

## **Chính sách phát triển**

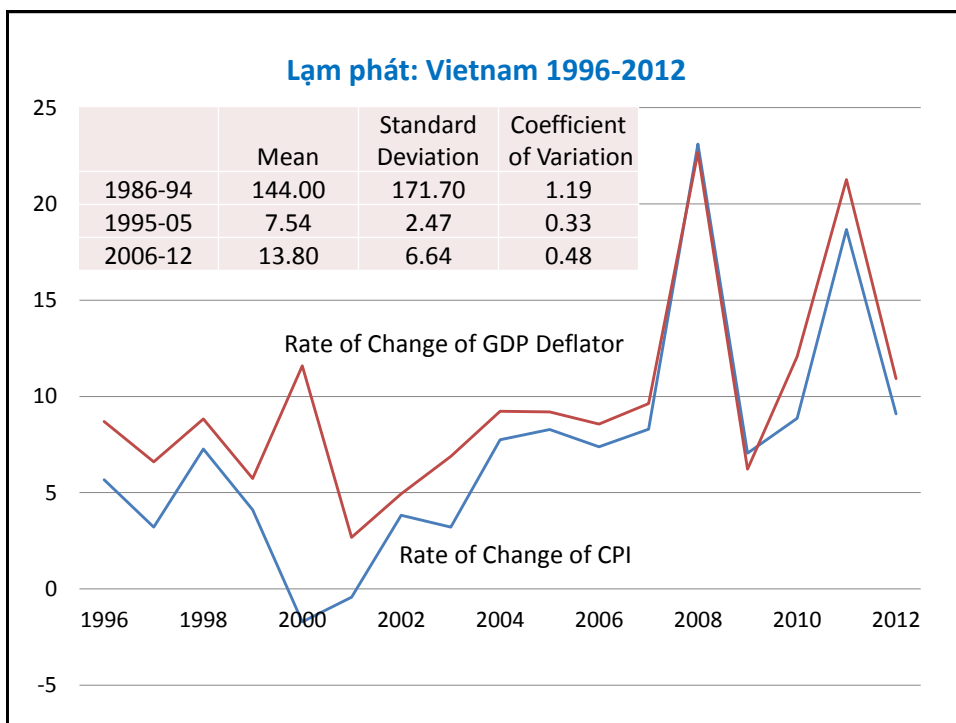
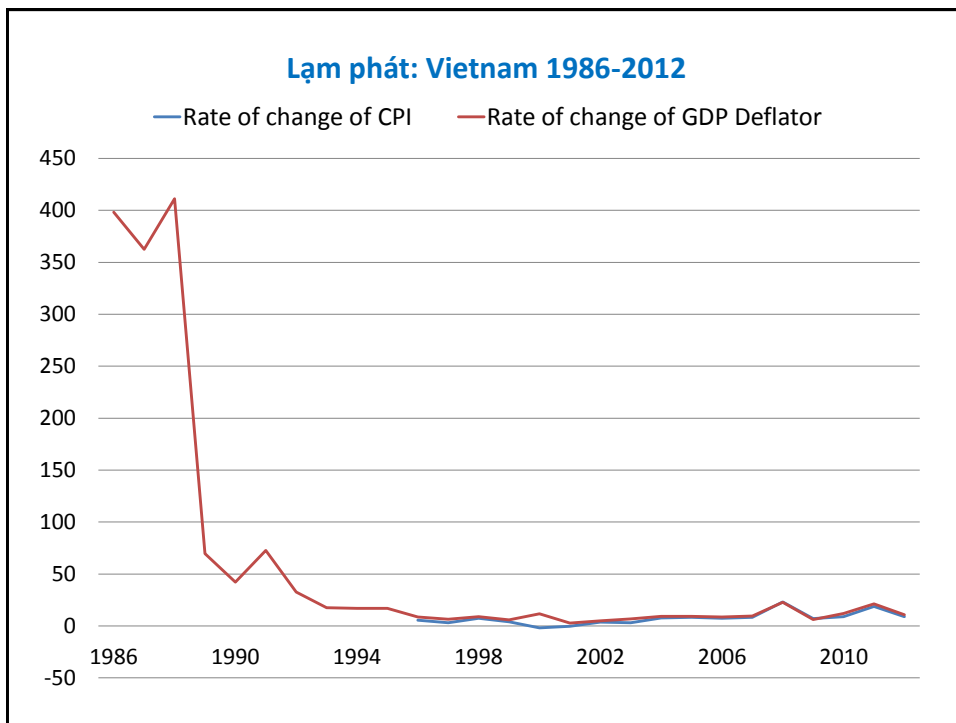
### **Bài giảng 24**

# **Ổn định vĩ mô và tăng trưởng: Nghiên cứu tình huống Việt Nam**

**James Riedel**

### **Nội dung:**

1. Đo lường bất ổn/ổn định vĩ mô như thế nào?
2. Lạm phát ở Việt Nam
3. Nguồn bất ổn vĩ mô
4. Đánh đổi giữa tăng trưởng và ổn định
5. Nguyên nhân khủng hoảng vĩ mô
6. Khủng hoảng vĩ mô là dấu hiệu dẫn đến cải cách
7. Lịch sử vĩ mô ở Việt Nam: 3 giai đoạn
  - 1986-1994
  - 1995-2006
  - 2007-today
8. Bài học từ kinh nghiệm Việt Nam



## Lạm Phát và Tăng Trưởng: Brazil

|         | Inflation |         |     | Per capita GDP growth |         |     |
|---------|-----------|---------|-----|-----------------------|---------|-----|
|         | Mean      | Std dev | COV | Mean                  | Std dev | COV |
| 1961-79 | 41.6      | 21.8    | 0.5 | 4.4                   | 3.8     | 0.9 |
| 1980-97 | 643.5     | 865.8   | 1.3 | 0.7                   | 4.0     | 5.9 |
| 1998-12 | 7.7       | 2.3     | 0.3 | 1.8                   | 2.5     | 1.4 |

## Nguồn bất ổn vĩ mô

Bên ngoài

1. Bùng nổ giá hàng thô => lạm phát?
2. Suy thoái toàn cầu => đồng tiền mất giá => lạm phát?
3. Dòng vốn ngoại đi vào => đồng tiền lên giá => lạm phát?

Bên trong

1. Cú sốc cung nội địa (hay mất mùa) => lạm phát?
2. Tăng chi tiêu công và tư => lạm phát?
3. Thâm hụt Khu vực công => lạm phát?

*“Lạm phát là một hiện tượng tiền tệ và luôn hiện hữu và ở khắp mọi nơi theo nghĩa nó thật sự và có thể được tạo ra chỉ bằng sự gia tăng lượng tiền nhanh hơn sản lượng”.*

Milton Friedman, *The Counter-Revolution in Monetary Theory* (1970)

## Đánh đổi giữa tăng trưởng và ổn định

### Đường Phillips

Khi không có sự cứng nhắc về giá cả và kỳ vọng, hay trong dài hạn, lạm phát hoàn toàn là một hiện tượng tiền tệ. Việc hạ thấp tỉ lệ lạm phát dài hạn là vấn đề hạ thấp vĩnh viễn tốc độ tăng trưởng tiền. Nhưng trong ngắn hạn, khi giá cả chưa thay đổi, việc giảm lạm phát có thể đòi hỏi phải giảm tốc độ tăng trưởng, nếu không nói là mức sản lượng và việc làm.

Sự đánh đổi giữa tăng trưởng và ổn định được mô tả bằng mối tương quan thực nghiệm giữa lạm phát và tăng trưởng hay còn gọi là đường Phillips

$$\pi = \pi^e + \alpha \cdot g$$

Trong đó  $\pi$  là tỉ lệ lạm phát,  $\pi^e$  là tỉ lệ lạm phát kỳ vọng,  $g$  là tốc độ tăng trưởng GDP và  $\alpha$  là hệ số hy sinh, thường nằm trong khoảng 2-4 ở các nước phát triển.

## Đánh đổi giữa tăng trưởng và ổn định

Đường Phillips được minh họa trong Hình 1. Độ dốc phụ thuộc vào độ linh hoạt của giá cả, kém linh hoạt = phẳng hơn.

Đường PC không ổn định về mặt thực nghiệm vì các cú sốc giá bên ngoài và thay đổi trong lạm phát kỳ vọng.

### Kỳ vọng:

- Khi lạm phát thấp và ổn định, kỳ vọng là PC tĩnh, ổn định
- Khi lạm phát cao và ổn định, kỳ vọng sẽ thích ứng.
- Khi lạm phát cao và không ổn định, kỳ vọng sẽ hợp lý (hay nhìn về tương lai) và mối quan hệ giữa lạm phát và tăng trưởng có khả năng âm, không dương...đường PC không ổn định.

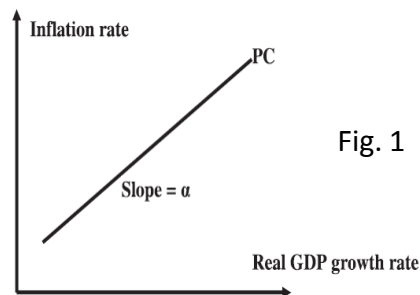


Fig. 1

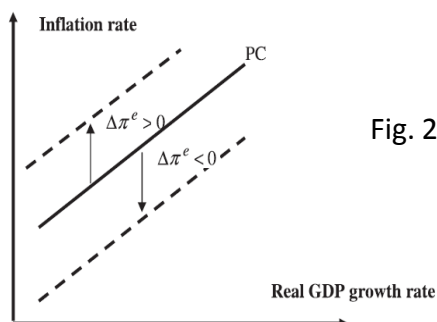
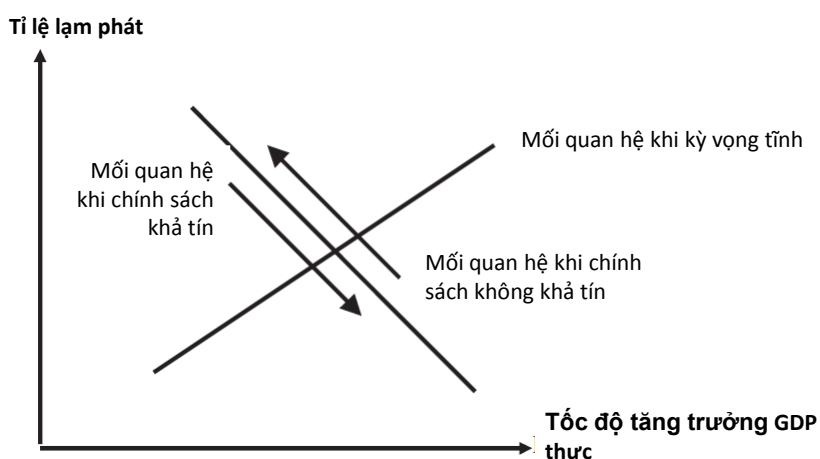


Fig. 2

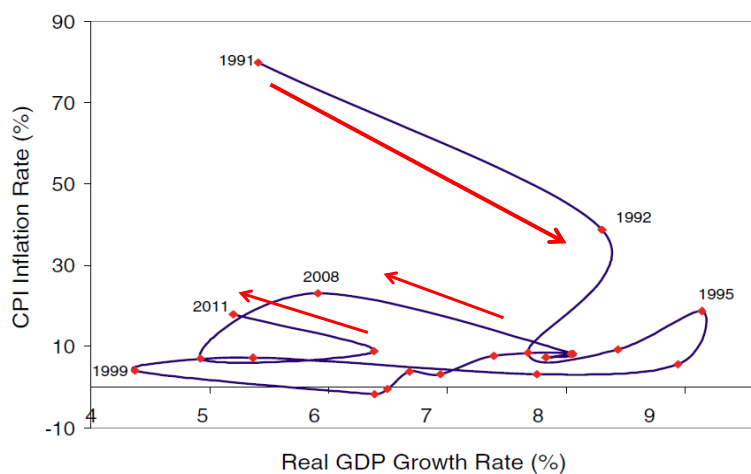
## Đánh đổi giữa tăng trưởng và ổn định

Khi kỳ vọng hướng về tương lai, chúng có thể thay đổi nhanh chóng. Nếu chính sách giảm lạm phát là đáng tin, thay đổi kỳ vọng sẽ củng cố cho chính sách, với kết cục là lạm phát thấp hơn và tăng trưởng cao hơn. Nhưng nếu chính sách không đáng tin, mọi chuyện sẽ ngược lại.



## Đánh đổi giữa tăng trưởng và ổn định

Đường Phillips đối với Việt Nam: 1990-2011



Pham, and Riedel, 2013

Tại sao không có đường Phillips ổn định ở Việt Nam?

### Khủng hoảng vĩ mô: Ba thể hệ mô hình

#### Thế hệ mô hình thứ nhất về khủng hoảng tiền tệ (Krugman, 1979)

Khi ngân hàng trung ương cố gắng cố định tỉ giá hối đoái dưới giá cân bằng thị trường bằng cách bán ngoại hối, dự trữ sẽ giảm xuống mức đủ để thu hút một đợt tấn công đầu cơ, dẫn đến sự thu hẹp tiền tệ đại trà, đẩy lãi suất lên cao và giảm sản lượng cùng việc làm.

$$M = CC + DEP = h(CC + BR) = h(R + D)$$



*Ngân hàng trung ương có thể "vô hiệu hóa"  $\Delta R$  bằng cách mua tài sản nội địa (D):*

$$\Delta D = -\Delta R$$

*Nhưng chỉ khi R giảm xuống mức ngưỡng dẫn đến vụ tấn công đầu cơ.*

### Khủng hoảng vĩ mô: Ba thể hệ mô hình

#### Thế hệ mô hình thứ hai về khủng hoảng tiền tệ (Obstfeld, 1994)

Đôi khi khủng hoảng xảy ra, không phải do dự trữ thu hẹp mà khi chính phủ nhận thấy cam kết tỉ giá cố định cam thiệp vào những mục tiêu nội địa khác (như toàn dụng lao động). Khi giới đầu cơ nhận thấy sự thiếu nhất quán giữa tỉ giá cố định với các mục tiêu chính sách khác, họ có thể tấn công tiền tệ, đẩy lãi suất (R) lên và buộc chính phủ phải bỏ chính sách chốt tỉ giá.

$$R \quad M = h(R + D)$$



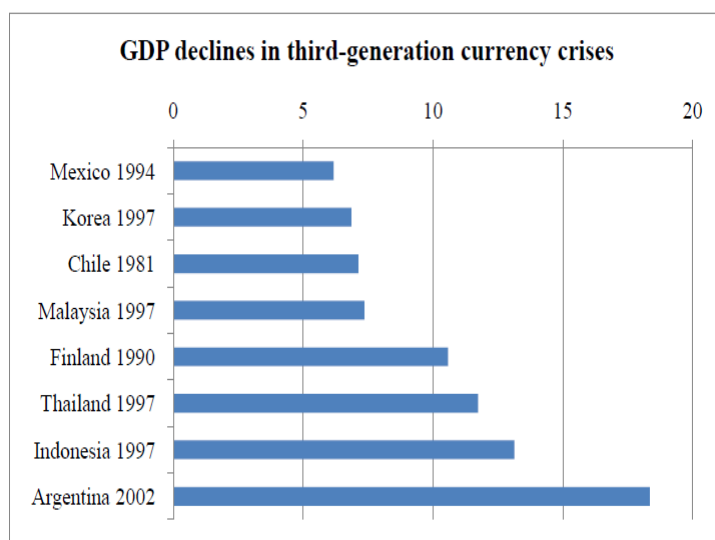
*Trong mô hình thế hệ 2<sup>nd</sup>, khủng hoảng tiền tệ có thể dẫn đến gia tăng tăng trưởng và việc làm (e.g. UK in 1992)*

### Khủng hoảng vĩ mô: Ba thể hệ mô hình

Thế hệ mô hình thứ ba về khủng hoảng tiền tệ (Krugman, 1999)

Những mô hình này lấy cảm hứng từ khủng hoảng Mexico (1994), khủng hoảng châu Á (1997) và khủng hoảng Argentina (2002). Vấn đề thường bắt đầu với bong bóng tài chính được tài trợ từ dòng vốn ngoại đổ vào. Cuối cùng là một vụ tấn công đầu cơ tiền tệ với kết quả phá giá trên diện rộng. Những mô hình này chú trọng vào tác động của phá giá lên bảng cân đối tài sản của ngân hàng và doanh nghiệp đang nắm giữ lượng nợ nước ngoài lớn. Tài sản ròng doanh nghiệp giảm và đặc biệt là của ngân hàng dẫn đến tín dụng thu hẹp trên diện rộng và giảm đầu tư, sản lượng và việc làm, dẫn đến phá giá hơn nữa. Tác động của khủng hoảng thế hệ 3 thường là rất lớn.

### Khủng hoảng vĩ mô: Ba thể hệ mô hình



Krugman (1980) Nobel Lecture

## Khủng hoảng vĩ mô: khủng hoảng và cải cách

Khủng hoảng kinh tế có dẫn đến cải cách kinh tế?

Nghiên cứu của tôi về *Macroeconomic Crises and Long-term Growth in Turkey* (World Bank, 1993) cho thấy là có. Khủng hoảng kinh tế vĩ mô nghiêm trọng bùng nổ vào cuối mỗi thập niên (1959, 1969, 1979), dẫn đến nhiều vụ đảo chính, một vài gói cải cách và mất một hai năm để trở lại chính phủ dân sự dân chủ, sau đó...

Drazen và Easterly (2001) nhận thấy bằng chứng dựa trên số liệu 156 nước thời gian 45 năm, khủng hoảng đưa đến cải cách khi lạm phát và chênh lệch tỉ giá hối đoái thị trường chợ đen là cực kỳ cao. Họ không tìm thấy bằng chứng cho thấy lạm phát ôn hòa, chênh lệch thị trường chợ đen, thâm hụt tài khoản vãng lai cao và thâm hụt ngân sách cao hay tăng trưởng âm dẫn đến cải cách.

Tại sao không? Vì khi điều kiện không quá tồi tệ, các nước sẽ nhận được giải cứu từ ODA, nhưng khi rất tồi tệ, họ bị cắt ODA và phải cải cách.

Làm thế nào về đổi mới ở VN ?

## Lịch sử kinh tế vĩ mô Việt Nam: 1988-94

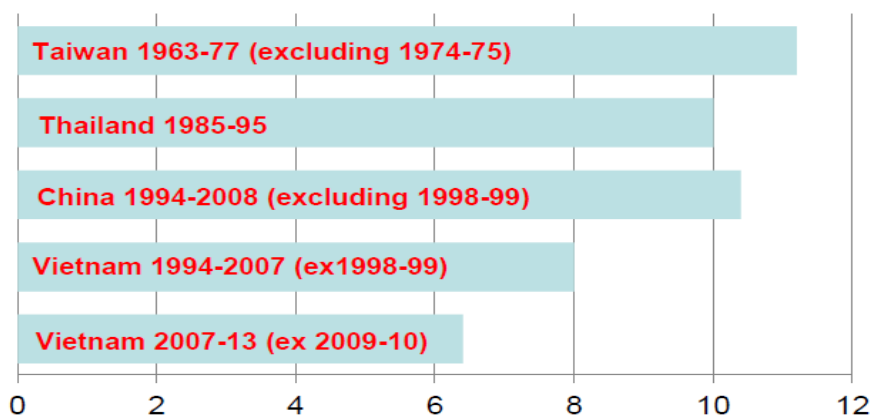
|                                                | 1988  | 1989  | 1990  | 1991   | 1992   | 1993   |
|------------------------------------------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| Thâm hụt ngân sách (% GDP)                     | -7.2  | -7.5  | -5.8  | -1.5   | -1.7   | -4.8   |
| Tăng trưởng tiền (%)                           | 443.3 | 237.8 | 32.4  | 78.8   | 3.7    | 9.9    |
| Tỉ giá (VND/USD)                               | 900   | 4,500 | 6,500 | 10,000 | 10,200 | 10,600 |
| Tỉ lệ lạm phát (%)                             | 394.9 | 74.3  | 36.4  | 82.7   | 37.7   | 8.3    |
| Tăng trưởng GDP thực (%)                       | 5.2   | 5.0   | 5.1   | 5.8    | 8.7    | 8.0    |
| Tỉ lệ trong tổng thanh khoản tiền gửi ngoại tệ | 9.3   | 24.7  | 32.4  | 41.1   | 30.3   | 23.0   |

Source: Riedel and Comer (1997).

- SOE thu lỗ => thâm hụt tài khóa => tăng trưởng tiền => lạm phát
- Chính phủ cắt trợ cấp cho SOEs; cắt đầu tư công; giảm lương khu vực công; giảm quân đội
- Kỳ vọng lạm phát giảm (ghi chú: tỉ trọng tiền gửi nước ngoài giảm)
- **Lạm phát giảm từ >400% to <10%**
- **Tăng trưởng tăng từ 5% lên 8 hay 9%**
- **Khủng hoảng có dẫn đến cải cách?**
- **Liệu cuộc khủng hoảng này là kiểu khủng hoảng vĩ mô kinh điển?**

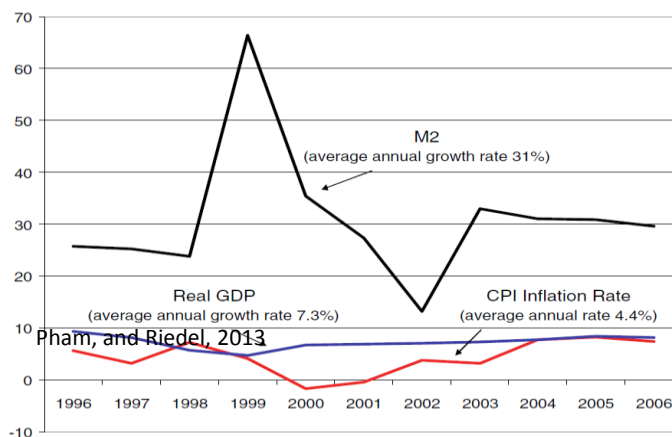
### Lịch sử kinh tế vĩ mô Việt Nam: 1996-2006

Trong thập niên 1994-2006 Việt Nam mở cửa nền kinh tế và thực hiện chiến lược gắn với công nghiệp hóa định hướng xuất khẩu (EOI) và tăng trưởng nhanh chóng, nhưng không nhanh bằng các nước khác trong thời kỳ phát triển nhờ EOI.



### Lịch sử kinh tế vĩ mô Việt Nam: 1996-2006

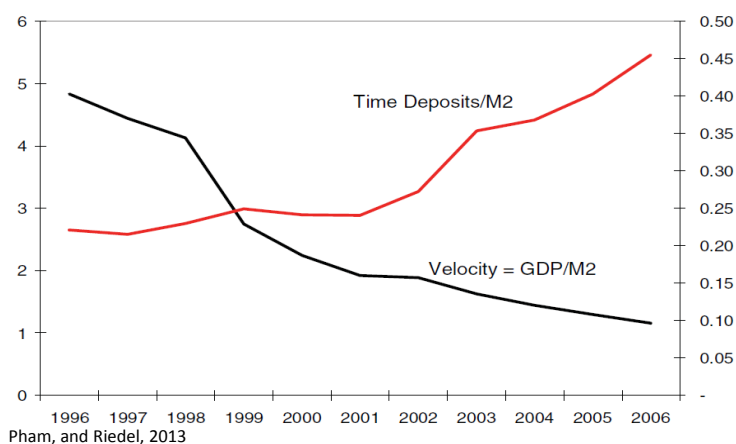
Trong thập niên này, Việt Nam tận hưởng không chỉ tăng trưởng tương đối nhanh (7-8 %), mà còn lạm phát tương đối thấp (5-6 %)



*Nhưng chú ý, tăng trưởng tiền là cao. Tại sao lạm phát lại thấp?*

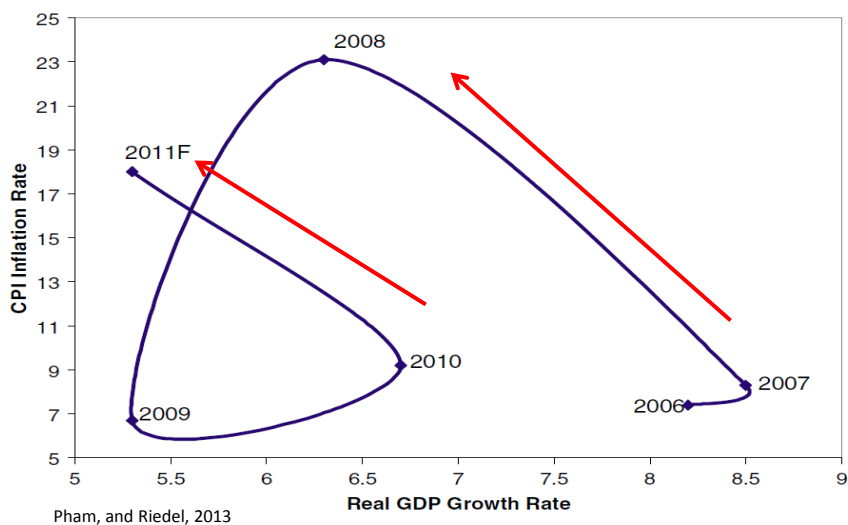
### Lịch sử kinh tế vĩ mô Việt Nam: 1988-94

Trả lời: vì cầu tiền tăng nhanh do kết quả của (1) tăng trưởng GDP thực nhanh và (2) tiết kiệm tăng, phần lớn được gửi ở ngân hàng có kỳ hạn và kết quả làm giảm vòng quay chu chuyển tiền



### Lịch sử kinh tế vĩ mô Việt Nam: 2007-2014

Trong hơn 8 năm qua, Việt Nam đã trải qua tăng trưởng thấp và lạm phát tăng. tại sao đường PC không diễn ra như kỳ vọng?



## Lịch sử kinh tế vĩ mô Việt Nam: 2007-2014

Ảo tưởng WTO dẫn đến tăng chi tiêu đầu tư công và dòng vốn ngoại lớn đổ vào 2007 và nửa đầu 2008.

| % GDP                                | 2004      | 2005      | 2006      | 2007      | 2008       | 2009      | 2010      | 2011      |
|--------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|
| <b>Cân cân tài khoản vãng lai</b>    | <b>-4</b> | <b>-1</b> | <b>0</b>  | <b>-9</b> | <b>-12</b> | <b>-7</b> | <b>-4</b> | <b>-1</b> |
| Dòng vốn vào ròng                    | 6         | 4         | 7         | 21        | 14         | 12        | 4         | 3         |
| $\Delta$ dự trữ ( trừ = $\uparrow$ ) | -2        | -3        | -7        | -12       | -2         | -6        | 0         | -2        |
| <b>Cân đối S-I quốc gia</b>          | <b>-4</b> | <b>-1</b> | <b>0</b>  | <b>-9</b> | <b>-12</b> | <b>-7</b> | <b>-4</b> | <b>-1</b> |
| Cân đối S-I tư nhân                  | 0         | 6         | 5         | 4         | -9         | 2         | 2         | 3         |
| Cân đối S-I nhà nước                 | -4        | -6        | -5        | -13       | -3         | -9        | -6        | -4        |
| <b>Tổng tiết kiệm quốc gia</b>       | <b>32</b> | <b>35</b> | <b>35</b> | <b>33</b> | <b>28</b>  | <b>32</b> | <b>35</b> | <b>29</b> |
| Tư nhân                              | 24        | 28        | 27        | 26        | 21         | 27        | 30        | 24        |
| Nhà nước                             | 8         | 7         | 8         | 7         | 7          | 5         | 5         | 5         |
| <b>Đầu tư gộp</b>                    | <b>36</b> | <b>36</b> | <b>35</b> | <b>42</b> | <b>40</b>  | <b>38</b> | <b>39</b> | <b>30</b> |
| tư nhân                              | 23        | 22        | 23        | 22        | 31         | 25        | 28        | 21        |
| Nhà nước                             | 13        | 13        | 12        | 20        | 9          | 14        | 11        | 9         |

IMF Art. IV Consultation Report 2013

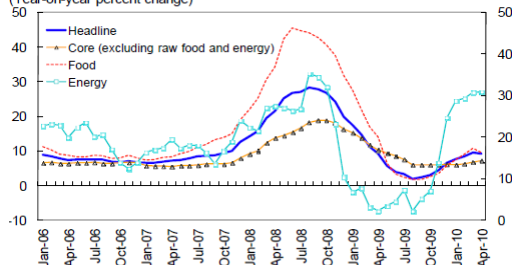
### Khủng hoảng mini 2008

Dòng vốn ngoại đi vào, tài trợ cho chi tiêu đầu tư công tăng, được xem là món hời lớn cho nền kinh tế cho đến mùa xuân 2008, khi .....

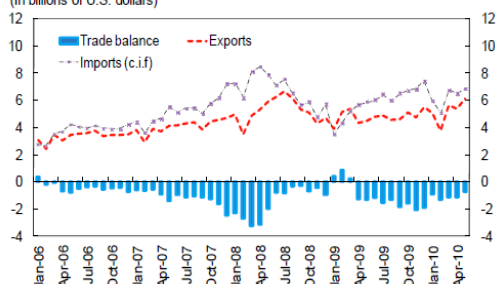
- Bùng nổ lạm phát hai con số (30%)
- Tăng mạnh thâm hụt thương mại (30% GDP)

Các nhà đầu tư chênh lệch lãi suất trên thị trường nợ chính phủ đổi kỳ vọng tỉ giá và cố thanh lý tài sản đang nắm giữ

Vietnam: Inflation Developments, 2006–10  
(Year-on-year percent change)



Vietnam: Trade (c.i.f.), 2006–10  
(In billions of U.S. dollars)



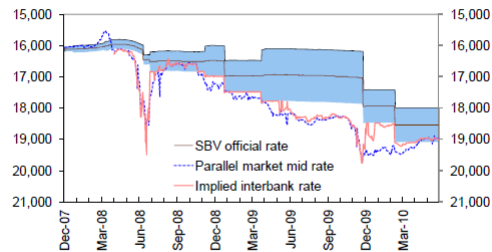
### Khủng hoảng mini 2008

Kỳ vọng nhà đầu tư đổi chiều dẫn đến bán tháo tiền đồng, tỉ giá (dong/\$) tăng 25 % trong vài tuần

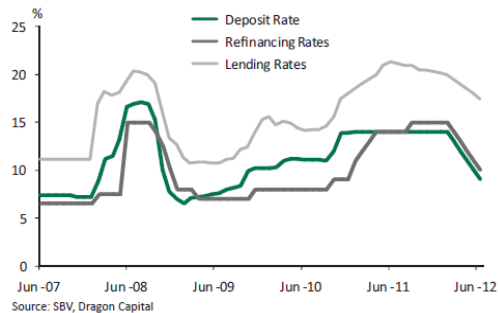
Để kiểm soát phá giá, SBV bắt đầu bán ra dự trữ ngoại hối, điều này càng củng cố kỳ vọng phá giá.

Dự trữ ngoại hối giảm dần tới thu hẹp tiền tệ và lãi suất cao lên, làm chậm tăng trưởng  
( $FR \downarrow \Rightarrow M \downarrow \Rightarrow R \uparrow \Rightarrow g \downarrow$ )

Vietnam: Exchange Rate Developments, 2008–10 1/ (Dong per U.S. dollar)



Sources: State Bank of Vietnam; and Reuters.  
1/ An upward movement indicates an appreciation.



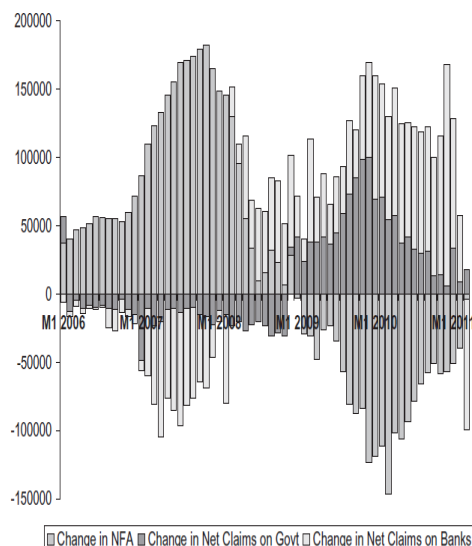
Source: SBV, Dragon Capital

### Mối quan hệ giữa vốn ngoại vào/ra với lạm phát

Năm 2007 và đầu 2008, để tránh tăng giá, SBV mua lượng lớn ngoại tệ ồ ạt đi vào khu vực ngân hàng, dự dưới dạng dự trữ ngoại hối (tăng cơ sở tiền). Cơ chế vô hiệu hóa không có tác dụng.

Sau 5/2008, SBV bán dự trữ để kiểm soát phá giá. Tác động tiền tệ của việc bán ra dự trữ bị vô hiệu hóa với vốn vay SBC cấp cho ngân hàng thương mại và gia tăng tỉ lệ dự trữ bắt buộc.

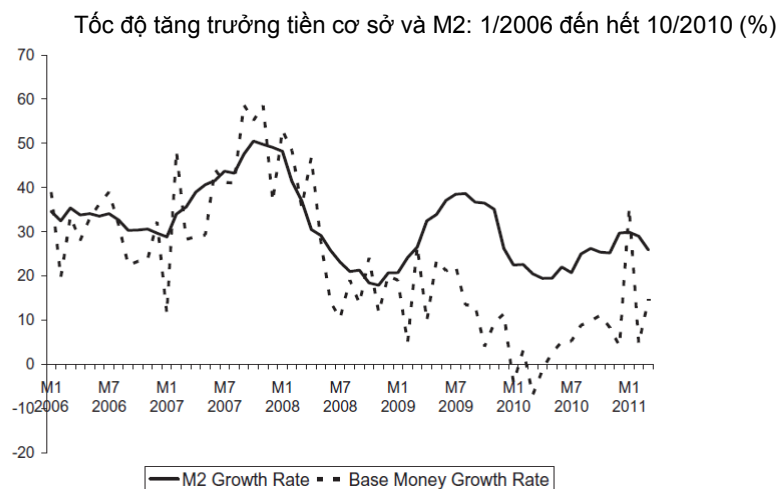
Change (YOY) in base money and its components (VND billions)



Pham, and Riedel, 2012

### Mối quan hệ giữa tiền cơ sở và M2

Mối quan hệ này khá chặt chẽ cho đến đầu 2009 khi SBV hạ dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi của ngân hàng thương mại nhằm kích thích nền kinh tế.

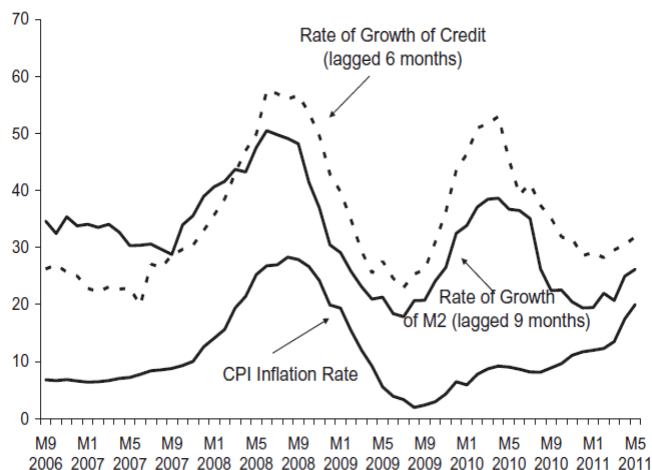


Pham, and Riedel, 2012

### Mối quan hệ giữa tăng trưởng tiền và lạm phát

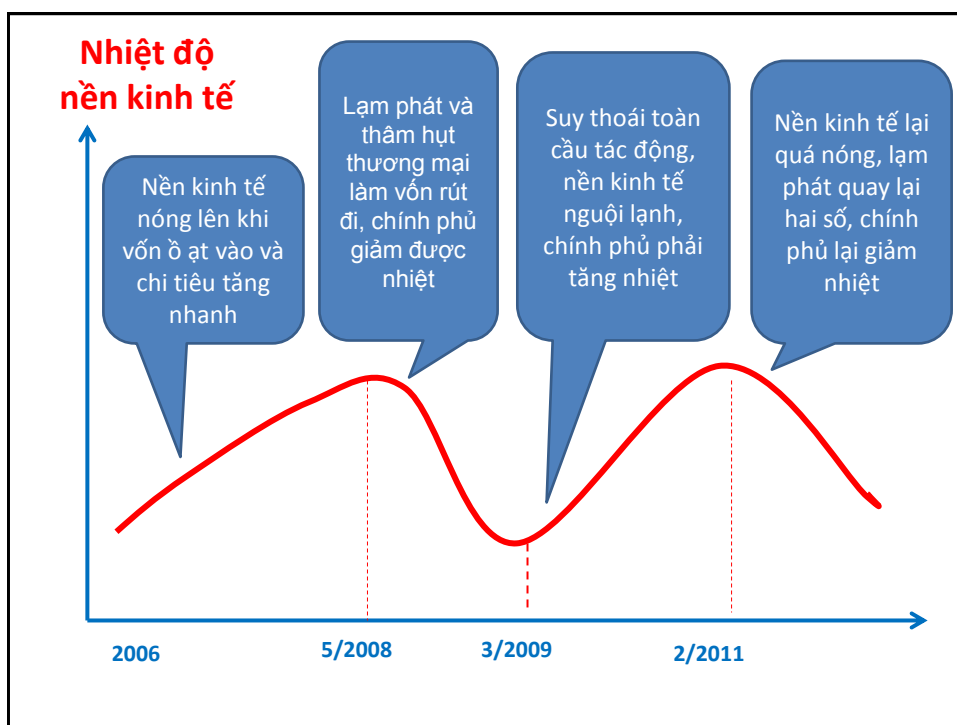
Như ở nơi khác, lạm phát Việt Nam là hiện tượng tiền tệ

Tốc độ tăng trưởng tiền và tín dụng hàng tháng (YOY) (theo sau) và tỉ lệ lạm phát CPI



Pham, and Riedel, 2012

*Cuộc khủng hoảng mini 2008 hé lộ mâu thuẫn giữa chính sách tiền tệ với mục tiêu tỉ giá hối đoái và chính sách tiền tệ với mục tiêu lạm phát thấp. SBV không thể nhắm đến cả hai dù đã cố gắng!*



**Bài học từ kinh nghiệm của Việt Nam về ổn định vĩ mô và tăng trưởng là gì?**

**Trắc nghiệm**

1. Sự đánh đổi giữa ổn định và tăng trưởng có diễn ra ở Việt Nam? tại sao?
2. Các kết quả khác nhau từ việc quản lý khủng hoảng trong giai đoạn 1989-1994 và 2008-2013 cho chúng ta biết gì về chính sách bình ổn vĩ mô?
3. Khủng hoảng mini của Việt Nam (2008) thuộc thể hệ 1<sup>st</sup>, 2<sup>nd</sup>, hay 3<sup>rd</sup>?
4. Kinh nghiệm của Việt Nam nói lên điều gì về giả thuyết “khủng hoảng dẫn dắt cải cách”?
5. Kinh nghiệm lịch sử có gợi ra cách tốt nhất để Việt Nam trở lại tăng trưởng nhanh và lạm phát thấp không?
6. Khuyến nghị chính sách của bạn là gì?

**Cảm ơn**