

## Macroeconomics Ghi chú Bài giảng 24

### Bất ổn kinh tế vĩ mô ở Việt Nam

Chúng ta đã nói về những thay đổi trong nền kinh tế toàn cầu và ý nghĩa của nó đối với việc quản lý kinh tế vĩ mô ở các nước đang phát triển. Các bạn nhớ lại rằng thương mại đã phát triển trở thành một phần của sản lượng toàn cầu, và sản xuất công nghiệp đã chuyển dịch từ các nước công nghiệp hóa sang các nước đang phát triển. Đi kèm với những dòng thương mại gia tăng này là sự tăng mạnh dòng tài chính xuyên biên giới. Việc quản lý những dòng vốn này trở thành thách thức chính trong quản lý vĩ mô ở các nước đang phát triển.

Bài giảng này thảo luận về quản lý kinh tế vĩ mô ở Việt Nam với trọng tâm là những vấn đề hiện tại. Chúng ta sẽ thấy dòng vốn ngoại ò ạt chảy vào đã có tác động bất ổn lên kinh tế vĩ mô của đất nước. Khủng hoảng tài chính toàn cầu là nguồn bất ổn khác. Tuy nhiên, những sai lầm chính sách đã làm cho tình huống vốn dĩ khó khăn càng trở nên phức tạp hơn. Thách thức với tương lai trước mắt là phải củng cố hệ thống ngân hàng và giảm kỳ vọng lạm phát và đồng tiền mất giá. Trong trung hạn, chính phủ cần chuyển các chính sách ngân sách và chính sách tiền tệ từ thuận chu kỳ sang nghịch chu kỳ.

#### *Dòng vốn ngoại và bất ổn vĩ mô*

Theo định nghĩa, cho vay ròng của khu vực tư nhân, chính phủ và phần còn lại của thế giới tổng gộp lại bằng zero. Khi theo dõi những lưu lượng này, ta có thể tìm ra khu vực nào đang tích tụ tài sản và nợ. Năng lực trả nợ của mỗi khu vực sẽ định ra giới hạn qui mô và thời gian vay.

Trước 2007, khu vực hộ gia đình và doanh nghiệp của Việt Nam (được thể hiện như một khu vực vì giới hạn số liệu) tiết kiệm ròng trong hầu hết các năm. Chính phủ cơ bản duy trì thâm hụt ngân sách và tài khoản vãng lai ở mức thấp. Không khu vực nào tỏ ra tích tụ nợ với số lượng lớn. Dòng vốn vào là lớn nhưng vẫn quản lý được, thường là chưa tới 5% GDP.

Điều này thay đổi hoàn toàn năm 2007 khi làn sóng vốn ngoại chảy vào Việt Nam. Dòng vốn vào ròng là 18% GDP năm 2007 và 10% 2008. Phần lớn số vốn ngoại này được tái lưu thông qua hệ thống ngân hàng đi vào doanh nghiệp và hộ gia đình trong nước dưới dạng vốn vay. Khu vực doanh nghiệp (SOE và tư nhân) và hộ gia đình đã vay nợ rất nhiều trong những năm này. Số nợ này được tài trợ từ việc vay mượn phần còn lại của thế giới – nói cách khác, từ khoản thâm hụt tài khoản vãng lai lớn.

Muốn hiểu điều này xảy ra như thế nào chúng ta cần biết một số điều cơ bản về cách thức Ngân hàng Nhà nước Việt Nam thực hiện chính sách tiền tệ. NHNN kiểm soát cung tiền bằng cách điều chỉnh qui mô bảng cân đối tài sản và qui mô hệ số nhân tiền tệ, được định nghĩa là cung tiền trên cơ sở tiền (tiền đang lưu hành cộng dự trữ ngân hàng thương mại gọi là ngân hàng trung ương). NHNN cố gắng điều chỉnh hệ số nhân tiền tệ bằng cách nâng và hạ dự trữ bắt

buộc. Dự trữ bắt buộc cao hơn làm giảm qui mô cho vay, do đó làm giảm hệ số nhân tiền tệ. Còn hạ dự trữ bắt buộc sẽ có tác dụng ngược lại.

NHNN điều chỉnh qui mô bằng cân đối tài sản thông qua nghiệp vụ thị trường mở (mua và bán chứng khoán nội tệ, chủ yếu là trái phiếu chính phủ) và thông qua vay và cho vay đến các ngân hàng thương mại thông qua cơ chế vay khẩn cấp và mua lại trái phiếu (discount and repo windows). Mua chứng khoán nội địa hoặc cho các ngân hàng vay tiền sẽ làm tăng qui mô bằng cân đối tài sản của NHNN và tiền cơ sở.

Ngân hàng trung ương		Ngân hàng thương mại		Khu vực tư nhân	
Tài sản	Nợ	Tài sản	Nợ	Tài sản	Nợ
Dự trữ ngoại hối (R) Chứng khoán nội địa (D) Sở hữu ròng ở các ngân hàng (NC)	Tiền trong lưu thông (CC) Dự trữ ngân hàng (BR)	Vốn vay Dự trữ ngân hàng (BR)	Tiền gửi (Dep) Sở hữu ròng ở các ngân hàng thương mại (NC)	Tiền trong lưu thông (CC) Tiền gửi (DEP) Tài sản khác	Vốn vay Nợ khác

Điều chỉnh dự trữ bắt buộc là công cụ chính sách mạnh tay. Tăng dự trữ bắt buộc không được các ngân hàng thương mại ủng hộ vì nó làm giảm lượng tiền mà họ có thể cho vay, do đó giảm lợi nhuận. Hơn nữa, những khoản tăng hoặc giảm nhỏ trong dự trữ bắt buộc thì không có tác dụng, đặc biệt nếu các ngân hàng phải trích lập dự phòng quá nhiều (nói cách khác, họ nắm giữ nhiều tài sản thanh khoản hơn yêu cầu của NHNN). Giáo sư James Riedel, nhà quan sát nền kinh tế Việt Nam trong thời gian dài, lập luận rằng dự trữ bắt buộc với hệ số nhân tiền tệ ở Việt Nam có mối quan hệ rất lỏng lẻo vì các ngân hàng thường có lượng dự trữ dư thừa lớn.

Nếu những điều chỉnh dự trữ bắt buộc không hiệu quả, thì còn lại những điều chỉnh trong qui mô bằng cân đối tài sản của NHNN như là công cụ chính của chính sách tiền tệ. Các ngân hàng trung ương thường điều chỉnh qui mô bằng cân đối tài sản thông qua nghiệp vụ thị trường mở trong đó họ mua và bán trái phiếu chính phủ từ các ngân hàng. Tuy nhiên, thị trường trái phiếu thứ cấp ở Việt Nam là rất nhỏ và không thanh khoản. Do đó NHNN chỉ còn dựa vào cơ chế cho vay khẩn cấp và mua lại để điều chỉnh qui mô tài sản của mình. NHNN cho ngân hàng vay tiền khi muốn tăng tiền cơ sở và thu hồi nợ vay khi muốn giảm tiền cơ sở. Nếu  $MV=PY$  (cung tiền nhân vòng xoay bằng thu nhập nhân mức giá) khi đó NHNN phải giữ cung tiền tăng trưởng theo thu nhập và vòng xoay để tránh lạm phát giá. Nhớ rằng vòng xoay của tiền đang giảm đi một cách hệ thống qua các năm cùng với tăng trưởng tiền gửi có kỳ hạn ở ngân hàng thương mại, có nghĩa là tăng trưởng tiền phải nhanh hơn tăng trưởng thu nhập danh nghĩa.

Việt Nam duy trì tỉ giá cố định, đòi hỏi NHNN phải can thiệp vào thị trường ngoại hối để bán đô-la (mua VND) khi dư cầu đô-la và mua đô-la (bán VND) khi dư cung. Những can thiệp này sẽ ảnh hưởng đến qui mô bằng cân đối tài sản của NHNN và qua đó là tiền cơ sở. Khi NHNN phải bán dự trữ ngoại hối để chống lưng cho đồng VND, thì tiền cơ sở giảm. Khi NHNN phải mua ngoại hối để ngăn VND tăng giá, thì tiền cơ sở tăng. Đó là lý do tại sao khó có được chính sách tiền tệ độc lập với tỉ giá hối đoái cố định và tài khoản vốn mở.

NHNN có thể vô hiệu hóa hoạt động mua và bán dự trữ ngoại hối bằng cách bán hoặc mua lượng trái phiếu tiền đồng tương đương. Nhưng với thị trường trái phiếu mỏng và dòng vốn ngoại ồ ạt chảy vào, thì tình hình có thể vượt khỏi khả năng duy trì tỉ giá hối đoái cố định và kiểm soát qui mô bảng cân đối tài sản cùng lúc của NHNN.

Khi đối mặt với dòng vốn ngoại khổng lồ chảy vào 2007, NHNN đã cố gắng vô hiệu hóa hoạt động mua ngoại hối bằng cách phát hành trái phiếu bình ổn bắt buộc. NHNN cũng tăng dự trữ bắt buộc để giảm số nhân tiền tệ, nhưng cũng không có tác động mong muốn vì các ngân hàng thương mại đang nắm giữ lượng dự trữ dư thừa lớn. Do đó, yêu cầu tăng dự trữ bắt buộc không làm giảm được tốc độ tăng tín dụng. Lạm phát tăng tốc khi tăng trưởng tín dụng đạt 60% qua từng năm vào đầu 2008.

Khi lạm phát tăng lên, người gọi tiền rút VND khỏi ngân hàng để mua đô-la với kỳ vọng đồng tiền mất giá. NHNN phải bỏ trần lãi suất huy động vào tháng 5/2008 để khuyến khích người dân tiếp tục giữ VND.

Tình hình xoay chuyển nhanh chóng khi khủng hoảng tài chính toàn cầu nổ ra. Bỗng nhiên vấn đề không còn là làm thế nào kiểm soát tăng trưởng tiền nữa, mà là làm thế nào ngăn chặn cung tiền thu hẹp khi NHNN bán ra dự trữ ngoại hối. Hộ gia đình và doanh nghiệp trong nước mua đô-la và vàng vì lo ngại VND mất giá và để tài trợ cho việc tháo chạy vốn. Đồ thị cho thấy sự gia tăng bất ngờ hạng mục “sai sót” trong cán cân thanh toán, từ đó phản ánh tình trạng tiền mặt rút ra khỏi hệ thống ngân hàng để mua vàng và đô-la hoặc giữ trong nhà hoặc gọi ra nước ngoài.

Bán dự trữ ngoại hối sẽ làm giảm qui mô bảng cân đối tài sản của NHNN trừ khi các biện pháp bù đắp được thực hiện. NHNN không thể mua đủ số trái phiếu chính phủ nên phải mở rộng bảng cân đối tài sản bằng cách cho các ngân hàng vay tiền thông qua cơ chế chiết khấu khẩn cấp hay repo. NHNN cũng giảm dự trữ bắt buộc để tăng hệ số nhân tiền.

Đồng thời, chính phủ trợ giá hoạt động vay thương mại như là phương tiện hỗ trợ sức cầu trong nước trong khủng hoảng. Theo một số khía cạnh thì đây là chọn lựa biện pháp kích thích khác thường. Cung cấp tín dụng giá rẻ cho doanh nghiệp vào thời điểm cầu trong nước và xuất khẩu yếu kém chỉ khuyến khích họ đầu tư mạnh vào những tài sản như bất động sản và vàng. Doanh nghiệp dần tích tụ nợ (mặc dù có thể hộ gia đình không như vậy, thì họ cũng đã tích lũy quá nhiều nợ trong giai đoạn bùng nổ). Lý lẽ đằng sau hỗ trợ lãi suất là quan điểm cho rằng vốn lưu động rẻ sẽ giúp chủ lao động giữ công nhân và làm cho xuất khẩu cạnh tranh hơn. Câu hỏi đặt ra là tại sao chính phủ không chủ trương phá giá đồng tiền, giúp cho năng lực cạnh tranh nhưng không khuyến khích đầu cơ vào tài sản cố định.

Sai lầm chính sách nghiêm trọng nhất trong giai đoạn này là tiếp tục thực hiện biện pháp kích thích khi cầu trên thế giới và nội địa phục hồi. Chính sách tiền tệ không thắt chặt cho đến quý hai 2011 khi mà lạm phát đã vượt 20% một năm. NHNN giảm vốn vay cho các ngân hàng để thu hẹp bảng cân đối tài sản. Nhưng NHNN không tăng dự trữ bắt buộc vì các ngân hàng không có dư thừa dự trữ. Do trần lãi suất, các ngân hàng kém không thể thu hút tiền gọi, và phụ thuộc nhiều vào thị trường liên ngân hàng để có thanh khoản. Nhưng các ngân hàng có thanh khoản ngày càng dè dặt khi cho ngân hàng yếu vay, đặc biệt sau khi một số ngân hàng

vỡ nợ vốn vay liên ngân hàng. Do đó, NHNN tự đặt mình vào giữa những giao dịch này, thực chất là đảm bảo vốn vay liên ngân hàng cho các ngân hàng yếu.

Hơn nữa, nhiều ngân hàng bị hụt vốn trầm trọng do nợ xấu tăng mạnh. Vay mượn quá mức trong thời kỳ bùng nổ và hỗ trợ lãi suất đã dẫn đến sự tích tụ nghiêm trọng nợ ở doanh nghiệp nhà nước cũng như tư nhân. Cầu yếu và tín dụng thắt chặt đã rút hết hơi ra khỏi bong bóng tài sản, khiến nhiều nhà phát triển hạ tầng tư nhân và ngân hàng ngập tràn rủi ro.

Chính sách tiền tệ trong suốt giai đoạn này nhìn chung chạy theo chu kỳ. Trong giai đoạn bùng nổ 2007-2008, tăng trưởng tín dụng là quá nhanh, dẫn đến bong bóng tài sản và vay mượn quá mức. Các biện pháp kích thích tiền tệ năm 2009 và 2010 là ngược chu kỳ, nhưng sự kích thích được duy trì quá lâu, và trở thành theo chu kỳ vào 2011. Điều này đòi hỏi phải thu hẹp tiền tệ năm 2012, khi đó các ngân hàng trở nên thiếu vốn và không còn thừa dự trữ.

### *Chính sách ngân sách chạy theo chu kỳ*

Chính phủ đã cố gắng thay đổi chính sách ngân sách theo hướng nghịch chu kỳ kể từ 2008. Công cụ ưa thích của chính phủ là qui mô đầu tư công. Đầu tư công bị cắt giảm 2008 để giảm áp lực lạm phát, tăng trong năm 2009 và 2010 để hỗ trợ cầu nội địa và lại bị cắt giảm năm 2011. Nhưng những thay đổi này đã không đủ lớn để bù đắp cho số thu thuế tăng và giảm. Kết quả cân đối ngân sách là tương đối thuận chu kỳ. Kết hợp việc đi vay ròng thuận chu kỳ của doanh nghiệp với tài khoản vãng lai thuận chu kỳ, chính sách ngân sách thuận chu kỳ đã góp phần vào xu hướng bùng phát và đổ vỡ của Việt Nam .

### *Đổi mới tài chính và vay nợ*

Nhớ rằng Hyman Minsky đã liên kết hoạt động vay ròng với sự đổi mới và nói lỏng qui định tài chính. Khủng hoảng cho vay nợ dưới chuẩn ở Mỹ đã xảy ra nhờ việc nói lỏng qui định dịch vụ tài chính và những thay đổi nguyên tắc kế toán giúp các ngân hàng cho người đi vay không đạt chuẩn vay tiền và đưa các khoản nợ chứng khoán hóa rủi ro ra ngoài bảng cân đối tài sản. Cuộc khủng hoảng tiết kiệm và vốn vay xảy ra do nói lỏng qui định ngành trong thập niên 80 và sự xuất hiện trái phiếu rủi ro cao (junk bond). Vụ Đổ vỡ Lớn năm 1929 do gia tăng cho vay ăn chênh lệch và tăng số lượng quỹ đầu tư tín thác, cả hai đều đẩy mạnh hoạt động cho vay vào thị trường chứng khoán.

Nói lỏng qui định cũng là một nhân tố trong sự bùng phát và đổ vỡ ở Việt Nam. Những năm sau 2000 cho thấy sự gia tăng mạnh số ngân hàng thương mại trong nước. Một số ngân hàng này tiền thân là các hợp tác xã tín dụng nông thôn được phép nâng cấp thành ngân hàng thương mại hoàn chỉnh. Trước tình hình các ngân hàng này không đủ vốn, chính phủ đã ban hành Nghị định 141 năm 2006, ấn định vốn ngân hàng tối thiểu là 3 ngàn tỉ đồng vào cuối 2010, cao hơn mức 70 tỉ trước đó. Mặc dù hạn định này sau đó được kéo dài, Nghị định 141 khiến các ngân hàng đổ xô tìm vốn. Một phần vốn này được tạo ra thông qua các công cụ ngoài bảng như công ty tài chính. Một số công ty này được tài trợ bằng nợ, nhưng sau đó sử dụng nợ như vốn đầu tư để mua cổ phiếu của ngân hàng khác. Thực chất, các ngân hàng đang mua lẫn nhau để tăng sức mạnh thị trường và để chuyển nợ thành vốn chủ sở hữu. DNNN cũng đầu tư vào các ngân hàng cổ phần, một phần để tăng tiếp cận vốn vay.

Kết quả cuối cùng của việc sở hữu chéo là hệ thống ngân hàng vẫn thiếu vốn, nhưng rủi ro hệ thống do thất bại ngân hàng lại tăng lên. Vì các ngân hàng sở hữu lẫn nhau, nên một ngân hàng thất bại có thể kéo theo các ngân hàng liên quan khác.

### *Hướng đến sự ổn định vĩ mô*

Vấn đề trước mắt đối với kinh tế vĩ mô của Việt Nam là nợ. DNNN và doanh nghiệp tư nhân đã vay mượn quá nhiều trong thời kỳ bùng nổ và khủng hoảng khi chính phủ hỗ trợ lãi suất và NHNN giảm yêu cầu dự trữ cũng như cấp vốn cho các ngân hàng. Một số khoản vay này trở thành nợ xấu. Các ước tính tỉ lệ nợ xấu / GDP dao động từ 10 đến 20%. Tăng trưởng tín dụng đã dừng lại khi doanh nghiệp và ngân hàng đang cố gắng giảm nợ.

Tiến trình này sẽ mất thời gian. Bảng cân đối tài sản không thể được củng cố bằng nợ nhiều hơn. Nợ phải được xóa hoặc hoàn trả, hoặc phải cho các ngân hàng và doanh nghiệp nặng nợ phá sản. Tuy nhiên, các ngân hàng gặp khó khăn khi tịch thu tài sản thế chấp và tỉ lệ thu hồi hiện nay là đặc biệt thấp (16% giá trị vốn vay theo WB). Việc gỡ rối mạng nhện sở hữu và cho vay chéo giữa các ngân hàng càng làm cho tiến trình này phức tạp hơn.

Có thông tin chính phủ sẽ thành lập công ty quản lý nợ công (AMC) để mua lại các khoản nợ xấu của ngân hàng. Việc này sẽ đẩy nhanh qui trình nếu vấn đề ở đây là thiếu thị trường nợ thứ cấp, nhưng cũng kéo theo rủi ro. Vì nếu không có thị trường nợ thứ cấp thì khó có thể định giá chính xác số vốn vay trực trặc này. Sẽ có nguy cơ chính phủ phải trả tiền quá nhiều dẫn đến việc chuyển đổi khủng hoảng nợ khu vực tư nhân thành khủng hoảng khu vực công.

Một cách khác là quốc hữu hóa ngân hàng yếu kém. Điều này có thể bảo vệ người gọi tiền và người đi vay tốt ở những ngân hàng này, trong khi chủ sở hữu ngân hàng có thể mất hết. Chính phủ có thể khắc phục bảng cân đối tài sản của họ và bán lại cho họ sau này. Nhưng cách này cũng có rủi ro vì kinh nghiệm quản lý ngân hàng thương mại của chính phủ không tốt lắm.

Lúc này có vẻ như chính sách của chính phủ là thoát khỏi vấn đề này, khuyến khích ngân hàng yếu và ngân hàng liên quan sáp nhập. Chắc chắn đây là một chọn lựa, nhưng có thể mất nhiều năm để hoàn thành.

Ngoài việc tái cấp vốn cho ngân hàng, chính phủ cần thực thi chuẩn mực minh bạch và trách nhiệm giải trình ở mức độ cao hơn trong khu vực ngân hàng. Các công ty tài chính và những công cụ ngoài bảng khác phải được đưa vào bảng cân đối tài sản để đảm bảo việc báo cáo chính xác vốn và nợ. Sở hữu ngân hàng phải trở nên minh bạch và cần áp dụng hạn mức sở hữu ngân hàng để đảm bảo rằng ngân hàng không bị một cá nhân hay doanh nghiệp có quyền lực nào kiểm soát.

Trong trung hạn, chính sách tiền tệ và ngân sách phải tương đối nghịch chu kỳ để giúp giảm nhẹ chu kỳ kinh tế. Các nước đang phát triển thường khó làm được điều này. Áp lực tăng chi tiêu công lên chính phủ là rất lớn khi vốn vay rẻ. Tín dụng cho khu vực tư nhân cũng rẻ hơn trong giai đoạn tăng trưởng nhanh chóng, khi vốn ngoại tràn ngập thị trường nội địa. Hơn nữa, trong bối cảnh tỉ giá hối đoái cố định, dòng vốn ngoại chảy vào buộc ngân hàng trung ương phải mở rộng bảng cân đối tài sản và cung tiền. Việc vô hiệu hóa hoạt động mua ngoại tệ này có

thể rất khó vì dòng vốn vào là tương đối lớn so với GDP trong khi thị trường trái phiếu sơ cấp thì nhỏ và không có thanh khoản.

Điều này cho thấy việc phát triển thị trường trái phiếu trong nước có thể là ưu tiên. Lúc này không có nhiều người mua trái phiếu chính phủ. Đa số là ngân hàng thương mại và họ thường nắm giữ các trái phiếu này cho tới khi đáo hạn. Do đó thị trường thứ cấp là nhỏ và không thanh khoản, và sẽ như vậy cho tới khi cầu trái phiếu chính phủ đa dạng hóa hơn, bao gồm quỹ hưu trí, công ty bảo hiểm và các nhà đầu tư khác.

Trong lúc này, một số biện pháp kiểm soát vốn vào có thể làm giảm áp lực lên NHNN khi phải can thiệp vào thị trường ngoại hối trong giai đoạn bùng nổ. Thực tế, một số hình thức kiểm soát vốn cũng đã được áp dụng, như kiểm soát vốn ra và những hạn định đối với thị trường vàng trong nước cũng được xem là biện pháp kiểm soát vốn. Nhưng hiện tại không có kiểm soát dòng vào. Một khoản thuế đánh lên dòng vốn ngắn hạn, có thể dưới hình thức dự trữ bắt buộc không trả lãi, có thể giúp NHNN duy trì tỉ giá hối đoái ổn định và chính sách tiền tệ nghịch chu kỳ.