

# LẠM PHÁT VÀ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ Ở VIỆT NAM TRONG GIAI ĐOẠN HIỆN NAY

Phạm Thế Anh, PhD<sup>†</sup>

## 1. Lời giới thiệu

Năm 2007 chứng kiến những biến động lớn trong nền kinh tế Việt Nam. Theo các báo cáo thống kê, tốc độ tăng trưởng kinh tế tiếp tục đạt con số ấn tượng 8,5%, đứng thứ hai trong khu vực châu Á, sau Trung Quốc, tuy nhiên nền kinh tế đang phải đối mặt với nguy cơ lạm phát cao, sự biến động của thị trường tài chính, bao gồm cả thị trường bất động sản, và những rủi ro tiềm ẩn về sự mất ổn định tài chính và tăng trưởng trong dài hạn. Chủ đề lạm phát và chính sách tiền tệ đã và đang được sự quan tâm chú ý đặc biệt của công luận lẫn các nhà hoạch định chính sách và các nhà khoa học. Những phân tích về nguyên nhân và vai trò của chính sách tiền tệ cũng đã được đưa ra bởi nhiều nhà kinh tế, do vậy trong bài viết này chúng tôi tiếp cận dưới một góc độ khác thông qua việc xem xét vai trò của cách thức thực thi chính sách tiền tệ của ngân hàng trung ương đối với việc thiết lập kỳ vọng của công chúng và kiểm soát lạm phát ở Việt Nam trong thời gian qua. Ngoài ra bài viết cũng nêu một số gợi ý về việc thực hiện chính sách tiền tệ ở Việt Nam hiện nay.

## 2. Hậu quả của sự bất nhất trong việc thực thi chính sách tiền tệ

Lạm phát luôn là một chủ đề thu hút sự quan tâm của các nhà kinh tế cũng như các nhà hoạch định chính sách. Khi lạm phát xảy ra nó thường được phân tích mổ xẻ nguyên nhân theo nhiều khía cạnh khác nhau, cả chủ quan lẫn khách quan. Một trong những lý thuyết giải thích nguyên nhân chủ quan gây ra lạm phát liên quan đến việc điều hành chính sách tiền tệ kém cỏi của ngân hàng trung ương. Kydland và Prescott (1977) và Barro và Gordon (1983) cho rằng sự bất nhất theo thời gian trong việc thực hiện chính sách tiền tệ của ngân hàng trung ương có thể làm thay đổi kỳ vọng của các tác nhân trong nền kinh tế và có ảnh hưởng xấu đến mục tiêu kiểm soát lạm phát. Sự bất nhất ở đây mô tả tình huống trong đó một chính sách trong ngày hôm nay được thông báo là tối ưu và dự kiến sẽ được thực hiện bởi các nhà hoạch định chính sách, tuy nhiên sau đó nó lại được coi là không tối ưu và không được thực hiện nữa. Kydland và Prescott cho rằng sự bất nhất này có thể gây ra lạm phát vừa cao vừa biến động khó dự báo trong nền kinh tế.

Thứ nhất, để hiểu được lý do tại sao sự bất nhất trong việc thực thi chính sách tiền tệ lại đẩy tỉ lệ lạm phát lên cao, như Kydland và Prescott (1977) đã chỉ ra, chúng ta hãy phân tích tình huống sau. Giả sử ngân hàng trung ương có hai mục tiêu đồng thời là duy trì lạm phát ở một tỉ lệ mục tiêu, và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế (hoặc giảm tỉ lệ thất nghiệp xuống gần mức tự nhiên). Vì một lý do nào đó giả sử tỉ lệ thất nghiệp đang cao và ngân hàng trung ương muốn đưa nó trở về mức tự nhiên. Trong nền kinh tế người lao động đàm phán với doanh nghiệp để xác định mức tiền lương dựa trên kỳ vọng của họ về lạm phát. Người lao động càng dự báo chính xác về lạm phát thì tỉ lệ thất nghiệp sẽ càng tiến gần tới tỉ lệ thất nghiệp tại trạng thái cân bằng dài hạn của thị trường lao động.

---

<sup>†</sup> Tác giả là giảng viên khoa Kinh tế học, Đại học Kinh tế Quốc dân, đồng thời là thành viên Nhóm Tư vấn Chính sách, Bộ Tài Chính. Những quan điểm trong bài viết này hoàn toàn mang tính cá nhân, không phản ánh quan điểm của Nhóm Tư vấn Chính sách hay bất kỳ tổ chức nào. Bài viết có sử dụng các thông tin số liệu về chính sách tiền tệ đăng tải trên các trang báo. Mọi ý kiến phản hồi góp ý xin gửi về hòm thư điện tử: [pham.theanh@yahoo.com](mailto:pham.theanh@yahoo.com).

Kydland và Prescott (1977) chứng minh rằng trong tình huống này mong muốn giảm tỉ lệ thất nghiệp xuống mức tự nhiên sẽ khiến họ có hành vi bất nhất. Giả sử ngân hàng trung ương thông báo rằng họ sẽ thực thi chính sách tiền tệ sao cho lạm phát ở mức mục tiêu là 5%. Nếu người lao động tin vào thông báo này của ngân hàng trung ương và đàm phán hợp đồng với doanh nghiệp điều chỉnh tiền lương danh nghĩa tăng 5%, thì sự lựa chọn chính sách của ngân hàng trung ương có thể thay đổi. Thay vì thực hiện đúng chính sách đã thông báo, ngân hàng trung ương có thể kích thích nền kinh tế bằng cách bất ngờ gây ra lạm phát cao hơn một chút. Doanh nghiệp và người lao động không dự kiến được điều này, do vậy tiền lương thực tế giảm và cầu lao động của doanh nghiệp tăng. Với tiền lương danh nghĩa cố định thị trường lao động sẽ cân bằng ở mức thất nghiệp thấp hơn. Do vậy nếu chấp nhận tỉ lệ lạm phát cao hơn một chút so với mức mục tiêu ngân hàng trung ương có thể giảm được tỉ lệ thất nghiệp trong nền kinh tế. Kydland và Prescott (1977) chỉ ra rằng khi cân nhắc giữa chi phí và lợi ích của việc làm này ngân hàng trung ương thường lựa chọn việc bất ngờ tạo ra lạm phát và không thực hiện đúng chính sách đã thông báo.

Tất nhiên, người lao động sẽ nhanh chóng nhận ra rằng các thông báo của ngân hàng trung ương là không đáng tin cậy, và họ sẽ kì vọng mức lạm phát cao hơn. Và khi người lao động kì vọng mức lạm phát cao hơn họ sẽ đòi hỏi mức tiền lương danh nghĩa cao hơn để bù đắp tác động của lạm phát. Chi phí sản xuất và do vậy là lạm phát tăng mạnh. Muốn giảm được tỉ lệ thất nghiệp ngân hàng trung ương phải chấp nhận gây lạm phát cao hơn nữa để người lao động bị bất ngờ. Lạm phát cuối cùng sẽ tăng cho tới khi chi phí của nó cân bằng với lợi ích thu được từ việc giảm thất nghiệp. Và ở mức lạm phát này ngân hàng trung ương không còn động cơ để tạo ra lạm phát bất ngờ và thị trường lao động không cân bằng ở mức toàn dụng. Kết quả của sự bất nhất trong việc thi chính sách tiền tệ của ngân hàng trung ương trong ví dụ này cho thấy nó làm nền kinh tế phải trải qua một thời kì lạm phát cao mà không giảm được tỉ lệ thất nghiệp.

Lập luận trên của Kydland và Prescott cũng có thể được áp dụng để phân tích những hậu quả tương tự trên các thị trường khác. Ví dụ, sự bất nhất trong việc thực hiện chính sách có thể ảnh hưởng đến khả năng phát hành trái phiếu của chính phủ. Lợi tức thực tế kì vọng của trái phiếu phụ thuộc vào kì vọng về lạm phát của công chúng. Nếu nhà đầu tư mua trái phiếu dự đoán rằng ngân hàng trung ương sẽ thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt, và do vậy lạm phát trong tương lai sẽ thấp, thì họ sẵn sàng trả giá cao hơn so với khi họ dự kiến ngân hàng trung ương thực hiện chính sách tiền tệ nới lỏng và tỉ lệ lạm phát cao trong tương lai. Tuy nhiên trong khi ngân hàng trung ương cam kết thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt thì trái phiếu được phát hành, và chính phủ có thể thúc ép ngân hàng trung ương phải mở rộng tiền tệ nhằm làm giảm giá trị thực của các khoản nợ của mình. Nếu dự kiến được điều này các nhà đầu tư sẽ yêu cầu mức lãi suất cao hơn đối với trái phiếu chính phủ, hoặc họ yêu cầu lãi suất trái phiếu phải được chỉ số hoá theo tỉ lệ lạm phát. Cuối cùng, sự bất nhất trong việc thực thi chính sách tiền tệ cuối cùng không những không kích thích được nền kinh tế mà còn gây ra lạm phát cao hơn.

Thứ hai, hậu quả của sự bất nhất trong việc thực thi chính sách tiền tệ không chỉ đẩy lạm phát lên cao mà nó còn làm cho lạm phát dễ thay đổi và khó dự đoán. Bởi vì nó làm thay đổi cách phản ứng của nền kinh tế đối với các cú sốc chính sách, ảnh hưởng đến sự vận hành của nền kinh tế và khả năng ổn định lạm phát của các nhà hoạch định chính sách. Chúng ta lại xem xét ví dụ trên khi ngân hàng trung ương đặt mục tiêu giữ

lạm phát ở mức mục tiêu và giảm tỉ lệ thất nghiệp xuống gần mức tự nhiên. Về cơ bản ngân hàng trung ương phải đối mặt với sự đánh đổi giữa hai mục tiêu này. Giả sử khi giá dầu tăng làm tăng cả giá lẫn thất nghiệp trong nền kinh tế, tức là khi nền kinh tế gặp phải cú sốc cung bất lợi. Việc thay đổi cung tiền và lãi suất sẽ có tác động tích cực đối với biến này nhưng lại có tác động tiêu cực đối với biến kia. Nhận thức được sự đánh đổi này, khi cú sốc cung xảy ra, ngân hàng trung ương phải thực hiện biện pháp bình ổn từng bước, dần đưa tỉ lệ lạm phát về mức mục tiêu sau một số thời kì nhằm tránh đẩy thất nghiệp lên cao hơn nữa. Kỳ vọng của các hộ gia đình và doanh nghiệp về mức lạm phát trong tương lai đóng vai trò rất quan trọng đối với hiệu quả chính sách do nó quyết định đến hành vi hiện tại của họ. Nếu các hộ gia đình (cũng là những người lao động) kì vọng rằng lạm phát sẽ còn cao hơn nữa trong tương lai, thì họ sẽ đàm phán đòi hỏi mức lương cao hơn, người cho vay sẽ đòi hỏi mức lãi suất cao hơn nhằm đảm bảo mức lãi suất thực dương, và các doanh nghiệp sẽ muốn tăng mức giá hiện tại.

Giả sử ngân hàng trung ương phản ứng với cú sốc cung bất lợi này bằng cách thắt chặt tiền tệ thông qua việc tăng lãi suất và hứa giữ lãi suất ở mức cao trong một thời gian dài. Lãi suất cao sẽ khuyến khích các hộ gia đình cắt giảm tiêu dùng hiện tại và tăng tiết kiệm. Đối mặt với sự giảm sút cầu về hàng hoá và dịch vụ, các doanh nghiệp phải kiềm chế việc tăng giá nhằm tránh đánh mất lợi nhuận, và do vậy làm dịu lạm phát. Hơn nữa, lời hứa thắt chặt tiền tệ lâu dài khiến cho các hộ gia đình và doanh nghiệp tin rằng lạm phát sẽ giảm trong tương lai. Do kì vọng lạm phát thấp hơn trong tương lai người lao động giảm đòi hỏi tăng lương, tạo điều kiện cho doanh nghiệp cắt giảm giá cả hơn nữa. Cuối cùng nhờ có kì vọng về lạm phát, lời hứa thắt chặt tiền tệ của ngân hàng trung ương trong tương lai có thể giúp cắt giảm lạm phát hiện tại. Hơn nữa, nếu chính sách thắt chặt tiền tệ được thực hiện dần dần theo thời gian thì nó cũng không làm giảm sản lượng và gây ra thất nghiệp nhiều như khi nó được thực hiện một cách đột ngột vội vàng.

Ngược lại nếu ngân hàng trung ương bất nhất giữa lời hứa và hành động của mình thì kết quả sẽ rất khác. Giả sử sau khi hứa thực hiện chính sách thắt chặt tiền tệ và giảm được lạm phát hiện tại, trong tương lai ngân hàng trung ương không còn động cơ thực hiện sự thắt chặt như đã hứa nữa. Nhận thức được điều này các hộ gia đình và doanh nghiệp sẽ kì vọng mức lạm phát trong tương lai cao hơn. Hậu quả là, để cắt giảm lạm phát gây ra bởi cú sốc cung hiện tại, ngân hàng trung ương phải tăng lãi suất nhiều hơn, làm sản lượng giảm mạnh hơn và thất nghiệp tăng nhiều hơn so với trường hợp họ cam kết thực hiện chính sách như đã hứa và có được lòng tin của công chúng. Trong trường hợp này, sự bất nhất giữa lời hứa và hành động của ngân hàng trung ương sẽ tác động đến khả năng của ngân hàng trung ương trong việc bình ổn kì vọng lạm phát và do vậy là bình ổn lạm phát. Điều này khiến cho lạm phát biến động nhiều hơn và gây khó khăn hơn cho các hộ gia đình, doanh nghiệp và cả ngân hàng trung ương trong việc dự báo.

### **3. Thực trạng và một số khuyến nghị về chính sách tiền tệ ở Việt Nam trong giai đoạn hiện nay**

Cùng với tăng trưởng, kiểm soát lạm phát luôn là mục tiêu kinh tế vĩ mô được đặt lên hàng đầu trong các công bố chính thức của các nhà hoạch định chính sách ở Việt Nam. Do nhiều nguyên nhân khách quan lẫn chủ quan, sức ép tăng giá mạnh đã xuất hiện ngay từ đầu năm 2007. Nhận thức được nguy cơ này Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã liên tục có những thông báo về việc thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt nhằm

kiểm soát lạm phát. Tuy nhiên do tham vọng theo đuổi nhiều mục tiêu cùng lúc, thứ tự ưu tiên thực hiện các mục tiêu không rõ ràng và thay đổi theo từng thời điểm nên đã tạo ra một sự bất nhất lớn trong việc thực thi chính sách tiền tệ ở Việt Nam trong thời gian vừa qua. Ngoài việc nâng tỉ lệ dự trữ bắt buộc từ 5 đến 10% từ ngày 01/6/2007 và rút khoảng 90 ngàn tỉ đồng, một con số quá nhỏ so với việc tung khoảng 150 ngàn tỉ mua vào 9 tỉ USD, ra khỏi lưu thông trong năm 2007, thì cho tới nay NHNN chưa có một hành động cụ thể nào thể hiện sự nhất quán trong việc thực thi thắt chặt tiền tệ chống lạm phát của mình. Chúng ta có thể điểm qua một số cột mốc chính của chính sách tiền tệ đã được đăng tải trên các trang báo trong thời gian gần đây của NHNN như sau:

- Từ 01/6/2007, NHNN đã điều chỉnh tăng tỉ lệ dự trữ bắt buộc lên gấp đôi từ 5 lên 10% đối với tiền gửi VND kì hạn dưới 12 tháng và từ 2 lên 4% đối với kì hạn từ 12 đến 24 tháng.
- Trong 6 tháng đầu năm 2007, NHNN rút ra khỏi lưu thông 90 ngàn tỉ đồng, so với khoảng 150 ngàn tỉ đồng được bơm ra mua USD trong gần một năm qua.
- 30/1/2008, NHNN thông báo điều chỉnh các lãi suất: lãi suất cơ bản tăng từ 8,25 lên 8,75%/năm, lãi suất tái cấp vốn tăng từ 6,5 lên 7,5%/năm, lãi suất chiết khấu tăng từ 4,5 lên 6,0%/năm.
- Ngày 30/1/2008, NHNN bơm thêm 12.000 tỉ đồng để đáp ứng nhu cầu thanh khoản của các ngân hàng.
- Ngày 31/1/2008, NHNN thông báo đưa thêm ra thị trường 15.000 tỉ đồng với thời hạn 2 tuần.
- Ngày 13/2/2008, NHNN thông báo sẽ phát hành tín phiếu bắt buộc vào ngày 17/3 đối với 41 ngân hàng thương mại với tổng giá trị tín phiếu phát hành là 20.300 tỷ đồng, kì hạn là 364 ngày, lãi suất là 7,80%/năm.
- Ngày 19 và 20/2/2008, NHNN bơm ra 23 ngàn tỉ đồng qua thị trường mở.
- Ngày 21/2/2008, NHNN bơm thêm 10 ngàn tỉ đồng qua thị trường mở.
- Ngày 27/2/2008, NHNN áp dụng mức lãi suất trần 12%/năm đối với việc huy động vốn của các ngân hàng thương mại.

Điểm qua các cột mốc đáng lưu ý trên chúng ta có thể thấy được sự thiếu kiên quyết và thiếu nhất quán của NHNN trong việc thông báo và thực thi chính sách tiền tệ thắt chặt chống lạm phát của mình. Sự bất nhất này đã gây ra tâm lý hoang mang, mất lòng tin trong công chúng. Ngay từ giữa năm 2007, nhận thức được nguy cơ lạm phát, các nhà hoạch định chính sách đã có những thông báo về khả năng thắt chặt cung tiền. Cụ thể là việc nâng tỉ lệ dự trữ bắt buộc từ 5 lên 10%. Tuy nhiên sau đó việc liên tục mua vào ngoại tệ nhằm ổn định tỉ giá lại khiến cho cung tiền tăng cao hơn trước. Gần đây nhất là thông báo về việc rút hơn 20 ngàn tỉ đồng thông qua phát hành tín phiếu bắt buộc. Tuy nhiên thực tế cho tới thời điểm này thông báo không những chưa được thực hiện thì ngân hàng nhà nước tiếp tục cho các ngân hàng thương mại vay gần 40 ngàn tỉ đồng đáp ứng khả năng thanh khoản, và cho vay đầu cơ chứng khoán và bất động sản của. Điều này khiến cho giá cả tăng vọt một cách đáng báo động, đồng thời gây ra những xáo trộn bất ổn định trên thị trường tài chính và môi trường kinh tế vĩ mô. Trong tình hình hiện nay, khi mà kì vọng về lạm phát là rất cao và bất ổn, theo quan điểm cá nhân, để kiểm soát lạm phát và ổn định hệ thống tài chính và môi trường kinh tế vĩ mô, NHNN cần phải thực hiện hai điều kiện sau: (1) phải xác định mục tiêu ưu tiên là chống lạm phát bình ổn giá cả và; (2) kiên quyết và nhất quán trong việc thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt, tạo niềm tin trong công chúng.

### *Ưu tiên mục tiêu bình ổn giá cả*

Sự bất ổn của mức giá càng khiến cho các doanh nghiệp và hộ gia đình khó xác định được liệu những thay đổi của từng loại giá cả là phản ánh sự thay đổi cung cầu của mặt hàng đó hay đơn thuần là do sự gia tăng giá chung của nền kinh tế. Nếu chính sách tiền tệ có thể loại bỏ được sự bất ổn này bằng cách cam kết theo đuổi mục tiêu ổn định giá cả trong dài hạn thì nó có thể mang lại sự phân bổ nguồn lực một cách hiệu quả và tác động tích cực đến tăng trưởng kinh tế. Sự ổn định giá cả trong dài hạn cũng đóng góp vào sự ổn định tài chính theo cách tương tự. Một mức giá bất ổn định có thể dẫn đến những dự báo tồi về lợi nhuận thực của các dự án đầu tư, và do vậy dẫn đến các quyết định đi vay và cho vay sai lầm. Những cú sốc không dự kiến được về lạm phát có xu hướng dẫn đến những dự báo quá lạc quan về lợi tức thực. Sự nhầm lẫn giữa lợi tức thực và lợi tức danh nghĩa dẫn đến sự phân bổ nguồn lực kém hiệu quả và cuối cùng dẫn đến những rủi ro tài chính không đáng có nếu giá cả ổn định. Hoặc nếu những nhà đầu tư kì vọng rằng lạm phát sẽ tiếp tục gia tăng thì các quyết định kinh doanh của họ dựa trên kì vọng này sẽ mắc sai lầm nếu lạm phát thực tế lại giảm. Sự giảm phát làm cho chi phí thực tế của các khoản nợ cao hơn và làm tăng khả năng mất thanh toán và phá sản.

Đặc biệt, lạm phát cao và bất ổn như hiện nay đã góp phần gây ra sự bất ổn định của thị trường tài chính ở Việt Nam. Như chúng ta đã biết, các thị trường tài chính đóng một vai trò quan trọng trong việc luân chuyển nguồn vốn nhàn rỗi trong xã hội nhằm đáp ứng các cơ hội đầu tư sản xuất của các cá nhân và doanh nghiệp trong nền kinh tế. Nếu hệ thống tài chính không thực hiện tốt chức năng này thì nền kinh tế không thể vận hành một cách hiệu quả và ảnh hưởng xấu đến tăng trưởng kinh tế. Theo những số liệu thống kê không chính thức, mức dư nợ cho vay đầu tư chứng khoán và bất động sản chiếm một tỉ trọng rất lớn trong tổng dư nợ của các ngân hàng thương mại. Các hoạt động đầu tư chứng khoán và bất động sản chủ yếu là hoạt động đầu cơ chênh lệch giá và có kì hạn tương đối dài. Trong khi đó với tình hình lạm phát như hiện nay việc huy động vốn dài hạn của các ngân hàng thương mại gặp khó khăn. Công chúng không muốn thực hiện các hợp đồng cho vay dài hạn với mức lãi suất danh nghĩa cố định. Mặc dù mức lãi suất hiện nay tại các ngân hàng đã lên tới hai con số nhưng người dân vẫn lựa chọn đầu tư vào các tài sản khác, cơn sốt giá bất động sản và giá vàng vừa qua là một ví dụ. Khi giá vàng trong nước đã lên cao hơn so với thế giới nhưng cầu vẫn tăng mạnh. Đây là sự lãng phí lớn khi nguồn lực khi nguồn lực nhàn rỗi nằm “chết” tại chỗ, và cũng cực kì rủi ro vì giá vàng thế giới luôn biến động mạnh. Hơn nữa khi thị trường bất động sản chững lại, các nhà đầu cơ gặp khó khăn trong việc thanh toán với người cho vay và góp phần làm tăng sức ép về khả năng thanh khoản của các ngân hàng thương mại. Cuộc chạy đua lãi suất huy động vốn ẩn chứa nhiều rủi ro đối với hệ thống tài chính.

Giá cả tăng nhanh và lãi suất cao như hiện nay đã gây khó khăn cho các doanh nghiệp trong việc cắt giảm chi phí và mở rộng sản xuất kinh doanh. Nguồn lực nhàn rỗi trong xã hội không được dành cho các hoạt động sản xuất mà tập trung vào các hoạt động đầu cơ chênh lệch giá. Người cho vay không chấp nhận mức lãi suất thấp do kì vọng của họ về lạm phát trong tương lai quá cao. Người đi vay sẵn sàng chấp nhận chi trả lãi suất cao và tích cực tìm kiếm nguồn vốn nhất lại chủ yếu là những người có những dự án kinh doanh rủi ro với lợi nhuận cao hoặc đầu cơ mạo hiểm. Điều này dẫn đến sự *lựa chọn ngược* của các ngân hàng thương mại, tức là họ đã chọn sai đối tượng cho vay. Hơn nữa, với chi phí đi vay cao như hiện nay còn dẫn đến vấn đề *rủi ro đạo đức* khi những người đã vay được vốn lại có động cơ tham gia vào những hoạt động đầu

cơ mạo hiểm không đúng như cam kết ban đầu của họ đối với các ngân hàng. Tất cả những vấn đề này đều làm giảm tính hiệu quả của hệ thống tài chính trong việc phân bổ nguồn lực và tăng nguy cơ xảy ra khủng hoảng tài chính.

Theo đuổi mục tiêu bình ổn giá cả và làm giảm kì vọng lạm phát còn giúp cho chính sách tiền tệ của NHNN có thể phản ứng một cách hiệu quả đối với những biến động của chu kì kinh doanh. Thực tế ở nền kinh tế Mỹ cho thấy, ngân hàng trung ương có thể dễ dàng đưa nền kinh tế Mỹ thoát khỏi suy thoái trong năm 2001 nhờ lòng tin của công chúng vào cam kết ổn định giá cả của họ. Trong thời kì đó, lãi suất cơ bản được hạ xuống mức thấp kỉ lục mà không lo ngại về sự gia tăng lạm phát. Nếu kì vọng lạm phát tăng khi ngân hàng trung ương Mỹ cắt giảm lãi suất, thì mức lãi suất dài hạn nhiều khả năng sẽ tăng và ảnh hưởng xấu đến tiến trình phục hồi của nền kinh tế. Ví dụ này cho thấy sự ổn định giá cả giúp cho các hành động của ngân hàng trung ương đạt được mục tiêu một cách hiệu quả hơn. Ngoài ra, nhiều nghiên cứu trên thế giới, ví dụ như Ball, Mankiw và Romer (1988), cũng đã chỉ ra rằng ở những nước có tỉ lệ lạm phát cao và biến động thì các doanh nghiệp cũng thường xuyên thay đổi giá hơn, do vậy chính sách tiền tệ rất kém hiệu quả trong việc điều chỉnh sản lượng và việc làm của nền kinh tế.

#### *Kiên quyết và nhất quán trong việc thực thi chính sách tiền tệ*

Trước tiên cần khẳng định kiên quyết và nhất quán ở đây không đồng nghĩa với việc thực hiện một cách đột ngột bất ngờ. Chính sách tiền tệ phải được thực thi một cách nhất quán và có lộ trình rõ ràng tránh gây ra các cú sốc, đặc biệt là đối với hệ thống ngân hàng thương mại. Trong tình hình lạm phát cao và bất ổn như hiện nay, NHNN và chính phủ cần thực hiện những cam kết chính sách chống lạm phát như đã thông báo nhằm tạo uy tín đối với công chúng. Không nên vì mục tiêu hay quyền lợi của một nhóm thiểu số khác mà phá bỏ cam kết của mình. Chính sách tiền tệ phải hướng tới một môi trường tài chính lành mạnh và ổn định kinh tế vĩ mô. Cơ sở của việc thực thi chính sách tiền tệ một cách kiên quyết và nhất quán có thể tóm tắt ở một số luận điểm cơ bản sau:

Thứ nhất, trong một nền kinh tế thị trường, người tiêu dùng và các doanh nghiệp đưa ra các quyết định của mình về tiêu dùng và đầu tư dựa trên những thông tin thu được từ giá cả, bao gồm cả giá cả và lợi tức của các tài sản tài chính. Sự phân bổ nguồn lực hiệu quả phụ thuộc vào sự rõ ràng của những tín hiệu chính sách từ chính phủ và NHNN về các chính sách kinh tế. Khi công chúng có niềm tin vào các thông báo chính sách họ sẽ tự động điều chỉnh hành vi của mình để thích ứng với chính sách được thông báo và do vậy các chính sách dễ dàng đạt được mục tiêu đề ra. Khi NHNN thông báo sẽ thắt chặt cung tiền để kiểm soát lạm phát, nếu công chúng tin vào thông báo này, lạm phát kì vọng sẽ giảm. Theo thời gian lãi suất sẽ giảm theo để duy trì mức lãi suất thực như cũ. Do vậy mục tiêu kiểm soát lạm phát của NHNN có thể dễ dàng đạt được mà không ảnh hưởng xấu đến đầu tư và tăng trưởng kinh tế.

Khi công chúng tin vào chính sách chống lạm phát và kì vọng về lạm phát giảm, hệ thống ngân hàng huy động được nguồn vốn dễ dàng hơn mà không cần chạy đua tăng lãi suất như hiện nay, giảm rủi ro của hệ thống tài chính. Chính sách tiền tệ nói lỏng trong thời gian này không những không giảm được lãi suất mà có nhiều khả năng còn đẩy lãi suất cao hơn nữa do kì vọng lạm phát quá lớn, các ngân hàng cần cho vay với mức lãi suất cao hơn để đảm bảo mức lãi suất thực dương. Trong tình hình hiện nay phải dần hạn chế và tiến tới chấm dứt việc bơm tiền phục vụ khả năng thanh khoản

của các ngân hàng thương mại. Việc kiên quyết và nhất quán của NHNN sẽ dần khiến các ngân hàng thương mại tự điều chỉnh cân đối các khoản cho vay của mình để đảm bảo khả năng thanh khoản, hạn chế rủi ro và chi phí khi thiếu hụt dự trữ.

NHNN kiên quyết nhất quán trong việc rút tiền về từ lưu thông và kiểm soát những khoản cho vay đầu cơ rủi ro của các ngân hàng thương mại. Chúng ta không nên lo ngại về sự đi xuống hay chững lại của thị trường chứng khoán và bất động sản. Đây là một quy luật tất yếu, khi thị trường ổn định giá chứng khoán trở về đúng với giá trị thực của nó. Cơn sốt bất động sản đang ảnh hưởng xấu đến hoạt động kinh tế vĩ mô. Nguồn lực tiết kiệm chủ yếu tập trung đầu cơ vào thị trường này và làm giảm nguồn vốn đầu tư cho hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Sự gia tăng giá bất thường bất động sản còn đang làm giảm tính cạnh tranh của các doanh nghiệp khi họ đang phải bỏ một lượng lớn vốn cho thuê mua văn phòng, nhà xưởng, đền bù giải toả thay vì đầu tư cho nguồn nhân lực và công nghệ. Hoạt động đầu cơ chênh lệch giá mua đi bán lại chứng khoán hay bất động sản không tạo ra của cải cho xã hội, nó làm lợi cho một nhóm người thiểu số và gây ra những tác động kinh tế xấu cho đại bộ phận dân cư. Nguồn vốn nhân rồi hiện nay không thiếu, tuy nhiên trong môi trường lạm phát cao như hiện nay phần lớn nó được dành cho hoạt động đầu cơ, không tập trung vào khu vực sản xuất do kì vọng vào lợi nhuận giảm. Khi giá cả được bình ổn, chi phí sản xuất giảm, khả năng lợi nhuận của các nhà sản xuất tăng và luồng vốn trên thị trường sẽ tự động được phân bổ về nơi ít rủi ro và hiệu quả nhất.

Thứ nữa, theo nhiều nguồn số liệu thống kê, tỷ trọng đầu tư/GDP và tốc độ tăng đầu tư ở Việt Nam là rất cao so với các nước khác. Điều này cho thấy hoạt động đầu tư ở Việt Nam là rất kém hiệu quả. Đây là một trong những nguyên nhân gây lạm phát vừa qua ở Việt Nam khi mà nguồn vốn đầu tư nước ngoài tăng mạnh trong năm qua. Trong tình hình nguồn vốn đầu tư nước ngoài đang “dư thừa” như hiện nay, chính sách tiền tệ thắt chặt kết hợp với chính sách tài khoá chọn lọc đầu tư công cũng sẽ có những tác động tích cực trong dài hạn, góp phần loại bỏ thanh lọc những doanh nghiệp và dự án kém hiệu quả ra khỏi cuộc chơi, tăng tính cạnh tranh của các doanh nghiệp.

Chính phủ và NHNN cần dần mở rộng biên độ dao động tỉ giá, không nên tiếp tục chính sách bảo hộ mậu dịch thông qua tỉ giá như hiện nay. Rõ ràng mục tiêu khuyến khích xuất khẩu thông qua mua vào ngoại tệ như thời gian vừa qua và và mục tiêu ổn định giá cả là không thể thực hiện đồng thời. Trong tình hình hiện nay để ổn định giá cả, tạo sự ổn định cho hệ thống tài chính và kinh tế vĩ mô chính phủ cần hi sinh mục tiêu khuyến khích xuất khẩu. Về lâu dài các doanh nghiệp phải giảm giá thành, nâng cao chất lượng sản phẩm và uy tín để cạnh tranh chứ không nên dựa vào chính sách phá giá đồng tiền của nhà nước. Hơn nữa, khi ngân hàng trung ương Mĩ liên tục cắt giảm lãi suất để phục hồi kinh tế thì đồng USD rớt giá so với hầu hết các đồng tiền khác, do vậy sự lên giá của đồng VND so với USD chưa chắc đã làm giảm khả năng xuất khẩu của các doanh nghiệp trong nước. Dần từ bỏ chế độ cố định tỉ giá, cho phép sự lên giá của đồng VND, một mặt giúp NHNN rảnh tay đối phó với lạm phát mặt khác góp phần làm giảm giá hàng tiêu dùng cũng như các nguyên vật liệu đầu vào nhập khẩu, điều này làm giảm sức ép lạm phát và tăng khả năng cạnh tranh của hàng xuất khẩu trên thị trường quốc tế. Hơn nữa, Việt Nam cũng như nhiều nền kinh tế mới nổi khác có nhiều khoản nợ nước ngoài tính theo đồng USD, việc mở rộng biên độ dao động tỉ giá cho phép sự lên giá của đồng VND còn làm giảm gánh nặng nợ đối với thể giới bên ngoài.

Cuối cùng, hiện nay nền kinh tế Việt Nam đang trải qua một thời kì thực sự khó khăn đối mặt với nhiều cú sốc cung bất lợi, như giá dầu tăng, thiên tai, bệnh dịch trong nông nghiệp... Mục tiêu cắt giảm lạm phát và duy trì tăng trưởng kinh tế đang thực sự là một thách thức lớn đối với các nhà hoạch định chính sách tiền tệ. Như đã phân tích trong phần 2 của bài viết này, NHNN chỉ có thể giảm thiểu được sự đánh đổi này bằng một chính sách tiền tệ thắt chặt nhất quán và dần dần theo thời gian. Một chính sách tiền tệ bất nhất sẽ khiến cho kì vọng về lạm phát tăng và góp phần đẩy lạm phát thực tế lên cao hơn nữa. Trái lại, một chính sách tiền tệ thắt chặt nhất quán nhưng vội vã sẽ càng gây ra thất nghiệp và đẩy nền kinh tế vào vòng suy thoái. Nếu công chúng tin vào chủ trương thắt chặt tiền tệ dần dần, lâu dài của NHNN, kì vọng về lạm phát sẽ giảm góp phần làm giảm lạm phát thực tế và tránh tác động xấu tới mục tiêu tăng trưởng.

#### **4. Kết luận**

Chúng ta cần nhận thức rõ rằng chính sách tiền tệ không phải là một liều thuốc kì diệu có thể giúp nền kinh tế giải quyết tất cả các mục tiêu cùng lúc như trong nền kinh tế Việt Nam hiện nay. Việc hoạch định chính sách tiền tệ trước tiên cần xác định một mục tiêu ưu tiên rõ ràng, sau đó là một lộ trình kiên quyết và nhất quán. Việc lựa chọn công cụ chính sách rất quan trọng và cần tính đến cơ chế lan truyền tới toàn bộ hệ thống tài chính cũng như hành vi của hộ gia đình và doanh nghiệp. Thời gian vừa qua việc thực hiện chính sách tiền tệ mang tính “hoảng loạn” và bị động, rất nhiều công cụ chính sách, từ hoạt động thị trường mở, lãi suất chiết khấu, dự trữ bắt buộc, lãi suất trần..., được đưa nhưng không hiệu quả trong việc kiểm soát lạm phát do thiếu tính nhất quán, đồng bộ và không nhận thức được cơ chế lan truyền tổng thể đến nền kinh tế của mỗi công cụ. Các biện pháp tăng cường kiểm chế lạm phát năm 2008 gần đây được đưa ra bởi chính phủ đã có những tín hiệu tích cực thể hiện quyết tâm chống lạm phát, tuy nhiên nhiều biện pháp còn mâu thuẫn, thiếu tính nhất quán và chưa xác định được mục tiêu ưu tiên rõ ràng. Như đã phân tích ở trên, điều chúng ta cần làm bây giờ là phải bình ổn giá cả chống lạm phát. Khi giá cả ổn định các nguồn lực sẽ tự động được phân bổ một cách hiệu quả như vốn có. Bài viết này cung cấp một cách nhìn về cách thực thi chính sách tiền tệ ở Việt Nam trong giai đoạn hiện nay, tác giả rất mong nhận được sự phản hồi xây dựng của độc giả.

Hà Nội, 06/3/2008

#### **Một số tài liệu tham khảo chính**

Ball L.; Mankiw N. G., and Romer D, 1988, The New Keynesian Economics and Inflation-Output Trade-off, Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 1, pp. 1-65.  
Barro, R., and D. Gordon, 1983, Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy. Journal of Monetary Economics 12, pp.101-121.  
Kydland, F., and E. Prescott, 1977, Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. Journal of Political Economy 87, pp. 473-492.  
Mishkin, Frederic S. , 2000, Financial Stability and the Macro Economy, Central Bank of Iceland, Working Papers No. 9.