

# Kiểm định “Bộ ba bất khả thi” ở Việt Nam và hàm ý cho lựa chọn chính sách trong ngắn và dài hạn

**TS. Tô Trung Thành**

*Đại học Kinh tế Quốc dân*

*Email: totrungthanh@gmail.com*

*Trong lựa chọn chính sách vĩ mô, các quốc gia nói chung và Việt Nam nói riêng luôn đối diện với “bộ ba bất khả thi”, theo đó, không thể đồng thời đạt được 3 mục tiêu ổn định tỷ giá, chính sách tiền tệ độc lập và tự do hóa tài khoản vốn. Trong giai đoạn hội nhập kinh tế toàn cầu và trải nghiệm bất ổn vĩ mô kéo dài, Việt Nam đang hướng tới khuôn khổ chính sách tiền tệ lạm phát mục tiêu, từ đó, ràng buộc “bộ ba bất khả thi” khiến NHNN phải có lựa chọn cơ chế điều hành chính sách tỷ giá và kiểm soát tài khoản vốn phù hợp trong ngắn và dài hạn.*

**Từ khóa:** Bộ ba bất khả thi, chính sách tỷ giá, chính sách tiền tệ, kiểm soát vốn, lạm phát mục tiêu

## 1. Dẫn nhập

Kinh tế thế giới đang ở giai đoạn toàn cầu hóa và hội nhập kinh tế quốc tế cao độ. Những diễn biến gần đây như khủng hoảng kinh tế toàn cầu, khủng hoảng nợ châu Âu hay cuộc chiến tỷ giá giữa Mỹ - Trung Quốc đều có những tác động không nhỏ đến các quốc gia trên thế giới, trong đó có Việt Nam. Với việc hội nhập sâu vào thương mại và tài chính thế giới kể từ năm 2007 (khi chính thức gia nhập WTO), Việt Nam đã vào thế phải lựa chọn các chính sách vĩ mô phù hợp với ràng buộc “bộ ba bất khả thi” (*impossible trinity*).

Trong những năm qua, Việt Nam đối diện với bất ổn kinh tế vĩ mô căng thẳng, thể hiện ở lạm phát cao, tỷ giá biến động khó lường, dự trữ ngoại hối thu hẹp,... khiến cho dư địa lựa chọn chính sách trở nên hạn hẹp do ràng buộc “bộ ba bất khả thi”. Những bất cần trong việc mua ngoại tệ với quy mô lớn vào những năm 2007-2008 để duy trì tỷ giá ổn định nhưng không thể trung hòa tiền đồng hiệu quả đã khiến lạm phát tăng vọt vào những năm tiếp theo là một dẫn chứng cụ thể cho những giới hạn chính sách mà Việt Nam có thể phải đối mặt. Những tranh luận về chính sách tỷ giá trong giới học thuật (xem

Vũ Quốc Huy (2011), Tô Trung Thành và cộng sự (2010), Nguyễn Trần Phúc và Nguyễn Đức Thọ (2009), Mai Thu Hiền (2007)...) đã bộc lộ những vấn đề cần giải quyết trong chính sách tỷ giá như liệu có nên giữ cố định tỷ giá hay theo đuổi chính sách tỷ giá linh hoạt; nên hay không nên neo giữ tỷ giá theo đồng USD,... Từ đó, cũng đặt ra việc cần phải lựa chọn chính sách tỷ giá hợp lý trong giai đoạn phát triển kinh tế hiện nay. Tuy nhiên, lựa chọn cơ chế điều hành tỷ giá cần phải được đặt trong ràng buộc “bộ ba bất khả thi” để tránh những đánh đổi mục tiêu quá lớn. Hay như, khuôn khổ chính sách tiền tệ mục tiêu mà NHNN đã đề nghị khả năng áp dụng khi đầy đủ điều kiện cũng phải đặt trong mối quan hệ với chính sách tỷ giá và kiểm soát vốn.

Với ý nghĩa quan trọng của “bộ ba bất khả thi” và hàm ý cho các lựa chọn chính sách trong khi khuyết thiếu những nghiên cứu chuyên sâu về vấn đề này ở Việt Nam, tác giả bài viết sẽ kiểm định lại lý thuyết “bộ ba bất khả thi” ở Việt Nam, rà soát và đánh giá quá trình lựa chọn chính sách trong ràng buộc “bộ ba bất khả thi” trong các giai đoạn khác nhau của nền kinh tế, từ đó có những hàm ý quan trọng cho định hướng chính sách trong thời gian tới.

## 2. Tổng quan nghiên cứu tóm tắt

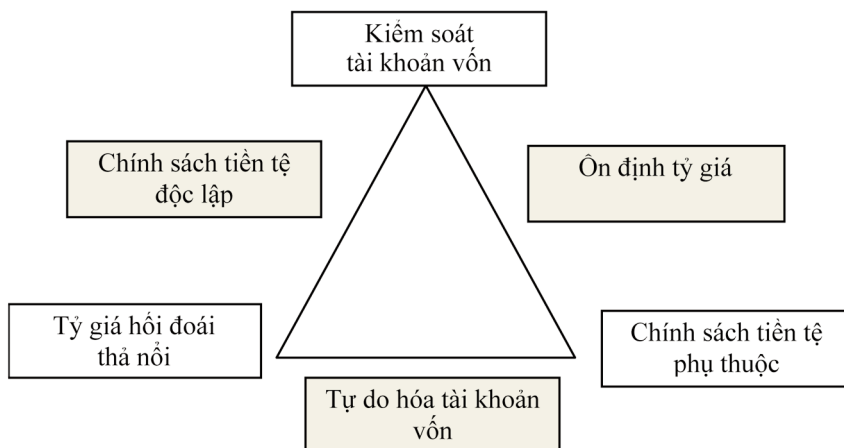
Lý thuyết “bộ ba bất khả thi” là một lý thuyết cơ bản của kinh tế vĩ mô, dựa trên mô hình Mundell-Fleming được Robert Mundell và Marcus Fleming phát triển trong những năm 1960, theo đó, một quốc gia chỉ có thể theo đuổi hai mà không thể theo đuổi cùng một lúc ba mục tiêu chính sách vĩ mô: i) ổn định tỷ giá, ii) tự do hóa chu chuyển vốn và chính sách tiền tệ độc lập. Đây là một lý thuyết kinh tế vĩ mô khá phổ biến, đặc biệt sau những năm 1980, khi các nước bắt đầu mở cửa tài khoản vốn và theo đó đã nảy sinh những mâu thuẫn giữa việc giữ ổn định tỷ giá và chính sách tiền tệ độc lập.

Để diễn giải “Bộ ba bất khả thi”, có thể sử dụng một tam giác gồm ba đỉnh, thể hiện ba mục tiêu đáng mong muốn của các quốc gia. Hầu hết các quốc gia phát triển đều thể hiện khá rõ vấn đề “bộ ba bất khả thi”. Các quốc gia thuộc khối Eurozone theo đuổi chính sách tự do hóa tài khoản vốn, sử dụng chung đồng tiền Euro nên các nước phải từ bỏ sự độc lập về chính sách tiền tệ (theo đuổi cùng chính sách tiền tệ chung cho các nước) – *đỉnh dưới bên phải của tam giác*. Còn ở các nước phát triển, hầu hết đều tự do hóa đối với thị trường tài chính thế giới, lựa chọn chế độ tỷ giá hối đoái thả nổi, nên có sự tự chủ về chính sách tiền tệ - *đỉnh dưới bên trái của tam giác*. Ở đỉnh trên của tam giác được hiểu là “đóng cửa thị trường vốn” – liên quan đến lựa chọn chính sách cố định tỷ giá và chính sách tiền tệ độc lập. Đây chính là lựa chọn của phần lớn các quốc gia đang phát triển cho đến giữa và cuối thập niên 1980. Tuy nhiên, hiện nay, ở châu Á, ngoại trừ Hồng Kong – theo đuổi chính sách tỷ giá cố định, mở cửa tài khoản vốn và không có sự độc lập về chính sách

tiền tệ, các quốc gia đang phát triển khác đều *thiếu một mô hình chính sách rõ nét*, mà có sự kết hợp giữa một chút kiểm soát tài khoản vốn và sự thiếu linh hoạt hoàn toàn về tỷ giá (*mô hình chính sách “trung dung”*).

Có một số nghiên cứu được thực hiện ở các nước để kiểm định lại lý thuyết bộ ba bất khả thi. Aizenman et al. (2008a) đã nghiên cứu số liệu của gần 180 nước trên thế giới từ 1970 – 2006 và kết luận rằng: đầu những năm 1990, các nước công nghiệp phát triển tăng cường tự do hóa tài chính, nhưng giảm mức độ tự chủ về chính sách tiền tệ để tăng cường giữ ổn định tỷ giá; quá trình này kết thúc cho đến khi khu vực Eurozone ra đời vào cuối những năm 1990. Ngược lại, nhóm các nước đang phát triển lại theo đuổi chính sách ổn định tỷ giá như là một ưu tiên cho đến năm 1990, mặc dù đã có một số nước chuyển đổi chế độ tỷ giá linh hoạt hơn kể từ năm 1970. Tuy nhiên, từ năm 2000, phần lớn các nước đã lựa chọn mô hình “trung dung”, ở đó ba mục tiêu chính sách của “Bộ ba bất khả thi” được duy trì ở mức độ trung bình: chế độ tỷ giá linh hoạt nhưng có quản lý cùng với dự trữ ngoại hối như là một đối trọng, và vì thế vẫn có một mức độ độc lập nhất định về chính sách tiền tệ. Calderon và Schmidt-Hebbel (2008) lại sử dụng mẫu 110 nước trong giai đoạn 1975-2005 để ước lượng mô hình logit đánh giá xác suất các quốc gia lựa chọn chính sách tỷ giá linh hoạt hay cố định qua một loạt các biến số kinh tế vĩ mô. Theo đó, các biến số liên quan đến độ mở về tài khoản vốn của quốc gia hàm ý kết quả đồng nhất với lý thuyết “Bộ ba bất khả thi”: những quốc gia tự do hóa dòng chu chuyển vốn và có thị trường tài chính phát triển thường lựa chọn chế độ thả nổi tỷ giá để có chính sách tiền tệ độc lập.

**Hình 1: Tam giác Bộ ba bất khả thi**



Một số nghiên cứu khác lại tập trung đi sâu phân tích sự đánh đổi giữa các mục tiêu chính sách trong ràng buộc “bộ ba bất khả thi”. Frankel, Schmukler và Servén (2001) cho rằng mô hình “trung dung” chịu nhiều vấn đề nghiêm trọng hơn so với mô hình “cực đoan” – mô hình tại các góc của tam giác “Bộ ba bất khả thi”. Theo quan điểm của các tác giả, sự tăng lên của các dòng chu chuyển vốn trên thế giới có thể khiến các nước hoặc phải lựa chọn cố định tỷ giá cố định (như thành lập hội đồng tiền tệ, đô la hóa hoàn toàn hoặc tham gia khu vực tiền tệ chung) hoặc phải lựa chọn hoàn toàn thả nổi tỷ giá, theo đó, những mô hình “trung dung” luôn phải chấp nhận những sự đánh đổi mục tiêu đặc biệt “không thuận lợi”. Tuy nhiên, Calvo và Reinhart (2002) lại tìm thấy bằng chứng có nỗi sợ về mô hình tỷ giá thả nổi hoàn toàn và mô hình “trung dung” rất được ưa chuộng ở nhiều quốc gia trong thực tế. Theo các tác giả, những nước tuyên bố chính thức đi theo chế độ tỷ giá thả nổi nhưng thực chất lại có hành vi như chế độ tỷ giá ít linh hoạt hơn, hàm ý các nước thấy sự đánh đổi giữa các mục tiêu chính sách là chấp nhận được trong mô hình “trung dung”. Nhận định tương tự cũng được tìm thấy ở công trình nghiên cứu về 11 nước châu Á của Patnaik và Shah (2010), theo đó, phần lớn các nước thực thi chế độ tỷ giá ít linh hoạt thay vì thả nổi hoàn toàn như công bố chính thức, do các dòng vốn quốc tế đổ vào với quy mô rất lớn khiến đồng nội tệ tăng giá, ảnh hưởng đến xuất khẩu và tăng trưởng.

Những tranh luận về lựa chọn chính sách trong ràng buộc “Bộ ba bất khả thi” còn được thể hiện qua quan điểm về việc tham gia Khối tiền tệ chung châu Âu (một mô hình “cực đoan”: sử dụng chung một đồng tiền và cho phép tự do chu chuyển vốn). Trong bài viết của mình, Jansen (2003) phân tích sự đánh đổi giữa sự ổn định về tỷ giá và sự tự chủ về chính sách tiền tệ trong khu vực đồng tiền chung châu Âu (EMU) khi các dòng vốn được hoàn toàn tự do chu chuyển giữa các quốc gia. Sử dụng 2 quốc gia Hà Lan và Đức trong thời kỳ trước khi EMU ra đời làm cơ sở phân tích trong mô hình VAR (Vector Autoregressive), tác giả nhận thấy: việc tham gia EMU đã khiến sự độc lập chính sách tiền tệ của Hà Lan giảm xuống đáng kể, và sự đánh đổi giữa ổn định tỷ giá và độc lập tiền tệ là khá lớn trong khối Hà Lan – Đức. Đây cũng là nguyên nhân dẫn đến còn nhiều quan điểm ngờ vực về tính hiệu quả của một khu vực đồng tiền chung. Một số nhà nghiên cứu khác

cũng chỉ ra rằng, khu vực đồng tiền chung Euro không phải là khu vực tiền tệ tối ưu và tác động của các cú sốc kinh tế có thể là rất lớn. Sự mất hoàn toàn sự độc lập về chính sách tiền tệ có thể khiến các nước phải trả giá bằng bất ổn vĩ mô (xem Feldstein (1997) và Obstfeld (1998)).

Một số nghiên cứu khác đi sâu vào phân tích việc giải quyết “bộ ba bất khả thi” ở mỗi quốc gia đơn lẻ. Joshi (2003) cho rằng, trong những năm 1990, Ấn Độ lựa chọn mô hình “trung dung”: thả nổi tỷ giá, nhưng có quản lý với sự kiểm soát về tài khoản vốn, cho phép quốc gia này có thể giữ được mức tỷ giá mục tiêu với chính sách tiền tệ tự chủ, và vượt qua khủng hoảng tài chính tiền tệ châu Á năm 1997, 1998. Tuy nhiên, theo quan điểm của tác giả, tối ưu nhất trong dài hạn là phải tự do hóa tài khoản vốn ở mức độ cao hơn và thả nổi hơn nữa về tỷ giá. Khoon (2009), trong công trình nghiên cứu về Malaysia, cho thấy, việc bỏ kiểm soát tài khoản vốn từ năm 1998 với việc theo đuổi chính sách tỷ giá cố định đã khiến Malaysia phải từ bỏ sự độc lập về chính sách tiền tệ. Chỉ đến tháng 7 năm 2005, Malaysia mới áp dụng tỷ giá thả nổi có quản lý và không cho phép chuyển đổi đồng Ringit và nước này mới lấy lại được sự tự chủ về chính sách tiền tệ khi mở cửa hoàn toàn thị trường vốn. Nghiên cứu của Hesse (2007) cho thấy, Thái Lan trước khủng hoảng 1997, 1998 có chính sách tiền tệ ít độc lập bởi chế độ tỷ giá cố định và tự do hóa tài khoản vốn. Sau khủng hoảng, việc giải quyết “Bộ ba bất khả thi” với mô hình “trung dung” có vẻ hiệu quả tốt hơn, theo đó, các chính sách tiền tệ và tỷ giá đã có những ảnh hưởng tích cực đến các biến số sản lượng và giá cả của nền kinh tế trong gần một thập niên.

Tóm lại, các công trình nghiên cứu trên thế giới hoặc đi vào kiểm nghiệm lại lý thuyết “Bộ ba bất khả thi”, hoặc phân tích sự đánh đổi giữa các mục tiêu chính sách khi lựa chọn mô hình “trung dung”. Tuy nhiên, các kết quả nghiên cứu nhiều khi lại trái ngược nhau, do có phương pháp tiếp cận khác nhau, phạm vi nghiên cứu cũng như quốc gia nghiên cứu khác nhau. Trong khi đó, hầu như chưa có một công trình khoa học nào nghiên cứu về vấn đề “Bộ ba bất khả thi” và hướng xử lý vấn đề này tại Việt Nam. Hiện chỉ có một số nghiên cứu về sự lựa chọn chính sách tỷ giá và hàm ý chính sách (như Vũ Quốc Huy và cộng sự (2011), Mai Thu Hiền (2007), Nguyễn Trần Phúc và Nguyễn Đức Thọ (2009), Tô Trung Thành và cộng sự (2010)...) nhưng chưa đặt trong

ràng buộc chính sách của Bộ ba bất khả thi.

### 3. Kiểm định sự tồn tại của bộ ba bất khả thi tại Việt Nam

Tác giả sẽ xác định các chỉ tiêu đo lường mức độ đạt được mỗi một trong ba mục tiêu – sự độc lập về chính sách tiền tệ, sự ổn định tỷ giá và hội nhập tài chính với thế giới, từ đó có thể biết được Việt Nam đang ở vùng nào của tam giác “Bộ ba bất khả thi”, và kiểm nghiệm lại lý thuyết Bộ ba bất khả thi. Cụ thể, các chỉ tiêu có thể đo lường thông qua các cách sau:

*Đo lường mức độ độc lập của chính sách tiền tệ:* Mức độ độc lập về chính sách tiền tệ có thể xác định thông qua chỉ tiêu mối tương quan giữa mức lãi suất (hoặc tăng trưởng cung tiền M2) giữa nước phân tích và nước cơ sở - nước có mối quan hệ về chính sách tiền tệ gần gũi nhất. Một số quốc gia được lựa chọn là nước cơ sở có thể tham khảo theo Shambaugh (2004) và IMF’s Annual Report on Exchange Arrangement and Exchange Restrictions (AREAER).

*Đo lường mức độ ổn định của tỷ giá:* Mức độ ổn định của tỷ giá có thể được xác định thông qua độ lệch chuẩn của tỷ giá theo tháng (quý hoặc năm) giữa nước phân tích và nước cơ sở. Cách thứ hai có thể được áp dụng là dựa theo phương pháp của Haldane và Hall (1991) và được ứng dụng bởi Bénassy-Quéré et al. (2006), Shah et al. (2005) và Frankel và Wei (2007). Theo đó, tỷ giá của một nước (tính theo một đồng tiền trung gian) sẽ được ước lượng theo một giỏ các ngoại tệ quan trọng khác (USD, JPY, Euro,...) để xác định hệ số xác định R<sup>2</sup>. Độ lớn của hệ số này sẽ đánh giá được sự linh hoạt của tỷ giá.

*Đo lường độ mở của tài khoản vốn:* Đây là một chỉ tiêu rất khó đo lường (xem Chinn và Ito (2008), Edison và Warnock (2001) và Kose et al. (2006)). Các nghiên cứu đều cho rằng, có nhiều cách thức đo lường mức độ và phạm vi kiểm soát tài khoản vốn của quốc gia, nhưng khó có một chỉ tiêu đánh giá và phản ánh được đầy đủ biến chính sách này.

Đối với trường hợp Việt Nam, do những hạn chế về số liệu, tác giả sẽ đo lường các chỉ tiêu trên thông qua: MI - Sự độc lập của chính sách tiền tệ (MI càng cao thì chính sách tiền tệ càng độc lập); ERS- Sự ổn định của tỷ giá (ERS càng lớn thì tỷ giá càng ổn định) và KAOPEN - độ mở của tài khoản vốn (KAOPEN càng lớn thì thị trường vốn càng mở cửa), dựa trên công thức tính phát triển từ nghiên cứu của Aizenman và cộng sự (2008a):

$$MI = 1 - \frac{corr(i_i, i_j) - (-1)}{1 - (-1)}$$

Trong đó,  $i_i$ : tốc độ tăng cung tiền Việt Nam,  $i_j$ : tốc độ tăng cung tiền Mỹ.

$$ERS = \frac{0,01}{0,01 + stdev\Delta(\log(exch\_rate))}$$

KAOPEN được chiết xuất từ Chinn và Ito (2008).

Để kiểm định sự tồn tại của “Bộ ba bất khả thi” tại Việt Nam, tác giả kiểm định sự đánh đổi tuyến tính giữa ba mục tiêu chính sách, với mô hình hồi quy

$$1 = \alpha MI_i + \beta ERS_i + \delta KAOPEN_i + \varepsilon_i$$

Nguồn số liệu cho nghiên cứu chủ yếu từ NHNN và IFS (IMF), được thu thập theo quý từ năm 1990 - 2008.

**Bảng 1: Mô hình hồi quy kiểm định sự tồn tại “Bộ ba bất khả thi”**

Biến phụ thuộc: 1		
Giá trị trung bình	MI	0,467021
	ERS	0,761329
	KAOPEN	0,1839
Hệ số ước lượng	MI	0,540809
		(0,00)***
	ERS	0,467000
		(0,000)***
	KAOPEN	1,712224
		(0,000)***

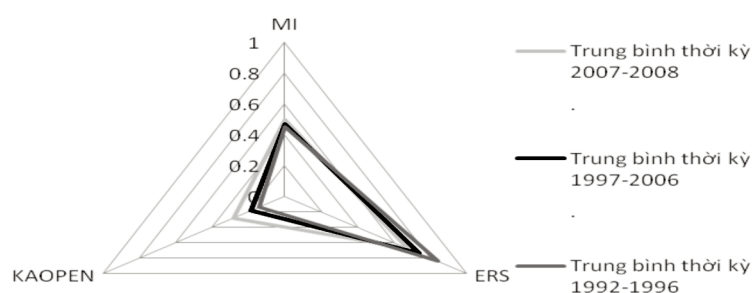
Ghi chú: số trong ngoặc là giá trị p-value, (\*\*\*) có ý nghĩa thống kê ở mức 1%.

Bảng 1 cho biết kết quả mô hình hồi quy kiểm định bộ ba bất khả thi tại Việt Nam. Theo đó, các hệ số ước lượng đều có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả mô hình cũng cho thấy, nếu gia tăng 1 (hoặc 2) chỉ tiêu trong bộ ba chỉ tiêu này thì sẽ dẫn đến sự sụt giảm của 2 (hoặc 1) chỉ tiêu còn lại, đồng nghĩa với việc ở Việt Nam đã có sự đánh đổi giữa các lựa chọn chính sách, và điều này sẽ ảnh hưởng lớn đến định hướng chính sách trong giai đoạn tới.

Để làm rõ hơn sự đánh đổi này, giá trị trung bình của các biến số được diễn giải thông qua Hình 2, và được phân chia thành 3 giai đoạn, với 2 điểm cắt là khủng hoảng châu Á (năm 1997) và thời điểm Việt Nam gia nhập WTO và hội nhập sâu quốc tế sâu hơn (năm 2007). Hình 2 cho thấy: theo thời gian, Việt Nam theo đuổi mô hình “trung dung” theo hướng đánh đổi: cắt giảm dần ổn định tỷ giá để giữ ổn định



**Hình 2: Lựa chọn chính sách trong ràng buộc bộ ba bất khả thi**



mức độ độc lập của chính sách tiền tệ và đặc biệt để tăng cường mức độ tự do hóa tài khoản vốn. Kết quả này tương tự kết quả nghiên cứu của Aizenman (2009), theo đó, xu hướng chung của các nước thị trường mới nổi và các nước đang phát triển là có dịch chuyển dần về hội nhập tài chính, ít thay đổi mức độ độc lập tiền tệ và đánh đổi là giữ ổn định tỷ giá ở mức chấp nhận được. Tuy nhiên, mức độ lựa chọn tính “trung dung” là khác nhau giữa các quốc gia.

#### 4. Thảo luận lựa chọn chính sách trong ràng buộc bộ ba bất khả thi

Trong năm 2011, Việt Nam tiếp tục đối mặt với những bất ổn vĩ mô đã kéo dài từ nhiều năm qua: Tăng trưởng kinh tế không ổn định và liên tục suy giảm (từ mức trên 8,2% giai đoạn 2004-2007 xuống còn xấp xỉ 6,0% giai đoạn 2008-2011 và chỉ đạt 5,89% năm 2011); lạm phát gia tăng (trung bình mỗi năm trên 14% trong vòng 5 năm qua, đạt mức cao 18,13% năm 2011); nhập siêu trở nên nghiêm trọng (chiếm trên 10% GDP liên tục trong nhiều năm); thâm hụt ngân sách gia tăng và nợ công đang tăng nhanh đến ngưỡng nguy hiểm (ngân sách thâm hụt 5-6% GDP trong nhiều năm, nợ công và nợ nước ngoài lần lượt tăng đến mức 54,6% và 41,5% GDP vào cuối năm 2011); tỷ giá biến động khó lường cùng với tình trạng đô la hóa; hệ thống tài chính - ngân hàng dễ bị tổn thương, lãi suất tăng cao tác động mạnh đến sản xuất, kinh doanh của doanh nghiệp... Mặc dù 8 tháng đầu năm 2012 lạm phát có xu hướng giảm do tổng cầu suy giảm mạnh, nhưng bắt đầu từ tháng 9/2012, lạm phát lại có xu hướng quay trở lại, cho thấy nguy cơ lạm phát vẫn còn tiếp tục tiềm ẩn, đặc biệt là khi nỗ lực đổi mới mô hình tăng trưởng và tái cơ cấu nền kinh tế còn chưa được đẩy mạnh. Những biến động kinh tế vĩ mô khó lường, tự do tài chính và thương mại được đẩy mạnh theo những cam kết quốc tế cộng thêm nền tảng kinh tế vĩ mô trong nước còn chưa vững

chắc khiến lạm phát vẫn là mối đe dọa thường trực, từ đó dẫn đến hoài nghi về hiệu quả của cơ chế điều hành chính sách tiền tệ hiện nay.

Việt Nam được coi là đã và đang thực hiện chính sách tiền tệ đa mục tiêu. Luật Ngân hàng Nhà nước năm 1997 quy định: “*Chính sách tiền tệ quốc gia là một bộ phận của chính sách kinh tế - tài chính của Nhà nước nhằm ổn định giá trị đồng tiền, kiểm chế lạm phát, góp phần thúc đẩy phát triển kinh tế xã hội, bảo đảm quốc phòng, an ninh và nâng cao đời sống của nhân dân*”. Luật Ngân hàng Nhà nước năm 2010 cũng quy định: “*Hoạt động của Ngân hàng Nhà nước nhằm ổn định giá trị đồng tiền; bảo đảm an toàn hoạt động ngân hàng và hệ thống các TCTD; bảo đảm sự an toàn, hiệu quả của hệ thống thanh toán quốc gia; góp phần thúc đẩy phát triển kinh tế - xã hội theo định hướng xã hội chủ nghĩa*”. Như vậy, mục tiêu chính sách tiền tệ vừa là kiểm soát giá cả, lạm phát, ổn định đồng tiền, vừa thúc đẩy tăng trưởng, xóa đói giảm nghèo và đảm bảo an ninh quốc gia. Mục tiêu này vừa quá rộng, và không cụ thể, lại hướng vào những đánh đổi chính sách (tăng trưởng và lạm phát). Điều đó đã khiến cho thời gian gần đây, điều hành chính sách tiền tệ bắt đầu bộc lộ những hạn chế, “giật cục”, phản ứng chậm hay thụ động.

Trong những năm gần đây, chính sách tiền tệ lạm phát mục tiêu<sup>1</sup> đang được các nước trên thế giới áp dụng và đã được khoảng 30 nước trên thế giới quan tâm và đã có những kết quả khả quan. Tỷ lệ lạm phát của các nước nằm trong phạm vi hoặc thấp hơn mục tiêu ở tất cả các nước sử dụng chính sách, diễn biến kinh tế vĩ mô ổn định hơn so với trước khi ứng dụng, khả năng ứng phó với các cú sốc của các nước cũng đã tốt hơn (xem Tô Ánh Dương và cộng sự (2012)). Những kết quả trên đạt được là do: i) chính sách tiền tệ lạm phát mục tiêu cho phép xác lập khuôn khổ chính sách minh bạch và tạo được lòng

tin của công chúng, ii) chính sách tiền tệ lạm phát mục tiêu cho phép các Ngân hàng Trung ương tự do, linh hoạt và tự quyết trong điều hành chính sách tiền tệ; iii) Ngân hàng Trung ương có thể đối phó hiệu quả với những cú sốc do có sự độc lập tương đối; iv) do hướng vào một mục tiêu duy nhất là lạm phát nên tạo tiền đề cho các mục tiêu kinh tế vĩ mô khác phát triển ổn định trong dài hạn như tăng trưởng, việc làm. Vì vậy, cơ chế điều hành chính sách mục tiêu này có thể coi là một lựa chọn cho các nước có diễn biến lạm phát bất ổn và cao trong quá khứ như Việt Nam. NHNN cũng đã cho biết việc điều hành chính sách tiền tệ của NHNN sẽ hướng tới lạm phát mục tiêu, mặc dù chưa có đủ điều kiện để áp dụng đúng lý thuyết lạm phát mục tiêu trong thời điểm hiện nay.

Trong khi đó, với kiểm định về “bộ ba bất khả thi”, Việt Nam không thể đạt được ba mục tiêu đồng thời là chính sách tiền tệ độc lập, chính sách ổn định tỷ giá và tài khoản vốn tự do. Trong bối cảnh Việt Nam vẫn rất cần những nguồn lực cần thiết từ bên ngoài cho tăng trưởng và phát triển kinh tế, cũng như theo các lộ trình cam kết mở cửa tài khoản vốn, Việt Nam vẫn cần tiếp tục tự do hóa các giao dịch vốn. Những năm vừa qua cũng đã chứng kiến chính sách ngoại hối từng bước được tự do hóa, nhiều loại giấy phép đã bị bãi bỏ phù hợp dần với thông lệ quốc tế, các giao dịch vãng lai đã được tự do hóa hoàn toàn và các giao dịch vốn đã được nói lỏng đáng kể với việc ban hành Pháp lệnh Ngoại hối năm 2005.

Vì thế, về dài hạn, theo đuổi chính sách lạm phát mục tiêu đồng nghĩa với việc phải có cơ chế điều hành tỷ giá linh hoạt. Lý do là vì, một điều kiện căn bản của chính sách tiền tệ lạm phát mục tiêu là phải ưu tiên mục tiêu lạm phát hơn các mục tiêu chính sách khác, bao gồm cả ổn định tỷ giá. Trong khi đó, duy trì ổn định tỷ giá thường là xung đột với nguyên tắc lạm phát mục tiêu, đặc biệt trong bối cảnh các luồng vốn nước ngoài luân chuyển liên tục, phức tạp và khó tiên định. Kinh nghiệm các quốc gia khác cũng cho thấy, thực hiện cơ chế tỷ giá linh hoạt sẽ

thúc đẩy khả năng áp dụng chính sách tiền tệ lạm phát mục tiêu. Vì vậy, đối với Việt Nam, trong tiến trình tiến tới khuôn khổ chính sách tiền tệ mới, nâng cao năng lực điều hành cơ chế tỷ giá linh hoạt cần được đồng thời thúc đẩy và tăng cường. Theo đó, những can thiệp hành chính của NHNN cần được dần gỡ bỏ, biên độ cho phép biến động tỷ giá cần được dẫn nói lỏng ở mức độ cao hơn, tiến tới thả nổi tỷ giá có quản lý khi các điều kiện vĩ mô đã chín mùi.

Tuy nhiên, trong ngắn hạn, khó có thể hoàn toàn thả nổi tỷ giá, việc điều hành tỷ giá cần được cân nhắc kỹ lưỡng, bám sát diễn biến quan hệ cung - cầu ngoại tệ trên thị trường, tránh những cú sốc trong bối cảnh các nền tảng vĩ mô chưa thực sự ổn định. Vì thế, cần lựa chọn một mô hình “trung dung”, chấp nhận ổn định tỷ giá ở một mức độ nhất định và mấu chốt là phải lựa chọn cách thức kiểm soát vốn hiệu quả, liên quan đến ưu tiên mở cửa khu vực nào và mức độ đến đâu. Trong bối cảnh các giao dịch về vốn cần được tự do hóa theo thông lệ và cam kết hội nhập, có những khu vực có thể kiểm soát chặt chẽ hơn, ví dụ kiểm soát nợ nước ngoài. Ước tính đến hết năm 2011, tổng nợ công của Việt Nam đã tăng lên khoảng 58,7% GDP. Trong đó, nợ công nước ngoài và nợ công trong nước lần lượt là 31,1% và 17,6% GDP. Tuy nhiên, rủi ro tiềm tàng lớn nhất có lẽ không phải ở những khoản nợ được ghi nhận trên sổ sách. Những khoản nợ xấu của khu vực doanh nghiệp nhà nước mà rất có thể sẽ phải dùng ngân sách nhà nước để trả mới là mầm mống đe dọa tính bền vững của nợ công cũng như ảnh hưởng lớn đến hiệu quả kiểm soát nợ nước ngoài của Việt Nam. Cụ thể, khoản nợ nước ngoài của khu vực tư và DNNN không được chính phủ bảo lãnh đã chiếm tới 11,1% GDP<sup>2</sup>. Vì vậy, trong thời gian tới, kiểm soát nợ nước ngoài chặt chẽ đồng nghĩa với quyết tâm đổi mới mô hình tăng trưởng kinh tế, tái cơ cấu đầu tư công và doanh nghiệp nhà nước và hình thành cơ chế giám sát vi mô và vĩ mô hữu hiệu đối với các tổ chức tài chính – ngân hàng và các Tập đoàn – tổng công ty trong việc vay nợ nước ngoài. □

#### **Chú thích:**

1. IMF định nghĩa: “Chính sách tiền tệ lạm phát mục tiêu là một bản thông báo ra công chúng về chỉ tiêu trung hạn của lạm phát cũng như uy tín của cơ quan thẩm quyền về tiền tệ để đạt mục tiêu này. Các yếu tố khác bao gồm phổ biến thông tin về các kế hoạch và mục tiêu của nhà hoạch định chính sách tiền tệ tới công chúng và thị trường, cũng như trách nhiệm giải trình của Ngân hàng Trung ương để đạt được các chỉ tiêu lạm phát của mình. Các quyết định về chính sách tiền tệ sẽ dựa trên độ lệch dự báo lạm phát (một cách hoàn toàn hay rõ ràng) đóng vai trò là chỉ tiêu trung gian của chính sách tiền tệ”.

2. Ngoài ra, nợ trong nước của khu vực DNNN theo ghi nhận trong đề án Tái cấu trúc DNNN của Bộ Tài chính (2012) cũng chiếm xấp xỉ khoảng 16,5% GDP. Tính đến các con số này thì nợ công Việt Nam đã vượt xa so với ngưỡng an toàn (60% GDP) được khuyến cáo bởi các tổ chức quốc tế như WB hay IMF (xem Phạm Thế Anh, Đinh Tuấn Minh, Tô Trung Thành, Nguyễn Trí Dũng (2012)).

#### **Tài liệu tham khảo:**

1. Aizenman, J., M. Chinn, and H. Ito. 2008a. The “Impossible Trinity” Hypothesis in an Era of Global Imbalances: Measurement and Testing. *Quarterly Journal of Economics* 119 (February): 301-52.
2. Aizenman, J., M. Chinn, and H. Ito. 2008b. Assessing the Emerging Global Financial Architecture: Measuring the Trilemma’s Configurations over Time. NBER Technical Report 14533. Cambridge: NBER.
3. Aizenman, J. and R. Glick. 2008. Sterilization, Monetary Policy, and Global Financial Integration. Mimeo, University of California, Santa Cruz. Forthcoming in *Review of International Economics*.
4. Calderon, C and Schmidt-Hebbel, K. 2008. Choosing An Exchange Rate Regime, Working Paper, Central Bank of Chile, No 494
5. Chinn, M. D. and H. Ito. 2008. A New Measure of Financial Openness. *Journal of Comparative Policy Analysis*, Volume 10, Issue 3 (September), p. 309 - 322.
6. Calvo, G.A. and C.M. Reinhart. 2002. Fear of Floating, *Quarterly Journal of Economics*, 117, 379-408.
7. Frankel, J. and S.J. Wei. 2007. Assessing China’s Exchange Rate Regime. Technical Report, NBER Working Paper 13100. Cambridge: NBER.
8. Feldstein, M.S. 1997. The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: Political sources of an economic liability. *Journal of Economic Perspectives*, 11, 23-42.
9. Frankel, J.A., S.L. Schmukler and L. Servén. 2002. Global transmission of interest rates: Monetary independence and currency regime, NBER Working Paper 8828.
10. Joshi, V. 2003. India and the Impossible Trinity. *The World Economy*, Vol 26, 4(04), p.555 – 583.
11. Jansen. W. 2003. Inside the Impossible Triangle: Monetary Policy Autonomy in Credible Target Zone, Monetary and Economic Policy Department – MEB series, De Nederlandsche Bank, No. 2003-13
12. Hesse, H. 2007. Monetary policy, structural break, and the monetary transmission mechanism in Thailand. World Bank Policy Research Working Paper 4248, June 2007
13. Khoon, G. 2009. Managing the Impossible Trinity: The Case of Malaysia, Online at <http://mpr.ub.uni-muenchen.de/18094/>
14. Kose, M. A., E. Prasad, K. Rogoff, and S. J. Wei. 2006. Financial Globalization: A Reappraisal. IMF Working Paper, WP/06/189.
15. Mai Thu Hiền. 2007. Giải pháp cho chính sách tỷ giá cho nền kinh tế chuyển đổi Việt Nam. Luận văn Tiến Sĩ, trường Martin Luther Universitat, trích dẫn nguồn từ Ngân hàng Nhà nước.
16. Nguyễn Trần Phúc và Nguyễn Đức Thọ. 2009. Exchange Rate Policy in Vietnam, 1985-2008. *ASEAN Economic Bulletin*, Vol. 26, No. 2, pp. 137-163
17. Obstfeld, M. 1998. EMU: Ready or not?. *Essays in International Finance* 209, Princeton, NJ: Princeton University.
18. Obstfeld, M., J.C. Shambaugh and A.M. Taylor. 2003. The trilemma in history: Tradeoffs among exchange rates, monetary policies and capital mobility. Unpublished manuscript
19. Patnaik, I. và Shah, A. 2010. Asia Confront the Impossible Trinity, ADBI Working Paper, No. 204
20. Phạm Thế Anh, Đinh Tuấn Minh, Tô Trung Thành, Nguyễn Trí Dũng. 2012. Nợ công Việt Nam: quá khứ, hiện tại và tương lai, Dự thảo nghiên cứu, Ủy ban Kinh tế của Quốc hội và UNDP tại Việt Nam
21. Rodrik, D. 2007. The real exchange rate and economic growth: theory and evidence. Boston: John F. Kennedy School of Government, Harvard University.
22. Tô Trung Thành và cộng sự. 2010. Lựa chọn tỷ giá trong bối cảnh phục hồi kinh tế, Báo cáo kinh tế Việt Nam thường niên 2010 – Lựa chọn để tăng trưởng bền vững, NXB Trí Thức
23. Tô Ánh Dương và cộng sự. 2012. Lạm phát mục tiêu và hàm ý đối với khuôn khổ chính sách tiền tệ tại Việt Nam, RS 02, Ủy ban Kinh tế của Quốc hội và UNDP tại Việt Nam.
24. Vũ Quốc Huy và cộng sự. 2011. Tỷ giá hối đoái giai đoạn 2000-2011: Các nhân tố quyết định, mức độ sai lệch và tác động đối với xuất khẩu, RS 01, Ủy ban Kinh tế của Quốc hội và UNDP tại Việt Nam.