy đủ và kịp thời các thông tin về tình hình và chính sách kinh tế, tài chính cho giới đầu tư, để họ có đủ dữ kiện để đánh giá triển vọng lợi nhuận và rủi ro khi đầu tư ở VN, ít bị dao động vì tin đồn rồi ồ ạt đổ vào hay rút ra, gây xáo trộn cho thị trường tài chính và nền kinh tế. Cũng nhằm mục đích này, chính phủ cần cải thiện việc cung cấp đầy đủ và kịp thời các số liệu thống kê kinh tế tài chính, hợp với thông lệ quốc tế (thí dụ như thực hiện các tiêu chuẩn phổ biến số liệu thống kê của IMF và Ngân Hàng Thế Giới [General Data Dissemination Standards GDDS] mà đại đa số các nước thị trường mới nổi đã áp dụng).

IV. Giải Quyết Hội Chứng “Bộ Ba Bất Khả”

Ngoài việc hạ nhiệt nền kinh tế, VN cũng cần phải giải quyết hội chứng “bộ ba bất khả”. VN sẽ phải tăng cường việc hội nhập kinh tế và thị trường tài chính thế giới vì điều này phục vụ cho việc phát triển đất nước. Tuy nhiên, như đã trình bày ở trên, nếu mở cửa cân thanh toán vốn, nhất là cho đầu tư danh mục, mà lại muốn kiềm giữ tỷ giá (so với đồng đô la chẳng hạn), thì gặp nguy cơ vốn đầu tư vào quá nhiều, làm hâm nóng kinh tế, gây ra lạm phát và thiếu hụt trong cân thanh toán đương kỳ. Chính phủ phải điều chỉnh kinh tế, giảm tăng trưởng GDP nếu không thì bị khủng hoảng. Việc kiềm giữ tỷ giá thực ra cũng không đạt được mục đích bảo đảm tính cạnh tranh của hàng xuất khẩu vì nếu lạm phát trong nước cao hơn lạm phát ở các nước bạn hàng, thì tỷ giá thực (real exchange rate) của VNĐ vẫn tăng cao mặc dù tỷ giá danh nghĩa không thay đổi.

Kinh nghiệm trong nhiều thập kỷ qua cho thấy hội chứng “bộ ba bất khả” đã đẩy các nước thị trường mới nổi vào chu kỳ hâm nóng-suy thoái (boom-bust cycles) thay vì tăng trưởng đều đặn trong thời gian dài thì có lợi hơn. Rút kinh nghiệm này, một số nước châu Mỹ La Tinh như Mexico, Brazil, Chile và Colombia đã để cho tỷ giá điều chỉnh qua cơ chế thị trường một cách linh hoạt hơn, và NH Trung Ương chỉ can thiệp vào thị trường ngoại hối khi nó biến chuyển một cách mất trật tự. Tỷ giá linh hoạt vì thế đã góp phần các cú “sốc” trên kinh tế thế giới và giúp kinh tế trong nước điều chỉnh, trong khi cho phép NHTƯ duy trì chính sách tiền tệ chống lạm phát. Trong tình hình hiện nay, các nước kể trên đã gặp ít khó khăn hơn so với nhiều nước thị trường mới nổi khác, kể cả VN.

VN cần phải giải quyết đúng đắn mối quan hệ giữa việc mở cửa cân thanh toán vốn và kiềm chế tỷ giá. Điểm đặc biệt trong quá trình mở cửa cân thanh toán vốn là nếu chưa mở cửa thì không sao, nhưng nếu đã tự do hóa một bộ phận trong cân thanh toán vốn, như cho đầu tư danh mục hay đầu tư ngắn hạn, thì khó mà đóng lại—vì khó áp dụng cho có hiệu quả và gây ra phản tác dụng, kể cả làm mất uy tín của chính phủ. Sai lầm của VN trong năm 2007 là đã mở cửa để vốn đầu tư danh mục (vào thị trường trái phiếu và cổ phiếu) vào quá nhiều. Thêm vào đó, chính phủ cũng cho phép các doanh nghiệp nhà nước vay ngân hàng và phát hành trái phiếu quốc tế—trong bối cảnh đầu tư trực tiếp và kiều hối cũng tăng cao, làm cho lượng vốn chảy vào quá nhiều. Trong tương lai, chính phủ nên hạn chế việc cho phép các quỹ đầu tư tương hỗ và ngân hàng nước ngoài đầu tư danh

mục cũng như phải kiểm soát việc vay ngân hàng hay phát hành trái phiếu quốc tế của doanh nghiệp—nhằm giữ cho cân thanh toán cơ bản không bị thặng dư quá nhiều.

Ngoài ra chính phủ cũng nên mở rộng dần biên độ dao động của VNĐ—từ +/-2% so với USD lên tới +/-15% như quy định của ERM II mà một số nước Trung và Đông Âu hiện đang áp dụng. Đây là biên độ dao động tương đối rộng rãi, cho phép tỷ giá biến chuyển linh hoạt nhưng trong chừng mức nền kinh tế có thể thích ứng được—nhằm giúp các nước nói trên chuẩn bị để gia nhập liên hiệp tiền tệ châu Âu (sử dụng đồng euro). Nếu lượng đầu tư vào ô ạt, tỷ giá sẽ bị đẩy lên mức trần, góp phần giảm áp lực lạm phát. Ngoài ra, ở vị trí này, tỷ giá có nhiều khả năng rủi ro vì có thể mất giá đến 15%, nên sẽ góp phần giảm bớt lượng đầu tư một chiều—như thế giảm bớt nguy cơ hâm nóng kinh tế. Ngược lại, nếu dòng vốn chảy ra nhiều, tỷ giá bị đẩy xuống mức đáy—làm tăng tính cạnh tranh của hàng xuất khẩu, cải thiện cân thanh toán thương mại.

Nói tóm lại, VN hoàn toàn có khả năng giải quyết tình trạng mất cân đối như hiện nay—nhưng với điều kiện phải tiếp tục áp dụng các biện pháp hạ nhiệt cho tới khi nền kinh tế thật sự lành mạnh. Ngoài ra cũng cần rút ra các bài học kinh nghiệm đối phó với nguy cơ khủng hoảng để nâng cao hiệu năng trong việc ban hành và điều chỉnh các chính sách kinh tế vĩ mô.