

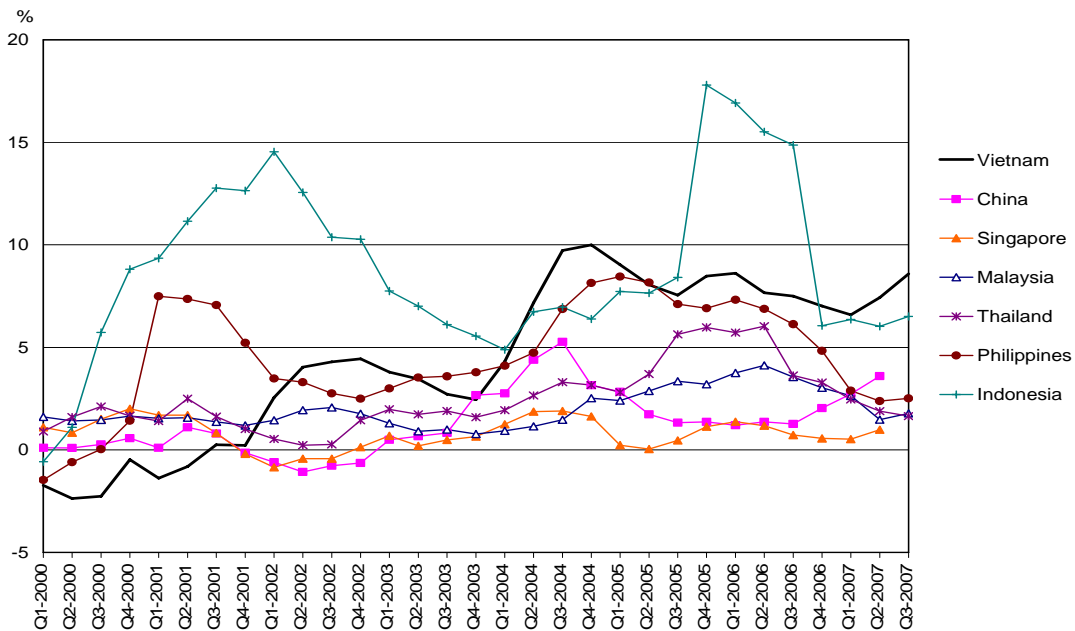
Chương 5

Lạm phát tăng

Bài toán lạm phát

Chúng ta hãy bắt đầu bằng câu hỏi: Tại sao lạm phát ở Việt Nam lại cao hơn các nước láng giềng trong những năm gần đây? Sau khi lạm phát rất cao chấm dứt vào những năm đầu thập kỷ 90, giá cả chung ở Việt Nam đã duy trì ổn định với tỷ lệ lạm phát bình quân là 3,1% trong thời kỳ 1996-2003. Tuy nhiên, năm 2004 lạm phát đã đạt tới 9,5% và từ đó tiếp tục ở mức cao. Năm 2007, lạm phát đã tăng đến 12,6%. Mọi người có thể cho rằng lạm phát hàng hóa ở mức khoảng 10% không phải là một thảm họa kinh tế vĩ mô và có lẽ chấp nhận được nếu nền kinh tế tiếp tục tăng trưởng mạnh. Tuy nhiên, cần phải hiểu những nguyên nhân đằng sau tình trạng lạm phát của Việt Nam hiện nay để nhận biết những ảnh hưởng kinh tế vĩ mô đang diễn ra và lường trước những rủi ro trong tương lai.

Hình 5-1 Chỉ số lạm phát giá tiêu dùng



Nguồn: IMF, *Thống kê tài chính quốc tế*, nhiều số.

Như minh họa ở Hình 5-1, từ năm 2004 đến 2007, lạm phát ở Việt Nam cao hơn ở các nước láng giềng trừ Indonesia, một đất nước phải đối mặt với những đề nghiêm trọng về kinh tế và chính trị. Hiện tại, Việt Nam có mức lạm phát cao nhất trong các nước mới nổi Đông Á. Mặc dù giá dầu thô và các hàng hóa khác cao chắc chắn là một phần của sự gia tăng giá cả, sự khác nhau về lạm phát giữa Việt Nam và các nước khác không có thể giải thích được bằng những nhân tố toàn cầu như vậy. Cũng như vậy, dịch SARS, cúm gia cầm và các bệnh dịch khác đã đẩy giá thực phẩm tăng ở Việt Nam, nhưng các nước láng giềng cũng phải trải qua những khó khăn đó. Mặc dù các nguyên nhân bên ngoài không có thể bỏ qua, chúng ta cần một sự giải thích thêm cho tình hình cụ thể của Việt Nam.

Một bài nghiên cứu của Quỹ tiền tệ quốc tế (IMF, 2006b) tiến hành một vài phân tích thống kê đã đi đến những kết luận khá nghi ngờ rằng (i) những nhân tố tiền tệ có vẻ như trở thành một yếu tố quyết định quan trọng đối với lạm phát của Việt Nam những năm qua; (ii) các cú sốc về giá lương thực và dầu mỏ dường như tồn tại ở Việt Nam lâu hơn ở các nước châu Á khác; và (iii) không có bằng chứng của tác động Balassa-Samuelson, hoặc sự tăng lên của giá hàng hóa không giao dịch được với hàng giao dịch được do việc tăng năng suất¹. Tuy nhiên, những kết luận này là không đủ để xây dựng những khuyến nghị chính sách cụ thể. Chúng tôi muốn trình bày một câu chuyện cấu trúc hơn về lạm phát ở Việt Nam diễn ra như thế nào, điều này cũng phù hợp với những phát hiện của IMF.

Hấp thụ sức mua từ bên ngoài

Lạm phát cơ bản là một hiện tượng tiền tệ. Lạm phát dai dẳng xuất hiện bởi một sự hấp thụ của sức mua vào một nền kinh tế mà vượt quá khả năng hấp thụ của nó. Một thực tế thực nghiệm rất nổi bật là sự vượt mức khả năng thanh toán như vậy thường kích thích cả sản lượng (tạm thời) và giá cả. Nhưng điều quan trọng là phải phân biệt trường hợp mà trong đó sự hấp thụ của sức mua này diễn ra bên trong và trường hợp nó bắt nguồn từ những nguồn lực bên ngoài.

Cuộc khủng hoảng cán cân thanh toán trong những năm 1960-1980 mà trong đó IMF đã đóng một vai trò quan trọng bắt đầu với một chính phủ vô trách nhiệm chi tiêu vượt quá nguồn thu ngân sách của nó. Điều này làm tăng tín dụng trong nước và cung tiền, và tạo ra lạm phát. Trên cán cân thanh toán, tài khoản vãng lai xấu đi và tài khoản vốn cũng giảm đi vì đất nước đó lún sâu vào nợ cho đến khi không một ai cho nước này vay tiền. Giới chức tiền tệ đem hết dự trữ ngoại tệ để thanh toán nhập khẩu và trả nợ. Đất nước này không có sự lựa chọn nào ngoài phải đến IMF yêu cầu một khoản vay khẩn cấp và chấp nhận đổi lại việc thi hành kiểm soát các chính sách kinh tế vĩ mô thắt lưng buộc bụng.

Tuy nhiên, một loại khác của vấn đề kinh tế vĩ mô đã xuất hiện trong những năm 1990 khi một số lượng lớn các nước đang phát triển mở cửa để thu hút vốn dòng vốn bên ngoài. Khi một nước tự do hóa tài khoản vốn, các nhà đầu tư nước ngoài được đánh thức và đầu tư mạnh mẽ vào. Họ thường theo tâm lý bầy đàn dưới một tình trạng là thông tin không hoàn hảo và thị trường vốn trong nước còn sơ khai và không được kiểm soát đầy đủ. Nguồn vốn nước ngoài có thể đến từ dưới dạng các khoản vay, cổ phiếu, trái phiếu, mua bất động sản... FDI, kiều hối và thậm chí cả ODA cũng được thu hút vào một nước mà được đồn đại là một ngôi sao đang lên. Khi các nguồn vốn này được tiếp nhận, sẽ có một tác động lớn trở lại trong kinh tế vĩ mô qua hiệu ứng số nhân của Keynes. Điều này tạo ra sự bùng nổ về tiêu dùng và xây dựng cũng như sự đầu cơ đất đai và chứng khoán. Thị trường hàng hóa và thị trường vốn tăng thêm sức mạnh cho nhau để duy trì tình trạng quá nóng. Đây là thực tế đang diễn ra ở Việt Nam và Trung Quốc hiện nay.

Các biểu hiện kinh tế vĩ mô của vô vàn những điều không hợp lý bao gồm tăng trưởng mạnh, lạm phát gia tăng, dự trữ ngoại tệ tăng, và từ từ nâng giá đồng nội tệ (mất tính cạnh tranh giá quốc tế). Những lẫn lộn này là đủ rắc rối, nhưng rủi ro thực sự là khả năng của khủng hoảng

¹ Tác động Balassa-Samuelson giả định một nền kinh tế bao gồm hai khu vực, khu vực có thể giao dịch được (điển hình là ngành chế tạo) và khu vực không giao dịch được (điển hình là các ngành dịch vụ). Nếu năng suất tăng nhanh hơn ở khu vực thứ nhất hơn ở khu vực thứ hai, nếu các nhân tố thị trường như lao động được liên kết giữa hai khu vực, và nếu giá của khu vực giao dịch được được xác định bởi xu hướng toàn cầu, thì có thể thấy rằng lạm phát trong nước là tăng tỷ lệ với năng suất giữa hai khu vực. Lạm phát như vậy được xem là tốt vì nó phản ánh những thay đổi thực trong ngành hơn là do sai lầm của chính sách kinh tế vĩ mô.

ng nghiêm trọng nếu tình hình này tiếp tục đi quá xa. Một sự đảo lộn nghiêm trọng có thể xảy ra nếu các thị trường vốn và tài sản sụp đổ, các nhà đầu tư nước ngoài tháo chạy khỏi đất nước, đồng tiền sụt giá, nợ xấu tăng lên và vỡ nợ tín dụng xuất hiện. Loại khủng hoảng này tạo ra bởi quá nhiều vốn nước ngoài chảy vào và sự rút vốn ra ngoài sau đó được gọi là *khủng hoảng tài khoản vốn*, đối ngược với *khủng hoảng tài khoản vãng lai* truyền thống tạo ra bởi chính sách tài chính lỏng (Bảng 5-1). Cuộc khủng hoảng tài chính châu Á năm 1997-1998 là một điển hình của khủng hoảng tài khoản vốn (Hình 5-2), nhưng Việt Nam đã không bị tác động trực tiếp vì tài khoản vốn vẫn bị đóng tại thời điểm đó². Tuy nhiên, để không quá lo lắng, cần phải nhấn mạnh rằng một thảm hoạ như vậy là không có khả năng xảy ra. Thậm chí với dòng vốn vào vẫn tiếp tục, khủng hoảng nghiêm trọng không có thể phát triển và nền kinh tế có thể chịu đựng từ lạm phát vừa phải và những bong bóng tài sản nhỏ. Kết quả tùy thuộc vào quy mô và bản chất của dòng vốn vào cũng như sự phù hợp của phản ứng chính sách

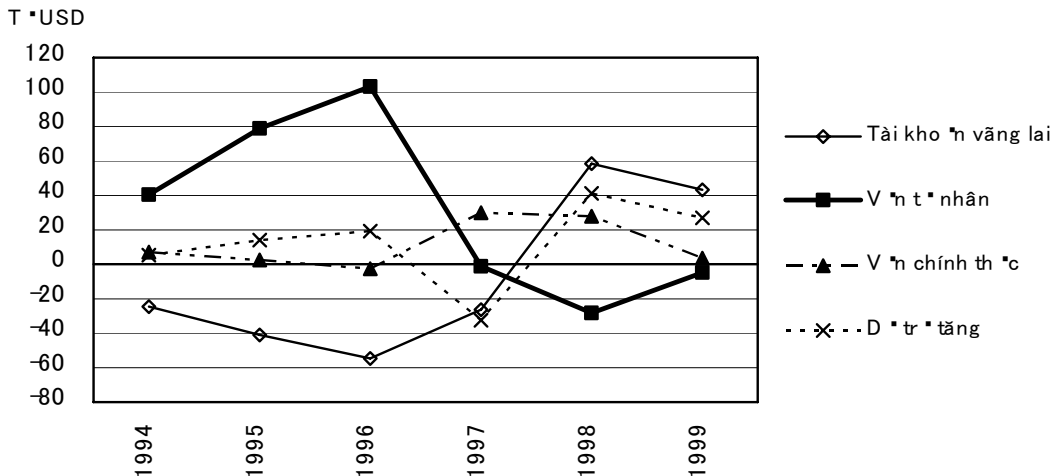
Bảng 5-1 So sánh hai cuộc khủng hoảng

| | Khủng hoảng truyền thống (Khủng hoảng tài khoản vãng lai) | Khủng hoảng mới (Khủng hoảng tài khoản vốn) |
|----------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------|
| Nguồn của sức mua | Bên trong (thâm hụt ngân sách) | Bên ngoài (dòng vốn chảy vào) |
| Tăng chi tiêu ban đầu | Khu vực công cộng | Khu vực tư nhân |
| Sản lượng và đầu tư của tư nhân | Lấn át | Mở rộng mạnh mẽ* |
| Lạm phát | Tăng | Tăng |
| Khủng hoảng ngân hàng | Có thể | Có thể |
| Bong bóng thị trường tài sản (đất đai và cổ phiếu) | Hiếm | Có khả năng* |
| Tài khoản vãng lai | Xấu đi | Xấu đi* |
| Tài khoản vốn | Xấu đi | Cải thiện* |
| Dự trữ ngoại tệ | Giảm | Tăng* |
| Tỷ giá hối đoái | Định giá cao | Định giá cao* |
| Biện pháp | Chính sách kinh tế vĩ mô khắc khổ | Quản lý đúng nguồn vốn chảy vào và việc sử dụng nó |

Chú thích: Dấu * biểu thị khả năng của sự đảo lộn tiếp theo (xem Hình 5-2).

Hình 5-2 Tổng hợp cán cân thanh toán của 5 nước khủng hoảng châu Á

² Một lai lầm nghiêm trọng mà IMF đã làm tại thời điểm của khủng hoảng tài chính châu Á là áp đặt các giải pháp của khủng hoảng tài khoản vãng lai (thắt chặt tài khóa và tiền tệ kết hợp với lãi suất cao) cho những nền kinh tế bị khủng hoảng tài khoản vốn, điều đó làm trầm trọng thêm tình hình và kéo dài khủng hoảng. Xem M. Yoshitomi and K. Ohno, “Khủng hoảng tài khoản vốn và thu hẹp tín dụng: Bản chất mới của khủng hoảng cần những phản ứng chính sách mới”, ADB Institute Working Paper, số 2, tháng 5, 1999; J. E. Stiglitz, Toàn cầu hóa và những mặt trái, W.W. Norton & Company, 2002, và International Monetary Fund Independent Evaluation Office, IMF và các cuộc khủng hoảng tài khoản vốn gần đây: Indonexia, Hàn Quốc và Braxin, 2003.



Nguồn: Tổng hợp từ Viện tài chính quốc tế, “Dòng chảy vốn đến các nền kinh tế thị trường mới nổi” 29 tháng 11, 1998 và 27 tháng 1, 1999.

Chú thích: Tổng cán cân thanh toán của Hàn Quốc, Malaysia, Thái Lan, Philippin và Indonexia.

Mỗi năm, Việt nam nhận được một lượng vốn từ nước ngoài khá lớn, lên đến 15 tỷ USD tương đương 25% GDP năm 2006³. Dòng vốn vào của năm 2007 dường như còn tăng lên hơn nữa. Với lượng vốn lớn như thế, tất cả các dấu hiệu mang tính vĩ mô của cuộc khủng hoảng cán cân vốn trong giai đoạn đầu có thể nhìn thấy được, trừ việc đánh giá quá cao đồng nội tệ (xem phía dưới). GDP thực tế tiếp tục tăng đến hơn 8%, lạm phát đã vượt ngưỡng 10%, thị trường chứng khoán non trẻ đang bùng nổ với những điều chỉnh gián đoạn, giá nhà đất ở khu vực thành thị tăng đến chóng mặt, và dự trữ ngoại tệ tuy không được công bố công khai nhưng có vẻ đang tăng lên.

Khó có thể dự đoán được rằng liệu Việt nam sẽ trải qua một tình thế “đảo ngược” trong tương lai, giống như cuộc khủng hoảng đồng baht năm 1997. Nhưng các nhà hoạch định chính sách kinh tế vĩ mô đều được tư vấn rất bài bản về kiểm soát và khuyến cáo sử dụng các biện pháp thận trọng như một điều cần thiết để tối thiểu hóa rủi ro. Bài học kinh nghiệm quốc tế từ cuộc khủng hoảng tài chính châu Á là đặc biệt hữu ích cần được xem xét lúc này (xem phần cuối cùng).

Một cách truyền thống, các vấn đề này sinh khi nhận được quá nhiều ngoại tệ đã được phân tích trong khái niệm *Bệnh dịch Hà Lan*. Bệnh dịch Hà Lan là một hiện tượng trong đó một quốc gia rơi vào tình trạng định giá cao đồng nội tệ và phi công nghiệp hóa do kết quả của việc mở rộng các ngành công nghiệp khai khoáng như dầu, gas và khoáng sản. Việc phát hiện những khoáng sản mới cũng như sự bùng phát của hàng hóa toàn cầu có thể gây ra tình trạng này. Trong giai đoạn giá nhiên liệu và các nguồn năng lượng tự nhiên khác quá cao, rất nhiều nước xuất khẩu hàng hóa như Anh, Nga, Kazakhstan, Nam Phi, Nigeria, Botswana, và Zambia đều đã từng “nếm mùi” *Bệnh dịch Hà Lan*. Hậu quả về mặt kinh tế vĩ mô của dịch bệnh Hà Lan là tương tự như khủng hoảng tài khoản vốn, ngoại trừ khủng hoảng tài khoản

³ Lượng chính xác của vốn chảy vào là rất khó để xác định do định nghĩa mơ hồ, số liệu mâu thuẫn và chưa được báo cáo. Lưu ý rằng số liệu phải dựa trên thực tế thanh toán, không dựa trên vốn cam kết hay phê duyệt vì chúng luôn lớn hơn vốn thực hiện. Số liệu trong bài này được thu thập từ việc cộng tất cả những thống kê sau đây và ước tính cho năm 2006 (dự trên tổng và thực tế thanh toán): dịch vụ (chủ yếu du lịch), 4,2 tỷ USD; (kiều hối từ Việt kiều và những người làm việc ở nước ngoài), 3,5 tỷ USD; FDI, 2,2 tỷ USD; vay ODA, 1,8 tỷ USD; cổ phiếu và trái phiếu, 2,5 tỷ USD. Tổng của tất cả những khoản trên là 14,4 tỷ USD.

vốn thì liên quan đến các rủi ro cao hơn của các cú sốc nghiêm trọng và sự đảo lộn đột ngột do bản chất của khủng hoảng tài chính gây ra. Sự bùng nổ của nền kinh tế Việt nam có thể được châm ngòi chủ yếu bởi dòng chảy vốn và đầu tư bên ngoài, tuy nhiên tăng nguồn thu từ dầu cũng góp phần vào sự bùng nổ này.

Hiện tại, một số lớn các nước, trong đó có Việt nam, đang trải qua bùng nổ kinh tế do dòng chảy ngoại tệ vào cộng thêm với đầu tư mạnh mẽ và lạm phát hàng hóa. Lạm phát của Việt nam hiện nay nên được hiểu là không phải là một hiện tượng riêng rẽ mà là một hiện tượng quốc tế phổ biến. Điều này cần phải được hiểu một cách chính xác để tránh được những chuẩn đoán và điều trị sai về căn bệnh này.

Chủ nghĩa tài khóa tích cực

Trong khi đón nhận một lượng lớn vốn từ bên ngoài là nguyên nhân cơ bản của tình trạng lạm phát hiện nay, đây không phải là nguyên nhân duy nhất. Chủ nghĩa tài khóa tích cực là một trong những nhân tố bên trong nữa góp phần gia tăng ra sự bùng nổ kinh tế được tạo ra bởi việc hấp thụ của sức mua bên ngoài.

Được hỗ trợ bởi nền kinh tế phát triển mạnh, chính phủ Việt nam đã có những kế hoạch tham vọng để nâng cấp hệ thống cơ sở hạ tầng quốc gia. Duy trì tăng trưởng cao là một trong những mục tiêu hàng đầu, và bất kỳ dấu hiệu nào của sự chậm chễ đều được thực hiện bởi những nỗ lực mới để có thể tăng cường tốc độ đầu tư vào các dự án đầu tư công cộng và đảm bảo đầu vào bằng bất kỳ giá nào. Cán cân ngân sách chuyển từ mức thặng dư 0,9% GDP năm 2004 xuống còn thâm hụt -1,2% GDP năm 2005 và sẽ còn thâm hụt nhiều hơn trong năm 2006.

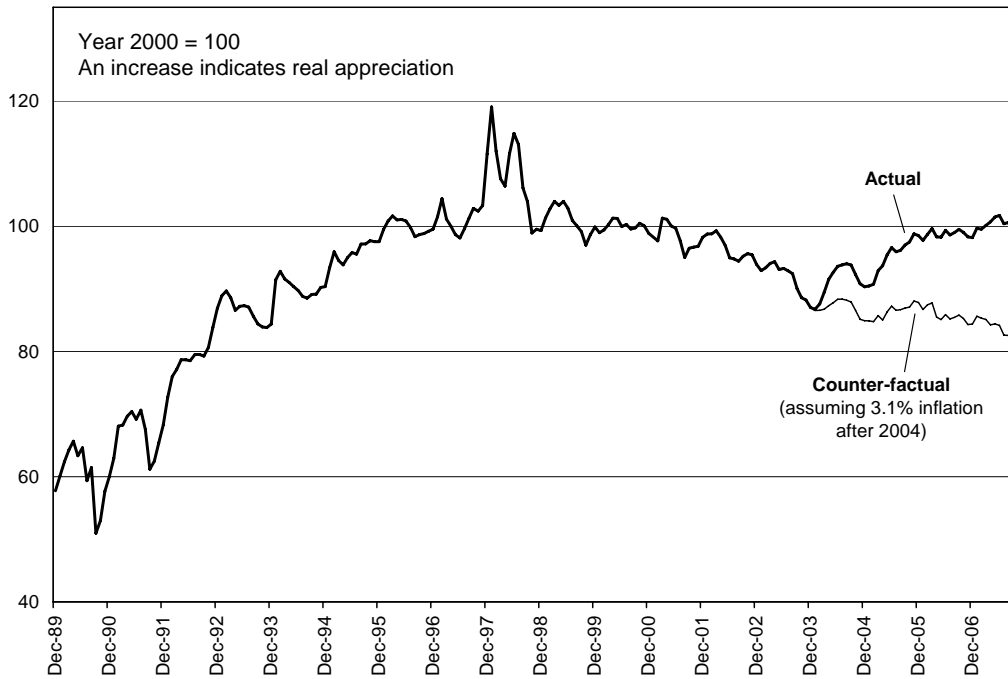
Chỉ tiêu tài khóa theo chu kỳ đã được thấy ở một vài nước, trong đó có Indonexia và một số nước có nguồn tài nguyên thiên nhiên giàu có ở Mỹ Latinh như Mexico và Braxin. Khi nền kinh tế phát triển mạnh, đầu tư công cộng ngày càng mở rộng để cung cấp cơ sở hạ tầng cần thiết và đa dạng hóa cơ cấu kinh tế. Tuy nhiên, rủi ro đi kèm với chính sách này cũng nảy sinh. Gia tăng chi tiêu có thể dẫn đến mắc nợ lớn và khủng hoảng kinh tế khi mà nền kinh tế chuyển hướng xấu đi. Cả thị trường hàng hóa và tâm lý các nhà đầu tư đều bị dao động rất mạnh theo thời gian. Các nước có bùng nổ kinh tế do nhân tố bên ngoài nên thiết lập những cơ chế để hạn chế bớt những tác động này, kể cả một lượng vốn của chính phủ cũng cần phải bỏ ra để “tích cực phòng cơ”.

Tóm lại, lạm phát hiện tại của Việt nam nên được hiểu là kết quả của 3 yếu tố tác động cùng một lúc: (i) Áp lực chủ yếu từ dòng vốn nước ngoài chảy vào quá lớn (nguyên nhân chính); (ii) Tăng trưởng mạnh của đầu tư công cộng; và (iii) những cú sốc ngoại sinh lớn và không thể kiểm soát được từ các thị trường hàng hóa toàn cầu và thiên tai dịch họa.

Đồng nội tệ được định giá cao?

Một vấn đề nan giải của lạm phát ở Việt Nam là sự thiếu minh bạch của việc định giá cao đồng nội tệ. Tỷ giá hối đoái được định giá cao thường được đo lường bằng tỷ giá hối đoái thực hiệu dụng (REER), một tỷ giá hối đoái với các đối tác thương mại đa phương mà lạm phát của các đối tác đó được điều chỉnh với lạm phát của chính nước đó. Thực chất REER là một chỉ số tổng quát về năng lực cạnh tranh giá quốc tế với trọng số phản ánh tầm quan trọng của mỗi đối tác thương mại.

Hình 5-3 Tỷ giá hối đoái thực hiệu dụng



Nguồn: VDF tính toán dựa trên số liệu của thống kê của IMF (tỷ giá hối đoái và CPI), số liệu của Tổng cục Thống kê (tỷ trọng thương mại) và số liệu của Ngân hàng trung ương Trung quốc (số liệu của Đài Loan).

Ghi chú: Số liệu tỷ giá hối đoái theo tháng và CPI được sử dụng để tính toán trọng số thương mại cho Việt Nam, chỉ số lạm phát điều chỉnh của cạnh tranh quốc tế. 21 đối tác thương mại lớn nhất chiếm khoảng 90,0% cán cân thương mại của Việt Nam giai đoạn 2000 – 2005, bao gồm cả tỷ trọng đối tác. Số liệu của LB Nga bỏ qua giai đoạn trước năm tháng 1 năm 2000 để loại bỏ tác động của siêu lạm phát và khủng hoảng đồng rúp ở LB Nga.

Trong Hình 5-3, chỉ số REER được tính toán từ số liệu về giá hàng tháng và tỷ giá hối đoái của Việt Nam và của 21 đối tác thương mại lớn nhất. REER của Việt Nam có xu hướng tăng (tăng giá) đến giai đoạn 1997-1998 khi cuộc khủng hoảng tài chính châu Á xảy ra. Trong thời kỳ khủng hoảng này, chỉ số REER của Việt nam bị đẩy lên tạm thời do đồng tiền của các nước láng giềng bị giảm giá tương đối so với đồng Việt nam. Sau đó, REER của đồng Việt Nam giảm (giảm giá) ở mức độ vừa phải cho đến cuối năm 2003 và sau đó tăng (tăng giá) vừa phải đến năm 2007. Báo cáo của Quỹ tiền tệ Quốc tế năm 2006 chỉ rằng “CPI dựa trên tỷ giá thực hiệu dụng dao động mạnh trong mấy năm gần đây mà không có một xu hướng dài hạn rõ rệt nào” (IMF, 2006a, trang 30). Nếu Việt Nam đang trong giai đoạn bùng nổ kinh tế do các luồng vốn bên ngoài, tại sao việc định giá cao nội tệ lại không được phát hiện.

Câu trả lời ở đây là do sự giảm giá của đồng đô la Mỹ (USD). Từ đỉnh điểm tháng 3 năm 2002 đến cuối năm 2007, chỉ số REER của đồng USD đã giảm khoảng 20%. Sự tăng giá của VND gắn chặt với USD phải xác định cùng với xu hướng giảm của đồng USD. Như số liệu tính toán trên hình 3 cho thấy, chỉ số REER của Việt Nam sẽ phải tiếp tục giảm nếu Việt Nam muốn duy trì tỷ lệ lạm phát 3,1%, là tỷ lệ trung bình giai đoạn 1996 - 2003 và sau 2004. Cùng với xu hướng này, VND đã được nâng giá 22% trong tháng 11 năm 2007. Như vậy, sự thiếu hụt rõ ràng của định giá cao đồng nội tệ là giả tạo. Đồng Việt Nam đã được nâng giá, nhưng thực tế này đã được “che lấp” bởi sự mất giá của đồng USD.

Phản hồi về chính sách

Khi mà ngày càng nhiều các nước đối mặt với hội chứng dư thừa dòng vốn đầu tư chảy vào, một số bài học có thể gợi lại từ kinh nghiệm xương máu của cuộc khủng hoảng tài khoản vốn vào những năm 1990 và đầu những năm 2000. Vấn đề quan trọng nhất là tình hình kinh tế vĩ mô cần phải được chẩn đoán chính xác bởi vì nó bị tác động bởi dòng vốn đầu tư vào, không phải chỉ do tình trạng bất ổn trong nước hoặc khủng hoảng tài khoản vãng lai. Do vậy cần tránh những biện pháp sai lầm có thể làm trầm trọng thêm tình trạng này.

Chính sách tài khóa và tiền tệ cần phải được quản lý trên cơ sở dựa vào nền tảng khu vực tư nhân chứ không phải chỉ là hướng về khu vực này. Điều này có nghĩa là quan điểm chính sách kinh tế vĩ mô thắt chặt cần phải thích hợp với dòng vốn đầu tư chảy vào nền kinh tế. Nếu không may một sự đảo lộn lớn xuất hiện và lượng cầu trong nước bắt đầu thu hẹp, quan điểm chính sách sẽ cần phải được xem xét lại một cách nhanh chóng sao cho có thể nới lỏng hơn. Với điều này, chỉ tiêu tài khóa của Việt nam hiện đang ở quá mức trong bối cảnh cầu của khu vực đầu tư tư nhân đang gia tăng mạnh và thị trường nhà đất phát triển quá mức. Khuyến cáo thắt chặt chính sách tài chính và tiền tệ của IMF là hợp lý (IMF 2007).

Thị trường tài sản, như nhà đất và chứng khoán cần được kiểm soát chặt chẽ, và các biện pháp hạn chế cần phải được áp dụng nếu có dấu hiệu của bong bóng đầu cơ. Giữa thị trường nhà đất và chứng khoán, thị trường nhà đất biến động chậm hơn, còn thị trường chứng khoán bất ổn hơn nhiều do tác động của tâm lý thị trường ngắn hạn. Do vậy, các cơ quan quản lý tiền tệ có thể xem xét chấp nhận sự điều chỉnh vừa phải và những biến động nhỏ trên thị trường chứng khoán thay vì cố gắng đẩy giá lên trong khi giá đang sụt giảm. Điều này là cần thiết nhằm tránh biến bong bóng nhỏ trở thành quả bóng khổng lồ, nếu không việc hạ cánh nhẹ nhàng sẽ khó mà thực hiện được.

Về việc điều hành chính sách tỷ giá, VDF không đưa ra một lời tư vấn chính xác nào. Ở các nước tiếp nhận một lượng lớn vốn đầu tư nước ngoài như Việt nam, Trung Quốc hiện tại và Thái Lan vào đầu những năm 1990, đồng nội tệ được kiểm soát dưới áp lực của thị trường để tăng giá. Tuy nhiên, các nhà xuất khẩu cũng thường mong muốn giảm tỷ giá để triệt tiêu việc tăng giá trong nước và lạm phát tiền lương và duy trì khả năng cạnh tranh trở lại. Rơi vào tình thế “tiền thoái lương nan” này, các nhà hoạch định chính sách tiền tệ thường chọn giải pháp giữ tỷ giá danh nghĩa cố định hoặc gần như cố định bằng cách can thiệp vào thị trường ngoại hối và mua vào USD. Điều này làm cho dự trữ ngoại hối tăng lên, và nếu không có các biện pháp phòng ngừa toàn diện, tín dụng trong nước và cung tiền sẽ bùng phát mạnh. Đây là một cơ chế tác động khác dẫn đến bùng nổ trong nước và lạm phát.

Liệu đồng VND có thể được thả nổi hoặc ít nhất là được kiểm soát một cách linh hoạt hơn không? Được biết là Ngân hàng nhà nước Việt nam đang theo đuổi một lộ trình cho việc một cơ chế tỷ giá linh hoạt hơn, và IMF cũng rất ủng hộ kế hoạch này⁴. Tuy nhiên, điều này cũng không chắc chắn là chính sách này có thể dẫn đến một sự thay đổi của VND hay không. Trước tiên, thị trường ngoại hối của Việt nam hiện còn rất non trẻ so với qui mô của thị trường vốn toàn cầu. Các nhà hoạch định chính sách cần có khả năng kiểm soát được hiện tượng đầu cơ và biến động của đồng nội tệ khi Việt Nam thả nổi tiền tệ (“mối lo ngại về thả

⁴ “Một sự linh hoạt hơn của tỷ giá hối đoái sẽ khuyến khích cải thiện quản lý rủi ro tỷ giá và bảo vệ sự ổn định từ bên ngoài, khi nền kinh tế mở cửa với cạnh tranh toàn cầu và vốn tư nhân... Sức mạnh hiện tại của thể mạnh bên ngoài đưa ra một cơ hội cho việc chấp nhận ban đầu một chính sách để tăng cường tỷ giá hối đoái linh hoạt”. (IMF, 2006a, trang 12). Lời kêu gọi của IMF về sự linh hoạt của tỷ giá hối đoái được nhắc lại tại cuộc họp của Nhóm các Nhà tư vấn tháng 12/2007 (IMF 2007).

nổi”). Thứ hai, sau khi thả nổi, liệu VND sẽ tăng giá hay giảm giá đều khó xác định vì cả hai đều có thể tạo ra những tác động tiêu cực (giảm khả năng cạnh tranh hơn với phát triển nóng hơn và lạm phát cao hơn). Để có thể trả lời được tất cả các câu hỏi này, hãy để cho thị trường quyết định, bao gồm cả việc biến động mạnh hay thiếu định hướng có thể xảy ra, dường như không thể là lời khuyên tốt cho các nước có nền kinh tế chuyển đổi. Cuối cùng, khó có thể tìm ra một giải pháp tối ưu cho đến khi nguyên nhân gốc rễ của những của sự phát triển quá nóng và lạm phát không mong muốn, ở đây là dòng vốn vào lớn, được làm rõ.

Cuối cùng, bài học hữu ích từ các cuộc khủng hoảng tiền tệ gần đây cho thấy rằng dòng vốn nước ngoài cần phải được kiểm soát đúng và điều chỉnh nếu cần thiết trong quá trình tự do hóa tài khoản vốn. Đây như một con dao hai lưỡi, vì nếu có quá nhiều can thiệp và kiểm soát có thể lại tạo thành rào cản đối với các nhà đầu tư nước ngoài, và có thể dẫn đến bỏ lỡ các cơ hội thu hút vốn nước ngoài. Việt nam nên bắt đầu nghiên cứu về các lựa chọn chính sách cụ thể để có thể bình ổn dòng vốn nước ngoài và kiểm soát những rủi ro dẫn đến khủng hoảng tài khoản vốn mà không phải hi sinh các tiềm năng phát triển của mình.