

Giá cả tài sản, lạm phát

& chính sách tiền tệ

PGS.TS. Sử Đình Thành
Đại học Kinh tế TpHCM

Tóm tắt

Bài viết tập trung nghiên cứu cơ chế truyền dẫn của chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến nền kinh tế thông qua giá cả các loại tài sản khác bên cạnh kênh lãi suất. Trên cơ sở phân tích và nhấn mạnh tầm quan trọng cơ chế truyền dẫn tiền tệ vận hành thông qua giá cả chứng khoán, giá cả bất động sản và tỷ giá hối đoái ảnh hưởng đến quyết định tiêu dùng và đầu tư của doanh nghiệp và hộ gia đình, bài viết đề xuất các khuyến nghị đổi mới cơ chế điều hành chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước (NHNN) Việt Nam nhằm hướng đến mục tiêu kiểm soát lạm phát.

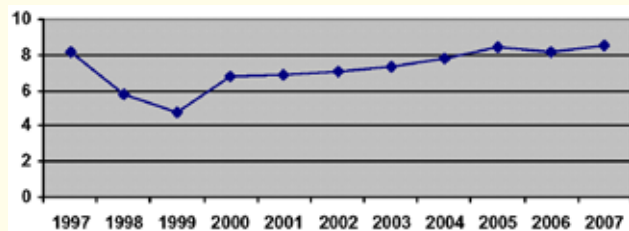
Công trình nghiên cứu gồm các phần: (i) đánh giá tổng quan tình hình lạm phát của Việt Nam; (ii) giá cả tài sản trong cơ chế truyền dẫn tiền tệ và (iii) phản ứng chính sách tiền tệ của NHNN Việt Nam.

Dẫn nhập

Kể từ sau cuộc khủng hoảng tài chính – tiền tệ năm 1997, điều hành chính sách tiền tệ của NHNN Việt Nam gặt hái được nhiều thành công đáng kể trong kiểm soát lạm phát và ổn định tiền tệ, tạo đà cho kinh tế tăng trưởng nhanh. Tiếp đến, việc gia nhập vào WTO năm 2007 và sự gia tăng dòng vốn đầu tư trực tiếp (FDI) mới và dòng vốn gián tiếp (FII) nêu bật tiến trình cải cách kinh tế đầy ấn tượng của Việt Nam, đặc biệt trong lĩnh vực tự do hóa thương mại và đầu tư. Kết quả là, kinh tế tăng trưởng mạnh, bình quân 7.5 %GDP/năm qua 10 năm, một trong tỷ lệ cao nhất trong khu vực châu Á.

Thành quả kinh tế đạt được rất đáng khích lệ, nhưng đồng thời xuất hiện các dấu hiệu cho thấy nền kinh tế đang bị đun nóng, đe dọa tăng

Bảng 1: Tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam 1997 -2007 (%)

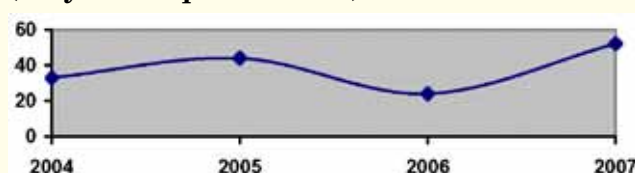


Nguồn số liệu: Niên giám thống kê qua các năm

trưởng kinh tế bền vững trong thời gian tới. Sự gia tăng mất cân bằng trong nước và ngoài nước là vấn đề rất quan tâm. Tín dụng gia tăng đáng kể trong năm 2006 trên 50%, góp phần làm gia tăng tỷ lệ lạm phát. Giá cả bất động sản trong các thành phố lớn cũng tăng lên nhanh. Trong khi xuất khẩu tiếp tục tăng lên, nhưng sức ép nhu cầu nhập khẩu tăng rất mạnh, dẫn đến ngày càng mở rộng thâm hụt thương mại. Ước tính sơ bộ thâm hụt tài khoản vãng lai lên đến 10% GDP trong năm 2007 và phải viện đến nguồn vốn FDI, ODA và kiều hối để tài trợ sự thâm hụt này. Sự suy thoái của nền kinh tế Mỹ và châu Âu, thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam, đã đặt nền kinh tế phải đương đầu 2 thách thức mới: (i) Liệu có thể duy trì tốc độ tăng trưởng kinh tế ở mức 9% như kế hoạch Chính phủ đề ra hay không? (ii) Mức thâm hụt cán cân vãng lai tiếp tục mở rộng, vì thế sẽ gia tăng tổn thương cho nền kinh tế từ cú sốc bên ngoài.

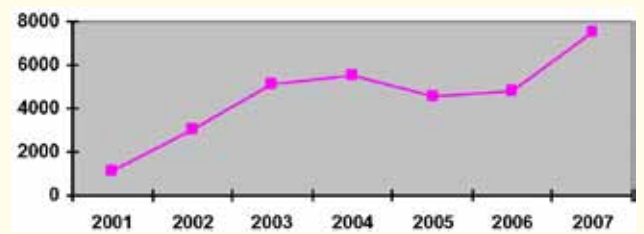
Từ thực trạng trên, Chính phủ đã đưa ra 19 giải pháp để kiểm soát lạm phát và phát triển thị

Bảng 2: Nợ tín dụng trong nước 2004 -2007 (thay đổi % qua các năm)



Nguồn số liệu: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Bảng 3: Mức nhập siêu của Việt Nam giai đoạn 2001 - 2007 (Triệu đô la)



Nguồn số liệu: Niên giám thống kê qua các năm

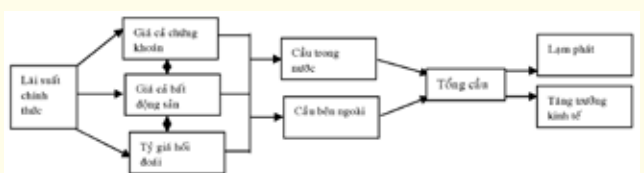
trường chứng khoán, trong đó riêng về chính sách tiền tệ tập trung các giải pháp:

“...NHNN tăng dự trữ bắt buộc, áp dụng biện pháp mua tín phiếu NHNN bắt buộc; điều chỉnh tăng lãi suất; thực hiện mua ngoại tệ; điều hành tỷ giá theo hướng căn cứ vào cung cầu trên thị trường, với biên độ giao động 2%; kiểm soát tín dụng ngân hàng ở mức tăng trưởng tín dụng tối đa 30%; phát triển lành mạnh thị trường bất động sản...”¹

Sự phát huy tác dụng của các giải pháp trên, theo tôi, còn tùy thuộc cơ chế điều hành chính sách tiền tệ của NHNN trên cơ sở nhận thức đúng đắn cơ chế truyền dẫn tiền tệ thông qua giá cả các loại tài sản, bên cạnh lãi suất (giá cả công cụ nợ).

Giá cả tài sản trong cơ chế truyền dẫn tiền tệ

F.Mishkin (2000) phân ra ba loại giá cả tài sản bên cạnh giá cả công cụ nợ (lãi suất) được xem như là những kênh truyền dẫn quan trọng, thông qua đó chính sách tiền tệ tác động đến nền kinh tế: (i) giá cả chứng khoán; (ii) giá cả bất động sản và (iii) tỷ giá hối đoái. Chính sách tiền tệ mở rộng hay thu hẹp thông qua các kênh truyền dẫn này tác động đến tình hình lạm phát và đầu tư trong nền kinh tế được minh họa qua sơ đồ dưới đây:



Tỷ giá hối đoái

Có hai kênh truyền dẫn cơ bản thông qua tỷ giá hối đoái: (i) tỷ giá hối đoái tác động xuất khẩu thuần; (ii) tỷ giá hối đoái tác động bằng cân đối tài sản của các đơn vị tài chính và phi tài chính.

- Tỷ giá hối đoái tác động xuất khẩu thuần:

Nền kinh tế càng mở cửa thì cơ chế truyền dẫn tiền tệ qua kênh này tác động đến cán cân vãng lai và tổng cầu càng lớn. Chính sách tiền tệ mở rộng

($M \uparrow$) dẫn đến lãi suất đồng nội tệ giảm, kéo theo đồng tiền nội tệ giảm giá so với đồng ngoại tệ (tỷ giá hối đoái giảm, $E \uparrow$). Sự giảm giá đồng nội tệ làm cho hàng hóa trong nước rẻ hơn hàng hóa nước ngoài, xuất khẩu ròng gia tăng ($N \uparrow$), và vì thế

¹ Ngày 3-3-2008, Phó Thủ tướng Thường trực Chính phủ Nguyễn Sinh Hùng đã ký Công văn số 319/TTg - KTTT truyền đạt ý kiến chỉ đạo của Thủ tướng Chính phủ về việc tăng cường các biện pháp kiểm soát lạm phát năm 2008

gia tăng sản lượng ($Y \uparrow$).

- Tỷ giá hối đoái tác động đến bảng cân đối tài sản:

Sự biến động tỷ giá hối đoái cũng có ảnh hưởng đến tổng cầu thông qua bảng cân đối của các công ty tài chính và phi tài chính khi có một số lượng nợ đáng kể bằng đồng ngoại tệ. Với những hợp đồng nợ bằng đồng ngoại tệ, chính sách tiền tệ mở rộng sẽ làm giảm giá trị đồng nội tệ, gia tăng gánh nặng

nợ; kéo theo là giá trị thuần tài sản giảm ($W \downarrow$),

dẫn đến vay mượn giảm ($L \downarrow$), giảm đầu tư ($I \downarrow$),

và giảm sản lượng ($Y \downarrow$).

Giá cả chứng khoán

Sự biến động của thị trường chứng khoán qua ảnh hưởng bởi chính sách tiền tệ, có tác động quan trọng đến tổng thể kinh tế. Cơ chế truyền dẫn liên quan đến giá cả chứng khoán tác động đến: (i) đầu tư; (ii) bảng cân đối tài sản của doanh nghiệp) và (iii) sự giàu có các hộ gia đình.

- Tác động đến đầu tư:

Mô hình q – Tobin (1969) thiết lập mối quan hệ giữa giá chứng khoán và chi đầu tư. q của Tobin là được xác định như là giá trị thị trường của công ty chia cho chi phí thay thế vốn (chi phí mua sắm các công cụ, tài sản...). Nếu q cao, thì giá cả thị trường của công ty cao so với chi phí thay thế vốn. Khi đó công ty phát hành chứng khoán và nhận một mức giá cao hơn so với giá cả các loại tài sản vốn mà họ mua. Vì vậy, chi tiêu vốn đầu tư gia tăng, bởi vì các công ty có thể mua nhiều tài sản vốn chỉ với một lượng nhỏ chứng khoán phát hành.

Chính sách tiền tệ mở rộng ($M \uparrow$) sẽ làm hạ thấp lãi suất thị trường, khi đó trái phiếu ít hấp dẫn so với cổ phiếu. Kết quả là, nhu cầu và giá cả cổ phiếu tăng cao. Giá cả cổ phiếu càng cao ($P_s \uparrow$)

khiến cho mỗi cổ phiếu phát hành huy động được càng nhiều vốn hơn ($q \uparrow$), theo đó chi phí thay thế

vốn giảm ($c \downarrow$), dẫn đến kích thích đầu tư tăng cao ($I \uparrow$) và làm cho tổng cầu tăng ($Y \uparrow$)

- Tác động đến bảng cân đối của công ty:

Cơ chế này liên quan đến kênh tín dụng (Ber-manke, Gerler, 1995) và vận hành thông qua giá cả chứng khoán tác động đến bảng cân đối công ty.

Chính sách tiền tệ mở rộng ($M \uparrow$) dẫn đến làm gia tăng giá cả chứng khoán ($P_s \uparrow$), theo đó giá trị

thuần (net worth) của công ty tăng lên ($W \uparrow$).

Một sự tăng lên giá trị thuần sẽ nâng cao khả năng thế chấp trong vay nợ của công ty và vì thế dẫn

đến vay nợ tăng lên ($L \uparrow$). Vay nợ càng tăng, chi

đầu tư càng tăng ($I \uparrow$), kéo theo $Y \uparrow$.

- Tác động đến mức giàu có của các hộ gia đình:

Mô hình chu kỳ cuộc sống của Modigliani (1963) thiết lập lý thuyết tiêu dùng được quyết định bởi nguồn lực suốt đời của người tiêu dùng. Một hợp phần trọng của nguồn lực suốt đời của người tiêu dùng là tài sản tài chính của họ, trong đó chứng khoán là hợp phần chủ yếu. Vì thế, khi mở rộng chính sách tiền tệ làm gia tăng giá cả chứng khoán, gia tăng giá trị giàu có của các hộ gia đình ($W \uparrow$), qua đó làm gia tăng nguồn lực suốt đời của

người tiêu dùng, dẫn đến tiêu dùng tăng lên ($C \uparrow$).

Giá cả bất động sản

Giá cả bất động đóng vai trò quan trọng trong cơ chế truyền dẫn tiền tệ. Giá cả bất động sản tác động đến tổng cầu thông qua các kênh: (i) ảnh hưởng trực tiếp đến chi tiêu nhà ở; (ii) sự giàu có các hộ gia đình; (iii) bảng cân đối ngân hàng.

- Tác động đến chi tiêu nhà ở:

Mô hình chi tiêu nhà ở, thực ra là một dạng biến đổi của lý thuyết q – Tobin. Chính sách tiền

tệ mở rộng ($M \uparrow$) làm giảm lãi suất, giảm chi phí tài trợ nhà ở và vì thế làm gia tăng giá cả nhà ở ($P_h \uparrow$).

Một sự gia tăng giá cả nhà ở làm gia tăng lợi nhuận của các công ty xây dựng nhà và vì thế

chi tiêu nhà ở gia tăng ($H \uparrow$), kéo theo tổng cầu

xã hội gia tăng ($Y \uparrow$).

- Tác động đến mức giàu có của các hộ gia đình:

Giá cả nhà ở là hợp phần quan trọng của mức giàu có các hộ gia đình và tác động đến mức chi tiêu

dùng. Vì thế, chính sách tiền tệ mở rộng ($M \uparrow$)

làm gia tăng giá nhà ở ($P_h \uparrow$), gia tăng mức giàu

có các hộ gia đình ($W \uparrow$), kéo theo gia tăng chi

tiêu dùng ($C \uparrow$) và tổng cầu xã hội ($Y \uparrow$).

- Tác động đến bảng cân đối tài sản ngân hàng:

Mô hình này dựa vào giả thiết, khi vay mượn vốn các nhà đầu tư phải thế chấp bất động sản ở

ngân hàng. Chính sách tiền tệ mở rộng ($M \uparrow$) làm

gia tăng giá cả bất động sản ($P_h \uparrow$), gia tăng giá

trị tài sản thế chấp và vốn ngân hàng ($W_b \uparrow$),

dẫn đến đầu tư và sản lượng tăng lên ($I \uparrow, Y \uparrow$).

Quyền lực của giá cả tài sản và những phản ứng chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Khi xem xét quyền lực hay vai trò của giá cả tài sản, chúng ta nên tách chúng thành hai nhóm để đánh giá mức độ phản ứng của chính sách tiền tệ trong kiểm soát lạm phát: (i) tỷ giá hối đoái và (ii) giá cả bất động sản và giá cả chứng khoán.

Tỷ giá hối đoái

Đối với những nền kinh tế mở và nhỏ, thay đổi tỷ giá có ảnh hưởng lớn lạm phát. Mishkin (2001) cho rằng ngân hàng trung ương quan tâm đến tỷ giá hối đoái vì nhiều lý do: (i) liên quan đến sức mua đồng tiền trong nước và cán cân thanh toán như đã phân tích ở trên; hoặc (ii) sức ép từ phía thị trường, công luận và các nhà chính trị. Sự mất giá đồng tiền trong nước là ngòi nổ cho các cuộc khủng hoảng tài chính.

Tuy nhiên, kinh nghiệm quốc tế cho thấy, sự tập trung quá nhiều vào giới hạn biến động tỷ giá hối đoái cũng gây nguy hiểm cho chính sách tiền tệ trong kiểm soát lạm phát. Bởi vì nó có thể làm cho phản ứng chính sách sai khi nền kinh tế phải đương đầu những cú sốc về thương mại như trường hợp xảy ra ở New Zealand và Chile vào cuối những năm 1990. Thật vậy, do ảnh hưởng trực tiếp của tỷ giá đến lạm phát, Ngân hàng Dự trữ New Zealand có khuynh hướng tập trung vào tỷ giá hối đoái như là chỉ số trạng thái của chính sách tiền tệ (Monetary Conditions Index: MCI) và thiết lập chỉ số cơ bản của chính sách tiền tệ trên cơ sở tính trung bình trọng số của tỷ giá hối đoái và lãi suất ngắn hạn với mục đích là bù đắp những tác động đến lạm phát. Khi tỷ giá giảm xuống, kéo theo lạm phát tăng trong tương lai và vì thế lãi suất cần tăng để khống chế mức tăng của lạm phát. Tuy nhiên, *hiệu ứng bù đắp của tỷ giá và lãi suất đối với lạm phát tùy thuộc vào bản chất của cú sốc. Nếu như sự giảm giá của tỷ giá xuất phát từ quan tâm đến danh mục, kéo theo lạm phát tăng cao thì phản ứng tối ưu là*

nâng cao lãi suất, thắt chặt chính sách tiền tệ để kiềm chế lạm phát. Còn nếu như sự giảm giá của tỷ giá xuất phát từ cú sốc thương mại âm, thay vào đó là thực thi chính sách tiền tệ mới lỏng thì hiệu quả hơn. Cuộc khủng hoảng tài chính vào năm 1997 làm cho MCI giảm đáng kể, Ngân hàng Dự trữ New Zealand bắt đầu điều chỉnh tăng lãi suất vào tháng 6/1998. Bởi vì sự giảm giá là do cú sốc thương mại âm, nên thắt chặt chính sách tiền tệ đã làm cho cuộc suy thoái trở nên trầm trọng hơn, lạm phát tăng cao. Cuối cùng, Ngân hàng Dự trữ New Zealand nhận thấy sai lầm và đảo ngược tiến trình bằng việc giảm nhanh lãi suất vào tháng 7/1998 sau khi nền kinh tế đã rơi vào suy thoái, thế nhưng quá muộn. Ngân hàng Dự trữ New Zealand nhận thấy sự bất hợp lý khi sử dụng MCI như là chỉ số của chính sách tiền tệ và đã bỏ nó vào năm 1999. Trái ngược với kinh nghiệm của New Zealand, Ngân hàng Dự trữ Úc lại thực hiện chính sách tỷ giá linh hoạt không can thiệp. Ngân hàng Dự trữ Úc nhận thấy nền kinh tế đang đương đầu với cú sốc thương mại, do tỷ phần lớn trong cán cân chủ yếu là từ khu vực châu Á và quyết định không có chống chọi với sự sụt giá của đồng đô la Úc, vì cho rằng đó là điều không thể tránh khỏi trong lúc khủng hoảng. Với chính sách này, mặc dù đồng đô la Úc mất giá so với đồng đô la Mỹ lên tới 20% nhưng lạm phát vẫn trong phạm vi kiểm soát được.

Ở Việt Nam, với dòng chảy ngoại tệ đổ vào trong nước ngày càng tăng, trong năm 2007 ước gần 25 tỷ đô la (gồm FDI, ODA, FII, và kiều hối),



đồng nội tệ có xu hướng lên giá so với đồng đô la, nhập siêu gia tăng khá mạnh trong năm 2007 (9 tỷ USD, bằng 19% tổng kim ngạch xuất khẩu năm 2007). Các doanh nghiệp trong nước nói chung và doanh nghiệp xuất khẩu nói riêng đứng sức ép gia tăng giá cả đầu vào nguyên liệu (xăng dầu, sắt, thép, phân bón, thuốc trừ sâu...) của thế giới tăng cao, trong khi đồng nội tệ lên giá làm cho các doanh nghiệp xuất khẩu lỗ kép (gồm: chênh lệch giá đầu vào – đầu ra và chuyển đổi tiền tệ). Với cú sốc thương mại như vậy, vừa qua, NHNN Việt Nam đã chấp nhận điều chỉnh nâng biên độ giao dịch tỷ giá hối đoái lên (+/-) 1% nhằm tạo ra một cơ chế tỷ giá linh hoạt hơn trong việc giải bài toán tiền tệ và lạm phát hiện nay². Động thái này

giá thị trường linh hoạt, không nên tập trung quá nhiều vào việc giới hạn hay khống chế mức thay đổi của tỷ giá. Làm như vậy, khiến cho chính sách tiền tệ sẽ phản ứng sai khi nền kinh tế chuyển sang trạng thái sốc khác. Hiện tại, diễn biến thị trường ngoại hối lại xuất hiện nhiều dấu hiệu phức tạp, chứa đựng nguy cơ tiềm ẩn về rủi ro tiền tệ. Các ngân hàng thương mại đang đối chiều dòng tiền cho vay. Tận dụng cơ hội lãi suất đồng đô la đang xuống thấp³, trong khi đồng nội tệ kham hiếm và lãi suất đang tăng cao, các ngân hàng thương mại đẩy mạnh cho vay đồng ngoại tệ. Chính sách này hàm chứa rủi ro tiền tệ đối với các doanh nghiệp có danh mục nợ vay bằng đồng ngoại tệ một khi đồng đô la lên giá trở lại⁴.

Giá cả bất động sản và chứng khoán

Như đã phân tích ở phần cơ chế truyền dẫn tiền tệ, sự thay đổi giá bất động sản và giá chứng khoán có ảnh hưởng quan trọng đến tổng cầu và vì thế được chấp nhận làm “lý thuyết nền” để đánh giá lập trường của chính sách tiền tệ. Vào những năm cuối của thập niên 90, hầu hết ngân hàng trung ương của các nước công nghiệp đều tập trung vào giá cả tài sản ở chừng nhất định để cung cấp thông tin đầu ra và lạm phát; và thiết lập mức độ phản ứng trong khuôn khổ của chính sách tiền tệ.

Khủng hoảng kinh tế của Việt Nam vào những

năm cuối thập kỷ 80, bất động sản bấy giờ chưa trở thành tài sản lựa chọn trong danh mục đầu tư. Đến những năm đầu của thập kỷ 90 và cú sốc thị trường bất động sản xảy ra trong năm 1993-1994, thì đến nay bất động sản trở thành loại tài sản chủ yếu trong danh mục đầu tư của xã hội. Từ cuối năm 2007 đến nay, giá nhà đất bước vào “con sốt cấp”, với mức tăng giá diễn ra tốc độ nhanh. Nếu so với mặt bằng giá đất của các nước công nghiệp, thì giá đất của Việt Nam cao hơn gấp 1,5 lần. Ước tính lượng vốn đổ vào thị trường bất động sản đã lên đến hàng trăm nghìn tỷ đồng, gấp chục lần lượng vốn cho vay đầu tư chứng khoán. Trước những biến động về giá nhà đất, giá chứng khoán đi kèm theo tốc độ lạm phát tăng cao đặt ra câu hỏi: chính sách tiền tệ nên phản ứng như thế nào? Ngay từ đầu năm 2008, NHNN Việt Nam thực hiện “ào ạt” các

cho thấy, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đang đeo đuổi thực hiện chính sách tiền tệ độc lập riêng của mình; và với một thị trường vốn đang mở cửa, Việt Nam chấp nhận tỷ giá hối đoái biến động và tăng cường chính sách can thiệp vào thị trường ngoại hối. Sự điều chỉnh chính sách này liệu có đủ để đối phó của cú sốc nhập siêu và thị trường ngoại hối hiện hay không? Thật là sớm để đưa ra câu trả lời trong bối cảnh tiền tệ thế giới đầy biến động và suy thoái kinh tế toàn cầu đang diễn ra theo chiều hướng xấu. Nhưng phải thừa nhận rằng, đó là giải pháp đúng đắn về điều hành chính sách tỷ giá nhằm đối phó với cú sốc thương mại âm, đang gây bất lợi cho chính sách kiểm soát lạm phát. Tuy nhiên, để tạo ra hiệu ứng tốt hơn nữa của chính sách tiền tệ đối với các cú sốc, theo tôi Ngân hàng Nhà nước nên tiến tới vận hành một chính sách tỷ

² Theo QĐ 504/QĐ-NHNN của Thống đốc NHNN ban hành ngày 7/3/2008

³ Ngày 19/8 FED quyết định cắt giảm lãi suất đồng đô la xuống còn 2,25%.

Đây là mức cắt giảm khá mạnh của FED nhằm ngăn ngừa tình trạng khủng hoảng về tài chính của Mỹ.

⁴ Với quyết định cắt giảm lãi suất, tình hình tài chính thế giới đã bị tác động ngay lập tức. Đồng USD bắt đầu hồi phục mạnh mẽ khi tỷ giá EUR/USD trở về gần ngưỡng 1,56.

biện pháp thắt chặt tiền tệ như là tăng dự trữ bắt buộc thêm 1% (tổng cộng 11%) và mở rộng loại tiền phải dự trữ bắt buộc; phát hành 20.300 tỷ đồng tín phiếu bắt buộc để hút tiền về; tăng lãi suất cơ bản (từ 8,25%/năm lên 8,75%/năm), lãi suất chiết khấu (từ 4,5%/năm lên 6%/năm) và lãi suất tái cấp vốn (từ 6,5%/năm lên 7,5%/năm); điều chỉnh cho vay chứng khoán (từ việc khống chế 3% tổng dư nợ tín dụng sang khống chế 15 - 20% vốn điều lệ); kiểm soát cho vay bất động sản... *Tất cả cho thấy NHNN Việt Nam đã nhận thức được tầm quan trọng của giá cả tài sản trong cơ chế truyền dẫn tiền tệ.* Tuy nhiên, với cách thức điều hành chính sách tiền tệ theo lối “đánh búa vây”, NHNN nước khó mà kiểm soát thành công mục tiêu lạm phát. Phản ứng thắt chặt chính sách tiền tệ không được thực hiện vào quý 4 năm 2007 – thời điểm lạm phát có nguy cơ tăng cao, mà để cho đến mãi tháng 2 & 3/2008 – thời điểm thị trường bất động sản ở hai thành phố lớn “sốt nóng”. Kết quả bước đầu của thắt chặt tiền tệ tuy có làm lắng dịu thị trường bất động sản, nhưng chưa thể nói là kiểm soát được tốc độ lạm phát. Bởi lẽ, lãi suất cao cùng với sự gia tăng giá cả các yếu tố đầu vào tạo ra lực cộng hưởng “chi phí đẩy”, không những không kiểm soát được lạm phát mà làm cho lạm phát tăng lại cao hơn nữa!⁵ Đó là chưa kể lãi suất cao tạo ra hiệu ứng Fisher có lợi cho các nhà đầu tư tiền tệ quốc tế⁶. Hay nói khác đi, giải bài toán lạm phát trong bối cảnh hiện nay của Việt Nam bằng giải pháp tăng lãi suất có tính “đánh búa vây” là không thích hợp và “phản tác dụng”. Từ đó, tôi cho rằng, *trước hết*, trong điều kiện thông tin bất cân xứng, thật rất khó cho NHNN để xác định bong bóng khi nào phát triển đến “đỉnh điểm”. Không có thông tin đầy đủ, NHNN không thể tiên liệu đúng trạng thái bong bóng tài sản; kết quả là sẽ phản ứng sai chính sách tiền tệ. Bernanke (1999) và Mishkin (2001) cho rằng ngân hàng trung ương không nên quá chú trọng phản ứng đối với giá tài sản, nếu như nó không ảnh hưởng quan trọng đến sản lượng, mà bỏ qua đi tìm hiểu căn nguyên của cú sốc gây ra lạm phát. *Thứ hai*, mặc dù giá chứng khoán là một phần quan trọng của cơ chế truyền dẫn, nhưng giữa giá chứng khoán và chính sách tiền tệ có mối quan hệ rất yếu. Những biến động của giá chứng khoán xảy ra bắt nguồn từ nhiều lý do không liên quan đến chính sách tiền tệ, như là tâm lý bầy đàn, đầu cơ... Vì thế, chính mối quan hệ khá “lỏng lẻo” giữa chính sách tiền tệ và giá chứng khoán nên chắc chắn sẽ làm hạn chế rất lớn khả năng của NHNN trong việc kiểm soát giá chứng khoán. *Thứ ba*, hướng đến mục tiêu kiểm soát giá tài sản sẽ đặt cho NHNN rơi vào tình trạng kiểm soát quá nhiều yếu tố kinh tế, gây nhiễu loạn trong các kênh truyền dẫn tiền tệ. Sự thành công trong điều hành chính sách tiền tệ của

ngân hàng trung ương ở các nước phát triển cho thấy, ngân hàng trung ương nên thu hẹp mức độ tập trung và cần xử lý, phân định rõ cái gì nên làm và cái gì không nên làm. Đặc biệt, các ngân hàng đều thừa nhận rằng họ ít có khả năng để quản lý sự biến động ngắn hạn của chu kỳ kinh doanh, và vì thế nên tập trung vào ổn định giá cả như là mục tiêu cơ bản. Sự thành công của Ngân hàng Trung ương Đức (Bundes Bank) là điểm sáng về kinh nghiệm điều hành chính sách tiền tệ không tập trung vào sự biến động đầu ra trong ngắn hạn và họ đã thành công trong việc kiểm soát lạm phát (Bernanke, Laubach, Posen, 1999). Bằng việc thu hẹp phạm vi tập trung trong điều hành chính sách tiền tệ, trong những năm gần đây, Bundes Bank nhận được nhiều ý kiến từ công luận ủng hộ tăng cường tính độc lập của nó.

Kết luận

Lý thuyết truyền dẫn tiền tệ khẳng định vai trò giá cả tài sản đối với việc thiết kế chính sách tiền tệ. Để kiểm soát lạm phát, NHNN cũng phải phản ứng đối với những thay đổi của giá cả tài sản nếu như nó có ảnh hưởng đáng kể đến sản lượng. Tuy nhiên, đối với tỷ giá hối đoái, tùy theo cú sốc mà NHNN thực hiện điều chỉnh tỷ giá sao cho hợp lý. Trong bối cảnh của Việt Nam, NHNN nên tiến tới vận hành một chính sách tỷ giá thị trường linh hoạt, không nên tập trung quá nhiều vào việc giới hạn hay khống chế mức thay đổi của tỷ giá. Làm như vậy, khiến cho chính sách tiền tệ sẽ phản ứng sai khi nền kinh tế chuyển sang trạng thái sốc khác. Đối với giá bất động sản và giá chứng khoán, NHNN nước không nên quá chú trọng phản ứng đối với các loại giá tài sản này, nếu như nó không ảnh hưởng quan trọng đến sản lượng, mà bỏ qua kiểm soát mục tiêu lạm phát. Kiểm soát lạm phát bằng biện pháp tăng lãi suất là không phù hợp với bản chất lạm phát “chi phí đẩy” hiện nay của Việt Nam. Cuối cùng, qua kinh nghiệm của các nước đã đến lúc cần tăng cường tính độc lập của NHNN trong điều hành chính sách tiền tệ ■

Tài liệu tham khảo:

1. Shogo Ishii (2008), *Vietnam's New Challenges Amid Signs of Overheating*, IMF Asia and Pacific Department.
2. Frederics Mishkin (2001), *The transmission mechanism and the Role of asset prices in monetary policy*, Working paper 8617.
3. Bernanke and Mark Gertler (1999), *Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?*
4. Charles Goodhart and Boris Hofmann (2002), *Asset Prices and the Conduct of Monetary Policy*.

⁵ Theo Sở Tài chính, chỉ số giá tiêu dùng (CPI) TP HCM trong tháng 3 tăng 1,9% so với tháng 2, đẩy CPI quý 1 lên đến mức 7,2%, cao nhất trong nhiều năm nay. Hiệp hội các doanh nghiệp TP.HCM dự đoán đây chỉ mới là khởi đầu cho cơn bão giá thực sự có thể bùng phát vào đầu tháng 4 (<http://www.vnexpress.net/Vietnam/Kinh-doanh>).

⁶ Theo lý thuyết hiệu ứng Fisher, nếu như lãi suất trong nước cao hơn lãi suất thị trường quốc tế sẽ tạo ra lực hút dòng ngoại tệ thị trường trong nước đổ vào trong nước để kiếm lời.