

CHƯƠNG II

QUẢN LÝ CÁC LUỒNG VỐN: NGHIÊN CỨU TẠI VIỆT NAM

*Võ Trí Thành và
Phạm Chí Quang*

Tóm tắt

Nhờ những cải cách và hội nhập quốc tế, Việt Nam đã và đang đạt được những thành quả phát triển kinh tế ấn tượng. Việc hội nhập sâu rộng và gia nhập WTO đã mang tới cả những cơ hội và thách thức mới cho một đất nước đang trên đà hội nhập và phát triển ngày càng nhanh. Sự đẩy lên hiện nay của các dòng vốn đã dẫn tới một cơn bùng nổ tài chính đi kèm với những rủi ro tại Việt Nam, đặc biệt là trong bối cảnh những mâu thuẫn, yếu kém về chính sách kinh tế vĩ mô trong lĩnh vực ngân hàng và kiểm toán tài chính. Những ảnh hưởng của Chính sách kinh tế vĩ mô cho tới nay (tới tháng 02/2008) dường như tỏ ra thiếu hiệu quả trong việc ổn định nền kinh tế và giảm mâu thuẫn về chính sách cũng như rủi ro về tài chính. Vấn đề quan trọng đối với Việt Nam hiện nay chính là làm sao giữ được tốc độ tăng trưởng kinh tế và phát triển bền vững trong khi vẫn giảm thiểu được rủi ro tài chính. Bài viết này giới thiệu một gói cải cách bao gồm việc giải quyết những trở ngại của nền kinh tế (sự yếu kém của các thể chế kinh tế, cơ sở hạ tầng và nguồn nhân lực), hiện đại hoá Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNNVN), và tăng cường quản trị rủi ro trong lĩnh vực ngân hàng và hệ thống thanh tra chính sách tài chính. Trọng tâm của bài nghiên cứu này còn tập trung vào sự phát triển của thị trường vốn dựa trên những nguyên tắc cơ bản và việc cải tổ của các doanh nghiệp nhà nước lớn. Thêm vào đó, bài viết này còn tranh luận về việc liệu có cần một cam kết của doanh nghiệp trong việc chống lạm phát cao và kết hợp chính sách tiền tệ thắt chặt với một tỉ giá hối đoái linh hoạt và các chính sách tài chính thắt chặt. Phạm vi và qui mô của chính sách vĩ mô nên hướng vào mục tiêu thử mức độ phản ứng của thị trường để kịp thời có những điều chỉnh hơn là gây nên những cú sốc lớn do thay đổi chính sách. Việc theo dõi những mâu thuẫn rõ ràng trong chính sách, điều tra và kiểm soát thận trọng nên được tăng cường nhằm chống lại các hoạt động đầu cơ tài chính.

* Bài viết này được đăng lại được sự đồng ý của viện ADB ngày 22/10/2008

I. Giới thiệu

Việt Nam chính thức thực hiện công cuộc Đổi mới từ năm 1986, nhưng chỉ bắt đầu một loạt cải cách triệt để và toàn diện với mục tiêu ổn định và mở cửa nền kinh tế vào năm 1989. Giai đoạn 1996-1999, những cải cách theo định hướng thị trường đã phần nào bị trì hoãn. Từ năm 2000, một làn sóng cải cách kinh tế mới được phát động tập trung vào cải cách cơ cấu (doanh nghiệp nhà nước và cải cách tài chính cùng với sự phát triển của khu vực kinh tế tư nhân) và việc mở rộng kinh doanh hay tự do hoá đầu tư. Giai đoạn 2000-2007 đã chứng kiến sự bùng nổ của khu vực kinh tế tư nhân và sự hội nhập sâu hơn vào kinh tế quốc tế. Năm 2000, Việt Nam và Hoa Kỳ ký kết Hiệp định Thương mại song phương (VN-US BTA), bắt đầu có hiệu lực từ tháng 12/2001. Từ đó tới nay, Việt Nam đã gia nhập các tổ chức của khu vực như ASEAN + 1 Free Trade Areas (FTAs). Quan trọng nhất, Việt Nam đã trở thành thành viên thứ 150 của WTO vào tháng 12/2006.

Từ năm 2005, những cải cách trong hệ thống DNNN và Ngân hàng đã chuyển hướng sang các doanh nghiệp lớn, bao gồm các NHTMNN, mặc dù tốc độ của những cải cách này chậm hơn mong đợi (xem thêm Bảng 1). Đầu tiên là Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam (Vietcombank) với qui mô thị phần lớn thứ hai, sau nhiều lần trì hoãn, đã được Thủ tướng Chính phủ Việt Nam cho phép tiếp tục việc phát hành lần đầu ra công chúng (IPO) trên thị trường nội địa vào tháng 12/2007.

Trong khi đó, theo quan sát, đáng chú ý trong giai đoạn 2006-2007 là sự mở rộng hệ thống ngân hàng và sự bùng nổ của thị trường chứng khoán đi đôi với các luồng vốn lớn cùng với giá tiêu dùng cao hơn và giá trị tài sản bị thổi phồng.

Những cải cách theo hướng thị trường dẫn tới những thay đổi rất tích cực tại Việt Nam. Việc tự do hoá thương mại và cán cân thanh toán (BOP) là yếu tố cần thiết cho quá trình cải cách đã góp phần tích cực vào việc tăng trưởng và phát triển kinh tế của Việt Nam. Tuy nhiên, các cuộc khủng hoảng tài chính và tiền tệ những năm 1980 và đặc biệt là cuộc khủng hoảng kinh tế Châu Á những năm 1990 đã chỉ ra rằng quá trình tự do hoá cán cân thanh toán cũng có thể kèm theo rủi ro nếu tiến hành không hợp lý¹.

¹ Đã và đang có nghiên cứu chuyên sâu về tính tất yếu của cán cân thanh toán và các cuộc khủng hoảng tài chính. Mặc dù khác nhau về các điều kiện thể mạnh, cán cân vốn (CA) và các khoản tài trợ, và cấp độ mở tài khoản vốn (KA) và các thành phần, các cuộc khủng hoảng này có chung một số nguyên nhân như đầu tư không hiệu quả, sự yếu kém trong quản lý doanh nghiệp và khu vực tài chính, và những mâu thuẫn trong chính sách kinh tế vĩ mô

Bảng 1. Bảng nghiên cứu theo từng thời kỳ cải cách kinh tế của Việt Nam và Quá trình hội nhập kinh tế quốc tế (1976-2007)

1976-80	1980-88	1989- 1996	1997-99	2000-07
Nền kinh tế kế hoạch hóa tập trung và chủ yếu là tự cung tự cấp	1980 - 1981 và 1987 - 1988: Những cải cách vĩ mô. 1985: "cải cách lương - tiền" và những thất bại. 1986: Công cuộc đổi mới bắt đầu	Các cải cách theo định hướng thị trường. Tự do hóa thương mại và hội nhập sâu rộng hơn (EU:1992; ASEAN: 1995; APEC: 1998)	Sự trì trệ của quá trình cải cách và những ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng kinh tế Châu Á	Những cam kết mạnh hơn nhằm cải cách sâu rộng hơn nhưng thực hiện chưa triệt để. Tăng tốc độ hội nhập kinh tế 2006 - 2007: Đại hội Đảng X và chính phủ mới. Làn sóng cải cách mới ?

Nguồn: Đánh giá của chính tác giả.

Kinh nghiệm của nhiều nước và vị thế hiện tại của Việt Nam tạo ra sự chú ý về việc làm sao để Việt Nam có thể giữ vững tốc độ tăng trưởng và phát triển tài chính ấn tượng cùng với đó là hạn chế rủi ro tài chính. Bài nghiên cứu này nhằm tìm kiếm câu trả lời cho câu hỏi đó, quan tâm tới giai đoạn trước và sau cuộc khủng hoảng kinh tế châu Á (1995-2007), nhưng đặt trọng tâm vào những phát triển về tài chính và chính sách hiện nay.

Bài nghiên cứu này được cấu trúc như sau: Chương II mô tả ngắn gọn những thay đổi về nguyên tắc kinh tế cơ bản và sự phát triển của khu vực tài chính; Chương III phân tích chi tiết hơn các luồng vốn và ảnh hưởng của chúng tới các hoạt động kinh tế thực cũng như tới sự ổn định của kinh tế vĩ mô; Chương IV xem xét lại những ảnh hưởng tới sự gia tăng nhanh của các dòng vốn, với mục đích đánh giá những điểm mạnh và điểm yếu của các chính sách đó tại Việt Nam; Chương V tóm tắt những phát hiện chính và đề nghị một số chính sách để giữ vững tốc độ tăng trưởng kinh tế cao và sự phát triển tài chính ấn tượng của đất nước song song với giảm thiểu rủi ro tài chính và lạm phát.

2. Các nguyên tắc kinh tế cơ bản và sự phát triển của khu vực tài chính

2.1 Sự biến động của các biến số kinh tế vĩ mô chính

Việt Nam đã đạt được tốc độ tăng trưởng kinh tế tương đối cao trong gần 20 năm qua, trung bình 7,4% hàng năm trong giai đoạn 1990-2007 (Bảng 2). Việt Nam hiện là nước tăng trưởng kinh tế nhanh thứ ba tại khu vực Đông Nam Á sau Cộng hòa nhân dân Trung Hoa (PRC) và Campuchia, và hứa hẹn tiềm năng tăng trưởng to lớn trong những năm sắp tới. Đất nước được chờ đợi sẽ vượt qua tình trạng nghèo đói trong phần lớn thời gian (tính đến năm 2008?) nhờ những kế hoạch đầy tham vọng của Chính phủ Việt Nam. Việt Nam đã có sẵn các yếu tố cơ bản sau cho phép đất nước thực hiện thành công kế hoạch đó: (i) tỉ lệ nghèo giảm đáng kể, từ 70% cuối những năm 1980 xuống còn 14,7% năm 2007; và (ii) tầng lớp trung lưu nổi lên tại các thành phố lớn, đặc biệt là ở Thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội, cùng với việc tiếp tục tích lũy tài sản. Trong những năm gần đây, đất nước đang tiến hành đô thị hoá nhanh chóng khi dân số thành thị đạt mức tăng trưởng gộp (CAGR) từ năm 2000 đến 2006 là 3,6%.

Bảng 2 cho thấy Việt Nam đã thành công trong việc chống lạm phát. Tuy nhiên từ năm 2004, lạm phát nổi lên như một vấn đề đáng quan tâm hàng đầu. Sau sự thay đổi lớn trong giai đoạn 2004-2005, lạm phát bắt đầu giảm dần và cuối cùng đã đạt mức cao nhất là 12,6% vào năm 2007.

Cơ cấu kinh tế đã có những thay đổi theo hướng công nghiệp hoá. Đóng góp của sản xuất cho GDP tăng từ 12,3% năm 1990 lên 21,4% năm 2007. Đóng góp của ngành dịch vụ và khu vực tài chính vào GDP không thay đổi một cách tương xứng; tuy nhiên, đóng góp ấn tượng của khu vực tài chính vào GDP năm 2006 và 2007, tương ứng tỉ lệ 1,9% và 2,0%, phản ánh sự tăng độ ổn định 1,8% giai đoạn 2000-2005 (Bảng 2).

Tốc độ tăng trưởng kinh tế tương đối cao phù hợp với sự tăng nhanh về đầu tư cũng như tiết kiệm nhà nước và tư nhân (Bảng 2). Sự tăng trưởng này vẫn chủ yếu được định hướng bởi đầu tư trong nước (vẫn còn thiếu hiệu quả), mặc dù tỉ lệ trên tổng đầu tư có xu hướng giảm từ năm 2000 (Bảng 3).² Tuy nhiên, từ năm 2000, chênh lệch giữa tiết kiệm-đầu tư ngày càng lớn do tỉ lệ đầu tư tăng lên trong khi tỉ lệ tiết kiệm có xu hướng chậm lại. Một phép hồi qui đơn giản đã chỉ ra rằng, có thể có một khoảng thời gian bước đầu trong đó sự gia tăng thu nhập sẽ làm giảm tỉ lệ tiết kiệm tư nhân. Tăng 1% trong phát triển kinh tế có thể làm giảm

² Đầu tư trong nước bao gồm đầu tư từ ngân sách, tín dụng trong nước, và đầu tư từ lợi nhuận giữ lại của các DNNN. Cũng lưu ý rằng khoảng 28% và 38% GDP tương ứng là từ các DNNN và các khu vực nhà nước.

Bảng 2. Quy mô kinh tế, tăng trưởng GDP lạm phát, đầu tư và tiết kiệm trong nước

	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
GDP (tỷ VNĐ)	41,9	228	272	313	361	399	441	481	535	613	715	837	973	1.144
GDP(tỷ USD)	6	21	25	27	27	29	31	33	35	40	45	53	61	71
GDP bình quân đầu người USD	98	288	337	361	361	374	402	415	440	498	554	635	715	835
Tăng GDP (%)	5,1	9,4	9,3	8,2	5,8	4,8	6,8	6,9	7,1	7,3	7,7	8,4	8,2	8,5
% GDP	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Nông nghiệp	38,7	27,2	27,8	25,8	25,4	24,5	23,2	23,0	22,5	21,8	21,0	20,4	20,0	
Công nghiệp	22,7	28,8	29,7	32,1	32,5	34,5	36,7	38,1	38,5	39,5	40,2	41,0	41,5	41,8
Công nghiệp chế biến	12,3	15,0	15,2	16,5	17,1	17,7	18,6	19,8	20,6	20,5	20,3	20,7	21,3	21,4
Dịch vụ	38,6	44,1	42,5	42,2	41,7	40,1	38,7	38,6	38,5	38,0	38,0	38,0	38,1	38,2
Tổ chức tài chính	1,2	2,0	1,9	1,7	1,7	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,9
Lạm phát (%)	67,5	12,7	4,6	3,6	9,2	0,1	-0,6	0,8	4,0	3,0	9,4	8,4	6,7	12,6
Tổng đầu tư (% GDP)	14,4	27,1	28,2	28,3	29,1	27,6	29,6	31,2	33,2	35,4	35,6	38,9	41,0	41,2
Tiết kiệm trong nước (% GDP)	2,9	18,2	7,2	20,1	21,5	14,6	27,1	28,8	28,7	27,4	28,5	30,3	31,3	31,2
Tiết kiệm ngân sách	3,4	1,5	3,2	2,2	2,5	3,1	3,3	3,4	4,3	5,0	6,0	5,3	5,6	3,9
Tiết kiệm khác	-0,5	16,7	14,0	17,9	19,0	21,5	23,8	25,4	22,4	22,5	25,5	25,0	27,7	27,3

Lưu ý: Tất cả các dữ liệu của năm 2007 trong chủ đề này được ước lượng
 Nguồn: GSO dữ liệu được cung cấp bởi Bộ trưởng Bộ kế hoạch và đầu tư (MPI), và tính toán của tác giả

khoảng 0,8% đến 2,1% tiết kiệm ngân sách trong ngắn hạn và dài hạn.³ Trong khi đó, tiết kiệm nước ngoài đóng vai trò quan trọng và luôn đóng góp 14,2%-21,2% vào tổng đầu tư tại Việt Nam.

Hiện nay, tổng hàng hoá và dịch vụ bán lẻ đã tăng hơn 22% hàng năm, nhanh hơn nhiều so với tăng GDP danh nghĩa. Nhận định này củng cố cho kết luận tỉ lệ tiết kiệm đang bị ứ đọng. Thêm vào đó, chênh lệch thu nhập giữa thành thị và nông thôn, giữa người giàu và người nghèo cũng tăng khá nhanh.

Bảng 3. Cơ cấu đầu tư theo hình thức sở hữu (1995-2007)

	Tổng	Đầu tư trong nước	Ngân sách	Tín dụng trong nước	DNNN	Đầu tư nước ngoài	FDI
1995	100,0	42,0	28,5	8,4	5,1	27,6	30,4
1996	100,0	49,1	32,4	9,5	7,2	24,9	26,0
1997	100,0	49,4	29,4	11,7	8,3	22,6	28,0
1998	100,0	55,5	30,0	15,7	9,8	23,7	20,5
1999	100,0	58,7	29,7	18,8	10,2	24,0	17,3
2000	100,0	59,1	31,1	18,4	9,6	22,9	18,0
2001	100,0	59,8	32,4	16,9	10,6	22,6	17,6
2002	100,0	56,3	30,9	17,6	7,8	26,2	17,5
2003	100,0	52,9	23,8	16,3	12,8	31,1	16,0
2004	100,0	48,1	23,9	12,2	12,0	37,7	14,2
2005	100,0	47,1	25,6	10,5	11,0	38,0	14,9
2006	100,0	46,4	25,1	10,3	11,0	37,7	15,9
2007	100,0	47,2	22,2	7,9	17,1	31,6	21,2

Nguồn: Dữ liệu được cung cấp bởi MPI.

³ Phép hồi qui là $stp = 12,292 - 0,054*gt2 + 0,629*spt-2$ lấy mẫu giai đoạn 1990-2005
(0,00) (0,04) (0,00)

(R-bar)² = 0.916; D-W = 1.597; Kiểm tra Cân bằng tổng cộng dôn ổn định ở mức 5%
Tại stp khác tỉ lệ tiết kiệm ngân sách và gt là tốc độ tăng trưởng kinh tế (xem Võ án bản 2007).

2.2 Sự phát triển của hệ thống Ngân hàng

Những cải tổ chính sách quan trọng

Cho đến năm 1988, Việt Nam hoạt động dưới một hệ thống ngân hàng một cấp là Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNNVN), ngân hàng trung ương của đất nước, đảm nhiệm cả chức năng ngân hàng trung ương và ngân hàng thương mại. Năm 1988, ngành ngân hàng trở thành hệ thống hai cấp, với bốn NHTMNN được thành lập để nắm giữ các hoạt động ngân hàng thương mại của NHNNVN trong khi NHNNVN giữ lại các trách nhiệm của ngân hàng trung ương. Với đặc điểm của nền kinh tế Việt Nam là có sự chi đạo của Nhà nước, cho tới khi có những chuyển đổi kinh tế hiện nay, các NHTMNN vốn chỉ luôn tập trung vào việc cho các DNNN vay.

Các rào cản gia nhập thị trường đã được cắt giảm từ năm 1991, mở cửa thị trường cho các ngân hàng nước ngoài (vốn bị ràng buộc bởi những chính sách hạn chế khắt khe) vào cạnh tranh với các ngân hàng thương mại cổ phần (NHTMCP). Nhưng sự cạnh tranh quá mức giữa các NHTMCP thậm chí còn kéo theo một loạt cuộc tái cơ cấu và sáp nhập, đặc biệt trong giai đoạn 1999-2001, và kết quả là, số NHTMCP giảm từ 51 xuống 34 tính đến trước năm 2006. Từ năm 2005, một số NHTMCP như Ngân hàng Thương mại Cổ phần Á Châu (ACB) và Sacombank đã niêm yết trên thị trường chứng khoán. Từ năm 2001, một số NHTMCP đã và đang trong giai đoạn tái cơ cấu và một số hiện đang tiến hành cổ phần hoá, niêm yết trên thị trường chứng khoán.

Khu vực ngân hàng đã tự do hoá mạnh hơn theo đúng Hiệp định thương mại song phương Việt-Mỹ và các cam kết khung WTO (Khung 1). Các nhà lãnh đạo có thẩm quyền của Việt Nam đã đưa ra các cam kết phù hợp với các điều luật và qui định nhằm đảm bảo việc thực hiện theo đúng Điều VI của GATS và Phần 2(a) trong Phụ lục về Các dịch vụ tài chính. Ngoài ra, điều khoản về các sản phẩm và dịch vụ cũng phải phù hợp với các định chế và luật lệ tương ứng.

Hệ thống ngân hàng và các đặc điểm chính

Hiện nay có trên 75 ngân hàng đang hoạt động tại Việt Nam, trong đó có 5 NHTMNN, 1 ngân hàng chính sách xã hội Việt Nam (NHCSXHVN), 34 NHTMCP, 31 chi nhánh hoàn toàn thuộc sở hữu của các ngân hàng nước ngoài và 5 ngân hàng liên doanh, và hơn 900 quỹ tín dụng nhân dân (QTDND) (Bảng 4). Ngoài ra còn có thêm 47 văn phòng đại diện của các ngân hàng nước ngoài hoạt động tại Việt Nam.

Khung 1. Các cam kết WTO của Việt Nam

Theo các cam kết của Việt Nam với WTO, các tổ chức tín dụng nước ngoài được cấp giấy phép thành lập đại diện thương mại tại Việt Nam dưới nhiều hình thức bao gồm các văn phòng đại diện, chi nhánh của các NHTM nước ngoài, các NHTMCP với phần vốn góp nước ngoài không quá 50% vốn điều lệ, và các ngân hàng 100% vốn nước ngoài. Thị trường ngân hàng được chỉ đạo mở cửa tối đa cho sự cạnh tranh từ nước ngoài.

Trong vòng 5 năm kể từ ngày gia nhập WTO, Việt Nam có thể hạn chế quyền lợi của các chi nhánh ngân hàng nước ngoài bằng cách nhận tiền gửi bằng VND từ công dân Việt Nam mà ngân hàng không có quan hệ tín dụng với một tỉ lệ trên vốn được cấp của chi nhánh theo biểu thời gian dưới đây:

- 01/01/2007: 650% vốn được cấp;
- 01/01//2008: 800% vốn được cấp;
- 01/01/2009: 900% vốn được cấp;
- 01/01/2010: 1.000% vốn được cấp;
- 01/01/2011: Thực hiện đầy đủ Nguyên tắc đối xử quốc gia.

Việt Nam có thể hạn chế vốn góp của các tổ chức tín dụng nước ngoài trong các ngân hàng quốc doanh của Việt Nam đã được cổ phần hoá bằng mức vốn góp của ngân hàng Việt Nam. Đối với phần vốn góp dưới dạng mua cổ phần, tổng vốn được nắm giữ bởi các tổ chức và cá nhân nước ngoài tại các ngân hàng thương mại cổ phần Việt Nam không được quá 30% vốn pháp định của ngân hàng, trừ trường hợp được luật Việt Nam cho phép hay được phép của một cấp lãnh đạo có thẩm quyền của Việt Nam. Một chi nhánh của một ngân hàng thương mại nước ngoài không được phép mở các điểm giao dịch khác ngoài văn phòng của mình. Các tổ chức tín dụng nước ngoài được phép phát hành thẻ tín dụng trên cơ sở của Nguyên tắc đối xử quốc gia, khi tham gia vào thị trường Việt Nam.

Bảng 4. Ngân hàng và các tổ chức tín dụng phi ngân hàng tại Việt Nam (2006)

	Loại hình tổ chức tín dụng tại Việt Nam	Số lượng
1	Ngân hàng thương mại nhà nước (NHTMNN)	5
2	Ngân hàng chính sách xã hội VN (NHCSXHVN)	1
3	Ngân hàng thương mại cổ phần (NHTMCP)	34
4	Ngân hàng liên doanh (NHLĐ)	5
5	Chi nhánh ngân hàng nước ngoài	31
6	Công ty tài chính	6 (5 trực thuộc các tổng công ty nhà nước)
7	Công ty thuê tài chính	11 (6 là chi nhánh của các NHTMNN)
8	Quỹ tín dụng nhân dân (QTDND)	Quỹ tín dụng trung ương (24 chi nhánh)+ 929 quỹ tín dụng

Nguồn: NHNNVN (2007). Các NHTMNN là: AgriBank, Vietcombank, BIDV, ICB, và MHB.

Hệ thống ngân hàng của Việt Nam được coi là vừa phân tán vừa tập trung. Cơ cấu tín dụng của khu vực này chỉ thay đổi chút ít bất chấp sự thay đổi đáng kể trong cấu trúc kinh tế. Thật vậy, tỉ lệ trong tổng dư nợ của khu vực nông-lâm-ngư nghiệp và công nghiệp năm 2005 tương ứng là 26,5% và 37,5%; năm 2006, con số tương ứng là 29,7% và 39,8% (NHNNVN 2006). Thị trường ngân hàng nhiều phân tán bắt nguồn từ việc các ngân hàng thương mại liên minh⁴, trong một phạm vi nhất định, đã kiểm chế sự phân tán rủi ro trong hệ thống ngân hàng và thu hẹp sự lựa chọn của các doanh nghiệp khi muốn vay nợ.

Năm 2006, 15 ngân hàng hàng đầu của Việt Nam đã cùng nhau chiếm lĩnh 92,4% thị phần tính theo tài sản (trừ các chi nhánh ngân hàng nước ngoài). Cũng trong năm 2006, các NHTMNN được ước tính vẫn chiếm gần 70% tiền gửi và 65% tổng tín dụng. Tuy nhiên, kể từ năm 2006, vai trò của các NHTMCP đã thay đổi đáng kể và năm 2007, theo tính toán thị phần trong tổng tiền gửi và tổng tín dụng (Bảng 5) của các ngân hàng này đã tăng lên rất nhiều. Với các điều kiện về đặc điểm hoạt động, các NHTMNN sở hữu những mạng lưới phân phối lớn nhất (AgriBank: 1468; VietcomBank: 207; BIDV: 500; ICB: 832). Các NHTMCP cũng đã phát triển nhanh chóng mạng lưới của mình từ năm 2005

⁴ Chẳng hạn, AgriBank được chuyển nhượng là ngân hàng đầu tiên cung cấp tín dụng cho khu vực nông nghiệp và nông thôn

Bảng 5. Thị phần các tổ chức tín dụng tại Việt Nam (%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Thị phần tiền gửi								
Ngân hàng thương mại NN	77,0	80,1	79,3	78,1	75,2	74,7	68,8	59,3
Ngân hàng thương mại cổ phần	11,3	9,1	10,1	11,2	13,3	15,7	21,8	30,4
Các chi nhánh NH nước ngoài	10,3	10,0	9,4	9,3	9,7	8,0	8,1	8,8
QTDND	1,0	0,8	1,1	1,1	1,0	1,0	1,1	1,0
Khác	0,4	0,0	0,1	0,3	0,8	0,6	0,3	0,5
Thị phần cho vay tín dụng								
Ngân hàng thương mại NN	76,7	79,0	79,9	78,6	76,9	73,0	64,5	55,1
Ngân hàng thương mại cổ phần	9,2	9,3	9,5	10,8	11,6	15,0	21,2	28,6
Các chi nhánh NH nước ngoài	12,4	10,4	8,8	8,9	9,5	9,6	9,3	9,0
QTDND	1,4	1,2	1,7	1,5	1,4	1,5	1,4	1,3
Khác	0,3	0,1	0,1	0,2	0,6	0,9	3,6	6,0

Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam và tính toán của tác giả

(ACB: 111; Sacombank: 161; Eximbank: 59; Techcombank: 120); tuy nhiên, xét về điều kiện quy mô, các chi nhánh của các ngân hàng này có vai trò chỉ như các chi nhánh con của các NHTMNN.

Độ sâu tài chính thay đổi một cách căn bản (Bảng 6). Cho tới năm 2004, Việt Nam vẫn còn được coi là một nền kinh tế với độ sâu tài chính còn khá nông. Tín dụng tăng trưởng nhanh với tỉ lệ tăng trưởng trung bình hàng năm 33,4% là do nhu cầu tín dụng cao từ cả các doanh nghiệp và thị trường bán lẻ, kể từ năm 2004, độ sâu tài chính đã được tăng cường. Kết quả là, năm 2007, có một sự tăng trưởng mạnh trong việc tăng độ sâu tài chính với các chỉ tiêu như tỉ lệ tín dụng/GDP (đạt 82,5%), và tổng phương tiện thanh toán/GDP (112,1%, tăng từ 23,8% năm 1996). Dư nợ tín dụng của hệ thống ngân hàng cho các DN vay đã giảm mạnh từ 52,7% tổng dư nợ tín dụng chưa đáo hạn trong năm 1996 xuống còn 31,5% năm 2007. Sự thay đổi này trong tín dụng doanh nghiệp của ngành ngân hàng Việt Nam phản ánh những thay đổi cơ bản trong đánh giá khách hàng dựa vào các hoạt động thị trường thông thường.

Bảng 6. Tổng tín dụng và tiền gửi

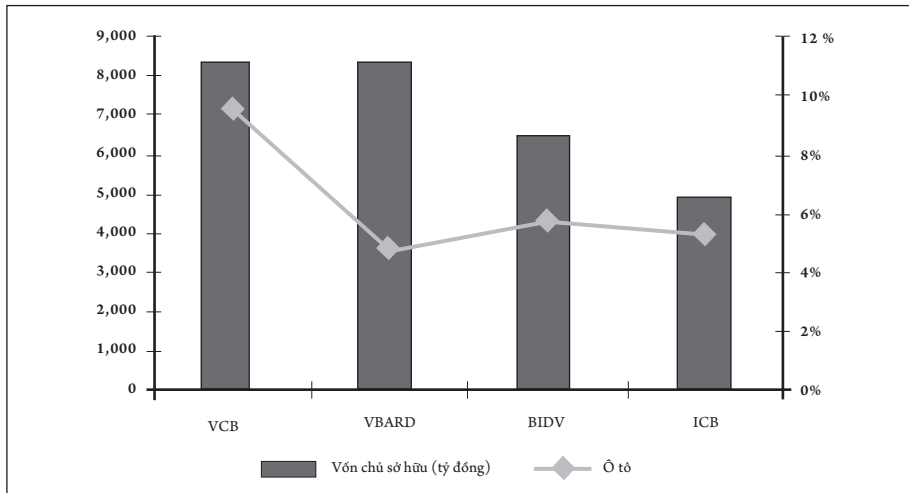
(nghìn tỉ VND trừ các khoản cần thiết khác)

	1996	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Tổng phương tiện thanh toán (M2)	64,7	160,4	222,9	279,8	329,0	411,2	532,3	690,7	922,7	1.282,6
% thay đổi	22,7	56,6	39,0	25,5	17,6	24,9	29,5	29,7	33,6	39,0
% GDP	23,8	40,1	50,5	58,1	61,4	67,0	74,4	84,4	94,8	112,1
Tín dụng kinh tế	50,9	112,7	155,7	189,1	231,1	269,7	420,0	553,1	693,8	943,6
Tỷ lệ DNNN (%)	52,7	48,2	44,9	42,1	38,7	35,5	34,0	32,8	68,6	31,5
Tỷ lệ DN khác (%)	47,3	51,8	55,1	57,9	61,3	64,5	66,0	67,2		68,5
% thay đổi	20,1	55,0	38,2	21,5	22,2	28,4	41,6	31,7	25,4	36,0
% GDP	18,7	28,2	35,3	39,3	41,3	28,4	28,7	66,0		82,5

Nguồn: IMF (2006, 2007); Số liệu tín dụng năm 2007 đã được điều chỉnh theo thống kê mới nhất của NHNN.

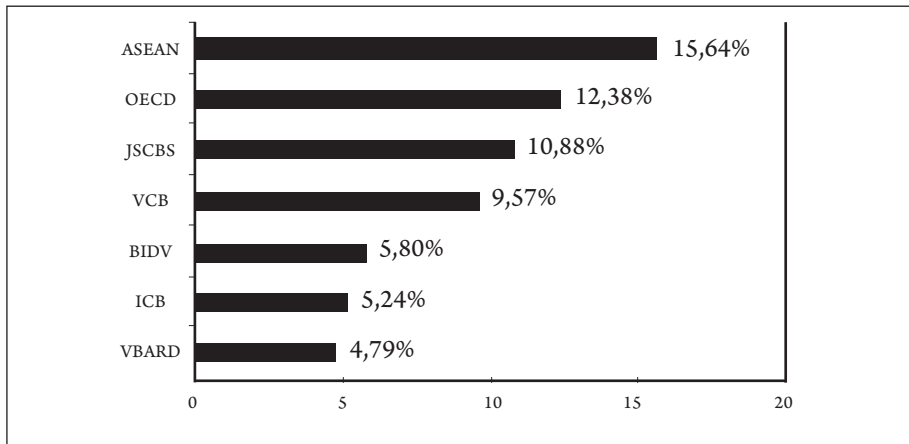
Trong những năm gần đây, ngành ngân hàng đã phát triển độ sâu tài chính một cách ấn tượng bằng cách hoàn tất bảng kết toán tài sản của các ngân hàng và tăng cường vốn thông qua việc phát hành cổ phiếu mới cũng như tăng cường dự trữ tài sản. Kết quả là, vị thế tài chính của các ngân hàng đã được nâng lên rất nhiều về các điều kiện vốn thích hợp và những khoản cho vay không hiệu quả (NPLs) (Hình 1 đến 4). Ví dụ, NPLs của các NHTMCP giảm từ 13% năm 2000 xuống khoảng 3% năm 2006.⁵

Hình 1. Vốn/Tổng tài sản của 4 NHTMCP



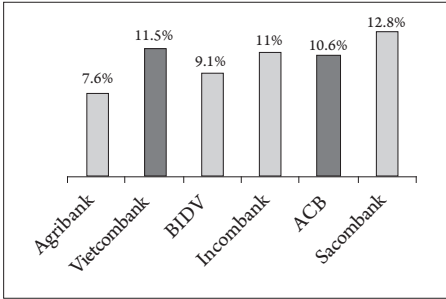
Nguồn: Phạm và những người khác (2007).

Hình 2. Hệ số an toàn vốn (CAR) của các NHTMNN so sánh với các NHTMCP và các nước khác (%)



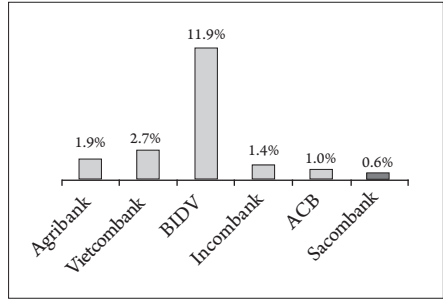
⁵ Tuy nhiên, có một vài vấn đề với các NPL được thông báo chính thức. Một số gợi ý cho rằng các số liệu về NPL sẽ cao gấp 3 lần nếu những tính toán chính xác dựa trên các tiêu chuẩn kế toán quốc tế

Hình 3. Tỷ lệ an toàn vốn



Nguồn: Công ty kiểm toán tài chính và các báo cáo (những nơi sẵn có), hãng truyền tin (thời điểm 31 tháng 12 năm 2006).

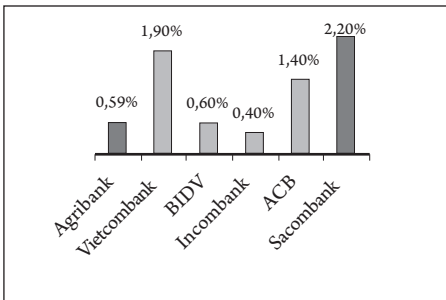
Hình 4. Tổng tỷ lệ NPL



Nguồn: Công ty kiểm toán tài chính và các báo cáo (những nơi sẵn có), hãng truyền tin (thời điểm 31 tháng 12 năm 2006).

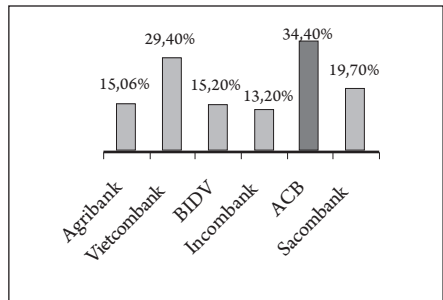
Khả năng sinh lợi của các ngân hàng không phải bao giờ cũng liên quan tới qui mô tài sản. Các NHNN lâu năm có các mức chi phí dự phòng cao, phản ánh các khoản nợ của các DNNN, trái lại các NHTMCP mới thành lập thì chi phí dự phòng thấp hơn. Kết quả là, khả năng sinh lợi được tính bằng ROE (Hình 5) và ROA (Hình 6) của các NHNN có xu hướng thấp hơn các NHTMCP (trừ Vietcombank).

Hình 5. Lợi nhuận trên tổng tài sản trung bình



Nguồn: Công ty kiểm toán tài chính và các báo cáo (những nơi sẵn có), hãng truyền tin (thời điểm 31 tháng 12 năm 2006).

Hình 6. Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu trung bình

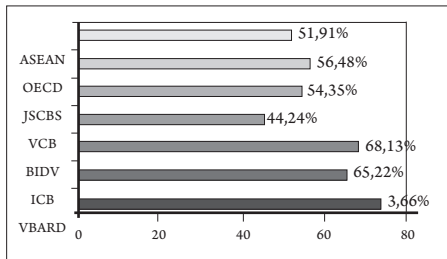


Nguồn: Công ty kiểm toán tài chính và các báo cáo (những nơi sẵn có), hãng truyền tin (thời điểm 31 tháng 12 năm 2006).

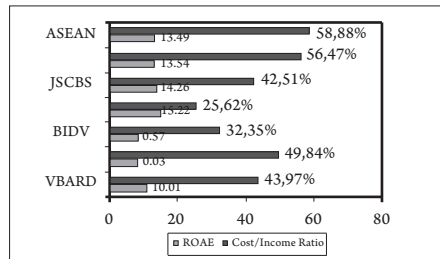
Sự khác nhau về lợi nhuận giữa các NHTMNN và các NHTMCP được giải thích rõ ràng bằng cấu trúc tài sản của các ngân hàng đó như đã mô tả trong Hình 7. Cấu trúc tài sản cho thấy tỷ lệ dư nợ cho vay/tổng tài sản trong các NHTMCP

(54,35%) thấp hơn nhiều so với các NHTMNN (62,81%), vẫn phải loại trừ trường hợp trước đây của VietcomBank (44,24%). Điều này chứng tỏ rủi ro của các NHTMCP thấp hơn, do đó, trên giác độ phân bố của tài sản, các NHTMCP có nhiều cơ hội hơn để tăng khả năng sinh lời bằng việc tăng tỷ trọng tín dụng trong tổng tài sản. Tỷ lệ dư nợ cho vay/tổng tài sản của các NHTMCP cao hơn một chút so với tỷ lệ trung bình của các ngân hàng Đông Nam Á (51,91%) và thấp hơn tỷ lệ của các ngân hàng của Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (56,48%).

Hình 7. Dư nợ/Tổng tài sản của các NHTMNN so với các NHTMCP và các nước khác (2005)



Hình 8. Kết quả kinh doanh của các NHTMNN so với các NHTMCP và các nước khác (2005)



Nguồn: Phạm và những người khác (2007).

Tuy nhiên, trên giác độ các chỉ tiêu phản ánh hiệu quả thể hiện qua ROAE và tỷ lệ chi phí/thu nhập, các NHTM Việt Nam, bao gồm cả các NHTMNN và NHTMCP, đều kém hiệu quả hơn các ngân hàng khác trong ASEAN và OECD. Chi tiết trong Hình 7 cho thấy các NHTMNN thường hoạt động kém hiệu quả hơn các NHTMCP, và tiếp đó, các NHTMCP lại kém hiệu quả hơn các ngân hàng nước ngoài khác trong khối ASEAN và OCED.

Tiềm năng phát triển và phản ứng của các ngân hàng để nắm bắt các cơ hội kinh doanh mới

Do áp lực cạnh tranh ngày càng tăng từ việc hội nhập sâu rộng, đặc biệt là sau Hiệp định thương mại song phương Việt Nam-Hoa Kỳ và việc gia nhập WTO, các ngân hàng Việt Nam buộc phải mở rộng các hoạt động kinh doanh của mình bằng việc thành lập các chi nhánh mới và phát triển các hoạt động ngân hàng bán lẻ. Các lĩnh vực này là cơ sở để xây dựng lợi thế cạnh tranh cho các ngân hàng trong nước trước các đối thủ nước ngoài tiềm năng. Mạng lưới ngày càng phát

triển và việc mở rộng kinh doanh của các ngân hàng đã làm gia tăng nhu cầu cấp bách về nguồn nhân lực ở mọi lĩnh vực của ngành ngân hàng, từ những người quản lý điều hành cấp cao cho tới đội ngũ nhân viên cấp dưới. Đó là chưa kể đến nhu cầu nhân lực của các ngân hàng mới thành lập. Theo một tính toán, ngành ngân hàng sẽ cần khoảng 40.000 người từ năm 2007 cho tới năm 2010, điều mà nền kinh tế Việt Nam không thể đáp ứng.

Cho đến năm 2006, hơn 70% thu nhập của các ngân hàng đến từ việc cho vay. 3 năm trở lại đây đã chứng kiến xu hướng đa dạng hoá trong các dịch vụ ngân hàng, đặc biệt trong việc phát triển thị trường thẻ và ngân hàng bán lẻ. Năm 2007, việc cho vay tiêu dùng và bất động sản của các NHTMCP ước tính tương ứng từ 20%-30% (và 30-40%) tổng tín dụng. Các hoạt động kinh doanh thu phí khác của các ngân hàng đóng góp ngày càng nhiều vào thu nhập của họ. Trong những năm gần đây, các hoạt động kinh doanh ngoài bảng cân đối kế toán đang dần phát triển, ước tính trung bình chiếm 20-25% thu nhập của khu vực này.

Hơn thế nữa, xu hướng mua bán và sáp nhập đã bùng nổ trong những năm gần đây, đặc biệt là từ năm 2006. Xu hướng này gia tăng chủ yếu do các tổng công ty nhà nước lớn (ví dụ như PetroVietnam, EVN, VNPT, v.v...) liên tục mua lại các NHTMCP nhỏ/ở nông thôn và biến các ngân hàng này thành các đơn vị độc lập. Kết quả là, thay vì chủ yếu là kinh doanh thuần túy, các công ty này lại quan hệ nhiều và trực tiếp với thị trường tài chính. Không chỉ các doanh nghiệp lớn thực hiện các kế hoạch như đa dạng hoá, mà chính bản thân các ngân hàng cũng cố gắng để mở rộng. Nhiều ngân hàng đã và đang bận rộn với các hoạt động ngân hàng bảo hiểm, chứng khoán, đầu tư (mua bán vốn và đầu tư vào thị trường bất động sản) và có các mối quan hệ chiến lược với các công ty lớn, hầu hết là các Tổng công ty nhà nước hay các Tập đoàn nhà nước mới thành lập.

Ba năm gần đây cũng đã chứng kiến những sự bắt tay giữa các NHTMCP và các tổ chức tài chính nước ngoài. Một vài NHTMCP đã có những thành công lớn trong việc đảm bảo đầu tư chiến lược với các đối tác ngân hàng nước ngoài (Bảng 7). Bằng việc xây dựng các mối quan hệ chiến lược với các tên tuổi nổi tiếng thế giới, các NHTMCP có thể nâng cao thương hiệu của mình và tạo lợi thế về sản phẩm mới, kỹ năng và chuyên môn từ các đối tác. Tuy nhiên, các mối quan hệ đối tác chiến lược này cũng có thể dễ dàng đổ vỡ, đặc biệt là khi đối tác tham gia vào mối quan hệ với tư cách là một nhà đầu tư đầu cơ hơn là một nhà đầu tư chiến lược.

Bên cạnh xu hướng đã nêu ra ở trên, trong năm 2007 và là lần đầu tiên kể từ năm 1986, NHNNVN đã duyệt các đơn xin thành lập mới các ngân hàng thương mại địa phương và đơn đề nghị từ các ngân hàng nước ngoài đang tìm kiếm để mở các chi nhánh liên doanh hay 100% vốn nước ngoài. Vào tháng 12 năm 2007 và

Bảng 7. Đầu tư chiến lược nước ngoài vào các TMCP Việt Nam

Ngân hàng tiếp quản mục tiêu	Acquirer	Ngày thông báo mua cổ phần	Tiền góp vốn mua cổ phần	Mục tiêu quy mô về tài sản*	
				Nghìn tỷ VND	Triệu US\$
Sacombank	ANZ Bank	24/5/2006	10,0%	24,9	1,5
Asia Commerce Bank	Standard Chartered	17/6/2005	8,6%	44,6	2,8
Techcombank	HSBC	28/12/2005	10,0%	17,5	1,1
VP Bank	OCBC	21/3/2006	10,0%	10,2	0,6
Orient Commercial Bank	BNP Parisbas	17/11/2006	10,0%	6,4	0,4
Southern Bank	UOB	25/1/2007	10,0%	9,2	0,6
Techcombank	HSBC	25/1/2007	10,0%	17,5	1,1
Habubank	Deutsch Bank	01/2/2007	20,0%	11,6	0,7
Eximbank	SMBC	30/3/2007	15,0%	24,9	1,5
PVFC	Morgan Stanley	13/11/2007	10,0%	34,5	2,15

* Lưu ý: Tính đến 31 tháng 12 năm 2006.

Nguồn: Báo cáo của các công ty, tin tức truyền thông.

tháng 1 năm 2008, NHNNVN trên nguyên tắc đã chấp nhận việc thành lập 9 NHTMCP mới và cấp giấy phép cho các chi nhánh của 3 ngân hàng nước ngoài mới. Thêm vào đó, NHNNVN cũng đang phê duyệt việc chấp nhận cấp phép toàn diện cho các ngân hàng HSBC, ANZ và Standard Chartered cho phép họ thành lập ngân hàng 100% vốn nước ngoài tại Việt Nam.

Năm 2007, Thủ tướng Chính phủ trên nguyên tắc đã chấp nhận việc cổ phần hoá 3 NHTMCP (VietcomBank, MHB, và BIDV). Tuy nhiên, chỉ có IPO của Vietcombank được thực hiện vào cuối tháng 12 năm 2007 sau khi liên tục bị trì hoãn.

2.3 Sự phát triển và bùng nổ của thị trường chứng khoán gần đây **Những cải cách quan trọng về chính sách**

Thời điểm đáng nhớ nhất trong sự phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam chính là việc thành lập Ủy ban chứng khoán nhà nước (SSC) năm 1995 và hai trung tâm giao dịch chứng khoán: Trung tâm giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSTC) vào năm 2000 và Trung tâm giao dịch chứng khoán

Hà Nội (HASTC) năm 2005.⁶ Để phát triển thị trường chứng khoán, một số giải pháp về chính sách đã được thực hiện.

- Quá trình cổ phần hoá các DNNN, đặc biệt là các doanh nghiệp lớn, đang dần tiến tới việc niêm yết trên thị trường chứng khoán.
- Sự phát triển của các trung gian tài chính đã được quan tâm nhiều hơn. Sự xuất hiện gần đây của một số tổ chức tài chính như các công ty chứng khoán, các quỹ quản lý đầu tư và các quỹ đầu tư đã trở thành điều kiện tiên quyết cho sự phát triển của thị trường chứng khoán.
- Sự mở cửa các thị trường tài chính với nhiều đối tác nước ngoài hơn đã dần được thực hiện. Phần vốn góp của các công ty đã được niêm yết mà các nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ đã tăng từ 20% đến 30% năm 2003 và tới 49% vào năm 2005. Về các dịch vụ chứng khoán, theo các cam kết của WTO, các công ty liên doanh có thể có vốn nước ngoài không hơn 49% khi mới gia nhập, nhưng sẽ là 100% sau 5 năm.
- Dựa vào “sức khoẻ” của thị trường chứng khoán, một số khuyến khích đã được đưa ra như nới lỏng các điều kiện niêm yết (năm 2003) và miễn thuế thu nhập doanh nghiệp cho các doanh nghiệp được niêm yết trên sàn (năm 2006).⁷

Sự phát triển của thị trường chứng khoán: sự bùng nổ và giảm nhẹ

Sau sự nổi lên ngắn ngủi từ tháng 6 năm 2001 (đỉnh của VN-Index là 571), HASTC đã hạ nhiệt. Cho tới năm 2005, thị trường chứng khoán liên tục suy yếu và giảm cả về quy mô cung và cầu. Trong năm 2006 và 2007, thị trường tăng vọt về các điều kiện cổ phần hoá thị trường, số lượng các công ty niêm yết và các tài khoản đầu tư, sự tham gia của các công ty chứng khoán và các quỹ quản lý đầu tư. Các số liệu tương ứng được thống kê trong Bảng 8. Đặc biệt, tổng giá trị thị trường OTC được tính là cao gấp 3-4 lần thị trường chính

Trên thực tế, sự bùng nổ đã bắt đầu lần thứ hai vào năm 2006. VN-index đã tăng 144% vào năm 2006 và 40% vào quý I năm 2007, đạt mức cao nhất 1.170 điểm vào ngày 12 tháng 3 năm 2007. Chỉ số này dao động trong khoảng 900-1.100, nhưng có xu hướng giảm từ tháng 10 năm 2007. Xu hướng tương tự cũng được nhận thấy tại HASTC (Hình 9). Cho tới đầu tháng 3 năm 2008, VN-index và HASTC-index tương ứng ở mức dưới 600 và 200.

⁶ HASTC chuyển thành Ho Chi Minh City Stock Exchange (HOSE) vào tháng 5 năm 2007

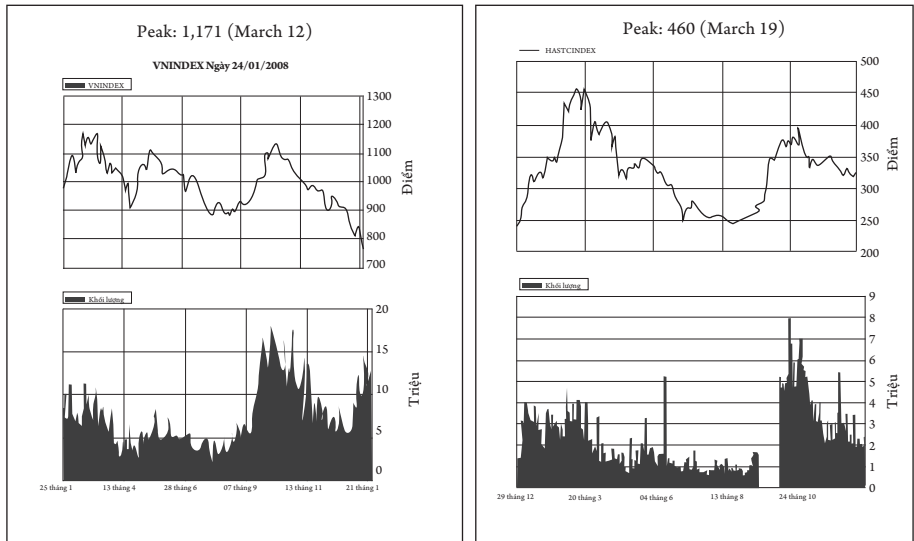
⁷ Luật Thuế thu nhập cá nhân được thông qua năm 2007 chỉ ra rằng các nhà đầu tư phải trả thuế thu nhập trên tỉ lệ vốn tăng (20%) hoặc 0,1% mỗi giao dịch từ đầu tư chứng khoán. Điều luật này sẽ có hiệu lực từ đầu năm 2009. Do các chỉ số giá cổ phiếu giảm mạnh, tháng 12 năm 2007, Bộ tài chính (MOF) đã đề nghị Chính phủ tạm hoãn việc áp dụng luật trên

Bảng 8. Một số chỉ tiêu quan trọng của thị trường chứng khoán Việt Nam (2001 - 2007)

	2001	2004	2005	2006	2007
Tổng vốn thị trường(%)	0,3	0,5	1,1	22,8	43,0
VN index	235	241	307	752	≈ 927 (đỉnh cao = 1.170 vào tháng 3)
HASTC- Index	91,3	243	≈ 324 (đỉnh cao = 460 vào tháng 3)
Số doanh nghiệp niêm yết	10	26	41	193	253
HOSTC/HOSE	10	26	32	106	138
HASTC		...	9	87	115
Quý đầu tư	0	1	1	3	4
Công ty chứng khoán	8	13	14	55	78
Quý quản lý đầu tư	0	?	6	18	25
Số TK của các nhà đầu tư	8.774	21.616	29.026	≈130.000	≈330.000
Cửa các tổ chức	71	193	257	≈ 400	≈ 500
Nhà đầu tư nước ngoài	0	207	427	1.650	8.140

Nguồn: SSC và các nguồn khác (cuối năm)

Hình 9. VN-/HASTC Index và khối lượng giao dịch (29/12/2006 - 31/12/2007)

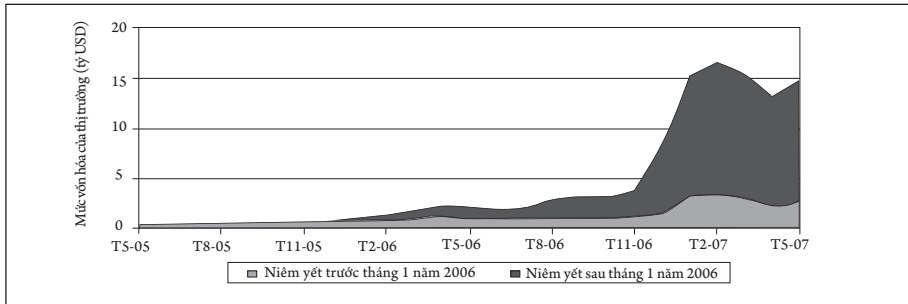


Nguồn: SSI

Các nhân tố quan trọng dẫn đến sự bùng nổ của thị trường giai đoạn 11/2006-03/2007, có thể được kể ra như sau:

- Đầu tiên là giai đoạn tăng trưởng kinh tế cao của Việt Nam và viễn cảnh tươi sáng của đất nước sau khi gia nhập WTO.
- Thứ hai là phản ứng nhanh của các doanh nghiệp đối với các ưu đãi về thuế năm 2006. Sự tăng mạnh về mức độ vốn hoá thị trường của HOSTC (Hình 10) chủ yếu là do có công ty niêm yết mới từ tháng 11 năm 2006 (chủ yếu là các DNNN đã cổ phần hoá).
- Thứ ba là các đối tác nước ngoài lớn và giàu có, bao gồm cả Việt kiều ở Nga và Đông Âu. Các nhà đầu tư chứng khoán cho thấy thói quen đầu tư vào thị trường vốn Việt Nam của không chỉ bởi vì tốc độ tăng trưởng cao và viễn cảnh tươi sáng của nền kinh tế Việt Nam, mà còn vì mong muốn có lợi nhuận cao và dành nhiều cơ hội cho những tài sản rủi ro càng cao doanh thu càng lớn trong danh mục đầu tư của họ.
- Thứ tư là tâm lý bầy đàn trong các nhà đầu tư cá nhân ngắn hạn cục bộ trong bối cảnh việc công bố thông tin không đầy đủ. Nguyên nhân bùng nổ về giá chứng khoán không thể chỉ quy cho một mình các nhà đầu tư nước ngoài. Các nhà đầu tư trong nước, ước tính nắm giữ tỷ lệ khá lớn vốn hoá thị trường, rất tích cực trong việc tăng giá

Hình 10. Tổng giá trị vốn hoá thị trường của các doanh nghiệp niêm yết trên HOSTC



Nguồn: Ngân hàng thế giới (2007).

Nguyên nhân giảm mạnh hiện nay của chỉ số giá trên thị trường chứng khoán có thể được giải thích do nhiều yếu tố, đó là việc các ngân hàng thương mại siết chặt cho vay để đầu tư vào cổ phiếu và các chính sách tiền tệ, tỉ lệ lạm phát cao và lãi suất tiền gửi VND cao hơn, và một cuộc suy thoái hoàn toàn có thể xảy ra đối với nền kinh tế Mỹ. Tuy nhiên, trong khi các nhà đầu tư trong nước (cá nhân) đang cố gắng tránh né thị trường thì các nhà đầu tư nước ngoài lại hứng thú với việc mua vào hơn là bán cổ phiếu của họ ra ngoài. Vào ngày 6 tháng 3 năm 2008,

SCIC đã buộc phải can thiệp vào thị trường chứng khoán bằng việc mua một số cổ phiếu (hầu hết là blue chip) để tránh việc giá cổ phiếu giảm xuống thấp hơn.

Đặc điểm nổi bật

Tính thanh khoản của thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn ở mức vừa phải. Doanh thu trung bình mỗi ngày ở mức 51,5 triệu USD vào tháng 8 năm 2007, so với 8,3 triệu USD năm 2006. Bảng 9 cho thấy năm 2007, tính thanh khoản thị trường tại HOSTC có thể so sánh với các thị trường chứng khoán của Colombo và Philippin. Hơn thế nữa, thị trường chứng khoán đã chứng kiến sự dao động lớn về giá cả giữa các chứng khoán riêng lẻ và cả chỉ số thị trường. Các cổ phiếu riêng lẻ thường đạt mức giá giao dịch hàng ngày giới hạn ở 5% trên sàn HOSTC và 10% trên sàn HASTC ở tất cả các lệnh. Việc giảm giá đột ngột không thể không dẫn tới những câu hỏi như liệu thị trường đã nóng trở lại. Sau khi đạt tới mức đỉnh điểm 1.170 vào ngày 12 tháng 3, chỉ số giảm gần 23% trong 30 ngày tiếp theo, khiến những nhận định lạc quan nhất cũng phải thừa nhận rằng một cuộc suy giảm đang tới. Khối lượng giao dịch giảm mạnh và mua ròng của các nhà đầu tư nước ngoài từ chỗ đạt 150 triệu USD vào tháng 2 đã gần tới không vào cuối tháng 3 năm 2007.

Bảng 9. Các chỉ số tăng trưởng và khả năng thanh khoản toàn cầu

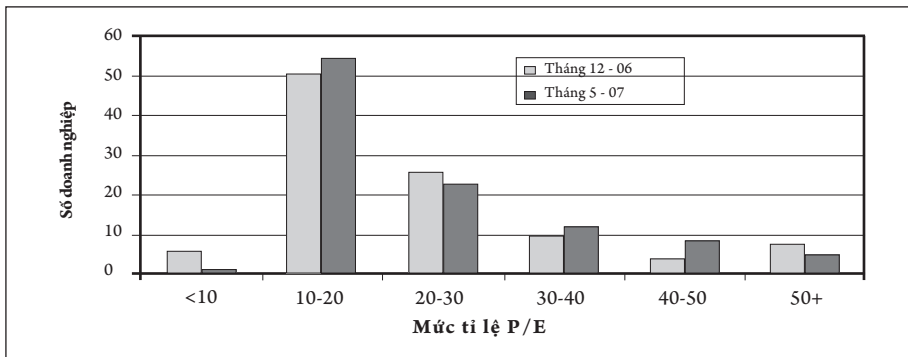
	2006 % yoy	CAGR 03-05	2006 doanh thu trung bình mỗi ngày (tính theo triệu USD).	2006 doanh thu hàng năm: Mức vốn hoá thị trường (x)	2005 Doanh thu hàng năm: Mức vốn hoá thị trường (x)
HOSTC	144,5	21,3	8,3	0,3	0,3
Shanghai SE	130,4	(8,2)	3.078,6	0,8	0,8
Shenzhen SE	97,5	(13,2)	1.765,4	1,9	1,3
Jakarta SE	55,3	44,1	203,5	0,4	0,5
Mumbai SE	46,7	42,5	895,9	0,3	0,3
National SEindia	34,0	33,1	1.767,7	0,5	0,6
Hongkong SE	43,2	18,7	3.468,3	0,5	0,4
Philippines SE	42,3	25,6	46,9	0,2	0,2
Colombo SE	41,6	34,3	4,2	0,1	0,2
Kuala Lumpur SE	21,8	10,6	314,5	0,3	0,3
Kuaurchi SE	5,0	36,3	573,1	2,8	2,9
Thailand	(4,7)	24,5	419,4	0,7	0,8

Nguồn: World Federal of Exchange, KSE, HCSTC, Reuters

Tỉ lệ giá trên thu nhập trên mỗi cổ phiếu (tỉ số P/E) thường được sử dụng để đánh giá mức độ phát triển trên thị trường vốn. Tuy nhiên, tỉ số P/E cũng rõ ràng là một chỉ tiêu hay thay đổi trên các thị trường phát triển nhanh. Về cơ bản, một cổ phiếu có tỉ số P/E càng cao thì càng có nhiều nhà đầu tư tin tưởng công ty phân phối thu nhập cao trong tương lai, hay thu nhập tương lai có mức rủi ro thấp. Tỉ số P/E có xu hướng thay đổi theo ngành và ngày đáo hạn của doanh nghiệp, và rất khó xác định mức P/E nào được coi là cao hay phản ánh sự vượt quá giá trị thực của cổ phiếu. Theo lịch sử, khi tỉ số P/E vượt quá 30 thì đã cho thấy dấu hiệu của việc vượt quá giá trị thực, có thể tìm ra những tỉ số P/E lớn hơn 75 hay 100 đối với các công ty hoạt động trong các lĩnh vực công nghệ cao. Liên quan tới tỉ lệ P/E của các công ty trên thị trường chứng khoán Việt Nam, IMF (2007) gợi ý rằng tỉ lệ P/E trung bình khá cao, trong khi World Bank (2007) kết luận tỉ lệ này không bình thường.

Hình 11 cho thấy sự phân phối của tỉ số P/E đối với các doanh nghiệp niêm yết trên HOSTC. Đa số các doanh nghiệp có P/E từ 10-20. Tuy nhiên, một vài các doanh nghiệp lớn hơn được niêm yết có P/E vượt quá 30. P/E của thị trường ở mức 33 vào giữa tháng 5 năm 2007 so với khoảng 36 vào cuối năm 2006. Một phép đo chính xác mức lợi nhuận là rất cần thiết cho thị trường chứng khoán Việt Nam, bởi vì các số liệu có nhiều nhược điểm khi vận dụng tính toán. Các số liệu đã trình bày là theo tỉ lệ P/E trượt vì chúng dựa vào thu nhập của những năm trước. Có thể chứng minh rằng trong một nền kinh tế phát triển nhanh, sẽ tốt hơn nếu theo dõi tỉ số P/E của tương lai dựa trên thu nhập dự tính cho 12 tháng tiếp theo. Dự đoán là thu nhập sẽ tăng nhanh hơn có xu hướng kéo P/E xuống các mức bình thường hơn. Ví dụ, nếu thu nhập trên mỗi cổ phiếu tăng trung bình 25% trong 12 tháng tới, P/E khi đó sẽ là 26.

Hình 11. Tỉ số P/E trượt của các doanh nghiệp trên sàn HOSTC



Nguồn: HOSTC

2.4 Sự phát triển của thị trường trái phiếu

Các giải pháp chính sách

Theo Luật ngân sách năm 1993, Chính phủ sẽ không tài trợ thâm hụt ngân sách bằng việc in tiền nữa. Từ giữa những năm 90, Chính phủ đã quan tâm hơn tới việc phát hành trái phiếu nhằm giải quyết thâm hụt ngân sách và vì nhu cầu phát triển. Tuy nhiên, hành lang pháp lý cho việc nâng cấp thị trường trái phiếu phát triển khá chậm. Nghị định đầu tiên về việc phát hành trái phiếu chính phủ đến năm 2000 mới được ban hành và được chỉnh sửa bổ sung vào năm 2003. Năm 2006, Chính phủ ban hành Nghị định 52/2006/ND-CP về các phương thức phát hành trái phiếu doanh nghiệp. Và một nghị định về việc phát hành trái phiếu của chính phủ và các doanh nghiệp trên thị trường nước ngoài đã được dự thảo vào năm 2007, và hiện nay đang được nghiên cứu để phê duyệt.

Các đặc trưng của thị trường trái phiếu

Thị trường trái phiếu Việt Nam vẫn tương đối kém phát triển mặc dù hiện tại đang được mở rộng. Vào cuối năm 2007, có 570 trái phiếu chưa đáo hạn trên thị trường chứng khoán, với giá trị thị trường khoảng 115,660 nghìn tỉ VND, hay 10,1% GDP, hầu hết trong đó là trái phiếu chính phủ (85%). Các chứng khoán nợ khác bao gồm trái phiếu địa phương (Tp.Hồ Chí Minh và Hà Nội), Trái phiếu của Quỹ hỗ trợ phát triển (ADF và nay là Ngân hàng Phát triển), trái phiếu giáo dục và cơ sở hạ tầng, trái phiếu tái cơ cấu phần hoá của các NHTMNN, trái phiếu của BIDV, trái phiếu chuyển đổi của Vietcombank, và một số trái phiếu doanh nghiệp khác.⁸

Cho dù vẫn đang tiếp tục phát triển, thị trường vẫn không có tính thanh khoản vì các nhà đầu tư giữ trái phiếu cho tới khi đáo hạn. Các trái phiếu dài hạn (10-15 năm), chiếm khoảng 40% trong tổng số, thường được các công ty bảo hiểm mua và giữ cho tới khi đáo hạn, trong khi 60% các trái phiếu 2-3-5 năm (thường là 5 năm) là do các NHTMNN nắm giữ.

⁸ Trái phiếu chính quyền địa phương: Tp.Hồ Chí Minh và Hà Nội được cam kết phát hành trái phiếu tương đương 100% ngân sách đầu tư hàng năm của họ (với các tỉnh khác, mức này là 30%) và được Bộ Tài chính chấp nhận: DAF (nay là VDB) đã trở thành một trong những tổ chức tài chính lớn nhất tại Việt Nam, và các khoản nợ chưa đáo hạn tương đương khoảng 20% GDP, một nửa trong đó được tài trợ thông qua ODA.

Trái phiếu phát triển giáo dục và cơ sở hạ tầng: Quốc hội chỉ đạo việc phát hành tổng cộng 10 nghìn tỉ VND (khoảng 7 tỉ USD) trái phiếu giáo dục và cơ sở hạ tầng trong giai đoạn 2005-2040. Trái phiếu tái cơ cấu phần hoá của NHTMNN: Năm 2001, giá trị NPL là 10,9 nghìn tỉ VND (2,5% GDP năm 2000) được đưa ra dưới hình thức các trái phiếu tái cơ cấu (9,7 tỉ) và tiền mặt, đây là một phần trong chương trình tái cơ cấu của chính phủ dành cho các NHTMNN.

Thị trường cũng phân đoạn cao do có quá nhiều kênh phát hành, phương thức phát hành, người tham gia thị trường và thiếu chức năng tạo lập thị trường. Kho bạc nhà nước phát hành mỗi năm trên 100 trái phiếu mệnh giá kho bạc tính theo VND với thời hạn 6, 9 và 12 tháng và các trái phiếu 2, 3, 5, 10 và 15 năm qua 4 kênh và phương thức khác nhau⁹. Trái phiếu kho bạc ước tính chiếm trên 80% các chứng khoán nợ của Chính phủ được phát hành trong năm 2003 và 2004 (Bảng 10).

Các tổ chức tài chính chỉ định gọi trong nội bộ là "môi giới sơ cấp", nhưng họ không có nghĩa vụ tạo lập thị trường. Ngân hàng nhà nước đưa ra lịch phát hành đấu giá và bảo lãnh phát hành hàng quý. Đấu giá trái phiếu kho bạc được tổ chức hàng tuần, đấu giá trên thị trường chứng khoán thì hai tuần một, và bảo lãnh phát hành trái phiếu cũng hai tuần một. Thêm nữa, NHNNVN còn phát hành các chứng khoán ngắn hạn của riêng mình với mục đích quản lý khả năng thanh khoản qua thời gian.

Bảng 10. Khối lượng chứng khoán chính phủ phát hành theo kênh phân phối và phương thức

	2003		2004	
	Đấu giá TB thông qua NHNNVN	15.130	86,7%	18.411
Đấu giá trái phiếu dựa trên sàn giao dịch	672	3,9%	1.419	6,4%
Bảo lãnh phát hành	1.650	9,5%	2.390	10,8%
Phát hành trực tiếp và công khai	-	0,0%	-	0,0%
Đấu giá trái phiếu ngoại tệ NHNNVN	0	0,0%	0	0,0%
Tổng	17.452	100%	22.220	100%

Nguồn: HOSTC và Reuters

⁹ Các phương pháp và các kênh: (i) đấu giá trái phiếu kho bạc cho các ngân hàng được bổ nhiệm qua NHNNVN như một đại diện tài chính cho Kho bạc nhà nước và là cơ quan đăng kiểm, (ii) đấu giá trái phiếu cho các ngân hàng, các công ty bảo hiểm và các công ty chứng khoán được bổ nhiệm thông qua các STC với SCC là cơ quan đăng kiểm, (iii) bảo lãnh phát hành bởi một tổ hợp các ngân hàng được bổ nhiệm và các công ty chứng khoán với mỗi nhà phát hành là một cơ quan đăng kiểm, và (vi) sự di chuyển trực tiếp của trái phiếu với công chúng thông qua một mạng lưới quốc gia với khoảng 600 chi nhánh của kho bạc nhà nước với mỗi chi nhánh là một cơ quan đăng kiểm. Hiện nay, kho bạc dùng việc phát hành trái phiếu cho các nhà đầu tư riêng lẻ để giảm chi phí giao dịch

Tuy nhiên, một vài sự phát triển cần được lưu ý. Vào tháng 10 năm 2005, Chính phủ đã phát hành trái phiếu quốc tế đầu tiên của mình kể từ khi Brady phát hành vào những năm 90, số tiền 750 triệu USD, với lãi suất 7,125%, thấp hơn lãi suất trái phiếu của Indonexia và Philippin.¹⁰ Trong khi đó, S&P đã nâng mức xếp hạng tín dụng của Việt Nam từ BB- lên BB+ vào tháng 8 năm 2006. Số tiền thu được từ việc bán trái phiếu đang cho Vinashin, doanh nghiệp tàu biển nhà nước vay. Hiện nay chính phủ đang xem xét việc tăng cường thêm 1 tỉ USD thông qua đợt phát hành, số vốn thu được sẽ đóng góp phần lớn cho việc xây dựng nhà máy lọc dầu Dung Quất; phần còn lại sẽ dành cho Tổng công ty hàng hải Việt Nam (Vinalines) mua tàu thủy mới, và cho Tổng công ty Sông Đà xây nhà máy thủy điện. Các doanh nghiệp này đã đạt được các mức xếp hạng tín dụng quốc tế.

Bước vào nửa cuối năm 2006, những nhà đầu tư nước ngoài bắt đầu quan tâm đến các trái phiếu Việt Nam, vì nhiều người nghĩ rằng chúng đang ở mức thấp hơn so với giá trị thực và nếu nắm giữ sẽ thu được lợi nhuận cao hơn. Các công ty nước ngoài tham gia đã tạo nên một sức sống mới cho thị trường trái phiếu, đặc biệt là trên sàn HASTC. 44 đợt thầu trái phiếu chính phủ đã được thực hiện trong năm 2007, huy động được 18,939 nghìn tỉ VND. Thị trường trái phiếu cấp hai tại Hà Nội cũng đã từng tăng trưởng khá mạnh. Ở tầm chính sách, chính phủ đang cố gắng thúc đẩy trái phiếu 5 năm trở thành một trái phiếu đủ tiêu chuẩn thanh khoản thông qua việc đấu giá lô lớn. Một thị trường trái phiếu chuyên môn hoá sẽ được xây dựng tại HASTC. Việc bỏ thầu và giao dịch trái phiếu chính phủ, trái phiếu địa phương và trái phiếu chính phủ đảm bảo sẽ được thực hiện tại thị trường trái phiếu chuyên biệt.

Năm 2006, Vinashin được công nhận là doanh nghiệp phát hành trái phiếu thứ ba của Việt Nam và đến nay là lớn nhất với 3 nghìn tỉ đồng (trái phiếu 10 năm với lãi suất coupon hàng năm là 9%). Trái phiếu được đặt mua gấp 3 lần, với 95% được bán cho các nhà đầu tư nước ngoài. EVN đã phát hành trái phiếu chủ yếu bán cho các nhà đầu tư nước ngoài (trái phiếu 10 năm với lãi suất coupon hàng năm 9,6% trong năm đầu tiên và 9,96% những năm sau đó). Năm 2008, EVN và PetroVietnam cũng đang dự định phát hành trái phiếu.

3. Các luồng vốn và ảnh hưởng của chúng

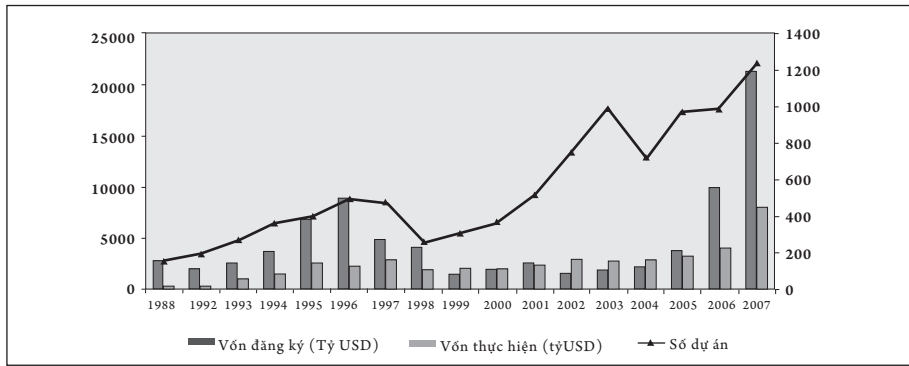
3.1 Các dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài

Luật đầu tư nước ngoài được ban hành vào tháng 12 năm 1987. Giai đoạn

¹⁰ Việc phát hành luôn được xem là thành công và sự mở rộng sang các kho bạc Mỹ đã cắt giảm từ 256 điểm cơ sở phát hành xuống còn 110 điểm tính đến tháng 4 năm 2007

1988-2007, Việt Nam đã thu hút 9.492 dự án FDI với tổng số vốn cam kết 83,2 tỉ USD, trong đó 52,7% đã được thực hiện¹¹. Sau khi đạt tới mức đỉnh điểm vào năm 1996, các luồng FDI chảy vào Việt Nam đã giảm sau cuộc khủng hoảng kinh tế Châu Á. Tuy nhiên, từ nửa sau năm 2004 đã phát triển rất nhanh, đạt mức trên 10 tỉ USD và 21,3 tỉ USD theo các cam kết trong các năm 2006 và 2007 (Hình 12). Việc tăng FDI đột ngột trong những năm gần đây đã cho thấy sự tin tưởng của các nhà đầu tư vào công cuộc cải cách, quá trình hội nhập kinh tế quốc tế của Việt Nam và viễn cảnh phát triển cũng như việc tái cơ cấu FDI tại châu Á trong những ngành công nghiệp có mức độ tham dụng lao động cao như dịch vụ hậu cần thuê ngoài, điện tử, may mặc và chế tạo từ Trung Quốc sang Việt Nam.¹²

**Hình 12. FDI tại Việt Nam:
Vốn cam kết và thực hiện (1988-2007)**



Nguồn: MPI

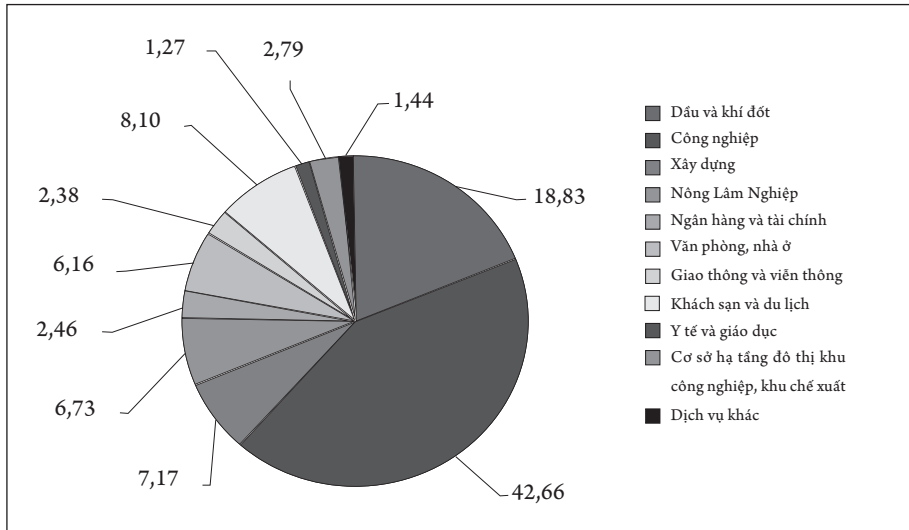
Cho tới cuối năm 2007, tổng vốn FDI thực hiện tích lũy đầu tư cho ngành công nghiệp chế tạo máy là 42,7%, dầu và khí đốt 18,8%, khách sạn và du lịch 8,1%, xây dựng 7,2%, các văn phòng và chung cư 6,2%, các khu vực nhà cao tầng ở ngoại ô và các khu công nghiệp 2,8% (Hình 13).

Vào những năm 90, FDI tập trung vào các ngành công nghiệp thay thế nhập khẩu. Tuy nhiên, từ năm 2000, đã bắt đầu xuất hiện xu hướng hướng về lĩnh vực chế tạo để xuất khẩu và các khu vực dịch vụ. Tỷ lệ FDI trong tổng doanh thu xuất khẩu (trừ xuất khẩu dầu thô) ước tính chỉ 23,4% trong năm 1996 và 22,2% năm

¹¹ Con số FDI đã thực thi/ thực hiện khác với FDI trong BOP

¹² Intel đã quyết định xây dựng một nhà máy lắp ráp bán linh kiện và chạy thử tại Việt Nam trị giá 1 tỉ USD, đây không chỉ là một bước ngoặt đối với Việt Nam, mà còn là biểu hiện rõ ràng của xu thế phát triển. Trong lĩnh vực tương tự, Hong Hai-Foxcom (Đài Loan, Trung Quốc) cũng có kế hoạch đầu tư tới 5 tỉ USD trong vòng 5 năm tới ở một số khu vực tại Việt Nam để sản xuất đồ điện và các sản phẩm máy tính, từ máy ảnh kỹ thuật số cho tới máy nghe nhạc, ổ cứng và các thành phần máy tính khác

**Hình 13. Cơ cấu vốn cổ phần của FDI tính theo khu vực
(% trên tổng tính đến tháng 10 năm 2007)**



Nguồn: MPI.

2000, nhưng sau đó tăng nhanh tới 36,9% năm 2006 (Bảng 14). Có một sự thay đổi cơ bản trong xu hướng FDI trong những năm gần đây. Hầu hết FDI đã đăng ký tại Việt Nam đã thay đổi về cơ cấu và bắt đầu chú trọng vào các ngành công nghiệp, xây dựng và dịch vụ. Trong giai đoạn 2004 đến 2007, tổng FDI đăng ký trong hai lĩnh vực này tương ứng tăng 74,9% và 56,0%, so với mức tăng trưởng khiêm tốn trong lĩnh vực nông nghiệp là 26,6% (Bảng 13). Kết quả là, cho đến tháng 10 năm 2007, tổng FDI đăng ký trong hai lĩnh vực này ước tính chiếm 94,2%, trong khi trong lĩnh vực nông nghiệp chỉ là 5,8%.

Vào đầu năm 90, khu vực các doanh nghiệp đầu tư trực tiếp nước ngoài (FIE) đóng vai trò khá quan trọng trong nền kinh tế Việt Nam. Nhưng từ giữa những năm 90, đây đã trở thành bộ phận cơ bản của nền kinh tế. Năm 1996, các FIE trực tiếp thuê 222,000 công nhân và đóng góp 7,4% GDP. Năm 2006, con số này đã tăng lên gần 1.130.000 nhân viên và 17,1% GDP (Bảng 14). Như đã đề

¹³ Số FDI thực hiện ở đây khác với FDI trong BOP.

¹⁴ Intel đã quyết định đầu tư 1 tỷ USD cho dây chuyền sản xuất chất bán dẫn và kiểm tra điều kiện ở Việt Nam. Không chỉ giới hạn cho Việt Nam, mà còn là dấu hiệu xu hướng tăng trưởng ở Việt Nam. Cũng trong lĩnh vực này, Hong Thai - Foxcom (Đài Loan, Trung Quốc) dự định đầu tư 5 tỷ USD trong 5 năm tới ở các địa điểm khác nhau của Việt Nam. Để sản xuất hàng điện tử, máy tính, từ máy ảnh số đến máy nghe nhạc và linh kiện máy tính.

Bảng 13. FDI tích lũy tính đến 10/2007 so với tháng 10/2004.

	Dự án	%thay đổi	Vốn đăng ký (triệu USD)	% thay đổi	Vốn đăng ký (triệu USD)	% thay đổi
Công nghiệp và xây dựng	5.418	61,2	46.114	74,9	21.258	19,4
Nông nghiệp	911	32,4	4.306	26,6	2.085	25,5
Dịch vụ	1.387	89,0	24.346	56,0	7.618	17,3
Tổng	8.166	62,6	74.766	64,8	30.961	19,3

Nguồn: Dữ liệu được MPI cung cấp và tính toán của tác giả.

cập từ trước, khu vực FIE hiện đang là lực lượng quản lý hoạt động xuất khẩu của Việt Nam và sự phát triển của nhiều ngành công nghiệp chế tạo như dệt và may mặc; máy và thiết bị văn phòng, kế toán và vi tính; thiết bị điện và máy; radio và thiết bị máy móc liên lạc; và thiết bị y học, quang học chính xác; động cơ, thiết bị vận tải và đồ dùng (Phụ lục A).

Bảng 14. Đóng góp của các FIE cho nền kinh tế Việt Nam.

	1992	1996	2000	2004	2005	2006
Đóng góp của FIE cho GDP(%)	2,0	7,4	13,2	15,1	16,0	17,1
Tỷ trọng FDI trong tổng đầu tư (%)	22,0	26,0	18,0	15,5	15,7	16,4
Xuất khẩu của các FIE, trừ đầu thô (triệu USD)	112	920	3320	8601	11.144	14.620
Tỷ lệ xuất khẩu của các FIE (%)	5,3	23,4	22,2	33,1	34,4	36,9
Số nhân viên trong các FIE(1,000 người)	n. a	220	397	739	935	1.129

Nguồn: MPI.

Tuy nhiên, FDI vẫn hạn chế ảnh hưởng của việc thừa nhân công và phân chia lợi nhuận trong mạng lưới sản xuất khu vực. Việt Nam thường xây dựng mô hình đối tác thương mại tương tự như trong trường hợp của các nền kinh tế Đông Á khác, nhưng chỉ trong giai đoạn đầu (Khung 2).

3.2 Viện trợ phát triển chính thức

Viện trợ phát triển chính thức (ODA) bắt đầu thực hiện từ năm 1993 và cùng với FDI, đã góp phần quan trọng cho phát triển đầu tư và tăng trưởng GDP tại Việt Nam. Từ 1993-2007, tổng ODA cam kết cho Việt Nam đạt 41,2 tỉ USD, trong đó 30,7 tỉ USD (hay 74,5%) đã được ký, và 19,7 tỉ USD (hay 47,9%) đã được giải ngân (Hình 15).

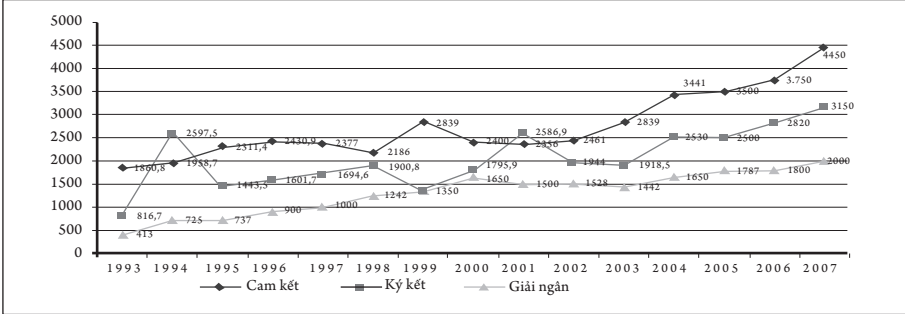
Khung 2. Sự hợp tác của Việt Nam trong mạng lưới sản xuất khu vực

Nói chung, Việt Nam đang đi theo mô hình đối tác thương mại theo kinh nghiệm của các nền kinh tế Đông Á, tuy nhiên vẫn ở trong giai đoạn đầu của hợp tác thương mại khu vực (Võ Trí Thành 2006).

- **Thứ nhất**, các nền kinh tế Đông Á bắt đầu giai đoạn tăng trưởng dựa trên việc xuất khẩu các sản phẩm có mức độ thâm dụng lao động cao nhưng họ dần nâng cao lợi thế so sánh hướng tới việc tăng cường vốn và các sản phẩm có hàm lượng công nghệ cao. Hiện tại, việc xuất khẩu máy móc của Việt Nam đang tập trung vào các sản phẩm có mức độ thâm dụng lao động cao như dệt và may mặc, tất, và đồ dùng giá trị thấp trong chuỗi giá trị sản xuất.
- **Thứ hai**, Đông Á đã chứng kiến sự mở rộng nhanh chóng của việc mua bán các hàng hoá trung gian như các linh kiện, bộ phận máy móc và sự tăng cường việc buôn bán nội bộ ngành. Việt Nam dường như đang đi theo một mô hình quen thuộc. Chỉ số buôn bán nội bộ ngành ở Việt Nam đã tăng từ 2,2 năm 1985 lên 19,0 năm 2000, nhưng nhỏ hơn nhiều so với các nền kinh tế Đông Á khác. Đông Á trở thành nguồn xuất khẩu linh kiện và bộ phận cho sản xuất công nghiệp lớn nhất của Việt Nam.
- **Thứ ba**, trong khi việc buôn bán các hàng hoá trung gian chủ yếu là trong khu vực Đông Á, phần lớn thị trường của các sản phẩm tài chính vẫn ở ngoài khu vực. Khi nghiên cứu tại Việt Nam, có thể nhận thấy vai trò ngày càng quan trọng của EU và Hoa Kỳ với tư cách là những điểm đến lý tưởng của xuất khẩu Việt Nam. Do qui định trong Hiệp định thương mại song phương Việt Nam-Hoa Kỳ, xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ đã tăng từ 1,05 tỉ USD năm 2001 lên khoảng 5,0 tỉ USD năm 2004.
- **Thứ tư**, Trung Quốc ngày càng nâng cao vai trò là một đối tác thương mại, đặc biệt là hàng hoá trung gian và các bộ phận ở Đông Á. Trung Quốc cũng trở thành một đối tác thương mại quan trọng của Việt Nam, tuy nhiên đi cùng với cả các đặc trưng của thương mại "Bắc-Nam" và thâm hụt lớn của phía Việt Nam (thâm hụt tăng từ 0,2 tỉ USD năm 2001 lên hơn 5 tỉ USD năm 2006¹³).

¹³ Lưu ý rằng trong những năm gần đây ASEAN -5 có thặng dư thương mại lớn với Trung Quốc

Hình 15. Giá trị ODA đã được cam kết, ký kết và giải ngân (1993-2007)



Nguồn: MPI

Trong những năm từ 1993-2005, ODA chiếm khoảng 11,4% tổng đầu tư và 50% đầu tư từ ngân sách quốc gia (MPI 2005). Cho tới nay, việc phân bổ ODA ở Việt Nam đang dành sự ưu tiên chủ yếu cho những vùng phát triển. Tuy nhiên ODA cũng cần được phân bổ một cách đồng đều hơn: những khu vực kém phát triển hơn cần nhận được nhiều ODA hơn.

Bảng 15 chỉ ra các lĩnh vực và khu vực mà ODA tập trung. Bao gồm cả việc phát triển cơ sở hạ tầng, giảm đói nghèo (riêng ở những khu vực đơn lẻ), phát triển nguồn nhân lực và nâng cao năng lực. ODA khuyến khích sự tăng cường và hình thành các luật quan trọng như Luật doanh nghiệp, Luật đất đai, Luật đầu tư, Luật cạnh tranh và Luật chống tham nhũng. Các dự án tài trợ ODA cũng giúp tăng cường năng lực quản lý của lãnh đạo và nhân sự các bộ, các lĩnh vực và địa phương, và nâng cao tính chuyên nghiệp cũng như trình độ tiếng Anh một cách đáng kể.

Bảng 15. Cơ cấu ODA đã ký theo lĩnh vực và khu vực (1993-2005)

Lĩnh vực/ khu vực	Tổng ODA	Vay nợ	Trợ cấp
Phát triển nông nghiệp và nông thôn, giảm đói nghèo	14%	10%	4%
Năng lượng và công nghiệp	21%	20%	1%
Vận tải và viễn thông	25%	24%	1%
Khoa học và công nghệ và môi trường	12%	9%	3%
Chăm sóc sức khỏe, giáo dục và đào tạo, phát triển xã hội	10%	5%	5%
Khác	18%	14%	4%
Tổng trợ cấp	100	100	

Nguồn: MPI.

Bên cạnh các thành tựu đáng khích lệ với kết quả ấn tượng là sự gia tăng nhanh ODA, việc huy động và sử dụng ODA vẫn còn những yếu kém và hạn chế, đó là ¹⁴:

- Nhận thức và hiểu biết hạn chế về bản chất của ODA, trong nhiều trường hợp còn quan niệm ODA là một "món quà miễn phí;"
- Sự chậm trễ trong hướng dẫn/cụ thể hoá các phương hướng, nguyên tắc chỉ đạo, chính sách và chiến lược liên quan tới việc huy động và sử dụng ODA vào các chương trình và dự án cụ thể mà trong một số trường hợp, đã dẫn tới sự bị động của các cơ quan chính phủ trong việc hợp tác với các nhà tài trợ;
- Sự kết hợp lỏng lẻo giữa các ban ngành và năng lực nhân sự yếu kém trong việc quản lý và sử dụng nguồn vốn ODA. Nguồn nhân lực liên quan tới các dự án và chương trình tài trợ bằng ODA vẫn yếu về năng lực chuyên môn, kĩ năng hợp tác quốc tế và ngoại ngữ. Những qui định về thể chế và hoạt động của các đơn vị quản lý các chương trình và dự án tài trợ bằng ODA vẫn chưa đầy đủ;
- Việc quản lý ODA và hành lang pháp lý trong sử dụng ODA đã cho thấy có nhiều sự mâu thuẫn: những mâu thuẫn giữa các văn bản pháp lý về quản lý; thực hiện và phân bổ ODA; thiếu tính thi hành trong các văn bản pháp lý liên quan đến thực hiện và huy động ODA; sự thiếu kết hợp giữa qui trình quản lý và thủ tục của Việt Nam và nhà tài trợ, làm giảm hiệu quả đầu tư và tăng chi phí giao dịch;
- Hạn chế trong kiểm soát và định giá các chương trình và dự án ODA. Nguyên nhân còn chưa ngã ngũ của hạn chế này là do thiếu những hành động kỷ luật nghiêm khắc và thích đáng liên quan tới việc báo cáo tài chính, thanh toán và điều chỉnh việc thực hiện.

3.3 Danh mục các dòng vốn đầu tư

Sự phát triển, viễn cảnh của nền kinh tế và thị trường chứng khoán Việt Nam đã thu hút nhiều nhà đầu tư nước ngoài. Các dòng đầu tư chứng khoán của nước ngoài (FPI), cùng với sự có mặt của một số quỹ đầu tư nước ngoài đã thực sự trở thành một hiện tượng trong năm 2006. Các dòng đầu tư chứng khoán nước ngoài ước tính chiếm 2,2% và 10,4% GDP tương ứng trong các năm 2006 và 2007 (Phụ lục B). Các nhà đầu tư chứng khoán nước ngoài có một sở thích thường thấy là thích đầu tư vào thị trường vốn Việt Nam do sự mong muốn các tài sản rủi ro càng cao-lợi nhuận càng cao và tăng cường tính thanh khoản trong nền kinh tế toàn cầu.

¹⁴ Xem Viện Kinh tế Việt Nam (2007).

Năm 2005 Việt Nam có 436 nhà đầu tư nước ngoài, trong đó có 38 tổ chức đầu tư và 389 nhà đầu tư cá nhân. Tuy nhiên, số lượng các tài khoản nước ngoài đã tăng gần 20 lần từ năm 2005 tới 8.140 năm 2007. Tỷ trọng thương mại của các nhà đầu tư nước ngoài khá cao, chiếm 21% tổng tỷ trọng thương mại năm 2006. Con số này đã tăng lên 29% tính đến cuối năm 2007. Năm 2007, giá trị giao dịch đã tăng nhanh tới khoảng 55% giá trị giao dịch thị trường (Đặng Đức Anh, 2008).

Năm 2006, có khoảng 1,3 tỉ USD FPI tại Việt Nam, trong đó 70% được đầu tư vào cổ phiếu, trái phiếu và bất động sản, và 30% được gửi trong hệ thống ngân hàng. Năm 2007, FPI tăng mạnh tới 7,4 tỉ USD (Phụ lục B).

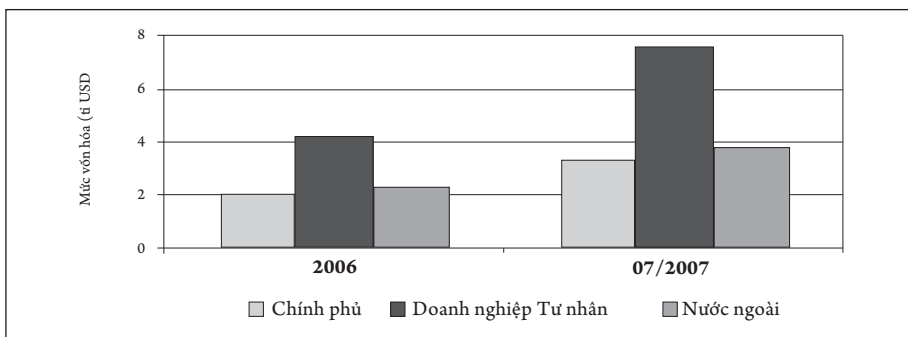
Sự tham gia của các đối tác nước ngoài lớn và giàu có, bao gồm cả Việt kiều ở Nga và Đông Âu, đã góp phần thúc đẩy sự bùng nổ về tài chính và đầu tư vào thị trường bất động sản.

- Tháng 5 năm 2007, ước tính các nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ 25% tổng giá trị vốn hoá của sàn HOSE hay chỉ khoảng gần 4 tỉ USD (Hình 16). Con số này cao hơn số dòng vốn thực sự đi vào vì nó được gia tăng bởi thặng dư vốn sau khi đầu tư.
- Việc mua bán vốn cổ phần được coi là một hoạt động đầu tư chiến lược ở nhiều lĩnh vực khác nhau, đặc biệt là trong các hoạt động tài chính, bất động sản, năng lượng và phát triển cơ sở hạ tầng.

Từ nửa sau của năm 2006, các nhà đầu tư nước ngoài đã hướng sự quan tâm nhiều hơn đến trái phiếu chính phủ và trái phiếu doanh nghiệp. Sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài đã đóng góp cho sự tăng trưởng của thị trường trái phiếu chính phủ cấp hai tại Hà Nội. Như đã đề cập từ trước, có 75% trái phiếu của EVN và 95% của Vinashin được bán cho các nhà đầu tư nước ngoài.

Sự tăng trưởng FPI đã đề cập ở trên được giải thích rõ ràng hơn khi nghiên

Hình 16. Tổng mức vốn hoá trên sàn HOSTC theo chủ sở hữu



Nguồn: HOSTC.

cứu trên cơ sở sự dịch chuyển của các khoản mục trên BOP. Lượng kiều hối tăng mạnh, từ 0% GDP năm 1990 lên 5,1% GDP năm 2000, và cao hơn tới 6,2% GDP năm 2006 và 8,7% GDP năm 2007 (Phụ lục B). IMF (2006) ủng hộ cách thức đầu tư gián tiếp vào Việt Nam do lượng kiều hối có mối tương quan tỷ lệ thuận với những điều kiện kinh tế thuận lợi ở Việt Nam, môi trường đầu tư được cải thiện và sự thông thoáng hơn của môi trường chính sách, đặc biệt là vào cuối những năm 90.¹⁵ Một khảo sát nhỏ đã chỉ ra rằng phần lớn lượng kiều hối được đầu tư vào bất động sản và thị trường chứng khoán.

3.4 Các dòng vốn chảy vào và sự ổn định kinh tế vĩ mô

Trong 5 năm gần đây, thâm hụt thương mại tăng cao nhưng vẫn thấp hơn thâm hụt cán cân vãng lai của những năm 90. Ước tính năm 2007 là năm thâm hụt cán cân vốn rất cao đạt 9,9% GDP. Hơn nữa, cách tài trợ thâm hụt cán cân thương mại trong những năm gần đây đã thay đổi. Vào giữa những năm 90, thâm hụt thương mại và cán cân vốn được hỗ trợ nhiều bởi FDI. Nhưng từ năm 2005, các lượng kiều hối và các dòng đầu tư gián tiếp đóng vai trò ngày càng quan trọng trong tài trợ thâm hụt thương mại.¹⁶ Ngoài ra, nhờ các dòng vốn lớn, dự trữ ngoại hối được tích lũy rất nhanh, tăng từ 3,0 tỉ USD năm 2000 tới 11,5 tỉ USD năm 2006, và cao hơn tới mức cao kỉ lục khoảng 23 tỉ USD (32,3% GDP) tính đến cuối năm 2007.

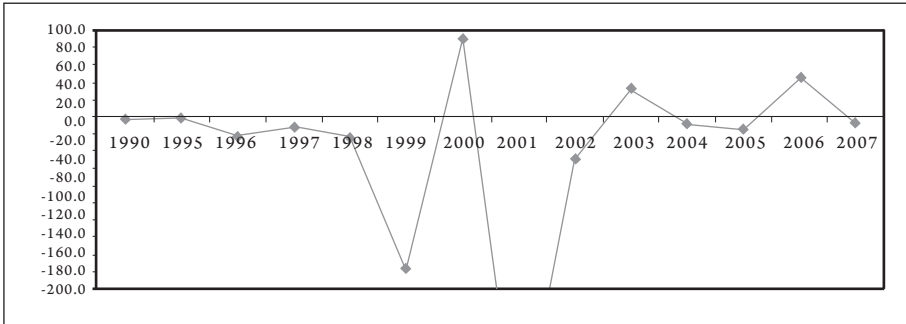
Kể từ hiệp định về tái cơ cấu nợ với Liên bang Nga năm 2000, nợ nước ngoài của Việt Nam thực sự đã giảm. Ở các hạng mục có liên quan, tỷ lệ nợ nước ngoài giảm từ 41,1% GDP năm 2000 xuống khoảng 30,2% GDP năm 2006 và 30,8% GDP năm 2007 (IMF). Tỷ lệ nợ trong lĩnh vực dịch vụ (hiện nay là 5-6%) là một tỷ lệ tốt nằm trong một mức có thể kiểm soát được. Tuy nhiên vẫn còn vài vấn đề cần quan tâm:

- Việc tài trợ bằng nợ đã tạo nên phần lớn các luồng vốn đi vào do đó, các chi phí tài trợ thâm hụt cán cân vốn có thể tăng;
- Các luồng FDI thường kéo theo các khoản vay thương mại lớn; Hiệu quả sử dụng vốn, đặc biệt là trong khu vực công cộng, là thấp. Thêm vào đó, việc phát hành trái phiếu Chính phủ trên thị trường quốc tế cho các DNNN vay luôn kèm theo vấn đề rủi ro đạo đức;
- Các sai sót và điều chỉnh trong BOP phần nhiều là do lỗi thống kê đã phản ánh những thiếu sót trong việc kiểm soát các dòng vốn ngắn hạn (Hình 17). Thêm vào đó, ở một mức độ nào đó, nó cũng làm giảm tỷ trọng thương mại của Việt Nam.

¹⁵ Ví dụ, tiền gửi không phải chịu thuế và có thể rút bằng ngoại tệ

¹⁶ Xem phụ lục B để có thêm chi tiết về BOP của Việt Nam

**Hình 17. Các sai sót và điều chỉnh trong BOP của Việt Nam
(% số dư tài khoản vốn)**



Nguồn: Tính toán từ Phụ lục B.

Như đã đề cập từ trước, sự gia tăng của các luồng vốn, đặc biệt trong giai đoạn 2006-2007, đi kèm với sự mở rộng tín dụng trong nước, lạm phát và giá trị tài sản tăng cao. Tuy nhiên ở một mức độ nhất định, kết quả lại phụ thuộc vào phản ứng từ các chính sách kinh tế vĩ mô quan trọng.

4. Các vấn đề tài chính chủ yếu và phản ứng từ các chính sách hiện nay

Bất chấp khả năng giữ vững được tốc độ tăng trưởng cao trong trung hạn, khả năng bị tổn thương của sự tăng trưởng kinh tế và các hệ thống tài chính vẫn còn tồn tại ở Việt Nam. Có một số lý do cho vấn đề đáng quan tâm này. Trong một phạm vi nhất định, nền kinh tế Việt Nam vẫn dựa nhiều vào các nguồn lực đầu tư nước ngoài để che lấp thiếu hụt giữa đầu tư - tiết kiệm. Trong khi đó, khả năng thị trường nội địa hấp thụ một cách có hiệu quả các nguồn lực này là khá hạn chế và nền kinh tế phụ thuộc khá lớn vào hệ thống ngân hàng vẫn còn tương đối yếu kém. Hơn nữa, nền kinh tế có thể phải chịu sóng gió bởi các cú sốc về thương mại và dòng vốn quốc tế hay một cuộc suy thoái kinh tế.

Hệ thống ngân hàng

Vấn đề đầu tiên liên quan tới những khoản cho vay không còn hiệu quả (NPL) của ngành ngân hàng. Điều này đã giảm đáng kể trong những năm gần đây nhưng tính bền vững của chất lượng các khoản vay trong tương lai vẫn rất đáng nghi ngờ. Một vài nhân tố có thể làm tăng các khoản NPL tương lai. Hiệu quả đầu tư của DNNN và đầu tư công cộng thấp, và mâu thuẫn về quyền lợi phát sinh liên quan tới việc đi vay phát hành trái phiếu của các DNNN có thể dẫn tới việc

người vay mất khả năng thanh toán. Thêm nữa, rủi ro đi kèm với các khoản vay liên quan tới thị trường bất động sản và thị trường chứng khoán là một khả năng khá lớn đối với các NHTMCP trong bối cảnh lạm phát cao và cơn sốt tài sản.

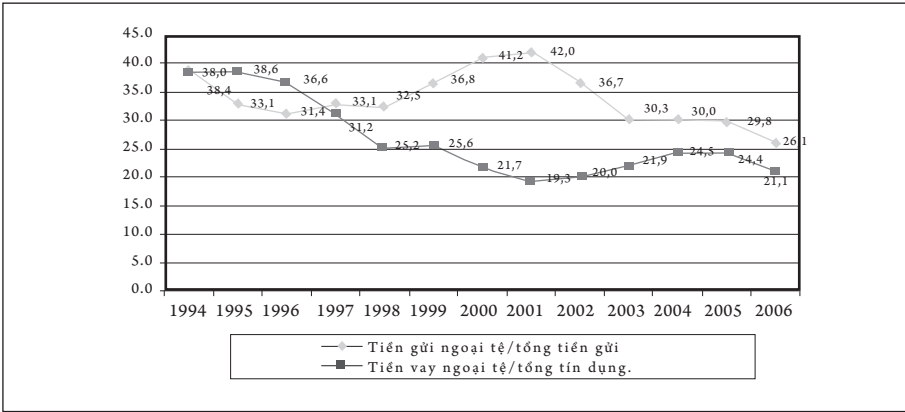
Tất nhiên, một trong những giải pháp quan trọng cùng với tái cơ cấu hệ thống ngân hàng là cải cách khu vực DNNN. Từ năm 2005, cải cách DNNN đã thay đổi một cách đáng kể về bản chất, tập trung vào các DNNN lớn đã cổ phần hoá thành công và được niêm yết trên thị trường chứng khoán. Một vài tập đoàn kinh doanh nhà nước được thành lập, hy vọng sẽ nâng cao khả năng cạnh tranh trong môi trường mới và thị trường quốc tế nhờ tăng hiệu quả kinh doanh và năng lực quản lý. Lúc đầu, sự chuyển đổi các DNNN chỉ là thử nghiệm; tuy nhiên sau đó đã lan sang hầu hết các DNNN và họ tham gia vào rất nhiều hoạt động kinh doanh khác nhau, kể cả hoạt động tài chính. Cũng đã có những lo lắng về sự minh bạch của quá trình cải cách các DNNN và việc quản lý rủi ro của các tập đoàn kinh doanh này.

Ngành ngân hàng còn phải đối mặt với sự mất cân đối đã kéo dài trong suốt một thời gian (mất cân đối về kỳ hạn và tiền tệ). Thông thường, tiền gửi ngắn hạn chiếm khoảng 75% tổng tiền gửi, tuy nhiên tỉ lệ các khoản vay trung và dài hạn trong tổng tín dụng tăng từ 22% năm 1995 lên khoảng 40% trong những năm gần đây (con số này cao hơn nhiều đối với các NHTMCP trong năm 2007). Cùng thời gian đó, các ngân hàng thương mại chỉ được phép sử dụng khoảng 25-30% tiền gửi ngắn hạn để làm các khoản vay trung và dài hạn. Những rủi ro này dường như đã được thổi phồng khi xuất hiện cho vay trực tiếp và mâu thuẫn phát sinh, đặc biệt là khi liên quan tới các khoản vay để mua bất động sản đáng ngờ và các dự án lớn khác.

Mất cân đối về tiền tệ diễn ra khốc liệt nhất trong giai đoạn 1999-2002 do tiền gửi bằng ngoại tệ giảm mạnh còn các khoản vay bằng ngoại tệ thì lại tăng mạnh, tương ứng tỉ lệ tiền gửi bằng ngoại tệ trên tổng tiền gửi và tổng dư nợ (Hình 18). Chênh lệch này đã được thu hẹp, tuy nhiên vẫn còn có vấn đề do sự nhạy cảm của mất cân đối về tiền tệ đối với biến động của tỉ giá hối đoái và lãi suất, đặc biệt trong bối cảnh đôla hoá ở cấp độ khá cao.¹⁷ NHNNVN đã cố gắng ngăn chặn đôla hoá. Tuy nhiên, đây không phải là một nhiệm vụ dễ dàng vì một số chính sách mâu thuẫn nhau vẫn đang cùng có hiệu lực (ví dụ như các chính sách khuyến khích chuyển tiền) và trong bối cảnh vẫn đang có các dòng vốn chảy vào.

¹⁷ Tính bằng tỉ lệ tiền gửi ngoại tệ trên tổng phương tiện thanh toán, đôla hoá ở Việt Nam vẫn giữ ổn định ở mức 20-23% vào giữa những năm 90. Xu hướng này bắt đầu tăng vào năm 1997 đạt được mức cao nhất là 31,7% vào năm 2001, trước khi giảm xuống 24,4% vào năm 2005 và dưới 20% vào năm 2007

Hình 18. Tỷ lệ tiền gửi ngoại tệ trên tổng tiền gửi và vay nợ ngoại tệ trên tổng tín dụng



Nguồn: NHNNVN và tính toán của tác giả.

Vấn đề nhất quán trong chính sách kinh tế vĩ mô nên được xem xét một cách rõ ràng hơn. Theo Johnston và Otker-Robe (1999), sự nhất quán giữa các chính sách tiền tệ và tỉ giá hối đoái là có thể đạt được, vì mối quan hệ giữa tỉ giá hối đoái và lãi suất tại thời điểm và tính bền vững của sự kết hợp giữa các chính sách này qua thời gian. Sự nhất quán tại thời điểm có thể được thể hiện tốt nhất bởi các điều kiện đảm bảo hay không đảm bảo ngang giá lãi suất (CIP và UIP).¹⁸ Hai chỉ tiêu ngang giá này thể hiện mối quan hệ phụ thuộc lẫn nhau giữa lãi suất trong nước và tỷ giá hối đoái tại một thời điểm, khi các nhà đầu tư quan tâm tới lợi nhuận khác nhau từ những tài sản tài chính khác nhau nhằm tối đa hoá lợi nhuận từ danh mục đầu tư của mình. Sự nhất quán về chính sách qua thời gian sẽ xác định tính bền vững của sự pha trộn chính sách đã lựa chọn. Rủi ro và chi phí của kiểu thiếu nhất quán về chính sách này là sự thiếu hiệu quả của chính sách tiền tệ và khuyến khích các hoạt động đầu cơ. Điều này có thể được minh họa bởi hai nghiên cứu điển hình sau: sự tăng mạnh của đôla hoá trong suốt giai đoạn 1998-2001, và cuộc "khủng hoảng mini" giai đoạn 1996-1997 (Khung 3).

Tình hình hiện tại dường như được giữ ổn định do sự sút giảm của lãi suất USD và sự tăng lãi suất của VND (Bảng 16). VND trở nên hấp dẫn hơn USD (một lý do của sự giảm mức độ đôla hoá). Điều này góp phần khuyến khích đầu

¹⁸ Phương trình CIP là: $i_{t,k} = i^*_{t,k} + fd$; tại $i_{t,k}$ và $i^*_{t,k}$ là tỉ số doanh thu trên tài sản trong và ngoài nước có cùng kỳ hạn hoặc được xác định, không tính việc đơn vị của chúng là những tiền tệ khác nhau, và fd là chiết khấu kì hạn trên đồng nội tệ cho kì hạn này. UIP sẽ có tác dụng nếu các nhà đầu tư được coi là bàng quan với rủi ro, dự đoán được hình thành một cách hợp lý, và tỉ lệ mất giá dự đoán trong tương lai của đồng nội tệ ($\Delta set, t+k$) bằng điểm kỳ hạn: $i_{t,k} = i^*_{t,k} + \Delta set, t+k$

tư bằng VND – cơ sở cho hoạt động đầu tư bằng ngoại tệ như trái phiếu địa phương, thị trường bất động sản, thị trường vốn, vay ngoại tệ để nhập khẩu (đưa ra lãi suất cao và dự đoán sự ổn định/lên giá của tỷ giá danh nghĩa). Một số hình thức đầu tư có thể chính là đầu cơ.

Khung 3. Đôla hoá, Mất cân đối kép và Các hoạt động đầu cơ

Theo các điều kiện của thuyết UIP, có thể thấy rằng trong suốt giai đoạn 1997-2001, trong điều kiện tỉ giá hối đoái sụt giảm nhiều hơn so với lãi suất VND, công chúng sẽ chuyển sang đầu tư bằng USD (Bảng 16). Đó là riêng trường hợp năm 2000 khi FED tăng lãi suất cơ bản lên mức cao. Do việc kiểm soát vốn, các ngân hàng thương mại cố gắng thu hút tiền gửi ngoại tệ để gửi tiền ở nước ngoài nhằm hưởng chênh lệch lãi suất. Tiền gửi nước ngoài tăng một cách ấn tượng, từ 537 triệu USD năm 1998 lên 2,088 tỉ USD năm 2000 và 1,197 tỉ năm 2001 (Phụ lục B). Nói cách khác, sự nhất quán trong chính sách kinh tế vĩ mô ủng hộ việc giữ USD là yếu tố cơ sở quyết định chính của hiện tượng đôla hoá mạnh giai đoạn 1999-2001, và trong những trường hợp nhất định việc này khuyến khích các ngân hàng thương mại đầu tư tăng giá tiền tệ hơn là tập trung vào đầu tư có hiệu quả.

Cuộc khủng hoảng nhỏ giai đoạn 1996-1997 là một minh hoạ khác cho mối nguy hiểm của chính sách kinh tế vĩ mô thiếu đồng bộ và vấn đề mất cân đối kép (Võ Trí Thành và các tác giả 2008). Năm 1996 lãi suất VND rất cao đã thu hút lượng tiền gửi ngân hàng tăng đáng kể, trong khi tín dụng lại khó phát triển do lãi suất cho vay cao và việc điều chỉnh thắt chặt hạn mức tín dụng. Dự trữ trong các ngân hàng thương mại tăng đáng kể và nhiều ngân hàng còn có dự phòng vượt mức (một số ngân hàng thậm chí còn không nhận thêm tiền gửi). Việc này đã tạo thêm động lực khuyến khích các ngân hàng vượt ra khỏi sự kiểm soát của chính phủ. Việc phát hành thư tín dụng (LC) là một cách né tránh vì tính đến thời điểm đó các LC không được tính trong hạn mức tín dụng. Các LC được coi như một hoạt động ngoài bảng cân đối kế toán của ngân hàng, tạo sự mờ ảo trên bảng cân đối kế toán của các ngân hàng.

Các doanh nghiệp cũng cố gắng tránh việc điều chỉnh giới hạn vay ngoại tệ (chỉ các nhà nhập khẩu và liên quan đến nhập khẩu khác có thể nhận các khoản vay bằng ngoại tệ). Mặc dù vào thời điểm đó Việt Nam đã áp đặt việc hạn chế nhất định CA và KA, nhưng các luồng ngân quỹ từ nước ngoài thông qua thanh toán trả dần theo LC nằm ngoài những hạn chế đó.

Bảng 16. Lãi suất tiết kiệm hàng năm của USD và VND, 1992 - 2007 (%)

năm	CPI lạm phát cơ bản	tỷ lệ giảm giá VND	Lãi suất tiết kiệm VND	Lãi suất tiết kiệm VND	Doanh thu VND tính theo USD	Lãi suất tiết kiệm USD	Chênh lệch tỷ lệ
	0	1	2	(3)=(2)-0	(4) = (2)-1	5	(6)=(4)-(5)
1992	17,5	-8,13	34,10	16,60	42,23	4,05	38,18
1993	5,2	2,62	20,40	15,20	1778	3,20	14,58
1994	14,5	1,92	16,80	2,30	14,88	3,50	11,38
1995	12,7	-0,33	16,80	4,10	17,13	4,50	12,63
1996	4,5	0,33	9,60	5,10	9,27	4,80	4,47
1997	3,6	11,57	9,60	6,00	-1,97	5,00	-6,97
1998	9,2	12,70	9,60	0,40	-3,10	5,00	-8,10
1999	0,1	0,89	5,25	5,15	4,36	4,70	-0,34
2000	-0,6	3,54	4,45	5,05	0,91	4,43	-3,52
2001	0,8	3,90	5,95	2,15	2,05	3,00	0
2002	0,95	4,0	2,11	7,20	3,20	5,09	2,50
2003	3,0	2,20	7,40	4,40	5,20	2,50	2,70
2004	9,4	0,040	7,70	-1,70	7,30	2,60	4,70
2005	8,4	0,90	8,40	0,00	7,50	4,20	3,30
2006	6,7	0,87	8,80	2,10	7,93	4,70	3,23
2007	12,6	-0,20	9,10	-3,50	9,30	5,00	4,30

Lưu ý: cuối chu kỳ tỷ giá được sử dụng để tính toán tỷ lệ khấu hao.

Nguồn: Nguyễn Thu Hồng 2002 cho thời điểm tính đến năm 2001 và kết quả tính toán của tác giả cho giai đoạn 2002 - 2007

Các doanh nghiệp trong nước được các ngân hàng thương mại bảo lãnh các khoản vay thương mại bằng LC trả dần. Trên thực tế, điều này tương đương với việc các doanh nghiệp vay các khoản vay ngoại tệ ngắn hạn từ nước ngoài thông qua các ngân hàng thương mại trong nước. Hơn nữa, trong một môi trường với lãi suất VND rất cao và các khoản vay ngoại tệ bị hạn chế, nhưng với tỉ giá hối đoái ổn định và cứng nhắc như một cách đảm bảo ngầm của chính phủ ngăn chặn rủi ro ngoại hối, nên đương nhiên có một sự kích lệ lớn cho các doanh nghiệp trong nước vay nợ từ nước ngoài. Do đó cả các ngân hàng thương mại và các doanh nghiệp đều có động lực cho vay và vay qua các LC.

Kết quả là, các doanh nghiệp trong nước (cả DNNN và doanh nghiệp tư nhân) vay một khối lượng lớn các khoản vay bằng USD ngắn hạn. Dư nợ của các LC ước tính đã tích lũy được đến 1,5 tỉ USD tính đến đầu năm 1997. Các luồng tiền ròng từ nợ ngắn hạn tăng đáng kể, từ khoảng 120 triệu USD năm 1993 và 1994 lên 311 triệu USD năm 1995 và 224 triệu USD năm 1996. Con số này càng trở nên lớn hơn vào năm 1997.

Hậu quả thật nghiêm trọng. Thứ nhất, nó làm mức độ thâm hụt CA đến mức đáng báo động (Phụ lục B). Thứ hai, phần lớn các khoản vay ngắn hạn được chuyển vào thị trường đầu cơ bất động sản, dẫn tới một sự bùng nổ thị trường bất động sản. Nhưng sau đó thị trường đi xuống, vào đầu năm 1997, khi các doanh nghiệp đó không thể trả nổi các khoản nợ. Thứ ba, nó làm suy yếu hệ thống ngân hàng và toàn bộ khu vực tài chính. Khoảng 40% các LC (tương đương 3% GDP) được các ngân hàng thương mại đảm bảo đã trở thành các khoản nợ xấu.

Kết quả là, các NHTMNN và một số NHTMCP khác không trả các khoản nợ ngắn hạn được đảm bảo trên, dẫn tới mối lo về mức dự trữ ngoại hối và khả năng của Việt Nam không thực hiện được các cam kết tài chính quốc tế. NHNNVN phải dùng tới dự trữ ngoại tệ để bảo lãnh cho các ngân hàng thương mại này. Ước tính khối lượng dự trữ ngoại tệ giảm tính đến khoảng 5 tuần nhập khẩu. Xếp hạng tín dụng của Việt Nam bị hạ thấp từ BB xuống C.

Hơn nữa, sự thiếu trách nhiệm của các ngân hàng đã làm giảm hiệu quả của chính sách tiền tệ do công cụ kiểm soát trực tiếp đã không còn tác dụng, làm sai lệch mức cung tiền. Thêm nữa, việc này tạo áp lực lên tỉ giá hối đoái. Do sự tăng mạnh về nhu cầu ngoại hối vào cuối năm 1996 và đầu năm 1997, NHNNVN đã mở rộng biên độ giữa tỉ lệ bán và mua ngoại hối từ 1% đến 5% vào tháng 1 năm 1997. Hơn thế nữa, giữa năm 1997, NHNNVN đã đặt ra các giới hạn chặt chẽ về khối lượng LC trả chậm và kiểm soát chặt nghiệp vụ bảo lãnh LC của các ngân hàng thương mại. Với các mặt hàng nhập khẩu trên danh mục hàng hoá hạn chế nhập khẩu, mức ký quỹ được đưa ra là tương đương 80% mỗi LC thay vì mức 0-30% như trước. Kết quả là, trong nửa năm cuối 1998, giá trị thanh toán LC chậm giảm từ khoảng 350 triệu USD xuống 200 triệu USD vào cuối năm 1998.

Một vấn đề khác phát sinh là khả năng quản lý ở cả tầm vi mô và vĩ mô không thể tiến kịp qui mô phát triển mới của khu vực ngân hàng. Trên thực tế, vẫn còn những yếu kém trong ngành ngân hàng cũng như yếu kém trong khả năng tài chính của các ngân hàng thương mại (CAR thấp, dự trữ thấp và chất lượng các

khoản vay cũng thấp) và quản lý rủi ro kém. Theo một khảo sát của Ernst & Young, việc áp dụng của các ngân hàng có đến 19/25 nguyên tắc (3/25) không hoàn toàn tuân theo Các qui tắc cơ bản BASEL (Nguyễn 2007). Hơn nữa, việc kém phát triển của hành lang pháp lý cùng với khả năng quản lý và kiểm soát hạn chế của các cơ quan chính, NHNNVN, Bộ tài chính và Ủy ban chứng khoán nhà nước, khiến cho các hoạt động ngân hàng kém minh bạch và dễ bị đổ vỡ hơn. Như Võ và những người khác (2007) đã đề cập,

Hệ thống ngân hàng Việt Nam vẫn có thể đổ vỡ do khả năng giám sát, kiểm soát và quản lý còn hạn chế. Giám sát và kiểm soát tại chỗ là một trở ngại lớn do nguồn nhân lực không đáp ứng được. Trong khi đó, giám sát từ xa không thể đáp ứng yêu cầu hiện nay về thu nhận và xử lý thông tin. Giám sát cho vay cũng chưa bao quát hết được tất cả các tổ chức tài chính liên quan tới tín dụng do thiếu sự hợp tác hiệu quả giữa các cơ quan có thẩm quyền và việc quản lý hệ thống tài chính dựa vào tổ chức vẫn luôn tồn tại. Các hoạt động và chuẩn mực quốc tế mới được chấp nhận gần đây; tuy nhiên các chuẩn mực quản lý ngân hàng thường vẫn chưa đáp ứng được sự giám sát của CAMEL và BASEL.

NHNNVN hiện nay vẫn đang tiến hành những cải cách triệt để nhằm trở thành một ngân hàng trung ương hiện đại, tương đối độc lập. Chính phủ cũng bắt đầu cải cách hệ thống giám sát hoàn toàn nhằm thiết lập một hệ thống giám sát riêng lẻ mới như FSA (Financial Service Authorities) tại Vương quốc Anh.

Thị trường cổ phiếu và trái phiếu

Trong suốt thời kỳ bùng nổ thị trường cổ phiếu, mối quan tâm lớn nhất của các nhà lãnh đạo Việt Nam chính là làm thế nào để kiểm soát các hoạt động đầu cơ đang khiến cho thị trường chứng khoán không ổn định và cùng với đó, là làm thế nào để thu hút những khoản đầu tư dài hạn vì sự phát triển của toàn bộ nền kinh tế. Đối mặt với những thử thách như vậy, tháng 12 năm 2006, SSC đã liên tục cảnh báo các nhà đầu tư về những rủi ro song hành với sự nóng lên quá mức của thị trường đang phát triển, cùng với đó là những biện pháp kiểm chế các khoản vay ngân hàng đang đổ vào các công ty chứng khoán. Trong vòng vài ngày, SSC công bố sáu biện pháp tăng cường điều chỉnh giá và kiểm soát hoạt động của thị trường chứng khoán, bao gồm: (i) tạm hoãn việc nâng mức cổ phần tối đa của các nhà đầu tư nước ngoài trong các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán như đã cam kết; (ii) hợp tác với NHNNVN kiểm soát việc cho vay đầu tư vào chứng khoán, các giao dịch mua lại và các giao dịch khác liên quan tới việc cầm cố chứng khoán của các ngân hàng thương mại; (iii) kiểm tra các công ty chứng khoán được cho là phân biệt đối xử giữa các khách hàng và/hay lạm dụng thông tin; (iv) yêu cầu các công ty được niêm yết phải công khai các kết quả hoạt động kinh doanh và tài chính trong năm 2006 cho các nhà đầu tư khi có những

thay đổi thích hợp trên thị trường; (v) đăng ký lại các văn phòng đại diện của các quỹ đầu tư nước ngoài tại Việt Nam; và (vi) phát triển việc công bố thông tin để các nhà đầu tư có thể đưa ra các quyết định đầu tư tốt hơn sau khi đã nhận được thông tin chính xác, toàn diện.

Tuy nhiên, hoạt động của thị trường chứng khoán lại chứng minh rằng các biện pháp chính sách như vậy không thực sự hiệu quả lắm. Chưa có dấu hiệu rõ ràng nào của sự giảm nhiệt cơn sốt này (Hình 9). Để bảo vệ sự ổn định của hệ thống ngân hàng nói riêng và toàn bộ hệ thống tài chính nói chung, với nỗi lo rằng các khoản vay cầm cố chứng khoán có thể sẽ trở thành NPL, vào tháng 4 năm 2007, NHNNVN đã quyết định đưa ra giới hạn mức trần 3% trên tổng cho vay cầm cố chứng khoán (Nghị định 03/QĐ-NHNN). Chỉ số VN-Index sau đó đã dao động với chiều hướng ngày càng giảm.

Sự phát triển của thị trường chứng khoán tại Việt Nam đương nhiên phụ thuộc rất nhiều vào quá trình cải cách các DNNN. Để nhận biết rõ vấn đề này, Chính phủ đã tập trung cải cách các DNNN lớn với kế hoạch hành động cụ thể. Theo một kế hoạch được thông báo ra công chúng, hiện nay có khoảng 2.100 DNNN, 1.500 trong số đó đang hoặc sẽ cổ phần hoá trong giai đoạn 2006-2010. Thông báo này cũng đề nghị đóng cửa 80 doanh nghiệp và các công ty lớn sẽ đưa ra công chúng. Thêm vào đó, 550 DNNN đã được cổ phần hoá vào năm 2007. Tuy nhiên, năm 2007, chỉ có 65% trong số các DNNN này cổ phần hoá thành công. Khi các chỉ số của thị trường chứng khoán giảm, chính phủ đã theo dõi sự đánh đổi giữa thặng dư vốn có thể có được do phát hành lần đầu ra công chúng (IPO) và việc thi hành lịch trình cải cách đã cam kết của các DNNN. Đến lượt nó, điều này tạo nên một sự mất cân bằng nghiêm trọng trong thị trường chứng khoán. Với việc phát hành IPO của một vài doanh nghiệp nhà nước lớn (ví dụ Đạm Phú Mỹ, Công ty bảo hiểm Việt Nam Bảo Việt, và Vietcombank), sự nhạy cảm của thị trường chính là điều chính phủ lo lắng về việc tạo ra thặng dư vốn cao hơn từ những IPO như vậy.

Hơn nữa, cũng có nhiều vấn đề cần quan tâm liên quan đến vai trò của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước (SCIC), được thành lập năm 2005 gần như theo mô hình của Singaporean Temasek. Mục đích của SCIC là xoá bỏ các mâu thuẫn về lợi ích liên quan trực tiếp tới các bộ hay các tỉnh và tìm ra cách sử dụng vốn nhà nước tổng thể và hiệu quả hơn thông qua việc đa dạng hoá cổ phiếu của nhà nước tại các công ty này, bao gồm cả bán tối đa phần vốn nhà nước tại doanh nghiệp, và tìm kiếm đối tác chiến lược. SCIC cũng xác định sẽ tăng tính minh bạch khi sử dụng vốn nhà nước, bao gồm cả trong các hoạt động của các tổ chức được trao quyền. Mặc dù SCIC là tổ chức hoạt động nhằm mục đích lợi nhuận, nhưng liệu có thể trở thành một công cụ thị trường hay không. Các rủi

ro do mối quan hệ giữa chủ thể - người đại diện có thể phát sinh nếu không có sự kiểm soát hiệu quả đối với SCIC và SCIC không có đủ kinh nghiệm trong việc giải quyết các hoạt động tài chính phức tạp (xem thêm về SCIC trong Khung 4).

Khung 4. Vai trò của SCIC

SCIC bắt đầu hoạt động từ tháng 8 năm 2006 để quản lý cổ phần của nhà nước trong các DNNN đã cổ phần hoá. Các công ty quan trọng trong danh mục này bao gồm VinaMilk, Pacific Airlines, FPT, và Bảo Minh. Đến cuối tháng 3 năm 2007, SCIC được chuyển giao quyền sở hữu từ 433 DNNN đã cổ phần hoá với tổng giá trị trên sổ sách khoảng 3,4 nghìn tỉ đồng. Đến cuối năm 2007, SCIC dự tính sẽ được chuyển giao quyền sở hữu 1.033 doanh nghiệp, không tính các ngân hàng, trong đó nhà nước nắm giữ 7,2 nghìn tỉ theo giá trị trên sổ sách và giá trị thị trường ước tính là 36 nghìn tỉ đồng.

SCIC xếp hạng các DNNN đã cổ phần hoá thành 3 nhóm, A, B, và C. Họ tập trung vào đẩy mạnh hoặc tái cơ cấu các doanh nghiệp Nhóm A, các công ty hoạt động trong các lĩnh vực chiến lược đối với nền kinh tế. Các doanh nghiệp nhóm B có tiềm năng tốt sẽ được ủng hộ để niêm yết trên thị trường chứng khoán. Nhóm C bao gồm các công ty mà ở đó nhà nước không cần phải đầu tư trong dài hạn. SCIC sẽ bán dần cổ phần của nhà nước tại các công ty trong nhóm này. Năm 2007, họ có kế hoạch bán cổ phần tại 50 công ty với tổng giá trị trên sổ sách khoảng 227 tỉ đồng (14,2 triệu USD).

Một vấn đề cần được làm rõ đó là vai trò của SCIC trong mối quan hệ với các tổng công ty hay tập đoàn kinh tế hoạt động dưới hình thức công ty mẹ - công ty con. Hiện nay, cũng có thể nhận thấy rằng SCIC sẽ nhận được quyền sở hữu đối với từng trường hợp cụ thể. Theo báo cáo, với hai ngân hàng được cổ phần hoá cuối năm ngoái, Vietcombank và MHB, họ đã được Thủ tướng Chính phủ chỉ đạo để bàn giao quyền sở hữu.

Nguồn: World Bank (2007).

Cho tới nay, phản ứng chính sách đối với việc phát triển một thị trường trái phiếu hiệu quả là một quá trình khá dài, vẫn còn thiếu sót và không phù hợp. Thị trường cổ phiếu có thể tồn tại khi thị trường trái phiếu kém phát triển. Thị trường trái phiếu tại Việt Nam vẫn còn rất khiêm tốn và thiếu các yếu tố cấu thành quan trọng dưới đây¹⁹:

¹⁹ Ví dụ xem APF and ADBI (2001), và Jeffrey and Pomerleano (2002).

- Một hành lang pháp lý tốt với hiệu quả của hệ thống toà án;
- Thông tin có chất lượng cao tuân theo các chuẩn mực kế toán và công bố thông tin một cách nghiêm túc, chặt chẽ;
- Hình thành các tổ chức xếp hạng rủi ro và công bố thông tin một cách độc lập;
- Một hệ thống thanh toán bù trừ hiệu quả và đáng tin cậy;
- Một số hình thức ưu đãi về thuế trong thời kỳ phát triển đầu tiên.

Hơn nữa, thị trường trái phiếu ở Việt Nam gần như vẫn bị chi phối bởi trái phiếu chính phủ. Tuy nhiên, tăng cường vai trò của Chính phủ như một tổ chức phát hành trên thị trường sơ cấp vẫn là một việc làm cần thiết.

Cùng với mở cửa nền kinh tế, việc hội nhập toàn diện vào thị trường trái phiếu khu vực và quốc tế là không thể tránh được. Việt Nam đã tham gia hợp tác tài chính khu vực ở tất cả các qui mô, bao gồm hệ thống giám sát khu vực, Sáng kiến Chiang Mai (CMI), phát triển thị trường trái phiếu khu vực, hợp tác tỷ giá và chính sách tiền tệ. Tuy nhiên, hiệu quả của những sự hợp tác như vậy rất hạn chế và đương nhiên phụ thuộc rất nhiều vào việc liệu nước ta có thể phát triển hiệu quả thị trường trái phiếu trong nước hay không. Thực tế hợp tác trong liên kết thị trường chứng khoán ASEAN và trong thị trường chứng khoán khu vực chủ yếu vẫn còn trên lý thuyết và chưa đi vào thực tế.

Các luồng vốn nước ngoài²⁰

Việt Nam tiếp tục đi theo con đường đúng đắn nhằm thu hút FDI với môi trường đầu tư ngày càng tự do và trung lập. Hiện nay, Chính phủ đã chuyển hướng điều chỉnh thống nhất đầu tư trong và ngoài nước, mục tiêu là tạo ra một sân chơi bình đẳng cho các nhà đầu tư trong nước và nước ngoài. Các cam kết với WTO, đặc biệt là các cam kết trong khu vực dịch vụ, khá sâu rộng và ưu tiên FDI. Tuy nhiên, những trở ngại chính vẫn tồn tại như tệ quan liêu và tham nhũng, hệ thống văn bản không đồng bộ, không thực sự rõ ràng và những thay đổi về chính sách không thể dự báo trước. Bước tiến chậm chạp hiện nay trong việc thực hiện FDI²¹ đã bộc lộ những trở ngại chính trong thu hút FDI hiệu quả mà nguyên nhân là do những yếu kém trong cơ sở hạ tầng và thiếu nhân công có kỹ thuật.

Các dòng ODA là kết quả của việc phát triển từ một nhóm các cam kết giữa Chính phủ Việt Nam và hiệp hội các nhà tài trợ như trong Cam kết Hà Nội

²⁰ Nghị định 22/1999/ND-CP là văn bản pháp luật đầu tiên về các luồng vốn FDI. Từ đó đã có một vài sự nới lỏng các giao dịch và vay nợ ngoại hối cho mục đích đầu tư trực tiếp nước ngoài.

²¹ FDI đã thực hiện trong tổng FDI cam kết năm 2006 và 2007 chỉ tương ứng 41,0% và 37,8%. Con số này thấp hơn nhiều so với năm 2005 (84,7%) và trung bình của giai đoạn 1988-2007 (52,7%).

(HCS) về tính hiệu quả của viện trợ (Bảng 17). Riêng trong năm 2006, Chính phủ ban hành Nghị định 131/2006/ND-CP (thay thế Nghị định 17/2001/ND-CP năm 2001) nhằm đẩy nhanh tốc độ phân quyền quản lý và sử dụng ODA, trao trách nhiệm đầy đủ cho các đơn vị thực hiện dự án trong việc đánh giá, chấp nhận và thực hiện các chương trình/dự án tài trợ bằng ODA. Tuy nhiên, một số thiếu sót trong lĩnh vực này như tính hiệu quả của các chương trình chống tham nhũng còn chưa cao và thiếu khả năng kiểm soát và quản lý, đặc biệt ở cấp địa phương, bắt buộc phải có những giải pháp toàn diện hơn. Cuối cùng nhưng không phải kém quan trọng nhất, các chương trình hợp tác giữa khu vực công cộng – tư nhân (PPP) rõ ràng và có hiệu quả hay không vẫn còn là một câu hỏi.

Liên quan đến các luồng đầu tư và thương mại trong tự do hoá dịch vụ, tài chính và thực hiện các cam kết WTO, các tổ chức nước ngoài (FIE) được phép chuyển sang các công ty nắm giữ cổ phần (từ năm 2004). Chính phủ cũng đưa ra hướng dẫn về việc người nước ngoài mua và bán chứng khoán tại sàn giao dịch. Hơn nữa, Quy định về quản lý ngoại hối ban hành tháng 12 năm 2005 cho phép các cá nhân được vay nợ nước ngoài và các thành phần kinh tế trong nước cho nước ngoài vay nếu họ đáp ứng được các yêu cầu cần thiết. Ngay sau đó đã xuất hiện một số vấn đề không thể kiểm soát nổi liên quan tới việc quản lý nợ nước ngoài. Kết quả là, NHNNVN đã phải trì hoãn việc ban hành Thông tư hướng dẫn việc thực hiện Quyết định. Đó là một sự phản ứng. Mặc dù cán cân vốn hiện nay tương đối cởi mở đối với các luồng vốn, Việt Nam vẫn cần phải xem xét cẩn thận hơn về việc tự do hoá hoàn toàn cán cân vốn cũng như cải thiện hệ thống kiểm soát tài chính.

Các chính sách kinh tế vĩ mô

Trong một nền kinh tế mở cửa cho các luồng vốn, *sự nhất quán về chính sách qua thời gian* đòi hỏi các nhà lãnh đạo phải vừa có các cam kết thật mạnh mẽ áp

Bảng 17. Các nguyên tắc trọng tâm của Cam kết Hà Nội

Chủ sở hữu	Chính phủ là người lãnh đạo/chủ sở hữu chương trình phát triển
Liên kết	Nhà tài trợ sử dụng các kế hoạch, hệ thống và các thủ tục của chính phủ trong phạm vi tốt nhất có thể:
Phối hợp	Nhà tài trợ và chính phủ phối hợp cùng nhau tìm cách phân phối viện trợ
Nghiệm thu kết quả	Chính phủ chấp nhận việc kiểm soát dựa trên kết quả, và nhà tài trợ sử dụng các khung kết quả của chính phủ bất cứ lúc nào có thể vì mục tiêu hiệu quả.
Tính chịu trách nhiệm giữa hai bên	Nhà tài trợ và chính phủ đồng ý cùng nhau chịu trách nhiệm để đạt hiệu quả giữa việc viện trợ.

Nguồn: PGAE (2005).

đặt một mức tỷ giá hối đoái cố định lại vừa phải theo đuổi một mức tỷ giá linh động. Tuy nhiên, hiệu quả của việc duy trì sự nhất quán trong chính sách kinh tế vĩ mô lại chịu sức ép của "Bộ ba bất khả thi" hay "tam bất khả thi" quen thuộc, biểu thị việc không thể cùng tồn tại cả ba yếu tố ổn định tỉ giá hối đoái, sự di chuyển tự do của các luồng vốn quốc tế, và sự độc lập của chính sách tiền tệ.²² Các nhà tạo lập chính sách có thể có một số chính sách kinh tế vĩ mô phản ứng lại các dòng vốn như lựa chọn, linh động trong việc nâng giá tỉ giá hối đoái danh nghĩa/tỉ giá hối đoái linh hoạt, và chính sách tài khoá thắt chặt. Các giải pháp chính sách khác như tự do hoá các dòng vốn chảy ra, kiểm soát các dòng vốn vào, và tự do hoá thương mại cũng có thể được thực hiện. Tính hiệu quả của những chính sách này được trình bày trong Phụ lục C.

Phụ lục C chỉ ra rằng không một chính sách riêng lẻ nào là hoàn hảo để đối phó với một làn sóng các dòng vốn trong điều kiện phải đạt được cả mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô và tăng trưởng kinh tế. Sự linh động trong tỷ giá hối đoái và tăng giá nội tệ dường như là phản ứng hiệu quả nhất đối với các luồng vốn lớn bởi giúp tránh được những tác động bên ngoài trước những phản ứng chính sách khác. Nhưng nó cũng có thể tạo ra sự thiếu nhất quán trong chính sách mà điều này phụ thuộc rất nhiều vào các điều kiện bên ngoài, như vị thế của ngoại tệ mà đồng nội tệ đang gắn vào. Dần dần điều đó sẽ tạo điều kiện cho các dòng vốn ngắn hạn đầu cơ. Sự lựa chọn này thường tốn kém và không hiệu quả, tuy nhiên vẫn là phương pháp được sử dụng rộng rãi nhất vì các nhà tạo lập chính sách thường phải miễn cưỡng tăng tỉ giá hối đoái do lo sợ bị mất khả năng cạnh tranh trong xuất khẩu và kết quả là tốc độ tăng trưởng kinh tế thấp hơn. Chính sách tài khoá thắt chặt có thể là một lựa chọn tốt, tuy nhiên sẽ phải đối mặt với những hạn chế, đặc biệt trên giác độ tiếp nhận và thực hiện. Hơn nữa, điều này có thể dẫn tới đầu tư ít hơn và do vậy, là một tốc độ tăng trưởng kinh tế thấp hơn nếu đầu tư công vẫn chiếm một phần lớn trong tổng đầu tư.

Hiện nay, việc điều tiết chính sách tiền tệ của NHNNVN tỏ ra khá phức tạp vì phải đối mặt với hai vấn đề được gọi là sự thiếu nhất quán trong chính sách kinh tế vĩ mô (Bảng 16) và "tam bất khả thi" do các luồng vốn tăng nhanh, đặc biệt trong năm 2007. NHNNVN đã phải cân bằng giữa sự ổn định tỉ giá hối đoái và chính sách lạm phát. Về cơ bản có hai tranh cãi chính dẫn tới tình thế tiến thoái lưỡng nan mà NHNNVN đang phải đối mặt. Đầu tiên là việc tăng tỷ giá có thể làm ảnh hưởng tới xuất khẩu và tốc độ tăng trưởng kinh tế; tuy nhiên dựa trên

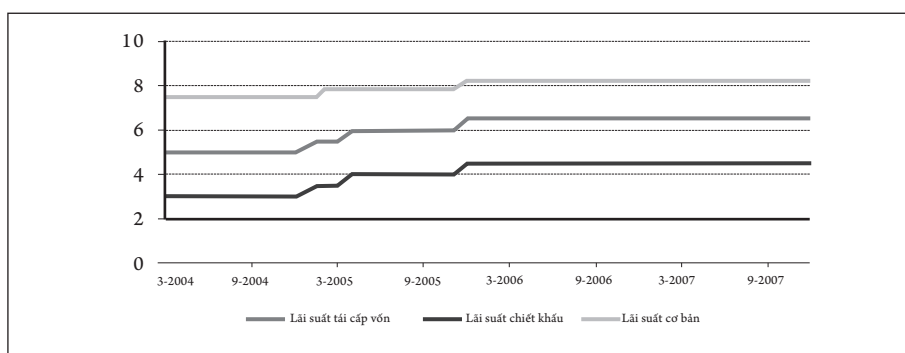
²² Nếu một nước cố gắng đạt được sự ổn định về tỷ giá và sự độc lập về tiền tệ, họ cần đưa ra những biện pháp kiểm soát về vốn. Nếu họ cố gắng hội nhập đầy đủ về tài chính và độc lập về tiền tệ, họ phải chấp nhận chính sách tỷ giá thả nổi. Nếu họ cố gắng đạt được sự ổn định về tỷ giá và hội nhập tài chính đầy đủ, thì mức tỷ giá cố định rất chặt chẽ như một hệ thống mở rộng tiền tệ hay một liên minh tiền tệ có thể được xem xét

kinh nghiệm lịch sử, NHNNVN đã theo đuổi một chính sách giảm giá VND xuống khá thấp nhằm phát triển xuất khẩu. Thứ hai là việc để VND tự tăng giá dường như là đồng nhất với các nguyên tắc kinh tế vĩ mô và quản lý ngoại hối của nhiều nền kinh tế Đông Á và thêm vào đó, đó có thể là một dấu hiệu cho nền kinh tế rằng VND không còn chỉ luôn bị giảm giá (JP Morgan 2007). Vậy trên thực tế đâu là lựa chọn của NHNNVN?

Thông thường, NHNNVN và chính phủ quan tâm nhiều hơn tới tác động tiêu cực có thể xảy ra của việc giảm xuất khẩu và sự xuống dốc của tăng trưởng kinh tế. Vào tháng 1 năm 2007, NHNNVN đã mở rộng giới hạn lãi suất VND/USD từ $\pm 0,25\%$ lên $\pm 0,5\%$ dao động quanh lãi suất tham chiếu hàng ngày. Lãi suất VND/USD chỉ nâng 0,2% trên danh nghĩa trong cả năm 2007. Cùng thời điểm đó, NHNNVN giữ nguyên tất cả các mức lãi suất chính thức như lãi suất tái cấp vốn, lãi suất chiết khấu và các lãi suất cơ bản kể từ đầu năm 2006 nhằm đưa ra một dấu hiệu ổn định cho thị trường (Hình 19), mặc dù lãi suất được các ngân hàng thương mại đưa ra đều tăng nhẹ (Bảng 16). Trong khi đang ổn định tỷ giá hối đoái danh nghĩa, NHNNVN cũng nhanh chóng tích lũy dự trữ ngoại hối, đã tăng từ 11,5 tỉ USD năm 2006 lên 23 tỉ USD cuối năm 2007.

Do lạm phát tăng cao trong nửa đầu năm 2007,²³ NHNNVN chỉ cố gắng thanh lọc tính thanh khoản quá mức thông qua nghiệp vụ thị trường mở (OMO) và yêu cầu tăng dự trữ. Theo báo cáo, NHNNVN đã đều đặn rút bớt tiền từ lưu thông tới 11.000-14.000 tỉ VND (688-875 triệu USD) mỗi tuần kể từ tháng 5

Hình 19. Điều hành lãi suất của NHNNVN (% Năm)



Nguồn: NHNNVN.

²³ Trong cả năm 2007, giá xăng dầu tăng bốn lần - vào các tháng 1, tháng 3, tháng 5 và tháng 11 và giảm một lần vào tháng 8. Kết quả là, giá/lít tăng từ 10.500 đồng lên 13.000 đồng (hay 23,8%).

năm 2007. Vào cuối năm, con số này đã tăng lên tới 15.000-16.500 tỉ VND (938-1.031 triệu USD) (Ngân hàng thế giới, 2007). Từ tháng 6 năm 2007, NHNNVN lại tăng yêu cầu dự trữ. Đối với tiền gửi bằng VND dưới 12 tháng, mức dự trữ bắt buộc tăng từ 5% lên 10%; với tiền gửi VND trên 12 tháng và dưới 24 tháng, từ 2% lên 4%. Tương tự, các tỉ lệ đối với tiền gửi ngoại tệ từ 8% lên 10% và từ 2% lên 4%.

Tuy nhiên sự thanh lọc thật thiếu hiệu quả và tốn kém (CIEM 2008). Cung tiền (cả tổng phương tiện thanh toán và tín dụng trong nước) tăng mạnh trong năm 2007 khi so với những năm trước đây kể từ năm 2003, vốn đã cao (Bảng 6). Tỉ lệ lạm phát tăng từ 9,4% năm 2004, 8,4% năm 2005 và 6,7% năm 2006, lên đến 12,6% năm 2007. Chính phủ đã nhận ra sự "lúng túng" của NHNNVN trong việc điều hành chính sách tiền tệ, vốn được coi là nguyên nhân chính của lạm phát ngày càng cao, cùng với nguyên nhân chi phí đẩy và cầu kéo. Thêm nữa, trong bối cảnh USD suy yếu và giá hàng hóa quốc tế ngày một tăng, việc giữ ổn định tỉ giá VND/USD danh nghĩa cũng đồng nghĩa với việc tiếp nhận đáng kể ảnh hưởng của lạm phát thế giới.

Để tỏ ra hiệu quả hơn trong điều tiết cung tiền, NHNNVN trong vài tháng gần đây đã đưa ra một số biện pháp chính sách:

- Tính đến cuối tháng 12 năm 2007, biên độ VND/USD được mở rộng lên $\pm 0,75\%$ một cách thận trọng và kết quả là, tỉ lệ VND/USD danh nghĩa tăng thêm 0,3% qua hai tháng đầu của năm 2008;

Tháng 1, hạn mức cho vay để đầu tư vào chứng khoán chuyển từ 3% tổng dư nợ thành 20% vốn điều lệ, điều này sẽ hạn chế sự phát triển tiềm năng của các loại hình tín dụng này;

- Từ ngày 1 tháng 2 năm 2008, yêu cầu tỉ lệ dự trữ bắt buộc đã tăng lên 11% (từ 10%) đối với tiền gửi dưới 12 tháng bằng VND và ngoại tệ, và lên 5% (từ 4%) đối với tiền gửi trên 12 tháng và dưới 24 tháng;
- Cũng từ 1 tháng 2 năm 2008, tất cả các lãi suất chính thức cũng tăng, từ 6,5% lên 7,5% đối với lãi suất tái cấp vốn, từ 4,5% lên 6,0% cho lãi suất chiết khấu, và từ 8,25% lên 8,75% với lãi suất cơ bản;
- Riêng trong tuần thứ hai của tháng 2 năm 2008, NHNNVN quyết định phát hành hối phiếu 365 ngày trước ngày 17 tháng 3 năm 2008 trị giá 20.300 tỉ VND với lãi suất coupon 7,8% và yêu cầu 41 ngân hàng thương mại mua.

Ngay trong những ngày tiếp theo, có thể nhận ra một số NHTMCP, những nơi đang gặp vấn đề về không cân đối vì một phần đáng kể các khoản vay trung và dài hạn (đầu tư vào thị trường bất động sản và tiêu dùng hàng hoá lâu bền), sẽ không có đủ thanh khoản để đáp ứng các chính sách mới. Thị trường liên ngân hàng trở nên nóng quá mức với lãi suất qua đêm là 25-30%. Kết quả của sự "khủng

hoàng thanh khoản" này là NHNNVN buộc phải bơm thêm 33.000 tỉ đồng. Tuy nhiên, các ngân hàng nhỏ đang trong tình cảnh khó khăn về điều kiện thanh khoản vì họ giữ các tín phiếu kho bạc/hối phiếu do NHNNVN phát hành. Họ tăng lãi suất tiền gửi bằng VND hàng năm lên 14,6% để huy động càng nhiều tiền gửi càng tốt. Cuộc đua lãi suất tiền gửi giữa các ngân hàng thương mại bắt đầu. Nó chỉ lắng xuống vào cuối tháng 2 năm 2008 khi NHNNVN trực tiếp yêu cầu tất cả các ngân hàng thương mại không được tăng lãi suất tiền gửi hàng năm lên trên 12% và hứa sẽ đáp ứng khả năng thanh khoản của hệ thống ngân hàng thông qua thị trường liên ngân hàng với các mức lãi suất hợp lý.

Sự khủng hoảng thanh khoản một lần nữa đặt ra câu hỏi cái giá phải trả sẽ là bao nhiêu nếu chính sách giữ sự ổn định tỷ giá hối đoái danh nghĩa vẫn cứ tiếp tục cùng tồn tại với sự chênh lệch kỳ hạn trong hệ thống ngân hàng hay thậm chí chỉ ở một vài ngân hàng thương mại (do khả năng kiểm soát yếu kém) và các hành động chính sách không thích hợp dẫn tới những sự thiếu nhất quán về chính sách kinh tế vĩ mô nghiêm trọng hơn. Thực tế là NHNNVN đã phải sử dụng tới một số biện pháp quản lý hành chính để kiểm soát những lĩnh vực có thể sẽ phải "trả giá" cao hơn do những bóp méo trong phân phối nguồn lực. Hành động này, mặc dù là tạm thời và cần thiết, nhưng cũng có thể coi là một bước lùi trong quá trình phát triển các công cụ tiền tệ.²⁴ Sự biến động của các biến số kinh tế vĩ mô trong hai tháng đầu năm 2008 sẽ làm cho các lựa chọn về chính sách trở nên phức tạp hơn. Lạm phát đã tăng hơn 6%.²⁵ Việc tăng lãi suất tiền gửi của các ngân hàng có thể giảm áp lực thanh khoản nhưng nó cũng tạo ra rủi ro cao hơn cho một số ngân hàng.

Chính sách tài khoá thắt chặt có thể là một cách ứng phó tốt đối với các dòng vốn đó. Nó bao gồm áp lực không được để xảy ra lạm phát và giảm áp lực lên việc nâng giá thực và làm tăng lãi suất. Tuy nhiên, cho đến nay, Việt Nam vẫn chưa có dự định thực sự nghiêm túc cho việc sử dụng chính sách tài khoá như một sự kết hợp với các chính sách tiền tệ và tỷ giá để đối phó với các luồng vốn vào. Trong một thời gian dài, chính sách tài khoá luôn tuân theo "qui tắc vàng", có nghĩa là ngân sách phải có tiết kiệm, ví dụ như tổng thu nhập phải cao hơn chi tiêu hiện tại (Bảng 18) và thâm hụt ngân sách không thể bù đắp bằng việc phát hành thêm tiền.

²⁴ Về cơ bản, NHNNVN tự do hoá lãi suất ngoại tệ và VND trong năm 2001 và 2002

²⁵ Lạm phát thường cao trong những tháng trước và sau Tết Nguyên Đán. Tuy nhiên lạm phát ở mức 6% vẫn còn là cao so với các tiêu chuẩn thông thường. Ảnh hưởng của hầu hết các công cụ tiền tệ hiện nay có thể sẽ được kiểm chứng sau này. Lưu ý rằng vào tháng 1, Chính phủ lại tăng lương cho viên chức lên 20% và cũng tăng giá xăng dầu từ 13.000 đồng/lít lên 14.500 đồng (hay 11,5%).

Tỉ lệ giảm thâm hụt ngân sách dường như khá nhỏ. Tuy nhiên, thâm hụt ngân sách lại khá lớn. Thu ngân sách vẫn dựa khá nhiều vào xuất khẩu dầu thô và thuế quan nhập khẩu. Xuất khẩu dầu thô dao động nhiều và hơn nữa, do một số vấn đề kỹ thuật, khối lượng dầu thô xuất khẩu cũng sẽ không tăng trừ khi tìm ra nguồn dầu mới. Xuất khẩu dầu thô giảm đáng kể sau một thời gian do việc tự do hoá thương mại (Bảng 18). Cũng không thể chắc chắn về hiệu quả của việc cải cách thuế (ví dụ thuế thu nhập cá nhân, thuế tài sản, v.v...) đối với thu nhập ngân sách. Về chi tiêu, chính phủ đang phải đối mặt với sức ép ngày càng tăng về phát triển cơ sở hạ tầng và điều chỉnh tăng lương cho người lao động khối hành chính (vì lạm phát càng cao, chính phủ lại phải đối mặt với vấn đề tăng lương trong một số thời điểm, mỗi lần trên 10%-20%, trong giai đoạn 2004-2008). Tuy nhiên, chi tiêu cho đầu tư được coi là không hiệu quả trong việc lựa chọn dự án và giải ngân (ít nhất 20-30% chi đầu tư có thể tiết kiệm được).

Bảng 18. Thu và chi ngân sách (2001-2007)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Tỷ lệ trong tổng số thu (%)							
Thu	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<i>Thu từ dầu thô</i>	24,5	21,4	18,6	21,6	27,5	29,5	21,97
<i>Thuế thương mại (thuế quan NK)</i>	21,4	25,5	19,6	15,5	17,0	15,7	18,12
Tỷ lệ trong tổng chi tiêu (%)							
Tổng chi	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<i>Chi tiêu cho SX</i>	31,0	30,5	28,5	25,8	27,2	27,1	27,6
<i>Chi tiêu hiện tại</i>	55,8	53,1	49,8	44,5	55,8	51,3	55,9
<i>Thanh toán trợ cấp và tiền lãi</i>	11,5	13,4	13,2	13,4	13,1	12,8	13,4
Tỷ lệ trong GDP (%)							
Tổng thu	22,3	23,1	28,2	31,4	26,8	27,8	27,4
Tổng chi	27,0	27,7	31,4	35,8	31,6	32,8	32,4
Số dư ngân sách	-4,7	-4,5	-3,3	-4,3	-4,9	-5,0	-5,0

Lưu ý: Khoản mục thứ 4 mới nhất của IMP tính toán thâm hụt tài chính là 6,9% năm 2007 (Trích dẫn từ ANZ 2008).

Nguồn: Bộ Tài chính và tính toán của tác giả.

4. Kiến nghị về chính sách

Viễn cảnh về sự phát triển của Việt Nam là khá tươi sáng dựa theo các con số dự báo sau: nền kinh tế gần như sẽ tiếp tục tăng trưởng ở mức trung bình hàng năm 8-9% trong những năm tới đây. Để thực hiện khẩu hiệu "Dân giàu, nước mạnh, xã hội công bằng, dân chủ và văn minh", mục tiêu phát triển chính mà Việt Nam đưa ra đã phản ánh những vấn đề được xác định là trọng tâm để phát triển đất nước, với sự quan tâm đúng mức tới cả các khía cạnh kinh tế và xã hội trong cuộc sống con người. Cụ thể, các mục tiêu đó là:

- Duy trì tốc độ tăng trưởng kinh tế cao;
- Xoá bỏ tình trạng của một nước nghèo trước năm 2010 (mục tiêu này có thể được hoàn thành trước năm 2008);
- Đẩy nhanh quá trình công nghiệp hoá, hiện đại hoá đất nước để đến năm 2020, Việt Nam về cơ bản là một nước công nghiệp hiện đại.

Mặc dù sự phát triển của hệ thống tài chính trong những năm gần đây đã có những thành tựu đáng kể nhưng cơ hội cho sự phát triển tài chính vẫn còn rất lớn. Việt Nam vẫn chủ yếu dựa vào các ngân hàng, trong khi các thị trường vốn vẫn còn là một lĩnh vực phát triển khá mới mẻ. Có thể nhận thấy hệ thống tài chính có một tương lai tươi sáng không chỉ nhờ tốc độ tăng trưởng kinh tế cao và đô thị hoá nhanh, mà còn bởi dân số Việt Nam còn rất trẻ, 60% dưới 35 tuổi. Một dẫn chứng thú vị đã chỉ ra, những người trẻ tuổi này là những người dễ thích nghi nhất với các dịch vụ tài chính và ngân hàng. Tuy nhiên, cơ hội trong các dịch vụ và hoạt động tài chính vẫn còn hạn chế. Khoảng 50% tiết kiệm hộ gia đình không được gửi trong các ngân hàng. Số tài khoản cá nhân trong các ngân hàng chỉ khoảng 8% tổng dân số và các dịch vụ ngân hàng bán lẻ ước tính chỉ chiếm khoảng 6% đến 12% thu nhập của ngành ngân hàng (VinaCapital 2006).

Tuy nhiên, vẫn còn những thử thách to lớn đối với Việt Nam nếu muốn đạt được các mục tiêu phát triển và tìm ra tiềm năng cho phát triển hệ thống tài chính. Đất nước vẫn đang trong thời kỳ quá độ, với mức thu nhập thấp, và cần nỗ lực cho công cuộc công nghiệp hoá. Một số khu vực vẫn tồn tại những yếu kém và dễ bị tổn thương, ví dụ như các DNNN, hệ thống tài chính và hiệu quả của đầu tư công, và một số khu vực khác. Các doanh nghiệp tư nhân hiện nay làm ăn khá phát đạt, tuy nhiên rất ít trong số họ có thể trở thành các doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực này. Hơn nữa, cơ sở hạ tầng vẫn còn kém phát triển. Đặc biệt là các dịch vụ cơ sở hạ tầng như vận tải và điện lực vẫn còn quá đắt và/hay không hiệu quả, dẫn tới chi phí cao khi kinh doanh tại Việt Nam. Kết quả tăng trưởng trong những năm trước đây rất ấn tượng, nhưng trong tương lai, Việt Nam vẫn cần các nguồn nhân lực và các tổ chức có năng lực tốt hơn. Tuy nhiên, dường như điều

này vẫn chưa tương ứng với những gì được cho là nguyên nhân của những yếu kém trong quản lý nhà nước và chất lượng của các hệ thống giáo dục và đào tạo. Tránh đói nghèo và bất bình đẳng thu nhập lan rộng, giảm rủi ro về xã hội và chi phí điều chỉnh của tự do hoá thương mại và hội nhập quốc tế là tất cả những thách thức mà Việt Nam cần giải quyết trên bước đường phát triển mạnh hơn và để có khả năng chống đỡ tốt hơn.

Cùng lúc đó, quá trình cải cách đang trở nên phức tạp hơn vì nó đụng chạm đến thị trường các yếu tố sản xuất và các DNNN lớn, những thành phần nhạy cảm với kinh tế - xã hội và liên quan tới khái niệm về định hướng xã hội chủ nghĩa. Hơn nữa, sự bất ổn về kinh tế vĩ mô và tính dễ bị tổn thương về tài chính vẫn còn là mối đe dọa, và ngày càng trở nên rõ ràng hơn khi đất nước hội nhập với kinh tế khu vực và thế giới (Bảng 19). Yếu tố tiềm ẩn đằng sau một mặt là sự chênh lệch giữa thực tế công việc kinh doanh hiện nay trong mối quan hệ với với các cơ hội kiếm tiền mới, mặt khác đó là những yếu kém trong quản lý của các tổ chức, doanh nghiệp tài chính và khả năng kiểm soát tài chính của các doanh nghiệp.

Bảng 19. Những dấu hiệu của khả năng tổn thương về tài chính của nền kinh tế Việt Nam

Các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô chủ yếu - cơ sở đánh giá		Bài học từ cuộc khủng hoảng kinh tế Châu Á - cơ sở đánh giá
1. Nâng cao VND	Áp lực cao.	1. Quy mô của các luồng vốn, đặc biệt là các luồng vốn ngắn hạn: khá rõ nét. 2. Quản lý/phân bổ các luồng vốn ngắn hạn: phần lớn vào thị trường bất động sản và thị trường chứng khoán. 3. Mức độ bất ổn về chính sách kinh tế vĩ mô: nghiêm trọng. 4. Chất lượng của việc kiểm soát tài chính và quản trị doanh nghiệp: phát triển thông qua "vừa học vừa rút kinh nghiệm" nhưng vẫn còn non kém.
2. Thâm hụt thương mại	Xu hướng tăng.	
3. Chỉ tiêu tư nhân	Dấu hiệu bùng nổ ở các thành phố.	
4. Chính sách tài khoá mở rộng	Thâm hụt ngân sách cao và áp lực trong cả đầu tư và chi tiêu hiện tại.	
5. Nợ nước ngoài	Xu hướng giảm tương đối, dường như mạnh hơn trong trung hạn.	
6. Tiết kiệm trong nước	Khá cao (30-31% GDP), nhưng khoảng cách đầu tư - tiết kiệm lớn và ngày càng mở rộng.	
7. Hiệu quả đầu tư	Giảm đầu những năm 2000, tuy lại tăng vào 3 năm gần đây, nhưng vẫn liên quan tới các DNNN và hiệu quả đầu tư công.	

Nguồn: Đánh giá của chính tác giả.

Có 3 nhân tố chủ yếu liên quan đến nhau và bổ sung cho nhau để đảm bảo tốc độ tăng trưởng và phát triển kinh tế bền vững: (i) các nền tảng của một nền kinh tế mạnh; (ii) một khu vực tài chính phát triển lành mạnh; và (iii) sự ổn định kinh tế vĩ mô. Do đó, việc lựa chọn gói chính sách cho Việt Nam nên hướng vào mục tiêu duy trì tốc độ tăng trưởng kinh tế cao và phát triển tài chính lành mạnh trong khi vẫn giảm được rủi ro kinh tế vĩ mô và tài chính. Đương nhiên, Việt Nam còn phải nhanh chóng tiến tới cải tổ kinh tế và tài chính cũng như các biện pháp chính sách cụ thể hơn để giải quyết những bất ổn về kinh tế vĩ mô hiện nay. Dưới đây là một số ý kiến về lựa chọn gói chính sách này.

Định hướng để cải cách mạnh hơn²⁶

Định hướng cải cách quan trọng đầu tiên và chủ yếu đối với Việt Nam là kiên quyết thực hiện công cuộc cải cách về thể chế, liên quan đến việc chuyển đổi các tổ chức kinh tế dưới sự lãnh đạo của nhà nước thành các tổ chức hoạt động hiệu quả hơn. Điều này không chỉ liên quan đến việc tạo lập khung pháp lý nhất quán hơn với nền kinh tế trên cơ sở thị trường và các cam kết quốc tế, mà quan trọng hơn, còn liên quan tới cả việc cải tổ các DNNN lớn và tạo lập một hệ thống quản lý và thực thi có hiệu quả.

Thứ hai là bắt đầu di chuyển dọc theo chuỗi giá trị, trong khi vẫn tận dụng toàn bộ các lợi thế cạnh tranh vốn có. Việt Nam cần phải: (i) đa dạng hoá các sản phẩm xuất khẩu và đẩy mạnh năng lực cạnh tranh phi giá cả; (ii) thu hút FDI hiệu quả; và (iii) nâng cấp cơ sở hạ tầng (đặc biệt là hệ thống giao thông vận tải và cung cấp điện năng) và lao động, và các kĩ năng quản lý (ở cả tầm vĩ mô lẫn vi mô) vì đó là hai trở ngại hiện nay đối với sự phát triển. Giờ đây Việt Nam cần phải làm gì để tối đa hoá lợi nhuận từ các dòng FDI hiệu quả. Trên cơ sở đó, việc nâng cấp tổng thể môi trường kinh doanh và tạo ra một sân chơi là vấn đề then chốt. Một môi trường tự do và trung lập sẽ tốt hơn nhiều các khuyến khích về tài chính để thu hút FDI. Điều này có thể làm được nhờ những cải tổ về thể chế, các nhân tố thị trường, phát triển nguồn nhân lực và giảm chi phí kinh doanh. Trong khi đầu tư công vẫn có vai trò quan trọng trong sự phát triển kinh tế, thì nên xem xét lại các khu vực có những tác động ngoại lai tích cực đến hoạt động kinh doanh như kiểm soát cơ sở hạ tầng và thông tin. ODA nên được sử dụng hiệu quả và rõ ràng hơn phù hợp với các nguyên tắc trọng tâm của Cam kết Hà Nội. Xây dựng khả năng tổ chức và nguồn nhân lực cho Việt Nam là điều then chốt vì việc phi tập trung hoá trong quản lý và sử dụng ODA đã thực hiện được tương đối. Sự tham gia ngày càng nhiều của các công ty nước ngoài và tư nhân vào các dự án

²⁶ Một số ý tưởng lấy từ Võ và những người khác (2007).

công cộng một cách tích cực cũng là dấu hiệu tiềm năng cho việc giảm dần gánh nặng vào đầu tư của nhà nước.

Thứ ba là nâng cao khả năng giám sát và thanh tra tài chính. Việc này cần phải có những sửa đổi bổ sung và nâng cấp khung pháp lý hiện hành để có thể tiếp nhận qui mô mới của các hoạt động tài chính và phát triển.²⁷ Các thống kê tài chính và BOP vẫn thiếu chính xác và chưa đồng bộ, chúng cũng không tuân thủ đúng theo các tiêu chuẩn quốc tế, mặc dù cũng đã có tiến bộ đáng kể về thu thập, xử lý và công bố thông tin. Trừ khi nâng cao được chất lượng, nếu không hệ thống cảnh báo sớm để ngăn ngừa những dấu hiệu xấu trong hệ thống tài chính cũng không thể phát triển và được sử dụng với độ tin cậy cao.

Những tổ chức điều hành chính sách quan trọng như Bộ Tài chính, UBCKNN và NHNNVN, hợp nhất thành một khối để ngăn ngừa các tai nạn có thể xảy đến đối với khu vực tài chính và sự di chuyển vốn. Điều này có thể giúp tiết kiệm chi phí, nhưng tính hiệu quả vẫn còn bị nghi ngờ. Như đã nhấn mạnh trong nghiên cứu của Corbett (2007), vẫn chưa có quan điểm đồng nhất về việc liệu một hệ thống phức tạp hay đơn nhất có thể làm việc tốt nhất. Các nước khác nhau chắc chắn cần các hệ thống khác nhau, và việc chuyển từ những đơn vị kiểm soát phức tạp sang một đơn vị đơn nhất, hợp nhất việc phối kết hợp kiểm soát là một quá trình phức tạp, có thể rất tốn kém. Một môi trường luật pháp chất lượng cao (lạm phát thấp v.v...) ủng hộ quyền tư hữu tài sản, thông tin minh bạch và qui luật thị trường quan trọng hơn việc xác định rõ ai điều chỉnh cái gì và bằng cách nào. Trong bất cứ trường hợp nào, NHNNVN cũng nên được đổi mới thành một ngân hàng trung ương hiện đại hơn và tương đối độc lập, trong khi đó thị trường tiền tệ cũng cần được phát triển với nhiều công cụ tiền tệ hơn cho cả NHNNVN và những đơn vị tham gia vào thị trường.

Thứ tư là phát triển một hệ thống tài chính vững chắc. Do các thị trường vốn vẫn đang trong giai đoạn đầu phát triển nên việc có một hệ thống ngân hàng vững mạnh là vấn đề sống còn. Cùng với việc tăng cường khả năng kiểm soát tài chính, còn có một yêu cầu cấp bách là nâng cấp quản lý rủi ro, áp dụng các tiêu chuẩn kế toán và kiểm toán quốc tế, tư nhân hoá các ngân hàng thương mại và nâng cao chất lượng nguồn nhân lực. Trong khi vẫn nghiêm chỉnh tuân theo BASEL I, thì việc chuyển hướng dần dần từ quản lý mức an toàn vốn sang quản lý rủi ro-trên cơ sở BASEL II cũng là cần thiết. Việc tránh NPL trong những năm sắp tới phụ thuộc nhiều vào việc kiểm soát vay nợ ra sao và quá trình cải cách DNNN.

Một hệ thống tài chính cân bằng hơn là mục tiêu lâu dài. Điều này không chỉ

²⁷ Hai luật, Luật NHNNVN và Luật các tổ chức tín dụng, đã được sửa đổi và bổ sung đáng kể

góp phần đẩy mạnh việc phân phối hiệu quả các nguồn lực và giảm rủi ro tài chính, mà còn cho cả việc hợp tác hiệu quả của Việt Nam trong hội nhập tài chính khu vực. Điểm mấu chốt chính là xây dựng các điều kiện cơ bản cho sự phát triển lớn mạnh của thị trường vốn. Việc này đòi hỏi phải thành lập và/hay tăng cường cho các tổ chức tài chính, thị trường trái phiếu chính phủ cấp hai, qui chế về tài chính, các công ty xếp hạng tín nhiệm, hệ thống toà án, các tiêu chuẩn kế toán và công bố thông tin, và qui định thanh toán bù trừ. Sự phát triển của thị trường chứng khoán còn phụ thuộc vào quá trình cổ phần hoá các DNNN lớn, những nơi mà ở đó năng lực quản lý và hiệu quả kinh doanh có thể được cải thiện đáng kể. Điều này cũng liên quan tới câu hỏi SCIC làm cách nào để có thể minh bạch và đủ thẩm quyền để thực hiện uỷ thác, và làm sao để tránh được vấn đề mâu thuẫn lợi ích. Hiện nay, một điều nữa cũng quan trọng nữa đối với Việt Nam là điều hành thị trường chứng khoán và thị trường tín dụng liên quan để chấm dứt việc mua bán nội gián, nâng cao chất lượng công bố và minh bạch thông tin cũng như tính chuyên nghiệp của các nhà đầu tư riêng lẻ.

Chính sách kinh tế vĩ mô phản ứng với tình hình thiếu ổn định của nền kinh tế vĩ mô hiện nay

Tất nhiên hiện nay việc lựa chọn chính sách kinh tế vĩ mô đã trở nên phức tạp hơn do sự thiếu nhất quán nghiêm trọng về chính sách (lạm phát cao, lãi suất danh nghĩa VND cao, hạ giá USD với lãi suất khá thấp, và áp lực lớn đối với việc tăng giá danh nghĩa). Trong hoàn cảnh này, việc đối phó bằng các biện pháp chính sách có thể thu được những kết quả theo chiều hướng không mong muốn (Phụ lục C), và một sự kết hợp giữa các chính sách kinh tế vĩ mô có thể sẽ tốt hơn, mặc dù đó chưa phải là một lựa chọn hoàn hảo.

Trước hết, một cam kết mạnh mẽ để ổn định nền kinh tế phải là trọng tâm trong cuộc chiến chống lạm phát tăng cao. Sự ổn định về kinh tế vĩ mô là điều kiện tiên quyết cho việc duy trì tốc độ tăng trưởng kinh tế. Nhận thức được điều đó, việc ổn định phải phù hợp với mục tiêu đạt được tốc độ tăng trưởng kinh tế tương đối cao. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, có lẽ vẫn còn phải có sự đánh đổi giữa hai mục tiêu này. Rủi ro nguy hiểm nhất chính là việc Chính phủ theo đuổi tăng trưởng kinh tế cao mà bỏ qua sự ổn định về giá. Kinh nghiệm hiện nay đã chỉ ra rằng có quá nhiều điều để lo lắng về việc giảm bớt tốc độ tăng trưởng kinh tế có thể khiến việc hướng dẫn thực hiện các chính sách trở nên thiếu nhất quán hơn và cuối cùng, chỉ có thể thay đổi không đáng kể việc giảm lạm phát.

Do lượng cung tiền tăng rất nhanh trong 4 năm qua, và song hành với lạm phát nên một chính sách thắt chặt tiền tệ là rất cần thiết. Tuy nhiên điều này vẫn là chưa đủ. Không những không thể duy trì được khi tỷ giá hối đoái được giữ ổn định, mà cả công cụ mạnh của chính sách tiền tệ cũng có thể gây nên vấn đề về

khả năng thanh khoản cho bản thân hệ thống ngân hàng.

Một chính sách tỷ giá hối đoái linh động hơn chính là sự lựa chọn cần thiết. Sự linh động hơn trong tỷ giá hối đoái có thể giúp giảm áp lực cho việc can thiệp sử dụng các biện pháp tiền tệ. Quan trọng hơn, trong bối cảnh đồng USD đang suy yếu, nó có thể thúc đẩy việc nhập khẩu lạm phát. Tuy nhiên, đầu tiên là việc mở rộng biên độ dao động tỷ giá hối đoái có thể dẫn tới tăng lãi suất tỷ giá hối đoái danh nghĩa và do đó sẽ khuyến khích các hoạt động đầu cơ ngắn hạn. Tuy nhiên đây không phải là trường hợp duy nhất. Đúng hơn là, điều này sẽ dẫn đến rủi ro hai chiều và bằng cách này sẽ ngăn chặn được các luồng vốn đầu cơ, nếu NHNNVN có thể sử dụng chính sách phù hợp, đặc biệt là khi lạm phát nằm trong tầm kiểm soát. Trên nguyên tắc, một sự lựa chọn tốt cho chính sách tỉ giá hối đoái là phải phù hợp với tính cạnh tranh quốc tế được chấp nhận trong tỉ giá hối đoái và có cơ hội cho chính sách tỉ giá hối đoái dao động tự do (trong giới hạn).

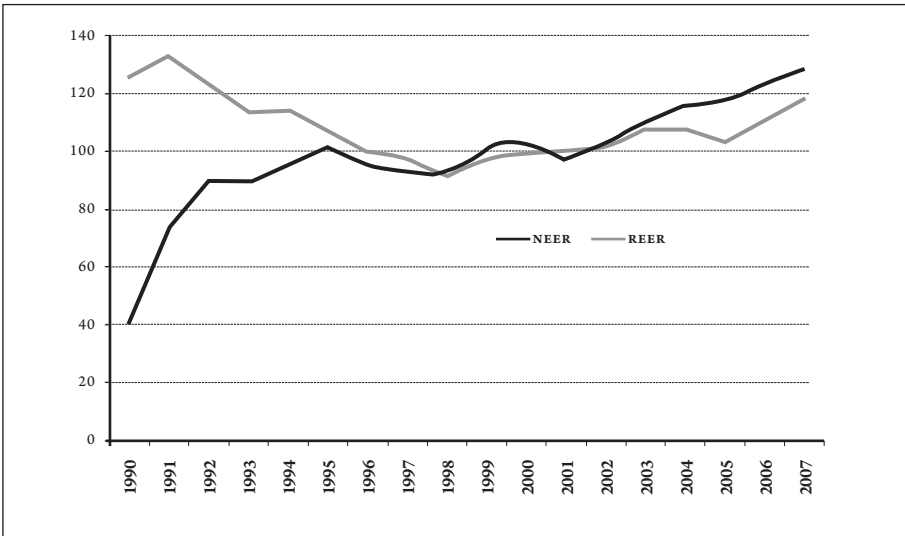
Một câu hỏi đương nhiên sẽ được đặt ra sau đó là liệu có chỗ cho sự tăng lãi suất danh nghĩa mà không gây ra bất kì mối đe dọa nghiêm trọng nào cho việc cạnh tranh trong xuất khẩu? Để tính toán khả năng cạnh tranh về giá của hàng hoá, tỉ giá hối đoái hiệu quả (REER) thường được sử dụng.²⁸ Bất chấp một tỉ lệ lạm phát tương đối cao, cạnh tranh giá cả của xuất khẩu Việt Nam dường như vẫn không đổi vì REER đã giảm sút so với mức cân bằng (Hình 20). Điều này được qui cho sự mất giá của đồng USD so với đồng tiền của các đối tác thương mại chính của Việt Nam, và mức cố định của VND so với USD.

Có thể nói rằng cam kết của Chính phủ với NHNNVN ngày 3 tháng 3 năm 2008 mở rộng biên độ giao dịch của VND/USD lên $\pm 2,0\%$ được xem là một chuyển biến tích cực trong việc giúp tỷ giá hối đoái trở nên linh động hơn.

Thắt chặt chính sách tài khoá cũng là một lựa chọn hợp lý như là một chính sách bổ sung. Nó có thể thể hiện áp lực lạm phát. Nó cũng có thể giảm nhẹ áp lực lên việc nâng lãi suất thực (bằng cách hạn chế sự tăng giá tương đối của các hàng hoá không thể mua bán được) và việc lãi suất đột ngột tăng. Tuy nhiên, chính sách tài khoá cũng có một số hạn chế khi là một công cụ đối phó với các dòng vốn vào. Nó đòi hỏi nhiều thời gian hơn để được chấp nhận về mặt pháp lý và đi vào thực hiện. Hơn nữa, để có thể bắt đầu thường có một chút dao động về tài chính,

²⁸ Về cơ bản, REER là một chỉ số tổng quát của giá cả, cạnh tranh quốc tế với tỷ trọng phản ánh tầm quan trọng của từng đối tác thương mại. REER có thể không phải là một chỉ tiêu chính xác cho sự cạnh tranh về giá của hàng hoá Việt Nam vì cấu trúc theo chiều dọc của xuất khẩu. Việt Nam đã nhập khẩu rất nhiều nguyên vật liệu và đầu vào từ nước ngoài để phục vụ cho xuất khẩu (ví dụ như quần áo và tất). Thêm vào đó, các đối thủ cạnh tranh chính của Việt Nam không phải là Hoa Kỳ, Nhật Bản hay EU mà là các nước châu Á như Trung Quốc, Thái Lan và Indonesia. Do đó, cần quan tâm tới REER tự do giữa Việt Nam và các nước này

Hình 20. Diễn biến tỷ giá hiệu quả thực và danh nghĩa



Lưu ý: Tính toán dựa trên cơ sở *Thống kê tài chính quốc tế* của IMF (tỉ giá hối đoái và CPI), *thống kê thương mại* (tỷ trọng thương mại) của GSO. Năm cơ sở là năm 2000. 19 đối tác thương mại lớn nhất, ước tính khoảng 85,65% tổng thương mại của Việt Nam từ 2000-2007, nằm trong tỷ trọng hợp tác. Xu hướng đi lên đồng nghĩa với việc mất giá thực sự.

Nguồn: Trích từ Đặng Đức Anh (2008).

đặc biệt là khi thiếu quyết tâm và định hướng chính trị. Đối với Việt Nam, sự thất bại về tài khóa có thể được xem như là một cơ hội cho Chính phủ minh bạch hơn vấn đề chi tiêu ngân sách và quyết tâm hơn trong việc cắt giảm các dự án đầu tư công cộng thiếu hiệu quả.

Không thể xác định chính xác phạm vi và qui mô của sự kết hợp chính sách vì việc thiếu cân đối vẫn tồn tại trong khu vực tài chính và thiếu các thông tin tài chính đáng tin cậy. Do đó, việc thực hiện chính sách nên tránh các cú sốc để có thể kiểm tra mức độ phản ứng của thị trường để có những điều chỉnh cần thiết.

Do vẫn còn sự thiếu nhất quán về chính sách, dẫn tới rủi ro và đầu cơ tài chính, nên việc sàng lọc và giám sát khắt khe và cẩn thận trên cơ sở phân tích thông tin cập nhật là cần thiết. Cả các dự án được tài trợ bằng trái phiếu đầu tư chính phủ thông qua vay nợ cũng nên được giám sát theo các tiêu chuẩn này. Thi hành một cách có hiệu quả luật chống tham nhũng mới để loại bỏ tham nhũng và chống lãng phí ngân sách là một trong những trọng tâm.

Đáng lưu ý là các chính sách nới lỏng các luồng vốn đang được chính phủ xem xét. Ảnh hưởng của các chính sách này phụ thuộc vào việc liệu có phải thực sự nhu cầu về tài sản nước ngoài đang bị dồn nén. Nếu không thì sẽ dễ dàng hơn cho việc chuyển tiền về nước thậm chí có thể làm gia tăng các dòng vốn đi vào. Kinh nghiệm đã chỉ ra rằng vấn đề tài chính có thể kéo theo một chuỗi hậu quả không phù hợp với tự do hoá tài chính và cán cân vốn. Do đó, cho dù nếu có xem xét vấn đề tăng cường tự do hoá các dòng vốn, đầu tiên cũng cần phải tập trung tới việc nới lỏng một số điều kiện cho các dòng FDI đi ra và gia tăng phần đóng góp của các nhà đầu tư nước ngoài trong khu vực sản xuất và một số khu vực dịch vụ.

Tóm lại, các giải pháp duy trì tốc độ tăng trưởng kinh tế và việc phát triển mạnh về tài chính trong khi vẫn giảm bớt rủi ro tài chính tại Việt Nam phụ thuộc rất nhiều vào cả quá trình cải cách dài hạn và việc thực hiện các chính sách kinh tế vĩ mô. Do đó bài viết này đề xuất một gói các cải cách sâu rộng với mục tiêu: (i) khắc phục những rào cản cố hữu trong nền kinh tế (sự yếu kém của các tổ chức kinh tế, cơ sở hạ tầng và nguồn nhân lực); (ii) hiện đại hoá NHNNVN; và (iii) tăng cường quản lý rủi ro trong khu vực ngân hàng và các hệ thống kiểm soát tài chính. Cũng cần tập trung vào sự phát triển của thị trường vốn, việc này phụ thuộc vào việc tăng cường các nhân tố cơ bản và cải cách các DNNN lớn. Đặc biệt bài viết này cũng đưa ra sự cần thiết phải có cam kết của doanh nghiệp trong việc chống lạm phát cao và sự phối hợp của chính sách tiền tệ với một chính sách tỉ giá hối đoái linh hoạt hơn và chính sách tài khoá thắt chặt. Phạm vi và qui mô của một gói các chính sách vĩ mô có thể tránh được các cú sốc về chính sách để có thể thử mức độ phản ứng của thị trường và kịp thời có những điều chỉnh cần thiết. Với sự thiếu nhất quán về chính sách, việc sàng lọc và kiểm soát thận trọng nên được tăng cường để chống lại các hoạt động đầu cơ tài chính.

Phụ lục A. Vai trò của khu vực ngoài quốc doanh và FIE trong công nghiệp (1998 và 2006)

	1998				2006			
	% tổng sản lượng CN	Theo khu vực (% mỗi sản lượng công nghiệp cụ thể)			% tổng sản lượng CN	Theo khu vực (% mỗi sản lượng công nghiệp cụ thể)		
		Tổng	FDI	DNNN		Ngoài QĐ	FDI	DNNN
Tổng	100,00	34,68	43,38	21,94	100,00	37,16	34,32	28,51
Công nghiệp khai thác mỏ	14,57	83,74	12,56	3,69	9,11	71,82	20,42	7,76
Khai thác than	1,21	0,74	97,81	1,45	1,44	1,86	96,47	1,67
Dầu mỏ và khí tự nhiên	12,20	99,76	0,24	0,00	6,50	99,88	0,12	0,00

Quản lý các luồng vốn: Nghiên cứu tại Việt Nam

Quặng kim loại	0,11	2,72	73,65	23,63	0,16	3,07	45,94	50,99
Khai thác đá và những thứ khác	1,04	1,84	50,82	47,35	1,01	1,40	38,88	59,72
Sản xuất	79,23	25,34	47,61	27,05	84,91	35,87	31,45	32,68
Thực phẩm và đồ uống	22,37	21,73	46,02	32,24	20,95	26,51	31,53	41,96
Thuốc lá	2,84	0,50	99,12	0,38	2,57	1,83	97,37	0,80
Dệt may	4,97	21,03	54,30	24,67	4,71	30,01	40,94	29,05
Hàng may mặc	3,09	23,29	33,26	43,45	3,72	38,11	22,59	39,30
Quần áo da, thuộc da, đồ da	4,58	45,25	29,63	25,11	4,58	59,26	12,70	28,04
Gỗ và các từ gỗ	1,88	9,36	20,67	69,97	1,87	18,54	11,80	69,66
Giấy và các sản phẩm giấy	2,06	12,75	52,23	35,02	2,06	17,18	32,79	50,03
Phương tiện xuất bản và ghi chép	1,19	1,83	89,49	8,68	0,93	3,24	86,82	9,94
Chế phẩm than cốc và dầu mỏ tinh thể Hoá chất và các sản phẩm hoá học	0,06	0,00	0,00	100,00	0,12	43,65	0,00	56,35
Cao su và sản phẩm nhựa	5,74	27,35	62,73	9,92	5,32	41,95	40,58	17,47
Sản phẩm quặng phi kim loại	3,22	22,01	34,15	43,84	4,70	29,51	24,79	45,71
Kim loại cơ bản	8,76	19,04	59,73	21,24	9,13	22,83	50,42	26,75
Sản phẩm kim loại chế tạo	2,96	44,62	44,13	11,25	3,27	30,35	41,38	28,28
Trừ máy móc và thiết bị	2,98	28,45	15,42	56,13	3,75	31,15	11,68	57,17
Văn phòng kế toán và vi tính	1,28	23,42	58,72	17,86	1,54	52,23	24,13	23,64
Thiết bị và dụng cụ điện	1,01	98,51	0,00	1,49	0,56	96,15	0,00	3,85
Thiết bị và dụng cụ phát thanh liên lạc	1,74	33,79	52,10	14,10	2,76	45,69	38,89	15,43
Dụng cụ, đồng hồ y tế, chính xác và quang học	2,37	81,36	17,27	1,37	2,26	78,52	11,80	9,68
Ô tô	0,23	71,39	20,72	7,88	0,20	85,20	6,86	7,94
Thiết bị chuyên chở khác	1,09	70,57	15,71	13,73	2,56	82,33	12,21	5,46
Đồ dùng?	2,71	69,34	18,68	11,98	3,99	66,89	15,18	17,93
Tái chế	2,01	26,75	7,90	65,35	3,26	40,66	5,24	54,11
Cung cấp điện, khí đốt và nước	0,08	0,00	0,00	100,00	0,07	1,46	0,00	98,54
Điện và khí đốt	6,20	0,36	99,53	0,11	5,98	2,79	96,25	0,96
Nước	5,63	0,17	99,79	0,03	5,59	2,73	96,41	0,86
	0,58	2,19	96,97	0,83	0,39	3,75	93,82	2,43

Nguồn: GSO (Nhiều ấn bản) và tính toán của tác giả.

Lưu ý: Lựa chọn năm 1998 không chỉ vì số liệu có sẵn, mà bởi vì đó là năm trước 1999 - năm mà Luật Doanh nghiệp được thông qua.

Phụ lục B. Cán cân thanh toán của Việt Nam của giai đoạn 1990-2007

Triệu USD	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
1. Cán cân thương mại	-41	-2345	-2775	-1247	-989	972	377	481	-1054	-2581	-3854	-2439	-2776	10360
Xuất khẩu (FOB)	1731	5198	7255	9185	9361	11540	1448	15027	16706	20149	26485	32447	39826	48561
Nhập khẩu (FOB)	1772	7543	10030	10432	10350	10568	14072	14546	17760	22830	30339	34886	42602	58921
Nhập khẩu (CIF)														
2. Dịch vụ	55	159	-61	-623	-530	-547	-550	-572	-749	-788	61	-219	-8	-894
Xuất khẩu	55	2074	2243	2530	2616	2493	2702	2810	2948	3272	2867	4176	5100	6030
Nhập khẩu	0	1915	2304	3153	3146	3040	3252	3382	3697	4050	3806	4395	5108	6924
Điều chỉnh theo F&I												1500	1832	3009
3. Thu thập đầu tư	-411	-236	-384	-543	-677	-429	-451	-477	-721	-811	-891	-1219	-1429	-2168
Thu	28	96	140	136	127	142	331	318	167	125	188	364	668	1093
Chi	439	332	524	679	804	571	782	795	888	936	1079	1583	2097	3261
Trong đó Trả tiền lãi	237	262	340	379	303	371	462	345	288	286		443	541	626
(Thực chi)	53	128	281	348	246	276	328	345	288	286		443	541	626
4. Chuyển tiền (ròng)	138	290	1200	885	1122	1181	1732	1250	1921	2239	3093	3380	4049	6430
Khu vực tư nhân	0	140	1050	710	950	1050	1585	1100	1767	2100	2919	3150	3800	6180
Khu vực Chính phủ	138	150	150	175	172	131	147	150	154	139	174	230	249	250
A. Tài khoản vãng lai	-259	-2132	-2020	-1528	-1074	1177	1108	682	-603	-1931	-1591	-497	1-64	-992
(Trừ chuyển tiền cá nhân)											-4510	-3647	-36964	13172

B. Tài khoản vốn	121	2360	2624	1944	1129	509	-754	220	1980	2533	2753	3087	3088	18771
5. Đầu tư trực tiếp nước ngoài	120	1956	2395	2220	1671	1412	1298	1300	1400	1450	1610	1889	2315	6600
FDI tại Việt Nam												1954	2400	6700
FDI Việt Nam tại nước ngoài												65	85	100
6. Vay nợ trung và dài hạn	-47	93	37	356	228	2	65	139	-51	457	1162	921	1025	2043
Giải ngân	233	433	772	1145	952	1036	1348	958	1049	1540	2047	2031	2260	3480
Trả nợ theo lệnh (Thực chi)	280	340	735	789	724	1034	1283	819	1100	1083	885	1110	1235	1437
	166	272	508	639	544	582	979	668	990	1083	885	1110	1235	1437
7. Vay nợ ngắn hạn	48	311	224	-520	-233	-118	-29	-22	7	26	-54	46	-30	91
Chi thanh toán	338	1381	1747	1006	478	239	333	370	377	418	1001	1046	1070	902
Trả nợ theo lệnh (Thực chi)	290	1070	1523	1526	711	357	362	392	370	392	1055	1000	1100	811
	290	1092	1523	1526	711	357	362	392	370	392	1055	1000	1100	811
8. Đầu tư gián tiếp														
9. Tiền và tiền gửi			-32	-112	-537	-787	-2088	-1197	624	1372	35	-634	-1535	2623
C. Sai sót và điều chỉnh	-4	-51	-628	-280	-278	-917	-676	-862	-1020	777	-279	-459	1398	-1611
D. Tổng số dư	-142	177	-24	137	-224	769	-322	40	357	2151	883	2131	4322	10168
E. Tài trợ	142	-177	24	-137	224	-769	322	-40	-357	-2151	-883	-2131	-4322	-10168
10. Thay đổi trong NFA (-; tăng)	-156	-357	-262	-318	-13	-1317	-116	-191	-467	-2151	-883	-2131	-4322	-10168
Thay đổi trong NFA (-; tăng)	-156	-448	-440	-277	30	-1285	-90	-253	-519	-2097	-810	-2076	-4289	-10143
Sử dụng tín dụng IMF	0	91	178	-41	-43	-32	-26	62	52	-54	-73	-55	-33	-25

Mua	0	91	178	0	0	0	106	106	0	0	0	0	0	0	0
Mua lại	0	0	43	32	26	44	54	54	73	55	33	25	0	0	0
1. Thay đổi trong tiến còn nợ và gián nợ	298	180	286	548	438	151	110	110	0	0	0	0	0	0	0
Tiến còn nợ				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Gián nợ				438	151	110	110	110	0	0	0	0	0	0	0
%GDP	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2007
I. Cán cân thương mại	-0,68	-11,17	-11,10	-4,62	-3,66	3,35	1,22	1,46	-3,01	-6,45	8,56	-4,60	-4,55	-14,59	
4. Chuyển tiến (net)	2,30	1,38	4,80	3,28	4,16	4,07	5,59	3,79	5,49	5,60	6,87	6,38	6,64	9,06	
Khu vực tư nhân	0,00	0,67	4,20	2,63	3,52	3,62	5,11	3,33	5,05	5,25	6,49	5,94	6,23	8,70	
A. Số dư CA	-4,32	-10,15	-8,08	-5,66	-3,98	4,06	3,57	2,07	-1,72	-4,83	-3,54	-0,94	-0,27	-9,85	
B. Số dư KA	2,02	11,24	10,50	7,20	4,18	1,76	-2,43	0,67	5,66	6,33	6,12	5,82	5,06	26,44	
5. FDF (ròng)	2,00	9,31	9,58	8,22	6,19	4,87	4,19	3,94	4,00	3,63	3,58	3,56	3,80	9,30	
6. Vay nợ trung - dài hạn (ròng)	-0,78	0,44	0,15	1,32	0,84	0,01	0,21	0,42	-0,15	1,14	2,58	1,74	1,68	2,88	
7. Vay nợ ngắn hạn (ròng)	0,80	1,48	0,90	-1,93	0,86	-0,41	-0,09	-0,07	0,02	0,07	-0,12	0,09	-0,05	0,13	
8. Đầu tư gián tiếp	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
C. Sai sót và điều chỉnh	0,07	-0,24	-2,51	-1,04	-1,03	-3,16	-2,18	-2,61	-2,91	1,94	0,62	-0,87	2,29	-2,27	

Phụ lục C. Chính sách đối phó với các dòng vốn vào và hiệu quả

Policy measures	Effects and effectiveness
<p>Vô hiệu hoá ảnh hưởng (để giữ sự ổn định về tỷ giá)</p> <p><u>Công cụ:</u> dự trữ bắt buộc, vô hiệu hoá</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Việc áp dụng một mức dự trữ bắt buộc cao hơn sẽ làm tăng chi phí trung gian tài chính và bóp méo việc phân phối các nguồn lực. Vô hiệu hoá thông qua hoạt động thị trường mở (OMO) thường dẫn tới tăng lãi suất tạo ra nhiều hơn các dòng vốn không dự định và là nguyên nhân của các chi phí gần như thuế. - Trong cả hai trường hợp, việc vô hiệu hoá đều có thể tự thất bại bằng việc làm tăng mức độ thiếu nhất quán về chính sách kinh tế vĩ mô và khuyến khích mạnh hơn các dòng vốn. Tác dụng của vô hiệu hoá càng mạnh đồng nghĩa với khả năng duy trì càng hạn chế. - Có thể gây ra vấn đề về khả năng thanh khoản nếu xảy ra chênh lệch kỳ hạn. - Tỷ giá thực (hiệu quả) có thể bị biến dạng khi lạm phát tăng. - Sự linh động hơn về tỷ giá có thể làm giảm áp lực lên việc can thiệp và vô hiệu hoá bằng tiền tệ.
<p>Tỷ giá linh động hơn hoặc tăng giá</p> <p><u>Công cụ:</u> mở rộng dao động của tỷ giá; tạo ra sự lên xuống của tỷ giá v.v...</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Việc này không phải lúc nào cũng đồng nghĩa với nâng lãi suất danh nghĩa. Đúng hơn, nó tạo ra rủi ro hai chiều và theo đó ngăn ngừa các dòng vốn đầu cơ. Dù trong bối cảnh tỷ giá thả nổi hay tỷ giá cố định, điều này cũng đòi hỏi phải có một mức dao động rộng hơn cho việc lên xuống của tỷ giá. - Những dự đoán về việc nâng giá tỷ giá có thể khuyến khích các dòng vốn đầu cơ ngắn hạn, trong khi đó lại làm nản lòng các nhà đầu tư dài hạn. - Việc thắt chặt về tài khoá có thể bao gồm cả áp lực lạm phát và việc tăng giá thực của tiền tệ. Thêm vào đó, thắt chặt tài khoá cũng có thể làm giảm áp lực lên tỉ giá hối đoái thực (bằng cách hạn chế việc tăng giá tương đối các hàng hoá không thể mua bán được) và tăng lãi suất.
<p>Thắt chặt tài khoá</p> <p><u>Công cụ:</u> Giám sát hạn hụi ngân sách bằng cách tăng thu nhập và/hoặc giảm chi tiêu hiện tại và chi tiêu cho đầu tư</p>	
<p>Tự do hoá các dòng vốn</p> <p><u>Công cụ:</u> Nới lỏng các điều kiện của FDI và các dòng đầu tư gián tiếp, cho nước ngoài vay</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Ảnh hưởng của giải pháp này phụ thuộc vào việc liệu có một sự kiểm chế cần thiết về nhu cầu tài sản nước ngoài hay không. Nếu không, việc tạo thuận lợi hơn cho các nguồn tiền kiểu hối thậm chí còn kéo theo các dòng vốn đi vào tăng lên.
<p>Kiểm soát các dòng vốn</p> <p><u>Công cụ:</u> ví dụ thuế Tobin</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Hiệu quả của chúng là đa chiều. Ví dụ như một chính sách được áp dụng, niềm tin của các nhà đầu tư sẽ sụp đổ và sự phát triển của thị trường vốn sẽ bị tổn hại nghiêm trọng.
<p><u>Công cụ:</u> cắt giảm thuế quan và các biện pháp tương tự</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Đã có những hiệu quả trong việc giảm áp lực đối với lạm phát. Dù vậy việc tự do hóa thương mại ngày càng sâu rộng sẽ khuyến khích nhập khẩu nhiều hơn. Tuy nhiên, qua thời gian, cũng có thể nâng cao tính cạnh tranh của hàng hoá xuất khẩu bằng việc giảm giá đầu vào nhập khẩu và không đóng góp nhiều trong việc giảm nhập khẩu ròng. - Cũng có thể khuyến khích tăng cường hơn các dòng vốn bằng việc đưa ra một tín hiệu về cam kết của những người có thẩm quyền về một cơ chế chính sách kinh tế quốc tế tự do và mở cửa.

Nguồn: Tính toán của tác giả.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- ANZ. 2008. Ngăn chặn lạm phát tại Việt Nam. ANZ Economics. 13 tháng 2.
- Asian Policy Forum (APF) và Asian Development Bank Institute (ADBI). 2001. Thiết kế cấu trúc thị trường mới và tài chính cân bằng trong cuộc khủng hoảng sau. Tokyo: ADBI. Tháng 10.
- Carmichael, Jeffrey và Michael Pomerleano. 2002. Sự phát triển và hội nhập của các tổ chức tài chính phi ngân hàng. Washington D.C.: World Bank.
- Viện nghiên cứu quản lý kinh tế trung ương (CIEM) (2006, 2007, và 2008). Vietnam Economy 2005 (2006 và 2007). Hanoi: Financial Publishing House.
- Corbett, Jenny. 2007. Các tổ chức tài chính và cấu trúc tăng trưởng của Đông Á. Báo cáo trình bày tại ANU-MOF của Hội về tăng cường điều chỉnh kinh tế khu vực Đông Á, Bangkok (22-23 tháng 2).
- Đặng Đức Anh 2008. Ảnh hưởng của tư cách thành viên WTO của Việt Nam lên cấu trúc kinh tế và sự ổn định kinh tế vĩ mô. Activity Code HOR-9. Hanoi: Multilateral Trade Assistance Project Vietnam II (MUTRAP II).
- Tổng cục thống kê Việt Nam (GSO) (nhiều ấn bản). Niên giám thống kê. Hanoi: Statistics Publishing House.
- Hauskrecht, A. và N. T. Hai. 2004. Đôla hoá tại Việt Nam. Chủ đề chuẩn bị cho Hội nghị hàng năm về tài chính, kinh tế, kế toán và kinh doanh lần thứ 12, Bangkok (10-11 tháng 8).
- Quĩ tiền tệ quốc tế (IMF). 2006. Báo cáo quốc gia - Việt Nam: Ấn phẩm chọn lọc.
- IMF. 2007. Báo cáo về Article IV hội đàm tại Việt Nam 2007 (tháng 8) (draft).
- Institute of Vietnam Economy. 2007. ODA và vai trò của các tổ chức xã hội dân chủ (CSOs) tại Việt Nam. Hanoi (tháng 6) (mimeograph).
- Johnston, B.R. và Otker-Robe. 1999. Phương pháp hiện đại hoá tiến tới Quản lý rủi ro trong việc di chuyển vốn qua biên giới. Trong chủ đề thảo luận về chính sách của IMF, PDP/99/6.
- MCG Management Consulting Ltd. 2006. Nghiên cứu về sự cạnh tranh và ảnh hưởng của tự do hoá các dịch vụ tài chính: Trường hợp của dịch vụ ngân

hàng. Báo cáo với UNDP tại Việt Nam quản lý hành lang pháp lý của dự án "Nâng cao năng lực quản lý và phát triển thương mại khu vực dịch vụ tại Việt Nam trong bối cảnh hội nhập" (hay dự án "Thương mại trong lĩnh vực dịch vụ" - VIE/02/009) do UNDP tài trợ và được thực hiện bởi Phòng thương mại và dịch vụ của Bộ kế hoạch và đầu tư (MPI). Tham khảo tại: <www.undp.org.vn/undpLive/digitalAssets/5082_Banking_Report.pdf>

Bộ kế hoạch và đầu tư (MPI) Việt Nam. 2005. Khung chiến lược về huy động và sử dụng ODA giai đoạn 2006-2010. Hanoi: MPI (Viet Nam).

Nguyễn Hữu Nghị (2007). Vai trò của NHNNVN trong việc giám sát các hoạt động ngân hàng. Báo cáo trình bày tại Roundtable Seminar về "Vi sự phát triển của Luật ngân hàng nhà nước Việt Nam và Luật các tổ chức tín dụng". Tp. Hồ Chí Minh (26 tháng 12) (tiếng Việt).

Nguyễn Thu Hồng (2002). Đòla hoá các tài sản và nghĩa vụ tài chính của khu vực kinh tế hộ gia đình, khu vực kinh doanh và ngân hàng tại Việt Nam. Theo NHNNVN và JICA, Đòla hoá và ảnh hưởng của chúng lên các chính sách tiền tệ và tỉ giá hối đoái và sự phát triển của hệ thống tài chính: Việt Nam, CHDCND Lào và Campuchia, Hội thảo dự án tiến hành hợp tác nghiên cứu (Tháng 7).

Phạm Chí Quang, Võ Trí Thành và Vũ Viết Ngoạn. 2006. Cổ phần hoá các ngân hàng thương mại nhà nước tại Việt Nam – Các phương pháp và kế hoạch. Báo cáo Ngân hàng nhà nước Việt Nam (mimeograph).

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (SBV). 2006 và 2007. Báo cáo hàng năm 2005 (2006). Hanoi: VinaCapital, Báo cáo khu vực ngân hàng.

Võ Trí Thành và Lê Xuân Sang (2004). Thị trường tài chính ở Việt Nam: Phát triển, Những vấn đề và các chính sách giải quyết. Hanoi: CIEM-UNDP Finance Publishing House.

Võ Trí Thành và những người khác. 2003. Đánh giá về rủi ro song hành với cán cân thanh toán của Việt Nam. Trong dự án vùng miền EADN về chỉ tiêu và phân tích khả năng bị tổn thương do các cuộc khủng hoảng kinh tế.

Võ Trí Thành, Serey Chea, Sarat Ouk, và Lê Xuân Sang. 2007. Các nền kinh tế CLV bị nguy hiểm do những tổn thương về tài chính như thế nào? IDS Bulletin No. 4 (Tháng 7).

Võ Trí Thành, 2007. Tăng trưởng kinh tế và công nghiệp hoá hiện đại hoá tại Việt Nam: Câu hỏi về huy động và sử dụng vốn. Hanoi: Social Science

Publishing House. (tháng 12) (tiếng Việt).

World Bank. 2002. Chiến lược hỗ trợ quốc gia Việt Nam của tổ chức Ngân hàng thế giới, 2003-2006.

World Bank. 2006. Tổng quan về thị trường vốn tại Việt Nam và những định hướng phát triển.

World Bank. 2007. Tiếp nhận cổ phiếu--Cập nhật về sự phát triển kinh tế của Việt Nam. PGAE (2005). Cùng nhau nâng cao hiệu quả hỗ trợ, khuyến khích phát triển bền vững tại Việt Nam. Nhóm quan hệ đối tác về hiệu quả hỗ trợ. Tham khảo tại: <www.dfid.gov.uk/pubs/files/vietnam-aid-effectiveness05.pdf> (10 tháng 4 năm 2007).