

# MÔ HÌNH CẢNH BÁO SỚM



## và chính sách hướng tới ổn định kinh tế vĩ mô

Nguyễn Phi Lân \*

### 1. Lời mở đầu

Mặc dù các nghiên cứu về khủng hoảng tiền tệ và cán cân thanh toán đã được nghiên cứu trong những năm 70 của thế kỷ trước với sự khởi đầu và đặt nền móng của GS Paul Krugman, nhưng các cuộc khủng hoảng kinh tế - tài chính trong vòng hơn 20 năm trở lại đây như khủng hoảng “tequila” của Mexico (1994 - 1995), khủng hoảng tài chính khu vực Châu Á (1997 - 1998), khủng hoảng kinh tế tại Nga năm 1998, khủng hoảng Braxin và khủng hoảng kinh tế thế giới năm 2008 đã cho thấy sự cần thiết phải phát triển các mô hình cảnh báo sớm khủng hoảng tại các nước đang phát triển và mới nổi như Việt Nam.

Thực tiễn phát triển kinh tế thế giới cho thấy khi quá trình toàn cầu

hóa và dòng chu chuyển vốn trên thị trường toàn cầu tăng lên, tự do hóa tài khoản vãng lai và tài khoản vốn không kịp thời điều chỉnh kịp so với quá trình tự do hóa và cải cách ở các khu vực kinh tế khác; nhiều thị trường mới nổi, các nền kinh tế chuyển đổi theo định hướng thị trường xuất hiện; sự yếu kém trong công tác điều hành chính sách kinh tế vĩ mô đã đặt nền kinh tế thế giới nói chung và các nước nói riêng đứng trước nguy cơ khủng hoảng kinh tế và tiền tệ sâu sắc trong tương lai. Do đó, việc xây dựng các mô hình cảnh báo và dự báo về nguy cơ khủng hoảng kinh tế, tiền tệ và hoạt động ngân hàng và kinh nghiệm của các nước trên thế giới và trong khu vực là hết sức cần thiết và cần được nghiên cứu một cách toàn diện để

giúp Việt Nam tránh được các cuộc khủng hoảng tiền tệ trong tương lai. Để hiểu rõ được các mô hình cảnh báo sớm về rủi ro kinh tế vĩ mô và khủng hoảng tiền tệ (EWS), trong nghiên cứu này, tác giả trình bày về các thể hệ mô hình EWS đã được phát triển trên thế giới và ứng dụng chúng trong điều kiện nền kinh tế Việt Nam.

### *Các mô hình cảnh báo thể hệ thứ nhất*

Mô hình EWS thể hệ thứ nhất được xây dựng và phát triển bởi GS kinh tế Krugman (1979) và được Flood và Garber (1984) cải biến sau đó. Theo Krugman (1979), khủng-hoảng tiền tệ dẫn đến từ thâm hụt ngân sách cao. Khi chi tiêu Chính phủ tăng cao và được

\* NHNN





tiền tệ hóa nó thông qua việc tăng trưởng tín dụng trong nước, nền kinh tế sẽ phải đối mặt với tình trạng lạm phát tăng cao và đồng tiền trong nước bị mất giá, các nhà đầu tư và cư dân có xu hướng găm giữ ngoại tệ. Khi đó, để duy trì tỷ giá tại mức đã ấn định (trong chế độ tỷ giá cố định), Ngân hàng Trung ương (NHTU) sẽ buộc phải giảm dự trữ ngoại tệ cho tới mức cạn kiệt. Kết quả là mức cân bằng tỷ giá được thiết lập trước đó không còn bảo đảm được nữa và phá giá xảy ra do sức ép của thị trường tiền tệ và cạn kiệt dự trữ ngoại hối chính thức. Theo quan sát của Krugman, trước thời điểm đồng nội tệ bị phá giá, các nhà đầu cơ có thể phán đoán chính xác về khả năng mất giá của đồng nội tệ khi quan sát các chỉ số kinh tế vĩ mô như mức chi tiêu của Chính phủ và tốc độ tăng trưởng cung tiền. Do đó, các nhà đầu cơ sẽ bán nội tệ để mua ngoại tệ để tránh những tổn thất khi mất giá xảy ra. Hành động đồng thời của họ (bán nội tệ và mua ngoại tệ) trong bối cảnh bất ổn kinh tế vĩ mô sẽ là một cuộc tấn công đầu cơ vào nội tệ và khiến dự trữ ngoại hối sụt giảm nhanh hơn và mức phá giá sẽ xảy ra sớm hơn.

Mô hình cảnh báo thế hệ thứ nhất chỉ ra rằng sự mất cân đối kinh tế vĩ mô là nguyên nhân của khủng hoảng tiền tệ. Theo đó, sự tăng trưởng chi tiêu Chính phủ và được tiền tệ hóa nó thông qua hệ thống ngân hàng sẽ khiến tăng trưởng tín dụng quá mức, gây mất giá thực tế đồng nội địa, thâm hụt tài khoản vãng lai với quy mô lớn, hiệu quả đầu tư trong các dự án thấp, cũng như sự yếu kém trong công tác giám sát hệ thống ngân hàng, tài chính. Kết hợp với sự chênh lệch giữa những cam kết và tuyên bố của các nhà quản lý kinh tế với khả năng giữ các cam kết đó sẽ làm suy giảm mức độ tin cậy của công chúng vào công tác điều hành chính sách tiền tệ của Chính phủ. Tất cả các yếu tố nêu trên sẽ có thể gây ra một cuộc khủng hoảng tiền tệ (Nguyễn Khắc Minh 2008).

### *Các mô hình cảnh báo thế hệ thứ hai*

Các mô hình thế hệ thứ hai là sự tiếp nối các nghiên cứu của Krugman (1979) và Flood và Garber (1984). Theo Obstfeld (1986, 1994 và 1996), các mô hình cảnh báo thế hệ thứ 2 không xuất phát từ các yếu tố kinh tế vĩ mô căn bản mà tập trung vào kỳ vọng. Những mô hình này nhấn mạnh tầm ảnh hưởng của kỳ vọng hiện thực hóa khủng hoảng và những rối loạn thị trường tới một đồng tiền. Theo đó, một cuộc khủng hoảng tiền tệ xảy ra do:

- Kỳ vọng gắn kết với nhau theo hướng gây ra khủng hoảng;
- Hành vi bày đàn một cách hợp lý;
- Tính lan truyền.

Kỳ vọng gắn kết với nhau theo hướng gây ra khủng hoảng phản ánh sự bi quan của các nhà đầu tư và công chúng về công tác điều hành chính sách kinh tế của Chính phủ, các báo cáo về tình hình không sáng sủa của nền kinh tế hay các sự kiện chính trị. Nếu số người bi quan có kỳ vọng về sự mất giá của đồng nội tệ, thì hành động của những người này sẽ gây ra sự mất giá của đồng nội tệ trên thị trường.

Hành vi bày đàn phản ánh số đông những cá nhân và tổ chức tham gia thị trường hành động theo kiểu ăn theo hoặc đi theo xu thế chung của thị trường.

Tính lan truyền thể hiện tác động lan tỏa khủng hoảng tiền tệ từ các nước phát sinh khủng hoảng trong khu vực do các mối liên kết thương mại, tài chính, đầu tư. Nó cũng lý giải tại sao các nước có quan hệ thương mại và tài chính trong khu vực rất dễ bị tác động lan truyền khủng hoảng.

### *Các mô hình cảnh báo thế hệ thứ ba*

Các mô hình cảnh báo thế hệ thứ ba được xây dựng sau cuộc khủng hoảng tài chính - tiền tệ Châu Á 1997 - 1998. Theo Kaminsky và Reinhart (1999), mô hình cảnh báo thế hệ thứ ba là mô hình cảnh báo về khủng hoảng kép, gắn kết giữa khủng hoảng ngân hàng và khủng hoảng tiền tệ thông qua một khu vực tài chính mong manh dễ đổ vỡ. Theo họ, nợ xấu trong hệ thống ngân hàng thường là một trong những nguyên nhân gây khủng hoảng ngân hàng nhưng thường đi trước khủng hoảng tiền tệ. Khi khủng hoảng tiền tệ xảy ra thì sẽ nhanh chóng tác động làm trầm trọng khủng hoảng ngân hàng, kết quả là nền kinh tế rơi vào khủng hoảng kép.

Cuộc khủng hoảng tiền tệ tại các nước Đông Á năm 1997 đã cho thấy trước khủng hoảng, các nước Châu Á có nền tảng kinh tế vĩ mô tương đối tốt như tăng trưởng GDP cao, thất nghiệp thấp, lạm phát và chi tiêu ngân sách được kiểm soát, thâm hụt tài khoản vãng lai ở mức thấp, dòng vốn đầu tư nước ngoài chảy vào mạnh mẽ, chính trị và kinh tế ổn định. Tuy nhiên, đằng sau bức tranh sáng sủa đó là những vấn đề của hệ thống ngân hàng như nợ xấu từ người vay trong nước với những khoản vay ngoại tệ ngắn hạn từ nước ngoài không dùng công cụ phòng ngừa rủi ro tỷ giá.

### *Các mô hình cảnh báo thế hệ thứ tư*

Nhìn chung, ba thế hệ về mô hình cảnh báo khủng hoảng tiền tệ đều phản ánh các yếu tố kinh tế như: chỉ số CPI, tăng trưởng kinh tế, thâm hụt ngân sách, cán cân thanh toán, cung tiền, tín dụng trong nước và các yếu tố phi kinh tế như: kỳ vọng, hành vi bày đàn và tính lan truyền là cơ sở cho việc xây dựng mô hình cảnh báo sớm tiền tệ. Tuy nhiên, Breuer (2004) đã đặt ra câu hỏi về vai trò của các yếu tố thể chế như



khung pháp luật, luật bảo vệ quyền sở hữu, quy định tài chính... trong mô hình cảnh báo. Chính vì vậy, mô hình thể hệ thứ 4 về cảnh báo khủng hoảng tiền tệ đã ra đời trên cơ sở kết hợp các yếu tố của thể hệ mô hình thứ 1, 2 và 3 và bổ sung thêm yếu tố thể chế vào mô hình.

### 2. Các chỉ số đo lường nguy cơ rủi ro khủng hoảng tiền tệ và ứng dụng đối với điều kiện Việt Nam

#### 2.1. Các chỉ số cảnh báo

Các cuộc khủng hoảng tiền tệ, ngân hàng trên thế giới gần đây đều cho thấy mức độ gây tổn thất to lớn của chúng tới toàn bộ nền kinh tế nói chung và toàn bộ hệ thống ngân hàng nói riêng, chi phí cho tổng thiệt hại chiếm khoảng 10 - 15% GDP. Chính vì lý do đó mà các chuyên gia kinh tế, nhà hoạch định chính sách và giới đầu tư luôn quan tâm tới các tín hiệu cảnh báo sớm về rủi ro tiền tệ và hoạt động ngân hàng.

Kaminsky, Lizondo và Reinhart (1998) đã xây dựng 105 chỉ số và được chia thành 6 nhóm, bao gồm:

- Nhóm khu vực kinh tế đối ngoại;
- Nhóm khu vực tài chính;
- Nhóm khu vực sản xuất thực;
- Nhóm khu vực chi tiêu chính phủ;
- Nhóm các yếu tố cấu trúc và thể chế;
- Nhóm các yếu tố chính trị.

Kaminsky và các đồng sự đã xây dựng các chỉ số nói trên dựa trên nghiên cứu 26 cuộc khủng hoảng ngân hàng và 76 cuộc khủng hoảng tiền tệ với quy mô lớn và nhỏ tại 20 nền kinh tế trên thế giới (bao gồm cả các nước đã và đang phát triển) trong giai đoạn 1970 - 1995. Họ cho rằng tín hiệu cảnh báo khủng hoảng tiền tệ hiệu quả nhất là các chỉ tiêu:

- Sản lượng thực của nền kinh tế (gần đây các nghiên cứu đã chú trọng phân tích mức độ chênh lệch giữa sản lượng thực và sản lượng tiềm năng của nền kinh tế);

- Kim ngạch xuất khẩu;

- Mức độ chênh lệch giữa tỷ giá thực so với đường xu thế;

- Giá cổ phiếu;

- Tốc độ tăng chỉ số CPI;

- Tốc độ tăng cung tiền, hay rộng hơn nữa là tỷ số cung tiền trên tổng dự trữ ngoại tệ.

Một số chỉ tiêu cảnh báo khác cũng được sử dụng nhưng kém hiệu quả hơn là:

- Kim ngạch nhập khẩu;

- Chênh lệch giữa lãi suất tiền gửi thực tế trong và ngoài nước;

- Tỷ số giữa tín dụng trên huy động vốn;

- Tỷ số giữa lãi suất cho vay trên lãi suất tiền gửi;
- Tiền gửi ngân hàng.

Các chỉ tiêu được xây dựng bởi Kaminsky và các đồng sự của ông được xem là các chỉ số quan trọng cho các nhà kinh tế lựa chọn trong việc đánh giá rủi ro khủng hoảng tiền tệ và hoạt động ngân hàng theo các phương pháp phi tham số. Tuy nhiên, các nhà nghiên cứu kinh tế gần đây đã có những ý kiến phê phán cách tiếp cận của Kaminsky và các đồng sự khi đưa ra quá nhiều chỉ số cảnh báo khiến cho việc lựa chọn các ngưỡng cảnh báo rủi ro khủng hoảng tiền tệ và ngân hàng trở nên khó khăn và kém hiệu quả.

Chính vì lý do đó mà các nhà nghiên cứu gần đây đã tiến hành lựa chọn một số các chỉ số cảnh báo quan trọng đại diện đặc trưng cho 6 nhóm trong các mô hình thể hệ thứ nhất, thứ hai, thứ ba để đánh giá xác suất xảy ra khủng hoảng tiền tệ và ngân hàng trong các mô hình Logit hoặc Probit, hay còn gọi là phương pháp tham số. Việc sử dụng mô hình tham số có tác dụng cho biết thời điểm có xác suất xảy ra khủng hoảng trong vòng 12 - 24 tháng cũng như các hàm ý chính sách trong mô hình.

#### 2.2. Ứng dụng đối với điều kiện Việt Nam

Việc cảnh báo sớm rủi ro kinh tế vĩ mô và khủng hoảng tiền tệ được tác giả xây dựng dựa trên mô hình cảnh báo sớm (EWS) tham số. Theo các nghiên cứu trên thế giới gần đây, nền kinh tế có dấu hiệu khủng hoảng tiền tệ quy mô nhỏ khi tỷ giá hối đoái thực (RER) vượt qua ngưỡng trung bình của nó từ 2 đến 3 lần độ lệch chuẩn (se) trong vòng từ 2 - 3 tháng liên tục trở lên hoặc tỷ giá hối đoái thực lệch khỏi xu thế của nó kéo dài liên tục từ 3 tháng trở lên<sup>1</sup>. Do vậy, mô hình EWS rủi ro kinh tế vĩ mô và khủng hoảng tiền tệ có dạng như sau:

##### 2.2.1 Mô hình Logit

Dựa trên dữ liệu thu thập theo tháng từ 01/1996 - 12/2009, mô hình hàm Logit với thời gian dự báo 12 tháng đến 24 tháng được sử dụng. Với khung thời gian cảnh báo trong vòng 12-24 tháng, dùng hàm Logit ta có mô hình cảnh báo sớm rủi ro khủng hoảng tiền tệ như sau:

$Crisis_{i,t} = 1$ , nếu tỷ giá thực lệch khỏi mức xu thế trong vòng 24 tháng;

$= 0$ , nếu không có dấu hiệu vượt khỏi mức xu thế trong vòng 24 tháng;

Gọi  $Crisis_{i,t}$  là xác suất xảy ra rủi ro khủng hoảng tiền tệ trong vòng 24 tháng tới, mô hình sẽ là:

$$Crisis_{i,t} = \frac{1}{1 + e^{-(\alpha_0 + \alpha_1 X_{1,t} + \alpha_2 X_{2,t} + \dots + \alpha_k X_{k,t})}} \quad (14)$$

Mô hình có 1 biến phụ thuộc và các biến độc lập





(các biến độc lập thể hiện các chỉ số cảnh báo về khủng hoảng tiền tệ).

### 2.2.2 Các biến sử dụng trong mô hình

#### 2.2.2.1 Biến phụ thuộc

Crisis<sub>it</sub> lấy giá trị 1 hay 0 tùy theo chỉ số RER có vượt ngưỡng cảnh báo trong vòng 24 tháng.

#### 2.2.2.2 Biến độc lập

Việc lựa chọn các biến độc lập (chỉ số cảnh báo tiền tệ) dựa trên các chỉ số của Kaminsky và các cộng sự của ông, các biến này phản ánh các yếu tố kinh tế gây ra rủi ro khủng hoảng tiền tệ. Việc đưa các chỉ số cảnh báo tiền tệ vào mô hình phải đảm bảo ý nghĩa thống kê và có được các gợi ý chính sách để giảm thiểu và hạn chế khủng hoảng trong tương lai.

#### 2.2.3 Nguồn dữ liệu

Dữ liệu với quan sát theo tháng từ 01/1996-12/2009 được thu thập từ Tổng cục Thống kê, Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF), Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB) và Ngân hàng Thế giới (WB).

#### 2.2.4 Đánh giá chất lượng cảnh báo

Dấu hiệu cảnh báo có rủi ro khủng hoảng hay không có rủi ro khủng hoảng trong vòng 12 đến 24 tháng được chia thành các dấu hiệu cảnh báo theo ma trận như sau: (xem Bảng 2)

Sai lầm loại I:  $C/A+C$

Sai lầm loại II:  $B/B+D$

Tỷ lệ cảnh báo đúng:  $A+D/A+B+C+D$

Mức độ gây nhiễu:  $(B/B+D)/(A/A+C)$

#### 2.2.5 Kết quả thực nghiệm

Kết quả ước lượng cho thấy các chỉ số cảnh báo trong mô hình đều có ý nghĩa thống kê cao ở mức 1, 5 và 10%. Trên cơ sở ước lượng mô hình cảnh báo khủng hoảng tiền tệ, chúng ta có thể thấy:

- Mô hình 1 gồm 6 biến, trong đó có 5 biến có ý nghĩa thống kê ở mức 1 và 10%, giải thích 49% tác động gây rủi ro khủng hoảng tiền tệ tại Việt Nam bao gồm: biến động tỷ giá, tăng trưởng tín dụng, thâm hụt tài khoản vãng lai, mức dự trữ ngoại hối và tốc độ tăng cung tiền.

- Mô hình 2 gồm 7 biến, trong đó có 6 biến có ý

**Bảng 1: Giải thích các chỉ số cảnh báo ảnh hưởng đến xác suất xảy ra khủng hoảng**

Biến độc lập	Viết tắt trong mô hình	Giá trị	Tác động dự kiến tới khủng hoảng	Nguồn
<b>Biến kinh tế trong nước</b>				
Tỷ giá thực	RER		Tăng	IMF
Thâm hụt tài khoản vãng lai/GDP	CURRENTAC	%	Tăng	IMF
Tỷ lệ tăng dự trữ ngoại hối	RESERVE	%	Giảm	IMF
Tỷ lệ xuất khẩu	EXGROWTH	%	Giảm	IMF
Nợ nước ngoài ngắn hạn/Dự trữ ngoại hối	SHORTDEPT	%	Tăng	IMF
Tốc độ tăng trưởng tín dụng nội địa	CREDGROWTH	%	Tăng	IMF
Cung tiền M2/dự trữ	M2RESERVE		Tăng/giảm	IMF
Tăng trưởng kinh tế trong nước	GROWTH	%	Tăng/giảm	GSO
<b>Biến kinh tế quốc tế</b>				
Tốc độ tăng giá dầu thế giới	OIL_PG	%	Tăng	IMF
Tăng trưởng kinh tế Mỹ	USGROWTH	%	Tăng/giảm	IMF

**Bảng 2: Các dấu hiệu cảnh báo rủi ro**

	Rủi ro tỷ giá trong vòng 24 tháng	Không có rủi ro về tỷ giá trong vòng 24 tháng
Dấu hiệu cảnh báo	A	B
Không có dấu hiệu cảnh báo	C	D

Lưu ý: Việc tỷ giá vượt khỏi điểm xu thế diễn ra trên 3 tháng là dấu hiệu báo trước của khủng hoảng tiền tệ



**Bảng 3: Kết quả mô hình cảnh báo sớm tiền tệ (EWS)**

Biến	EWS(1)	EWS(2)	EWS(3)
RER	0,0035*** (0,00)	0,0048*** (0,00)	0,0046*** (0,00)
CREDGROWTH	0,0030* (0,07)	0,0216 (0,60)	0,0314 (0,43)
CURRENTAC	0,1192*** (0,01)	0,2531*** (0,00)	0,2446*** (0,00)
RESERVE	-0,1765*** (0,01)	-0,1778* (0,06)	-0,1915* (0,08)
M2RESERVE	-6,2827*** (0,00)	-7,3704*** (0,00)	-7,7603*** (0,00)
EXGROWTH	0,0033(0,85)		
SHORTDEPT		0,1116*** (0,01)	0,1035** (0,02)
GROWTH		-0,3544** (0,05)	-0,3502*** (0,01)
USGROWTH			-0,2177* (0,06)
OIL_PG			0,0491* (0,07)
Hệ số không đổi	-31,7608*** (0,00)	-46,9844*** (0,00)	-41,9990*** (0,00)
R2	0,49	0,56	0,58
Sai lầm loại I	0,16	0,13	0,16
Sai lầm loại II	0,09	0,14	0,17
Mức độ gây nhiễu	0,10	0,16	0,22

Lưu ý: P-value nằm trong dấu ngoặc; \*\*\* có ý nghĩa thống kê 1%; \*\* có ý nghĩa thống kê 5%; \* có ý nghĩa thống kê 10%.

ngĩa thống kê, giải thích 56% tác động gây rủi ro khủng hoảng tiền tệ bao gồm: biến động tỷ giá, tăng trưởng tín dụng, thâm hụt tài khoản vãng lai, mức dự trữ ngoại hối, tốc độ tăng cung tiền, nợ ngắn hạn và tăng trưởng kinh tế.

- Mô hình 3 gồm 9 biến, trong đó có 8 biến có ý nghĩa thống kê giải thích 58% tác động của các biến gây rủi ro khủng hoảng bao gồm: biến động tỷ giá, tăng trưởng tín dụng, thâm hụt tài khoản vãng lai, mức dự trữ ngoại hối, tốc độ tăng cung tiền, nợ ngắn hạn, tăng trưởng kinh tế Hoa Kỳ và giá dầu thế giới.

Những biến trong mô hình cảnh báo là những nhân tố cơ bản để phân tích khả năng gây ra rủi ro tiền tệ

tại Việt Nam và kiến nghị chính sách trong bối cảnh các cân đối kinh tế vĩ mô của Việt Nam chưa thực sự bền vững.

### Kết luận

Trên cơ sở lý thuyết các mô hình cảnh báo thế hệ thứ nhất, thứ hai, và thứ ba, mô hình xây dựng trong bài viết chỉ mới chỉ dừng lại tại mô hình thế hệ thứ nhất. Việc xây dựng và phát triển các mô hình cảnh báo thế hệ thứ hai và ba là hết sức cần thiết trong bối cảnh thị trường tài chính - tiền tệ Việt Nam đang hội nhập vào khu vực và thế giới. Do đó, tác động lan truyền rủi ro khủng hoảng tiền tệ và ngân hàng từ các





nước trong khu vực và trên thế giới tới Việt Nam là rất lớn. Hơn thế nữa, rủi ro khủng hoảng tiền tệ và hoạt động ngân hàng dẫn đến từ các đợt tấn công đầu cơ vào đồng nội tệ có khả năng lan truyền trên phạm vi toàn nền kinh tế là rất lớn. Những diễn biến trên thị trường ngoại hối gần đây cũng phản ánh kỳ vọng và tâm lý bầy đàn trong việc đầu cơ và găm giữ ngoại tệ.

Trên cơ sở phân tích kết quả ước lượng mô hình cảnh báo rủi ro khủng hoảng tiền tệ và các lý thuyết về mô hình cảnh báo sớm, để hạn chế rủi ro khủng hoảng tiền tệ và ngân hàng tại Việt Nam trong tương lai, cần lưu ý:

*Thứ nhất*, thực tiễn quan sát các nước có khủng hoảng tiền tệ và hoạt động ngân hàng cho thấy tăng trưởng tín dụng cao luôn đi trước khủng hoảng tiền tệ. Một trong những nguyên nhân khiến tăng trưởng tín dụng cao tại một số nước đang phát triển và chuyển dịch cơ cấu kinh tế là việc chi tiêu ngân sách được tiền tệ hóa. Tăng trưởng tín dụng cao luôn đi kèm lạm phát, do đó, mục tiêu kiểm soát tăng trưởng tín dụng phải là mục tiêu hành động số một trong một nền kinh tế bị tiền tệ hóa. Bên cạnh đó, việc tăng cung tiền cần hướng vào mục tiêu ưu tiên số 1 là kiểm soát giá chứ không phải mục tiêu tăng trưởng kinh tế.

*Thứ hai*, Việt Nam trong giai đoạn 2001 - 2010 được ghi nhận là một trong những nước có tốc độ tăng trưởng cao trong khu vực, góp phần quan trọng trong chiến lược xóa đói giảm nghèo của Việt Nam. Mặc dù tăng trưởng cao nhưng chất lượng của tăng trưởng thực sự là vấn đề cần được quan tâm. Tăng trưởng Việt Nam hiện nay quá phụ thuộc vào vốn, do vậy, mô hình tăng trưởng dựa vào vốn sẽ không còn phát huy tác động lớn đối với tăng trưởng của Việt Nam trong

thời gian tới. Trong giai đoạn 2011 - 2015, Việt Nam không nên đặt mục tiêu tăng trưởng kinh tế cao ở mức 7,5 hay 8,0%/năm. Vì đặt mục tiêu tăng trưởng cao sẽ đi kèm lạm phát trong bối cảnh các cân đối vĩ mô của chúng ta chưa bền vững. Việt Nam chỉ nên hướng tới mức tăng trưởng ở mức 7%/năm là phù hợp với năng lực của nền kinh tế, do đó, sẽ không tạo áp lực cho hệ thống ngân hàng trong việc huy động các nguồn lực cho tăng trưởng. Trong giai đoạn này, Việt Nam nên tập trung ổn định các cân đối vĩ mô và tái cấu trúc mô hình tăng trưởng để tạo đà cho tăng trưởng cao trong các giai đoạn tiếp theo.

*Thứ ba*, tài khoản vãng lai của Việt Nam trong nhiều năm liên tục ở trạng thái thâm hụt. Điều này có nghĩa là tiết kiệm luôn thấp hơn đầu tư trong nước, để bù đắp trong khoảng thâm hụt này, bình quân mỗi năm Việt Nam sẽ phải đi vay nước ngoài một khoản vay tương ứng khoảng từ 6,5 - 7% GDP. Đây cũng là một nguyên nhân chính khiến nợ công của Việt Nam đang ở mức cao so với nhiều nước trong khu vực. Do đó, chỉ tiêu Chính phủ cần hạn chế và được kiểm soát một cách hiệu quả, tránh sử dụng đầu tư công để tạo tăng trưởng kinh tế. Thực tiễn phát triển các nước trên thế giới cho thấy, đầu tư công vào hoạt động kinh tế luôn kém hiệu quả và không tạo ra tăng trưởng lớn. Nếu sử dụng đầu tư công để tạo ra tăng trưởng không chỉ có nguy cơ đầu tư công lấn át đầu tư khu vực tư nhân, mà còn gây ra lạm phát.

*Thứ tư*, xuất khẩu của Việt Nam hiện nay là xuất thô có giá trị thấp là chính trong khi đó phải nhập khẩu các yếu tố đầu vào cho tăng trưởng. Do đó, để đổi mới mô hình tăng trưởng kinh tế một cách có hiệu quả, Việt Nam cần có chiến

lược trong xuất khẩu hướng vào các mặt hàng và dịch vụ xuất khẩu có giá trị gia tăng trong dài hạn, trong khi đó cơ cấu nhập khẩu phải hợp lý, chú trọng nhập khẩu các sản phẩm có tác dụng nâng cao năng suất lao động của nền kinh tế. Do vậy, thâm hụt tài khoản vãng lai sẽ thấp hơn và giảm thiểu được rủi ro khủng hoảng tiền tệ. Điều này cũng hàm ý rằng trong 10 năm tới, 2011 - 2020, chúng ta nên chú trọng phát triển ngành công nghiệp phụ trợ. Những bài học thành công hay thất bại rút ra trong chiến lược phát triển công nghiệp của các nước đi trước như Thái Lan, Malaysia hay Indonesia cũng cần được tham khảo.

*Thứ năm*, đối với chính sách tài khóa, Việt Nam cần đa dạng các nguồn thu trên cơ sở các quy định của pháp luật và thực hiện quản lý chi tiêu có hiệu quả, hướng tới thu hẹp dần bội chi ngân sách dưới 4% thậm chí là dưới 3% GDP sau năm 2015; cần tăng cường sự kết hợp hiệu quả và đồng bộ giữa chính sách tài khóa và tiền tệ trong công tác điều hành kinh tế vĩ mô.

*Thứ sáu*, cần phải xây dựng một thể chế vững chắc, đặc biệt trong lĩnh vực ngân hàng. Thực tiễn phát triển khu vực tài chính - ngân hàng của nhiều nước trên thế giới đã cho thấy, sự nhiệt thành của một số nước trong việc tự do hóa hệ thống tài chính khi thiếu các điều kiện căn bản cần thiết về mặt thể chế sẽ làm cho hệ thống tài chính - ngân hàng phải đối phó với nhiều rủi ro về khủng hoảng đổ vỡ ngân hàng. ■

<sup>1</sup> Do Việt Nam chưa từng xảy ra khủng hoảng tiền tệ, do vậy, tác giả giả định rằng Việt Nam có dấu hiệu rủi ro khủng hoảng tiền tệ quy mô nhỏ khi RER vượt qua ngưỡng trung bình của nó từ 2 - 3 lần se hoặc vượt qua điểm xu thế của nó trong vòng 2 - 3 tháng liên tục.