



MỐI QUAN HỆ GIỮA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VÀ LẠM PHÁT

TS. NGUYỄN ĐỨC ĐỘ - Viện Kinh tế Tài chính

Xét trên khía cạnh lý thuyết, giữa chính sách tiền tệ và lạm phát có mối quan hệ chặt chẽ, đặc biệt là trong dài hạn. Tuy nhiên, thực tế tại các nước phát triển thời gian qua cho thấy, chính sách nới lỏng tiền tệ quy mô lớn có thể song hành cùng với lạm phát thấp. Nói cách khác, chính sách tiền tệ cũng có những giới hạn nhất định trong việc thúc đẩy lạm phát. Liệu điều này có đang xảy ra ở Việt Nam?

Từ khóa: Chính sách tiền tệ, lạm phát, kinh tế, kinh tế vĩ mô

On the theoretical basis, there is strong relationship between monetary policy and inflation, especially in the long run. However, practices in developed countries show that monetary relaxation at large scale may be applicable under the condition of low inflation. In the other words, monetary policy has its specific limit at boosting inflation. Is it happening in Vietnam?

Keywords: Monetary policy, inflation, economics, macroeconomics

Ngày nhận bài: 17/1/2017

Ngày chuyển phản biện: 17/1/2017

Ngày nhận phản biện: 9/2/2017

Ngày chấp nhận đăng: 10/2/2017

Xu hướng lạm phát thấp và giới hạn của chính sách tiền tệ

Sau giai đoạn lạm phát cao 2008-2011, kể từ giữa năm 2012 lạm phát tại Việt Nam đã được kiểm chế ở mức một con số (Hình 1).

Bên cạnh những tác động của giá xăng dầu giảm trên thị trường thế giới, những kết quả đạt được trong việc kiểm chế lạm phát có đóng góp rất lớn của công tác điều hành chính sách tiền tệ. Tốc độ tăng cung tiền thời gian qua đã được điều tiết hợp lý hơn nhiều so với từ năm 2010 trở về trước. Nếu như tốc độ tăng cung tiền M2 trung bình trong giai đoạn 2007-2010 ở mức hơn 30%, thì trong giai đoạn 2011-2015 đã giảm xuống còn 16,7%. Tuy nhiên, điểm đáng chú ý là kể từ cuối năm 2014 trở lại đây, lạm phát

luôn ở mức dưới 2%, nếu không tính đến các đợt điều chỉnh giá bằng biện pháp hành chính. Điển hình là chỉ số giảm phát GDP trong năm 2015 đã giảm 0,2% (Hình 2), còn trong năm 2016 cũng chỉ tăng ở mức 1,1%.

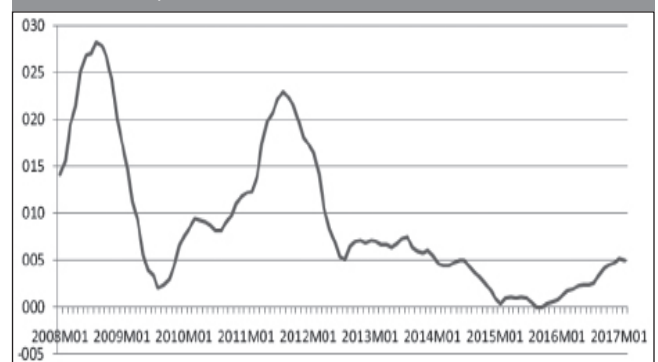
Xu hướng lạm phát thấp trong 2 năm qua cho thấy, ở một mức độ nào đó, chính sách tiền tệ cũng đang gặp phải những giới hạn nhất định trong việc đưa lạm phát lên mức mục tiêu 4% mà Quốc hội đặt ra.

Trên thực tế, mức tăng cung tiền M2 kể từ năm 2011 đến nay mặc dù thấp hơn nhiều so với giai đoạn trước đó và góp phần giảm lạm phát, nhưng không phải là quá thấp so với mức tăng trưởng GDP. Tốc độ tăng cung tiền M2 trung bình giai đoạn 2011-2015 ở mức 16,7% là cao hơn tương đối nhiều so với mức tăng trưởng GDP trung bình là 5,91%. Điều này khiến tỷ lệ cung tiền M2/GDP liên tục tăng trong những năm qua.

Lạm phát thấp, mức tăng cung tiền không thấp

Một trong các cách lý giải là tác động của

HÌNH 1: LẠM PHÁT SO VỚI CÙNG KỲ NĂM TRƯỚC CỦA CÁC THÁNG TRONG NĂM GIAI ĐOẠN TỪ THÁNG 1/2008 ĐẾN THÁNG 2/2017 (%)



Nguồn: Tổng cục Thống kê



BẢNG 1: MỘT SỐ CHỈ TIÊU KINH TẾ CỦA VIỆT NAM GIAI ĐOẠN 2007-2015 (%)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tốc độ tăng M2	46	20	29	33	12	18	19	18	16
Tốc độ tăng GDP	7,1	5,7	5,4	6,4	6,2	5,2	5,4	6,0	6,7
Tỷ lệ M2/GDP	108,1	100,4	115,7	129,3	112,4	114,1	122,8	131,5	143,6
Lạm phát GDP	9,6	22,7	6,2	12,1	21,3	10,9	4,8	3,7	-0,2

Nguồn: ADB. Key Indicators for Asia and the Pacific 2016

việc tăng cung tiền đến lạm phát thường có độ trễ. Tiền được Ngân hàng Nhà nước cung ứng cho nền kinh tế có thể chảy vào các thị trường tài sản trước, sau đó mới tác động đến lạm phát thông qua hiệu ứng giá tài sản tăng, dẫn đến tăng tiêu dùng và đầu tư.

Mặc dù vậy, trong bối cảnh nợ xấu ở mức cao như hiện nay một phần lượng tăng cung tiền có thể được sử dụng để đảo nợ và do vậy không có tác động đến chi tiêu trên thực tế. Nói cách khác, một phần tăng cung tiền M2 có thể là “ảo”. Nếu vậy, tỷ lệ M2/GDP tăng thể hiện mức độ gia tăng nợ nần trong nền kinh tế nhiều hơn là thể hiện mức độ gia tăng trong chi tiêu. Đây

Bên cạnh tình trạng đô la hóa, quy mô nợ trong nền kinh tế ở mức cao là nguyên nhân chính dẫn đến lãi suất thực cao, mức tăng chi tiêu thấp và kết quả là cả tăng trưởng và lạm phát đều thấp.

có thể là một trong nguyên nhân chính khiến cho tăng trưởng kinh tế khó bứt phá, còn lạm phát ở mức thấp trong thời gian qua và có thể cả trong thời gian tới, nếu vấn đề nợ xấu không được giải quyết triệt để.

Nguyên nhân thứ hai khiến cho lạm phát thấp là lãi suất thực (lãi suất danh nghĩa trừ đi tốc độ lạm phát) đang ở mức cao trong lịch sử.

Theo Hình 2, có mối quan hệ nghịch chiều giữa tốc độ lạm phát GDP và mức lãi suất thực. Những năm 2008 và 2011 là những năm lạm phát cao đi kèm với lãi suất thực âm, trong khi các năm 2001 và 2015 là những năm có lãi suất thực dương cao lại đi kèm với mức lạm phát thấp. Theo số liệu của Ngân hàng Thế giới được trình bày tại Hình 2, lãi suất thực tại Việt Nam năm 2015 đã ở mức trên 7%, cao hơn cả mức 6,5% vào năm 2001.

Như vậy, có thể thấy rằng, để đưa lạm phát lên mức mục tiêu 4%, điều kiện tiên quyết là phải tăng tổng mức chi tiêu trong nền kinh tế. Nhưng với mức nợ lớn của khu vực doanh nghiệp và hộ gia đình hiện nay, thể hiện qua tỷ lệ M2/GDP năm 2015 lên tới 143,6% (Hình 1) cùng với mức lãi suất thực ở mức cao, khu vực tư nhân nhiều khả năng sẽ phải tập trung vào việc vay để trả nợ chứ không phải vay để chi tiêu, thậm chí ngay cả việc trả nợ cũng sẽ gặp rất nhiều khó khăn.

Trong thời gian gần đây, Ngân hàng Nhà nước đã có nhiều nỗ lực để giảm mật bằng lãi suất, chẳng hạn như áp trần lãi suất huy động hay hỗ trợ lãi suất đối với một số lĩnh vực nhưng kết quả vẫn còn hạn chế, bởi những nguyên nhân cơ bản dẫn đến lãi suất cao là do tình trạng đô la hóa, cũng như nợ công và nợ xấu ở mức cao.

Nếu người dân chưa sẵn sàng nắm giữ VND lâu dài và gửi vào hệ thống ngân hàng, lãi suất sẽ khó giảm, bởi cung tiền từ Ngân hàng Nhà nước chủ yếu mang tính ngắn hạn và không thể thay thế hoàn toàn tiền gửi dài hạn của người dân để tài trợ cho các khoản vay đầu tư thường cũng có kỳ hạn dài.

Trong khi đó, mức nợ cao và áp lực trả nợ lớn khiến các ngân hàng thương mại và Chính phủ phải tăng lãi suất huy động, thậm chí có lúc thiếu thanh khoản phải vay mượn với bất kỳ giá nào nếu không muốn vỡ nợ.

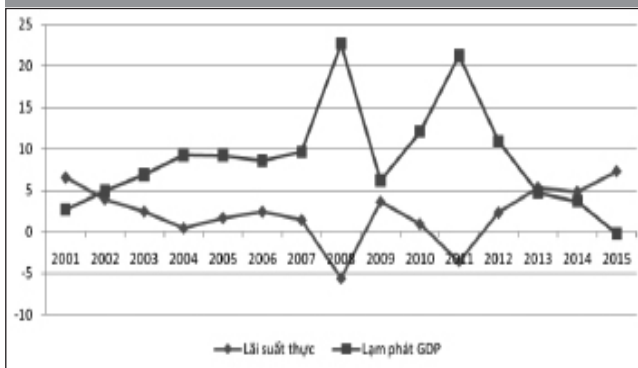
Tóm lại, bên cạnh tình trạng đô la hóa, quy mô nợ trong nền kinh tế ở mức cao là nguyên nhân chính dẫn đến lãi suất thực cao, mức tăng chi tiêu thấp và kết quả là cả tăng trưởng và lạm phát đều thấp. Nếu không giải quyết triệt để vấn đề nợ nần trong nền kinh tế, tình trạng này nhiều khả năng sẽ còn kéo dài trong thời gian tới.

Lựa chọn nào cho chính sách tiền tệ?

Trong bối cảnh hiện nay, Chính phủ cũng như



HÌNH 2: MỨC LÃI SUẤT THỰC VÀ LẠM PHÁT GDP TẠI VIỆT NAM GIAI ĐOẠN 2001-2015 (%)



Nguồn: <http://data.worldbank.org>

Ngân hàng Nhà nước không có sự lựa chọn dễ dàng để giảm tình trạng đô la hóa, giảm quy mô nợ công cũng như nợ xấu, từ đó giảm lãi suất và kích thích tăng trưởng cũng như lạm phát.

Nếu cho phép huy động và cho vay bằng ngoại tệ, tình trạng đô la hóa sẽ không thể giải quyết triệt để, nhất là trong bối cảnh đồng USD trên thế giới có xu hướng tăng giá dưới tác động của việc Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed) thắt chặt tiền tệ. Mặc dù, một số doanh nghiệp có thể vay được USD với mức lãi suất thấp, nhưng nhiều doanh nghiệp khác sẽ phải vay VND với lãi suất cao bởi lượng cung VND trên thị trường sẽ giảm khi nguồn cung USD tăng. Đó là chưa kể việc găm giữ USD thường đi kèm với các cuộc đầu cơ (chuyển đổi VND sang USD và ngược lại) khiến cho tỷ giá và lãi suất trở nên bất ổn. Bởi vậy, việc Ngân hàng Nhà nước vẫn kiên trì với chính sách trần lãi suất tiền gửi bằng USD ở mức 0%, đồng thời đảm bảo sự ổn định của tỷ giá VND/USD vẫn là chiến lược hợp lý, bởi nó sẽ khiến nhiều người nắm giữ USD sẽ nản lòng, lượng USD găm giữ trong nền kinh tế sẽ giảm dần, người dân và doanh nghiệp sẽ nắm giữ VND nhiều hơn với kỳ hạn dài hơn để gửi vào các ngân hàng thương mại, từ đó tạo điều kiện cho việc giảm lãi suất huy động và cho vay

bằng VND. Tất nhiên, chiến lược này đòi hỏi tương đối nhiều thời gian.

Về giảm thâm hụt ngân sách và nợ công, mặc dù các tác động về dài hạn là tích cực khi khiến áp lực vay và trả nợ giảm trong tương lai, nhưng trong ngắn hạn, đầu tư công và tăng trưởng kinh tế có thể phải chịu ảnh hưởng tiêu cực.

Vấn đề khó khăn nhất để giảm thâm hụt NSNN và nợ công là phải cắt giảm bộ máy và chi thường xuyên, từ đó có thêm nguồn lực cho đầu tư. Giải pháp này gặp nhiều khó khăn.

Về xử lý nợ xấu, bên cạnh những bất cập liên quan đến các quy định pháp lý cho việc mua bán, chuyển đổi sở hữu đối với tài sản thế chấp, vấn đề nguồn lực cũng rất quan trọng. Nợ xấu là một khoản thiệt hại. Nếu xử lý theo nguyên tắc thị trường, các tổ chức tín dụng, doanh nghiệp và người gửi tiền tiết kiệm sẽ phải chịu thiệt hại.

Phương án thứ hai là ngân sách nhà nước đứng ra gánh trách nhiệm đối với các khoản thiệt hại. Trong bối cảnh nợ công đang tiến sát mức trần 65% GDP, phương án này khó khả thi về mặt nguồn lực. Hơn nữa, việc sử dụng tiền thuế của dân để xử lý nợ xấu cũng gây phản ứng trong xã hội và Chính phủ đã tuyên bố không áp dụng phương án này.

Trong thời gian tới, phương án có tính khả thi hơn cả là Ngân hàng Nhà nước sẽ tái cấp vốn cho các ngân hàng thương mại đã mua với giá 0 đồng để xử lý nợ xấu. Nếu phương án này được áp dụng, nợ xấu sẽ giảm và tạo điều kiện cho việc giảm lãi suất huy động cũng như lãi suất cho vay. Triển vọng lạm phát đạt mức mục tiêu 4%, vì thế, sẽ khả quan hơn.



Tài liệu tham khảo

1. ADB. *Key Indicators for Asia and the Pacific 2016*;
2. Ngân hàng Thế giới, <http://data.worldbank.org>;
3. Nguyễn Đức Độ, *Xu hướng lạm phát năm 2017*, *Tạp chí Tài chính*, số 1+2/2017, trang 63-66;
4. Tổng cục Thống kê, *Chỉ số giá tiêu dùng, chỉ số giá vàng và chỉ số giá đô la từ tháng 1/2008 đến tháng 2/2017*.



Tiền thuế là của dân,
do dân đóng góp
để phục vụ lợi ích của nhân dân