

Khía cạnh kinh tế vĩ mô của biện pháp kích thích

Nhóm Nghiên cứu chính sách Harvard

A. Kích thích bằng chính sách tiền tệ

Việc hạ thấp lãi suất và bơm thanh khoản vào ngân hàng sẽ có ý nghĩa ở các nước đáp ứng được những tiêu chí sau: i) những tổn thất to lớn tại các ngân hàng phải tích trữ tiền mặt, điều này xiết chặt điều kiện cho vay trên thị trường tín dụng, đặc biệt là thị trường liên ngân hàng; ii) tỷ giá hối đoái linh hoạt; iii) quốc gia phải đủ lớn để cho tăng cung tiền làm giảm lãi suất thực và tỷ giá hối đoái thực (ở nền kinh tế nhỏ và mở thì sự tăng cung tiền sẽ có kết quả giảm giá tỷ giá hối đoái thực nhưng không làm giảm lãi suất thực); và iv) việc cho vay và đi vay diễn ra phần lớn bằng đồng nội tệ.

Việt Nam không đáp ứng được bất kỳ tiêu chí nào ở đây. Đúng là nhiều ngân hàng ở Việt Nam đang nắm nhiều khoản vốn vay không hiệu quả, đa số do tham gia quá nhiều vào thị trường bất động sản. Nhưng phần lớn ngân hàng Việt Nam không thiếu thanh khoản và hiện cũng không tích trữ tiền mặt. Thị trường liên ngân hàng có tính thanh khoản tốt và hoạt động bình thường. Theo ông Vũ Tiến Lộc, Chủ tịch Phòng Công nghiệp và Thương mại Việt Nam, thì vấn đề lớn nhất không phải là lãi suất cho vay mà là thực tế rằng các ngân hàng không tìm ra đủ người đi vay phù hợp. Ngân hàng nhà nước Việt

Nam là nền kinh tế nhỏ nhưng mở cửa với ngoại thương và duy trì tỉ giá hối đoái cố định. Các chọn lựa về chính sách kinh tế vĩ mô đối với một nền kinh tế như vậy sẽ không giống như chọn lựa chính sách sẵn có ở các nền kinh tế lớn với hoạt động sản xuất phần lớn để phục vụ thị trường nội địa và tỉ giá linh hoạt. Trong bài này sẽ tóm tắt ý nghĩa kinh tế của các gói kích cầu, và lý giải tại sao Việt Nam phải thận trọng để áp dụng các chính sách phù hợp với điều kiện khách quan ở trong nước.

Nam(NHNN) không cần bơm tiền vào các ngân hàng như Cục Dự trữ Liên bang Mỹ, Ngân hàng Anh Quốc hay Ngân hàng Trung ương châu Âu đã làm.

Ở Việt Nam, NHNN cố định tỷ giá hối đoái. Do đó chính sách tiền tệ có tác động một cách hạn chế lên GDP. Theo cơ chế tỷ giá hối đoái linh hoạt, cung tiền tăng sẽ làm mất giá đồng nội tệ, đẩy mạnh cầu nội địa thông qua tái định hướng chi tiêu trong thị trường nội địa và kích thích xuất khẩu. Theo cơ chế tỷ giá hối đoái cố định, tăng cung tiền không làm cho đồng nội tệ giảm giá. Với tỷ giá cố định, lãi suất thực (nói cách khác, lãi suất danh nghĩa được điều chỉnh theo lạm phát Việt Nam) sẽ xuống mức thấp hơn lãi suất quốc tế (lãi suất đô-la điều chỉnh theo lạm phát đô-la). Người dân trong nước sẽ chuyển sang nắm giữ những tài sản theo mệnh giá ngoại tệ, và nếu những tài sản này không có họ sẽ chuyển sang các tài sản như vàng và đất đai. Cơ quan quản lý tiền tệ trong nước sẽ mua đồng nội tệ vào để bảo vệ tỷ giá, và như thế là làm giảm cung tiền. Nếu NHNN không can thiệp để

bảo vệ tỷ giá thì kết quả là lạm phát và tình trạng mua ngoại tệ có phần hoảng loạn mà chúng ta đã thấy hồi những năm 2008. Với tổng các phương tiện thanh toán tương đương hơn 100 tỷ USD và chưa tới 25 tỷ USD dự trữ ngoại hối, việc bảo vệ tỷ giá hối đoái sẽ là điều khó khăn trong giai đoạn thất nghiệp tăng, lạm phát vẫn cao và xuất khẩu trì trệ.

Nói cách khác, dưới cơ chế tỷ giá cố định, việc nới lỏng tiền tệ chỉ có kết quả chuyển dịch tài sản thay vì tạo nhiều hoạt động kinh tế hơn. Rõ ràng đây là trường hợp của Việt Nam, và đã như vậy trong gần cả năm 2008. Lãi suất thực âm đã không cản được sự chậm lại của tăng trưởng kinh tế, nhưng nó lại thúc đẩy lạm phát.

Điều quan trọng cần nhớ là Việt Nam là quốc gia nhỏ rất mở cửa với ngoại thương. Các nền kinh tế lớn như Mỹ, khu vực Euro và Trung Quốc đều có một số đặc tính của nền kinh tế đóng vì phần lớn các giao dịch trên thị trường hàng hóa và thị trường vốn là diễn ra ở trong nước. Tỷ lệ nhập khẩu/ GDP còn thấp hơn nhiều, từ đó cho thấy

những khoản tiêu dùng tăng thêm có khả năng vẫn ở trong nước. Do vậy, việc nới lỏng tiền tệ là cách thức hiệu quả để các nền kinh tế lớn kích thích tiêu dùng và đầu tư. Các nước nhỏ, bất kể tỷ giá hối đoái là cố định hay thả nổi thì thật sự không có chọn lựa này. Một nước nhỏ cố gắng tạo ra khoảng cách giữa lãi suất nội địa với lãi suất quốc tế sẽ chịu tác động bất ổn của dòng vốn quốc tế, buộc các cơ quan quản lý tiền tệ cuối cùng phải chỉnh đốn lại. Nếu dự trữ ngoại hối của ngân hàng trung ương nhỏ thì biên độ sai sót có thể là rất nhỏ.

“Đô-la hơ” là một lý do khác làm cho việc nới lỏng tiền tệ không kích thích được nền kinh tế ở Việt Nam. Việc hạ thấp lãi suất tiền đồng khiến người gửi tiền đang có tài khoản tiết kiệm tiền đồng chuyển sang giữ vàng hay đô-la, với tác động làm giảm cầu tiền. Sự bất cân đối giữa cung và cầu tiền đồng sẽ tạo ra lạm phát, và nhu cầu đô-la tăng sẽ tạo áp lực khiến tiền đồng bị mất giá. Chúng ta biết rằng khoảng 25% vốn vay ngân hàng Việt Nam là bằng đô-la chứ không phải tiền đồng. Sự giảm giá mạnh và bất ngờ của tiền đồng so với đô-la sẽ gây ra khó khăn cho việc trả nợ của nhiều đối tượng đi vay này. Điều này có thể gây rắc rối cho hệ thống ngân hàng, vốn dĩ đang chật vật với tỷ lệ nợ khó đòi cao.

B. Kích thích bằng chính sách tài khóa

Trong các hệ thống tỷ giá hối đoái cố định như của Việt Nam, chính sách tài khóa sẽ hiệu quả hơn nhiều so với chính sách tiền tệ. Khi tỷ giá linh hoạt, chi tiêu nhiều hơn của chính phủ có thể sẽ làm tăng cầu nhưng cũng có khả năng làm cho đồng nội tệ tăng giá, từ đó giảm cầu trong nước thông qua giảm xuất

khẩu và thu hút nhiều nhập khẩu. Để duy trì tỷ giá, ngân hàng trung ương sẽ mua ngoại hối và tăng cung tiền. Như vậy, với tỷ giá cố định thì kích thích tài khóa có thể làm tăng sản lượng, nhưng thường với cái giá tỷ lệ lạm phát cao hơn.

Vấn đề Việt Nam đối mặt là mức thâm hụt ngân sách lớn, vốn đã tồn tại trong một thời gian. Theo IMF, thâm hụt ngân sách (chưa kể chi ngoài ngân sách) là 5% GDP năm 2007 và 4,5% trong năm nay. Thâm hụt ngân sách lớn của chính phủ đã làm tăng thâm hụt thương mại và góp phần gây ra lạm phát giá cả. Ngay cả khi chính phủ không chi tiêu nhiều hơn trong năm 2009 thì thâm hụt ngân sách cũng có thể lớn hơn khi doanh thu từ xuất khẩu dầu thô và thu thuế ngoại thương giảm. Việc tăng thêm một tỷ USD vào khoản thâm hụt này có thể gây bất ổn kinh tế vĩ mô, chủ yếu vì trong tình hình khó khăn hiện nay Việt Nam khó có thể tìm được nguồn tài trợ cho thâm hụt ngân sách lớn. Như đã nói, xuất khẩu hàng hóa, đầu tư nước ngoài, kiều hối và doanh thu du lịch có thể sẽ giảm trong năm 2009.

Một số nhà bình luận trong nước lập luận rằng Việt Nam nên làm theo nỗ lực của Trung Quốc để kích cầu tiêu dùng trong nước thông qua tăng chi tiêu ngân sách. Nhưng chúng ta cần phải thấy rằng những điều kiện ở hai nước là rất khác nhau. Vì Trung Quốc là một nước lớn với tỷ lệ nhập khẩu/ GDP thấp, nên phần lớn những chi tiêu tăng thêm này sẽ ở lại Trung Quốc. Trung Quốc cũng đang có thặng dư tài khoản vãng lai trong khi Việt Nam bị thâm hụt. Trung Quốc có 1.500 USD dự trữ ngoại hối bình quân đầu người, so với con số 250 USD của Việt Nam. Cuối cùng, tỷ lệ lạm phát của Trung Quốc thấp hơn

nhều của Việt Nam, nên chính phủ Trung Quốc có nhiều không gian để kích thích kinh tế hơn.

Mặc dù việc tăng ngân sách là quá rủi ro, nhưng chính phủ vẫn có thể gia tăng tác động hỗ trợ tăng trưởng của những khoản chi tiêu hiện tại. Lý do chính khiến thâm hụt ngân sách quá lớn lúc này là việc chi tiêu rất không hiệu quả. Quá nhiều tiền được chi cho các dự án thâm dụng vốn và thâm dụng hàng nhập khẩu, nhưng lại không đóng góp đúng mức cho tăng trưởng kinh tế. Quá nhiều tiền được chi cho các doanh nghiệp lớn của Nhà nước với mục đích đầu cơ. Việc chi tiêu cho cơ sở hạ tầng công cộng thì không được ưu tiên đúng mức. Việt Nam không cần đến cảng nước sâu, chỉ cần 2 cảng là đủ để đáp ứng cho hoạt động ngoại thương hiện tại và dự kiến trong tương lai. Khó có thể đưa ra lý lẽ thuyết phục việc có thêm nhà máy lọc dầu thứ hai, chưa nói đến nhà máy thứ ba.

Do đó, chính phủ nên tập trung vào việc chuyển hướng chi tiêu công ra khỏi những dự án thâm dụng vốn và thâm dụng nhập khẩu sang các dự án sử dụng nhiều lao động hơn thay vì tập trung tăng tổng chi tiêu. Điều này có nghĩa là cần hoãn lại những dự án hoành tráng như nhà ga mới ở sân bay Nội Bài và tuyến xe lửa cao tốc Bắc Nam, để tạo thuận lợi cho việc xây dựng và bảo dưỡng hệ thống đường xá và thủy lợi. Mục tiêu nên là tận dụng những chi tiêu hiện tại để tạo ra càng nhiều công ăn việc làm càng tốt mà không làm tăng thêm thâm hụt thương mại một cách không cần thiết. Điều này sẽ giúp tạo việc làm, giảm nghèo, tăng tiêu dùng nội địa và kích thích sản xuất trong nước. Nó sẽ làm giảm thâm hụt ngân sách và do đó giảm áp lực lên dự trữ ngoại hối ■