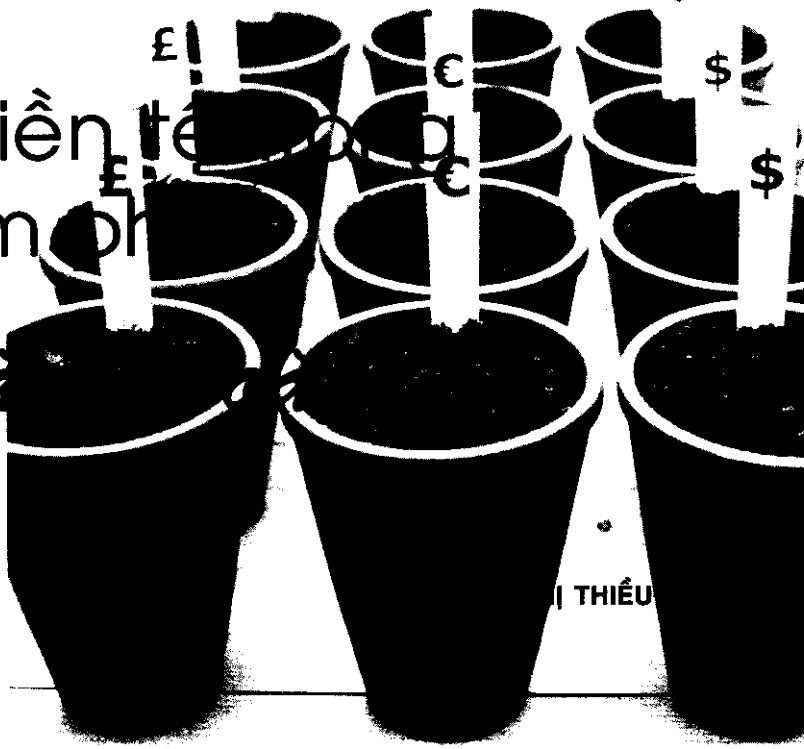


Chính sách tiền tệ và kiểm chế lạm phát

Đôi điều bàn thảo



Để kiểm chế lạm phát, chính phủ các nước thường thực hiện nhiều chính sách trong đó có chính sách thắt chặt tiền tệ. Việt Nam cũng thuộc lòng bài học chống lạm phát này và đã ứng dụng rất thành công trong việc giải bài toán lạm phát của giai đoạn 80-90 trước đây. Với lạm phát hiện tại, Ngân hàng Nhà nước cũng thực hiện một loạt biện pháp mạnh. Chúng tôi hoàn toàn thống nhất với các quyết định mà Ngân hàng Nhà nước đã đưa ra, tuy nhiên chúng tôi có một số vấn đề băn khoăn muốn trao đổi thêm.

Thứ nhất, chính sách tiền tệ dường như thiếu một tầm nhìn dài hạn và tính định hướng cần thiết.

NHNN không sử dụng các công cụ lãi suất cơ bản, lãi suất chiết khấu, lãi suất tái cấp vốn để định hướng cho nền kinh tế (Bảng 3). Tình trạng chậm điều chỉnh cũng thấy ở tỷ giá hối đoái. Trong bối cảnh mở cửa và hội nhập, việc tiếp cận nền tài chính quốc tế và dòng chảy tài chính bên ngoài đổ vào ào ạt đã làm cho đồng nội tệ có xu hướng lên giá, đe dọa sự thâm hụt nghiêm trọng của cán cân thương mại. Tình hình này hoàn toàn khác so với luồng ngoại tệ vào ra trước năm 2006, khi mà VND bị đánh giá cao và nhiều nghiên cứu cho rằng Việt Nam sẽ theo lộ trình điều chỉnh dần tỷ giá cho đến mức USD/VND = 17.000-19.000 đồng. Ngoài ra, bất kỳ biến

nhập khẩu/GDP của Việt Nam trong mối tương quan với các nước trong khu vực và so sánh với thế giới.

Tuy nhiên NHNN chưa tiên liệu điều này để có thể kịp thời điều chỉnh cho phù hợp với biến động thị trường. Quan sát thị trường có thể thấy được: những lần thay đổi biên độ giao động tỷ giá cũng như tỷ giá liên ngân hàng trước đây, tỷ giá trên thị trường chính thức ở các ngân hàng thương mại luôn bung hết trần, trong khi đó tháng 03/2007 khi thay đổi biên độ và tỷ giá hối đoái liên ngân hàng, tỷ giá thị trường vẫn giữ nguyên.

Các chính sách NHNN đưa ra thường đi sau thị trường hơn là cung cấp một tín hiệu thị trường. Nhiều quốc gia dự đoán sức khỏe nền kinh tế và điều chỉnh hàng ngày hàng giờ ví dụ như cả thế giới dõi theo động thái của FED vì lãi suất FED công bố thể hiện sức khỏe của nền kinh tế Mỹ, chỗ dựa cho phần lớn các quyết định đầu tư của cả thế giới do vậy FED thay đổi lãi suất cả thế giới rúng động. Trong khi đó, ngân hàng thương mại Việt Nam, doanh nhân Việt Nam, người dân Việt Nam chưa có thói quen dõi theo các động thái của NHNN một phần cũng vì lý do này. Chính vì vậy, khi NHNN có thay đổi lãi suất

Bảng 1: Lạm phát, tăng cung tiền và tăng cung tín dụng của Việt Nam 2002 -2007

	2002	2003	2004	2005	2006	3/2007	6/2007	2007	Đơn vị: %
Tỷ lệ lạm phát ¹	4,0	3,2	7,7	8,3	7,5	-	7,4		Nguồn [1]
Tỷ lệ lạm phát ²	4,0	3,0	9,5	8,4	8,3	-		12,63	[2]
Thay đổi M ₂		24,9	29,5	29,7	33,6	39,4	42,7		[1]
Thay đổi tín dụng đối với nền kinh tế		28,4	41,6	31,7	25,4	31,6	36,8		[1]

Nguồn: [1] IMF Statistical Appendix; [2] website Tổng cục Thống kê

Số liệu từ (bảng 2) cho thấy dấu hiệu lạm phát đã xuất hiện từ năm 2004 nhưng suốt từ 2004 đến 2007, NHNN chưa có những động thái tích cực. Trừ dự trữ bắt buộc điều chỉnh mạnh vào giữa năm 2007.

động nào của thị trường thế giới cũng có thể ảnh hưởng đến nền kinh tế nhỏ, mở như Việt Nam. Điều này có thể thấy khi so sánh biến động kim ngạch nhập khẩu của Việt Nam trong thời gian vừa qua cũng như tỷ trọng kim ngạch

¹ Số liệu trung bình năm sau so với năm trước

² Tháng 12 năm sau so với năm trước

Bảng 2: Thay đổi dự trữ bắt buộc từ 2002 đến 2008

Văn bản	Loại TCTD	Tiền gửi VND		Tiền gửi ngoại tệ	
		Dưới 12 tháng	Từ 12 tháng trở lên	Dưới 12 tháng	Từ 12 tháng trở lên
187/QĐ-NHNN, áp dụng từ 01/02/2008	Các NHTM Nhà nước (không bao gồm NHNo & PTNT), NHTMCP đô thị, chi nhánh ngân hàng nước ngoài, ngân hàng liên doanh, công ty tài chính, công ty cho thuê tài chính	11%	5%	11%	5%
1141/QĐ - NHNN, ngày 28/05/2007		10%	4%	10%	4%
796/2004/QĐ-NHNN, ngày 25/06/2004		5%	2%	8%	2%
831/2003/QĐ-NHNN, ngày 30/07/2003 & 582/2003/QĐ-NHNN, ngày 09/06/2003		2%	1%	4%	1%
187/QĐ-NHNN, áp dụng từ 01/02/2008	Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn	8%	4%	10%	4%
1141/QĐ - NHNN, ngày 28/05/2007		8%	4%	10%	4%
796/2004/QĐ-NHNN, ngày 25/06/2004		4%	2%	8%	2%
831/2003/QĐ-NHNN, ngày 30/07/2003 & 582/2003/QĐ-NHNN, ngày 09/06/2003		1,5%	1%	4%	1%
187/QĐ-NHNN, áp dụng từ 01/02/2008	NHTMCP Nông thôn, ngân hàng hợp tác, Quỹ tín dụng nhân dân Trung ương	4%	4%	10%	4%
1141/QĐ - NHNN, ngày 28/05/2007		4%	4%	10%	4%
796/2004/QĐ-NHNN, ngày 25/06/2004		2%	2%	8%	2%
831/2003/QĐ-NHNN, ngày 30/07/2003 & 582/2003/QĐ-NHNN, ngày 09/06/2003		2%	1%	4%	1%

Nguồn: Website NHNN - www.sbv.gov.vn, www.luatvietnam.com.vn

Bảng 3: Thay đổi các loại lãi suất từ 2004 đến 2008

Lãi suất cơ bản		Lãi suất tái cấp vốn		Lãi suất chiết khấu	
Giá trị (%/năm)	Văn bản	Giá trị (%/năm)	Văn bản	Giá trị (%/năm)	Văn bản
8,75	305/QĐ-NHNN, ngày 30/1/2008	7,50	306/QĐ-NHNN, ngày 30/1/2008	6,00	306/QĐ-NHNN, ngày 30/1/2008
8,25	1746/QĐ-NHNN, ngày 1/12/2005	6,50	1746/QĐ-NHNN, ngày 1/12/2005	4,50	1746/QĐ-NHNN, ngày 1/12/2005
7,80	93/QĐ-NHNN, ngày 27 tháng 1 năm 2005	6,00	316/QĐ-NHNN, ngày 25/3/2005	4,00	316/QĐ-NHNN, ngày 25/3/2005
7,50	2210/QĐ-NHNN, ngày 27/02/2004	5,50	20/QĐ-NHNN, ngày 07/01/2005	3,50	20/QĐ-NHNN, ngày 07/01/2005
		5,00	833/QĐ-NHNN, ngày 30/7/2003	3,00	832/QĐ-NHNN, ngày 30/7/2003

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ website NHNN, www.sbv.gov.vn

cơ bản cũng không mấy may làm thay đổi lãi suất cho vay hoặc tiền gửi của các ngân hàng thương mại. Tỷ giá hối đoái cũng rơi vào tình trạng tương tự.

Ngoài ra, NHNN còn đưa ra các quyết định làm vấn đề lạm phát trở nên căng thẳng hơn như tăng phát hành tiền để mua vào 7 tỷ đô la để tăng dự trữ ngoại tệ, đặc biệt là mở rộng tín dụng nhằm đảm bảo mục tiêu tăng trưởng kinh tế trên 8% (Bảng 1). Đến đầu năm 2008, NHNN mới đưa ra một loạt các biện pháp sửa sai (Hộp 1). Phản ứng này của NHNN có thể nói là khá muộn màng vì tác động của chính sách tiền tệ đối với nền

kinh tế thường có độ trễ ít nhất là 6 tháng. Các chuyên gia của Quỹ tiền tệ quốc tế (IMF) trong một báo cáo gần đây về nền kinh tế Việt Nam cũng tính toán rằng độ trễ trong tác động của chính sách tiền tệ là từ 15 đến 18 tháng.

Thứ hai, chính sách tiền tệ thiếu tinh linh hoạt, tân xuất xuất hiện các quyết định quá dày khiến các đối tượng bị điều chỉnh bị động trong thực thi.

Sau một thời gian dài cho rằng “có dấu hiệu lạm phát nhưng vẫn trong tầm kiểm soát” đến cuối năm 2007 và đầu năm 2008 chỉ số giá tăng đột biến, NHNN đã đưa ra một loạt quyết định dồn dập (Hộp 1).

Như vậy chỉ trong vòng 2 tháng, NHNN đã thực hiện một loạt các biện pháp mạnh. Các ngân hàng thương mại vừa mới chuẩn bị tiền để tăng dự trữ lên thêm 1% lại phải chuẩn bị để mua tín phiếu bắt buộc của NHNN. Số tiền này không phải là nhỏ, theo tính toán của tác giả, chiếm tỷ trọng khoảng 14% tổng số dư tiền gửi của các ngân hàng thương mại.

Ngoài việc phải chuẩn bị một số tiền lớn ngân hàng thương mại còn tốn khá nhiều chi phí cho hai khoản dự trữ bắt buộc phải thực hiện. Nếu trung bình lãi suất huy động tiền gửi là 12%/năm, NHNN trả lãi cho tín phiếu bắt buộc là 7,8%/năm; trả lãi cho dự trữ bắt buộc là 1,2%/năm thì

Hộp 1: Các văn bản được NHNN đưa ra nhằm ổn định thị trường tiền tệ và kiểm chế lạm phát

- Chỉ thị 03/2007/CT-NHNN quy định về cho vay trong hoạt động chứng khoán được ban hành ngày 28/5/2007 và có hiệu lực từ tháng 1/2008.
- Quyết định số 187/2008/QĐ-NHNN ngày 16/01/2008 về việc điều chỉnh dự trữ bắt buộc đối với Tổ chức tín dụng.
- Quyết định số 305/QĐ-NHNN ngày 30/1/2008 về điều chỉnh lãi suất cơ bản bằng đồng Việt Nam và Quyết định số 306/QĐ-NHNN ngày 30/1/2008 về điều chỉnh lãi suất tái cấp vốn và lãi suất chiết khấu.
- Quyết định 03/2008/QĐ-NHNN của Ngân hàng Nhà nước ban hành ngày 1/2/2008 thay thế Chỉ thị 03 về việc cho vay, chiết khấu giấy tờ có giá để đầu tư và kinh doanh chứng khoán.
- Quyết định số 346/QĐ-NHNN ngày 13/2/2008 về việc phát hành tín phiếu NHNN bằng VND dưới hình thức bắt buộc đối với các tổ chức tín dụng nhằm rút tiền từ lưu thông về.
- Công điện số 02/CD-NHNN ngày 26/02/2008 về khống chế lãi suất tiền gửi dưới 12%/năm.
- Quyết định số 09/2008/QĐ-NHNN thu hẹp nhu cầu được vay vốn bằng ngoại tệ khống chế lãi suất tiền USD

Nguồn: Tổng hợp từ website NHNN - www.sbv.gov.vn

Bảng 4: Số tiền và chi phí các ngân hàng thương mại dùng dự trữ và mua tín phiếu bắt buộc

Đơn vị: tỷ đồng

Ngân hàng	Tổng tiền gửi	Dự trữ bắt buộc	Tín phiếu bắt buộc	Tổng tiền chuẩn bị	Tỷ lệ được cho vay	Tổng chi phí
Sacombank	44231	4865.4	1200	6065.4	86.3%	575.9
ACB	55283	6081.1	1500	7581.1	86.3%	719.8
SCB	15970	1756.7	500	2256.7	85.9%	210.7
Techcombank	32000	3520.0	500	4020.0	87.4%	401.2
Eximbank	22906	2519.7	500	3019.7	86.9%	293.1
Việt Á	4576	503.36	150	653.36	85.72%	60.7
Nguồn	[1]	[2]	[3]	[3]	[3]	[3]

Nguồn: [1] Công bố báo cáo tài chính; [2] Phân bổ chỉ tiêu mua tín phiếu bắt buộc; [3] Tính toán của tác giả.

ngân hàng phải chi 12%-1,2% = 10,8% cho số tiền dự trữ bắt buộc và 12% - 7,8% = 4,2% cho phần mua tín phiếu bắt buộc. Đây là chi phí không nhỏ, ảnh hưởng khá lớn đến lợi nhuận của các ngân hàng thương mại.

Nghiêm trọng nhất là việc trong thời gian ngắn phải huy động một lượng tiền lớn 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 rông rần xếp hàng rút tiền ở ngân hàng có lãi suất thấp sang gửi ngân hàng có lãi suất cao (Bảng 5); (ii) các ngân hàng thiếu thanh khoản buộc phải vay qua đêm và đấu thầu trên thị trường mở với lãi suất cao ngất 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 ngân hàng thương mại kéo theo thị trường bất động sản đóng băng, việc vay vốn rất khó khăn; (iv) ngân hàng thiếu thanh khoản

đô la khi người gửi tiền đô la Mỹ rút tiền ra đổi lấy tiền đồng gửi ngân hàng để lấy lãi suất cao và người vay thích vay vốn ngoại tệ hơn tiền đồng; (v) ngân hàng tăng lãi suất cho vay để bù đắp phần chi phí bỏ ra trong việc huy động vốn để mua tín phiếu bắt buộc, dự trữ bắt buộc khiến hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn và có thể dẫn đến lạm phát do chi phí đẩy.

Thứ ba, các chính sách NHNN đưa ra mang tính hành chính. Các văn bản hành chính như Chỉ thị 03, Công điện 02, Quyết định 346 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 bất lực trong điều hành. Ngoài ra, việc áp

dụng liên tục các văn bản mang tính hành chính, mệnh lệnh và không có tín hiệu trước để làm nhà đầu tư trong và ngoài nước bị động để dẫn hoang mang, mất niềm tin và nảy sinh tư tưởng đối phó, ví dụ như không ít các ngân hàng đã tăng dự nợ tín dụng lên để đáp ứng con số 3% của NHNN dẫn đến nguy cơ không đảm bảo tỷ lệ an toàn tối thiểu hoặc các ngân hàng đua nhau khuyến mãi rầm rộ để “lách trần lãi suất”.

Thứ tư, các chính sách đưa ra chưa dựa trên các dữ liệu tin cậy, những phân tích kinh tế - tài chính khoa học.

Chính vì vậy thường không xác định đúng liều lượng và mang tính “thử sai”. Điển hình, ngày 17/03, NHNN phát hành tín phiếu bắt buộc với tổng giá trị tín phiếu là 20.300 tỷ 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 ngân hàng thương mại 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. Một điển hình khác là Chỉ thị 03. Một chỉ thị từ khi ra đời đến nay đã làm rung động thị trường chứng khoán và giới ngân hàng và cũng là chỉ thị gây nhiều tranh cãi dẫn đến phải điều chỉnh.

Tính không nhất quán và lúng túng trong chính sách tiền tệ còn thể hiện qua điều hành tỷ giá và lãi suất.

NHNN không nắm chính xác được lượng ngoại tệ đổ vào Việt Nam là bao nhiêu nên lúng túng trong điều hành tỷ giá dẫn đến một loạt các mâu thuẫn: (i) lạm phát nước ta cao hơn Mỹ nhưng đồng Việt Nam lại tăng giá so với đô la Mỹ; (ii) lãi suất đô la Mỹ trên thị trường thế giới giảm

Bảng 5: Lãi suất của một số ngân hàng trên địa bàn TP.HCM vào lúc 19:00 ngày 26/2

Đơn vị: %/ năm

Ngân hàng	Kỳ hạn			
	1 tháng	3 tháng	9 tháng	12 tháng
Techcombank	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%
Đông Á	11,40%	12,36%	12,72%	13,56%
Phương Nam		9,60 %		10,56%
An Bình		13,65%	13,8%	
Việt Á		13,92%		
Đông Nam Á				14,4%

Nguồn: <http://vietnamnet.vn/kinhjte/2008/02/770557>

trong khi lãi suất đô la ở Việt Nam lại tăng; (iii) đồng đô la Mỹ dư thừa nhưng các ngân hàng lại thiếu thanh khoản đô la.

Sự lúng túng trong việc định lượng của chính sách chung quy là do thiếu những số liệu kinh tế vĩ mô như lượng tiền trong nước, lượng vốn đầu tư gián tiếp...

sốc với thị trường tiền tệ nói riêng và nền kinh tế nói chung.

Theo chúng tôi, có thể tránh được những bất cập trong việc điều hành chính sách. Ví dụ, thay vì đưa ra các quyết định dồn dập NHNN có thể thực hiện bán 20.300 tỷ đồng tín phiếu bắt buộc trong vòng 3->6 tháng với lãi suất

các ngân hàng bất kể quy mô. Thay vì đưa ra Chỉ thị 03 với nhiều tranh cãi rồi điều chỉnh bằng Quyết định 03, NHNN có thể nghiên cứu cho chín mùi và đưa ra Quyết định 03.

Những điều chỉnh trên có thể thực hiện ngay nhưng về lâu về dài NHNN cần chú trọng đến việc Việt Nam đang chuyển mạnh sang cơ chế thị trường và hội nhập sâu rộng với thị trường thế giới do vậy việc kiểm chế lạm phát, hạn chế sự tăng trưởng nóng của nền kinh tế là đúng nhưng các công cụ can thiệp phải theo cơ chế thị trường chứ không thể là các biện pháp hành chính. Đồng thời các biện pháp can thiệp và các chính sách không được gây sốc cho thị trường. Muốn vậy, NHNN cần đưa ra các tiêu chí quản lý và điều hành theo thông lệ quốc tế và xây dựng bộ máy giám sát đủ mạnh để có thể kịp thời phát hiện và xử lý đúng ngân hàng nào có thể gây ra rủi ro cho chính mình từ đó kéo theo rủi ro chung cho hệ thống ngân hàng. Ngoài ra, cần chú trọng đến việc xây dựng dữ liệu thông tin kinh tế vĩ mô để hỗ trợ đắc lực cho công tác điều hành chính sách tiền tệ ■



Tài liệu tham khảo

1. *Thống kê tỷ lệ lạm phát, Tổng cục Thống kê, www.gso.gov.vn*

2. *Thống kê lãi suất cơ bản, lãi suất chiết khấu, Ngân hàng Nhà nước, www.sbv.gov*

3. *Các văn bản pháp luật, Luật Việt Nam, www.luatvietnam.com.vn*

4. *Công bố báo cáo tài chính của Ngân hàng TMCP, Xuất nhập khẩu, Sài Gòn Thương tín, Á Châu, Sài Gòn, Việt Á...*

5. *Danh sách phân bổ tín phiếu bắt buộc, Bản tin CIC*

6. *"Thống kê lãi suất tại các ngân hàng thương mại tại TP. Hồ Chí Minh",*

<http://vietnamnet.vn/kinhte/2008/02/770557>

7. *IMF Statistical Appendix*

Các cơ quan quản lý nói chung và NHNN nói riêng chưa chú trọng đúng mức tới việc xây dựng dữ liệu kinh tế vĩ mô. Những quyết định đi sau thị trường hoặc điều chỉnh từ phản ứng thị trường được đưa ra từ những dự báo không chính xác có thể gây ra những cú

linh động thay đổi theo biến động của lạm phát. Thay vì vội vã đưa ra Chỉ thị 03, NHNN có thể áp dụng chuẩn quản lý rủi ro Ngân hàng Basel II và xây dựng các biện pháp chế tài đối với ngân hàng nào vi phạm các quy định về an toàn hơn là áp dụng cho tất cả