

Bất ổn kinh tế vĩ mô Việt Nam nhìn từ chính sách tiền tệ

- **Hạ Thị Thiều Dao**
- **Phạm Thị Tuyết Trinh**
Tạp chí Công nghệ Ngân hàng

(Bài nhận ngày 19 tháng 01 năm 2013, hoàn chỉnh sửa chữa ngày 21 tháng 7 năm 2013)

TÓM TẮT:

Tính toán chỉ số bất ổn kinh tế vĩ mô (macroeconomic instability index) cho thấy kinh tế vĩ mô của Việt Nam đã thực sự rơi vào trạng thái bất ổn. Bên cạnh những nguyên nhân bên ngoài như luồng vốn vào ròng nền kinh tế tăng mạnh và khủng hoảng toàn cầu, chính sách tiền tệ (CSTT) và chính sách tài khóa lỏng lẻo dẫn đến bong bóng bất động sản và chứng khoán là những nguyên nhân làm cho bất ổn kinh tế vĩ mô

bộc lộ. Trong đó, góp phần quan trọng trong tình trạng trên là các nguyên nhân thuộc về cơ chế điều hành chính sách tiền tệ như: (i) tần suất xuất hiện quyết định dày; (ii) thiếu nhất quán trong thực hiện mục tiêu chính sách; (iii) thiếu chính sách dài hạn; (iv) sử dụng nhiều biện pháp hành chính. Nghiên cứu đưa ra một số gợi ý chính sách góp phần giảm bất ổn kinh tế vĩ mô.

Từ khóa: bất ổn kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ, chỉ số MII, chỉ số mi

1. ĐẶT VẤN ĐỀ

Từ sau khủng hoảng Đông Á 1997 đến khi gia nhập WTO, Việt Nam đã trải qua 10 năm tăng trưởng và phát triển trong bối cảnh nền kinh tế tương đối ổn định. Sau năm 2007, sự kết nối giữa nền kinh tế Việt Nam và thế giới không còn dừng lại ở mức giới hạn đối với các hoạt động ngoại thương, các dòng vốn hỗ trợ phát triển chính thức, đầu tư trực tiếp, các dòng kiều hối như trước đây nữa mà đã mở rộng hơn và sâu hơn theo các cam kết mở cửa về cả thương mại và đầu tư. Cũng từ thời điểm này, các vấn đề của nền kinh tế biểu hiện một cách rõ ràng hơn: lạm phát tăng lên hai con số, tỷ giá hối đoái biến động, thâm hụt ngân sách (THNS) trở nên trầm trọng, dự trữ ngoại hối (DTNH) giảm mạnh... Theo nhận định của các chuyên gia, kinh tế Việt Nam đã rơi vào tình trạng bất ổn.

Trong bài viết này, nhóm tác giả xem xét bất ổn kinh tế vĩ mô của Việt Nam từ góc độ của CSTT nhằm phân tích một cách đầy đủ vai trò của CSTT đối với diễn biến xấu đi của nền kinh tế trong giai đoạn 2000-2012, đặc biệt là từ 2007-2012. Từ đó đề ra những giải pháp điều hành CSTT góp phần đưa nền kinh tế vào trạng thái ổn định. Bài viết gồm ba phần: phần 2 trình bày cơ sở lý thuyết về khái niệm, cách thức đo lường và những nguyên nhân dẫn đến bất ổn kinh tế vĩ mô; phần 3 phân tích thực trạng bất ổn kinh tế vĩ mô tại Việt Nam và vai trò của CSTT; phần 4 là những gợi ý chính sách nhằm giảm bất ổn kinh tế vĩ mô tại Việt Nam

2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT VỀ BẤT ỔN KINH TẾ VĨ MÔ

2.1. Khái niệm bất ổn kinh tế vĩ mô

Hiện nay vẫn chưa có một định nghĩa thống nhất cho vấn đề bất ổn kinh tế vĩ mô tại một nền kinh tế. Theo Azam (2001), bất ổn kinh tế vĩ mô là những biến động theo chiều hướng xấu đối với tình hình kinh tế vĩ mô của một nền kinh tế. Sameti và các tác giả (2012) cho rằng bất ổn kinh tế vĩ mô được đánh giá bởi các biến động của một tập hợp các biến số kinh tế vĩ mô bao gồm tăng trưởng, lạm phát, THNS, thâm hụt cán cân vãng lai và dự trữ ngoại hối (DTNH). Tình trạng “bất ổn kinh tế vĩ mô” là tình trạng không nên xuất hiện trong một nền kinh tế do những tác động xấu có thể gây ra đối với tăng trưởng và phát triển (Elbadawi và Schmidt-Hebbek, 1998). Như vậy, có thể thấy bất ổn kinh tế vĩ mô gắn liền với sự chuyển biến xấu đi của các biến số kinh tế vĩ mô quan trọng trong nền kinh tế, được biểu hiện và theo dõi theo thời gian thông qua sự kết hợp các biến số như lạm phát, THNS, biến động tỷ giá, DTNH...

2.2. Đo lường bất ổn kinh tế vĩ mô

Các nghiên cứu đo lường tình trạng bất ổn vĩ mô của các nền kinh tế đang đi theo hai xu hướng: dựa vào các biến số kinh tế vĩ mô đơn lẻ và dựa chỉ số bất ổn kinh tế vĩ mô.

Các biến số vĩ mô đơn lẻ thường dùng là: (i) Lạm phát. Lạm phát là biến số được sử dụng phổ biến nhất vì là một trong những mục tiêu cuối cùng quan trọng của CSTT nói riêng và các chính sách kinh tế nói chung, có thể đại diện cho khả năng điều hành nền kinh tế của chính phủ (Fischer, 1993; Azam, 2001; Somoye và Ilo, 2009); (ii) Thâm hụt ngân sách. THNS là dấu hiệu cho thấy hiệu quả can thiệp của chính phủ giảm và theo đó là mất khả năng kiểm soát nền kinh tế (Fischer, 1993); (iii) Tỷ giá hối đoái. Được sử dụng khá phổ biến trong các nền kinh tế mở, biến động của tỷ giá hối đoái biểu hiện cho

sự không chắc chắn trong các giao dịch quốc tế về cả hàng hóa lẫn tài sản tài chính (Azid và các tác giả, 2005); (iv) Dự trữ quốc tế. Dự trữ quốc tế đặc biệt quan trọng dưới chế độ tỷ giá cố định vì ngân hàng trung ương phải liên tục can thiệp vào thị trường ngoại hối để giữ vững tỷ giá đã ấn định (Edwards, 1983). Trong thực tế, các chính phủ dù theo đuổi chế độ tỷ giá nào đều duy trì và củng cố mức dự trữ quốc tế như là một tấm đệm giảm sốc cho những tác động từ bên ngoài đến nền kinh tế (Clark, 1970).

Các chỉ số bất ổn kinh tế vĩ mô thường dùng gồm: (i) Chỉ số bất ổn kinh tế vĩ mô (MII) của Ismihan và các tác giả (2002) được tính theo công thức 1, bằng cách lấy bình quân gia quyền không trọng số của tỷ lệ lạm phát, tỷ lệ THNS/GNP, tỷ lệ nợ nước ngoài/GNP và biến động của tỷ giá hối đoái.

$$I_t = \frac{x_t - x_{\min}}{x_{\max} - x_{\min}} \quad (1)$$

Trong đó I_t giá trị chỉ số thành phần của biến số vĩ mô X trong năm t ; x_t là giá trị của biến số vĩ mô X năm t , $X_{\min}$ ($X_{\max}$) là giá trị nhỏ nhất (lớn nhất) của biến số vĩ mô X trong cả giai đoạn nghiên cứu. MII nằm trong khoảng $[0, 1]$, MII càng gần 0 thì mức độ bất ổn càng thấp; (ii) Chỉ số bất ổn kinh tế vĩ mô (mi) theo Jaramillo và Sancak (2007). Chỉ số này được tính theo công thức 2, dựa trên bốn chỉ số kinh tế vĩ mô, bao gồm: biến động của lạm phát và tỷ giá hối đoái, tỷ lệ tích lũy dự trữ so với tiền cơ sở và tỷ lệ THNS/GDP.

$$mi_{it} = \frac{\ln(\frac{cpi_{it}}{cpi_{i,t-1}})}{\sigma_{cpi}} + \frac{\ln(\frac{er_{it}}{er_{i,t-1}})}{\sigma_{er}} - \frac{\ln(\frac{res_{it} - res_{i,t-1}}{bm_{i,t-1}})}{\sigma_{res}} - \frac{\ln(\frac{fbal_{it}}{gdp_{it}})}{\sigma_{fbal}} \quad (2)$$

Trong đó, mi là chỉ số bất ổn kinh tế vĩ mô tại thời điểm t , $\ln$ là logarit cơ số tự nhiên, cpi là chỉ số giá tiêu dùng, er là tỷ giá hối đoái của nội tệ so với USD, res là lượng dự trữ quốc tế, bm là

tiền cơ sở, f_{bal} là trạng thái THNS và gdp là GDP danh nghĩa, σ là độ lệch chuẩn của từng biến số. m càng lớn thì kinh tế vĩ mô càng bất ổn.

2.3. Nguyên nhân dẫn đến bất ổn kinh tế vĩ mô

Bất ổn kinh tế vĩ mô phát sinh do hai nhóm nguyên nhân: các cú sốc từ bên ngoài và sự không phù hợp của các chính sách kinh tế. Ngoài ra, bất ổn kinh tế vĩ mô cũng có thể do phản ứng chính sách chưa phù hợp khi tương tác với các cú sốc bên ngoài. Yếu tố này lý giải tại sao tác động của một cú sốc bên ngoài đến các nền kinh tế lại khác nhau về cả những ảnh hưởng có thể gây ra lẫn mức độ của ảnh hưởng đó mặc dù sự xuất hiện của các cú sốc bên ngoài không phụ thuộc vào các chính sách trong nước (Raddatz, 2007).

Những nguyên nhân bên ngoài như: (i) cú sốc tỷ lệ ngoại thương (chỉ ra tác động của tỷ lệ ngoại thương đến cân cân vãng lai) (Svensson và Razin, 1983); (ii) Luồng vốn vào ròng ồ ạt làm ảnh hưởng đến sức cạnh tranh thương mại hàng hóa (Cardarelli và các tác giả, 2009), tiềm ẩn khả năng mất kiểm soát lượng tiền cung ứng và theo đó là lạm phát gia tăng (Takagi và Esaka, 2001), dẫn đến tình trạng tăng trưởng quá nóng của nền kinh tế, tạo nên các bong bóng tài sản (Pradhan và các tác giả, 2011) và nguy cơ gây ra khủng hoảng tiền tệ (Reinhart và Reinhart, 2008); (iii) Khủng hoảng kinh tế thế giới. Trong bối cảnh của một nền kinh tế mở nói chung, đặc biệt là các nền kinh tế đang phát triển, những ảnh hưởng của một cuộc khủng hoảng thế giới được lan truyền qua kênh tài chính, ngoại thương, kênh đầu tư, kênh kiều hối và kênh viện trợ phát triển chính thức (Clipa và Caraganciu, 2009).

Những nguyên nhân chính sách thường được đề cập gồm có CSTT, chính sách tài khóa (CSTK) và sự phối hợp CSTK-CSTT; bài viết chỉ tập trung vào nguyên nhân của CSTT. Theo trường phái tiền tệ, CSTT không phù hợp là nguyên nhân quan trọng nhất của bất ổn kinh tế vĩ mô, được lý giải qua sự thay đổi của cung tiền.

Lịch sử đã chứng kiến không ít những sai lầm trong việc mở rộng tiền tệ để kích thích tăng trưởng kinh tế, tạo nên những bong bóng tài sản. Việc mở rộng tiền tệ một cách nhanh chóng sẽ tạo điều kiện dễ dàng hơn cho cá nhân và doanh nghiệp trong nền kinh tế tiếp cận tín dụng và sử dụng các khoản đó cho các hoạt động tiêu dùng và đầu tư. Trong một thời gian ngắn, khi các tài sản trong nền kinh tế không đổi, tín dụng tăng nhanh sẽ đẩy giá cả trong nền kinh tế lên cao hơn mức cân bằng của nó, bao gồm cả giá bất động sản và cổ phiếu. Nếu NHTW lúc này giới hạn tăng trưởng tín dụng vì sợ giá tài sản tăng trưởng quá nóng hoặc lạm phát, sẽ làm giá tài sản rơi xuống (Allen và Gale, 2000). Trong trường hợp NHTW vẫn tiếp tục duy trì mức tăng trưởng tín dụng, bong bóng giá sẽ vẫn vỡ vào một lúc nào đó, bởi vì các tài sản đang được định giá trên mức cân bằng thực sự của chúng (Allen và Gale, 1998). Khi bong bóng tài sản vỡ, các ngân hàng sẽ gặp khó khăn về thanh khoản. Các ngân hàng buộc phải thu hồi nợ và thanh lý tài sản và càng làm trầm trọng hơn cho tình trạng lao dốc của giá tài sản. Ở mức nghiêm trọng hơn, khủng hoảng ngân hàng sẽ nổ ra, nền kinh tế có khả năng rơi vào tình trạng suy thoái trong một thời gian dài sau khi bong bóng vỡ (Allen và Gale, 2000). Lingren và đồng sự (1996) thống kê được rằng 73% các nước thành viên của IMF đã phải gánh chịu khủng hoảng ngân hàng trong khoảng thời gian 1980 – 1996 mà trong đó, sai lầm của CSTT mở rộng là một trong những nguyên nhân tại nhiều quốc gia.

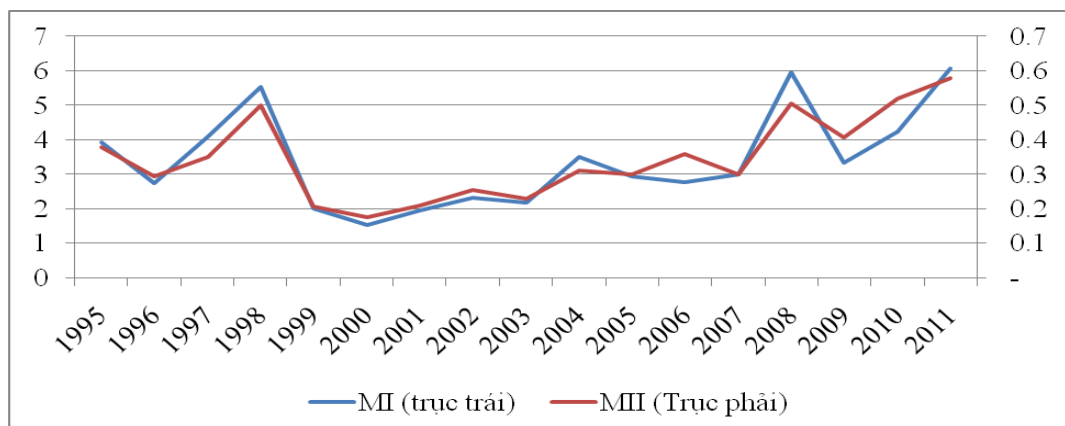
3. CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VÀ BẤT ỔN KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM

3.1. Đánh giá tình trạng bất ổn của Việt Nam qua chỉ số MII và m

Kết quả tính toán chỉ số MII và m của Việt Nam khá giống nhau về xu hướng biến động. Xét về lượng, mức tăng của MII và m đều đạt đỉnh ở năm 2011, 2008 và 1998 là những thời điểm nền kinh tế chịu ảnh hưởng từ hai cuộc khủng hoảng.

Diễn biến ngày càng tăng lên của các chỉ số trong giai đoạn 2008-2011 cho thấy tình hình bất ổn

kinh tế vĩ mô của Việt Nam đã ở mức độ cao hơn trước.



Hình 2. Chỉ số MII và mi của Việt Nam giai đoạn 1995 – 2011

Nguồn: Nhóm tác giả tính toán từ số liệu ADB và IFS

Xét về tỷ trọng của các chỉ số thành phần, tình trạng bất ổn của nền kinh tế trong giai 1995-1998 được thể hiện rõ nét nhất qua biến động của tỷ giá hối đoái; trong giai đoạn 2001 – 2007 phụ

thuộc nhiều vào biến động của lạm phát và THN; giai đoạn 2008 – 2011 là THNS (theo MII) và lạm phát (mi) (Bảng 1).

Bảng 1. Tỷ trọng các chỉ số thành phần MII, mi phân theo giai đoạn (Đơn vị: %)

MII	1995 – 1998	1999 – 2000	2001 – 2007	2008 – 2011
Thâm hụt ngân sách	30,5	63,7	36,5	37,0
Lạm phát	24,9	13,2	44,0	23,5
Tỷ giá hối đoái	42,4	21,8	19,1	18,9
Nợ nước ngoài	2,1	1,3	0,4	20,6
Tổng cộng	100,0	100,0	100,0	100,0
mi	1995 – 1998	1999 – 2000	2001 – 2007	2008 – 2011
Thâm hụt ngân sách	35,5	56,4	53,5	22,1
Biến động lạm phát	19,6	7,8	27,4	40,5
Biến động tỷ giá	41,6	29,6	15,6	34,9
Dự trữ ngoại hối	3,4	6,1	3,5	2,6
Tổng cộng	100,0	100,0	100,0	100,0

Nguồn: Nhóm tác giả

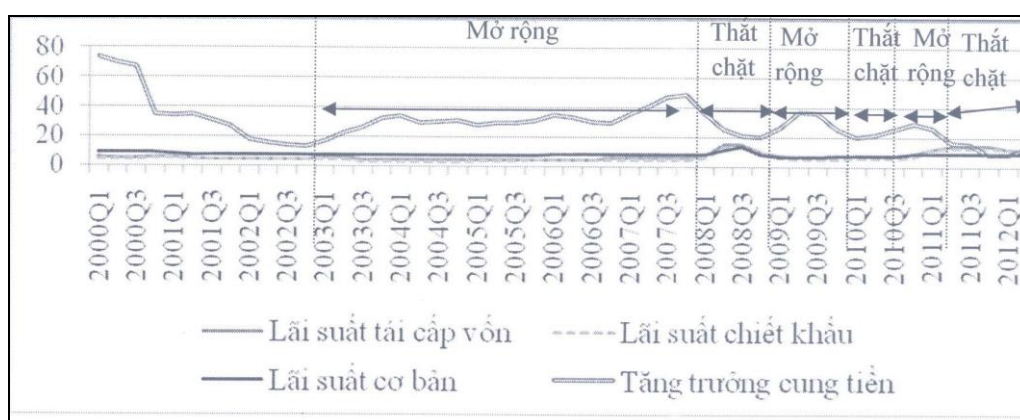
Tỷ trọng các chỉ số thành phần cho thấy tác động của từng biến số đến chỉ số *mi* và *MI* trong mỗi giai đoạn là khác nhau nhưng đều thống nhất THNS và lạm phát là hai biến số ảnh hưởng lớn nhất đến bất ổn kinh tế vĩ mô. Trong phần tiếp theo, nghiên cứu phân tích tác động của CSTT đến diễn biến lạm phát và tỷ giá trong nền kinh tế.

3.2. Điều hành chính sách tiền tệ và bất ổn kinh tế vĩ mô Việt Nam

Trong phần này, nhóm tác giả phân tích CSTT theo trình tự thời gian để xem xét bản thân việc điều hành chính sách và phản ứng chính sách đối với các tác động từ bên ngoài.

CSTT và ảnh hưởng đến lạm phát

CSTT mở rộng được duy trì liên tục trong giai đoạn 2003 – 2007. Tăng trưởng cung tiền và tín dụng liên tục cao và cao nhất vào năm 2007; các mức lãi suất khá ổn định ở mức dưới 8,25% (Hình 3 và Bảng 2).



Hình 3. Tăng trưởng cung tiền và các mức lãi suất chỉ đạo 2000 – 2012

Nguồn: Tăng trưởng cung tiền 2000-2011: IFS (2011); Tăng trưởng cung tiền 2012 và các mức lãi suất: NHNN; mở rộng, thắt chặt là dựa vào cung tiền

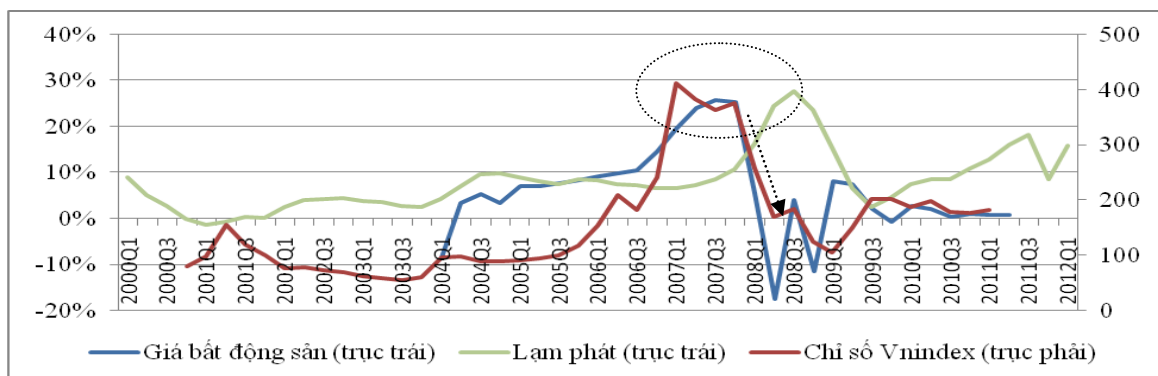
Bảng 2. Tăng trưởng tín dụng, tăng trưởng tín dụng bất động sản giai đoạn 2003 – 2012 (%)

Năm	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Tăng trưởng tín dụng	28,4	41,5	19,2	21,4	53,9	26	37,7	27,7	12,7	8,19
Tăng trưởng tín dụng bất động sản			25	9,8	8,5	35	15	19	-13,4	na

Nguồn: Tăng trưởng tín dụng 2003-2011: IFS (2011), 2012: NHNN; Tăng trưởng tín dụng bất động sản: trích lại từ Lê Xuân Nghĩa (2011);

Chính sách tiền tệ mở rộng đã kích thích sản xuất, tiêu dùng và tăng trưởng kinh tế nhưng cung tín dụng dồi dào cũng khơi thông các hoạt động đầu cơ vào chứng khoán và bất động sản (Bảng 2), đến cuối năm 2007, cho vay đầu tư chứng khoán chiếm trung bình 10% - 15% tổng dư nợ của các NHTM, trường hợp cá biệt lên đến 40%, làm các thị trường này ngày càng nóng lên (Hình 4).

Tăng trưởng của các kênh đầu tư sinh lợi cao này ngay lập tức hấp dẫn các nguồn lực bên ngoài như kiều hối, đầu tư trực tiếp, đầu tư gián tiếp vào, góp phần làm tăng hơn nữa sức nóng của TTCK và thị trường bất động sản, làm thổi phồng các bong bóng giá lên đến đỉnh điểm vào cuối năm 2007 (Hình 4).



Hình 4. Diễn biến tăng trưởng chỉ số VN-Index, giá nhà đất và lạm phát giai đoạn 2000 – 2012

Nguồn: Chỉ số tăng VN Index và lạm phát: IFS (2011), Giá bất động sản: nhiều nguồn.

Đầu năm 2008, CSTT được thắt chặt bằng một loạt biện pháp mạnh như: (i) tăng tỷ lệ DTBB thêm 1%, áp dụng DTBB cho tất cả các kỳ hạn (Quyết định số 187/2008/QĐ-NHNN); (ii) phát hành tín phiếu bắt buộc 20.300 tỷ đồng cho các NHTM (Quyết định số 346/QĐ-NHNN); (iii) không chế tổng dư nợ cho vay, chiết khấu giấy tờ có giá để đầu tư kinh doanh chứng khoán không vượt 20% vốn điều lệ của TCTD, nâng hệ số rủi ro đối với cho vay bất động sản và cho vay đầu tư kinh doanh chứng khoán lên 250% (Quyết định 03/2008/ QĐ-NHNN). Với những phản ứng chính sách này NHNN đã chủ động làm vỡ các bong bóng, nhưng lại gây ra cú sốc lớn đối với nhà đầu tư dù trước đó đã có những bước đệm chính sách nhằm hạn chế đầu tư vào TTCK. Vì cú sốc này mà bong bóng giá chứng khoán giảm nhanh và mạnh, lan sang thị trường bất động sản đẩy giá cả hai thị trường vào trạng thái rơi tự do (Hình 4). Trong khi đó trên thị trường tiền tệ, việc thắt chặt đột ngột đã làm xuất hiện tình trạng thiếu thanh khoản và đẩy mặt bằng lãi suất lên cao.

Cuối năm 2008, khi nền kinh tế đã có dấu hiệu suy giảm do tác động từ khủng hoảng toàn cầu, trước khi có gói kích cầu, NHNN đã chủ động phát tín hiệu nói lỏng tiền tệ bằng cách

giảm nhẹ các lãi suất điều hành, điều chỉnh giảm tỷ lệ DTBB đối với tiền gửi có kỳ hạn bằng VND từ 8% xuống 6,5% rồi 3%, kích thích các NHTM mở rộng tín dụng, đưa vốn ra nền kinh tế, ban hành Quyết định 2321/QĐ-NHNN về tăng lãi suất phải trả cho DTBB từ 5% lên 10%, cho phép tín phiếu bắt buộc được thanh toán trước hạn (Quyết định 2317/QĐ-NHNN).

Sang năm 2009, sau khi được chính phủ giao cho NHNN nhiệm vụ điều hành CSTT linh hoạt, hướng dẫn NHTM cho vay theo lãi suất thỏa thuận, NHNN đã ban hành rất nhiều văn bản: Thông tư số 01/2009/TT-NHNN (hướng dẫn tại văn bản số 1288/NHNN-CSTT) về thực hiện lãi suất thỏa thuận; Thông tư 02/2009/TT-NHNN về hỗ trợ lãi suất ngắn hạn, thông tư 27/2009/TT-NHNN về hỗ trợ lãi suất trung, dài hạn; Điều chỉnh giảm các loại lãi suất điều hành: giảm lãi suất cơ bản từ 8,5% xuống còn 7,0%; lãi suất tái cấp vốn từ 9,5% xuống 8% rồi 7%/năm; lãi suất chiết khấu giảm từ 7,5% xuống còn 6% rồi 5% nhằm giảm mặt bằng lãi suất, tạo điều kiện cho doanh nghiệp tiếp cận với nguồn vốn với chi phí rẻ.

Năm 2010, trong hai quý đầu năm, việc thực hiện mục tiêu kiểm soát lạm phát được theo đuổi

khá kiên định qua tốc độ tăng trưởng cung tiền thấp (quý I là 17%, quý II là 21%), lạm phát được kiểm soát ở mức thấp đến tháng 8/2010. Tại thời điểm này, mức tăng trưởng kinh tế 6 tháng đầu năm chỉ đạt 5,57% (thấp hơn mục tiêu cả năm là 6,5%), dưới áp lực phải đạt mục tiêu tăng trưởng NHNN đã thực hiện một số điều chỉnh: (i) nhiều lần phối hợp với Hiệp hội Ngân hàng điều chỉnh giảm mặt bằng lãi suất cho vay; (ii) tái cấp vốn cho Ngân hàng Công thương và Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển nông thôn mỗi ngân hàng 10.000 tỷ đồng. Hệ quả là cung tiền tăng nhanh trong hai quý cuối năm 2010, lần lượt là 27% và 29%, lạm phát các tháng cuối năm cũng tăng lên theo. Lúc này, CSTT lại đổi chiều thất chặt, tăng lãi suất cơ bản lên 9% vào ngày 5/11/2010, sau 10 tháng duy trì không đổi ở mức 8%. Đây là thời điểm cuối năm – lúc các doanh nghiệp cần tiền – việc đổi hướng CSTT làm các NHTM gặp khó khăn về thanh khoản.

Năm 2011, NHNN thể hiện tính kiên định trong kiểm soát lạm phát ngay từ đầu năm qua chỉ thị 01/CT-NHNN ngày 01/03/2011 với tăng trưởng tín dụng dưới 20%, tăng tổng phương tiện thanh toán khoảng 15% – 16%; tỷ trọng dư nợ cho vay lĩnh vực phi sản xuất so với tổng dư nợ tối đa 22% và tối đa 16% vào 31/12/2011.

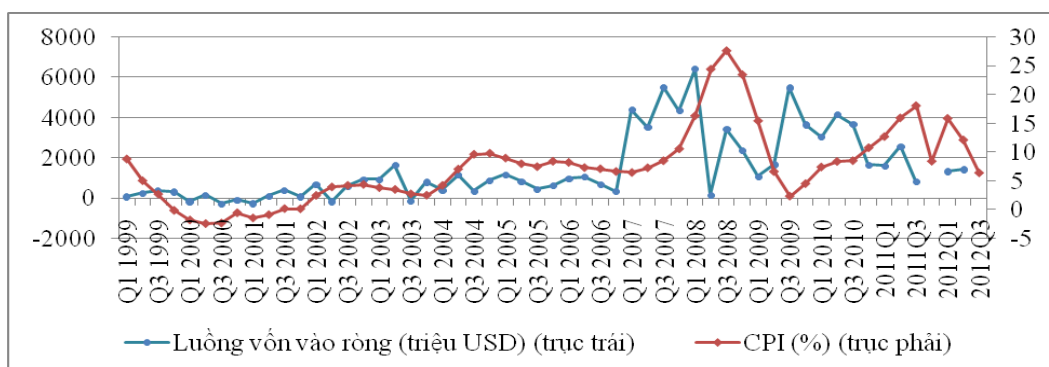
Đi liền với mục tiêu là sự thống nhất trong các tín hiệu chính sách, thể hiện qua: (i) khống chế lãi suất huy động có kỳ hạn dưới 14% (thông tư 02/2011/TT-NHNN), lãi suất huy động không kỳ hạn dưới 6% (thông tư 30/2011/TT-NHNN); (ii) liên tục tăng các lãi suất điều hành; tăng lãi suất tái cấp vốn lên gần 50% (từ 7% lên 12%) từ ngày 08/03/2011 và lên 13% vào ngày 1/5/2011;

(iii) thực hiện các biện pháp kiểm soát hoạt động cho vay đối với lĩnh vực phi sản xuất bằng các công văn số 2956/NHNN-CSTT ngày 14/04/2011; công văn 8844/NHNN-CSTT ngày 14/11/2011; (iv) ban hành Chỉ thị 02/CT-NHNN năm 2011 về chấn chỉnh thực hiện quy định mức lãi suất huy động và công văn số 8839/NHNN-TTGSNH1 ngày 14/11/2011 về việc xử lý vi phạm vượt trần lãi suất huy động tại Ngân hàng Phát triển Tp. Hồ Chí Minh. Sự quyết liệt đó đã giảm tăng trưởng tín dụng từ gần 27,7% trong năm 2010 xuống còn 12,7% năm 2011, tăng trưởng cung tiền từ 25% xuống còn 15% năm 2012 tiếp tục theo hướng thất chặt, tăng trưởng tín dụng đến cuối tháng 12 chỉ ở mức 7%.

Tuy nhiên, CSTT thất chặt trong năm 2011 cũng có những tác dụng phụ nhất định: (i) các doanh nghiệp gặp khó khăn do lãi suất cho vay cao vượt quá khả năng chịu đựng của doanh nghiệp; hàng tồn kho lớn, chỉ số công nghiệp giảm mạnh; (ii) TTCK và thị trường bất động sản đóng băng; (iii) tỷ lệ nợ không đủ tiêu chuẩn đang tăng trên toàn hệ thống, tập trung vào nhóm nợ phải điều chỉnh cơ cấu tín dụng theo ngành - hệ quả của thời kỳ tăng trưởng tín dụng quá nóng giai đoạn 2003 – 2007; năm 2009 và điều chỉnh cơ cấu tín dụng năm 2011.

Năm 2012, lãi suất điều hành giảm, cung tiền tăng nhưng trái ngược với những biểu hiện mở rộng chính sách tiền tệ này là tốc độ tăng trưởng tín dụng giảm. Tính đến cuối năm 2012, tốc độ tăng trưởng tín dụng chỉ 8,19%. Sự trái chiều này đặt ra nhiều suy nghĩ về việc Việt Nam đang rơi vào bẫy thanh khoản.

CSTT và ảnh hưởng đến tỷ giá

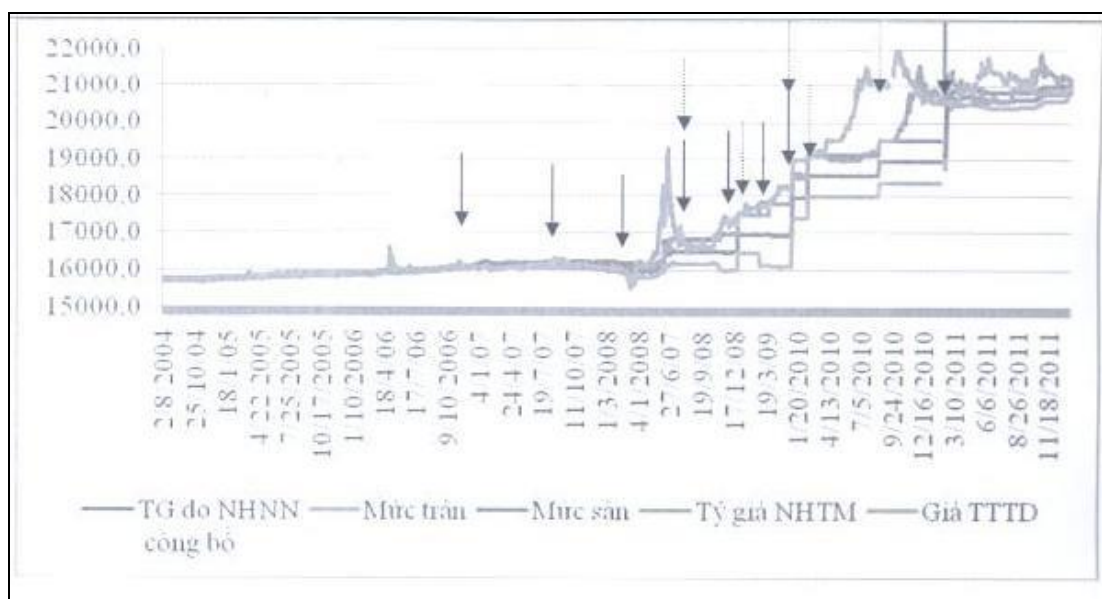


Hình 5. Luồng vốn vào và chỉ số CPI theo quý giai đoạn 1999 – 2012

Nguồn: 1999-2011:IFS (2011); 2012: trang web NHNN

Trước biến động của luồng vốn vào (Hình 5) và áp lực tăng tỷ giá hối đoái xuất hiện từ cuối năm 2007, NHNN điều chỉnh tỷ giá BQLNH thường xuyên, liên tục theo hướng tăng; điều chỉnh linh hoạt biên độ giao động tỷ giá hối đoái; ban hành các văn bản nhằm chấn chỉnh hoạt động thu đổi, quảng cáo, niêm yết, mua bán ngoại tệ; công bố thông tin liên quan đến cung cầu ngoại

tệ, đặc biệt là công bố DTNH; công bố trần lãi suất ngoại tệ đối với các tổ chức kinh tế (trừ TCTD); cam kết hỗ trợ bán ngoại tệ cho các TCTD có trạng thái ngoại tệ từ -5% trở xuống; đề xuất với Thủ tướng chính phủ ra quyết định yêu cầu 7 tập đoàn, tổng công ty nhà nước bán ngoại tệ... Các điều chỉnh này ngày càng dồn dập hơn sau tháng 05/2008 (Hình 5).



Hình 6. Diễn biến can thiệp tỷ giá giai đoạn 2007 – 2011

Ghi chú: —: điều chỉnh biên độ dao động;: điều chỉnh TGBQLNH

Nguồn: Hạ Thị Thiệu Dao và các tác giả (2012)

Mặc dù NHNN có nhiều nỗ lực nhưng tỷ giá hối đoái vẫn chưa ổn định một cách bền vững và chỉ đến khi NHNN thực hiện phá giá, nâng tỷ giá BQLNH 9,3% (từ 18.932 VND lên 20.693 VND) theo văn bản số 74/TB-NHNN ngày 11/02/2011 cùng lúc với thu hẹp biên độ dao động từ +/-3% xuống +/-1% theo Quyết định số 230/QĐ-NHNN ngày 11/02/2011 thì biến động tỷ giá mới phần nào được giải quyết. Thực tế này cho thấy rõ ràng cơ chế dựa trên tỷ giá BQLNH và biên độ dao động đã chưa xác định đúng giá trị danh nghĩa của tỷ giá VND/USD.

Nhận xét điều hành CSTT

Số liệu cho thấy, CSTT trong những năm qua đã góp phần thúc đẩy tăng trưởng, chống suy thoái, kiềm chế lạm phát, ổn định tỷ giá. CSTT đã đúng khi giảm tốc độ tăng trưởng tín dụng vì: (i) tốc độ tăng trưởng tín dụng hiện thời khá cao so với tăng trưởng Việt Nam đạt được; (ii) khá cao so với thông lệ các nước; (iii) tốc độ tăng trưởng tín dụng cao thường hay đi kèm với cơ cấu tín dụng nhiều rủi ro là bất động sản và chứng khoán. Tuy nhiên không nên giảm quá nhanh và mạnh tốc độ tăng trưởng tín dụng mà cần dựa vào các dấu hiệu nhận biết phản ứng chính sách để điều chỉnh cho phù hợp. Xét dưới góc độ này, quá trình điều hành CSTT kiềm chế lạm phát đã bộc lộ nhiều vấn đề mang tính bất ổn lớn cho nền kinh tế vĩ mô.

Thứ nhất, tần suất xuất hiện các quyết định quá dày khiến các đối tượng bị điều chỉnh bị động trong thực thi. Để ngăn chặn sự bùng phát của lạm phát, giảm tốc độ của tăng trưởng cung tiền là tất yếu, nhưng không được gây sốc nghiêm trọng đến thanh khoản của hệ thống ngân hàng thì mới giữ được hoạt động của NHTM, theo đó là giảm tốc độ tăng của giá cả trong ổn định. CSTT chống lạm phát trong thời gian qua đã chưa tính toán được liều lượng vừa đủ. Chỉ trong vòng 2 tháng đầu năm 2008, NHNN đã thực hiện một loạt các biện pháp mạnh. Các NHTM vừa mới chuẩn bị tiền để tăng dự trữ lên

thêm 1% lại phải chuẩn bị để mua tín phiếu bắt buộc của NHNN. Nghiêm trọng nhất là việc trong thời gian ngắn phải huy động một lượng tiền như yêu cầu của NHNN đã dẫn đến một loạt các ngân hàng thiếu thanh khoản buộc phải tăng lãi suất để thu hút tiền gửi, gây ra một cuộc chạy đua không lành mạnh và có thể nói làm náo loạn thị trường tiền tệ khi: (i) người dân xếp hàng rút tiền ở ngân hàng có lãi suất thấp sang gửi ngân hàng có lãi suất cao; (ii) các ngân hàng thiếu thanh khoản buộc phải vay qua đêm và đấu thầu trên thị trường mở với lãi suất cao ngắt ngưỡng, ngày 19/02/2008 đã lên tới đỉnh 43%/năm; (iii) các ngân hàng hạn chế cho vay, đặc biệt cho vay bất động sản nhằm đảm bảo thanh khoản. Phản ứng của NHTM kéo theo thị trường bất động sản đóng băng, nhiều người đi vay khốn đốn; (iv) ngân hàng thiếu thanh khoản USD khi người gửi tiền USD rút tiền ra đổi lấy VND gửi ngân hàng để lấy lãi suất cao và người vay thích vay vốn ngoại tệ hơn VND; (v) ngân hàng tăng lãi suất cho vay để bù đắp phần chi phí bỏ ra để huy động vốn, mua tín phiếu bắt buộc, DTBB khiến hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn và có thể dẫn đến lạm phát do chi phí đẩy (Quách Mạnh Hào, 2011; Nguyễn Văn Trinh và Lê Trương Hải Hiếu, 2012) .

Thứ hai, thiếu nhất quán trong thực hiện mục tiêu chính sách. Một điệp khúc thường thấy trong điều hành CSTT chống lạm phát là thắt chặt đầu năm, khi thấy lạm phát đã được kiểm soát phần nào trong giữa năm lại nới lỏng cung tiền để theo đuổi mục tiêu tăng trưởng sản lượng, rồi đến cuối năm khi lạm phát có dấu hiệu vượt mục tiêu đề ra lại thắt chặt mạnh mẽ để đạt mục tiêu. Năm 2010 là năm cho thấy rõ nét nhất tính không kiên định này.

Thứ ba, điều hành CSTT chưa có mục tiêu nhất quán, xuyên suốt, các chỉ thị được ban hành đầu năm chỉ dừng lại ở mục tiêu, nhiệm vụ của từng năm mà chưa có một mục tiêu ổn định lâu dài.

Thứ tư, các chính sách NHNN đưa ra mang tính hành chính như các văn bản hành chính liên quan đến trần lãi suất, chỉ thị 03, công điện 02... là minh chứng rõ nét nhất. Mặc dù ưu điểm của các mệnh lệnh hành chính là có tác dụng tức thời đối với thị trường nhưng việc vội vã ra đời các văn bản lại cho thấy việc đối phó với lạm phát của NHNN chỉ mang tính tình thế chứ chưa thể hiện sự chuẩn bị thấu đáo, căn cơ, lâu dài và việc quay trở lại với một loạt các văn bản mang tính mệnh lệnh hành chính phần nào thể hiện sự khó khăn trong điều hành.

Thứ năm, sử dụng biện pháp hành chính thường làm bóp méo thị trường, do không phản ánh đúng thực tế. Điển hình là lãi suất trần tiền gửi. Đối với người gửi tiền, theo tính toán của nhóm tác giả năm 2009 lãi suất danh nghĩa đem đến cho người gửi tiền lãi suất thực dương nhưng năm 2008 và các tháng cuối năm 2010 đến tháng 07/2011 tốc độ tăng giá hàng tháng phần lớn đều cao hơn lãi suất danh nghĩa. Như vậy, tổng cộng có 27/48 tháng lãi suất thực mà người gửi tiền nhận được là lãi suất âm, nếu giảm lãi suất bằng trần lãi suất nhưng trần lãi suất này thấp hơn tỷ lệ lạm phát sẽ đem đến thua thiệt cho người gửi tiền. Mức lãi suất tiền gửi thực âm vừa gây khó khăn cho NHTM trong việc huy động tiền gửi, theo đó là khó khăn về thanh khoản; vừa đẩy nguồn tiền nhàn rỗi này sang các kênh đầu tư khác như vàng, chứng khoán và bất động sản. Ngoài ra, việc áp dụng liên tục các văn bản mang tính hành chính, mệnh lệnh và không có tín hiệu trước dễ làm nhà đầu tư trong và ngoài nước bị động dễ dẫn đến hoang mang, mất niềm tin và nảy sinh tư tưởng đối phó, gây ra tình trạng hỗn loạn, thiếu kỷ luật do các NHTM tìm cách lách quy định hành chính.

Thứ sáu, các chính sách đưa ra thường chưa xác định đúng liều lượng và mang tính “thù sai”. Một số minh chứng bao gồm: (i) tỷ giá hối đoái danh nghĩa được định giá chưa sát tỷ giá hối đoái thị trường; (ii) phát hành tín phiếu: ngày 17/03,

NHNN phát hành tín phiếu bắt buộc với tổng giá trị tín phiếu là 20.300 tỉ đồng. Đây là quyết định của NHNN để rút bớt lượng tiền lưu hành, góp phần kiềm chế lạm phát. Tuy nhiên, NHNN hầu như không có dữ liệu để tính toán đúng số 20.300 tỷ đồng này. Hậu quả là để đảm bảo thanh khoản cho các ngân hàng, trong tháng 2/2008 NHNN đã bơm trở lại 39.000 tỷ đồng. NHNN cũng không lường trước việc các NHTM thiếu hụt thanh khoản phải tăng lãi suất để huy động trong dân làm xuất hiện một cuộc đua lãi suất và NHNN phải ngăn chặn bằng trần lãi suất 12%/năm; (iii) Chỉ thị 03: Một chỉ thị từ khi ra đời đến nay đã làm rung động TTCK và giới ngân hàng và cũng là chỉ thị gây nhiều tranh cãi dẫn đến phải điều chỉnh; (iv) tính toán liều lượng gói kích cầu năm 2009 hoặc tốc độ tăng trưởng tín dụng hoặc tốc độ tăng trưởng cung tiền năm 2011.

Những hạn chế trên là do:

Thứ nhất, Việt Nam chưa có bộ dữ liệu đầy đủ, cập nhật, hệ thống, đặc biệt là dữ liệu theo quý, theo tháng. Trong quá trình tìm kiếm các biến số kinh tế vĩ mô để thực hiện các nghiên cứu chúng tôi gặp rất nhiều khó khăn về dữ liệu. Điều này có thể thấy được khi truy cập vào website của Tổng cục Thống kê, khi so sánh bộ dữ liệu của Việt Nam và các nước trong cùng cơ sở dữ liệu của các TCTC quốc tế như IMF và NHTG. Việt Nam cũng chưa có mô hình định lượng để có thể dự đoán các biến số vĩ mô dựa vào các kịch bản thay đổi. Các nghiên cứu định lượng thường được thực hiện ở các trường, Viện chứ chưa được các cơ quan hoạch định chính sách áp dụng phổ biến do vậy chưa xác định được các nhân tố tác động, cơ chế truyền dẫn, mức độ tác động của các công cụ CSTT để điều chỉnh cho phù hợp.

Ngoài ra, các cơ quan quản lý nói chung chưa chú trọng đúng mức tới việc xây dựng dữ liệu kinh tế vĩ mô hoặc đã xây dựng bộ cơ sở dữ liệu nhưng chưa thống nhất và chưa có quan điểm thoáng trong chia sẻ cơ sở dữ liệu việc này

một phần do Pháp lệnh Bảo mật còn nhiều vấn đề phải chỉnh sửa, một phần do không muốn chia sẻ dữ liệu.

Thứ hai, tính độc lập trong hoạt động và thể chế của NHNN chưa đảm bảo. Theo đánh giá của Nguyễn Hương Giang (2010), sự độc lập của NHNN ở cấp độ thấp nhất. Các quy định trong hiện hành cũng cho thấy: (i) NHNN không độc lập với chính phủ mà chịu sự quản lý, điều hành toàn diện cả về tổ chức và hoạt động của Chính phủ; (ii) NHNN không phải là cơ quan quyết định chỉ tiêu lạm phát mà chỉ quyết định các mục tiêu tăng trưởng tín dụng và tăng cung tiền; (iii) không phải chỉ một mình NHNN có thể quyết định đến các công cụ của CSTT mà còn có sự tham gia của chính phủ; (iv) nhiệm vụ của NHNN là thực hiện một CSTT đa mục tiêu, điều này thể hiện rất rõ trong Luật NHNN 2010. Những hạn chế này không đảm bảo sự độc lập trong hoạt động và thể chế của NHNN trong việc thực thi cơ chế lạm phát mục tiêu cũng như dẫn đến tính kiên định trong việc thực hiện mục tiêu của NHNN.

4. GIẢI PHÁP ĐIỀU HÀNH CSTT GIẢM BẤT ỔN KINH TẾ VĨ MÔ

Thứ nhất, đối phó với tác động từ luồng vốn vào, cần kiểm soát được dòng vốn và chú trọng hiệu quả can thiệp của nghiệp vụ trung hòa.

Thứ hai, đối phó với tác động của khủng hoảng, cần chủ động đối phó với khủng hoảng, xác định liều lượng thích hợp, dựa vào thực tiễn và chú trọng thị trường nội địa.

Thứ ba, áp dụng cơ chế tỷ giá hối đoái linh hoạt giảm can thiệp và để cho tỷ giá phản ánh đúng cung cầu thị trường.

Thứ tư, cần tôn trọng cơ chế thị trường để cho thị trường quyết định lãi suất. Về lâu dài cần xác định được mức lãi suất hợp lý để không can thiệp bằng trần lãi suất hoặc không áp dụng

đồng thuận lãi suất: các mức lãi suất phải bảo đảm lãi suất thực dương cho người gửi tiền và chênh lệch lãi suất cho vay – tiền gửi dương cho ngân hàng. Để có lãi suất thực dương, lãi suất danh nghĩa phải điều chỉnh linh hoạt thường xuyên theo chỉ số giá tiêu dùng và cao hơn chỉ số giá tiêu dùng hàng tháng. Vấn đề chênh lệch bao nhiêu giữa chỉ số giá tiêu dùng – lãi suất tiền gửi và lãi suất tiền gửi – lãi suất cho vay cần có một nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm sâu hơn để có xác định lãi suất hợp lý để thể hài hoà lợi ích của các nhóm.

Thứ năm, xây dựng bộ dữ liệu thống kê và tiến hành các nghiên cứu về cơ chế chính sách và cách thức truyền dẫn chính sách để có thể lượng hóa tác động chính sách, phục vụ cho công tác dự báo, giám sát những quyết định đi sau thị trường hoặc những cú sốc với thị trường tiền tệ nói riêng và nền kinh tế nói chung

Thứ sáu, tuân thủ tiến trình thông tin, ban hành và thực thi chính sách. Để giảm tính thử sai, để văn bản đưa ra không gặp các phản ứng bất lợi của thị trường và đảm bảo hiệu lực thực thi, các nhà hoạch định chính sách nói chung và các nhà hoạch định CSTT nói riêng cần tuân thủ tiến trình thông tin trong ban hành và thực thi một chính sách.

Thứ bảy, xác định các mục tiêu của CSTT: Trên cơ sở nền kinh tế đã xác định cho CSTT mục tiêu cuối cùng là ổn định giá trị nội, kiểm chế lạm phát, CSTT sẽ xác định mục tiêu trung gian Hiện tại các chỉ thị của NHNN đã xác định mục tiêu trung gian là tốc độ tăng trưởng tín dụng và tốc độ tăng cung tiền. Tuy nhiên để đạt được các mục tiêu trung gian, NHNN phải thông qua các mục tiêu hoạt động nhưng hiện tại mục tiêu hoạt động là lãi suất điều hành đã gần như vô hiệu vì không định hướng được thị trường.

Vietnam's macroeconomic instability from monetary policy perspective

- Ha Thi Thieu Dao
 - Pham Thi Tuyet Trinh
- Banking Technology Review

ABSTRACT:

Macroeconomic instability Indices of Vietnam shows that Viet Nam actually falls in macroeconomic instability. In addition to the effect of external factors such as increased capital inflow fluctuation and global economic crisis, easy monetary and fiscal policy also lead to estate and stock price boom and finally expose Vietnam economy

to instability. Among them, monetary policy is one of the main causes leading to this situation because of frequency change in policy, inconsistency of inflation targeting, lack of long-term policies and administrative measures. This paper also points out some policy recommendations for effectively controlling the instability.

Key words: macroeconomic instability, monetary policy, MII, mi

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1]. Allen, F. and Gale, D., *Bubbles and Crises The Economic Journal*, Center for Financial Institutions Working Papers 98-01, Wharton School Center for Financial Institutions, University of Pennsylvania, (1998).
- [2]. Allen, F. and Gale, D., *Asset Price Bubbles and Monetary Policy*, Center for Financial Institutions Working Papers 01-26, Wharton School Center for Financial Institutions, University of Pennsylvania, (2000).
- [3]. Azam, J. P., *Inflation and macroeconomic instability in Madagascar*, <http://www.bepress.com/csae/paper140>, (2001).
- [4]. Azid, T., Jamil, M. and Kousa, A., Impact of exchange rate volatility on growth and economic performance: A case study of Pakistan, 1973-2003, *The Pakistan Development Review*. 44:4 Part II (Winter 2005) pp.749-775, (2005).
- [5]. Cardarelli, R., Elekdag, S. and Kose, M. A., *Capital Inflows: Macroeconomic Implications and Policy Responses*, IMF Working Paper, WP/09/40, (2009)..
- [6]. Clark, P.B., *Demand for International Reserves: A Cross-country Analysis*. Canadian Journal of Economics, Vol. III, No.4, November, 577-94, (1970).
- [7]. Clipa, V. and Caraganciu, A., *Global crisis: transmission channels to the developing and transition countries*, Online at: <http://www.univ-lehavre.fr/recherche/cerene/InternationalConference/pdf/papers/Clipa-Caraganciu.pdf> , (2009).
- [8]. Edward, S., *The Demand for International Reserves and Exchange Rate Adjustments:*

- The Case of LDC's, 1964-1972, *Economica*. Vol.50, pp.269-80, (1983).
- [9]. Elbadawi, I. et Schmidt-Hebbel, K., Macroeconomic Policies, Instability and Growth in the World, *Journal of African Economies*, 7, 116-168, (1998).
- [10].Fischer, S., Sahay, R. and Végh, C., Modern Hyper – and high inflation, *Journal of Economic Literature*, Vol.40. Pp. 837-80, (2002).
- [11].Hạ Thị Thiệu Dao và các tác giả, Ứng dụng mô hình định lượng dự báo tỷ giá dựa vào các biến số vĩ mô, Đề tài khoa học cấp cơ sở, Trường Đại học Ngân hàng TP.HCM, (2011).
- [12].IFS(2011).<http://elibrary-data.imf.org/FindDataReports.aspx?d=33061&e=169393> ngày truy cập 30/04/2012.
- [13].İsmihan, M., Metin-Özcan, K. and Tansel, A., Macroeconomic instability, capital accumulation and growth: The case of Turkey 1963-1999, *ERC Working Papers in Economics* 02/04 (2002).
- [14].Jaramillo, L. and Sancak, C., Growth in the Dominican Republic and Haiti: Why has the Grass Been Greener on one side of Hispaniola?. IMF Working Paper, WP/07/63, (2007).
- [15].Lê Xuân Nghĩa, Thị trường bất động sản và hệ thống tài chính. <http://vibiz.vn/fileupload/files/vibiz/Bai%20tam%20luan%20Mr.%20Nghia.pdf> (2011).
- [16].Lindgren, C., Garcia, G. and Saal, M., Bank soundness and macroeconomic policy, International Monetary Fund, Washington DC, (1996).
- [17].Nguyễn Văn Trinh và Lê Trương Hải Hiếu, Các nguyên nhân và giải pháp kiềm chế lạm phát, *Tạp chí Phát triển và Hội nhập* số 2(12) – tháng 1-2/2012 (2012).
- [18].Pradhan, M. et al, Policy responses to capital flows in emerging markets, IMF staff discussion note, SDN/11/10 (2011).
- [19].Quách Mạnh Hào, Vòng luẩn quẩn trong kinh tế Việt Nam và bài toán lãi suất. Phạm Đỗ Chí chủ biên, Khi rồng muốn thức dậy, Loay hoay với mô hình kinh tế sau đổi mới. Nhà xuất bản Lao động – Xã hội, (2011).
- [20].Raddatz, C., Are external shocks responsible for the instability of output in low-income countries?, *Journal of Development Economics*, Elsevier, vol.84(1), pages 155-187, September (2007).
- [21].Reinhart, C. M. and Reinhart, V., Is the US too big to fail? MPRA Paper 12976, University Library of Munich, Germany, (2008).
- [22].Sameti, M. et al, Outcome of macroeconomic instability (A case for Iran), Macrothink institute, Research in Applied Economics. ISSN 1948-5433.2012, Vol.4, No.1 (2012).
- [23].Somoye, R. O. C and Ilo, B. M., The impact of macroeconomic instability on the banking sector lending behavior in Nigeria, *Journal of Money, Investment and Banking*, ISSN 1450-288X Issue7, (2009).
- [24].Svensson, L. and Razin, A., The terms of trade and the current account: the Harberger-Laursen-Metzler effects, *Journal of Political Economy* 91, pp.97-125, (1983).
- [25].Takagi, S. and Esaka, T., Sterilization and the Capital Inflow Problem in East Asia, 1987–97, in Regional and Global Capital Flows: Macroeconomics Causes and Consequences, NBER-EASE Volume10, University of Chicago Press, 0-226-38676-7, (p.197-232), (2001).