



HARVARD Kennedy School
JOHN F. KENNEDY SCHOOL OF GOVERNMENT

CHƯƠNG TRÌNH CHÂU Á
79 John F. Kennedy Street, Cambridge, MA 02138
Tel: (617) 495-1134 Fax: (617) 495-4948



CHƯƠNG TRÌNH GIẢNG DẠY KINH TẾ FULBRIGHT
232/6 Võ Thị Sáu, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh
Tel: (848) 932-5103 Fax: (848) 932-5104

BÀI THẢO LUẬN CHÍNH SÁCH SỐ 2¹

Vượt qua khủng hoảng và tiếp tục đẩy mạnh cải cách

*** KHÔNG PHỔ BIẾN VÀ TRÍCH DẪN TRONG VÒNG 45 NGÀY ***

I. Giới thiệu

Nền kinh tế Việt Nam đang gặp phải những thách thức nghiêm trọng nhất kể từ sau Đổi Mới. Trong mấy tháng qua, chính phủ đã bày tỏ quyết tâm kiềm chế lạm phát và khôi phục sự ổn định vĩ mô. Đây thực sự là những ưu tiên đúng đắn. Tuy nhiên cho đến nay, những hành động của chính phủ hướng tới mục tiêu này nhìn chung đều chưa có hiệu lực. Bài Thảo luận Chính sách này cho rằng việc đơn thuần khôi phục lại tình trạng như trước khi bất ổn vĩ mô bùng phát vừa không khả thi, vừa không đúng đắn vì thực chất, nguyên nhân sâu xa của tình trạng hiện nay chủ yếu nằm ở những yếu kém nội tại, có tính cơ cấu của nền kinh tế Việt Nam, và hoàn cảnh bên ngoài chỉ là nhân tố thứ yếu. Trong những bài viết trước, chúng tôi đã chỉ ra rằng quỹ đạo phát triển của Việt Nam từ nay cho đến năm 2020 và cả sau đó nữa phụ thuộc vào *những lựa chọn* của chính phủ ngày hôm nay.² Chính phủ phải lựa chọn giữa một bên là duy trì nền kinh tế lưỡng thể, trong đó khu vực kinh tế nhà nước mặc dù kém hiệu quả nhưng tiếp tục được ưu đãi về tín dụng và đầu tư; còn bên kia là một nền kinh tế có tính cạnh tranh quốc tế, trong đó vốn và tín dụng được phân bổ cho những doanh nghiệp sử dụng chúng một cách hiệu quả nhất. Càng ngày sự lựa chọn giữa hai hệ thống này càng trở nên rõ rệt. Khu vực kinh tế nhà nước, dẫn đầu là các tập đoàn, được nuôi dưỡng bởi một cơ chế đầu tư công lỏng lẻo đã gây nên biết bao thất thoát và lãng phí. Lợi ích kinh tế và xã hội do các doanh nghiệp nhà nước (DNNN) được bảo hộ tạo ra thường thấp tới mức không thể biện minh cho những ưu đãi được ban phát hết sức rộng rãi dành cho chúng. Kinh nghiệm của chính Việt Nam trong hai thập kỷ vừa qua cũng như của các nền kinh tế từng dựa vào DNNN cho thấy, mặc dù có thể tiếp thêm nguồn lực để duy trì hoạt động của khu vực này nhưng cuối cùng thì nỗ lực này

¹ Bài viết này được thực hiện theo đề nghị của chính phủ Việt Nam trong khuôn khổ của chương trình Đối thoại Chính sách nhằm phân tích những thách thức của nền kinh tế Việt Nam hiện nay và trong tương lai. Chúng tôi đã nhận được sự ủng hộ quý báu từ tổ chức Liên hiệp quốc tại Việt Nam và Bộ Ngoại giao Việt Nam – những đối tác trong chương trình Đối thoại Chính sách. *Nếu không được sự đồng ý chính thức của Chương trình Việt Nam tại Trường Quản lý Nhà nước Harvard Kennedy thì bài viết này sẽ không được phổ biến hay trích dẫn trong thời hạn 45 ngày kể từ khi nó được chuyển cho chính phủ Việt Nam.*

² Những lựa chọn này được phân tích trong một báo cáo chính sách của chúng tôi chuyển cho chính phủ Việt vào giữa tháng 1/2008 nhan đề, *Lựa chọn thành công, bài học từ Đông Á và Đông Nam Á cho tương lai của Việt Nam*, trong đó chúng tôi kết luận rằng Việt Nam hiện đang lặp lại nhiều sai lầm của những quốc gia kém thành công hơn trong khu vực và chiến lược phát triển các tập đoàn kinh tế nhà nước hiện nay của Việt Nam nhiều khả năng sẽ không mang lại những kết quả như mong muốn.

cũng sẽ không thành, để lại những hậu quả nặng nề cho nền kinh tế. Vì vậy, Việt Nam phải lựa chọn hệ thống kinh tế hội nhập toàn cầu và hiện đại, vận hành theo những quy tắc được áp dụng ở tất cả những quốc gia thành công. Một điều chắc chắn là Việt Nam không thể chọn cả hai con đường cùng một lúc.

Các nhà làm chính sách của Việt Nam luôn nỗ lực để tránh “khủng hoảng”. Trong bối cảnh cụ thể của Việt Nam hiện nay, những hiện tượng nào có thể được coi là khủng hoảng? Sự sụp đổ của một (hay một số) ngân hàng thương mại cổ phần (NHTMCP) có thể sẽ kích hoạt chuỗi phản ứng làm rạn vỡ hệ thống tài chính đương nhiên có thể được coi là một cuộc khủng hoảng. *Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng, nếu mục tiêu của chính phủ là xây dựng một nền kinh tế hiện đại và thịnh vượng, tránh được “bẫy thu nhập trung bình” của rất nhiều nước đi trước thì tình trạng hiện nay đã có thể được coi là một cuộc khủng hoảng.* Nếu không có những hành động quả quyết và cấp bách thì những thành tựu đầy ấn tượng mà Việt Nam đã đạt được trong nhiều năm qua (đặc biệt là xóa đói giảm nghèo và tăng trưởng kinh tế) có thể bị đảo ngược và nền kinh tế sẽ bị tổn thương nghiêm trọng. Nguyên nhân của tình trạng hiện nay thực ra không quá phức tạp nhưng đáng tiếc lại chưa được các nhà kinh tế trong và ngoài nước phân tích một cách kỹ lưỡng. Một cách vắn tắt, tình trạng hiện nay là:

- Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) đã vượt quá 20% theo số liệu thống kê chính thức (Hình 1) và vẫn còn tiếp tục tăng. Hơn thế, có cơ sở để tin rằng CPI thực tế có thể còn cao hơn mức CPI chính thức³.
- Nhập siêu bốn tháng đầu năm đã lên tới hơn 11 tỷ USD, gần bằng thâm hụt thương mại của cả năm 2007. Nếu cứ đà này, nhập siêu của năm 2008 có thể lên tới hơn 30 tỷ USD, bằng 40% GDP (Hình 2).
- Theo số liệu của IMF, thâm hụt ngân sách năm 2007 là 7% GDP. Tuy nhiên, nếu tính cả các khoản vay của DNNN được chính phủ bảo lãnh thì mức thâm hụt có thể lên tới 14-15% GDP.
- Nhiều nhà đầu tư đang muốn bán lại trái phiếu chính phủ với tỷ lệ chiết khấu cao, chứng tỏ họ cho rằng tiền đồng của Việt Nam sẽ mất giá trong những tháng tới.
- Dòng vốn đầu tư gián tiếp vào Việt Nam đã chầy chậm hẳn lại. Trong khi đó, khoảng 90% đầu tư trực tiếp nước ngoài cùng với một lượng lớn đầu tư của các DNNN đang di chuyển sang các khu vực bất động sản với giá bị thổi phồng. Trong khi hoạt động đầu cơ này không tạo ra việc làm đáng kể, không giúp đẩy mạnh xuất khẩu và chuyển giao công nghệ sản xuất thì nó lại là một nguyên nhân khiến tín dụng nội địa tăng vọt, làm nền kinh tế trở nên quá nóng và tiềm ẩn nhiều rủi ro.
- Mặc dù số liệu về nợ của khu vực công rất khó xác minh nhưng theo thông báo của Bộ Tài chính thì nợ của 70 tập đoàn và tổng công ty nhà nước vào tháng 12/2007 là

³ Vấn đề đo lường lạm phát đã được thảo luận trong bài nghiên cứu “Lựa chọn thành công”.

28 tỉ đô-la Mỹ (bằng 40% GDP).⁴ Nếu đúng như thế thì hệ số nợ/GDP của Việt Nam hiện nay đã lên tới 100%.

- Hiện nay năng lực quản lý rủi ro của các ngân hàng nhìn chung rất kém, đồng thời nhiều ngân hàng đã trượt quá sâu vào các hoạt động tài trợ đầu tư vào bất động sản và chứng khoán. Nhiều ngân hàng nhỏ không nắm giữ tài sản có thu nhập cố định (như trái phiếu chính phủ chẳng hạn) để hạn chế rủi ro mà lại mạo hiểm đánh cược vào giá bất động sản bong bóng. Theo nguồn tin từ báo chí, một số ngân hàng nhỏ đã rơi vào tình trạng căng thẳng thanh khoản tới mức đáng báo động.⁵
- Lãi suất liên ngân hàng có lúc đã lên tới 20%, trong đó các ngân hàng nhỏ phải chịu lãi suất cao hơn mức bình thường từ 4 đến 5%. Một số ngân hàng tăng lãi suất huy động không thời hạn từ 3-4% lên 9-10%. Đây là những dấu hiệu chứng tỏ tình trạng khủng hoảng thanh khoản trong hệ thống ngân hàng đang trở nên trầm trọng.⁶⁷

Khôi phục lại sự ổn định vĩ mô hiện là mối quan tâm hàng đầu của chính phủ. Điều kiện tiên quyết để chính phủ có thể thực hiện được mục tiêu này là chính phủ phải khôi phục lại uy tín cho mình và lấy lại niềm tin của thị trường. Chính phủ phải làm thế nào để người tiêu dùng và các nhà đầu tư tin rằng chính phủ đã có trong tay một hệ thống chính sách đồng bộ, có tính thực tiễn để đương đầu với những thách thức hiện nay, đồng thời có khả năng triển khai những chính sách này một cách nhất quán với quyết tâm cao nhất.⁸ Sự ổn định kinh tế vĩ mô sẽ không thể được văn hồi nếu chính phủ không cung cấp thông tin một cách đầy đủ, chính xác và kịp thời cho công chúng về các ưu tiên chính sách. Tương tự như vậy, tình hình sẽ tiếp tục xấu đi nếu như chương trình bình ổn của chính phủ tỏ ra có tính thỏa hiệp nhằm làm hài lòng các nhóm đặc quyền đặc lợi. Thị trường và công chúng sẽ xem việc chùn bước trước những thế lực kinh tế và tài chính như một biểu hiện của sự thiếu quyết tâm cần thiết của chính phủ nhằm ngăn chặn khủng hoảng. Khi ấy, phản ứng tự nhiên của họ sẽ là hoán đổi các tài sản bằng tiền đồng (kể cả tiền mặt) sang hàng hóa, đất đai, bất động sản, vàng, và ngoại tệ. Mô thức này đã từng xảy ra ở Việt Nam cũng như ở nhiều nền kinh tế chậm phát triển khác.

Bài thảo luận chính sách này có hai thông điệp chính. Thứ nhất, cho đến nay phản ứng chính sách của chính phủ trước tình trạng nền kinh tế đang ngày càng xấu đi vẫn thiếu

⁴ Tính toán dựa theo báo cáo của Bộ Tài chính tại hội thảo “Sắp xếp, Đổi mới Doanh nghiệp Nhà nước” được tổ chức tại Hà Nội ngày 22/4/2008.

⁵ Xem <http://vietnamnews.vnagency.com.vn/showarticle.php?num=02BUS150508>

⁶ Xem <http://www.tuoitre.com.vn/Tianyon/Index.aspx?ArticleID=257789&ChannelID=11>

⁷ Quyết định hủy bỏ trần lãi suất huy động, tăng lãi suất cơ bản, chiết khấu và tái cấp vốn là một chính sách đúng, hy vọng sẽ có tác dụng tích cực đối với tình trạng khủng hoảng thanh khoản hiện nay.

⁸ Trong *Bài Thảo luận Chính sách Số 1* (20/2/2008) chúng tôi đã phân tích tình trạng kém hiệu lực và tính không đồng bộ của các cơ quan điều hành chính sách kinh tế của Việt Nam, theo đó trách nhiệm bị phân tán trong một số bộ nhưng lại thiếu một cơ quan điều phối và hoạch định chính sách cao cấp. Cấu trúc điều hành và ra quyết định phân tán này đặc biệt không thích hợp trong điều kiện khủng hoảng, khi mọi chính sách cần được quyết định và triển khai một cách toàn diện và nhanh chóng.

hiệu lực, thậm chí trong một số trường hợp còn phản tác dụng.⁹ Chúng tôi ý thức rất rõ rằng, với việc đưa ra những lời phát biểu này vào thời điểm hiện nay, chúng tôi có thể sẽ bị chỉ trích là thiếu kiên nhẫn vì đã không chờ cho chính sách của chính phủ có thời gian để phát huy tác dụng. Lời đáp của chúng tôi trước những chỉ trích này sẽ là, với tình trạng của nền kinh tế Việt Nam hiện nay, chờ đợi là một sự xa xỉ, và vì vậy chính phủ phải hành động mạnh mẽ để biến những tuyên bố chính sách thành hiện thực. Thứ hai, việc thiết lập lại sự ổn định vĩ mô đòi hỏi chính phủ phải giải quyết những khuyết tật có tính cấu trúc của nền kinh tế Việt Nam. Việt Nam không thể vừa hội nhập vào nền kinh tế toàn cầu vừa ra chính sách như thể Việt Nam là một trường hợp ngoại lệ nơi “luật hấp dẫn” hay những bài học đắt giá của các nền kinh tế khác sẽ không bao giờ xảy ra. Chúng tôi sẽ kết luận bài viết này với một *bản kế hoạch 10 điểm* nhằm ổn định và điều chỉnh nền kinh tế. Những khuyến nghị chính sách này bao gồm những biện pháp ngắn hạn để khôi phục lại cân bằng thị trường cũng như các khuyến nghị có tính cấu trúc và dài hạn nhằm cải thiện năng lực cạnh tranh của nền kinh tế và tạo điều kiện giúp chính phủ đạt được các mục tiêu phát triển dài hạn của mình.

II. Năm tháng đầu năm 2008: Tình trạng kinh tế đang trở nên xấu đi

Phần này sẽ bắt đầu với việc phân tích một số chỉ báo kinh tế vĩ mô quan trọng, sau đó đánh giá chính sách tài khóa, tiền tệ và một số rối loạn trong hệ thống ngân hàng. Phần này sẽ kết thúc bằng việc xem xét hai yếu tố để bình ổn vĩ mô, đó là tín nhiệm và thông tin.

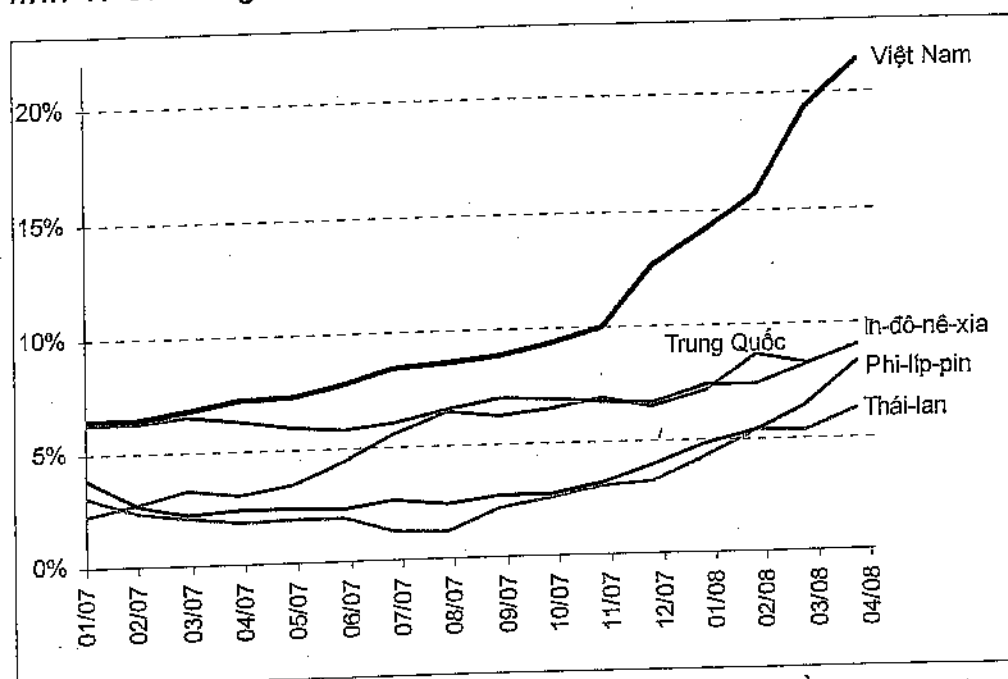
A. Những chỉ báo chính

Tình trạng kinh tế của Việt Nam tiếp tục xấu đi trong năm tháng đầu năm 2008. Chỉ số giá tiêu dùng tiếp tục tăng mạnh (xem Hình 1). Lạm phát cao ở Việt Nam đã từng, và vẫn đang được một số người giải thích là do giá thế giới chứ không phải do chính sách tiền tệ và tài khóa. Điều này không chính xác. Ở các nước xung quanh, thậm chí ở cả những nước nhập khẩu gạo, lạm phát cũng thấp hơn rất nhiều so với Việt Nam. Ngay cả khi đưa thực phẩm ra khỏi giỏ hàng tính CPI thì việc giá thế giới tăng cũng không thể giải thích được mối quan hệ chặt chẽ giữa tỷ lệ lạm phát còn lại với tăng trưởng cung tiền và tín dụng.¹⁰

⁹ Ví dụ như việc yêu cầu các tổ chức tín dụng mua 20.300 tỉ tín phiếu bất buộc, áp đặt trần lãi suất huy động, hay cho phép Vinashin và Vinatex vay Deutsche Bank với khối lượng lớn.

¹⁰ Nhìn vào tình hình lạm phát ở một số nước xung quanh sẽ thấy mức độ lạm phát ở các nước này cũng chịu tác động của các nhân tố quốc tế. Tốc độ lạm phát của Trung Quốc trong những tháng đầu năm 2008 (so với cùng kỳ năm trước) là khoảng 8,5%. Các nhà kinh tế học của Trung Quốc cũng như các chuyên gia quốc tế đồng ý với nhau rằng khoảng 6% trong số này là do thực phẩm và xăng dầu tăng giá. Giả định rằng Việt Nam và Trung Quốc cùng chịu những cú sốc về giá quốc tế như nhau thì sẽ có thể thấy rằng lạm phát lên tới hơn 20% ở Việt Nam trong cùng thời kỳ chủ yếu là do các nguyên nhân bên trong.

Hình 1. Chỉ số giá tiêu dùng (so với cùng kỳ năm trước)



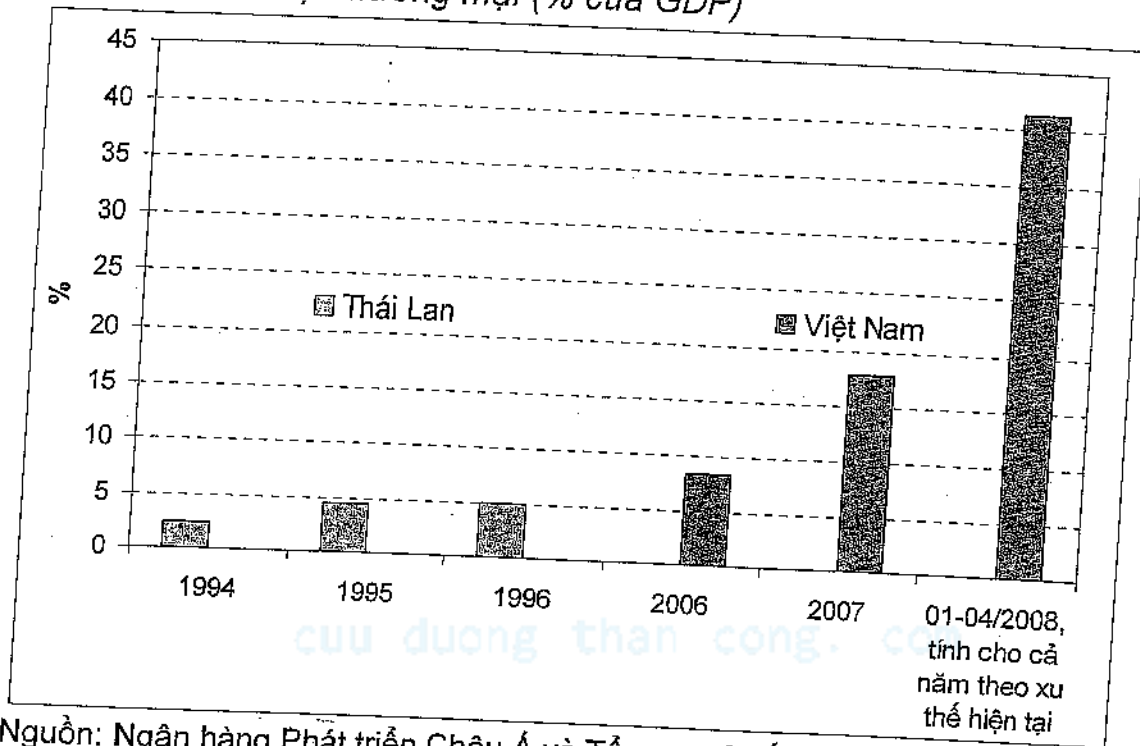
Nguồn: Tổng cục Thống kê và Dữ liệu Tài chính Toàn cầu

Trong khi đó, thâm hụt thương mại của Việt Nam đã vọt lên mức báo động (xem Hình 2). Hiện nay, nhập khẩu cao gần gấp đôi xuất khẩu. Theo đà này, nhập siêu của Việt Nam trong năm 2008 có thể lên tới hơn 30 tỷ (bằng 40% GDP)¹¹. Theo kinh nghiệm quốc tế, thâm hụt thương mại chỉ bằng nửa mức này (tức là 20% GDP) cũng đã bị coi là nguy hiểm. Để dễ so sánh, ta có thể nhìn vào kinh nghiệm của một số nước xung quanh. Chẳng hạn như thâm hụt thương mại của Hàn Quốc trong 30 năm trở lại đây chưa bao giờ vượt quá 10%. Thâm hụt thương mại của Việt Nam hiện nay cũng xấu hơn rất nhiều so với tình trạng của Thái-lan trước khi xảy ra khủng hoảng năm 1997. Trong giai đoạn 1995-96, thâm hụt thương mại của Thái-lan chỉ bằng 6% GDP, tăng từ mức 4% của năm 1993-94. Đến 1997, ngoại thương của Thái-lan thậm chí còn có thặng dư nhẹ hay cân bằng (tùy nguồn dữ liệu sử dụng). Điều này có nghĩa là, ngay cả khi thâm hụt thương mại của Việt Nam năm 2008 chỉ là 20 tỉ USD thì nó cũng đã lên tới 24% GDP, tức là *gấp bốn lần* mức thâm hụt góp phần gây nên khủng hoảng ở Thái-lan. Nếu thâm hụt thương mại cao chỉ do nhập khẩu máy móc, thiết bị, và một số nhân tố đầu vào sản xuất thiết yếu như là kết quả của việc giải ngân FDI hay nâng cao năng lực sản xuất của các doanh nghiệp trong nước thì vẫn có thể duy trì được. Tuy nhiên, số liệu của Tổng cục Thống kê cho thấy so với cùng kỳ năm ngoái, kim ngạch nhập khẩu bốn tháng đầu năm nay của các doanh nghiệp trong nước tăng tới 86% trong khi của khu vực FDI chỉ tăng 44%. Vì vậy, chính phủ cần khẩn trương xác định cơ cấu nhập khẩu và nguyên nhân của tình trạng nhập siêu. VND sẽ đứng trước áp lực phá giá mạnh trong nửa năm còn lại nếu như trên thực tế, nguyên nhân của việc nhập siêu tăng đột biến là do tăng nhập khẩu hàng tiêu dùng (như ô-tô chẳng hạn) và/hoặc đầu tư và sản xuất của những doanh nghiệp không có nguồn thu hay nguồn tài trợ ngoại hối. Thêm vào đó, phần lớn lượng đầu tư tăng thêm được đổ vào lĩnh vực bất

¹¹ Ước lượng dựa theo số liệu của bốn tháng đầu năm

động sản – là lĩnh vực không thu ngoại tệ. Nhìn chung, những chỉ báo hiện nay đều thiên về hướng gia tăng sức ép phá giá VND.

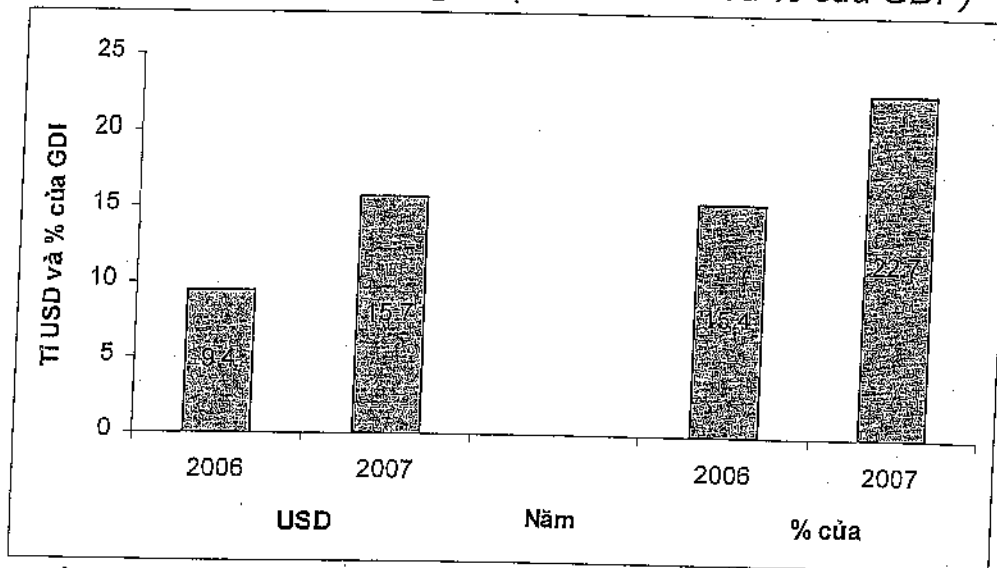
Hình 2. Thâm hụt thương mại (% của GDP)



Nguồn: Ngân hàng Phát triển Châu Á và Tổng cục Thống kê

Nguồn tài trợ chính cho thâm hụt thương mại của Việt Nam là dòng vốn đầu tư trực tiếp và gián tiếp tăng mạnh trong nửa cuối 2006 và cả năm 2007 (Hình 3). Các nhà phân tích thống nhất với nhau rằng nguồn vốn đầu tư gián tiếp tràn vào Việt Nam cho đến trước tháng 2/2008 là do sự bùng nổ của thị trường chứng khoán, lãi suất hấp dẫn của trái phiếu chính phủ, và kỳ vọng về sự lên giá của VND. Cả ba nhân tố này đến thời điểm này đều không còn nữa, và do vậy, dòng vốn nước ngoài đã và sẽ tiếp tục giảm mạnh. Thậm chí hiện nay còn xuất hiện nguy cơ dòng vốn nước ngoài đảo chiều, và cùng với chế độ tỷ giá như hiện nay thì tình trạng thiếu hụt ngoại hối sẽ có thể trở nên trầm trọng. Khả năng này được phản ánh rất trung thực qua mức giá ngày càng thấp của trái phiếu chính phủ.

Hình 3. Dòng vốn nước ngoài (theo tỉ USD và % của GDP)



Nguồn: IMF

B. Chính sách tiền tệ và tài khóa

Cả chính sách tài khóa và tiền tệ của Việt Nam hiện nay đều có nhiều khiếm khuyết. Về mặt tiền tệ, chính sách giảm tốc độ tăng trưởng tín dụng, đồng thời áp đặt trần lãi suất huy động nhằm kiềm chế lạm phát đã dẫn tới thiếu hụt thanh khoản, và do vậy, làm rối loạn hoạt động bình thường của hệ thống tài chính.¹² Quyết định dỡ bỏ trần lãi suất huy động và tăng lãi suất cơ bản mới đây của SBV sẽ giúp cải thiện thiếu hụt thanh khoản, đồng thời giảm bớt áp lực cho chính sách tỷ giá. Tuy nhiên, SBV vẫn phải tiếp tục giám sát chặt chẽ các NHTM, đặc biệt là các NHTMCP nhỏ để đảm bảo sự lành mạnh trong hoạt động tín dụng của các ngân hàng này.

Ngay cả khi Việt Nam triển khai được một hệ thống chính sách tiền tệ có tính đồng bộ và đúng đắn thì cũng chưa chắc kiềm chế được lạm phát vì động lực chính của lạm phát là đầu tư công và hoạt động của khu vực doanh nghiệp nhà nước. Trong các bài viết trước chúng tôi đã chỉ ra rằng đầu tư công ở Việt Nam kém hiệu quả hơn rất nhiều so với các nước trong khu vực khi những nước này có mức GDP bình quân tương tự như Việt Nam hiện nay.

Chính phủ đã nhiều lần tuyên bố quyết tâm giảm chi tiêu công, nhưng như nhiều ví dụ trên báo chí mới đây, những lời tuyên bố này vẫn chưa được biến thành hành động.¹³

¹² Theo thông tin báo chí (xem <http://english.vietnamnet.vn/biz/2007/02/663189/>) hiện nay đã có bốn ngân hàng bị đặt trong tình trạng giám sát đặc biệt. Tuy nhiên, không có thông tin nào về hình thức giúp đỡ của SBV đối với bốn ngân hàng này. Hiển nhiên là SBV không nên bơm tiền cho những ngân hàng này một cách vô điều kiện vì điều này sẽ làm tăng tâm lý ỷ lại không chỉ ở bốn ngân hàng này mà còn ở toàn hệ thống NHTM, do đó dẫn tới tăng tín dụng và lạm phát.

¹³ Chỉ mới đây chính phủ mới thực sự có ý đồ thay đổi cơ chế “xin cho” – nguyên nhân dẫn đến tình trạng đầu tư công như hiện nay – bằng cách yêu cầu các tỉnh, thành phố đệ trình danh sách các dự án sẽ bị cắt giảm hay tạm dừng đầu tư.

Chính phủ cũng đã tuyên bố kế hoạch cắt giảm 10% chi thường xuyên. Thế nhưng điều này trên thực tế không hề dễ dàng vì quỹ lương hiện chiếm một tỷ trọng rất lớn trong tổng chi thường xuyên, mà chính phủ thì không muốn và cũng không thể cắt giảm quỹ lương trong thời buổi lạm phát gia tăng hiện nay. Hơn nữa, chi thường xuyên cũng là nguồn tài trợ chính cho giáo dục, y tế, và nhiều dịch vụ công ích quan trọng khác. Giảm chi tiêu ở những lĩnh vực này sẽ ảnh hưởng nhiều hơn tới người nghèo và vì vậy không nên thực hiện. Theo ước tính của Bộ Kế hoạch và Đầu tư thì ngay cả khi thực hiện được mục tiêu cắt giảm 10% chi thường xuyên – một mục tiêu hết sức khó khăn về mặt hành chính và chính trị – thì cũng chỉ giúp tiết kiệm được khoảng 3.000 tỷ đồng (bằng 0,8% ngân sách).

Hiện nay, thành phần có vấn đề nhất của chính sách tài khóa là các khoản chi ngoài ngân sách. Đây chính là lý do khiến việc đưa các khoản chi tiêu này vào trong ngân sách trong khuôn khổ của một ngân sách hợp nhất là một nhiệm vụ quan trọng của kế hoạch phục hồi nền kinh tế sẽ được thảo luận ở phần cuối cùng của bài viết này.

C. Bình ổn thanh khoản trong hệ thống ngân hàng

Việc ban hành Quyết định số 16 ngày 16/5/2008 của Ngân hàng Nhà nước về cơ chế điều hành lãi suất cơ bản bằng Đồng Việt Nam qua đó hủy bỏ trần lãi suất huy động, đồng thời nâng lãi suất cơ bản gần hơn với thực tế của thị trường là một bước đi tuy muộn nhưng rất cần thiết để giảm lãi suất thực âm và giúp cải thiện tình trạng căng thẳng thanh khoản hiện nay. Tuy nhiên, có thể dự đoán một cách tương đối chắc chắn rằng ngay khi chính sách này có hiệu lực thì nhiều NHTM, nhất là các NHTMCP nhỏ sẽ đồng loạt tăng lãi suất để bù đắp thiếu hụt thanh khoản. Điều này một mặt có thể gây nên một cuộc chạy đua lãi suất ngoài mong muốn, mặt khác có thể làm lợi nhuận của ngân hàng trở nên rất mỏng, khiến chúng phải tăng cường nói rộng tín dụng. Ngân hàng Nhà nước cần chuẩn bị để ứng phó với tình huống này.

D. Khôi phục lại niềm tin: Hành động và thông tin

Để tránh được tình trạng khủng hoảng kinh tế nghiêm trọng hơn, chính phủ nhất thiết phải khôi phục lại được niềm tin của công chúng và của thị trường đối với năng lực điều hành kinh tế của mình. Kể từ đầu những năm 1990, chính phủ đã xây dựng được uy tín nhờ vào khả năng duy trì ổn định kinh tế vĩ mô. Uy tín này gần đây đã bị xói mòn, được thể hiện rất rõ qua phát biểu của các định chế tài chính quốc tế hàng đầu. Báo cáo cập nhật ngày 8/5/2008 vừa qua của Deutsche Bank (ngân hàng lớn nhất của Đức) đã mô tả nền kinh tế Việt Nam đang trong tình trạng “bất ổn năng nề” với “những rủi ro ngày càng gia tăng trong hệ thống ngân hàng”¹⁴. S&P, một trong những cơ quan xếp hạng tín dụng có ảnh hưởng nhất, đã đánh tụt triển vọng kinh tế của Việt Nam từ “ổn định” xuống “tiêu cực”. CLSA (Hong Kong) mô tả chính phủ Việt Nam như “tài chức nhưng bất tại nhiệm”¹⁵. Morgan Stanley (Mỹ) cảnh báo hồi giữa tháng 4 rằng “các yếu tố nền tảng của nền kinh tế

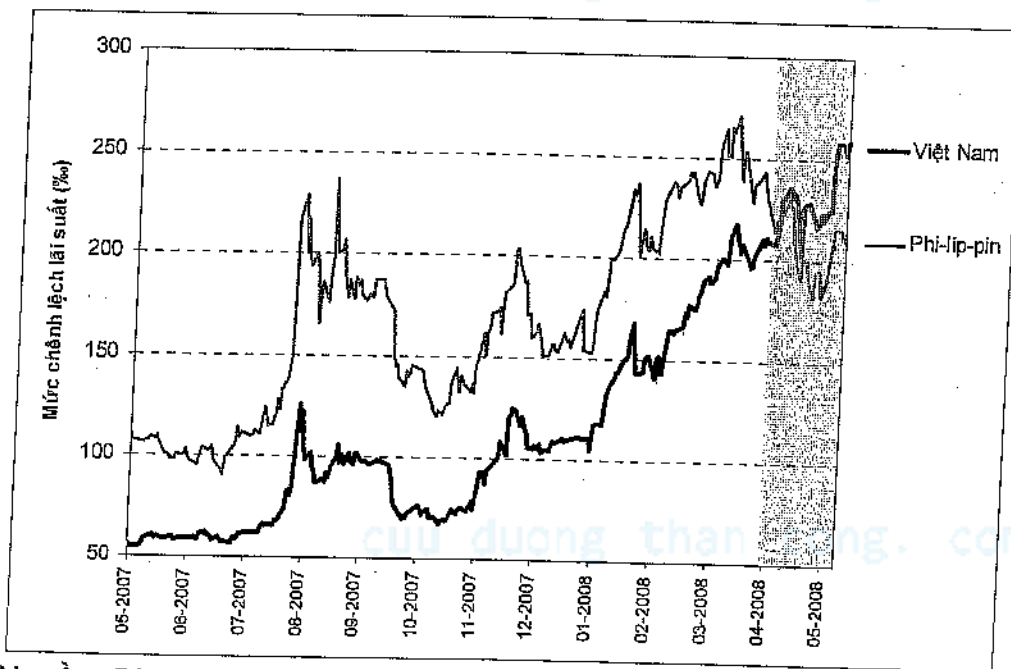
¹⁴ Deutsche Bank, Vietnam Monthly Update, 8/5/2008.

¹⁵ CLSA, Infotax, 26/3/2008.

Việt Nam đang dần trở nên tiêu cực.”¹⁶ Chúng tôi thường không hoàn toàn đồng tình với phân tích của những định chế tài chính này vì chúng hay bị thiên lệch. Tuy nhiên, những phân tích này lại có ảnh hưởng lớn đến hành vi của các nhà đầu tư quốc tế.

Một trong những chỉ số đáng tin cậy nhất về nhận định của thị trường quốc tế đối với một quốc gia là giá trái phiếu chính phủ của quốc gia đó. Chênh lệch lãi suất (spread) trái phiếu của Việt Nam hiện nay đã cao hơn của Phi-lip-pin, một đất nước với lịch sử bất ổn vĩ mô, có nghĩa là giới đầu tư quốc tế đã coi việc đầu tư vào trái phiếu của Việt Nam rủi ro hơn so với Phi-lip-pin. Lo ngại của các nhà đầu tư đối với trái phiếu của Việt Nam được phản ánh qua mức giá họ sẵn sàng trả để bảo hiểm cho những rủi ro trong tương hợp Việt Nam không thực hiện được các nghĩa vụ nợ. Hình 4 dưới đây cho thấy rằng mức giá bảo hiểm đối với trái phiếu của Việt Nam, được đo bằng mức chênh lệch lãi suất, đã tăng gấp đôi kể từ đầu năm, trong khi mức chênh lệch lãi suất trái phiếu của Phi-lip-pin (và cả In-đô-nê-xia nữa) đều giảm. Sự gia tăng đột biến trong mức chênh lệch lãi suất trái phiếu thường là tín hiệu cảnh báo sớm cho các vấn đề tín dụng và cho thấy, tại thời điểm hiện tại, các nhà đầu tư quốc tế đang mất niềm tin vào khả năng quản lý kinh tế vĩ mô của chính phủ Việt Nam.

Hình 4. Rủi ro vỡ nợ trái phiếu theo đánh giá của các nhà đầu tư nước ngoài



Nguồn: Bloomberg Finance, L.P.

Rõ ràng là chính phủ cần phải khôi phục lại niềm tin của thị trường trước khi điều này trở nên quá muộn. Tuy nhiên, lời nói suông dù có mạnh mẽ đến đâu thì cũng không đủ để lấy lại niềm tin. Niềm tin chỉ có được trên cơ sở hành động và thông tin. Lời nói phải đi đôi với việc làm. Việt Nam phải thể hiện quyết tâm khôi phục sự ổn định vĩ mô bằng những

¹⁶ Morgan Stanley Research, "VND: Risk/Reward Deteriorates," 18/4/2008.

hành động cụ thể, đồng thời phải cung cấp cho thị trường những thông tin cần thiết một cách đầy đủ, chính xác và kịp thời (chẳng hạn như về các quyết định chính sách và xu thế kinh tế) để phục vụ cho việc ra quyết định của các tác nhân trên thị trường. Môi trường thiếu niềm tin và thông tin sẽ là một dung môi lý tưởng để các tin đồn thổi phát tán, khiến các tác nhân trên thị trường cùng lao vào cuộc chạy đua dự trữ và đầu cơ rất bất lợi cho nền kinh tế. Như một nhà kinh tế học nổi tiếng của Anh, John Maynard Keynes viết vào năm 1936, “trong một nền kinh tế bất ổn, hoạt động đầu cơ sẽ chi phối doanh nghiệp”. Chính phủ phải có khả năng thuyết phục thị trường rằng các hoạt động đầu cơ phi sản xuất sẽ rủi ro và rằng lợi nhuận chỉ có được một cách bền vững thông qua các hoạt động tạo ra giá trị.

Trong thời gian qua, các hành động chính sách của Việt Nam thường không nhất quán, và chính phủ đã từ chối cung cấp cho thị trường những thông tin thiết yếu. Không những thế, lời nói và hành động của chính phủ nhiều khi mâu thuẫn với nhau. Khoảng cách giữa lời nói và việc làm cùng với tình trạng thiếu thông tin đáng tin cậy đã cho thấy những vấn đề nổi cộm của hoạt động quản lý vĩ mô. Các cơ quan hoạch định chính sách của chính phủ yếu kém, phân tán, và chịu quá nhiều sự can thiệp có tính chính trị. Nhiệm vụ thực hiện chính sách thất bại liên tục hay cắt nguồn tài trợ cho các dự án đầu tư công kém hiệu quả trở nên hết sức khó khăn khi các chính sách vĩ mô đòi hỏi một sự đồng thuận giữa nhiều tổ chức và nhóm lợi ích. Mặt khác, nhiều dự án được quyết định “bên trong hậu trường”, không căn cứ vào khả năng sinh lợi vốn là một tiêu chí cơ bản của bất kỳ một nhà đầu tư nghiêm túc nào.

Nhu cầu tổ chức lại các cơ quan điều hành vĩ mô ngày càng trở nên cấp bách. Chắc chắn là SBV cần được tự chủ hơn, đồng thời trách nhiệm giải trình sẽ được đảm bảo thông qua một hội đồng chính sách tiền tệ nhỏ gọn bao gồm cả những chuyên gia bên ngoài nhà nước. Tương tự như vậy, Bộ Tài chính cũng cần được nâng cao năng lực dự báo, phân tích, và điều hành chính sách. Về phần mình, chính phủ cũng cần khẩn trương hình thành một nhóm nhỏ các nhà kỹ trị và chuyên gia xuất sắc trong các lĩnh vực kinh tế khác nhau (có thể bao gồm cả những chuyên gia bên ngoài hệ thống nhà nước và nước ngoài) để trực tiếp giúp Thủ tướng và chính phủ trong việc ra chính sách. Điều kiện quan trọng để nhóm chuyên gia này thực sự có ích là họ phải được tiếp cận với các nguồn dữ liệu cần thiết cho hoạt động nghiên cứu và phân tích chính sách, đồng thời họ phải được quyền phát biểu chính kiến của mình một cách thẳng thắn và công khai.

III. Nguyên nhân sâu xa: Nền kinh tế lưỡng thể

Những khó khăn kinh tế hiện thời của Việt Nam xuất phát từ sự kém hiệu quả có tính cấu trúc của nền kinh tế. Khu vực DNNN tiếp tục nhận được rất nhiều tín dụng¹⁷ và thực hiện phần lớn các dự án đầu tư công, bất chấp một thực tế là căn cứ vào các tiêu chí khách quan, chúng rất kém hiệu quả. Trong khi đó, khu vực dân doanh trong nước, mặc dù là nguồn tạo công ăn việc làm chính cho nền kinh tế và là một động lực quan trọng giúp

¹⁷ Xem <http://www.laodong.com.vn/Home/ldcuoituan/2008/4/84090.laodong>

tăng trưởng xuất khẩu, lại đang bị bóp nghẹt bởi những khó khăn hiện thời. Đây là một mâu thuẫn cơ bản trong nền kinh tế lưỡng thể. Để đạt được những mục tiêu phát triển đầy tham vọng của mình, chính phủ Việt Nam phải quyết định từ bỏ cấu trúc lưỡng thể này và phân bổ vốn trên cơ sở cạnh tranh. Nói một cách khác, khu vực nhà nước được bảo hộ và trợ cấp không phải và sẽ không bao giờ là công thức dẫn đến thành công trong một nền kinh tế hội nhập toàn cầu.

A. Vai trò của các tập đoàn kinh tế và tổng công ty nhà nước

Sự gia tăng đồng thời của lạm phát, thâm hụt ngân sách và thương mại không hề có tính ngẫu nhiên. Việt Nam chưa được chuẩn bị để tiếp nhận một lượng vốn rất lớn đổ vào nền kinh tế. Rất nhiều DNNN và dự án đầu tư của chính phủ tiêu hủy giá trị theo nghĩa là giá trị của các hạng mục đầu tư thấp hơn các nghĩa vụ nợ do chúng tạo ra.¹⁸ Nợ của 70 tập đoàn và tổng công ty đã lên tới 28 tỉ USD (bằng 40% GDP) vào cuối năm 2007.¹⁹ Thêm vào đó, đầu tư của khu vực DNNN đã tăng gần 60% trong năm 2007, khiến thâm hụt ngân sách tăng đột biến. Vấn đề này là tiêu điểm của những trục trặc hiện tại và là rào cản chính cho việc duy trì tốc độ tăng trưởng. Việt Nam vừa muốn tự do hóa thương mại và mở cửa tài khoản vốn nhưng đồng thời hệ thống phân bổ nguồn lực hiện tại lại không coi trọng hiệu quả một cách đúng mức. Triển vọng “tiêu cực” theo đánh giá của S&P đối với trái phiếu chính phủ Việt Nam là một tín hiệu cho thấy “cuộc chơi” không thể được tiếp tục như hiện tại, và chính phủ Việt Nam buộc phải lựa chọn một trong hai con đường.

Thực trạng tập đoàn nhà nước ở Việt Nam hiện nay thậm chí còn đáng lo ngại hơn tình trạng của các tập đoàn tư nhân (*chaebol*) ở Hàn Quốc hồi 1997. Những *chaebol* sống sót sau cuộc khủng hoảng 1997-98 đã bị chỉ trích một cách nặng nề khi tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu của chúng lên tới 3, 4, hoặc 5 lần và bị buộc phải cắt tỷ lệ này xuống còn một nửa. Tình trạng thiếu vốn chủ sở hữu làm cho những công ty này rất dễ bị tổn thương trước các cuộc khủng hoảng, và tình trạng nợ nần đầm đìa của các công ty Hàn Quốc đã đưa quốc gia này tới cuộc khủng hoảng năm 1997. Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu của công ty Thép Hanbo khi nó bị phá sản năm 1997 là 20:1, và đây được coi là một vụ bê bối lớn do tích tụ nợ quá nhiều. So sánh tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu của Hanbo và các *chaebol* với các tập đoàn của Việt Nam cho thấy những dấu hiệu hết sức đáng lo ngại. Theo báo cáo gần đây của Bộ Tài chính, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu của các tập đoàn nhà nước đang rất cao – 42 lần ở Cienco 5; 22,5 lần ở Cienco 1; 22 lần ở Vinashin; 21,5 lần ở Lilama – cho thấy các doanh nghiệp này không thể tăng vốn từ lợi nhuận giữ lại hay phát hành thêm cổ phiếu. Một công ty có triển vọng và hệ thống quản trị nội bộ tốt sẽ có thể phát hành cổ phiếu huy động vốn chủ sở hữu và giảm sự phụ thuộc quá mức vào các khoản nợ mềm hay ưu đãi khác của chính phủ.

¹⁸ Có nhiều ví dụ về hiện tượng này, từ dự án “một triệu tấn đường” và “đánh bắt xa bờ” cho đến rất nhiều dự án khu công nghiệp mọc lên khắp nơi nhưng lại không có nhà đầu tư.

¹⁹ Tính toán dựa theo báo cáo của Bộ Tài chính tại hội thảo “Sắp xếp, Đổi mới Doanh nghiệp Nhà nước” được tổ chức tại Hà Nội ngày 22/4/2008.

Các *chaebol* của Hàn Quốc cũng đã từng “đa dạng hóa” vào bất động sản, tài chính, và các hoạt động phụ khác thông qua những khoản nợ thái quá trong khi trên thực tế chúng chưa hề có kinh nghiệm và khả năng kinh doanh trong những lĩnh vực này. Những *chaebol* này hành xử như vậy với niềm tin rằng nếu chẳng may thất bại thì chính phủ cũng sẽ ứng cứu, và đây thực sự là canh bạc một chiều: Nếu mọi sự suôn sẻ thì các *chaebol* sẽ thu lợi nhuận kék xù, còn nếu có thua thì chúng sẽ được “bảo hiểm” trọn vẹn nhờ tiền đóng thuế của người dân và sự cứu trợ của Ngân hàng Trung ương²⁰. Chính những động cơ thiên lệch này đã khiến các *chaebol* sa lầy vào những phi vụ kinh doanh đầy rủi ro và hoang phí²¹. Khi các tập đoàn và tổng công ty nhà nước ở Việt Nam tự bảo chữa rằng họ cần phải “lấy ngắn nuôi dài”²², câu trả lời sẽ là các doanh nghiệp này gần như chắc chắn sẽ không tạo ra lợi nhuận trừ phi họ biết là họ sẽ bị trừng phạt một cách nghiêm khắc khi thua lỗ. Việt Nam cần tránh lặp lại những sai lầm đắt giá của Hàn Quốc.

Lập luận “lấy ngắn nuôi dài” không thuyết phục vì một số lý do. Thứ nhất, nó bỏ qua yếu tố năng lực và lợi thế so sánh. Liệu một công ty dầu khí có đủ năng lực để xây dựng cao ốc văn phòng, điều hành ngân hàng, cung cấp dịch vụ bảo hiểm, hay phân phối điện thoại di động hay không? Thứ hai, việc đa dạng hóa thái quá như hiện nay sẽ làm phân tán nguồn lực vật chất và quản trị của các tập đoàn ra khỏi các hoạt động nòng cốt của chúng, những hoạt động mà trên thực tế các tập đoàn này được hưởng vị thế độc quyền. Những lo lắng này càng trở nên cấp bách khi có những bằng chứng cho thấy các tập đoàn đang gặp trục trặc ngay trên sân nhà. Ví dụ của tình trạng thiếu năng lực này bao gồm: hàng chục dự án điện do EVN thực hiện đang chậm tiến độ từ 3-6 tháng trong khi tình trạng thiếu và cúp điện đang đe dọa nền kinh tế và cuộc sống của người dân;²³ sự bất lực của Vinacomin trong việc ngăn chặn tình trạng xuất lậu than qua biên giới; và thực tế là Vinashin rải mảnh mảnh hàng chục dự án cảng biển, nhà máy đóng tàu, nhà máy thép suốt dọc chiều dài của đất nước, đi ngược lại kinh nghiệm của quốc tế về giám chi phí nhờ lợi thế theo quy mô. Thứ ba, nếu những cuộc “đổ bộ” vào các ngành có tính đầu cơ như bất động sản, chứng khoán được tài trợ bằng vốn vay thì luôn tồn tại nguy cơ khi thị trường suy giảm đột ngột sẽ dẫn tới những rủi ro khôn lường như trong trường hợp các *chaebol* của Hàn Quốc và tập đoàn của In-đô-nê-xia. Cuối cùng, lời bào chữa cho rằng cần phải thực hiện các hoạt động đầu cơ ngắn hạn để tài trợ cho các dự án chiến lược đã chứng tỏ một sự thiếu hiểu biết về tính hiệu quả của thị trường vốn hiện đại. Một khi đã chứng minh được tính hiệu quả của dự án đầu tư thì việc huy động vốn thông qua thị trường tài chính trong và ngoài nước thực sự không có gì khó khăn.

Chính sách ngăn chặn tình trạng phân tán đầu tư của các tập đoàn và tổng công ty cho đến nay mới chỉ là cấm các doanh nghiệp này đầu tư quá 30% vốn vào các hoạt động kinh

²⁰ Sự sụp đổ của tín dụng bất động sản dưới chuẩn ở Mỹ có một số điểm tương đồng: tỷ lệ vay nợ cao, công ty lao vào những địa hạt không quen thuộc, và niềm tin cho rằng Cục Dự trữ Liên bang sẽ không dám để những công ty lớn thất bại.

²¹ Sau khủng hoảng, chính phủ Hàn Quốc đã gây áp lực buộc các *chaebol* tập trung vào hoạt động kinh doanh cốt lõi và bán lại các hoạt động kinh doanh khác cho những doanh nghiệp chuyên về các lĩnh vực này.

²² Xem <http://vietnamnet.vn/chinhtri/2008/04/779915/>

²³ Xem http://www.baomoi.com/Home/KinhTe/2008/5/1619682.epi?refer=www.baothuongmai.com.vn%2Farticle.aspx%3Farticle_id%3D52335

doanh không nòng cốt. Đây là một tiêu thức yếu, và vì vậy rất kém hiệu lực. Rất khó vận dụng tiêu thức này để xác định mức độ tuân thủ của các doanh nghiệp nhà nước. Nếu một dự án bất động sản của một công ty điện tử - viễn thông được đặt dưới cái tên “khu công nghệ cao” thì đó có phải là hoạt động đầu tư ra ngoài lĩnh vực nòng cốt không? Khi một công ty dầu khí thành lập một công ty con để xây kho chứa dầu thì có bị coi là đầu tư phi nòng cốt không? Trong khi chính phủ còn đang tranh cãi về cách giải thích và áp dụng chính sách này thì các tập đoàn và tổng công ty dường như không những không hề rục rịch thay đổi mà còn tiếp tục mở rộng hoạt động ra các lĩnh vực có tính đầu cơ và rủi ro cao như tài chính, ngân hàng, bất động sản. Trên thực tế, sự mở rộng hoạt động này dường như còn đang được tăng tốc để lách nhanh qua cánh cửa cơ hội trước khi cánh cửa này bị chính phủ khép lại. Hạn mức 30% này cũng không hề dả động gì tới những hoạt động tài chính, ngân hàng, bất động sản mà các tập đoàn và tổng công ty nhà nước đã trót thực hiện từ trước.

Tóm lại, chính phủ gần như không thể giám sát hoạt động của các tập đoàn lớn cũng như kiểm soát chặt chẽ các quyết định đầu tư của chúng. Phương thức duy nhất để ngăn chặn các công ty này đầu tư vào các dự án tồi là buộc chúng phải trả mức giá thị trường khi huy động vốn và xóa bỏ những bảo lãnh ngầm hay công khai khi chúng thất bại. Kỳ cương của thị trường có thể có hiệu lực hơn so với các nghị định của chính phủ.

Chính phủ sẽ không thể kiểm chế được lạm phát nếu như các nguồn vốn rẻ vẫn tiếp tục chảy vào các tập đoàn nhà nước. Chính sách tiền tệ sẽ bị giảm hiệu quả đáng kể trước chính sách tài khóa kiểu này. Khi ấy, thắt chặt tiền tệ không những không thể giảm lạm phát mà còn làm cho khu vực dân doanh thiếu vốn vì những doanh nghiệp vừa và nhỏ không được trợ cấp tín dụng (xem phần dưới đây), trong khi đây là những doanh nghiệp hiệu quả do bị điều chỉnh bởi kỷ luật của thị trường. Tuy nhiên, trừ phi các khoản vay của chính phủ và DNNN được đặt trong vòng kiểm soát, bằng không chính sách tiền tệ thắt chặt sẽ bóp nghẹt các doanh nghiệp nhỏ và vừa trước khi lạm phát có dấu hiệu suy giảm.

B. Tính dễ bị tổn thương của khu vực dân doanh

Tình trạng kinh tế hiện nay đang bóp nghẹt khu vực dân doanh theo hai cách. Thứ nhất, các doanh nghiệp dân doanh đang khát vốn. Khu vực dân doanh phụ thuộc vào khả năng tiếp cận vốn vay ngân hàng để tài trợ cho các hoạt động của họ. Thế nhưng hiện nay, ngay cả những doanh nghiệp có lãi cũng khó vay được tiền. Nếu thanh khoản vẫn tiếp tục khan hiếm và bị khu vực kinh tế nhà nước hút hết thì khó khăn của khu vực dân doanh sẽ còn trở nên căng thẳng hơn. Ngay cả những doanh nghiệp xuất khẩu tạo nguồn thu ngoại tệ (như ở Đồng bằng Sông Cửu Long) và là nguồn tạo việc làm chính cho nền kinh tế cũng chật vật trong việc vay ngoại tệ.²⁴ Suy giảm xuất khẩu sẽ rất nguy hiểm cho Việt Nam vì như đã trình bày ở một phần trước, suy giảm kim ngạch xuất khẩu (và gia tăng nhập siêu) là một trong những yếu tố kích hoạt khủng hoảng ở Thái-lan năm 1997. Mặc dù giá gạo tăng cao trong thời gian gần đây là một yếu tố thuận lợi cho tăng trưởng xuất

²⁴ Xem <http://www.tienphongonline.com.vn/Tianyon/Index.aspx?ArticleID=121113&ChannelID=3>

khẩu của Việt Nam, việc đình trệ xuất khẩu hoàn toàn vẫn có thể xảy ra trừ phi hoạt động tín dụng sớm trở lại bình thường. Thứ hai, lạm phát đã đẩy chi phí vốn, lương và nguyên liệu đầu vào lên rất cao, và điều này trực tiếp làm xói mòn năng lực cạnh tranh quốc tế của các doanh nghiệp xuất khẩu. Tâm quan trọng của khu vực dân doanh có tính cạnh tranh không thể được coi nhẹ. Nền kinh tế Việt Nam phải tạo được hơn một triệu việc làm mới mỗi năm chỉ để bắt kịp với tốc độ tăng trưởng dân số. Trong khi đó, với quá trình cổ phần hóa và cải cách DNNN, việc làm trong khu vực nhà nước không những không tăng thêm mà còn giảm đi. Điều này có nghĩa là trách nhiệm tạo công ăn việc làm mới được đặt gần như hoàn toàn trên vai của khu vực dân doanh, và chính phủ Việt Nam hơn ai hết cần phải hiểu rất rõ điều này.

C. Tính dễ bị tổn thương của khu vực tài chính

Ngân hàng là hoạt động kinh doanh có tính rủi ro cao hơn hầu hết các hoạt động kinh doanh khác vì tài sản tài chính thường có tính thanh khoản cao và thị trường tài chính chịu tác động của rất nhiều biến số không dự đoán được. Vì các ngân hàng nằm ở trung tâm của một chuỗi dài các hoạt động huy động và phân bổ vốn nối liền người tiết kiệm và nhà đầu tư nên thất bại của chúng sẽ khiến bản thân ngân hàng cũng như toàn nền kinh tế phải gánh chịu hậu quả. Hành động cho vay bất cẩn của ngân hàng cũng làm cho chính sách tiền tệ của ngân hàng trung ương trở nên kém hiệu lực. Vì những lý do này, chính phủ thường phải giám sát và điều tiết ngân hàng và các trung gian tài chính khác để ngăn chặn các tổ chức này thực hiện các hoạt động rủi ro thái quá và để giảm xác suất chính phủ buộc phải can thiệp nhằm cứu giúp các ngân hàng sụp đổ với tư cách là “cứu cánh cuối cùng”.

Hệ thống tài chính của Việt Nam đã phát triển rất nhanh từ một hệ thống sơ khai trong đó các NHTM quốc doanh chiếm vị trí thống trị thành một hệ thống tài chính đa dạng hơn bao gồm cả các NHTM nhà nước, NHTMCP, và ngân hàng nước ngoài. Đồng thời, các công cụ và thị trường tài chính cũng trở nên phong phú hơn rất nhiều với sự xuất hiện của nhiều loại trái phiếu (chính phủ và công ty), hai thị trường chứng khoán, bảo hiểm, thuê mua và các công ty tài chính phi ngân hàng. Một đặc điểm quan trọng trong quá trình cải cách hệ thống tài chính của Việt Nam là quá trình tự do hóa tài chính được thực hiện rất nhanh trong khi hệ thống giám sát và điều tiết lại không được phát triển một cách tương ứng. Trong khuôn khổ có hạn của bài viết này, chúng tôi không thể phân tích hết những rủi ro mà sự không tương thích này đem lại. Tuy nhiên, chúng tôi đặc biệt nhấn mạnh tầm quan trọng của ba nguồn gốc trực tiếp làm hệ thống tài chính của Việt Nam trở nên rất dễ bị tổn thương, trong đó ngân hàng hiện là khu vực tiềm ẩn nhiều rủi ro nhất.

Đầu tiên, Việt Nam đã quá dễ dãi đối với việc mở ngân hàng mới. Như Ác-hen-ti-na và Chi-lê trong những năm 1970 và In-đô-nê-xia trong những năm 1980, chính phủ đã không can thiệp trong việc cấp phép mở ngân hàng. Kết quả là ở những quốc gia này (cũng như nhiều quốc gia khác), tín dụng tăng trưởng đột biến vì các ngân hàng thiếu kinh nghiệm đua nhau tích lũy các tài sản rủi ro cao nhưng lại không thể phân tán các rủi ro này một

cách thích hợp²⁵. Cuối cùng, tất cả những nước này đều mất kiểm soát đối với chính sách tiền tệ, ngân hàng sụp đổ và kinh tế rơi vào suy thoái.

Thứ hai, Việt Nam hiện đang lặp lại sai lầm của nhiều nước đang phát triển trong việc cho phép các tổ chức phi tài chính (ví dụ như các tập đoàn) thành lập ngân hàng. Bên cạnh những vấn đề do không phân tán được rủi ro đã thảo luận ở trên, tình trạng này còn dẫn đến sự biến dạng nghiêm trọng trong việc phân bổ tín dụng khi các tập đoàn sử dụng ngân hàng của mình như những máy rút tiền tự động để cho các công ty thành viên vay, bất kể rủi ro của các khoản vay này là như thế nào. Điều này đã làm tăng rủi ro hệ thống ở nhiều quốc gia như Nhật Bản, Hàn Quốc, Chi-lê, In-đô-nê-xia, đồng thời nuôi dưỡng những nhóm đặc quyền đặc lợi để sau này chúng quay lại thống trị nền kinh tế và làm tăng rủi ro cho quốc gia.

Thứ ba, trong khi cho phép các ngân hàng, công ty chứng khoán và các tổ chức tài chính phi ngân hàng mọc lên như nấm thì Việt Nam lại thất bại trong việc phát triển một hệ thống điều tiết, giám sát và cưỡng chế thực sự có sức mạnh. Kết quả là SBV không thể kiểm soát được quy mô của hoạt động cho vay nội bộ của các tập đoàn. Nhiều ngân hàng nhỏ không nắm giữ hoặc nắm giữ rất ít các tài sản có thu nhập cố định, và do vậy tự đặt mình vào vị thế phụ thuộc quá mức vào thị trường bất động sản và chứng khoán. Đây là công thức dẫn đến thất bại. Hoạt động điều tiết, giám sát và cưỡng chế bất cập mở ra cơ hội cho việc tích lũy rủi ro quá mức, và vì vậy đặt toàn bộ hệ thống tài chính trước những rủi ro to lớn do những cú sốc bất ngờ đem lại.

IV. Chính sách bình ổn và tăng trưởng dài hạn

A. Khôi phục sự kiểm soát tài chính và tiền tệ

Việt Nam là một mảnh đất còn chưa được khai phá. Việt Nam cần vốn, nhưng với thể trạng của nền kinh tế như hiện nay thì quá nhiều vốn có thể sẽ không có lợi, nhất là khi vốn không được sử dụng một cách đúng đắn. Việt Nam cần cắt giảm mạnh đầu tư công, nhưng lại thiếu những cơ chế để phân biệt những dự án thực sự cần thiết và những dự án xuất phát từ động cơ cá nhân của một vài địa phương hay nhóm lợi ích, ngay cả khi những dự án này không hiệu quả. Trong khi đó, thế lực và tiếng nói của các tập đoàn hiện đang rất mạnh. Khi ấy, bất kỳ một chính sách duy lý nào cũng sẽ bị những kẻ vì muốn bảo vệ quyền lợi của mình chống lại dưới danh nghĩa “bảo vệ lợi ích quốc gia”. Ai sẽ có thể chống lại sức ép của những nhóm này? Rõ ràng là chỉ với quyết tâm chính trị cao độ thì mới có thể thay đổi chính sách đối với hoạt động của các tập đoàn nhà nước.

²⁵ Vào thời điểm trước khi cuộc khủng hoảng tài chính Đông Nam Á nổ ra, In-đô-nê-xia có 240 ngân hàng. Tăng trưởng tín dụng trung bình của các ngân hàng tư nhân nhỏ là trên 40%/năm trong giai đoạn 1988 – 1996. Tỷ lệ này bằng khoảng một nửa tốc độ tăng trưởng tín dụng của các NHTMCP nhỏ ở Việt Nam trong năm 2007. Ở Hàn Quốc trước năm 1997 chỉ có 25 ngân hàng nội địa, nhưng hiện nay con số này chỉ còn là 13, trong đó 7 ngân hàng toàn quốc và 6 ngân hàng vùng trong một cho nền kinh tế quy mô 1.000 tỷ USD. Hiện nay, mặc dù nền kinh tế có quy mô nhỏ hơn rất nhiều (khoảng 71 tỉ USD năm 2007) nhưng Việt Nam có tới hơn gần 40 ngân hàng thương mại nội địa, trong đó 5 NHTM nhà nước, số còn lại là NHTMCP.

Trong một thế giới ổn định hơn, một quốc gia như Việt Nam sẽ có lãi suất cao hơn Nhật Bản, đồng thời đồng tiền của nó hàng năm sẽ mất giá một khoảng đúng bằng chênh lệch lãi suất trái phiếu chính phủ của hai nước. Khi ấy khả năng sinh lợi lớn từ việc vay yên Nhật để mua trái phiếu bằng tiền đồng Việt Nam sẽ không xuất hiện, và do vậy dòng vốn nước ngoài sẽ không trở thành một nhân tố gây bất ổn cho nền kinh tế. Lãi suất cao hơn (đặc biệt khi cao hơn lạm phát) sẽ thu hút vốn từ những đối tượng trong nước hiện đang nắm giữ vàng hay đô-la, và nhờ đó tạo được nguồn tiết kiệm trong nước. Nếu các ngân hàng có nghiệp vụ cho vay tốt thì những khoản tiết kiệm này sẽ được sử dụng để tài trợ cho các hoạt động có ích như tạo thêm việc làm chứ không phải là mua sắm bất động sản và hàng xa xỉ (và các công ty cũng không chờ đợi khả năng vay với lãi suất thấp hơn chỉ số lạm phát – điều đồng nghĩa với việc đánh thuế người gửi tiết kiệm). Việc chuyển tài sản từ vàng và đô-la sang đồng nội tệ cũng sẽ giúp SBV kiểm soát lượng cung tiền tốt hơn. Đây là cái đích mà Việt Nam cần phải hướng tới. Câu hỏi “làm thế nào để Việt Nam đạt tới đích này, hay liệu Việt Nam có thể vươn tới đích hay không” là một câu hỏi khó nhưng rất cấp bách.

Để kiểm soát được lạm phát, tăng trưởng tín dụng (tổng cộng chứ không phải của từng ngân hàng cụ thể) không thể tiếp tục ở mức 40-50% như trong thời gian qua. Tuy nhiên, không dễ đạt được mục đích giảm tăng trưởng tín dụng vì một lượng lớn cung tiền tồn tại dưới dạng vàng hay đô-la, không nằm trong tầm kiểm soát của SBV và thường chảy vào nền kinh tế mà không cần đăng ký. Khi ấy, “bộ phận” của chính sách tiền tệ sẽ không đủ mạnh.

Ưu tiên cao nhất hiện nay là khôi phục lại khả năng kiểm soát chi tiêu của chính phủ, bao gồm cả tín dụng cho khu vực DNNN. Chính phủ cần áp đặt kỷ cương thị trường cho các tập đoàn nhà nước, buộc chúng phải từ bỏ các hoạt động đầu cơ tài chính. Các dự án đầu tư công phải được thẩm định cẩn thận và những dự án kém hiệu quả phải bị loại bỏ. Thị trường đang chờ những chính sách và hành động quả quyết của chính phủ theo hướng này. Nếu chính phủ không thể khôi phục được khả năng kiểm soát chính sách tài khóa và hoạt động của tập đoàn thì niềm tin của thị trường đối với năng lực điều hành vĩ mô của chính phủ sẽ tiếp tục bị suy giảm. Không khôi phục được niềm tin thì nguy cơ vốn đảo chiều sẽ có khả năng trở thành hiện thực, và khi ấy cái giá phải trả sẽ rất lớn.

B. Tái cấu trúc khu vực nhà nước: Bài học từ Trung Quốc

Khu vực năng động và có tính cạnh tranh nhất trong nền kinh tế Việt Nam cũng là khu vực hội nhập nhất. Ngược lại, phần lớn khu vực DNNN đang kháng cự lại quá trình hội nhập đầy ý nghĩa này. Tình trạng này cần phải được thay đổi. Khi tín nhiệm của chính phủ trong hoạt động điều hành vĩ mô được khôi phục, các dòng vốn và nhân lực quốc tế sẽ lại chảy vào nền kinh tế. Mục tiêu quan trọng nhất của Việt Nam khi ký các hiệp ước thương mại quốc tế, đặc biệt với WTO, là để gia nhập hệ thống tài chính và thương mại toàn cầu một cách bình đẳng hơn so với các đối tác. Những hiệp ước này có thể và phải được tiếp tục đẩy mạnh nhằm thu hút thêm vốn vào hệ thống ngân hàng hiện đang thiếu

vốn. Vì bong bóng trên thị trường chứng khoán đã vỡ, còn bong bóng trên thị trường bất động sản đang xếp dần, Việt Nam nên coi năm 2008 như một năm bán lẻ để chuẩn bị cho quá trình tự do hóa hơn nữa trong lĩnh vực tài chính, ngân hàng, đặc biệt là nên tạo cơ chế khuyến khích sự tham gia của các nhà đầu tư chiến lược và các ngân hàng quốc tế.²⁶ Sự có mặt của các nhà đầu tư và dòng vốn quốc tế sẽ giúp đảm bảo các khoản cho vay được thực hiện dựa trên những điều khoản có tính thương mại mà không chứa đựng những rủi ro thái quá. Điều này sẽ giúp chuyển hóa và chuyên nghiệp hóa hệ thống tài chính và buộc những người đi vay phải trả lãi suất tương xứng với điều kiện vay của họ.

Việc Việt Nam gia nhập WTO cũng có thể được sử dụng như một công cụ đầy uy lực để buộc khu vực nhà nước phải thay đổi. Trung Quốc đã chủ động đẩy nhanh quá trình thực hiện các cam kết WTO để gây áp lực, buộc khu vực nhà nước phải cải cách²⁷. Sự “lột xác” của một số tập đoàn nhà nước ở Trung Quốc để trở thành những công ty có tính cạnh tranh toàn cầu là một kinh nghiệm quan trọng cho Việt Nam. Đầu tiên, doanh nghiệp của Trung Quốc được phép hoạt động với cơ chế tương tự như những đối thủ cạnh tranh của chúng trong khu vực tư nhân. Những doanh nghiệp thành công nhất đã từ bỏ chế độ tuyển dụng nhân sự cũ, thay vào đó là một hệ thống nhân sự mới gần gũi hơn với thông lệ trên thị trường. Đãi ngộ dựa trên kết quả, và nhờ vậy thu hút được một số nhà quản trị tài ba từ khu vực tư nhân. Một nhân tố bổ sung nữa là với quy mô của thị trường nội địa ở Trung Quốc thì ngay cả những công ty nhà nước cũng phải cạnh tranh với nhau. Các cơ quan điều tiết của Trung Quốc ý thức rất rõ giá trị của việc duy trì cạnh tranh và đã thi hành những biện pháp nhằm ngăn chặn tình trạng cầu kết giữa các doanh nghiệp nhà nước như vẫn thường xảy ra ở Việt Nam. Thứ hai, một số tập đoàn ở Trung Quốc đã chấp nhận sự tham gia của các nhà đầu tư chiến lược quốc tế, và nhờ đó đã mời được những nhà quản lý đẳng cấp quốc tế vào hội đồng giám đốc. Trong tình trạng khó khăn về tài khóa hiện nay và cùng với sự thiếu năng lực trong khu vực nhà nước, chúng tôi tin rằng Việt Nam sẽ cần phải cho phép các nhà đầu tư nước ngoài tham gia nhiều hơn nữa vào khu vực nhà nước của mình. Chuỗi thất bại liên tiếp trong việc tìm kiếm nhà đầu tư chiến lược trong các đợt IPO gần đây cho thấy chính phủ phải chọn một cách tiếp cận mới cho việc định giá doanh nghiệp. Mục tiêu của việc khuyến khích sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài không chỉ là làm tăng ngân sách (nhờ tăng giá cổ phiếu), mà quan trọng hơn, để giúp tăng cường năng lực cạnh tranh và giá trị cho doanh nghiệp.

Thất bại gần đây của Vietcombank trong việc bán cổ phần cho nhà đầu tư chiến lược là một ví dụ điển hình. Việc yêu cầu các nhà đầu tư chiến lược mua cổ phiếu với giá đấu giá bình quân (ngược lại với dự định ban đầu) được đại diện của Vietcombank giải thích rằng việc đối tác chiến lược trả giá quá thấp sẽ làm tổn hại tài sản nhà nước và lợi ích của các

²⁶ Các ngân hàng ở Mỹ cũng đang theo đuổi chiến lược tương tự. Sau khi mất nhiều tỉ đô-la vì những khoản vay kém khôn ngoan, các ngân hàng Mỹ đang nỗ lực thu hút vốn nước ngoài để cải thiện bảng cân đối của mình.

²⁷ Điều này rất khác so với cách tiếp cận của Việt Nam khi gia nhập WTO. Trong bài “*Lựa chọn thành công*” chúng tôi cho rằng các tập đoàn và tổng công ty đang tìm cách né tránh việc phải thực hiện các cam kết WTO.

nhà đầu tư nhỏ.²⁸ Các NHTM của Trung Quốc, như Ngân hàng Công thương(ICBC), có chiến lược hoàn toàn khác. ICBC bán 10% cổ phần cho các nhà đầu tư chiến lược với giá bằng 1/3 thậm chí ¼ giá trị trường, nhưng sau đó, với sự đóng góp của các đối tác này, giá cổ phiếu của ICBC đã tăng hơn gấp đôi trong vòng một năm, làm lợi cho cả nhà nước và các cổ đông nhỏ. Trong khi đó, giá cổ phiếu của Vietcombank giảm từ mức 107.800 đồng cuối năm 2007 xuống còn 30.000 đồng vào thời điểm hiện nay. Tất nhiên giá cổ phiếu của Vietcombank chịu tác động của tình hình kinh tế chung, nhưng cũng có thể lập luận rằng giá cổ phiếu Vietcombank sẽ không sụt giảm nhanh đến như vậy nếu giá ban đầu của nó được xác định chính xác hơn với sự tham gia của các nhà đầu tư chiến lược.

V. Kế hoạch 10 điểm để khôi phục nền kinh tế²⁹

Dưới đây là một danh mục những hành động chính sách có thể trở thành cơ sở cho một chương trình bình ổn kinh tế của chính phủ. Cần phải nhấn mạnh ngay từ đầu là các cơ quan làm chính sách không thể tùy ý nhặt ra từ danh mục này một số chính sách để thực hiện và bỏ qua các chính sách còn lại. Nếu không thực hiện toàn bộ gói giải pháp này một cách trọn vẹn thì mục tiêu bình ổn nền kinh tế cổ thể sẽ không đạt được, và những biến số vĩ mô trọng yếu như lạm phát, tỷ giá, thâm hụt ngân sách và thương mại, thanh khoản, nguy cơ phá sản của các ngân hàng, và cuối cùng suy thoái và/hoặc khủng hoảng có thể sẽ không được cải thiện. Chẳng hạn như, nếu chính sách thắt chặt tiền tệ không được kết hợp một cách hiệu quả với những chính sách khác (như cắt giảm chi tiêu của khu vực nhà nước và đảm bảo thanh khoản cho hệ thống ngân hàng) thì có thể làm cho khu vực dân doanh bị bóp nghẹt khiến nhiều doanh nghiệp phải đóng cửa, dẫn tới sự sụt giảm của nguồn cung hàng hóa và dịch vụ trong nước, đồng thời làm mức tăng thất nghiệp, suy giảm kim ngạch xuất khẩu, tăng nhập siêu. Đồng thời, một nhiệm vụ hết sức quan trọng là chính phủ theo dõi một cách sát sao những chỉ báo kinh tế quan trọng đã được phân tích ở Phần I.

A. Những việc cần làm ngay

1. **Xiết chặt chính sách tài khóa.** Cắt giảm hay tạm dừng một số dự án đầu tư công song song với kế hoạch tiết kiệm chi thường xuyên của chính phủ.

Chính sách: Xây dựng danh sách các dự án đầu tư công phải cắt giảm căn cứ vào suất sinh lợi kinh tế của chúng. Cắt giảm hay dừng những dự án có suất sinh lời thấp nhất cho đến khi tổng lượng đầu tư cắt giảm đạt mức \$1,65 tỷ đô-la (bằng 2%

²⁸ Đáng lưu ý là Vietcombank không phải là một trường hợp cá biệt. Những đợt phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng của một số DNNN lớn khác như Bảo Việt, Sabeco, và Habeco cũng rơi vào hoàn cảnh tương tự.

²⁹ Phần này tập trung vào các giải pháp kinh tế vĩ mô cho tình trạng bất ổn hiện nay và chuẩn bị những tiền đề cho việc duy trì ổn định vĩ mô trong dài hạn. Điều này không có nghĩa là các chính sách kinh tế - xã hội khác không quan trọng. Trái lại, bảo vệ người nghèo và những đối tượng dễ bị tổn thương trong điều kiện lạm phát và kinh tế khó khăn như hiện nay phải luôn luôn là một ưu tiên hàng đầu của chính phủ.

tổng chi ngân sách dự kiến năm 2008) và nhờ đó giảm thâm hụt ngân sách được 2%. Chuẩn bị cắt giảm và dừng những dự án khác khi cần thiết.

Mục tiêu: 1) Giảm dần thâm hụt ngân sách của chính phủ tới một mức cần trọng theo chuẩn mực quốc tế; 2) Đồng bộ hóa chính sách tài chính và tiền tệ để hạ nhiệt nền kinh tế và qua đó giảm lạm phát; 3) Giúp giảm thâm hụt thương mại vì tình trạng nhập siêu tăng đột biến vừa qua một phần là do nhu cầu nhập khẩu của các dự án đầu tư công; đồng thời giảm mức độ phụ thuộc vào các dòng vốn nước ngoài để tài trợ thâm hụt thương mại; 4) Giảm bớt sức ép cho yêu cầu giảm chi thường xuyên trong ngân sách; 5) Phát tín hiệu rõ ràng đối với cộng đồng kinh doanh và công chúng về quyết tâm của chính phủ trong việc chống lạm phát.

2. **Tăng dần lãi suất.** Quyết định của Ngân hàng Nhà nước hủy bỏ trần lãi suất huy động và nâng lãi suất cơ bản gần hơn với thực tế của thị trường là một bước đi tích cực, phù hợp với cơ chế điều hành chính sách tiền tệ trong một nền kinh tế thị trường. Chính sách này sẽ giúp giảm tình trạng lãi suất thực âm, khuyến khích người tiết kiệm gửi tiền và giúp cải thiện tình trạng căng thẳng thanh khoản hiện nay. Tuy nhiên, khi chính sách này có hiệu lực thì các NHTM sẽ đồng loạt tăng lãi suất để huy động thêm vốn, và điều này có thể kích hoạt một cuộc đua lãi suất mới. Bên cạnh đó, vì lãi suất của các ngân hàng nhỏ thường rất mỏng nên chúng vẫn phải tăng cường nói rộng tín dụng để có thể có lãi, qua đó gây thêm sức ép gia tăng lạm phát. Ngân hàng Nhà nước cần chuẩn bị để ứng phó với những tình huống này.

Chính sách: Nâng dần lãi suất cơ bản, làm cơ sở cho các NHTM nâng dần lãi suất huy động, tiến tới lãi suất thực dương. Đảm bảo lượng thanh khoản cần thiết cho thị trường liên ngân hàng. Có phương án đối phó với khả năng chạy đua tăng lãi suất của các NHTM, đặc biệt là giữa những NHTMCP nhỏ.

Mục tiêu: 1) Giảm nhẹ khó khăn thanh khoản cho các NHTM bằng cách hút tiền trở lại hệ thống ngân hàng; 2) Giảm áp lực cho chính sách tỷ giá bằng cách khuyến khích doanh nghiệp và người dân giữ tiền đồng; 3) Kiểm chế lạm phát nhờ khuyến khích tiết kiệm và hạn chế tiêu dùng.

3. **Không cấp giấy phép thành lập mới NHTM nội địa trong thời hạn 12 tháng**

Chính sách: SBV tuyên bố không thành lập ngân hàng nội địa trong vòng 12 tháng

Mục tiêu: 1) Giảm tăng trưởng tín dụng để làm cơ sở cho giảm lạm phát; 2) Giúp ổn định hệ thống ngân hàng; 3) Chuẩn bị cho việc sáp nhập và mua lại các ngân hàng yếu kém; 4) Giảm gánh nặng (đang quá tải) cho hệ thống giám sát ngân hàng.

B. **Hành động chính sách trong ngắn và trung hạn (kỳ vọng có tác động ngay)**

4. **Hợp nhất ngân sách của chính phủ bao gồm tất cả các khoản ngoài ngân sách (thu, chi, vay, các trách nhiệm nợ khác) của cả chính quyền trung ương, địa phương, và**

doanh nghiệp nhà nước. Xây dựng dự toán ngân sách cho 5 năm tới, tức là cần có một lộ trình và tầm nhìn dài hạn cho việc cắt giảm bội chi ngân sách. Liên tục cập nhật và công bố dự toán thu, chi, thâm hụt ngân sách của chính phủ và các nguồn tài trợ cho thâm hụt ngân sách.

5. Tăng cường hệ thống giám sát và báo cáo của hệ thống ngân hàng để chấm dứt những tín đồn thổi về tình trạng phá sản của một số ngân hàng, đồng thời để chuẩn bị cho SBV trong trường hợp phải can thiệp và cứu trợ các ngân hàng thất bại. Xây dựng kế hoạch và cơ sở pháp lý cho hoạt động mua lại và sáp nhập giữa các ngân hàng (bao gồm cả ngân hàng nước ngoài). Yêu cầu các tập đoàn từ bỏ các hoạt động đầu tư vào ngân hàng và công ty tài chính. Hoàn thiện thủ tục phá sản để cho phép các doanh nghiệp phá sản thanh lý tài sản một cách nhanh nhất.
6. Chấm dứt việc nhà nước bảo lãnh cho các khoản vay (trong nước và quốc tế) của DNNN. Các DNNN muốn phát hành nợ phải có sự tham gia ít nhất 10% của các ngân hàng nước ngoài trên cơ sở thương mại, không có sự bảo lãnh của nhà nước. Những khoản vay ngoại tệ của DNNN trước đây cần được sử dụng để tăng cường dự trữ ngoại hối cho quốc gia.
7. Tăng cường vai trò của Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia để ủy ban này có thể đảm đương trách nhiệm giám sát hoạt động của các ngân hàng và tổ chức tài chính phi ngân hàng. Trong khi yêu cầu tăng cường năng lực của Bộ Tài chính và Ngân hàng Nhà nước tuy rất cần thiết nhưng lại không thể thực hiện trong một sớm một chiều thì việc tập hợp một nhóm nhỏ các nhà kỹ trị tài năng và có kinh nghiệm trong Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia có thể là một giải pháp thích hợp trong tình huống khẩn cấp.

C. Những hành động trong ngắn và trung hạn (cần thời gian để thực hiện và phát huy tác dụng)

8. Tái cấu trúc Ngân hàng Nhà nước, Bộ Tài chính và Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia. Mời các chuyên gia bên ngoài tham gia nhiệm vụ tái cấu trúc này, bao gồm cả những quan chức đã về hưu của một số nước trong khu vực nhưng giàu kinh nghiệm trong hoạt động cải cách ngân hàng trung ương và bộ tài chính.
9. Đẩy nhanh tiến độ thực hiện cam kết WTO để tạo áp lực khuyến khích DNNN trở nên có tính cạnh tranh hơn.
10. Thực hiện kiểm toán độc lập đối với tất cả các tập đoàn nhà nước. Hoạt động kiểm toán này phải do các công ty kiểm toán quốc tế có uy tín thực hiện. Các cơ quan chức năng của nhà nước cũng phải được trao quyền để đảm bảo sự hợp tác trọn vẹn của các tập đoàn. Kết quả kiểm toán sau đó phải được công bố rộng rãi.