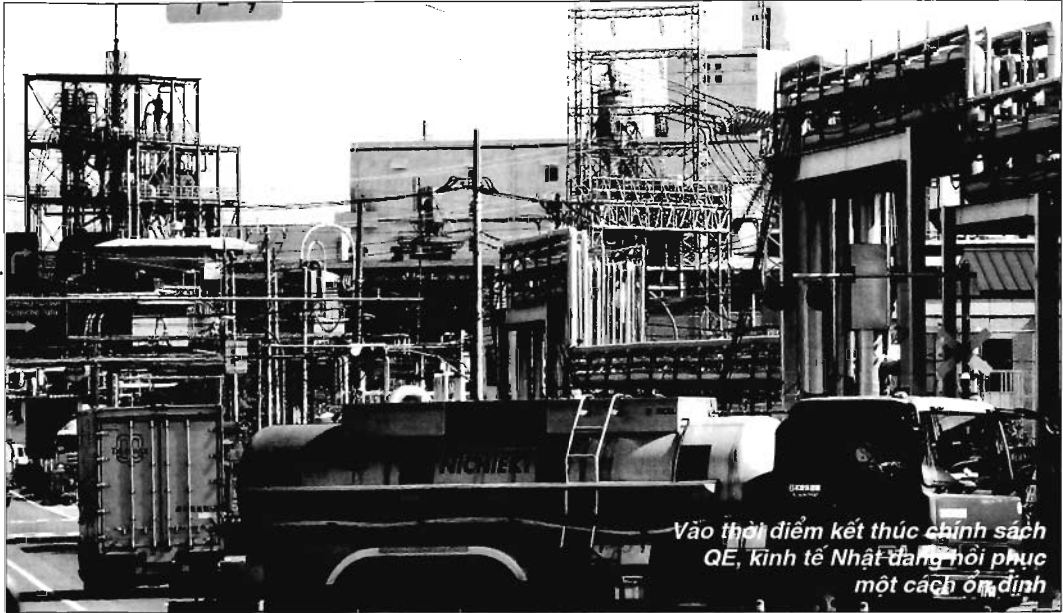


ẢNH HƯỞNG CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ NÓI LÔNG ĐỊNH LƯỢNG CỦA MỸ



Vào thời điểm kết thúc chính sách QE, kinh tế Nhật đang hồi phục một cách ổn định

tới ổn định kinh tế vĩ mô ở Việt Nam

ThS. Hoàng Hải Yến *

Công cụ lãi suất và thị trường mở là hai trong số các công cụ được coi là “vũ khí” mà Ngân hàng Trung ương (NHTU) mỗi quốc gia có trong tay để điều hành chính sách tiền tệ nhằm ổn định và tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, thị trường tiền tệ được coi là thị trường nhạy cảm nhất. Vì vậy, các công cụ này phải được sử dụng đúng lúc, đúng liều mới có thể chữa “đúng bệnh”. Trong một số trường hợp, NHTU còn phải sử dụng đồng thời nhiều công cụ điều tiết tiền tệ khác nhau nhằm kiểm soát lạm phát và

thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Theo nhận định của các nhà kinh tế, cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu diễn ra trong hai năm 2008 và 2009 vừa qua đã kéo tốc độ phát triển của nhiều quốc gia chậm lại vài thập kỷ. Để vực dậy nền kinh tế sau khủng hoảng, một số quốc gia như Mỹ, Anh, Canada... đã thực hiện chính sách nói lỏng tiền tệ đặc biệt mà NHTU Nhật Bản (BOJ) thực hiện trước đó trong suốt những năm đầu thế kỷ 21. Chính sách đặc biệt này được biết với tên gọi *chính sách tiền tệ nói lỏng định lượng* (*Quantitative easing - QE*).

Vậy QE là chính sách gì? Nó được BOJ thực hiện ra sao? Hiệu quả của chính sách này như thế nào mà gần đây lại được NHTU nhiều quốc gia sử dụng? Phần thứ nhất của bài viết này sẽ lần lượt làm rõ các câu hỏi trên. Phần hai, tác giả tìm hiểu về chính sách QE của Mỹ ảnh hưởng như thế nào đến ổn định kinh tế vĩ mô ở Việt Nam và Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) nên chuẩn bị những đối sách gì nhằm hạn chế

* Khoa Ngân hàng,
Đại học Kinh tế Tp. Hồ Chí Minh

ảnh hưởng tiêu cực của nó.

1. Tìm hiểu về chính sách QE

QE là quá trình tạo tiền của NHTU và số tiền này được sử dụng để bơm vào nền kinh tế thông qua hoạt động của hệ thống ngân hàng thương mại (NHTM). Nói cách khác, NHTU sẽ in tiền và sử dụng tiền này để mua lại trái phiếu Chính phủ từ các NHTM hay các tổ chức tài chính. Việc Chính phủ mua lại trái phiếu trên thị trường thứ cấp làm tăng lượng tiền mặt, sẵn sàng cho việc cho vay ra nền kinh tế của các NHTM.

Như vậy khi thực hiện QE, NHTU đã định hướng mục tiêu khối lượng tiền tệ thay vì mục tiêu "chất lượng" - giá trị của đồng tiền - nên chính sách này được gọi là chính sách tiền tệ nói lỏng định lượng. Tuy nhiên, việc tăng khối lượng tiền tệ khi thực hiện QE không đồng nghĩa với việc NHTU in tiền bằng các máy in tiền. NHTU mua lại trái phiếu Chính phủ từ các NHTM. Khi việc mua bán này diễn ra, NHTM chuyển quyền sở hữu trái phiếu cho NHTU và NHTU sẽ thanh toán tiền cho NHTM bằng cách ghi có trên tài khoản tiền gửi

của NHTM mở tại NHTU. Như vậy, việc tăng tiền ở đây phần lớn là tiền bút tệ. Mục đích mua lại trái phiếu này để tăng giá trái phiếu Chính phủ và như vậy cũng đồng nghĩa với việc giảm lợi tức trái phiếu. Lợi tức trái phiếu giảm sẽ tạo động lực giảm lãi suất trên thị trường.

Nhật Bản với chính sách QE

Bắt đầu từ năm 1995, kinh tế Nhật Bản rơi vào tình trạng giảm phát và kéo dài suốt nhiều năm sau đó. Để đưa nền kinh tế thoát khỏi tình trạng giảm phát kéo dài, từ tháng 2/1999 đến tháng 8/2000, BOJ đã thực hiện chính sách nói lỏng tiền tệ (monetary easing - ME) bằng cách hạ dần và đưa lãi suất danh nghĩa về đến mức bằng 0 nhằm tăng cung tiền. Tuy nhiên, khi lãi suất thấp đến mức gần như bằng 0, các NHTM vẫn không sẵn sàng và không có khả năng cho vay một cách hiệu quả để thúc đẩy nền kinh tế. BOJ nhận ra rằng chỉ đơn thuần hạ thấp lãi suất ngắn hạn xuống 0% thì không đủ mạnh để thuyết phục các ngân hàng cho vay, tín dụng bị đóng băng và nó khiến nền kinh tế rơi vào "bẫy thanh khoản" (liquidity trap). Lúc này chính sách tiền tệ không còn có ý

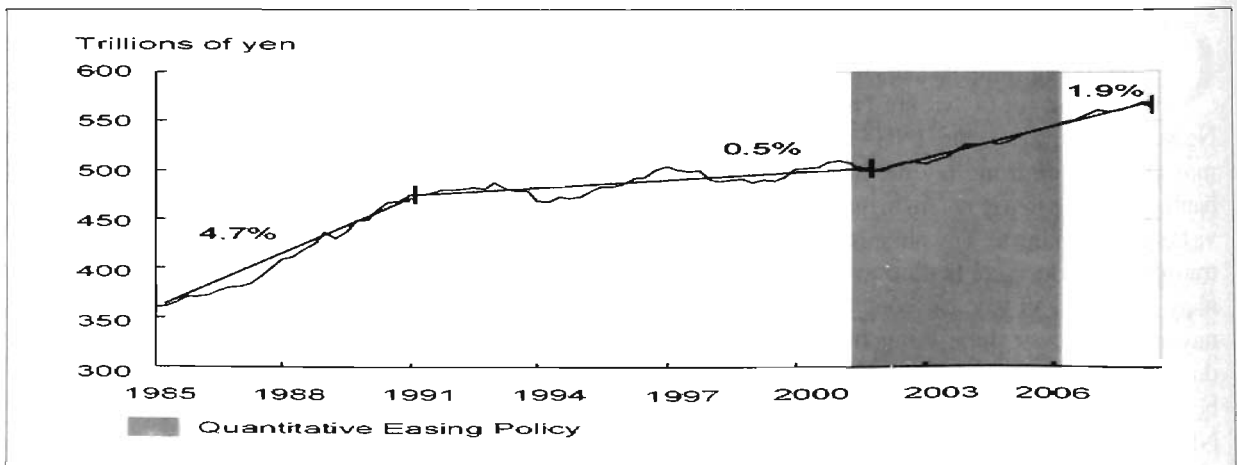
nghĩa nữa khi lãi suất đã tiến về đến mức 0 và nền kinh tế tiếp tục suy thoái. NHTU không thể chỉ sử dụng đòn bẩy lãi suất để kích thích nền kinh tế. Đến tháng 3 năm 2001, Chính phủ Nhật Bản đã phải áp dụng một chính sách tiền tệ nổi tiếng được biết với tên gọi "quantitative easing - QE" thay vì "monetary easing - ME".

Cơ chế hoạt động của QE ở Nhật Bản rất đơn giản. BOJ tăng lượng dự trữ bằng tiền mặt cho hệ thống NHTM bằng việc mua lại chứng khoán từ các ngân hàng và mua trực tiếp trên thị trường thứ cấp.

Trong thời gian Nhật Bản thực hiện chính sách QE, tỷ lệ lạm phát ở Nhật đã tăng (lạm phát ở Nhật thường được đo bằng chỉ số giá tiêu dùng (CPI) hoặc CPI không tính đến biến động giá thực phẩm chưa qua chế biến). Đến tháng 2 năm 2006, Nhật Bản chấm dứt thực hiện chính sách QE của mình do chỉ số CPI đã ổn định dương trong một thời gian. Một lý do nữa là giới chức NHTU tin rằng một biện pháp bất thường như QE cần phải được chấm dứt càng sớm càng tốt.

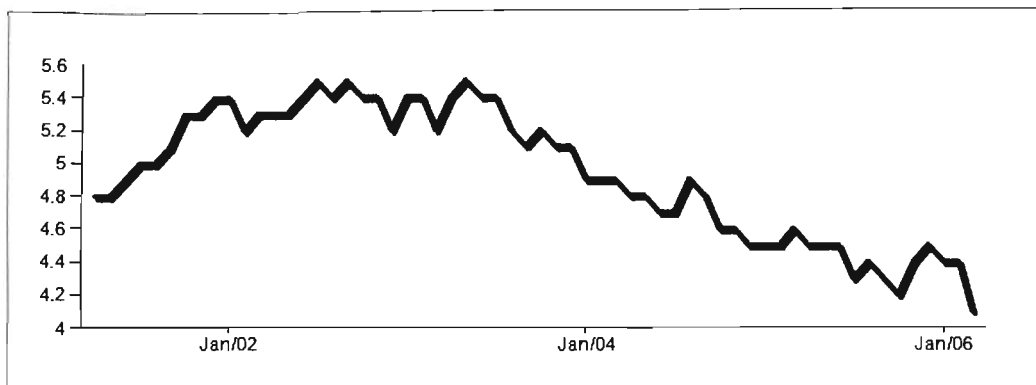
Vào thời điểm kết thúc chính sách QE, kinh tế Nhật Bản đang hồi phục một cách ổn định. Xuất khẩu

Biểu 1: Tốc độ tăng GDP thực tế ở Nhật Bản qua các năm



Nguồn: Bộ Nội vụ và Truyền thông Nhật Bản, tháng 10/2008 (Ministry of Internal Affairs and Communication)

Biểu 2: Tỷ lệ thất nghiệp ở Nhật Bản trong thời gian thực hiện QE



Nguồn: Bộ Nội vụ và Truyền thông Nhật Bản tháng 10/2008 (Ministry of Internal Affairs and Communication)

và đầu tư trong nước đều tăng. Tốc độ tăng trưởng kinh tế được phục hồi. Tốc độ tăng GDP thực tế trong 5 năm thực hiện QE là 1,9%/năm so với 0,5% giai đoạn 1990 - 2000 (biểu 1). Tỷ lệ thất nghiệp trong thời gian này cũng nhiều biến động. Trong 2 năm đầu khi Nhật Bản tiến hành QE, tỷ lệ thất nghiệp tăng liên tục từ 4,8% (tháng 3/2001) lên đến 5,4% (tháng 5/2003). Đây có thể coi là thời điểm tỷ lệ thất nghiệp cao nhất trong thời kỳ Nhật Bản thực hiện QE. Nhưng kể từ tháng 6/2003 đến hết tháng 3/2006, tỷ lệ thất nghiệp có xu hướng giảm dần, và đến tháng 3/2006 tỷ lệ này chỉ còn khoảng 4% (biểu 2).

Với những thành công nhất định của Nhật khi thực hiện chính sách QE, một số quốc gia cũng đã áp dụng chính sách QE để giải quyết tình trạng suy thoái kinh tế trong cuộc khủng hoảng 2008 - 2009 vừa qua như Mỹ, Anh, Trung Quốc...

Khi thực hiện QE, NHTU cần cắt giảm lãi suất gần như bằng 0 và mua lại chứng khoán trên thị trường thứ cấp, vì vậy, các nước sử dụng đồng tiền chung châu Âu rất khó thực hiện chính sách này. Nếu thực hiện thì tất cả các nước này phải thực hiện đồng thời cùng một lúc để giữ lãi suất đồng EUR thấp như

nhau ở tất cả các quốc gia. Vì vậy, ở châu Âu chỉ có duy nhất Anh (quốc gia không sử dụng đồng tiền chung châu Âu) thực hiện QE. Trong vòng chưa đầy nửa năm (từ 10/2008 đến tháng 2/2009), NHTU Anh (BOE) đã 5 lần cắt giảm lãi suất cơ bản từ 5% xuống còn 1%. Đồng thời BOE cũng đã tăng cường mua lại trái phiếu Chính phủ và mua lại trái phiếu của các công ty có mức độ rủi ro không cao.

Cũng trong thời gian này, Chính phủ Anh đã cho phép BOE mượn kế hoạch mua lại “nợ rủi ro không cao” để thực hiện tiếp chiến dịch mua lại cổ phiếu của các công ty nhằm bơm tiền trực tiếp cho họ.

Tại Mỹ, từ tháng 9/2007, Cục Dự trữ liên bang Mỹ (FED) đã 10 lần cắt giảm lãi suất USD, đưa lãi suất từ mức 5,25% (9/2007) về khoảng lãi suất 0 - 0,25% (10/2008). Tháng 3/2009, FED thực hiện chính sách QE lần thứ nhất bằng việc tuyên bố mua 300 tỷ USD trái phiếu Chính phủ trên thị trường thứ cấp và mua vào khoảng 750 tỷ USD chứng khoán bảo chứng bằng địa ốc (Heather Stewart, 2009). Đồng thời, FED cũng vẫn giữ nguyên mức lãi suất thấp kỷ lục 0 - 0,25%. Trước đây, BOJ khi thực hiện QE chỉ mua trái phiếu hiện đang nắm

giữ của các NHTM, nhưng FED còn mạnh tay hơn khi lại mua cả trái phiếu từ các công ty nhằm bơm tiền một cách trực tiếp tới các công ty đó. Ngày 3/11/2010, FED quyết định tiếp tục thực hiện QE lần thứ hai (QE II) bằng việc mua 600 tỷ USD trái phiếu Chính phủ dài hạn từ 2 - 10 năm trong thời gian từ đầu tháng 3/2010 đến hết tháng 6/2011.

2. Ảnh hưởng của việc áp dụng chính sách QE của Mỹ tới kinh tế Việt Nam

Việc bơm 600 tỷ USD làm nền kinh tế Mỹ lại ngập tràn tiền. Chính sách QE tác động làm USD giảm giá so với các đồng tiền của các quốc gia khác, thúc đẩy xuất khẩu Mỹ. Cầu về các yếu tố đầu vào (vốn, lao động, đất đai) của các công ty Mỹ gia tăng. Nhiều việc làm được tạo ra, tỷ lệ thất nghiệp giảm, thu nhập bình quân đầu người tăng. Thu nhập tăng sẽ kích cầu tiêu dùng trong nền kinh tế Mỹ. Với những kết quả mong đợi như trên, FED quyết định thực hiện QE II mặc dù bị hầu hết các quốc gia phản đối. Vậy tại sao các quốc gia khác lại phản ứng một cách kịch liệt khi Mỹ thực hiện QE II? Lấy ví dụ Việt Nam để phân tích tác động tiêu cực có thể có khi Mỹ thực hiện QE.

- Hàng xuất khẩu của Việt Nam vào thị trường Mỹ sẽ khó hơn. Bởi khi USD mất giá, giá hàng nhập khẩu vào Mỹ trở nên cao hơn so với trước đó. Các công ty Mỹ sẽ hạn chế nhập khẩu và hàng nhập khẩu của Việt Nam vào Mỹ cũng bị giảm sức cạnh tranh.

- Một dòng ngoại tệ "nóng" từ Mỹ sẽ đổ vào Việt Nam. FED thực hiện QE, lãi suất USD ở Mỹ thấp, lợi tức trái phiếu giảm khi Chính phủ Mỹ mua lại trái phiếu trên thị trường thứ cấp. Các NHTM và các nhà đầu tư Mỹ vay vốn tín dụng giá rẻ ở Mỹ để đầu tư tiền này vào các thị trường tiềm năng trong đó có Việt Nam. Như vậy, nguồn vốn "nóng" từ 600 tỷ USD này đang và sẽ tiếp tục chảy vào Việt Nam một lượng rất lớn. Phần lớn trong số đó đầu tư vào lĩnh vực bất động sản, chứng khoán làm giá của các hàng hóa này gia tăng. Cũng không thể biết được bong bóng đối với thị trường bất động sản và chứng khoán sẽ được thổi lên và căng thẳng tới mức nào nhưng việc lại xảy ra tình trạng bong bóng tài sản trong thời điểm lạm phát Việt Nam đang ở mức cao như hiện nay là một hiện tượng rất nguy hiểm. Nó rất dễ làm người ta liên tưởng đến tình trạng Thái Lan vào những năm 1995 - 1996.

Nhưng tại sao lại gọi là dòng vốn nóng? Đây là dòng vốn nóng bởi các nhà đầu tư rót USD vào Việt Nam thì cũng có thể rút ra bất cứ lúc nào khi có những bất ổn xảy ra. Trong trường hợp một lượng vốn lớn rút ra một cách ồ ạt thì khó có Chính phủ nào có thể chèo lái kinh tế đất nước ra khỏi cuộc khủng hoảng.

- Lạm phát tăng do ảnh hưởng của đồng USD yếu. Khi duy trì đồng USD yếu, nhà đầu tư chuyển sang tìm kiếm nơi cất giữ an toàn hơn như vàng thay vì nắm giữ USD. Giá vàng cũng như giá đầu



Việt Mỹ áp dụng chính sách QE có những tác động nhất định đến kinh tế Việt Nam

vào trên thị trường thế giới tăng. Các nước nhập siêu như Việt Nam sẽ bị ảnh hưởng rất lớn từ việc tăng giá nguyên liệu này. Giá đầu vào tăng, đẩy giá đầu ra trong nước tăng. Lạm phát vì vậy cũng tăng theo.

Vậy vấn đề đặt ra là NHNN và các Bộ, ngành có liên quan cần làm gì để hạn chế ảnh hưởng tiêu cực khi Mỹ thực hiện QE II. Theo ý kiến tác giả, NHNN và một số Bộ, ngành có liên quan khác cần phối kết hợp thực hiện các giải pháp sau để hạn chế ảnh hưởng tiêu cực của QE:

Thứ nhất, điều chỉnh tăng tỷ giá USD/VND theo lộ trình thích hợp

Hiện tại ở Việt Nam đang xảy ra tình trạng 3 tỷ giá cùng song song tồn tại: tỷ giá niêm yết của các NHTM, tỷ giá liên ngân hàng và tỷ giá trên thị trường tự do. Trong đó, tỷ giá của các NHTM, tỷ giá liên ngân hàng thấp hơn nhiều so với tỷ giá trên thị trường tự do. Có nhiều ý kiến cho rằng NHNN nên thực hiện điều chỉnh tỷ giá theo hướng giảm giá đồng nội tệ ngay để tỷ giá ngân hàng sát hơn với tỷ giá trên thị trường tự do. Theo quan điểm của tác giả, việc điều chỉnh tỷ giá theo hướng phá giá đồng nội tệ là cần thiết, tuy nhiên, việc điều chỉnh này nên thực hiện theo lộ trình. Trước

mất không nên thực hiện điều chỉnh lớn. Sở dĩ không nên thực hiện điều chỉnh tỷ giá lớn là vì:

- Với tình hình hiện tại, nếu NHNN phá giá mạnh đồng nội tệ sẽ tạo điều kiện cho dòng ngoại tệ nóng chảy vào Việt Nam càng nhiều.

- Phá giá đồng nội tệ góp phần hạn chế tình trạng nhập siêu, tuy nhiên, vay nợ nước ngoài của Việt Nam rất lớn nên khi NHNN điều chỉnh tỷ giá càng làm cho gánh nặng nợ nần tăng lên.

- Phá giá đồng nội tệ góp phần hạn chế nhập siêu như đã đề cập ở ý trên nhưng Việt Nam nhập khẩu chủ yếu là máy móc thiết bị, nguyên vật liệu sản xuất. Đây là những hàng hóa chưa có hoặc không có nhiều hàng hóa thay thế trong nước nên cầu của những hàng hóa này ít co dãn. Đồng nội tệ mất giá nhiều so với đồng ngoại tệ cũng không hạn chế được nhiều nhập khẩu những hàng hóa này. Bên cạnh đó, xuất khẩu của Việt Nam chủ yếu là nguyên liệu thô, hàng gia công chế biến, hàng nông sản... - những hàng hóa có giá trị xuất khẩu thấp - nên việc giảm giá đồng nội tệ tác động không quá lớn đến kim ngạch xuất khẩu. Như vậy tác động của điều chỉnh sâu tỷ giá cải thiện không nhiều đến cán cân thương mại ở Việt Nam.

Thứ hai, tiếp tục thực hiện chính sách thắt chặt tiền tệ đến hết quý I/2011 và nói lỏng dần chính sách tiền tệ sau đó

Theo Tổng cục Thống kê, chỉ số giá tiêu dùng tháng 12/2010 tăng tới 1,98% so với tháng 11/2010 đã kéo chỉ số giá tiêu dùng cả năm 2010 lên mức 11,75%, tăng 9,19% so với bình quân cả năm 2009. Đứng trước thực trạng đó, NHNN đã thực hiện chính sách thắt chặt tiền tệ bằng công cụ lãi suất. Ngày 29/11/2010, NHNN đã ban hành Quyết định số 2868/QĐ-NHNN về mức lãi suất cơ bản bằng đồng Việt Nam, theo đó, bắt đầu từ ngày 1/12/2010, lãi suất cơ bản được điều chỉnh từ 8%/năm lên 9%/năm. Thực hiện chính sách thắt chặt tiền tệ tại thời điểm này là hợp lý. Tuy nhiên, **NHNN đã và nên tiếp tục thực hiện việc giám sát chặt chẽ, có chế tài xử lý nghiêm các trường hợp cạnh tranh không lành mạnh về lãi suất.** Tránh trường hợp xảy ra tình trạng cạnh tranh lãi suất huy động như năm 2008 và thời gian gần đây. Sự can thiệp của NHNN qua công văn số 9779/NHNN-CSTT ngày 14/12/2010 là can thiệp đúng và kịp thời. Vì xét về tổng thể, việc cạnh tranh lãi suất này không có lợi cho tất cả các ngân hàng tham gia cuộc chơi. Một khi có ngân hàng tăng lãi suất, các ngân hàng khác sẽ phản ứng lại bằng cách tăng lãi suất theo. Cứ như vậy sẽ tạo nên một cuộc “chiến tranh giá cả”. Bản thân các ngân hàng không huy động thêm được nhiều vốn bởi với mức lãi suất tăng trước đó những người có tiền tạm thời nhàn rỗi đã gửi vào ngân hàng. Nay chiến tranh lãi suất xảy ra thì lượng tiền huy động mới vào hệ thống ngân hàng không tăng, có chăng chỉ là tiền chạy từ ngân hàng này sang ngân hàng khác.

Bên cạnh đó, với mức chênh lệch lãi suất huy động VND trong nước với mức lãi suất gần như bằng 0 ở

Mỹ thì Việt Nam sẽ càng là lực hút cho nguồn ngoại tệ nóng chảy về qua hệ thống ngân hàng để hưởng chênh lệch lãi suất.

Trong trường hợp nguồn ngoại tệ này được đổ về Việt Nam để thực hiện các dự án đầu tư thì với chính sách thắt chặt tiền tệ như hiện nay, các doanh nghiệp trong nước phải vay với lãi suất rất cao. Khoảng chênh lệch lớn về chi phí vốn giữa doanh nghiệp trong nước và doanh nghiệp nước ngoài (sử dụng vốn vay ở Mỹ và đầu tư vào thị trường Việt Nam) càng làm cho Việt Nam mất đi lợi thế cạnh tranh ngay tại sân nhà. Vì vậy, theo tác giả, để hạn chế được luồng ngoại tệ nóng trong gói QE 600 tỷ USD của Mỹ chảy vào Việt Nam, trong thời gian tới (sau quý I/2011), NHNN nên nói lỏng dần chính sách tiền tệ.

Thứ ba, tập trung mọi nỗ lực để ổn định kinh tế vĩ mô

Các giải pháp nêu trên chỉ nhằm hạn chế lượng vốn nóng đổ vào Việt Nam chứ không có giải pháp hay gói giải pháp nào có thể ngăn chặn một cách triệt để dòng vốn này. Vậy trong trường hợp không thể ngăn chặn dòng vốn nóng nói trên thì có thể chuyển hướng thực hiện các giải pháp để giữ dòng vốn này trở thành nguồn vốn đầu tư ổn định trung, dài hạn. Muốn vậy, NHNN cùng các Bộ, ngành có liên quan cần giữ được ổn định kinh tế vĩ mô. Đây là một giải pháp không dễ gì thực hiện trong giai đoạn hội nhập kinh tế quốc tế. Hằng năm, Quốc hội đều thông qua chỉ tiêu lạm phát và tốc độ tăng trưởng kinh tế. Với tình hình kinh tế hiện tại, Chính phủ nên tập trung vào mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô, kiểm chế lạm phát, nhằm đạt được mục tiêu tăng trưởng bền vững hơn là tập trung ưu tiên vào tốc độ tăng trưởng. ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Anlyn Censky “QE2: Fed pulls the trigger”, http://money.cnn.com/2010/11/03/news/economy/fed_decision/index.htm
2. Bernanke, B.S. và V.R.Reinhart (2004) “Conducting Monetary Policy at Very Low Short - Term Interest Rates”, American Economic Review, Vol.94, No.2, pp.85-90.
3. Guillaume Rocheteau and Bethany Tinlin “Monetary Policy in the United States, the Euro Area, and Japan”, http://www.clevelandfed.org/research/trends/2007/0507/01monpol_043007.cfm
4. Heather Stewart “Bank shares surge after Fed says it will spend \$1tn on quantitative easing”, guardian.co.uk Wednesday 18 March 2009 23.24 GMT.
5. Charles Hugh Smith “Here’s why Quantitative Easing 2 will Fail Spectacularly”, <http://www.businessinsider.com/quantitative-easing-fail-spectacularly-2010-10>
6. Kazuo Ueda, (2007) “Trying to Make Sense of the Bank of Japan’s Monetary Policy since the Exit from Quantitative Easing”, *International Finance* 10:3, 2007: pp. 301-316
7. Nguyễn Văn Phú “Mỹ in tiền nhưng in như thế nào?” <http://nguyenvanphu.blogspot.com/2010/11/my-in-tien-nhung-in-nhu-nao.html>
8. Okina, K. và S. Shiratsuka (2004) “Policy Commitment and Expectation Formation: Japan’s Experience Under Zero Interest Rates”, North American Journal of Economic and Finance, Vol. 15, No. 1, pp.75-100.
9. Phí Đăng Minh, “Chính sách nói lỏng định lượng của Mỹ gây nên lạm phát” <http://www.sbv.gov.vn>