



Hướng đi cho chính sách tiền tệ VN thời kỳ suy giảm kinh tế

ThS. ĐINH THỊ THU HỒNG

Có thể nói thế giới đang trải qua giai đoạn khó khăn nhất trong nhiều thập kỷ qua của nền kinh tế với những đột biến và khủng hoảng mang tính toán cầu, để lại những hậu quả xấu cho từng quốc gia cũng như trên bình diện quốc tế. VN cũng không nằm ngoài tầm ảnh hưởng của khủng hoảng. Chúng ta đang phải đối mặt với rất nhiều khó khăn, thách thức lớn do ảnh hưởng từ cuộc khủng hoảng tài chính và suy thoái toàn cầu. Tình trạng này thể hiện rất rõ qua sự sụt giảm của GDP, gia tăng của tỷ lệ thất nghiệp, sụt giảm của chỉ số giá tiêu dùng và ảnh hưởng tới các chỉ tiêu kinh tế khác.

Trong những hoàn cảnh khó khăn như hiện nay thì vai trò của chính sách tiền tệ là vô cùng quan trọng để đảm bảo công ăn việc làm, duy trì các cân đối vĩ mô trong nền kinh tế và ổn định giá trị tiền tệ. Bài viết này tập trung đánh giá

hiệu quả của chính sách tiền tệ ở VN trong những năm gần đây; đồng thời điếm qua kinh nghiệm vận dụng chính sách tiền tệ ở một số nước trên thế giới; từ đó đưa ra một số đề xuất nhằm nâng cao hiệu quả thực thi cách chính sách tiền tệ ở VN.

1. Thực trạng điều hành chính sách tài chính, tiền tệ VN trong giai đoạn từ năm 2001 tới nay

Giai đoạn 2001 – 2005 thế giới trải qua một thời kì phát triển đầy biến động và mất cân bằng do những thay đổi lớn như giá dầu tăng nhanh đến mức kỷ lục, kinh tế Mỹ thâm hụt kép, đồng USD mất giá gây ra những xáo trộn lớn trên thị trường ngoại hối toàn cầu,... Trước bối cảnh đó, VN cũng chịu ảnh hưởng nhẹ, do đó, Chính phủ chủ trương thực hiện chính sách nới lỏng tài chính công và chính sách tiền tệ để đóng góp vào việc phục hồi kinh tế và kích thích khu vực tư nhân đầu tư phát triển. NHNN đã

liên tục cắt giảm lãi suất trong năm 2001 để kích thích tăng trưởng tín dụng. Nhưng sang năm 2002, thị trường trong nước tăng trưởng mạnh hơn và bắt đầu có những dấu hiệu tăng lạm phát, đòi hỏi Chính phủ phải hết sức thận trọng trong điều hành chính sách tiền tệ để đạt cả hai mục tiêu là tăng trưởng kinh tế và kiểm soát lạm phát. Lãi suất và tỷ giá được điều hành linh hoạt, phù hợp với thị trường, đã góp phần tích cực thúc đẩy sản xuất và xuất khẩu, tạo môi trường thuận lợi thúc đẩy phát triển kinh tế - xã hội. Các công cụ chính sách tiền tệ như thị trường mở, dự trữ bắt buộc, tái cấp vốn, hoán đổi ngoại tệ đã được điều hành kết hợp tương đối đồng bộ, linh hoạt để đảm bảo sự ổn định của thị trường tiền tệ. Đặc biệt trong năm 2003, NHNN lần đầu tiên cho phép một số NHTM thực hiện nghiệp vụ Option – quyền lựa chọn tiền tệ, giúp các doanh nghiệp bảo hiểm rủi ro.

Năm 2004 – 2005 là những

Bảng 1: Dự báo các chỉ tiêu chính thể hiện sức khỏe kinh tế Việt Nam 2005-2009

Các chỉ tiêu	2005	2006	2007	2008	2009E
GDP thực tế (% thay đổi cùng kỳ)	8,4	8,2	8,5	6,2	5,5
Thất nghiệp (%)	5,3	4,8	4,6	4,7	5,5
Chỉ số giá tiêu dùng (% thay đổi cùng kỳ)	8,3	7,5	12,6	19,9	8,0
Cân bằng ngân sách chính phủ (% GDP)	-0,1	1,1	-2,2	-1,6	-4,0
Cán cân ngân sách chính phủ (% GDP)	-4,9	-5	-5,8	-6,8	-9,8
Cán cân thương mại (triệu USD)	-4.31	-5.065	-14.12	-18.45	-17.04
Cán cân tài khoản vãng lai (triệu USD)	-561	-229	-6.901	-9.135	-5.21
Thâm hụt tài khoản vãng lai (% GDP)	0,4	0,5	-10	-12,3	-7,6
Nợ nước ngoài (% GDP)	32,5	31,4	33,3	29,8	30,9
Dự trữ ngoại tệ (triệu USD)	8.557	11.49	21	22,4	22.962
Tín dụng nội địa (% thay đổi cùng kỳ)	31,17	25,4	53,9	21,0	20,0

Nguồn: Ngân hàng Thế giới (WB)



năm cuối cùng của giai đoạn kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội 5 năm của VN nhưng chúng ta lại bắt đầu phải đối mặt với lạm phát tăng lên sau thời kì dài khắc phục khủng hoảng. Thêm vào đó, tình hình thiên tai, dịch bệnh lan tràn càng đẩy chỉ số CPI gia tăng mạnh, kéo theo lạm phát trong nước tăng cao. Điều này buộc Chính phủ nước ta phải kịp thời tìm cách khắc phục với công cụ chính yếu để kiểm soát lạm phát là chính sách tiền tệ. Theo đó, NHNN quyết định tăng dự trữ bắt buộc đối với các NHTM từ 2% lên 5% với tiền gửi nội tệ và từ 4% lên 8% đối với tiền gửi ngoại tệ cho các khoản tiền gửi ngắn hạn; tăng lãi suất, siết chặt tín dụng và duy trì mức tăng tín dụng năm 2004 là 25%; duy trì tương đối ổn định tỷ giá hối đoái. Các công cụ dự trữ bắt buộc, tái cấp vốn, tái chiết khấu cũng được NHNN sử dụng thường xuyên, linh hoạt để thực hiện mục tiêu điều hành CSTT của NHNN. Điều này đưa đến kết quả trong năm 2005 rất đáng khích lệ khi tăng trưởng GDP đạt 8,43%, cao nhất so với 9 năm trước đó và so với các nước khu vực Đông Á, VN cao đứng thứ hai sau Trung Quốc. Mức tăng trưởng cao của năm 2005 đã góp phần quyết định việc hoàn thành mục tiêu tăng trưởng GDP trung bình 7,5%/năm được đề ra trong kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội 5 năm 2001 – 2005.

Giai đoạn 2006 đến nay

Năm 2006, VN vẫn tiếp tục phải đối phó với lạm phát ngày càng tăng cao. Do đó, Chính phủ tiếp tục duy trì và thực hiện linh hoạt chính sách tiền tệ thắt chặt đã áp dụng từ cuối 2005 nhằm kiểm chế lạm phát, góp phần ổn định môi trường kinh tế vĩ mô, tạo thuận lợi cho tăng trưởng kinh tế. Theo đó, trong năm 2006, NHNN vẫn giữ nguyên các mức lãi suất chính thức nhằm tránh phát tín hiệu làm tăng lãi suất

Bảng 2: Các chỉ tiêu GDP và CPI giai đoạn 2001 – 2005

Năm	2001	2002	2003	2004	2005
GDP (%)	6,84	7,04	7,24	7,69	8,43
CPI (%)	0,8	4,0	3,0	9,5	8,4

Nguồn: Thống kê từ NHNN và Tổng cục Thống kê

thị trường, giữ nguyên tỷ lệ dự trữ bắt buộc để giảm áp lực tăng lãi suất huy động trên thị trường, tiếp tục thực hiện cơ chế tỷ giá thả nổi có quản lý. Kết quả là tổng phương tiện thanh toán năm 2006 đã được giữ ở mức tăng 33,59% so với năm 2005, nhưng vẫn cao hơn so với mức tăng 29,65% của năm 2005; tín dụng tăng chậm lại nhưng chất lượng tín dụng được nâng cao; kim ngạch xuất nhập khẩu tăng 22,2%; tốc độ tăng GDP đạt 8,17%, tốc độ tăng CPI giảm còn 6,6%.

Năm 2007, tình hình kinh tế thế giới lại trải qua những xáo trộn mạnh, đặc biệt trên thị trường tài chính do xuất phát từ cuộc khủng hoảng tín dụng ở Mỹ và giá dầu tăng lên mức kỷ lục 100 USD/thùng. Trong khi đó, lạm phát ở nền kinh tế VN đang ngày càng gia tăng. Trước tình hình này, NHNN đã thực hiện điều tiết cung tiền thông qua một số công cụ của chính sách tiền tệ nhằm kiểm chế lạm phát và ổn định nền kinh tế vĩ mô như: tăng cường hoạt động thị trường mở, tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc gấp 1,5 – 2 lần, kiểm soát tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán, kiểm soát tín dụng rất chặt chẽ. Nhưng để tránh tác động không thuận lợi đối với tăng trưởng kinh tế, NHNN giữ nguyên các mức lãi suất như lãi suất cơ bản là 8,25%/năm, lãi suất tái cấp vốn là 6,5%/năm, lãi suất chiết khấu là 4,5%/năm, lãi suất qua đêm, lãi suất tiền gửi tại NHNN nhằm ổn định thị trường; bỏ quy định trần lãi suất tiền gửi bằng USD đối với pháp nhân kể từ ngày 1/1/2007. Bên cạnh đó,

NHNN đã thực hiện, ban hành Chỉ thị 03/2007/CT – NHNN yêu cầu các TCTD thực hiện kiểm soát tín dụng, khống chế dư nợ cho vay đầu tư, kinh doanh chứng khoán ở mức dưới 3% tổng dư nợ tín dụng, tăng cường thanh tra giám sát hoạt động cho vay đầu tư kinh doanh chứng khoán nhằm đảm bảo an toàn, hiệu quả hoạt động của hệ thống TCTD. Tuy nhiên, tăng trưởng tín dụng năm 2007 vẫn đạt rất cao, dư nợ cho vay của hệ thống ngân hàng tăng 53,89% so với năm 2006. Cũng trong năm, bên cạnh việc đưa 144.000 tỷ VND ra thị trường để mua 9 tỷ USD tăng dự trữ ngoại hối; NHNN đã nới lỏng biên độ tỷ giá từ +/- 0,25% lên +/-0,5% và +/-0,75% nhằm giảm áp lực lạm phát, tăng tính chủ động cho các TCTD trong hoạt động kinh doanh ngoại tệ. Kết quả là tăng trưởng GDP năm 2007 đạt 8,48%, nhưng lạm phát cũng tăng từ 7,45% lên 8,3%.

Năm 2008, tình hình thế giới lại rơi vào vòng xoáy khủng hoảng nặng nề hơn. Chỉ trong 1 năm, VN phải gánh chịu cả hai bối cảnh đối nghịch nhau hoàn toàn: lạm phát tăng cao vào đầu năm và suy giảm kinh tế những tháng cuối năm. Điều này gây ra rất nhiều sức ép cho việc hoạch định chính sách tiền tệ trong năm. Để kiểm chế lạm phát, NHNN đã thực hiện biện pháp thắt chặt tiền tệ thông qua các công cụ như ấn định trần lãi suất cho vay VND không vượt quá 150% lãi suất cơ bản; tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc; thay đổi phương thức đấu thầu trên thị trường mở; đồng thời đưa ra những quy định siết chặt



TTCK, thị trường BDS. Tuy nhiên, các biện pháp này đã làm phát sinh nạn khan hiếm tiền mặt, ít nhất là 40.300 tỷ đồng trong một thời gian ngắn, đe dọa đến hoạt động tín dụng, cho vay, thanh toán,... bình thường của khối NHTM, mở ra một cuộc chạy đua nâng cao lãi suất để hút lượng tiền trong nhân dân. Để tránh tình trạng đổ vỡ hệ thống ngân hàng xảy ra, NHNN đã liên tục thực hiện bơm thêm tiền thông qua nghiệp vụ thị trường mở để đáp ứng nhu cầu thanh khoản cho các ngân hàng, điển hình như việc đưa hơn 39.000 tỷ đồng vào thị trường trong vòng một tuần vào cuối tháng 2/2008. NHNN cũng đã thực hiện việc điều hành chính sách tỷ giá linh hoạt hơn nhằm ổn định nền kinh tế. Chỉ trong 6 tháng đầu năm 2008, NHNN đã có 3 lần điều chỉnh nói lỏng biên độ tỷ giá lên mức +/-2% từ ngày 27/6. Đây là một động thái cho chính sách tỷ giá đang cởi mở hơn, phản ánh sát tình hình cung cầu ngoại tệ trên thị trường. Bên cạnh đó, Chính phủ đã thắt chặt các khoản chi tiêu thường xuyên và chi tiêu đầu tư, đồng thời kêu gọi các tập đoàn Nhà nước dừng một số dự án không cần thiết. Tất cả các động thái này nhằm chống lại lạm phát diễn ra khá trầm trọng trong thời gian đó.

Tuy nhiên, chưa thoát khỏi những bất ổn trong nước thì cuộc khủng hoảng tài chính Mỹ và sau đó là suy thoái kinh tế thế giới lan rộng đã tác động không ít đến VN vào nửa cuối năm 2008. Theo đó, nửa cuối năm 2008, Chính phủ đã thực hiện chính sách tài chính, tiền tệ nói lỏng nhằm tăng tính thanh khoản cho thị trường, khuyến khích các NHTM mở rộng cho vay, kích thích đầu tư, tiêu dùng,... Để chống lại nguy cơ giảm phát, bắt đầu từ tháng 10/2008, các loại lãi suất chỉ đạo liên tục được NHNN hạ xuống theo một lộ trình thích hợp; tỷ lệ dự

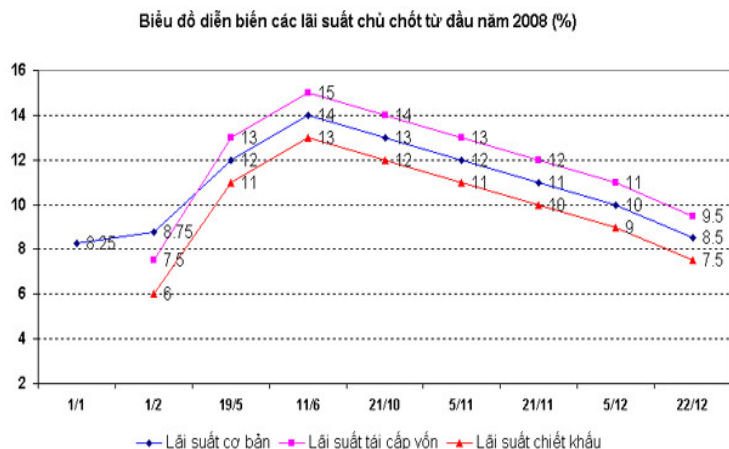
trữ bắt buộc giảm, lãi suất trả cho dự trữ bắt buộc lần lượt tăng lên; cho phép các NHTM được thanh toán tín phiếu bắt buộc trước hạn và được sử dụng nó làm công cụ tham gia nghiệp vụ thị trường mở; tín hiệu cho vay kinh doanh chứng khoán, cho vay BDS cũng được phát ra; biên độ tỷ giá USD/VND tăng lên mức +/-3% kể từ ngày 6/11/2008. Sau hàng loạt các chính sách nói lỏng tiền tệ cho đến cuối tháng 12/2008, tình hình kinh tế có dấu hiệu khả quan hơn, hoạt động ngân hàng khởi sắc trở lại, huy động vốn và cho vay bắt đầu trở về với nhịp độ bình thường,... Tuy nhiên, hoạt động của thị trường vẫn trong tình trạng chưa có dấu hiệu cải thiện, luồng di chuyển tiền tệ trong nền kinh tế có hiện tượng chậm lại, tiến độ cho vay của các ngân hàng cũng như khả năng tiếp cận vốn vay từ phía doanh nghiệp vẫn còn nhiều bất cập.

Mặc dù, việc thực thi các chính sách tài chính tiền tệ phần nào mang lại một số tác động tích cực giúp ổn định kinh tế vĩ mô, tuy nhiên nền kinh tế vẫn đang có dấu hiệu giảm phát nghiêm trọng. Do đó, bên cạnh việc thực thi chính sách tiền tệ, Chính phủ đã không ngừng thực hiện một số công cụ chính sách tài

khóa thông qua 5 gói giải pháp kích thích kinh tế trong năm 2008 và thông qua việc cắt giảm, ưu đãi về thuế. Nhờ vậy, vào tháng cuối năm 2008, Chính phủ đã kiềm lại được sự suy giảm quá mức của CPI và CPI tích lũy cả năm 2008 tăng 22,97% so với năm 2007; tốc độ tăng trưởng GDP đạt 6,18%. Mặc dù tăng trưởng trong năm 2008 của VN không mấy khả quan so với những năm trước nhưng trong bối cảnh tài chính thế giới khủng hoảng, kinh tế của nhiều nước suy giảm mà nền kinh tế nước ta vẫn đạt tốc độ tăng tương đối như trên là một cố gắng lớn. Và như theo nhận định của Chính phủ, năm 2008 là năm thành công nhất của chính sách tiền tệ, bên cạnh việc phối hợp linh hoạt với chính sách tài khóa đã giảm bớt được áp lực suy giảm tăng trưởng của kinh tế VN.

Năm 2009, vấn đề đặt ra còn nhiều khó khăn và thách thức lớn hơn. Chính phủ vẫn tiếp tục thực hiện chính sách nói lỏng tiền tệ lần tài khóa mà chủ yếu tập trung vào các gói giải pháp kích thích đầu tư, tiêu dùng. Bắt đầu bằng việc thực hiện gói kích thích tăng trưởng kinh tế trị giá 6 tỷ USD tương đương 7% GDP đã được bổ sung vào hệ

Hình 1: Diễn biến các lãi suất chủ chốt từ đầu năm 2008 (%)



Nguồn: Tổng cục Thống kê



thống tài chính; gói hỗ trợ lãi suất 4%; nâng lương tối thiểu... nhằm

Bảng 3: Các chỉ tiêu GDP và CPI giai đoạn 2006 – 2008

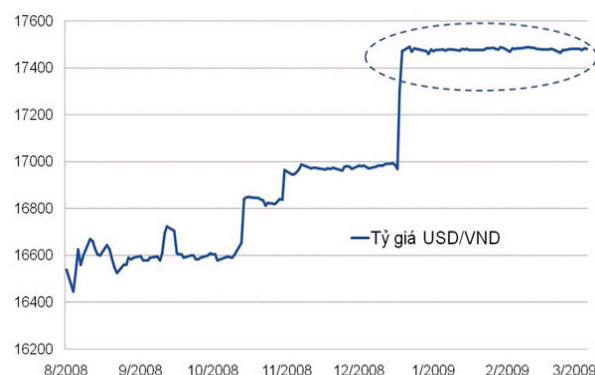
Năm	2006	2007	2008
GDP (%)	8,17	8,48	6,18
CPI (%)	6,60	12,63	22,97

Nguồn: Thống kê từ NHNN và Tổng cục Thống kê

kích thích thêm mức tiêu dùng và đầu tư của người dân trong nước. Tuy nhiên, đầu năm 2009, thực thi chính sách tiền tệ tỏ ra thận trọng hơn, NHNN chưa có những hành động mạnh mẽ hơn để giảm lãi suất ngăn chặn suy giảm kinh tế. Từ ngày 23/1/2009, lãi suất cơ bản mặc dù đã giảm mạnh nhưng vẫn được duy trì ở mức 7%, lãi suất tái cấp vốn là 8%/năm, lãi suất tái chiết khấu là 6%. Tỷ lệ dự trữ tiền mặt đã hạ xuống 3%; biên độ tỷ giá cũng tăng từ +/-3% lên +/-5% kể từ ngày 23/3/2009.

Như vậy, trong bối cảnh khủng hoảng toàn cầu, mặc dù đã có nhiều cố gắng, vận dụng kết hợp linh hoạt, đồng bộ các giải pháp chính sách tài chính tiền tệ, nhưng tốc độ tăng trưởng GDP quý I/2009 vẫn đạt khá khiêm tốn, tăng 3,1% so với cùng kỳ năm 2008; CPI bình quân tăng 14,4%. Bên cạnh

Hình 2: Diễn biến tỷ giá trong thời gian gần đây



Nguồn: vneconomy.vn

đó, chính sách kích cầu đang được thực thi mạnh mẽ khó tránh khỏi dẫn đến thâm hụt ngân sách thêm trầm trọng.

2. Tác động và hiệu quả thực thi của chính sách tài chính, tiền tệ

Những thành công

Quá trình điều hành chính sách tài chính tiền tệ thời gian qua đã chứng tỏ được vai trò hết sức quan trọng của nó đối với nền kinh tế VN. Các công cụ được sử dụng tương đối linh hoạt, bám sát các mục tiêu đã đề ra trong từng thời kỳ, và vì vậy đã đạt được những thành công nhất định:

(i) Đã chủ động kiểm soát và điều tiết tốc độ gia tăng tổng phương tiện thanh toán, thực hiện mục tiêu kiềm chế đẩy lùi lạm phát, ổn định giá trị tiền tệ, làm giảm đáng kể khối lượng tiền mặt trong lưu thông;

(ii) Kiểm soát được gia tăng khối lượng tín dụng đối với nền kinh tế;

(iii) Tốc độ tăng tổng phương tiện thanh toán hàng năm nhìn chung giữ ổn định;

(iv) Đã thực hiện tốt yêu cầu ổn định tỷ giá ngoại tệ, cải thiện cán cân thanh toán quốc tế, góp phần ổn định giá cả nói chung.

Những tồn tại và nguyên nhân

Bên cạnh những thành công đạt được, điều hành chính sách tiền tệ ở VN vẫn còn một số bất cập:

(i) Tạo nhiều rủi ro cho hệ thống NHTM trong thời gian qua, đặc biệt là rủi ro thanh khoản; suy giảm sự tương tác giữa các ngân

hàng, nợ xấu có nguy cơ gia tăng;

(ii) Sự bất nhất trong việc vận hành chính sách tiền tệ của NHNN;

(iii) Việc thực thi chính sách tiền tệ còn bị động, phần lớn chạy theo sau khắc phục hậu quả đã xảy ra

(iv) Điều hành chính sách tỷ giá còn nhiều bất cập, nhiều khi gây căng thẳng trên thị trường ngoại hối.

Đánh giá hiệu quả thực thi chính sách tài chính tiền tệ thông qua phân tích hồi quy

Nhằm đánh giá rõ hơn về hiệu quả thực thi các chính sách tiền tệ ở VN trong thời gian qua, chúng tôi đã tiến hành kiểm định mối tương quan giữa các biến số độc lập là thay đổi lãi suất (DLS), thay đổi tỷ giá hối đoái kỳ hạn (DKH), thay đổi tỷ giá giao ngay (DTG) và thay đổi cung tiền M2 (DM2) đối với biến số phụ thuộc là tốc độ tăng GDP (GDP). Tất cả số liệu được quan sát trong giai đoạn từ quý I/2000 đến quý I/2009, phương pháp sử dụng là phân tích hồi quy trên phần mềm SPSS.

Các kết quả hồi quy (Xem trang sau)

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Nhận xét kết quả

Cả lãi suất kỳ hạn 3 tháng, tỷ giá kỳ hạn, tỷ giá giao ngay và mức cung tiền đều có ảnh hưởng đến tăng trưởng tổng sản lượng GDP của nền kinh tế. Tuy nhiên, khả năng giải thích của mô hình không cao có thể là do thực tế điều hành chính sách tiền tệ và thực trạng kinh tế vĩ mô của VN:

- Trong một số giai đoạn, đặc biệt là từ cuối 2007 đến gần cuối năm 2008, NHNN sử dụng công cụ lãi suất và tỷ giá khá linh hoạt và thay đổi liên tục chỉ nhằm mục đích kiềm chế lạm phát và vì thế



Bảng 4: Kết quả phân tích tương quan

		GDP	DLS	DKH	DTG	DM2
GDP	Pearson Correlation	1.000	-.262	-.217	-.209	.033
	Sig. (2-tailed)		.122	.204	.222	.850
	N	37.000	36	36	36	36
DLS	Pearson Correlation	-.262	1.000	.599**	.660**	-.334*
	Sig. (2-tailed)	.122		.000	.000	.047
	N	36	36.000	36	36	36
DKH	Pearson Correlation	-.217	.599**	1.000	.918**	-.142
	Sig. (2-tailed)	.204	.000		.000	.408
	N	36	36	36.000	36	36
DTG	Pearson Correlation	-.209	.660**	.918**	1.000	-.207
	Sig. (2-tailed)	.222	.000	.000		.225
	N	36	36	36	36.000	36
DM2	Pearson Correlation	.033	-.334*	-.142	-.207	1.000
	Sig. (2-tailed)	.850	.047	.408	.225	
	N	36	36	36	36	36.000

của tổng thu nhập và biến động của lãi suất. Cung tiền tăng về mặt lý thuyết sẽ kích thích đầu tư và tiêu dùng, góp phần làm tăng GDP. Tuy nhiên theo phân tích hồi quy ở trên, sự gia tăng cung tiền ở VN chỉ dẫn đến một thay đổi rất nhỏ trong GDP. Điều này có thể giải thích cho việc chính sách nới lỏng tiền tệ ở VN hầu như rất ít phát huy tác dụng, mà một trong những nguyên nhân chính là do việc phân bổ và sử dụng nguồn tiền tăng thêm này sai mục đích và không hiệu quả.

Hạn chế của mô hình:

Thứ nhất, quãng thời gian hình thành dãy số liệu còn hạn chế, chạy từ quý I/2000 đến quý I/2009, nên các quan sát chỉ xấp xỉ yêu cầu tối

Bảng 5: Kết quả phân tích hồi qui từng biến độc lập với GDP

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
	B	Std. Error	Beta					
(Constant)	.072	.002		43.197	.000			
DLS	-.622	.392	-.262	-1.584	.122	.069	.041	.00889032
(Constant)	.073	.002		37.818	.000			
DKH	-.202	.156	-.217	-1.296	.204	.047	.019	.00899298
(Constant)	.073	.002		36.949	.000			
DTG	-.226	.181	-.209	-1.244	.222	.044	.015	.00900995
(Constant)	.070	.005		13.664	.000			
DM2	.014	.072	.033	.191	.850	.001	-.028	.00920766

buộc hi sinh mục tiêu tăng trưởng trong ngắn hạn;

- Theo lý thuyết tài chính quốc tế, khi tỷ giá hối đoái tăng (đồng nội tệ giảm giá) thì thông thường sẽ có tác động làm gia tăng xuất khẩu, giảm nhập khẩu; cán cân thương mại (Xuất khẩu – Nhập khẩu) lại là một thành phần của hàm sản lượng trong kinh tế vĩ mô ($Y = C + I + G + X - M$). Vì vậy, tỷ giá tăng, cán cân thương mại tăng sẽ góp phần làm tăng tổng sản lượng. Trong khi đó, nếu lãi suất tăng sẽ làm tăng tiết kiệm, thu hẹp đầu tư, dẫn tới giảm sản lượng. Tuy nhiên điều này không luôn luôn đúng đối với nước nhập siêu như VN. Nếu VND giảm giá, xuất khẩu chưa chắc đã tăng ngay được (do

cạnh tranh, do khả năng điều chỉnh quy mô sản xuất...) trong khi đó giá trị nhập khẩu tính bằng nội tệ chắc chắn sẽ tăng vì nhập khẩu của chúng ta là nhập nguyên vật liệu, máy móc thiết bị cho sản xuất, do tâm lý người tiêu dùng... nên nhập khẩu hầu như không thể giảm về khối lượng. Vì vậy, đồng nội tệ giảm giá trong một số trường hợp cụ thể hoàn toàn có thể gây tác động xấu, làm giảm tài khoản vãng lai và GDP.

- Theo học thuyết về sự ưa thích tiền tệ của John Maynard Keynes thì tốc độ lưu thông tiền tệ được xác định bằng hàm số $Y/f(Y,i)$ (với Y là tổng sản lượng, i là lãi suất). Học thuyết gợi ý cho chúng ta cách xác định câu tiền dựa vào sự biến động

thiếu để đảm bảo độ tin cậy của một hàm hồi quy. Tuy nhiên nếu sử dụng dãy số liệu phản ánh diễn biến các biến số này ở quãng thời gian dài hơn cũng không hy vọng cho một kết quả chính xác hơn khi các mối quan hệ khách quan của chúng bị chi phối mạnh bởi các điều tiết của chính phủ hoặc NHNN.

Thứ hai, mặc dù dãy số liệu được cung cấp từ các nguồn thông tin công khai và chính thức nhưng mức độ chính xác và đồng bộ của thông tin chưa đảm bảo nên các đo lường hồi quy có thể bị sai lệch so với những diễn biến thực tế và so với mối tương quan về mặt lý thuyết.



3. Các giải pháp nâng cao hiệu quả thực thi chính sách tài chính, tiền tệ nhìn từ 2010

Từ những phân tích, đánh giá ở trên, chúng tôi xin đưa ra một số đề xuất nhằm góp phần cho việc thực thi chính sách tiền tệ ở VN ngày càng hiệu quả hơn:

(i) Nâng cao năng lực kiểm soát tài chính, tiền tệ; tăng cường vai trò của Ủy ban Giám sát tài chính Quốc gia, đặc biệt trong lĩnh vực phân tích, dự báo, cảnh báo mức độ an toàn hệ thống tài chính - ngân hàng, nguy cơ rủi ro đối với thị trường tài chính quốc gia, đề ra chiến lược, định hướng phát triển cho thị trường tài chính, xây dựng cơ chế giám sát hiệu quả đối với trường tài chính; cân nhắc hợp nhất hai cơ quan Ủy ban Giám sát tài chính Quốc gia và Hội đồng Tư vấn chính sách tài chính tiền tệ Quốc gia, hình thành nên “Ủy ban Tư vấn và Giám sát tài chính tiền tệ”;

(ii) Nâng cao hiệu quả kiểm soát các dòng vốn đầu tư, chú trọng vào hiệu quả của dòng vốn và sử dụng linh hoạt các biện pháp kiểm soát khi dòng vốn vào quá lớn có thể gây bất ổn thị trường (nên tập trung vào các biện pháp gián tiếp);

(iii) Tái cấu trúc khu vực kinh tế nhà nước: hạn chế tối đa các nguồn vốn rẻ cung cấp cho các tập đoàn nhà nước; xử phạt nghiêm khắc các tập đoàn, tổng công ty thua lỗ khi tham gia đầu tư bất động sản, tài chính; đổi mới cơ chế hoạt động của các doanh nghiệp nhà nước để họ phải tự cạnh tranh; tiếp tục đổi mới tiến trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước theo hướng tạo thuận lợi hơn cho sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài;

(iv) Tăng cường giám sát hoạt động của hệ thống ngân hàng: yêu cầu cụ thể và xử lý nghiêm đối với hoạt động công bố thông tin, báo

cáo không chính xác về tình hình hoạt động của hệ thống ngân hàng; không cho phép các tập đoàn nhà nước đầu tư vào ngân hàng và các công ty tài chính; xây dựng kế hoạch và cơ sở pháp lý cho hoạt động mua lại và sáp nhập ngân hàng; phát triển thị trường các công cụ phái sinh để tạo thuận lợi cho hoạt động phòng ngừa rủi ro trong hoạt động của ngân hàng;



(v) Phối hợp chặt chẽ hoạt động của Bộ Tài chính, Bộ Kế hoạch – Đầu tư và Ngân hàng Nhà nước; đầu tư phát triển nguồn nhân lực để nâng cao năng lực phân tích, dự báo;

(vi) Thiết lập hệ thống công bố thông tin kinh tế tài chính quốc gia đầy đủ, chính xác và cởi mở nhằm cung cấp kịp thời và có thể thống nhất những thông tin kinh tế vĩ mô cần thiết cho thị trường, hỗ trợ cho việc thành lập các tổ chức định mức tín nhiệm có uy tín;

(vii) Phát triển thị trường trái phiếu năng động và hiệu quả: xây dựng được đường cong lãi suất chuẩn; khuyến khích phát triển các tổ chức xếp hạng tín nhiệm chuyên nghiệp; khuyến khích doanh nghiệp nhà nước, hỗ trợ các doanh nghiệp ngoài nhà nước tham gia thị trường trái phiếu để huy động vốn; tiếp tục thực hiện

lộ trình phát triển thị trường trái phiếu riêng biệt; đa dạng hóa các loại hình trái phiếu và các chủ thể phát hành; bổ sung các chế tài xử lý nghiêm minh về dân sự, hình sự để phòng ngừa và xử lý các hành vi vi phạm trong hoạt động trên thị trường trái phiếu;

(viii) Đề xuất đối với chính sách tiền tệ:

- Đối với từng công cụ của chính sách cần lưu ý:



Các thống kê kinh tế như một bộ bikini, những gì nó cho ta thấy thì quan trọng, những gì nó che dấu thì là tối quan trọng.

từng bước hoàn thiện cơ chế điều hành lãi suất, hướng tới tự do hóa; phát triển hoạt động thị trường mở; nâng cao hiệu quả sử dụng công cụ dự trữ bắt buộc; linh hoạt trong cơ chế điều hành tỷ giá tùy theo mức độ phát triển của thị trường; phối hợp đồng bộ các công cụ điều hành chính sách tiền tệ;

- Điều hành chính sách tiền tệ phải rất linh hoạt, nhanh chóng, mạnh mẽ và hiệu quả. Tuy nhiên, khi một chính sách tiền tệ được sử dụng và đã phát huy tác dụng như mong muốn thì NHNN nên xem xét tới những hiệu ứng phụ của nó để kịp thời điều chỉnh, tránh rơi vào trường hợp như Mỹ khi duy trì chính sách lãi suất thấp quá lâu đã dẫn đến sự mở rộng tín dụng quá mức mà không được kiểm soát chặt chẽ.

(Xem tiếp trang 42)