

Giải pháp giảm bất ổn kinh tế vĩ mô ở Việt Nam

HẠ THỊ THIỂU DAO
PHẠM THỊ TUYẾT TRINH

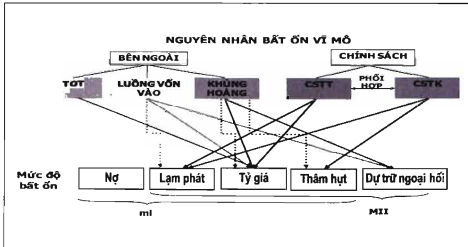
Chỉ số bất ổn kinh tế vĩ mô (macroeconomic instability index) cho thấy Việt Nam đã thực sự rơi vào trạng thái bất ổn kinh tế vĩ mô. Nguyên nhân của bất ổn kinh tế vĩ mô đến từ tác động bên ngoài (luồng vốn vào ròng, khủng hoảng kinh tế thế giới), đến từ bản thân chính sách tiền tệ (CSTT) lỏng lẻo dẫn đến bong bóng bất động sản và chứng khoán; chính sách tài khóa (CSTK) mở rộng dẫn đến lạm phát, gia tăng mặt bằng lãi suất trong nước, tăng nợ nước ngoài và đến từ tác dụng phụ của chính sách khi phân ứng không đúng liều với những cú sốc từ bên ngoài. Bài viết lý giải một số nguyên nhân dẫn đến những bất cập trên và đưa ra một số gợi ý chính sách.

1. Dẫn nhập

Bất ổn kinh tế vĩ mô gắn liền với sự chuyển biến xấu đi của các biến số kinh tế vĩ mô quan trọng như lạm phát, thâm hụt ngân sách, biến động tỷ giá, dự trữ ngoại hối... trong nền kinh tế qua thời gian. Để đánh giá tình trạng này, nghiên cứu sử dụng Chỉ số bất ổn kinh tế vĩ mô (MI) của Ismihan và các tác giả (2002) và Chỉ số bất ổn kinh tế vĩ mô (mi) theo Jaramilo và Sancak (2007). Bất ổn kinh tế vĩ mô phát sinh do cả các cú sốc từ bên ngoài lẫn sự không

phù hợp của các chính sách kinh tế. Những nguyên nhân bên ngoài như: biến động của tỷ lệ ngoại thương (Svensson và Razin, 1983), luồng vốn vào (Takagi và Esaka, 2001), khủng hoảng kinh tế thế giới (Clipa và Caraganciu, 2009). Những nguyên nhân chính sách như: thâm hụt ngân sách chính phủ (Gupta, 1992), tăng quá mức đầu tư công (Fischer và các tác giả, 2002), hay mở rộng tiền tệ quá mức (Pradhan và các tác giả, 2011). Các nguyên nhân được tổng hợp trong hình 1.

HÌNH 1: Tổng hợp nguyên nhân dẫn đến bất ổn kinh tế vĩ mô



-----: tác động gián tiếp; _____ tác động trực tiếp

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp.

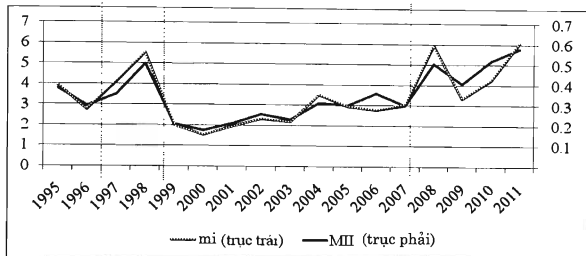
2. Thực trạng bất ổn kinh tế vĩ mô ở Việt Nam

2.1. Đánh giá tình trạng bất ổn của Việt Nam qua chỉ số MII và mi

Kết quả tính toán chỉ số MII và mi của Việt Nam khá giống nhau về xu hướng biến động. Xét về lượng, mức tăng của MII và mi

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 đoạn 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 thâm hụt ngân sách; giai đoạn 2008 - 2011 là thâm hụt ngân sách (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.

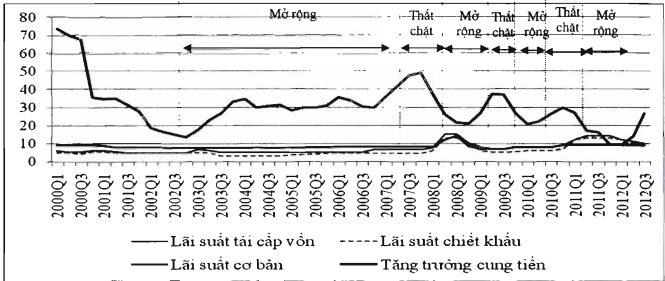
Tỷ trọng các chỉ số thành phần cho thấy tác động của từng biến số đến chỉ số *mi* và MII trong mỗi giai đoạn là khác nhau nhưng đều thống nhất thâm hụt ngân sách và lạm phát là hai biến số ảnh hưởng lớn nhất đến bất ổn kinh tế vĩ mô.

2.2. Nguyên nhân dẫn đến bất ổn vĩ mô ở Việt Nam

2.2.1. Chính sách tiền tệ và ảnh hưởng đến lạm phát

Chính sách tiền tệ 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	6*
Tăng trưởng tín dụng bất động sản			25	9,8	8,5	35	15	19	-13,4	

Ghi chú: * số ước tính

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 ngân hàng

thương mại, trường hợp cá biệt lên đến 40%, làm các thị trường

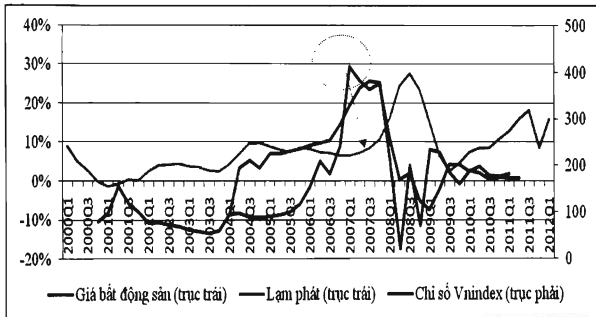
này ngày càng nóng lên (hình 4).

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 thị trường chứng khoán 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 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 dự trữ bắt buộc thêm 1%, áp dụng dự trữ bắt buộc 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 ngân hàng thương mại (Quyết định số 346/QĐ-NHNN); (iii) khống 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 tổ chức tín dụng, 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 Ngân hàng Nhà nước 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 thị trường chứng khoán. 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 mật 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, Ngân hàng Nhà nước đã chủ động phát tín hiệu nói lỏng tiền tệ bằng cách giảm nhẹ các lãi suất điều hành, điều chỉnh giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi có kỳ hạn bằng VND từ 8% xuống 6,5% rồi 3%, kích thích các ngân hàng thương mại mở rộng tín dụng, đưa vốn ra nền kinh tế, ban hành Quyết định 2321/QĐ-NHNN về tăng lãi suất phải trả cho dự trữ bắt buộc 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 Ngân hàng Nhà nước nhiệm vụ điều hành chính sách tiền tệ linh hoạt, hướng dẫn ngân hàng thương mại cho vay

theo lãi suất thỏa thuận, Ngân hàng Nhà nước 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, Ngân hàng Nhà nước 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, chính sách tiền tệ lại đổi chiều thắt 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 chính sách tiền tệ làm các ngân hàng thương mại gặp khó khăn về thanh khoản.

Năm 2011, Ngân hàng Nhà nước thể hiện tính kiên định trong kiểm soát lạm phát ngay từ đầu năm qua chỉ thị 01/CT-NHNN ngày 1-3-2011 với tăng trưởng tín

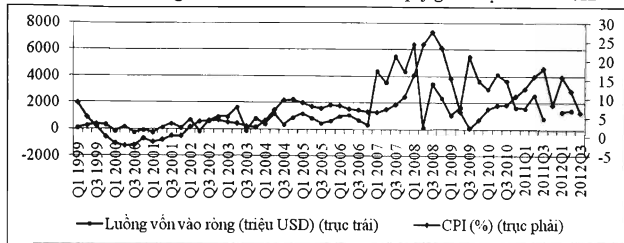
dụng dưới 20%, tăng tổng phương tiện thanh toán khoảng 15% – 16%; tỷ trọng dư nợ cho vay lĩnh vực phi sản xuất so với tổng dư nợ tối đa 22% và tối đa 16% vào 31-12-2011.

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 8-3-2011 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 14-4-2011; 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 thắt chặt, tăng trưởng tín dụng đến cuối tháng 12 chỉ ở mức 7%.

Tuy nhiên, chính sách tiền tệ thắt 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) thị trường chứng khoán 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.

2.2.2. Chính sách tiền tệ và ảnh hưởng đến tỷ giá

HÌNH 5: Luồng vốn vào và chỉ số CPI theo quý giai đoạn 1999 – 2012

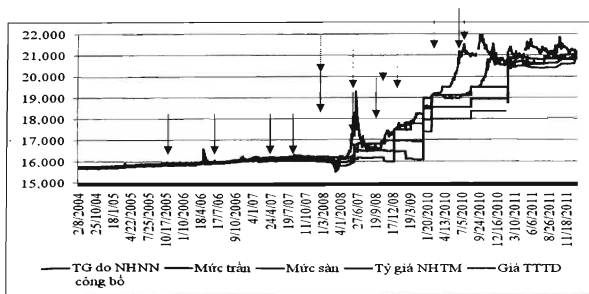


Nguồn: 1999-2011: IFS (2011); 2012: trang web NHNN.

Trước biến động của luồng vốn vào (hình 5) và áp lực tăng tỷ giá hối đoái xuất hiện từ cuối năm 2007, Ngân hàng Nhà nước điều chỉnh tỷ giá bình quân liên ngân hàng 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 dự trữ ngoại hối; công bố trần lãi suất ngoại tệ đối với các tổ chức kinh tế (trừ tổ chức tín dụng); cam kết hỗ trợ bán ngoại tệ cho các tổ chức tín dụng có trạng thái ngoại tệ từ -5% trở xuống; để 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 5-2008 (hình 5).

HÌNH 6: Diễn biến can thiệp tỷ giá giai đoạn 2007 – 2011



Ghi chú: \rightarrow : điều chỉnh biên độ dao động; \blacktriangleright : điều chỉnh TGBQLNH

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

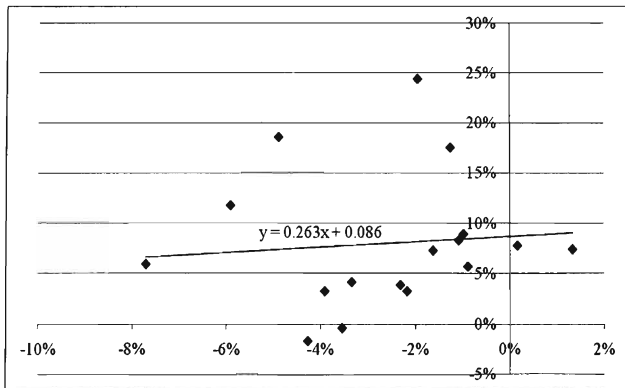
Mặc dù Ngân hàng Nhà nước có nhiều nỗ lực nhưng tỷ giá hối đoái vẫn chưa ổn định một cách bền vững và chỉ đến khi Ngân hàng Nhà nước thực hiện phá giá, nâng tỷ giá bình quân liên ngân hàng 9,3% (từ 18.932 VND lên 20.693 VND) theo văn bản số 74/TB-NHNN ngày 11-2-2011 cùng lúc với thu hẹp biên độ dao động từ +/-3% xuống +/-1% theo Quyết định số 230/QĐ-NHNN ngày 11-2-2011 thì biến động tỷ giá mới phần nào được giải quyết. Thực tế này cho thấy rõ ràng cơ chế dựa trên tỷ giá bình quân liên ngân hàng và biên độ dao động đã chưa xác định đúng giá trị danh nghĩa của tỷ giá VND/USD.

2.2.3. Chính sách tài khóa ảnh hưởng đến lạm phát, mặt bằng lãi suất và vay nợ

Từ năm 1992, Việt Nam chấm dứt hoàn toàn việc phát hành tiền bù đắp bội chi ngân sách và chuyển sang tài trợ thâm hụt ngân sách bằng đi vay. Do vậy, trong giai đoạn

1995 – 2012 không có nguy cơ tăng thâm hụt ngân sách dẫn đến tăng lạm phát từ phát hành tiền trực tiếp nhưng lại có nguy cơ từ tạm ứng ngân sách nhà nước. Điều này hết sức rủi ro cho việc điều hành của chính sách tiền tệ bởi lẽ: (i) lượng tiền cơ sở tăng và gây áp lực tăng lạm phát; (ii) chưa có văn bản pháp quy quy định việc tạm ứng, việc hoàn trả, việc chế tài khi không hoàn trả đúng hạn. Ngoài ra, tuy không trực tiếp phát hành tiền nhưng thông qua nghiệp vụ thị trường mở, Ngân hàng Nhà nước mua lại các trái phiếu chính phủ mà các ngân hàng thương mại trực tiếp mua từ chính phủ. Cơ chế này làm tăng lượng cung tiền trong nền kinh tế góp phần dẫn đến lạm phát. Số liệu thực tế về hệ số tương quan cũng cho thấy thâm hụt ngân sách có tương quan chặt với lạm phát, thâm hụt ngân sách càng cao thì lạm phát càng cao (hình 7).

HÌNH 7: Tương quan giữa lạm phát và thâm hụt ngân sách



Nguồn: Nhóm tác giả vẽ từ số liệu IFS (2011)

Thâm hụt ngân sách làm tăng lãi suất vay nợ trong nền kinh tế, làm giảm chi tiêu

và đầu tư tư nhân. Nghiên cứu của Tô Trung Thành (2011) đã chỉ ra đầu tư của

chính phủ trong giai đoạn 1986 – 2010 thật sự có tác động hắt ra đối với đầu tư của khu vực tư nhân: tác động tức thời của đầu tư công đến đầu tư tư nhân trong năm đầu tiên là thấp nhất, tác động mạnh nhất và thể hiện đầy đủ nhất ở năm thứ năm kể từ khi đầu tư công gia tăng; sau một thập niên, 1% tăng lên trong đầu tư công sẽ khiến đầu tư tư nhân bị thu hẹp khoảng 0,48% và chỉ đóng góp trung bình 0,05% vào tăng trưởng sản lượng. Ngoài ra, tuy không có số liệu một cách hệ thống cho thấy lãi suất đã tăng khi đầu tư chính phủ tăng khi phải vay mượn trong nước và nước

ngoài nhưng có thể thấy: (i) Vinashin đã tăng lãi suất rất cao so với mặt bằng lãi suất thế giới để có thể vay 750 USD vào năm 2005; (ii) Để huy động nguồn vốn nhân rồi trong dân chúng, Kho bạc Nhà nước phải có lãi suất huy động đủ cao so với ngân hàng để hấp dẫn người dân.

Thâm hụt ngân sách làm xấu đi cán cân vãng lai, có nguy cơ dẫn đến tình trạng thâm hụt kép. Phân tích theo số liệu bảng 3 cho thấy nguyên nhân của thâm hụt cán cân vãng lai của Việt Nam vừa do chênh lệch âm trong tiết kiệm – đầu tư của khu vực tư nhân vừa do do thâm hụt ngân sách.

BẢNG 3: Tỷ lệ tiết kiệm, đầu tư, bội chi ngân sách nhà nước giai đoạn 1995 – 2012
(Đơn vị: % / GDP)

Chỉ tiêu	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Tiết kiệm - đầu tư	-8,9	-10,9	-8,2	-7,5	-3	-2,5	-2,4	-4,5	-8
Bội chi ngân sách nhà nước	-4,17	-3	-4,05	-2,49	-4,37	-4,95	-4,67	-4,96	-4,9
Cán cân thương mại		-11,4	-4,9	-3,8	3,4	1,2	1,5	-3,0	-6,6
Cán cân vãng lai		-8,3	-6,0	-4,1	4,1	3,6	2,1	-1,7	-4,9

Chỉ tiêu	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Tiết kiệm - đầu tư	-7	-5,3	-6,2	-13,9	-13,2	-10,9	-11,9	-6,06	
Bội chi ngân sách nhà nước	-4,85	-4,86	-5	-6	-4,58	-6,9	-6,2	4,9	4,8**
Cán cân thương mại hàng hóa	-5,0	-4,6	-4,6	-14,7	-14,6	-8,2	-4,9	-8,1	0,20***
Cán cân vãng lai	-2,1	-1,1	-0,3	-9,8	-12,4	-7,1	-4,1	-4,1	1,08*

* 6 tháng đầu năm;

** dự đoán,

*** ước tính.

Nguồn: IMF; 2012: tính toán của nhóm tác giả từ dữ liệu web NHNN, Bộ Tài chính, Tổng cục Thống kê.

Thâm hụt ngân sách lớn và kéo dài dẫn đến rủi ro khủng hoảng nợ công. Bảng 4 cho thấy tình hình vay nợ để bù đắp thâm hụt ngân sách luôn tăng từ năm 2002 –

2011, đặc biệt là tỷ trọng vay nợ nước ngoài Đây là vấn đề đáng lo ngại vì sẽ làm mất cân đối vĩ mô và dẫn đến rủi ro cao.

BẢNG 4: Tình hình vay nợ bù đắp bội chi ngân sách nhà nước giai đoạn 2002 – 2012
(Đơn vị tính: tỷ đồng, %)

Năm	Số tiền vay trong nước để bù đắp bội chi NSNN	Số tiền vay nước ngoài để bù đắp bội chi NSNN	Số bội chi NSNN	Tỷ trọng vay nước ngoài (%)	Tỷ trọng vay trong nước (%)
2002	18.382	7.125	25.597	27,8	71,8
2003	22.895	7.041	29.936	23,5	76,5
2004	27.45	7.253	34.703	20,9	79,1
2005	32.42	8.326	40.746	20,4	79,6
2006	35.864	12.749	48.613	26,2	73,8
2007	51.572	12.995	64.567	20,1	79,9
2008	48.009	19.668	67.677	29,1	70,9
2009	78.15	36.292	114.442	31,7	68,3
2010*	98.7	21	119.7	17,5	82,5
2011*	92.6	28	120.6	23,2	76,8
2012*		-	140,2	-	-

*số dự toán

Nguồn: BTC (2012) và tính toán của nhóm tác giả

Diễn biến nợ nước ngoài và nợ công của Việt Nam trong những năm qua tuy trong giới hạn an toàn nhưng cũng có những dấu hiệu đáng lo ngại: (i) khi tốc độ vay nợ khá lớn đặc biệt năm 2009 cả vay trong nước và vay nước ngoài tăng lần lượt là 63% và 84%; (ii) các chỉ tiêu phản ánh tình trạng nợ ngày càng xấu đi (Nguyễn Chí Hải, 2011). Đây cũng là nguyên nhân làm cho tỷ trọng tác động của nợ nước ngoài đến bất ổn vĩ mô cao theo chỉ số MII cao trong giai đoạn 2008-2011.

2.2.4. Phối hợp chính sách tài khóa-tiền tệ và bất ổn kinh tế vĩ mô

Trong chống suy thoái, hai chính sách này đã phối hợp rất tốt thể hiện qua sự phối hợp chặt chẽ trong việc thực hiện các Quyết định liên quan đến hỗ trợ lãi suất. Tuy nhiên, việc phối hợp này còn một số bất cập: (i) Bộ Tài chính và Ngân hàng Nhà nước chưa đạt được sự thống nhất trong mục tiêu chính sách. Chính sách tiền tệ liên tục phải thắt chặt vào

cuối năm 2008, cuối năm 2010 đến nay để kiểm chế lạm phát thì chính sách tài khóa có nhiều biểu hiện nới lỏng hoặc chưa thu hẹp ở mức mong muốn hoặc điều chỉnh chưa đúng thời điểm làm giảm hiệu lực của chính sách tiền tệ; (ii) Bộ Tài chính và Ngân hàng Nhà nước chưa phối hợp tốt trong việc trao đổi thông tin điều hành; trong việc xây dựng, ra quyết định và thực thi chính sách dẫn đến chưa đạt được mục tiêu mà chính sách mong muốn, ngày 29-2-2012, “Quy chế về phối hợp công tác và trao đổi thông tin” giữa Ngân hàng Nhà nước và Bộ Tài chính mới được ký kết. Những bất cập này ít hay nhiều cũng tạo ra sự thiếu tin tưởng của người dân, doanh nghiệp vào tính kiên định và nhất quán của chính sách.

2.2.5. Đánh giá chung về phản ứng chính sách

Các chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa đã nhận biết những tác động bất lợi từ những biến động bên ngoài và đã có những

phản ứng thích hợp như: (i) chính sách kích cầu chống suy thoái kinh tế; (ii) chính sách tiền tệ chủ động làm giảm tăng trưởng nóng của thị trường chứng khoán, thị trường bất động sản, ngăn ngừa sự đổ vỡ của bong bóng giá tài sản.

Tuy nhiên, những phản ứng trên đưa ra đã gây tác dụng phụ: (i) chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa nối lỏng vào năm 2009 nhằm thực hiện kích cầu đã gây lên áp lực cho cả lạm phát và thâm hụt ngân sách; (ii) chính sách tiền tệ thắt chặt để tránh bong bóng giá tài sản đã khiến cho các ngân hàng thương mại khó khăn về thanh khoản đẩy lãi suất lên cao.

Ngoài ra, bản thân từng chính sách vẫn còn có những bất cập nhất định: (i) chính sách tiền tệ đã có một giai đoạn nối lỏng quá mạnh nhằm đạt mục tiêu tăng trưởng cao đã dẫn đến tăng trưởng nóng của nền kinh tế năm 2007 - 2008; (ii) chính sách tài khóa không đảm bảo kỷ luật ngân sách đã khiến thâm hụt ngân sách tăng cao và dai dẳng làm tăng lạm phát, tăng thâm hụt cán cân vãng lai và hạn chế đầu tư tư nhân; (iii) chính sách tiền tệ có tần suất xuất hiện quá dày khiến các đối tượng bị điều chỉnh bị động trong thực thi làm giảm hiệu quả điều hành của chính sách; (iv) thiếu nhất quán trong thực hiện mục tiêu chính sách. Một điệp khúc thường thấy trong điều hành chính sách tiền tệ chống lạm phát là thắt chặt đầu năm, khi thấy lạm phát đã được kiểm soát phần nào trong giữa năm lại nối 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 để ra lại thắt chặt mạnh mẽ để đạt mục tiêu; (v) các chính sách chưa có tầm nhìn dài hạn, 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; (vi) các chính sách đưa ra còn mang tính hành chính như các văn bản liên quan đến trần lãi suất, chỉ thị 03, công điện 02...; (vii) các chính sách đưa ra thường chưa xác định đúng liều lượng và

mang tính "thử sai" như tính toán tỷ giá hối đoái danh nghĩa, tính toán liều lượng gói kích cầu năm 2009 hoặc tính toán tốc độ tăng trưởng tín dụng hoặc tốc độ tăng trưởng cung tiền năm 2011

2.2.6. Nguyên nhân của những bất cập về chính sách

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 tổ chức tín dụng quốc tế như Quỹ Tiền tệ quốc tế và Ngân hàng Thế giới. 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 Ngân hàng Nhà nước chưa đảm bảo. Theo Nguyễn Hương Giang (2010), sự độc lập của Ngân hàng Nhà nước ở cấp độ thấp nhất. Các quy định trong hiện hành cũng cho thấy: (i) Ngân hàng Nhà nước 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) Ngân hàng Nhà nước 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 Ngân hàng Nhà nước có thể quyết định đến các công cụ của chính sách tiền tệ mà còn có sự tham gia của Chính phủ; (iv) nhiệm vụ của Ngân hàng Nhà nước là thực hiện một chính sách tiền tệ đa mục tiêu, điều này thể hiện rất rõ trong Luật Ngân hàng Nhà nước 2010.

Thứ ba, thiếu sự phối hợp trong hoạch định chính sách kinh tế vĩ mô. Vấn đề phối hợp giữa Bộ Tài chính, Ngân hàng Nhà nước và các cơ quan liên quan mới chỉ đề cập gần đây: Hội đồng Tư vấn chính sách tài chính, tiền tệ quốc gia hiện thời là cơ quan duy nhất có các chuyên gia đại diện cho chính sách tài khóa và chính-sách tiền tệ chỉ dừng lại ở chức năng tư vấn chứ chưa có quyền quyết định chính sách. Chính vì vậy, ý kiến hội đồng chỉ mang tính tham khảo, chưa mang tính quyết định đến việc xây dựng và thực thi chính sách.

3. Gợi ý chính sách nhằm giảm bất ổn kinh tế vĩ mô ở Việt Nam

3.1. Quan điểm điều hành chính sách

Trên cơ sở phân tích ở trên nhóm tác giả nhận thấy cần phải thống nhất các quan điểm điều hành chính sách:

Thứ nhất, điều hành nền kinh tế trong trạng thái động: (i) nhận diện những đổi thay cơ bản của môi trường kinh tế ảnh hưởng đến môi trường hoạt động chính sách, cũng như môi trường hoạt động của doanh nghiệp; (ii) chú ý đến tính chu kỳ của nền kinh tế thế giới và Việt Nam để điều chỉnh các chính sách tài khóa, chính sách tiền tệ có tính chiến lược; (iii) chủ động và nhanh chóng can thiệp vào nền kinh tế khi có khủng hoảng để giảm tác động lây lan.

Thứ hai, thực hiện lạm phát mục tiêu. Đối với Việt Nam hiện tại, mục tiêu ưu tiên trong giai đoạn này là giảm lạm phát bằng cơ chế lạm phát mục tiêu vì những lợi ích mà lạm phát mục tiêu mang lại, tạo ra tính kỷ luật trong thực thi chính sách đồng thời đảm bảo tính nhất quán trong ban hành và thực thi chính sách, góp phần xây dựng niềm tin vào chính sách.

3.1. Giải pháp cụ thể nhằm giảm bất ổn kinh tế vĩ mô

Chính sách tiền tệ cần thực hiện một số điều chỉnh như sau: (i) áp dụng cơ chế tỷ giá hối đoái linh hoạt. Cũng như nhiều nước Việt

Nam không thể thực hiện đồng thời ba mục tiêu chính sách vĩ mô: ổn định tỷ giá, tự do hóa dòng vốn và chính sách tiền tệ độc lập. Hiện tại Việt Nam đã mở cửa khá thoáng cho người không cư trú nắm giữ tài sản tài chính trong nước, mức độ mở cửa ngày càng cao theo các cam kết với WTO, do vậy lựa chọn tốt nhất cho Việt Nam là giảm can thiệp và để cho tỷ giá phản ánh đúng cung cầu thị trường; (ii) tôn trọng cơ chế thị trường, để cho thị trường quyết định lãi suất trong sự giám sát của Ngân hàng Nhà nước để khi có cuộc đua lãi suất Ngân hàng Nhà nước sẽ can thiệp bình ổn thị trường bằng thanh tra, giám sát, kiểm soát các ngân hàng thương mại cổ phần cố tình đẩy lãi suất lên cao để trục lợi đồng thời đảm bảo tính ổn định, hiệu quả và an toàn cho hoạt động của toàn hệ thống ngân hàng; (iii) 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, giảm bớt những quyết định đi sau thị trường hoặc những cú sốc với thị trường tiền tệ nói riêng và nền kinh tế nói chung; (iv) tuân thủ tiến trình thông tin, ban hành và thực thi chính sách nhằm giảm tính thử sai, văn bản đưa ra không gặp các phản ứng bất lợi của thị trường và đảm bảo hiệu lực thực thi; (v) xác định các mục tiêu trung gian và mục tiêu hoạt động của chính sách tiền tệ phù hợp hỗ trợ điều hành chính sách đạt mục tiêu cuối cùng.

Điều chỉnh chính sách tài khóa theo hướng: (i) đảm bảo kỷ luật tài chính; (ii) tiến tới hoàn thiện thống kê ngân sách chính phủ theo thông lệ quốc tế. Hiện tại, sự khác biệt này đã không cho phép Việt Nam có thể so sánh với các nước khác cũng như có sự chênh lệch khá lớn giữa số liệu thống kê của các tổ chức tài chính thế giới như Quỹ Tiền tệ quốc tế, Ngân hàng Thế giới gây ra mối hoài nghi về sự chậm thay đổi trong thống kê ngân sách và dẫn đến giảm sự tin tưởng các số liệu ngân sách nhà nước do Việt Nam cung cấp;

(iii) cân đối chi phí và số lượng giữa vay trong nước và ngoài nước để tài trợ cho thâm hụt ngân sách; (iv) đảm bảo nguồn thu ngân sách; (v) hợp lý hóa các khoản chi; (vi) và phải xem việc giảm thâm hụt ngân sách nhà nước là nhiệm vụ hàng đầu trong điều hành chính sách tài khóa.

Thực hiện một lộ trình cụ thể với các bước đi thích hợp để giảm thâm hụt ngân sách nhà nước: (i) rà soát lại các khoản thu, khoản chi thực hiện hạch toán theo đúng thông lệ quốc tế; (ii) rà soát lại cơ chế phân cấp ngân sách trung ương, ngân sách địa phương để giải quyết vấn đề ngân sách trung ương thâm hụt còn địa phương thì kết dư; (iii) ban hành Luật Đầu tư công để tạo điều kiện thực hiện tái cơ cấu doanh nghiệp nhà nước và tái cơ cấu nền kinh tế.

Ngoài ra, Hội đồng Chính sách tiền tệ quốc gia cần phải chịu trách nhiệm hoạch định chính sách cho Chính phủ, chứ không giữ vai trò tư vấn như hiện nay trao cho Ngân hàng Nhà nước quyền chủ động trong việc thực thi chính sách tiền tệ nhiều hơn để đảm bảo thực hiện được lạm phát mục tiêu./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Bộ Tài chính (2012). Số liệu trong nước. http://www.mof.gov.vn/portal/page/portal/mof_vn/1351583/2126549/2115685, truy cập trong tháng 4-2012.
2. Clipa, V. and Caraganciu, A. (2009). Global crisis: transmission channels to the developing and transition countries.
3. Fischer, S., Sahay, R. and Végh, C. (2002). Modern Hyper — and high inflation. *Journal of Economic Literature*. Vol.40, p.837-80
4. Gupta, K. L. (1992). *Budget Deficits and Economic Activity in Asia*, London and New York: Routledge.
- Hamburger, M.J. and Zwick, B. (1981). *Deficits, Money*

and Inflation: Reply. *Journal of Monetary Economics*, 7,141-150.

5. Hà Thị Thiệu Dao và các tác giả (2012). Nhân tố tác động đến tỷ giá hối đoái thực. Trường hợp Việt Nam. Nxb Thanh niên.

6. IFS(2011).<http://elibrary-data.imf.org/FindDataReports.aspx?d=33061&e=169393> ngày truy cập 30-04-2012.

7. İsmihan, M., Metinözcan, K. and Tansel, A. (2002). Macroeconomic instability, capital accumulation and growth: The case of Turkey 1963-1999, ERC Working Papers in Economics 02/04.

8. Jaramillo, L. and Sancak, C. (2007). Growth in the Dominican Republic and Haiti: Why has the Grass Been Greener on one side of Hispaniola?. IMF Working Paper. WP/07/63.

9. Lê Xuân Nghĩa (2011). Thị trường bất động sản và hệ thống tài chính. <http://vibiz.vn/fileupload/files/vibiz/Bai%20tham%20luan%20Mr.%20Nghia.pdf>.

10. Nguyễn Chí Hải (2011). Vấn đề nợ công đối với phát triển kinh tế Việt Nam hiện nay. *Tạp chí Công nghệ ngân hàng*, số 65.

11. Nguyễn Hương Giang (2010). Sự độc lập của Ngân hàng Trung ương và một số gợi ý chính sách cho Việt Nam. *Tạp chí Ngân hàng*, số 23/2010.

12. Pradhan, M. et al (2011). Policy responses to capital flows in emerging markets. IMF staff discussion note, SDN/11/10.

13. Svensson, L. and Razin, A. (1983). The terms of trade and the current account: the Harberger-Laursen-Metzler effects. *Journal of Political Economy*91, pp.97-125.

14. Takagi, S. and Esaka, T. (2001). 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).

15. Tô Trung Thành (2011). Đầu tư công lần át đầu tư tư nhân? Góc nhìn từ mô hình thực nghiệm VECM, tr 308-324, Phạm Đỗ Chí chủ biên. *Khi rồng muốn thức dậy-Loay hoay với mô hình kinh tế sau đổi mới*.