

Ghi chú Bài giảng 18

DÒNG VỐN VÀO VÀ BẤT ỔN VĨ MÔ Ở VIỆT NAM

Quan điểm truyền thống thường cho rằng dòng vốn vào là một điềm tốt của một nền kinh tế mới nổi, vì vốn đang được chạy tới nơi có năng suất cao nhất. Lý thuyết tăng trưởng nói rằng vốn có năng suất biên cao hơn ở những nơi có trữ lượng vốn thấp. Vì vậy ở các nước đang phát, triển, người ta hồ hởi đón nhận sự đổ vào của các dòng vốn, hỗ trợ cho các hoạt động đầu tư dài hạn, hay giúp làm giãn bớt các nhu cầu tiêu dùng ngắn hạn.

Nhưng nếu lịch sử là một tấm gương, người ta thường nhìn thấy ở đó một sự dao động rất lớn, các dòng vốn đổ vào rất nhiều vào thời thịnh và tháo chạy rất nhanh vào thời suy. Kể cả khi nền kinh tế đang trong thời kỳ phát triển ổn định, các dòng vốn vào vẫn có những hệ quả vĩ mô ngoài dự định. Và đi kèm với đó là nhiều sự méo mó vĩ mô khác của nền kinh tế. Cuộc khủng hoảng kinh tế vừa qua đã hâm nóng lại cuộc thảo luận về sự khao khát đối với các dòng vốn. Các câu hỏi đặt ra với chính sách là có hay không những biện pháp để kiểm soát dòng vốn này, hay định hướng cho dòng chảy của vốn là đúng hướng nhất.

Ở Việt Nam, sau một thời gian tăng trưởng mạnh mẽ, đạt ngưỡng thu nhập bình quân \$1000 một năm và gấp gần bốn lần kể từ năm 1989, năm 2008 là một năm u ám của nền kinh tế. Sản lượng tăng trưởng chỉ ở mức 6.2%, sụt giảm từ 8.5% so với năm 2007, và thấp hơn cả mức tăng trưởng mục tiêu 6.7% chính phủ đặt ra. Lạm phát phi mã tới 28% vào tháng 8/2008, và thâm hụt thương mại đạt mức 17 tỷ đô la Mỹ, hay 19% GDP. Thị trường chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh chao đảo và mất tới 66% giá trị.

Trước hết hãy thử bắt mạch. Trong suốt năm 2008, dấu hiệu bất ổn vĩ mô nhìn thấy rõ nhất ở Việt Nam là lạm phát. Không thể phủ nhận việc tăng giá dầu và một số nguyên liệu sản xuất trên thị trường thế giới cũng như thiên tai, dịch bệnh trong nước là nguyên nhân khách quan dẫn tới việc tăng chỉ số giá tiêu dùng. Tuy nhiên, nếu lạm phát chủ yếu do giá thế giới tăng thì các nước khác như Trung Quốc, Thái Lan, Malaysia ... cũng đều phải chịu sức ép tương tự. Nhưng khi lạm phát của Việt Nam cao hơn tới 2-3 lần so với các nước trong khu vực, tín hiệu này cho thấy vấn đề kinh tế vĩ mô của Việt Nam không phải là hệ quả của cuộc khủng hoảng có tính hệ thống toàn cầu. Rõ ràng, có những bất ổn xuất phát từ bên trong nội tại của nền kinh tế mà lạm phát chỉ là dấu hiệu lâm sàng.

Về bản chất, lạm phát, hệ quả của sự tăng trưởng quá nhanh của cung tiền, là một thuật ngữ kinh tế vĩ mô thể hiện sự đổ vỡ về nguyên tắc: nguyên tắc tài khóa và tiền tệ. Chúng ta đã thảo luận về các vấn đề tài khóa của Việt Nam, và sự thâm hụt ngân sách của chính phủ trong những bài trước. Đối với các vấn đề tiền tệ, điều đầu tiên nhìn thấy rõ nhất là mức tăng mạnh cung tiền M2 và dòng tín dụng. Nguyên nhân chính của lạm phát là mặc dù nền kinh tế kém hiệu quả nhưng lại phải hấp thụ một lượng vốn quá lớn. Tổng lượng vốn từ bên ngoài chảy vào nền kinh tế trong năm 2007 ước chừng lên tới 22-23 tỷ USD (tương đương 30% GDP). Đồng thời, tăng cung tiền, tín dụng, và đầu tư đều đạt mức kỷ lục, trong đó một tỷ lệ rất lớn được dành cho các DN nhà nước kém hiệu quả. Khi lượng tiền đổ vào nền kinh tế quá nhiều, lại không được sử dụng một cách hiệu quả để sản xuất ra hàng hóa và dịch vụ thì sẽ dẫn tới tình trạng “quá nhiều tiền nhưng quá ít hàng”. Cụ thể là trong 3 năm (từ 2005 đến 2007), cung tiền tăng tổng cộng 135% nhưng GDP chỉ tăng 27%, và lạm phát là hệ quả tất yếu.

Đã có nhiều nghiên cứu tìm hiểu về sự di chuyển của các dòng vốn. Nghiên cứu của Kaminsky, Reinhart và Vegh (2004) đã được thảo luận lần trước tìm thấy bằng chứng cho thấy chính sách tài khóa ở các nước đang phát triển có xu hướng thuận chu kỳ. Cũng trong nghiên cứu này, các tác giả cũng nhìn thấy xu hướng thuận chu kỳ trong cả chính sách tiền tệ và cả dòng vốn ở các nước này. Cụ thể, ở các nước đang phát triển, chính phủ có xu hướng vay mượn nhiều trong thời kinh tế tăng trưởng tốt và trả nợ vào lúc nền kinh tế suy thoái. Về các chính sách tiền tệ, trong khi các nước OECD thường ngược chu kỳ, thì các nước đang phát triển lại chủ yếu là thuận chu kỳ hoặc không theo chu kỳ (acyclical): ở thời kỳ thuận lợi lãi suất được duy trì ở mức thấp, còn thời kỳ khó khăn lãi suất lại rất cao, khiến tỉ lệ cho vay và tỉ lệ tiền gửi cũng cao hơn.

Kết hợp các yếu tố lại, các tác giả cho thấy, ở các nước đang phát triển, vòng xoay của vốn và các chính sách vĩ mô hậu thuẫn cho nhau: chính sách tài khóa và tiền tệ thường có xu hướng mở rộng vào thời kỳ có dòng vốn vào, và thu hẹp khi các dòng vốn tháo chạy. Chính vì vậy người ta gọi mối tương quan đồng biến này là hiện tượng “trời mà mưa là mưa to,” hay là “trời mưa, nước trút.”

Cũng phải nói thêm rằng, những trường hợp dòng vốn lớn đổ vào gắn liền với các yếu tố ngoại cảnh, không phải chỉ riêng sức hấp dẫn của lãi suất. Chẳng hạn, giá nhiên liệu tăng vọt (ví dụ giá dầu đối với các nước xuất khẩu), xu thế hòa nhập quốc tế (NAFTA, EU, WTO) cùng với tín hiệu rằng rủi ro đã giảm xuống. Tuy nhiên, các yếu tố này thường xuyên biến động, và các nước đang phát triển được tiếp cận nguồn vốn quốc tế một cách rất thất thường. Khi kinh tế yếu kém, người cho vay lo ngại rằng họ sẽ không được trả lại tiền và vì thế họ hạn chế cho các nước đang phát triển vay, đặc biệt là các

nước thu nhập thấp và trung bình (các nước nghèo hầu như không bao giờ tiếp cận được dòng vốn tư nhân).

Trong khi đó, mô hình Mundell-Fleming giả định rằng khi các yếu tố khác là không đổi, lãi suất trong nước cao hơn sẽ thu hút vốn từ nước ngoài. Trên thực tế, các “yếu tố khác” như môi trường đầu tư, niềm tin của doanh nghiệp lại không phải lúc nào cũng “không đổi” và dao động độc lập so với biến động của lãi suất trong nước. Bài học năm 2008 của Việt Nam cho thấy thật sự cần thiết phải theo dõi sát sao các hoạt động đầu tư. Đầu tư dao động nhiều hơn chi tiêu, và sự dao động đó liên quan chặt chẽ đến dòng vốn.

Các dòng vốn lớn đổ vào có thể gây ra tình trạng bất ổn nếu không được vô hiệu hóa. Vô hiệu hóa có nghĩa là ngân hàng trung ương cần bán trái phiếu tiền VND ra để mua lại lượng tiền USD đổ vào trong nước. Khi có quá nhiều USD, đồng VND trở nên tăng giá so với đồng USD. Trong mô hình Mundell-Fleming, việc ngân hàng trung ương tăng dự trữ và đưa tiền đồng vào lưu thông được thực hiện gần như không có chi phí. Trên thực tế, để vô hiệu hóa đòi hỏi một thị trường trái phiếu phát triển mà thường là không có ở các nước đang phát triển.

Ở Việt Nam, không có một thị trường trái phiếu đủ mạnh và hấp dẫn. Nói cách khác, trái phiếu bằng tiền đồng không đủ để hấp thụ lượng vốn đổ vào khổng lồ đó. Các thị trường mới nổi thiếu một thị trường vốn đủ “sâu” để hấp thụ lượng vốn này. Vì vậy, khi tiền đổ vào trong nước, đi qua hệ thống ngân hàng, ngân hàng xúc tiến các khoản cho vay sang các thị trường rất nóng và dễ đổ vỡ như là thị trường chứng khoán và thị trường bất động sản. Giai đoạn bùng nổ (boom) bắt đầu. Khu vực ngân hàng thời kỳ này tham gia hồ hởi vào các hoạt động cho vay bất động sản. Càng cho vay nhiều, thị trường càng nóng. Một số ngân hàng có mức cho vay tới 65% lượng vốn vào bất động sản, trong khi mà chỉ 8 tới 9% đã được coi là rất rủi ro. Khi giá bất động sản tiếp tục tăng lên, người dân cảm thấy giàu hơn, họ mua thêm, đầu tư thêm, ngân hàng tiếp tục cho vay thêm, dòng vốn tiếp tục đổ vào. Kết quả là “trời mưa, nước trút,” khi bong bóng vỡ, giá bất động sản sụt giảm xuống chỉ còn một nửa. Cùng lúc đó là cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu bắt đầu lan rộng. Nguồn vốn trong nhanh chóng rút khỏi nền kinh tế, kèm theo các đơn hàng sụt giảm mạnh từ các thị trường mà Việt Nam đang xuất khẩu.

Bình luận thêm về dòng vốn vào và bong bóng bất động sản. So với Nhật Bản, Việt Nam có diện tích đất sinh hoạt trên đầu người lớn hơn, thu nhập trên đầu người thấp hơn tới 50 lần, thế nhưng giá nhà đất đô thị ở hai nước lại có khi tương đương nhau.

Đây là một bằng chứng về mức độ bong bóng của giá bất động sản ở các đô thị của Việt Nam. Không những thế, giá đất vẫn tiếp tục tăng rất nhanh trong năm 2007.

Một vấn đề nữa đối với các vận động về tỷ giá nêu ở trên là Việt Nam là một nước đã được “đô la hóa”. Khi nền kinh tế bị đô la hóa, ngân hàng trung ương sẽ rất khó kiểm soát lạm phát bằng lãi suất. (Kiểm soát lạm phát bằng lãi suất có nghĩa là tăng chi phí của việc giữ tiền VND bằng cách tăng lãi suất tiền đồng). Nhưng khi ngân hàng tăng lãi suất, các nhà đầu tư sẽ chuyển các khoản nợ sang đô la. Đây là lý do tại sao rất nhiều nền kinh tế mới nổi phải cố định tỷ giá của mình: không thể kiểm soát cung tiền, họ kiểm soát tỷ giá. Vấn đề này được Ricardo Hausman gọi là “tội lỗi nguyên căn.” Đây là tình trạng mà đồng nội tệ của một quốc gia không được sử dụng trong các hoạt động vay mượn trong và ngoài nước, mà họ dùng một đồng ngoại tệ để thay thế (đôla, yên, euro). Nếu đồng tiền trong nước mất giá, các quốc gia này chịu rủi ro rất lớn trong việc trả nợ, và sẽ có nguy cơ lâm vào khủng hoảng.

Khi các dòng vốn tháo chạy ra khỏi nước, để kích thích nền kinh tế, các lựa chọn chính sách cho Việt Nam là rất hạn chế. Chẳng hạn so với Trung Quốc, một nước có thặng dư thương mại lớn và lượng dự trữ ngoại hối lớn, trong khi cán cân vãng lai của Trung Quốc thặng dư 11% GDP năm 2008, thì Việt Nam thâm hụt cán cân vãng lai 12% GDP. Trong khi Trung Quốc đang tích lũy thêm dự trữ và cho các nước giàu vay lượng vốn dư thừa của mình, thì Việt Nam phải dùng nguồn tiết kiệm từ nước ngoài để tài trợ cho thâm hụt ngân sách. Đã có ước lượng rằng Trung Quốc tích lũy được một lượng dự trữ tương đương với \$1500/người, còn Việt Nam chỉ là \$250/người. Điều này có nghĩa là Việt Nam dễ bị tổn thương hơn nhiều khi có những chuyển hướng đột ngột trong quỹ đạo của dòng vốn.

Để kích thích nền kinh tế bằng chính sách tiền tệ, có hai lựa chọn là hạ lãi suất và bơm thanh khoản vào nền kinh tế. Tỷ giá của Việt Nam được điều hành theo cơ chế cố định (có kiểm soát), vì vậy, theo mô hình Mundell-Fleming, chính sách tiền tệ không có tác dụng lên sản lượng. Khi hạ lãi suất, lãi suất trong nước thấp hơn lãi suất quốc tế sẽ khiến người dân chuyển sang các tài sản tiết kiệm mệnh giá bằng ngoại tệ, hoặc nếu không thể, họ sẽ chuyển sang giữ vàng, đô la hoặc bất động sản, càng làm giảm nhu cầu tiền đồng. Sự bất cân đối giữa cung và cầu tiền đồng lại tiếp tục làm gia tăng lạm phát, và nhu cầu giữ đôla tiếp tục tạo áp lực lên tỷ giá. Nói cách khác, với tỷ giá cố định, lãi suất thấp không tác động tích cực kích thích đầu tư và sản xuất, mà chỉ khuyến khích sự hoán đổi các loại tài sản có giá trị mà người dân nắm giữ. Khi lãi suất thực vẫn ở mức âm, thật khó có thể kích thích nền kinh tế tăng trưởng, mà rủi ro lạm phát vẫn không bị đẩy lùi.

Với cơ chế tỷ giá cố định, chính sách tài khóa có hiệu quả lên sản lượng hơn nhiều so với chính sách tiền tệ. Chính sách kích cầu bằng tài khóa vì vậy có thể giúp làm tăng sản lượng, mặc dù với nguy cơ là lạm phát. Vấn đề là ở chỗ các nguyên tắc về chính sách tài khóa của Việt Nam cũng gặp những trục trặc. Sự phá vỡ nguyên tắc ở Việt Nam phát sinh lớn từ khu vực đầu tư. Cụ thể là tỷ lệ đầu tư liên tục tăng lên, đầu tư công và đầu tư của các doanh nghiệp nhà nước tăng mạnh, trong khi các doanh nghiệp nhà nước vẫn còn chiếm một nửa số đầu tư kinh doanh, dù là đã có một lượng FDI rất lớn đổ vào, và các doanh nghiệp tư nhân phát triển mạnh. Các doanh nghiệp nhà nước phân bổ thành nhiều doanh nghiệp mới, và thiết lập các công ty con nằm trong tập đoàn. Sự tăng trưởng tài chính diễn ra mạnh mẽ trong các doanh nghiệp nhà nước.

Những doanh nghiệp này không vận hành như các doanh nghiệp thương mại. Đây là các tập đoàn mang tính chính trị, phân tán đầu tư đến các tỉnh khác nhau, các ngành và các nguồn kinh doanh khác nhau, sử dụng đặc quyền tiếp cận vốn và đất với giá rẻ. Các công trình đầu tư công cũng như vậy, ví dụ như đầu tư các hải cảng.

Như đã thảo luận, vấn đề là ở chỗ các doanh nghiệp nhà nước không tạo thêm việc làm, không tạo thêm doanh thu, và không tạo ra xuất khẩu. Các doanh nghiệp này chìm trong nợ nần, và như là một vết nhơ của các ngân hàng: quá nhiều tín dụng dành cho doanh nghiệp nhà nước sẽ làm lấn át khu vực tư nhân. Các doanh nghiệp này cũng làm cho việc kiểm soát cung tiền và tăng trưởng tín dụng cực kỳ khó khăn. Đặc biệt là khi các doanh nghiệp nhà nước đa dạng hóa thành các tập đoàn tài chính và tham gia các hoạt động vay mượn và tài chính trong nội bộ tập đoàn.

Tăng trưởng của Việt Nam là do đầu tư, chứ không phải là do xuất khẩu. Xuất khẩu đã tăng rất nhanh, nhưng nhập khẩu cũng tăng nhanh như vậy. Ở bên cầu, nguồn cầu chính đến từ chi tiêu của chính phủ và đầu tư. Nhưng như chúng ta đã thấy, đầu tư dao động phụ thuộc vào kỳ vọng của các nhà đầu tư về những thay đổi trong tương lai. Vốn trên thị trường thế giới đang ngày càng trở nên đắt đỏ và khó kiếm được. Việt Nam sẽ cần phải điều chỉnh mô hình của mình nếu muốn duy trì tăng trưởng cho năm 2009 và thời gian kế tiếp.

Hệ thống quản lý kinh tế của Việt Nam chưa tương thích với một nền kinh tế hội nhập toàn cầu. Hiện nay, ba bộ và cơ quan ngang bộ có trách nhiệm hoạch định chính sách vĩ mô là Bộ Tài chính, Bộ Kế hoạch - Đầu tư (Bộ KHĐT), và Ngân hàng Nhà nước (NHNN) chưa phối hợp với nhau một cách hiệu quả. Những điều chỉnh vĩ mô có mối quan hệ chặt chẽ với nhau. Nói cách khác, không thể chỉ điều chỉnh một chính sách trong khi giữ nguyên các chính sách còn lại. Chẳng hạn như, mặc dù lạm phát và nhập siêu ở Việt Nam có nguyên nhân tiền tệ (do cung tiền và tín dụng tăng quá nhanh)

nhưng cũng phải thấy rằng, đến lượt mình, tăng trưởng tín dụng lại phụ thuộc vào chính sách đầu tư công - vốn có quan hệ mật thiết với thâm hụt ngân sách. Như vậy, để thực hiện được các biện pháp điều chỉnh vĩ mô thì các cơ quan hoạch định chính sách của Việt Nam cần phải phối hợp với nhau một cách nhịp nhàng và đồng bộ.

Nói tóm lại, mô hình Mundell- Fleming cho chúng ta một xuất phát điểm thuận lợi để phân tích cơ chế vận hành của một nền kinh tế mở nhỏ với dòng vốn ra vào tự do. Việc áp dụng mô hình cần một sự xem xét thận trọng các giả định kết hợp linh hoạt với những thực tế về thể chế của một nền kinh tế.

References:

Pincus, Jonathan (2009), "Vietnam: Sustaining Growth in Difficult Times," ASEAN Economic Bulletin, Vol 26, Number 1, April 2009

FETP (2008), "Bài thảo luận chính sách số một: Tình trạng bất ổn vĩ mô, nguyên nhân và phản ứng chính sách".

Kaminsky, Graciela L., Carmen M. Reinhart, Carlos A. Végh. "When it Rains, it Pours: Pro-cyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies," National Bureau Of Economic Research, 2004.