

CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ - TÍN DỤNG TRONG ĐIỀU KIỆN TOÀN CẦU HÓA TÀI CHÍNH

TS NGUYỄN VĂN HẬU

Hiện nay, nền kinh tế thế giới được đặc trưng bởi sự đẩy nhanh quá trình toàn cầu hóa, trong đó có toàn cầu hóa về tài chính. Đó là quá trình liên kết dần dần thị trường tài chính của các quốc gia thành một thị trường tài chính thế giới thống nhất, cũng như tăng cường quan hệ lẫn nhau giữa các thị trường công cụ tài chính riêng lẻ.

Tiền đề quan trọng của toàn cầu hóa tài chính là sự gỡ bỏ những hạn chế trong nghiệp vụ vãng lai và nghiệp vụ xuyên quốc gia về vốn đã được bắt đầu ở các nước kinh tế phát triển từ những năm 1960-1980 và sau đó là ở các nước đang phát triển từ những năm 1980-1990. Vào những năm 90, các nước xã hội chủ nghĩa trước đây ở Trung và Đông Âu, các nước SNG và Trung Quốc đã gia nhập vào quá trình tự do hóa tài chính và tiền tệ. Một tiền đề then chốt khác của sự phát triển quá trình toàn cầu hóa trong lĩnh vực tài chính là những thành tựu công nghệ cho phép gắn kết thị trường tài chính của các quốc gia với thị trường các công cụ tài chính khác nhau trên thế giới.

Toàn cầu hóa tài chính tạo ra những thách thức đối với chính sách tiền tệ - tín dụng quốc gia. Trước hết, làm tăng sự tác động của môi trường bên ngoài đến nền kinh tế quốc dân nói chung và đến lĩnh vực tiền tệ nói riêng. Theo mức độ của hội nhập vào hệ thống quan hệ kinh tế thế giới, các nền kinh tế ngày càng trở nên phụ thuộc vào nhau. Điều đó thể hiện ở tỷ trọng ngoại thương trong GDP của thế giới tăng từ 11,9% vào những năm 1980-1989 lên 25% vào những năm 2000-2004^(*). Do đó ngân hàng trung ương của các nước khi thông qua các quyết định cần phải tính đến các yếu tố từ bên ngoài: động thái kinh tế toàn cầu và kinh tế của các nước láng giềng; tình hình các thị trường tài chính và thị trường hàng hóa thế giới; quyết định của các ngân hàng trung ương khác, trước hết là của những ngân hàng trung ương then chốt trên thị trường thế giới (FED, Ngân hàng Trung ương châu Âu và Ngân hàng Nhật Bản).

Sự tác động của các yếu tố bên ngoài đến chính sách tiền tệ - tín dụng quốc gia diễn ra theo một số hướng: tác động trực tiếp đến khả năng của các ngân hàng trung ương về sử dụng các công cụ tài chính và

(*) Viện Kinh tế chính trị học, Học viện Chính trị - Hành chính quốc gia Hồ Chí Minh.

hình thành các mục tiêu khác nhau; tác động gián tiếp, khi các ngân hàng trung ương buộc phải ứng phó với những hậu quả của các cú sốc tiêu cực từ bên ngoài. Do việc gỡ bỏ các hạn chế đối với các nghiệp vụ xuyên quốc gia về vốn đã làm tăng các dòng vốn chảy vào trong nước và lãi suất bên trong nền kinh tế chịu ảnh hưởng đáng kể của thị trường tài chính thế giới. Hiện nay những ngân hàng trung ương lớn nhất thế giới ít tác động trực tiếp đến lãi suất trung và dài hạn.

Những cú sốc từ bên ngoài về giá cả và những cuộc khủng hoảng tài chính cũng ảnh hưởng đến chính sách tiền tệ - tín dụng. Nhiều chuyên gia kinh tế nhấn mạnh rằng, sự chênh lệch giữa tổng cung và tổng cầu đồng nội tệ như là yếu tố của lạm phát đóng vai trò ngày càng ít quan trọng hơn. Phần đáng kể của lạm phát, theo ý kiến của họ là phụ thuộc vào “yếu tố chung” liên quan đến toàn cầu hóa tài chính. Các nghiên cứu cho thấy: 70% biến dạng lạm phát ở 22 nước OECD vào những năm từ 1960 đến 2003 là do những “yếu tố chung” đó⁽²⁾. Thời kỳ toàn cầu hóa, các nền kinh tế thường bị ảnh hưởng nhiều hơn do các cú sốc tài chính bên ngoài, các cuộc khủng hoảng tài chính bên trong dường như bị kích thích, hoặc trở nên sâu sắc hơn. Ngân hàng trung ương cần phải sử dụng rất nhiều công cụ để làm dịu bớt những hậu quả tiêu cực của các cuộc khủng hoảng như thế và đó là điều đặc biệt cần để vượt qua các cuộc khủng hoảng.

Do quá trình toàn cầu hóa mà chức năng của thị trường tài chính ở các quốc gia có sự thay đổi, gia tăng tính không xác định của các biện pháp mà ngân hàng trung ương áp dụng đối với kinh tế vĩ mô. Điều đó diễn

ra dưới dự ảnh hưởng, một mặt là của việc tăng các dòng vốn xuyên quốc gia, mặt khác là của đầu tư tài chính. Sự phát triển của thị trường tiền tệ liên ngân hàng đã dẫn đến hình thành trong đó những bộ phận mới - thị trường nghiệp vụ ngoại hối có thời hạn giữa các ngân hàng, tạo điều kiện giảm bớt sự phụ thuộc của các ngân hàng thương mại vào ngân hàng trung ương trong trường hợp thiếu khả năng thanh toán tạm thời. Việc tăng các dòng vốn xuyên quốc gia làm gia tăng rủi ro do sự xuất hiện những “bong bóng” đầu cơ trên các thị trường tài sản và mở rộng phạm vi ảnh hưởng tiêu cực của chúng. Từ đó, thỉnh thoảng lại có hiện tượng đòi hỏi ngân hàng trung ương không những phải điều tiết động thái của lạm phát (chỉ số giá tiêu dùng), mà còn điều tiết cả lãi suất. Theo quan điểm của nhiều chuyên gia kinh tế, vấn đề then chốt không phải chỉ ở kiểm soát giá cả tài sản trong điều kiện toàn cầu hóa - điều này là rất khó, mà phải phát triển thị trường tài chính. Các nước phát triển đã chịu đựng được cuộc suy thoái trên thị trường vốn vào đầu thế kỷ XXI phần nhiều là nhờ vào thị trường tài chính được thúc đẩy phát triển làm cho các thị trường chứng khoán và trái phiếu đóng vai trò quan trọng hơn.

Trong tình thế phức tạp, các ngân hàng trung ương của một loạt nước bắt đầu từ bỏ chính sách mục tiêu hóa khối lượng tiền và tỷ giá hối đoái, chuyển sang hình thành các mục tiêu trực tiếp về chỉ số giá cả. Chính sách lạm phát có mục tiêu được áp dụng phổ biến vào đầu những năm 1990, hiện nay theo IMF, có 24 nước sử dụng chính sách đó - các nước phát triển (Thụy Sĩ, Anh, Nauy, Canada, Áo..), các nước đang phát

triển (Braxin, Chilê, Cộng hòa Dân chủ nhân dân Triều Tiên, Mêhicô), một loạt các nước Trung và Đông Âu đã gia nhập vào Liên minh châu Âu (EC). Các ngân hàng trung ương hàng đầu thế giới (Mỹ, châu Âu và Nhật) đến nay vẫn không chuyển sang chính sách đó và tiếp tục duy trì chính sách tiền tệ - tín dụng linh hoạt.

Nhiều nước đang phát triển thực hiện hoặc là điều tiết hoặc là thả nổi tỷ giá hối đoái, nhưng thực tế vẫn có sự can thiệp trên thị trường tiền tệ với mục đích điều tiết thị trường này. Đó là do một loạt nguyên nhân: do mối liên hệ chặt chẽ giữa động thái lạm phát và tỷ giá hối đoái, do sự giảm lòng tin vào đồng tiền và tăng sự lo ngại về lạm phát bởi đồng nội tệ giảm giá mạnh, chi phí tăng lên. Việc điều tiết tỷ giá hối đoái có thể dẫn đến lạm phát với tốc độ cao, hoặc là tạo ra hàng rào bảo vệ đất nước trước thị trường toàn cầu như ở Trung Quốc, Ấn Độ... đã hạn chế đối với luồng ra vào của đầu tư nước ngoài ngăn hạn trước khi khủng hoảng xảy ra rất lâu. Kết quả là kinh tế hồi phục khá tốt. Nhưng không ít nước lựa chọn con đường hình thành liên minh tiền tệ như Liên minh tiền tệ và kinh tế được lập ra ở châu Âu. Khi đó các nước phải hy sinh một số yếu tố thuộc chủ quyền dân tộc để nhận được quyền tham gia vào việc thông qua các quyết định chung của khu vực, giải quyết các vấn đề xuất hiện do phát triển quá trình toàn cầu hóa và được hưởng những quyền lợi khác từ liên kết kinh tế vùng,... Tư tưởng tạo ra đồng tiền thống nhất của vùng trong thời gian gần đây ngày càng trở nên phổ biến. Việc đó được thảo luận nhiều trong các nước ở vùng vịnh Pécxích, Đông Nam Á, thỉnh thoảng lại

xuất hiện ở các liên minh khác nhau trong không gian hậu xô-viết, nhưng ở đó nó chưa được thực hiện, thậm chí chỉ với liên minh hai nước (như Nga và Bêlarut).

Như vậy, để ứng phó với sự mở rộng quá trình toàn cầu hóa tài chính, các nước phát triển đã chuyển sang chính sách mục tiêu hóa lạm phát, những nước lớn hơn thì duy trì chính sách tiền tệ - tín dụng linh hoạt. Ứng phó của các nước đang phát triển là rất khác nhau: nhiều nước có thị trường tài chính phát triển đã lựa chọn chính sách lạm phát cố mục tiêu, nhưng đa số các nước đã duy trì tỷ giá hối đoái dưới dạng tỷ giá hối đoái neo của chính sách tiền tệ - tín dụng, một số nước sử dụng chính sách mục tiêu hóa khối lượng tiền tệ. Ứng phó như vậy được xem như là có căn cứ, khi còn chưa đạt được sự ổn định kinh tế vĩ mô triệt để và một trình độ phát triển thị trường tài chính cần thiết.

Việt Nam cũng bị lôi cuốn vào quá trình toàn cầu hóa tài chính, nhất là từ sau khi gia nhập WTO. Việc mở cửa đáng kể nền kinh tế đối với thế giới bên ngoài dẫn đến Ngân hàng Nhà nước Việt Nam phải đối mặt với những thách thức mới. Từ đầu năm 2007 đến nay, luồng vốn đầu tư trực tiếp và gián tiếp đã tăng lên nhanh chóng, tạo sức ép tăng giá tiền đồng, gây khó khăn cho việc điều hành chính sách tiền tệ và giám sát tài chính. Đối với Việt Nam, tiền vốn, vật tư phụ thuộc nhiều vào bên ngoài, nên tác động từ bên ngoài rất nhanh, mạnh và phức tạp. Tính đến cuối năm 2007, cam kết đầu tư trực tiếp từ nước ngoài (FDI) đã tăng gấp đôi, lên 20,3 tỷ đôla, tổng giá trị thị trường chứng khoán đạt tới 43% GDP. Nền kinh tế đã bộc lộ những dấu hiệu tăng trưởng quá

nóng. Tỷ lệ lạm phát tăng mạnh từ mức 6,6% (tháng 12 -2006) tới 15,7% (tính đến tháng 2 – 2008). Lạm phát gia tăng thể hiện sự tăng giá quốc tế, đặc biệt là giá xăng dầu và vật tư... Với chính sách gán tỷ giá đồng Việt Nam với đồng đôla Mỹ và là một nền kinh tế đang ngày càng mở cửa, sự biến động về giá cả của thế giới đã được phản ánh nhanh chóng trong mặt bằng giá trong nước. Chuyên gia IMF cho rằng, Việt Nam ràng buộc tỷ giá vào đồng đôla Mỹ trong khi đồng tiền này biến động trên thị trường tiền tệ toàn cầu. Điều này đồng nghĩa với việc Việt Nam đã nhập khẩu một phần ảnh hưởng lạm phát của việc đồng đôla Mỹ mất giá⁽³⁾. Trong khi đó, các nước khác (Trung Quốc, Malaixia, Thái Lan) đã cho phép tỷ giá biến động phù hợp với những biến động của đồng đôla Mỹ trên thị trường. Phản ứng của các nước này giúp cho giá hàng hóa không bị tăng theo sự mất giá của đồng đôla Mỹ, xóa đi một số tác động xấu đối với nền kinh tế do đó lạm phát thấp hơn ở Việt Nam.

Năm 2007 cũng chứng kiến giá tài sản tăng rất cao, thể hiện ở giá cổ phiếu hồi đầu năm và giá bất động sản trong giai đoạn cuối năm. Khi Ngân hàng Nhà nước Việt Nam hạn chế việc cho vay kinh doanh chứng khoán, số lượng và quy mô các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán tăng mạnh thì cơn sốt thị trường chứng khoán bắt đầu hạ nhiệt. Tuy nhiên, cơn sốt này ngay lập tức chuyển sang thị trường bất động sản khiến cho giá nhà đất tăng quá nhanh, điều này có nguy cơ tạo ra tình trạng bong bóng rất nguy hiểm. Mặt khác, tín dụng ngân hàng tăng ở mức rất cao, từ 25,4% (năm 2006) lên hơn 50% tính đến

tháng 11 - 2007⁽⁴⁾. Tốc độ tăng quá lớn này đã gây ra những mối quan ngại về chất lượng các hạng mục đầu tư của ngân hàng.

Cuối năm 2007 đầu năm 2008, Ngân hàng Nhà nước đã có những biện pháp đường như trái ngược nhau dẫn tới tình trạng thiếu khả năng thanh toán của hệ thống ngân hàng thương mại. Ngân hàng Nhà nước đã dừng việc mua ngoại tệ, tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc lên 11%, áp dụng biện pháp bắt buộc mua tín phiếu ngân hàng nhà nước và dừng các nghiệp vụ mua lại (repos). Điều này đã đẩy mức lãi suất cho vay qua đêm lên mức kỷ lục - có lúc đã tới 40%/năm. Tháng 3-2008, Chính phủ đã thông qua một gói chính sách mới bao gồm các nhóm giải pháp về chính sách tiền tệ và tài chính được thiết kế nhằm hạ nhiệt tăng trưởng kinh tế cũng như giảm thiểu các tác động tiêu cực tới quá trình tăng trưởng⁽⁵⁾. Từ ngày 19-5-2008, Ngân hàng Nhà nước áp dụng cơ chế điều hành lãi suất mới, nâng lãi suất cơ bản lên 12%/năm, bãi bỏ quy định trần lãi suất trước đây. Như vậy, theo mức lãi suất cơ bản này thì lãi suất tối đa của các tổ chức tín dụng là 18%/năm (Điều 476, Bộ luật Dân sự quy định: lãi suất vay của các tổ chức tín dụng không được vượt quá 150% lãi suất cơ bản). Cơ chế này với mong muốn vừa đảm bảo thực hiện điều hành lãi suất theo quy định của pháp luật, vừa đảm bảo phù hợp với cơ chế thị trường. Tuy nhiên, thành công của nhóm giải pháp trên sẽ phụ thuộc rất nhiều vào việc thực hiện trên thực tế và khả năng điều chỉnh của Chính phủ trong các hoàn cảnh cụ thể.

Trong triển vọng gần, chính sách tiền tệ - tín dụng hiện nay của Việt Nam có thể sẽ

dần dần hạ thấp được tốc độ lạm phát, duy trì tốc độ tăng trưởng kinh tế tương đối cao. Nhưng trong trung hạn có thể gặp những rủi ro sau:

- Luồng vốn đầu tư trực tiếp và gián tiếp tăng lên, tạo sức ép tăng giá tiền đồng, ảnh hưởng xấu đến vị thế của ngoại thương;

- Mở rộng các dòng vốn nước ngoài có thể dẫn đến các doanh nghiệp và các ngân hàng vấp phải gánh nặng của nợ nước ngoài;

- Để thực hiện chủ trương của Chính phủ về đảm bảo lãi suất thực dương cho người gửi, trong bối cảnh giá cả được dự đoán là sẽ còn tiếp tục tăng cao hơn nữa do ảnh hưởng tất yếu của tăng giá dầu lửa và giá vật liệu xây dựng... trên thế giới, thì lãi suất cơ bản phải được điều chỉnh tăng lên cho sát với thị trường, dẫn đến tăng lãi suất của các tổ chức tín dụng (lãi suất cho vay của các ngân hàng hiện nay thấp nhất là 12-14% và phổ biến là 15-18%), điều này sẽ tạo ra gánh nặng cho các doanh nghiệp sản xuất kinh doanh hàng hóa và dịch vụ. Còn nếu lãi suất cơ bản không được điều chỉnh sát với thị trường, các tổ chức tín dụng sẽ gặp phải những rủi ro rất lớn, khi mức chênh lệch giữa lãi suất cho vay và lãi suất huy động quá thấp, do đã đẩy lãi suất lên cao để huy động vốn. (Hiện nay các ngân hàng đã đồng loạt tăng lãi suất huy động lên tới 13-15% để khắc phục nhanh tình trạng thiếu vốn bằng tiền đồng và theo chiều hướng này thì có thể sẽ còn tăng hơn nữa).

Chính sách tiền tệ – tín dụng hiện nay cần phải tìm phương án ứng phó cơ bản với những cú sốc bên ngoài mà nền kinh tế Việt

Nam có thể gặp phải trong điều kiện đẩy nhanh toàn cầu hóa tài chính. Theo kinh nghiệm của các nước có nền kinh tế chuyển đổi, có thể có hai phương án đáng tin cậy: thi hành chính sách lạm phát có mục tiêu và duy trì một cách tương đối chính sách tiền tệ - tín dụng linh hoạt. Bên cạnh đó Việt Nam cần phải chú ý phát triển thị trường trái phiếu và tăng vai trò của thị trường này lên, làm cho nó trở thành một kênh huy động vốn quan trọng của các doanh nghiệp. Nhưng trước mắt, Việt Nam cần kiểm soát chặt chẽ cơ cấu, quy mô và tốc độ tăng trưởng tín dụng, ổn định lãi suất, kiểm chế mức tăng giá cả. Về lâu dài, cần phải nâng cao hiệu quả của đầu tư, giảm bội chi ngân sách; cải thiện thanh toán, phát triển các ngành xuất khẩu mũi nhọn, giảm nhập siêu.

(1) Rybinski K: *Globalisation and Its Implications for Monetary Policy* // BIS Review, 2006, No 32, p. 3.

(2) Cicarelli, M., Mojon B: *Global inflation* // Central Bank of Chile Working Papers, Dec, 2005, No 357.

(3) Phương Loan: *Việt Nam đang nhập khẩu lạm phát*. <http://www.vietnamnet.vn/kinhte/2008/02/769816>.

(4) World Bank: *Cập nhật về tình hình khu vực Đông Á, Thái Bình Dương tháng 4 năm 2008*. <http://www.gso.gov.vn/default.aspx?tabid=382&idmid=2&ItemID=7080>.

(5) Xem bài: *Phân đấu kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, đảm bảo an sinh xã hội và tăng trưởng bền vững* của Thủ tướng Nguyễn Tấn Dũng. http://www.chinhphu.vn/portal/page?_pageid=33,128127&_dad=portal&_schema=PORTAL&item_id=7054256.