

TỰ DO HÓA TÀI CHÍNH

Vấn đề, bài học trong bối cảnh khủng hoảng tài chính toàn cầu hóa

TS. VÕ TRÍ THÀNH

Viện Nghiên cứu Quản lý kinh tế Trung ương

Hệ thống tài chính (HTTC) có vai trò hết sức quan trọng trong thúc đẩy tăng trưởng và ổn định kinh tế vĩ mô. Ở cấp độ vĩ mô, HTTC góp phần đa dạng hóa các kênh huy động vốn đầu tư; chia sẻ rủi ro và tăng khả năng sinh lời của đồng vốn; cải thiện năng lực quản trị và sự năng động của công ty. Ở cấp độ vĩ mô, một HTTC lành mạnh là kênh huy động và phân bổ nguồn lực một cách hiệu quả, giúp ổn định kinh tế vĩ mô, giảm thiểu rủi ro khủng hoảng tài chính (KHTC).

Tuy vậy, HTTC lại luôn ẩn chứa trong nó những vấn đề cố hữu và rủi ro có thể phát sinh. Đó là sự bất đối xứng về thông tin, rủi ro bất ổn, khủng hoảng mang tính hệ thống, và rủi ro liên quan đến tự do hoá tài chính¹, đặc biệt là tự do tài khoản vốn trong cán cân thanh toán quốc tế (BOP). Các vấn đề trên, nhất là đối với các nước đang phát triển và chuyển đổi có thể còn nghiêm trọng hơn do tính phổ biến hay “thông lệ” cho vay theo quan hệ thân quen, ưu đãi doanh nghiệp nhà nước, quản trị rủi ro yếu kém, và thị trường vốn non trẻ. Khả năng tự điều tiết của thị trường tài chính không phải lúc nào cũng tốt do tâm lý bầy đàn có thể phát sinh và/hoặc do hành vi chấp nhận rủi ro quá mức. Bất ổn tài chính và mất niềm tin thậm chí còn dẫn đến sự “sợ hãi”, đóng băng thị trường tài chính.



Trên thực tế, thế giới đã chứng kiến không ít sự đổ vỡ, KHTC – tiền tệ của nhiều quốc gia, khu vực như: khủng hoảng vay nợ nước ngoài của các nước đang phát triển đầu những năm 1980; khủng hoảng Hệ thống tiền tệ Châu Âu (EMS) năm 1992-1993; khủng hoảng Mexico 1994; khủng hoảng Châu Á 1997-1998; và khủng hoảng Argentina 2002,.... Đặc biệt, cuộc

KHTC Mỹ gắn với thể chế cho vay thế chấp dưới chuẩn bắt đầu từ tháng 7/2007 trở nên ngày càng trầm trọng và sau sự sụp đổ của Lehman Brother – ngân hàng đầu tư lớn nhất của Mỹ vào tháng 9/2008, đã bùng phát thành một cuộc KHTC toàn cầu nghiêm trọng. HTTC toàn cầu lung lay và cuộc KHTC đã, đang và sẽ còn tác động hết sức tiêu cực đến kinh tế thực thế giới.

¹ Bài viết không bàn về khái niệm tự do hóa tài chính và các cách tiếp cận tự do hóa tài chính và cả tài khoản vốn trong BOP. Có thể xem Trịnh Quang Long (2006)

Có rất nhiều dấu hiệu cảnh báo khủng hoảng. Song một trong những dấu hiệu đáng lưu ý nhất là tình trạng bất ổn định kinh tế vĩ mô (có thể chưa thật nghiêm trọng) gắn với sự không nhất quán về chính sách vĩ mô (lãi suất, tỉ giá, ngân sách). Nguy cơ bất ổn tài chính, khủng hoảng thường đi kèm sự gia tăng chu chuyển vốn (vào, ra), nhất là dòng vốn ngắn hạn. Lưu ý là đô la hóa cao được xem là một nguyên nhân có thể tạo ra chuyển dịch vốn ngắn hạn trong nội tại nền kinh tế.

Mối quan hệ giữa chu kỳ kinh doanh bất động sản bùng phát và suy sụp và bất ổn, KHTC cũng tương đối rõ ràng. Bất ổn, KHTC có tác động hết sức tiêu cực đến nền kinh tế thực; tăng trưởng có thể giảm sút nhanh chóng và các vấn đề xã hội trở nên nghiêm trọng hơn. KHTC tại một nền kinh tế (chưa hẳn phải

thật lớn) có thể nhanh chóng lây lan thành khủng hoảng khu vực, thậm chí toàn cầu do mức độ liên kết tài chính, đầu tư, thương mại hiện nay đã rất sâu rộng.

Hàm ý chính sách ở đây rất rõ ràng. Để giảm thiểu rủi ro, thông tin minh bạch, kịp thời, và việc giám sát thận trọng phải bao quát cả hệ thống cũng như từng định chế tài chính là rất quan trọng. Cũng không thể thiếu cải cách thể chế các thị trường nhân tố sản xuất, khu vực doanh nghiệp nhà nước, giảm áp lực chính trị và tín dụng chỉ định, và tạo sự tiếp cận bình đẳng đối với thị trường vốn. Một vấn đề ở đây là cả lý thuyết và kinh nghiệm thực tế lại cho thấy, không thể có một lộ trình tự do hóa tài chính (tài khoản vốn) giống nhau với mọi nền kinh tế, ngay cả cho các nền kinh tế có trình độ phát triển tương đương.

Điều quan trọng là biết nhìn nhận các vấn đề, bài học thiết thực nhất về quá trình tự do hóa tài chính đặt trong bối cảnh toàn cầu hóa tài chính và cả KHTC. Các vấn đề, bài học đó chính là về: các nguyên tắc khi thực hiện tự do hóa tài chính; ứng xử với luồng vốn vào (gia tăng); bài học xử lý KHTC trong một nền kinh tế mở (bao gồm cả cách đối phó với sự đảo chiều dòng vốn); và xây dựng mẫu hình phát triển

HTTC mới (nhất là đối với hệ thống giám sát).

1. Các nguyên tắc khi thực hiện tự do hóa tài chính

Mặc dù thống nhất rằng tự do hóa tài chính phải theo lộ trình, song cho đến nay chưa có một lý thuyết chặt chẽ về quá trình đó. Lý thuyết và cả kinh nghiệm thực tế đều cho thấy, không thể có một lộ trình tự do hóa giống nhau cho mọi nền kinh tế, thậm chí cả các nước ở mức độ phát triển ngang nhau (theo một số chỉ tiêu kinh tế như GDP, GDP bình quân đầu người, cơ cấu kinh tế). Nhìn chung, các nhà kinh tế chỉ khái quát ra những nguyên tắc cơ bản cần đảm bảo.²

Nguyên tắc 1:

Tự do hóa tài chính được thực hiện tốt nhất trong bối cảnh kinh tế vĩ mô lành mạnh. Nguyên tắc này bao hàm cả ưu tiên cải cách NHTW nhằm phát triển các công cụ tiền tệ và thị trường tiền tệ. Bên cạnh việc kiểm soát lạm phát, cần đặc biệt lưu ý đến sự nhất quán trong chính sách kinh tế vĩ mô. Rủi ro bất ổn tài chính, tiền tệ có thể tăng khi chính sách vĩ mô thiếu nhất quán và nền kinh tế có mức đô la hóa cao.

Theo Otker-Robe và Johnston (1999), sự nhất quán giữa chính sách tiền tệ (CSTT) và chính sách tỉ giá là mối quan hệ giữa tỉ giá hối đoái và lãi suất tại một thời điểm và tính bền vững của quan hệ này theo thời gian. Sự nhất quán tại thời điểm có thể thấy rõ nhất qua điều kiện cân bằng lãi suất được bảo hiểm hay không được bảo hiểm (CIP và UIP)³. Hai điều kiện cân bằng



² Có thể xem bổ sung Ishii về Habermaier (2002)

³ Phương trình CIP là: $I_{t,k} = I^*_{t,k} + Fd$ với $I_{t,k}$ và $I^*_{t,k}$ là lợi tức trên tài sản trong và ngoài nước có cùng kỳ hạn và như nhau, trừ việc là chúng được tính theo các ồng tiền tệ khác nhau, và Fd là chiết khấu kì hạn trên đồng nội tệ cho kì hạn này. Quan hệ UIP được duy trì nếu các nhà đầu tư là "trung tính" với rủi ro, có kỳ vọng hợp lý và tỷ lệ mất giá đồng nội tệ kỳ vọng trong tương lai (ΔSet_{t+k}) bằng mức chiết khấu kỳ hạn: $I_{t,k} = I^*_{t,k} + \Delta Set_{t+k}$.

này thể hiện mối quan hệ phụ thuộc lẫn nhau giữa lãi suất trong nước và tỉ giá hối đoái tại một thời điểm, khi các nhà đầu tư xem xét lợi tức từ các tài sản tài chính khác nhau để có thể tối đa hoá lợi nhuận trên cơ sở danh mục đầu tư của mình. Sự nhất quán về chính sách theo thời gian sẽ xác định tính bền vững của sự phối hợp chính sách được lựa chọn. Rủi ro và phí tổn của sự thiếu nhất quán về chính sách là một CSTT thiếu hiệu lực và việc khuyến khích các hoạt động đầu cơ.

Minh họa cho điều này là sự gia tăng đôla hoá giai đoạn 1998-2001 và cuộc "khủng hoảng mini" giai đoạn 1996-1997 ở VN⁴.

Nguyên tắc 2:

Tự do hóa tài chính phải gắn bó chặt chẽ với việc thiết lập một cơ sở hạ tầng thể chế có thể giảm thiểu rủi ro bất ổn tài chính. Có nhiều vấn đề phải xử lý ở đây, bao gồm xây dựng và hoàn thiện: các biện pháp giám sát tài chính thận trọng, luồng vốn ra, vào và giám sát nội bộ; qui trình minh bạch thông tin; hệ thống tiêu chuẩn kế toán, kiểm toán, quản trị rủi ro định chế tài chính; qui trình sáp nhập và thu tóm, gia nhập và rút khỏi thị trường;... Rosengard và Huỳnh Thế Du (2009) cho rằng, cho đến năm 2008, nhìn tổng thể tiến trình tự do hóa tài chính ở Việt Nam diễn ra có phần nhanh hơn so với Trung Quốc, song hệ thống giám sát tài chính lại chưa được quan tâm như ở Trung Quốc.



Nguyên tắc 3:

Để có tốc độ tự do hóa tài chính thích hợp, tại từng thời điểm, cần phải xem xét lại những điều kiện tài chính và sự lành mạnh của các định chế tài chính cũng như thời gian cần thiết để tái cơ cấu các công ty này nếu cần. Theo Chen và cộng sự (2009), các điều kiện cần xem xét cho tự do hóa tài chính gồm: những đặc trưng cơ bản của HTTC (ngân hàng; phi ngân hàng, giám sát; cạnh tranh); luật chơi cho quản trị rủi ro (hệ thống pháp lý; quản trị; vốn; kiểm soát tài chính và tài khoản vốn); môi trường vĩ mô (khung khổ CSTT như mục tiêu, qui chế NHTW, công cụ CSTT; diễn biến lạm phát, tài khóa, và cán cân vãng lai và BOP).

Những bất ổn, cú sốc, khủng hoảng bên ngoài có những tác động trái chiều đến ổn định kinh tế vĩ mô, HTTC và cả nền kinh tế thực. Mức độ tác động có thể lớn và lâu dài hơn

khi nền kinh tế có sự liên kết thương mại, đầu tư và tài chính sâu rộng hơn với bên ngoài. Chính vì vậy, tốc độ và thời điểm tiếp tục tự do hóa tài chính cũng cần tính đến biến động khu vực, toàn cầu.

2. Ứng xử với luồng vốn vào (gia tăng)

Trong một nền kinh tế mở cửa cho các luồng vốn, sự nhất quán về chính sách theo thời gian đòi hỏi cơ quan quản lý hoặc phải có cam kết ấn định tỉ giá mạnh mẽ hoặc phải theo đuổi một chế độ tỉ giá linh hoạt. Tuy nhiên, nỗ lực duy trì sự nhất quán về chính sách kinh tế vĩ mô lại chịu ràng buộc của nguyên lý "bộ ba không thể đồng thời" (sự không thể cùng tồn tại một chế độ tỉ giá cố định, chu chuyển vốn quốc tế tự do và CSTT độc lập⁵). Các nhà hoạch định chính sách có thể nhiều biện pháp chính sách kinh tế vĩ mô ứng xử với các luồng vốn vào như "trung hòa

⁴ Xem Võ Trí Thành và Phạm Chí Quang (2008)

⁵ Nếu một nước cố gắng đạt được sự ổn định về tỉ giá và sự độc lập về tiền tệ, họ cần kiểm soát chu chuyển vốn. Nếu họ cố gắng hội nhập đầy đủ về tài chính và độc lập tiền tệ, họ phải chấp nhận chính sách tỉ giá thả nổi. Nếu họ cố gắng đạt được sự ổn định về tỉ giá và hội nhập tài chính đầy đủ thì chế độ tỉ giá cố định ngặt nghèo như hệ thống Hội đồng tiền tệ hay liên minh tiền tệ phải được thiết lập

Bảng 1: Các chính sách đối phó với dòng vốn vào và hiệu lực

Các biện pháp chính sách	Tác động và hiệu lực
<p><i>Trung hòa hóa (để bảo vệ sự ổn định tỉ giá)</i> Công cụ: dự trữ bắt buộc, biện pháp trung hòa hóa</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Việc áp dụng một mức dự trữ bắt buộc cao hơn sẽ làm tăng chi phí các trung gian tài chính và bóp méo sự phân bổ nguồn lực. Trung hòa hóa thông qua hoạt động thị trường mở (OMO) thường làm tăng lãi suất và điều này có thể càng thu hút các dòng vốn vào không mong muốn và làm tăng đáng kể phí tổn dạng tài khóa (quasi-fiscal costs). - Trong cả hai trường hợp, trung hòa hóa đều có thể tự thất bại do mức độ thiếu nhất quán về chính sách kinh tế vĩ mô tăng và do đó, càng khuyến khích hơn các dòng vốn vào. Hiệu lực của trung hòa hóa càng mạnh thì tính bền vững của nó càng hạn chế. - Trung hòa hóa cũng có thể gây ra vấn đề thanh khoản nếu ngân hàng có sai lệch cơ cấu kỳ hạn lớn) - Tỉ giá hiệu quả thực có thể bị biến dạng khi lạm phát tăng.
<p><i>Tạo thêm độ linh hoạt tỉ giá/giá nội tệ (appreciation)</i> Công cụ: mở rộng biên độ dao động tỉ giá; tạo sự lên xuống của tỉ giá,...</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Sự linh hoạt hơn về tỉ giá có thể làm giảm áp lực can thiệp tiền tệ và sử dụng biện pháp trung hòa hóa. - Tạo thêm độ linh hoạt không có nghĩa là lúc nào tỉ giá cũng bị lên giá. Đúng hơn, nó tạo ra nỉu ro hai chiều và nhờ đó hạn chế các dòng vốn vào đầu cơ. Dù là tỉ giá gắn định hay linh hoạt, thì thường cũng cần tạo ra biên độ dao động lớn hơn cho tỉ giá. - Kỳ vọng về việc lên giá đồng nội tệ có thể khuyến khích dòng vốn vào đầu cơ ngắn hạn, trong khi làm nản lòng các dòng vốn đầu tư dài hạn.
<p><i>Thắt chặt tài khoá</i> Công cụ: Giảm thâm hụt ngân sách bằng cách tăng thu và/hoặc cắt giảm chi tiêu thường xuyên và chi đầu tư.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Thắt chặt tài khóa có thể kìm hãm áp lực lạm phát và ngăn ngừa việc lên giá thực của đồng nội tệ. Thêm vào đó, thắt chặt tài khóa cũng có thể làm giảm áp lực lên tỉ giá hối đoái thực (bằng cách hạn chế việc tăng giá so sánh các hàng hóa không thương mại được và việc tăng lãi suất).
<p><i>Tự do hoá dòng vốn ra</i> Công cụ: Nới lỏng các dòng vốn (FDI và đầu tư gián tiếp) ra và điều kiện cho nước ngoài vay.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Tác động của biện pháp này tùy thuộc vào việc thực sự có nhu cầu đang bị kìm nén đối với tài sản nước ngoài hay không. Nếu không, việc tạo thuận lợi hơn cho luồng vốn ra thậm chí còn làm cho các dòng vốn vào tăng lên.
<p><i>Kiểm soát các dòng vốn</i> Công cụ: biện pháp định lượng, thuế cân bằng lãi suất, thuế Tobin, ký quỹ trong khoảng thời gian...</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Hiệu lực của biện pháp này là không rõ ràng. Chẳng hạn, nếu được áp dụng, niềm tin của các nhà đầu tư có thể sụp đổ và sự phát triển của thị trường vốn sẽ bị tổn hại nghiêm trọng.
<p><i>Tiếp tục tự do hóa thương mại</i> Công cụ: cắt giảm thuế quan, phi thuế quan,...</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Biện pháp này có thể có một số tác động làm giảm áp lực lạm phát. Song việc tiếp tục tự do hóa thương mại có thể khuyến khích nhập khẩu nhiều hơn. Tuy nhiên, qua thời gian, nó có thể giúp cải thiện khả năng cạnh tranh của hàng hóa xuất khẩu bằng việc giảm giá đầu vào nhập khẩu và cũng có thể không đóng góp nhiều đối với việc giảm nhập khẩu ròng. - Biện pháp này cũng có thể khuyến khích thêm dòng vốn do tín hiệu về cam kết mở cửa trở nên rõ ràng hơn.



hóa” (sterilization”), nâng giá danh nghĩa tỉ giá hoặc tạo sự linh hoạt hơn cho tỉ giá hối đoái, và chính sách tài khoá thắt chặt. Các giải pháp chính sách khác như tự do hóa các luồng vốn ra, kiểm soát mạnh luồng vốn vào, và tự do hoá thương mại cũng có thể được thực hiện. Hiệu lực của những biện pháp chính sách này được trình bày trong Bảng 1.

Bảng 1 chỉ ra rằng không một phản ứng chính sách riêng biệt nào là hoàn hảo trong việc đối phó với sự gia tăng dòng vốn vào để đạt được cả hai mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô và tăng trưởng. Sự linh hoạt tỉ giá và tăng giá đồng nội tệ dường như là phản ứng hiệu quả nhất đối với các luồng vốn vào lớn bởi giúp tránh được những tác động không mong muốn như thường thấy ở những phản ứng chính sách khác. Song biện pháp này cũng có thể tạo ra sự thiếu nhất quán chính

Nguồn: Tổng hợp của tác giả



sách (điều còn phụ thuộc rất nhiều vào các điều kiện bên ngoài như vị thế, xu hướng của đồng ngoại tệ mà tỉ giá gắn vào). Từ đó các dòng vốn ngắn hạn đầu cơ có thể sẽ được khuyến khích. Trung hòa hóa thường tốn kém và ít có hiệu lực, tuy nhiên vẫn là biện pháp được sử dụng rộng rãi nhất vì các nhà hoạch định chính sách thường ngại tăng giá đồng nội tệ do lo sợ làm mất khả năng cạnh tranh xuất khẩu và do đó làm giảm tốc độ tăng trưởng kinh tế. Thất chặt tài khóa có thể là một lựa chọn tốt, nhưng cũng có không ít hạn chế, đặc biệt là trong thuyết phục thông qua và thực hiện. Hơn nữa, một chính sách như vậy có thể dẫn tới đầu tư ít hơn và do vậy, một tốc độ tăng trưởng thấp hơn, nhất là khi đầu tư công vẫn chiếm một tỷ trọng lớn trong tổng đầu tư.

Trường hợp Việt Nam giai đoạn cuối năm 2006 – đầu năm 2008 là một minh họa

đáng nghiên cứu đối với vấn đề lựa chọn mục tiêu chính sách, chế độ tỉ giá, hiệu lực biện pháp trung hòa hóa, và giám sát tài chính⁶.

Trong giai đoạn đó, vốn FDI và cả vốn đầu tư gián tiếp tăng đột biến (Năm 2007, một lượng vốn ròng khoảng 11 tỷ USD đã đổ vào Việt Nam). Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đối diện với tình thế lưỡng nan là ổn định tỉ giá hay tập trung vào mục tiêu kiềm chế lạm phát. Vậy phản ứng thực tế của NHNN là thế nào? Nói chung, NHNN và Chính phủ khi đó đã lo ngại nhiều hơn về tác động tiêu cực có thể có của việc tăng giá VND lên xuất khẩu và tăng trưởng kinh tế. Tháng 1/2007, NHNN đã mở rộng biên độ VND/USD từ $\pm 0,25\%$ lên $\pm 0,5\%$ quanh tỉ giá tham chiếu hàng ngày. Tỉ giá VND/USD chỉ lên giá danh nghĩa 0,2% trong cả năm 2007. Đồng thời, NHNN giữ nguyên tất cả các mức lãi suất chính thức (lãi suất tái cấp vốn, lãi suất chiết khấu và lãi suất cơ bản) kể từ đầu năm 2006 nhằm đưa ra một tín hiệu ổn định cho thị trường, mặc dù lãi suất được các ngân hàng thương mại (NHTM) đưa ra đã ít nhiều tăng nhẹ. Trong khi ổn định tỉ giá danh nghĩa, NHNN đã tăng dự trữ ngoại hối, từ 11,5 tỷ USD cuối năm 2006 lên khoảng 23 tỷ USD cuối năm 2007.

Chỉ khi lạm phát có dấu hiệu tăng mạnh, đến khoảng giữa năm 2007 NHNN mới nỗ lực thực hiện trung hòa hóa qua nghiệp vụ thị trường mở (OMO) và việc tăng tỷ lệ dự

trữ bắt buộc. NHNN đã đều đặn rút bớt tiền từ lưu thông tới 11.000-14.000 tỷ VND (688-875 triệu USD) mỗi tuần kể từ tháng 5/2007. Vào cuối năm, con số này đã lên tới 15.000-16.500 tỷ VND (938-1.031 triệu USD) (World Bank 2007). Từ tháng 6/2007, tỉ lệ dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi VND dưới 12 tháng tăng từ 5% lên 10%, đối với tiền gửi VND trên 12 tháng và dưới 24 tháng, tăng từ 2% lên 4%. Tương tự, các tỉ lệ đối với tiền gửi ngoại tệ tăng từ 8% lên 10% và từ 2% lên 4%. Tuy nhiên, biện pháp trung hòa hóa đã thiếu hiệu lực (và phí tổn lại không nhỏ). Cung tiền (cả M2 và tín dụng trong nước) tăng mạnh trong năm 2007. Lạm phát gia tăng vào cuối năm 2007 và đầu năm 2008. Chính phủ thừa nhận là có nhiều "lúng túng" trong điều hành CSTT và đây được xem là một lý do chủ yếu dẫn đến lạm phát ngày càng cao, cùng với



⁶ Xem Võ Trí Thành và Phạm Chí Quang (2008)



nguyên nhân chi phí đẩy và cầu kéo. Thêm nữa, trong bối cảnh đồng USD suy yếu và giá quốc tế hàng hóa cơ bản tăng, thì việc giữ ổn định tỉ giá danh nghĩa VND/USD cũng đồng nghĩa với việc nhập khẩu đáng kể lạm phát thế giới.

Chủ động hơn kiểm soát cung tiền, từ tháng 12/2007 đến 2/2008, NHNN đã thực thi hàng loạt biện pháp chính sách: (1) nới rộng biên độ VND/USD lên $\pm 0,75\%$ vào cuối tháng 12/2007; (2) chuyển đổi hạn mức cho vay đầu tư cổ phiếu từ 3% tổng dư nợ sang 20% vốn điều lệ vào tháng 1/2008; (3) yêu cầu tỉ lệ dự trữ bắt buộc tăng lên 11% (từ 10%) đối với tiền gửi VND dưới 12 tháng và ngoại tệ, và lên 5% (từ 4%) đối với tiền gửi trên 12 tháng và dưới 24 tháng từ 1/2/2008; (4) tăng lãi suất tái cấp vốn từ 6,5% lên 7,5%, lãi suất chiết khấu từ 4,5% lên 6,0%, và lãi suất cơ bản từ 8,25% lên 8,75% cũng từ 1/2/2008; và (5) quyết định phát hành tín phiếu 365 ngày

vào ngày 17/3/2008 trị giá 20.300 tỉ VND với lãi suất 7,8% và yêu cầu bắt buộc 41 NHTM mua.

Một số NHTM cổ phần có vấn đề sai lệch cơ cấu thời hạn sẽ không có đủ thanh khoản đáp ứng các biện pháp chính sách mới. Thị trường liên ngân hàng trở nên "nóng" với lãi suất qua đêm tới 25-30%. Kết quả của cuộc "khủng hoảng thanh khoản" này là NHNN buộc phải bơm vào thị trường 33.000 tỉ VNĐ. Tuy nhiên, các ngân hàng đó vẫn khó khăn về điều kiện thanh khoản do họ không giữ tín phiếu kho bạc/tín phiếu NHNN phát hành. Họ buộc phải tăng lãi suất tiền gửi VNĐ lên 14,6%/năm để huy động càng nhiều tiền gửi càng tốt. Cuộc đua lãi suất tiền gửi giữa các NHTM bắt đầu và chỉ tạm lắng xuống vào cuối tháng 2/2008 khi NHNN ra chỉ thị yêu cầu tất cả NHTM không được tăng lãi suất tiền gửi trên 12%/năm và hứa sẽ đáp ứng nhu cầu thanh khoản của hệ

thống ngân hàng thông qua thị trường liên ngân hàng với các mức lãi suất hợp lý.

Khủng hoảng thanh khoản một lần nữa cho thấy tổn phí có thể rất cao nếu chính sách giữ ổn định tỉ giá danh nghĩa kéo dài cùng với vấn đề sai lệch cơ cấu thời hạn trong hệ thống ngân hàng hay thậm chí chỉ ở một vài NHTM (do giám sát yếu) và các hành động chính sách không thích hợp càng làm nghiêm trọng mức độ thiếu nhất quán về chính sách kinh tế vĩ mô. Thực tế là NHNN đã phải sử dụng tới một số biện pháp quản lý hành chính để kiểm soát tình hình. Hành động này, mặc dù là tạm thời và cần thiết, song cũng có thể coi là một bước lùi trong quá trình hoàn thiện các công cụ tiền tệ⁷. Sự biến động của một số biến kinh tế vĩ mô trong hai tháng đầu năm 2008 làm cho lựa chọn chính sách thêm phức tạp. Lạm phát tiếp tục tăng. Việc tăng lãi suất tiền gửi của các ngân hàng có thể giảm áp lực thanh khoản song cũng làm tăng rủi ro đối với một số ngân hàng.

Chính sách tài khóa thắt chặt có thể là một cách ứng phó tốt đối với các dòng vốn vào. Nó hạn chế áp lực lạm phát cũng như áp lực tăng giá thực đồng nội tệ và tăng lãi suất. Tuy nhiên, cho đến thời điểm đó, Việt Nam vẫn chưa thực sự sử dụng chính sách tài khóa như một sự kết hợp với các CSTT và tỉ giá để đối phó với các luồng vốn vào.

(xem tiếp số 43)

⁷ Về cơ bản, NHNN đã tự do hóa lãi suất ngoại tệ và VNĐ trong năm 2001 và 2002