

1. Diễn biến lạm phát

Năm 2007, khi Việt Nam gia nhập WTO, phản ứng rất tích cực của các nhà đầu tư nước ngoài đã kích hoạt dòng tiền bên ngoài đổ mạnh vào Việt Nam. Trong điều kiện năng lực tiếp nhận vốn của nền kinh tế bị hạn chế, có lẽ Việt Nam cần thực hiện chính sách tiền tệ (CSTT) thận trọng, kiểm soát gia tăng cung tiền. Tuy nhiên, Việt Nam đã quá chú trọng vào mục tiêu tăng trưởng, CSTT được nới lỏng quá mạnh, trong hai năm 2006 và 2007, tổng phương tiện thanh toán tăng lần lượt 33,59% và 46,12%, huy động vốn của các tổ chức tín dụng (TCTD) tăng lần lượt 36,53% và 47,64%, dư nợ tín dụng tăng lần lượt 25,44% và 53,89%. Hậu quả tất yếu của việc nới lỏng tiền tệ quá mức đó là lạm phát tăng vọt; lạm phát năm 2008 nhanh chóng tăng tốc từ mức 12,63% vào cuối năm 2007 lên mức kỷ lục 28,32% vào tháng 8/2008 do tác động của giá hàng hóa thế giới tăng cao kỷ lục và tác động trễ của CSTT nới lỏng. Bước sang năm 2009, lạm phát nhanh chóng giảm xuống mức còn một chữ số, một phần, do thực hiện các chính sách thắt chặt tiền tệ và tài khóa; mặt khác, do tác động của cuộc khủng hoảng toàn cầu giá các hàng hóa cơ bản giảm mạnh trên thị trường thế giới. Chỉ số giá tiêu dùng 12/2009 so với cùng kỳ tăng 6,52%; chỉ số giá tiêu dùng bình quân năm 2009 so với năm 2008 tăng 6,88%; thấp hơn nhiều so với mức tăng tương ứng của năm 2008 là 19,89% và 22,97%. Nếu Việt Nam đánh giá chính xác hơn nguyên nhân giảm lạm phát năm 2009 phần lớn là do sự giảm giá đầu vào nhập khẩu và việc giảm

* Vụ CSTT, NHNN

CÔNG CỤ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ TRONG KIỂM CHẾ LẠM PHÁT

Nguyễn Tú Anh *

giá này là không bền vững, do đó, cần tiếp tục kiên định CSTT thận trọng thì có lẽ lạm phát năm 2010 và 2011 đã không quá nghiêm trọng như đã xảy ra. Trên thực tế, khi áp lực lạm phát giảm, Việt Nam đã thực hiện gói kích cầu năm 2009 để ứng phó với khủng hoảng kinh tế thế giới 2007-2009. Kinh tế thế giới hồi phục làm giá hàng hóa cơ bản nhập khẩu tăng nhanh trở lại và tác động trễ của gói kích cầu đã làm cho lạm phát phi mã trong 2 năm 2010 và 2011.

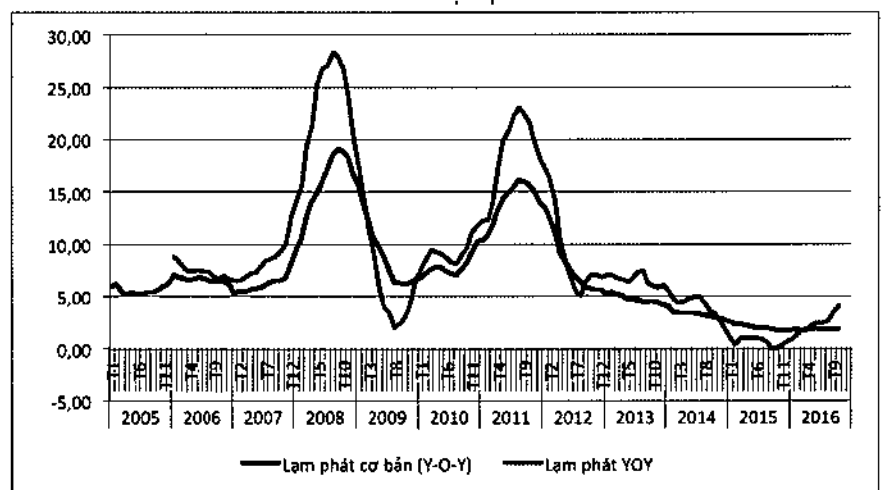
Thực hiện quyết liệt Nghị quyết 11/NQ-CP năm 2011 của Chính phủ với ưu tiên hàng đầu là ổn định kinh tế vĩ mô. Những giải pháp kiên định và quyết liệt về tái cơ cấu kinh tế với 3 trọng tâm đã góp phần đẩy lùi lạm phát (Hình 1) và dần đưa nền kinh tế trở lại quỹ đạo tăng trưởng ổn định.

Hình 1 cho thấy có độ sai lệch khá mạnh giữa lạm phát cơ bản và lạm phát tổng thể, đặc biệt là trong thời kỳ lạm phát cao; lạm phát cơ bản có mức độ biến

động thấp hơn nhiều so với lạm phát tổng thể. Điều này cho thấy, các yếu tố về giá năng lượng, lương thực, thực phẩm và giá các mặt hàng nhà nước quản lý có ảnh hưởng lớn đến mức độ biến động của lạm phát tổng thể. Thêm vào đó, giá các mặt hàng này (đặc biệt là giá năng lượng) có tác động lên giá các mặt hàng khác thông qua chi phí sản xuất. Do đó, khi giá các mặt hàng này có biến động mạnh cũng làm cho lạm phát cơ bản biến động theo nhưng với biên độ nhỏ hơn.

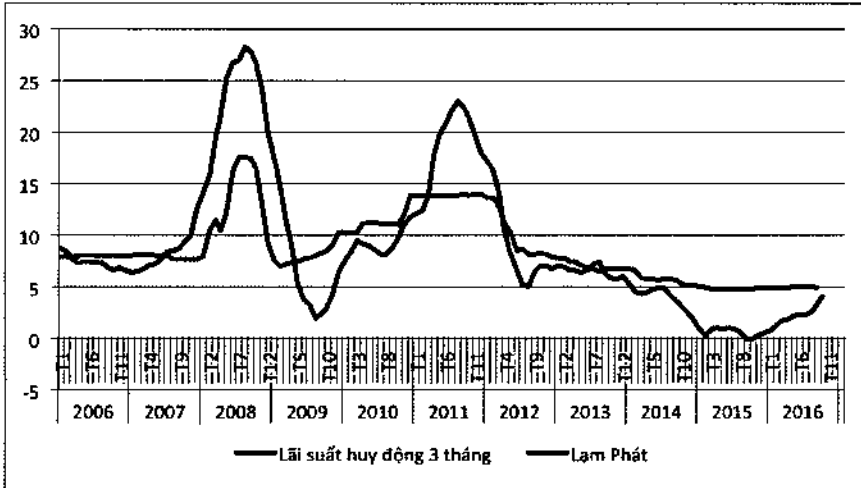
Hình 1 cũng cho thấy, kể từ năm 2012 khi Chính phủ kiên định mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô, kiểm chế lạm phát thì lạm phát luôn được kiểm soát ở dưới ngưỡng 7%. Trung bình giai đoạn 2006-T4/2016, lạm phát lên đến 12,39% với độ lệch chuẩn là 6,95 trong khi giai đoạn T5/2012-T10/2016, lạm phát trung bình tháng chỉ 3,92% với độ lệch chuẩn là 2,5. Giai đoạn T5/2012-T10/2016, lạm phát không chỉ thấp, mà độ biến động còn giảm mạnh.

Hình 1: Diễn biến lạm phát 2006-2016



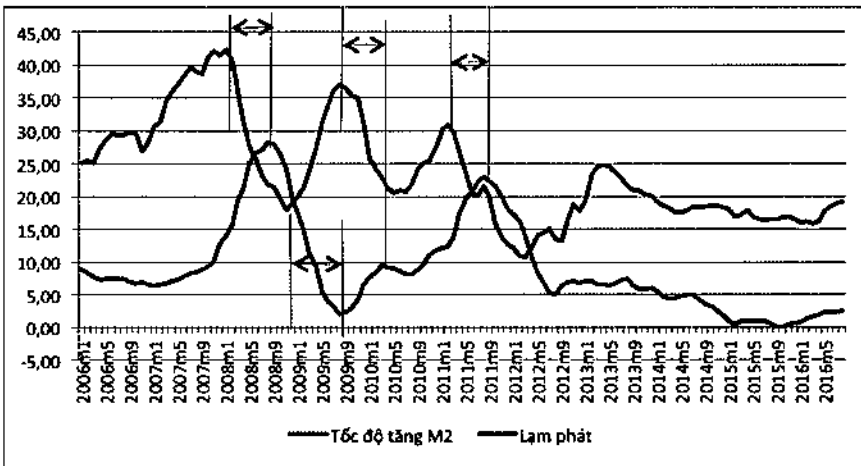
Nguồn: Tác giả tính toán từ nguồn của TCTK.

Hình 2: Quan hệ giữa lạm phát và lãi suất



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Hình 3: Quan hệ giữa cung tiền và lạm phát



Nguồn: tính toán từ số liệu của NHNN.

2. Công cụ chính sách tiền tệ trong kiểm chế lạm phát

2.1. Quan hệ giữa lạm phát và lãi suất

Hình 2 cho thấy, trong giai đoạn 2006-2011, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) thường thụ

động sử dụng công cụ lãi suất để tác động vào lạm phát. Khi lạm phát tăng mạnh 1 - 2 tháng, NHNN mới điều chỉnh lãi suất tăng để hạn chế lạm phát. Tuy nhiên, giai đoạn này lại là giai đoạn mà lạm phát tăng mạnh và biến động mạnh. Giai đoạn

2012 đến nay, mối tương quan giữa lạm phát và lãi suất dường như không có quan hệ chặt chẽ nữa nhưng lạm phát lại giảm mạnh và ổn định hơn nhiều. Đây là giai đoạn thực hiện các chính sách tổng thể để ổn định kinh tế vĩ mô bao gồm: CSTT thận trọng, siết chặt đầu tư công, tái cơ cấu lại các doanh nghiệp nhà nước và các TCTD. CSTT thận trọng và lãi suất ổn định đảm bảo điều kiện cân quan trọng để neo lạm phát không biến động mạnh. Ngược lại, lạm phát ổn định ở mức thấp là điều kiện tiên quyết để ổn định lãi suất, qua đó, giảm độ bất định và chi phí cho doanh nghiệp. Lãi suất chưa được sử dụng một cách chủ động trong kiểm soát lạm phát, nhưng tỏ ra khá hữu hiệu trong việc khắc chế lạm phát.

2.2. Quan hệ giữa lạm phát và M2

Hình 3 cho thấy, cung tiền có quan hệ chặt với lạm phát với độ trễ trung bình khoảng 7 - 8 tháng. Cung tiền là biến dẫn báo, tức là cung tiền tăng thì sau 7 - 8 tháng, lạm phát cũng tăng và ngược lại, cung tiền giảm thì 7 - 8 tháng sau, lạm phát sẽ giảm. Điều này có thể dễ dàng nhận thấy qua khoảng cách giữa các đỉnh của cung tiền và đỉnh của lạm phát như trên Hình 3. Mối tương quan này được xác định khá chặt chẽ, cho thấy kiểm soát

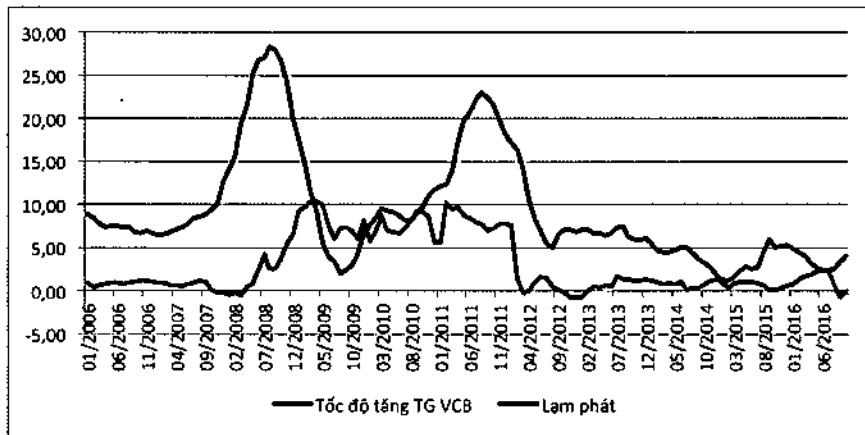
Chào mừng 30/4-1/5

Từ ngày 15/03/2017 đến 15/05/2017

Miễn phí phát hành/phí thường niên năm đầu cho tất cả thẻ Vietcombank

Áp dụng theo Điều kiện và Điều khoản ưu đãi chương trình. Thông tin chi tiết xin liên hệ bộ phận

Hình 4: Quan hệ lạm phát và tỷ giá



Nguồn: NHNN

cung tiền là công cụ hữu hiệu trong kiểm soát lạm phát. Đồng thời, độ trễ tác động khá lớn của cung tiền lên lạm phát cũng cho thấy cần hạn chế việc tăng/giảm cung tiền liên tục vì sẽ tạo ra xung lực tích lũy lên lạm phát. Ngược lại, điều tiết tăng giảm cung tiền một cách nhịp nhàng trong thời kỳ ngắn sẽ có hiệu quả trong việc triệt tiêu tác động tiêu cực của M2 lên lạm phát.

2.3. Lạm phát với tỷ giá

Hình 4 cho thấy lạm phát là một yếu tố quan trọng tạo ra sự biến động mạnh của tỷ giá (để ý, đường xanh là *tốc độ tăng* của tỷ giá). Trong thời kỳ đầu 2008 đến tháng 4/2012, lạm phát biến động mạnh làm tỷ giá liên tục tăng cao, với tốc độ phá giá luôn trên 5%. Để ý rằng trong giai đoạn mặc dù có lúc lạm phát đã giảm (trong năm 2009), nhưng tỷ giá vẫn liên tục mất giá với tốc độ cao và sau đó, lạm phát bùng phát và tăng mạnh đến đỉnh điểm vào tháng 8/2011. Sau năm 2011, cùng với việc thực hiện quyết liệt, đồng bộ các chính sách ổn định kinh tế vĩ mô, lạm phát dần đi vào ổn định và nhờ đó, tỷ giá cũng trở nên ổn định. Điều này cho thấy, kỳ vọng lạm phát là yếu tố quan trọng tạo sức ép lên tỷ giá chứ không phải lạm phát hiện hành. Năm 2009, mặc

dù lạm phát thấp nhưng các yếu tố vĩ mô suy yếu nên kỳ vọng lạm phát vẫn tăng và tỷ giá vẫn tiếp tục mất giá. Sau năm 2011, khi lạm phát và các biến số vĩ mô ổn định, lòng tin thị trường trở lại, kỳ vọng lạm phát thấp là yếu tố quan trọng để ổn định tỷ giá. Kiểm chế lạm phát là điều kiện cần để ổn định tỷ giá.

3. Một số nhận xét

Những mối tương quan trên đây cần phải được kiểm chứng một cách cẩn trọng hơn bằng các mô hình định lượng. Đồng thời, cần phải đánh giá tương tác qua lại với độ trễ của cung tiền, lãi suất, tỷ giá và lạm phát. Tuy nhiên, những khảo sát trên đây cũng cho phép chúng ta đưa ra một số kết luận sơ bộ:

Công cụ CSTT đóng vai trò quan trọng trong việc kiểm chế lạm phát và kiểm soát cung tiền tỏ ra là công cụ hiệu quả nhất trong kiểm chế lạm phát trong thời gian. Đồng thời, kiểm soát lạm phát cho phép NHNN ổn định được tỷ giá và lãi suất. Ngược lại, khi lạm phát tăng cao thì công cụ lãi suất tỏ ra khá hữu hiệu trong việc khắc chế lạm phát.

Bình ổn tỷ giá cũng có tác động bình ổn lạm phát, nhưng trên thực tế, lạm phát lại là yếu

tố chủ yếu gây ra biến động về tỷ giá. Việc NHNN lựa chọn kiểm soát tỷ giá và tự do hóa lãi suất là một lựa chọn khôn ngoan ngay từ đầu. NHNN vẫn có thể tác động lên lãi suất nếu cần thiết thông qua các công cụ tiền tệ khác nhau. Trong khi nếu tự do hóa (thả nổi tỷ giá) thì trong điều kiện nền kinh tế mở như hiện nay, khi tỷ giá bị tấn công thì khả năng can thiệp vào tỷ giá của NHNN là khá khó khăn. Kinh nghiệm các nước cho thấy khi đồng tiền bị tấn công thì không có nguồn dự trữ ngoại hối nào đủ mạnh để can thiệp. Cuộc khủng hoảng tài chính 1997 cho thấy, khi Thái Lan thả nổi tỷ giá và bị tấn công tiền tệ thì chỉ từ tháng 2/1997 đến tháng 7/1997, toàn bộ dự trữ ngoại tệ của Thái Lan khoảng 30 tỷ USD đã hết sạch (nếu tính cả các cam kết bán kỳ hạn ngoại tệ). Điều tương tự cũng xảy ra tại Hàn Quốc vào năm 1997. Gần đây, tại Trung Quốc, khi nền kinh tế bộc lộ một số vấn đề, khối lượng dự trữ ngoại hối khổng lồ của nước này đã bốc hơi hơn 880 tỷ USD trong thời gian 7/2014 đến 10/2016, nhưng đồng CNY vẫn liên tục yếu đi và trong cùng thời kỳ, đồng CNY đã mất giá 12,53% so với đồng USD.

Ổn định tỷ giá và lãi suất đòi hỏi lạm phát và lạm phát kỳ vọng phải được kiểm soát ở mức độ phù hợp. Ngược lại, khi tỷ giá và lãi suất ổn định cũng góp phần kiểm soát lạm phát. Phân tích trên đây ngụ ý rằng kiểm soát cung tiền thận trọng tạo điều kiện tiên quyết để chủ động ổn định lạm phát và kỳ vọng lạm phát, các công cụ tỷ giá và lãi suất đóng vai trò phụ trợ. Tuy nhiên, khi lạm phát tăng mạnh thì lãi suất và cung tiền là hai công cụ để đẩy lùi lạm phát. ■