

Chính sách tiền tệ của Mỹ sau khủng hoảng kinh tế 2008, liên hệ với điều hành chính sách tiền tệ ở Việt Nam hiện nay

PHAN NGỌC THẮNG

Kinh tế Việt Nam đang ở trong thời kỳ hết sức khó khăn, Chính phủ và Ngân hàng Nhà nước đang hành động quyết liệt để cải thiện tình hình khôi phục tăng trưởng kinh tế. Thực hiện chính sách tài khóa mở rộng trên cơ sở nâng cao hiệu quả, tập trung giải quyết những nút thắt của thị trường? Làm thế nào có thể tiếp tục giảm lãi suất; tác động của việc giảm lãi suất như thế nào? Làm thế nào có thể thực hiện chính sách tiền tệ theo mục tiêu lạm phát? Việt Nam có thể học hỏi gì từ việc điều hành chính sách tiền tệ của Mỹ từ sau khi xảy ra khủng hoảng kinh tế, tài chính 2008?

1. Chính sách tiền tệ của Cục Dự trữ liên bang Mỹ sau khủng hoảng kinh tế 2008: giảm lãi suất điều hành và chương trình bơm tiền, tăng cung tiền cơ sở (QE)

Trước đây công cụ chủ yếu mà Cục Dự trữ liên bang Mỹ (FED) hỗ trợ cho nền kinh tế sử dụng là hạ thấp lãi suất ngắn hạn. Cũng như hầu hết các ngân hàng trung ương, Cục Dự trữ liên bang Mỹ thực hiện chính sách tiền tệ theo mục tiêu lạm phát và áp dụng qui tắc Taylor. Lãi suất của ngân hàng trung ương phản ứng phù hợp với chênh lệch giữa dự báo lạm phát và mục tiêu lạm phát và chênh lệch giữa sản lượng (GDP) thực tế với sản lượng tiềm năng (output GAP).

$$i_t = \pi_t + r_t^* + a_\pi(\pi_t - \pi_t^*) + a_y(y_t - \bar{y}_t).$$

Trong công thức trên:

i_t : lãi suất mục tiêu trong ngắn hạn (lãi suất của ngân hàng trung ương)

π_t : chỉ số lạm phát (chỉ số giá tiêu dùng CPI)

π_t^* : chỉ số lạm phát mong muốn (mục tiêu lạm phát)

r_t^* : mức lãi suất cân bằng

y_t : tốc độ tăng trưởng kinh tế thực

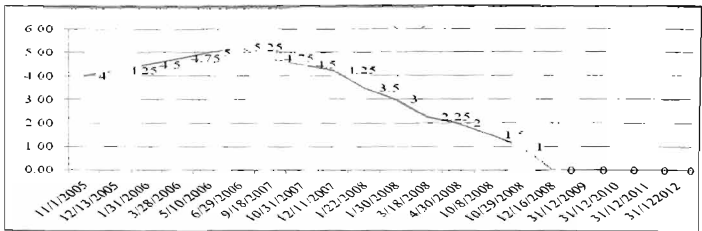
$\bar{y}_t$: tốc độ tăng trưởng tiềm năng

Hai hệ số a_π và a_y là các số dương, vào năm 1993 Taylor đề xuất các hệ số này ở mức $a_\pi = a_y = 0.5$.

Theo qui tắc Taylor, mức lãi suất điều hành của ngân hàng trung ương cần điều chỉnh phù hợp với output GAP và lạm phát kỳ vọng. Khi kinh tế khó khăn, mức sản lượng thực tế thấp hơn sản lượng tiềm năng (output GAP âm), tổng cầu giảm sút ngân hàng trung ương cần giảm lãi suất, thậm chí là áp dụng cơ chế lãi suất thực âm để khuyến khích tiêu dùng và đầu tư, hỗ trợ cho tổng cầu.

Ngay sau khi xảy ra khủng hoảng kinh tế tài chính cuối năm 2008, FED đã tạm lần hạ lãi suất điều hành của ngân hàng trung ương. Đưa lãi suất FED từ 4,25% về mức 0,25% ngay trong năm đó.

HÌNH 1: Lãi suất Cục Dự trữ liên bang Mỹ trước và sau khủng hoảng 2008 (%)



Nguồn: Cục Dự trữ liên bang Mỹ.

Mặc dù đã giảm lãi suất của FED về mức thấp nhất trong lịch sử, nhưng kinh tế Mỹ vẫn chưa thoát khỏi khủng hoảng. Tỷ lệ thất nghiệp vẫn ở mức cao trên dưới 10% trong một thời gian dài. FED bắt đầu thực hiện Chương trình bơm tiền kích thích tăng trưởng kinh tế (QE – quantitative easing).

Chương trình QE, FED áp dụng chính sách tiền tệ mở rộng của Keynes. bằng cách mua vào các trái phiếu, chứng khoán thế chấp để tăng cung tiền cơ sở (M1) sau khi lãi suất của FED đã giảm về mức thấp nhất xấp xỉ 0%, không còn giảm được nữa.

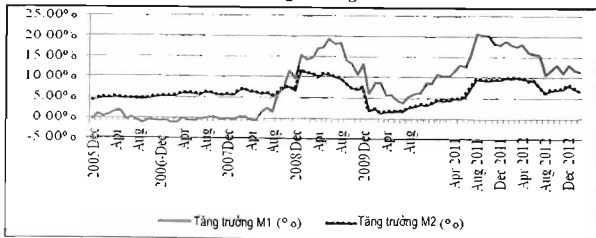
Mục tiêu của chương trình QE

Chương trình bơm tiền của Quỹ Dự trữ liên bang nhằm hai mục tiêu: 1. khôi phục giá

chứng khoán cũng như những “tài sản có rủi ro” khác; và 2. tăng mức lạm phát. Tuy nhiên, dường như tác động đối với lạm phát của việc bơm tiền không như mong đợi. M2 tăng chậm hơn nhiều so với mức tăng của M1 do vòng quay tiền tệ chậm lại.

Chương trình QE1 bắt đầu thực hiện từ cuối năm 2008, theo đó FED mua vào các loại chứng khoán thế chấp nhà ở (mortgage back securities) nhằm tăng thêm thanh khoản cho hệ thống ngân hàng, hạ lãi suất cho vay đối với nền kinh tế. Tiền cơ sở tăng tới 20% (so với cùng kỳ năm trước) nhưng tổng phương tiện thanh toán M2 chỉ tăng khoảng 10% (hình 2) sau đó kết thúc QE1 tốc độ tăng M2 giảm xuống chỉ còn khoảng 2% vào cuối năm 2009.

HÌNH 2: Tăng trưởng M1 và M2



Nguồn: Cục dự trữ liên bang Mỹ.

Chương trình QE2 bắt đầu vào tháng 9/2012, FED tiếp tục mua các chứng khoán

thể chấp và các chứng khoán khác. Tốc độ tăng M1 lên tới 20% nhưng M2 cũng chỉ tăng

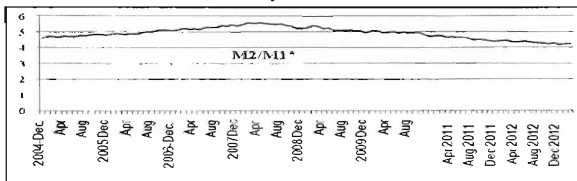
xấp xỉ 10% (hình 2) và hiện nay FED đang thực hiện chương trình QE3. Mặc dù giảm lãi suất và tăng cung tiền cơ sở với tốc độ chưa từng có trong lịch sử nước Mỹ từ sau chiến tranh thế giới 2, nhưng tác dụng của việc giảm lãi suất và bơm tiền đến lạm phát không nhiều do số nhân tiền giảm và vòng quay tiền chậm lại sau khủng hoảng.

Vòng quay và số nhân tiền tệ:

Hình 3 cho thấy vòng quay tiền tệ (velocity) giai đoạn 2004-2008 tăng nhanh từ mức 4,7 lên 5,53 (tháng 5-2007). Do đó, mặc dù M1 hầu như không tăng nhưng M2 tăng

khoảng 5%/năm. Vòng quay tiền tệ bắt đầu chậm lại và số nhân tiền tệ ($M2/M1$) giảm trong suốt thời gian từ sau khủng hoảng đến nay. Từ mức 5,53 ở tháng 5-2007 đến tháng 12-2012 vòng quay tiền tệ giảm xuống chỉ còn 4,2 và hiện vẫn đang có xu hướng giảm tiếp. Do số nhân tiền giảm nên M1 tăng nhanh nhưng mức tăng M2 chậm hơn nhiều. Hình 2 trên đây cho thấy tốc độ tăng M2 nhỏ hơn nhiều so với tốc độ tăng của M1. Mức tăng M2 bình quân trong thời gian sau khủng hoảng chỉ vào khoảng 5% chậm hơn so với mức tăng của M1 tăng trên 10%.

HÌNH 3: Thay đổi số nhân $M2/M1$



Nguồn: Cục Dự trữ liên bang Mỹ.

2. Chính sách tiền tệ Việt Nam từ sau năm 2008

Những gì đã diễn ra ở Mỹ sau 2008 cũng đang diễn ra ở Việt Nam. Sau thời gian phát triển nóng thời kỳ 2002-2007, nền kinh tế chịu ảnh hưởng kép bởi chính sách tiền tệ thắt chặt để kiểm soát lạm phát (giữa năm 2008) và suy thoái kinh tế thế giới cuối năm 2008. Những yếu kém về cơ cấu đã bộc lộ rất rõ. Những chính sách kích thích kinh tế hầu như là nhảm vào những giải pháp tình thế, ngắn hạn, kém hiệu quả, không giúp vào việc đẩy nhanh quá trình tái cơ cấu thị trường và nền kinh tế theo hướng hiệu quả hơn. Chương trình cho vay hỗ trợ lãi suất (theo Nghị quyết số 30a/2008 NQ-CP ngày 27-12-2008 của Chính phủ) đã không mang lại hiệu quả như mong muốn.

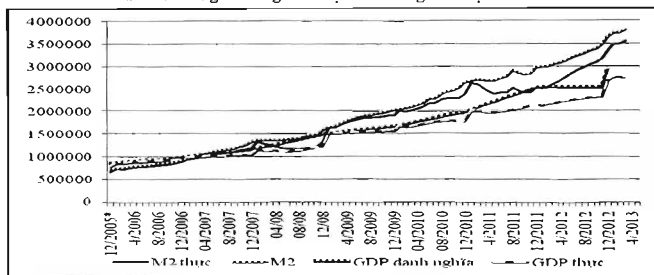
Kinh tế Việt Nam từ sau 2008 đến nay liên tục ở trong tình trạng bất ổn, lạm phát cao và tăng trưởng thấp. Thị trường bất động

sản đóng băng và giá nhà đất bắt đầu sụt giảm từ cuối 2010 (khi Chính phủ và Ngân hàng Nhà nước (NHNN) dùng chương trình cho vay hỗ trợ lãi suất và các chương trình hỗ trợ tăng trưởng). Thực tế từ cuối năm 2011 và trong suốt năm 2012 đến nay nền kinh tế đã rơi vào tình trạng suy thoái và đình trệ. Tốc độ tăng trưởng kinh tế đã sụt giảm về mức thấp nhất trong hơn hai mươi năm, kể từ khi kinh tế bắt đầu đổi mới chuyển sang kinh tế thị trường năm 1986. Thị trường bất động sản đóng băng. Hàng tồn kho tăng. Năng lực sản xuất của nền kinh tế vượt quá nhu cầu nội địa (do thu nhập tăng chậm). Sức cạnh tranh của hàng hóa thấp nên không thể mở rộng xuất khẩu trong bối cảnh kinh tế toàn cầu cũng đang ở giai đoạn khó khăn. Số lượng doanh nghiệp phá sản, ngừng sản xuất kinh doanh hoặc hoạt động cầm chừng tăng nhanh. Số lao động thất nghiệp, thiếu việc làm tăng nhanh trong các ngành, các địa phương. Nền kinh tế đang nằm ở chu kỳ suy giảm.

Nhu cầu tín dụng giảm do sản xuất kinh doanh khó khăn và lợi nhuận của các doanh nghiệp giảm sút. Giá tài sản thế chấp sụt giảm cũng là một trong các trở ngại đối với các doanh nghiệp trong tiếp cận tín dụng. Đồng thời, khả năng cấp tín dụng của các ngân hàng cũng giảm khi đang vấp phải vấn đề nợ xấu. Các ngân hàng thận trọng hơn khi cho vay doanh nghiệp do rủi ro tăng cao. Thanh khoản ngân hàng thừa được các ngân hàng đầu tư vào trái phiếu chính phủ và các tài sản khác an toàn hơn. Tín dụng từ cuối năm 2011 đến nay đã tăng trưởng chậm hơn so với mức kỳ vọng. Các ngân hàng đầu tư vào trái phiếu chính phủ thay vì cho vay khu vực doanh nghiệp. Vòng quay tiền cũng chậm hơn, số nhân tiền giảm so với thời kỳ trước. Năm 2012 tổng phương tiện thanh toán - M2 tăng nhanh hơn tín dụng.

Trong điều kiện như vậy lẽ ra có thể nói lỏng chính sách tiền tệ nhanh hơn, sớm hỗ trợ cho nền kinh tế, tuy nhiên, định hướng chính sách tiền tệ từ đầu năm 2012 đến nay là không rõ ràng, quá chú trọng đến kiểm soát lạm phát. Công tác dự báo chưa đáp ứng yêu cầu, nhất là dự báo về lạm phát, việc điều hành chính sách tiền tệ của NHNN chủ yếu dựa vào mức lạm phát thực tế (đã xảy ra) chứ không phải là trên cơ sở dự báo lạm phát trong tương lai. Lãi suất điều hành của NHNN có giảm nhưng tốc độ giảm chậm hơn so với yêu cầu. Các doanh nghiệp và người vay đều mong muốn được vay với lãi suất thấp hơn. Các tổ chức tín dụng gặp khó khăn trong việc mở rộng tín dụng. Tốc độ tăng tín dụng toàn hệ thống chậm hơn so với mức kế hoạch (dự báo). Tốc độ lạm phát giảm nhanh hơn so với kỳ vọng.

HÌNH 4: Tăng trưởng tiền tệ và GDP giai đoạn 2005-2012



Nguồn: Tổng cục Thống kê, Ngân hàng Nhà nước và tính toán của tác giả.

Lãi suất ngoại tệ trên thị trường trong nước và quốc tế rất thấp, chênh lệch lãi suất giữa VND và ngoại tệ quá lớn làm tăng tính lợi ích cho người gửi đầu tư vào tiền gửi VND. Tiền gửi huy động của khách hàng được các tổ chức tín dụng đầu tư vào trái phiếu chính phủ và tín phiếu NHNN chứ không phải cho vay mở rộng tín dụng.

Do mức độ rủi ro cao hơn, lãi suất tín dụng của các ngân hàng bao giờ cũng cao hơn lãi suất trái phiếu chính phủ. Muốn hạ lãi suất tín

dụng cho doanh nghiệp thì phải hạ lãi suất của trái phiếu, tín phiếu kho bạc nhà nước.

Tác động của hạ lãi suất cho vay:

Với mức dư nợ tín dụng hiện nay khoảng 3.100 nghìn tỷ đồng (bao gồm tín dụng VND và ngoại tệ) trong đó dư nợ tín dụng VND khoảng 2.500 nghìn doanh nghiệp, khi lãi suất giảm 1% thì hệ thống ngân hàng đã hỗ trợ giúp cho các DN và người vay 25.000 tỷ đồng. Nếu mức lãi suất giảm 2%/năm, NHNN đã hỗ trợ cho nền kinh tế khoảng 50.000 tỷ đồng/năm.

gần bằng 3 lần gói kích cầu 17.000 tỷ đồng năm 2009.

Tác dụng của việc giảm lãi suất của NHNN:

Hỗ trợ cho các doanh nghiệp giảm chi phí vốn tăng hiệu quả sản xuất kinh doanh, mở rộng sản xuất kinh doanh, tạo thêm việc làm.

Hỗ trợ cho người tiêu dùng giảm bớt chi phí vay trong đó có vay mua nhà, tăng thêm thu nhập khả dụng, tăng tổng cầu để giảm bớt hàng tồn kho, giảm bớt nợ xấu cho doanh nghiệp.

Khi nợ xấu ngân hàng giảm, tình hình kinh doanh của doanh nghiệp tốt hơn (rủi ro tín dụng giảm) ngân hàng giảm chi phí trích

lập dự phòng, lãi suất cho vay sẽ giảm, chênh lệch lãi suất huy động và cho vay theo đó sẽ giảm.

Hạ lãi suất có làm dịch chuyển tiền gửi ngân hàng từ VND sang ngoại tệ?

Thông thường việc duy trì chênh lệch lãi suất giữa tiền nội tệ và ngoại tệ (USD) là cần thiết để đảm bảo hấp dẫn cho người gửi đồng nội tệ, nhằm tránh xu hướng chuyển đổi tiền gửi từ VND sang ngoại tệ. Theo nguyên tắc Fisher, mối quan hệ giữa tỷ giá và lãi suất của một cặp tiền tệ, thị trường sẽ cân bằng khi đảm bảo mối quan hệ sau đây:

$$Forward Rate = Spot Rate \times \frac{(1 + Interest Rate of Oversea country)}{(1 + Interest Rate of Domestic country)}$$

Trong đó:

Spot rate là tỷ giá giao ngay.

Forward rate là tỷ giá kỳ hạn.

Interest rate oversea country: lãi suất đồng ngoại tệ (USD).

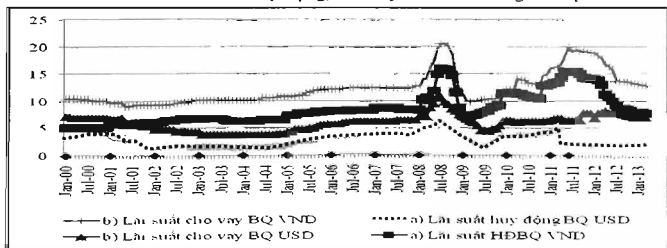
- Interest rate domestic country: lãi suất đồng nội tệ (VND).

Số liệu lãi suất cho vay và huy động trên thị trường cho thấy chênh lệch lãi suất huy động và cho vay giữa VND và USD thời kỳ 2000-2002 là khoảng 2-4%; thời kỳ 2003-2007 chênh lệch lãi suất huy động giữa VND và USD là 5%;

chênh lệch lãi suất cho vay VND-USD vào khoảng 6%. Trong thời kỳ từ sau khủng hoảng 2008 đến nay chênh lệch lãi suất luôn được duy trì ở mức cao. Có thời điểm lên tới 10-12%. Do vậy dẫn đến việc chuyển đổi ngoại tệ sang tiền đồng.

Một số lượng lớn ngoại tệ (chủ yếu là USD) được chuyển sang VND gửi vào hệ thống ngân hàng. Năm 2012, NHNN đã mua vào khoảng 10 tỷ USD và bơm vào thị trường 20.000 tỷ VND. NHNN mua ngoại tệ tăng dự trữ quốc tế cũng có tác dụng như chương trình QE của FED.

HÌNH 5: Diễn biến lãi suất huy động, cho vay VND và USD giai đoạn 2000-2012

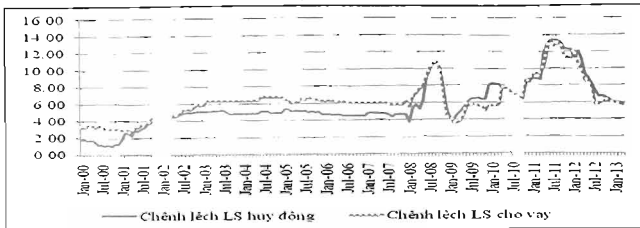


Nguồn: Ngân hàng Nhà nước và tính toán của tác giả.

Việc NHNN có thời kỳ phải sử dụng tín phiếu NHNN để trung hòa bớt lượng thanh

khoản thừa chứng tỏ rằng mức chênh lãi suất trên đã cao quá mức cần thiết.

HÌNH 6: Chênh lệch lãi suất VND/USD



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước.

Một lượng lớn ngoại tệ được các tổ chức tín dụng chuyển sang VND dẫn đến thị trường thừa thanh khoản VND, NHNN phải bán tín phiếu NHNN để tăng thêm tài sản tài chính trên thị trường. Đáng lẽ ra, khi thị trường có thanh khoản tốt, thay vì phát hành tín phiếu NHNN, NHNN nên để lãi suất thị trường hạ thấp và điều chỉnh giảm lãi suất điều hành của NHNN và tạo điều kiện cho Bộ Tài chính phát hành trái phiếu chính phủ để giải quyết khó khăn cho ngân sách.

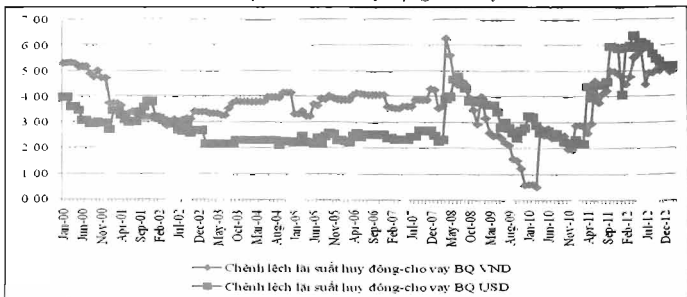
Việc làm này vừa tạo thêm công cụ để các tổ chức tín dụng đầu tư, vừa giúp cho thanh khoản của thị trường (số tiền cơ sở tăng thêm do mua ngoại tệ dự trữ không bị rút ra khỏi lưu thông) và giúp cho Bộ Tài chính và các

địa phương thanh toán một phần nợ đọng của Chính phủ (trung ương và địa phương) cho các doanh nghiệp, giảm bớt khó khăn cho các doanh nghiệp và cũng giảm nợ xấu cho khu vực ngân hàng (một trong những trọng tâm cần ưu tiên của NHNN và hệ thống ngân hàng).

Hiện nay, thanh khoản VND đã được cải thiện, dự trữ quốc tế cũng đã được củng cố một bước. Ưu tiên hiện nay là hạ thấp lãi suất cho vay để giúp nền kinh tế vượt qua khó khăn. Do vậy có thể giảm bớt mức chênh lệch lãi suất VND-USD mà không gây ra sự chuyển đổi từ VND sang USD.

Trần lãi suất và chênh lệch lãi suất huy động, cho vay:

HÌNH 7: Chênh lệch lãi suất huy động cho vay 2000-2012



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước.

Chênh lệch giữa lãi suất huy động và lãi suất cho vay bình quân (hình 6) giữ mức cao suốt từ giữa năm 2011 đến nay. Mức chênh lệch cao nhất lên tới trên 6% ngang với mức chênh lệch lãi suất huy động-cho vay bình quân bằng VND thời kỳ cuối năm 2007 đầu năm 2008 khi NHNN xiết chặt tín dụng nhằm kiểm soát lạm phát. Hiện nay mức chênh lệch vào khoảng 5%, cao hơn mức chênh lệch bình quân thời kỳ 2002-2007 (4% đối với VND và 2.3% đối với USD).

Mức chênh lệch cao giữa lãi suất huy động và lãi suất cho vay trong thời gian qua cho thấy trần lãi suất huy động không có tác dụng trong việc giảm lãi suất cho vay. Chênh lệch lãi suất huy động cho vay phản ánh mức rủi ro thị trường, của người vay cao, mức độ cạnh tranh và hiệu quả thấp của hệ thống ngân hàng. Khi rủi ro tăng cao thì chênh lệch tăng cao. Khi nợ xấu của ngân hàng lớn, ngân hàng phải trích thêm chi phí dự phòng rủi ro cũng làm tăng thêm mức chênh lệch này. Chênh lệch cao còn phải ảnh hưởng mức độ cạnh tranh thấp và không hiệu quả của hệ thống các tổ chức tín dụng.

Trong môi trường cạnh tranh các tổ chức tín dụng luôn phải hạ lãi suất cho vay và nâng lãi suất huy động và thu hẹp mức chênh lệch lãi suất huy động và cho vay.

Giảm lãi suất có làm tăng tiền tệ, tín dụng đột biến - lạm phát có quay trở lại?

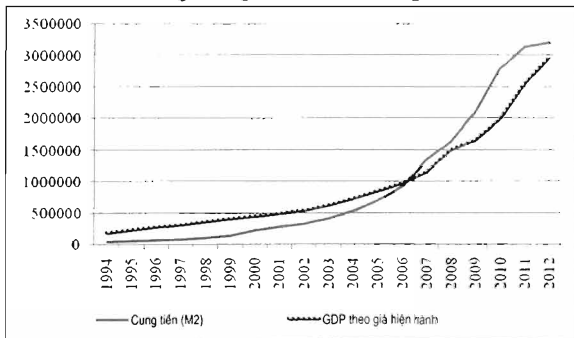
Hạ lãi suất sẽ làm cho nhu cầu tín dụng tăng thêm và làm tăng tốc độ tăng tín dụng. Tuy nhiên, tín dụng cũng chưa thể tăng đột biến để tác động tới lạm phát ngay. Các doanh nghiệp đang ở trong giai đoạn khó khăn, các chỉ số đánh giá hiệu quả kinh doanh đều thấp. Giá tài sản thế chấp cũng suy giảm chưa hồi phục cũng làm cho doanh nghiệp và ngân hàng khó khăn hơn trong việc cho vay thêm để gia tăng tín dụng. Như vậy, hạ lãi suất cũng chưa thể tăng tín dụng, tiền tệ đột biến dẫn đến nguy cơ lạm phát.

Mối quan hệ giữa tăng tín dụng, tiền tệ và lạm phát:

Khả năng sản xuất của nền kinh tế theo hàm sản xuất Cobb-Duoglas

$$Y = A \cdot K^{\alpha} \cdot L^{(1-\alpha)} \quad (2)$$

HÌNH 8: Tăng trưởng GDP và M2 danh nghĩa 1994-2012



Nguồn: Tổng cục Thống kê, NHNN, IFS và ABD.

Từ công thức (2) rút ra:

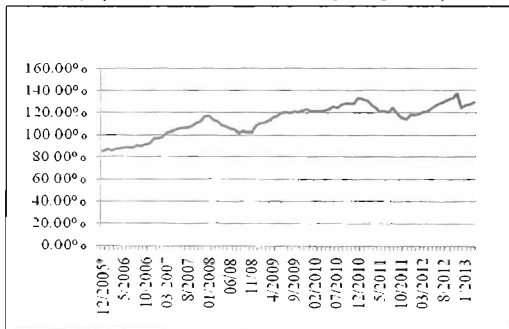
Lạm phát sẽ không xảy ra nếu: vốn (K) tăng được sử dụng hiệu quả (hiệu quả sử

dụng vốn tăng) và làm tăng năng suất lao động (L) và tăng năng suất tổng hợp các yếu tố (A).

Với một nước như Việt Nam, hàng năm có thêm khoảng 1,5 triệu lao động, rất cần có thêm vốn đầu tư để giải quyết việc làm. Vấn đề là làm sao để vốn được phân bổ đúng vào

những khu vực mang lại hiệu quả, tạo thêm nhiều việc làm và tăng trưởng kinh tế. Khi tốc độ tăng trưởng kinh tế tương xứng với tốc độ tăng trưởng tiền tệ lạm phát sẽ không tăng.

HÌNH 9: Tỷ lệ M2/GDP M2/GDP (danh nghĩa) giai đoạn 2005-2012



Nguồn: Tổng cục Thống kê, NHNN, IFS.

Nguyên nhân của lạm phát có yếu tố tiền tệ, tuy nhiên cái cách cơ cấu chậm, dẫn đến hiệu quả đầu tư thấp, năng suất lao động tăng chậm, tổng phương tiện thanh toán tăng nhanh hơn so với tăng trưởng kinh tế là nguyên nhân gây lạm phát cao.

Quan điểm của các nhà kinh tế tiền tệ, mỗi quan hệ giữa cung tiền và lạm phát được biểu thị bằng công thức $M \cdot V = Q \cdot P$.

Trong đó:

- M là lượng tiền cung ứng.
- V là tốc độ quay của tiền tệ.
- Q là sản lượng đầu ra của nền kinh tế (GDP - thu nhập quốc dân, Y).
- P là mức giá chung - chỉ số lạm phát CPI.

Từ công thức trên đây có thể lấy đạo hàm hai vế và viết lại như sau:

$$g_m + g_v = g_p + g_y$$

Trong đó:

g_m là tốc độ tăng trưởng tiền tệ.

g_v là tốc độ thay đổi vòng quay của tiền.

g_p là tốc độ thay đổi lạm phát.

g_y là tốc độ tăng trưởng kinh tế.

Trong ngắn hạn sự thay đổi của vòng quay tiền tệ rất nhỏ (có thể coi $g_v = 0$), do đó:

$$g_p = g_m - g_y \quad (1)$$

Những vấn đề liên quan đến lạm phát gắn liền với cung ứng tiền, tuy nhiên không phải bất cứ gia tăng tiền tệ nào cũng là nguyên nhân gây lạm phát. Từ công thức (1) có thể thấy:

Lạm phát xảy ra khi tốc độ tăng trưởng kinh tế thấp hơn tốc độ tăng trưởng tiền tệ (tổng phương tiện thanh toán M2). Lạm phát cao là hậu quả từ những đầu tư không hiệu quả của cả khu vực nhà nước và tư nhân, khối lượng tiền M tăng nhanh trong khi sản lượng của nền kinh tế GDP không tăng tương ứng. Nếu tốc độ gia tăng tổng sản lượng (GDP) tương ứng với tốc độ tăng tiền tệ (M2), lạm phát không xảy ra ($g_m = g_y$).

Lạm phát cao trong những năm qua, trách nhiệm không phải của riêng NHNN. NHNN

chỉ có thể quản lý, kiểm soát tốc độ tăng của khối lượng tiền cung ứng. Để bảo đảm kiểm soát lạm phát và tăng trưởng kinh tế cao và bền vững cần sự góp sức của nhiều ngành, triển khai đồng bộ nhiều giải pháp, thực hiện tái cơ cấu nền kinh tế trong đặc biệt quan trọng là: tái cơ cấu - nâng cao hiệu quả đầu tư công; tái cấu trúc doanh nghiệp nhà nước; tái cơ cấu hệ thống ngân hàng và đổi mới điều hành chính sách tiền tệ.

Đề xuất:

Như đã phân tích, kinh tế Việt Nam từ sau 2008 đang ở thời kỳ suy thoái cần áp dụng chính sách tiền tệ nới lỏng để hỗ trợ tăng trưởng chứ không phải thời kỳ tăng trưởng nóng cần siết chặt tiền tệ để kiểm soát lạm phát.

Lãi suất thực bằng hiệu số giữa lãi suất danh nghĩa và kỳ vọng lạm phát. Điều hành lãi suất phải dựa trên cơ sở kỳ vọng lạm phát (dự báo lạm phát trong tương lai) và chênh lệch sản lượng tiềm năng (output GAP) chứ không dựa trên mức lạm phát thực tế (đã xảy ra). Theo ước tính sơ bộ output GAP của Việt Nam hiện nay vào khoảng 3-5%.

Tiếp tục hạ lãi suất điều hành của NHNN giữ mức chênh lệch giữa lãi suất huy động VND và USD không quá 4-5%. Khi có điều kiện tiếp tục mua ngoại tệ để tăng dự trữ quốc tế.

Bỏ lãi suất trần vì làm méo các tín hiệu thị trường, tăng rủi ro đạo đức và không có tác dụng giảm lãi suất cho vay.

Mở rộng biên độ tỷ giá để tỷ giá linh hoạt hơn và giảm dần sự can thiệp (bàn ngoại tệ của NHNN) để cho đồng VND tự điều chỉnh tỷ giá về sát với giá trị thực đảm bảo cho cân cán thương mại cân bằng ở mức lãi suất thấp.

Trong giai đoạn hiện nay, khi có dấu hiệu thừa thanh khoản không sử dụng công cụ tín phiếu NHNN để trung hòa rút tiền về. Thay vì tạm ứng cho ngân sách, NHNN phối hợp với Bộ Tài chính phát hành trái phiếu Chính phủ để tài trợ cho thâm hụt ngân

sách, vừa tăng thêm công cụ tài chính cho thị trường, giúp các tổ chức tín dụng quản lý thanh khoản và đầu tư hiệu quả hơn, vừa hỗ trợ giải quyết nợ xấu. Thu từ trái phiếu chính phủ sẽ giúp Bộ Tài chính và các cơ quan Chính phủ, các địa phương thanh toán nợ Ngân sách trong xây dựng cơ bản cho các doanh nghiệp, giảm nợ xấu cho ngân hàng và đẩy nhanh tiến độ các công trình trọng điểm.

Đẩy mạnh quá trình tái cơ cấu nền kinh tế trong đặc biệt quan trọng là: tái cơ cấu - nâng cao hiệu quả đầu tư công; tái cấu trúc doanh nghiệp nhà nước; tái cơ cấu hệ thống ngân hàng và đổi mới điều hành chính sách tiền tệ./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Carl E. Walsh 2008. "Monetary Theory and Policy" - Second Edition. The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England.
2. Carlos Carvalho PUC-Rio Fernanda Nechio: "Do People Understand Monetary Policy?" Federal Reserve Bank of San Francisco - Working paper 2012-1, April, 2013.
3. Olesya V. Grishchenko and Jing-zhi Huang 2012, "Inflation Risk Premium: Evidence from the ITPS Market" Finance and Economics Discussion Series - Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs - Federal Reserve Board, Washington, D.C., June 2012
4. Pier Francesco, George A. Kahn, and Robert Leeson 2007. "The Taylor Rule and the Transformation of Monetary policy", December 2007;
5. Ngân hàng Nhà nước, Báo cáo thường niên các năm (2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011).
6. Nghị quyết phiên họp Chính phủ thường kỳ tháng 3, năm 2013;
7. Nghị quyết phiên họp Chính phủ thường kỳ tháng 4 năm 2013;
8. Nghị quyết phiên họp Chính phủ thường kỳ tháng 5 năm 2013;
9. Tổng cục Thống kê: "Tình hình kinh tế xã hội 6 tháng đầu năm 2013";
10. Monetary statistics - Federalreserve.gov
11. The Fisher Effect - Investopedia.com website
12. Thống kê tiền tệ - sbv.gov.vn