

# TÍNH HỢP LÝ CỦA CHÍNH SÁCH HẠ LÃI SUẤT NHANH VÀ MẠNH

Th.s Nguyễn Việt Hưng, PGS.TS Nguyễn Văn Công

Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: pf\_viethung@yahoo.com

*Bài viết này sẽ phân tích những kênh tác động của chính sách tiền tệ. Trên cơ sở đó, tác giả sẽ phân tích hiệu quả của chính sách nới lỏng tiền tệ mà Ngân hàng nhà nước Việt Nam đang thực hiện kể từ đầu Quý hai năm 2012 tới nay. Theo quan điểm tác giả, việc hạ lãi suất quá nhanh và mạnh như thời gian qua không có lợi cho nền kinh tế, đặc biệt là xét trong dài hạn. Vấn đề nằm ở cấu trúc nền kinh tế và phân bổ nguồn vốn hơn là tổng khối lượng nguồn vốn nền kinh tế. Chính vì vậy, nhà nước nên tập trung vào việc cải cách hệ thống doanh nghiệp nhà nước và ngân hàng thương mại theo hướng minh bạch, thúc đẩy cạnh tranh, và tăng tính hiệu quả.*

**Từ khóa:** hạ lãi suất, chính sách tiền tệ, nới lỏng tiền tệ, ngân hàng thương mại, doanh nghiệp nhà nước

## 1. Giới thiệu

Sự lỏng lẻo trong quản lý và giám sát thực thi các thể chế cũng như quản lý rủi ro và một hệ thống chính sách thiếu cân trọng đã đặt nền kinh tế Việt Nam vào một vị trí lưỡng nan và rất khó thoát ra khỏi mớ bòng bong này. Lạm phát cao thường trực xảy ra, sức mua sụt giảm mạnh khiến kinh tế nội địa suy thoái, các doanh nghiệp nhà nước bộc lộ quá nhiều vấn đề tiêu cực và ảnh hưởng tới mức độ tín nhiệm quốc gia, các ngân hàng quản lý rủi ro quá yếu kém và đối mặt với một khoản nợ xấu khó có khả năng thu hồi tương đối lớn, tính cạnh tranh thấp cùng hệ thống phân phối nhiều bất cập, kinh tế thế giới suy thoái... là những vấn đề mà nền kinh tế Việt Nam đang phải đối mặt, và chắc vẫn còn phải tiếp tục đối mặt trong một khoảng thời gian không ngắn sắp tới.

Trong năm 2011, do áp lực lạm phát lên cao nên Ngân hàng nhà nước Việt Nam đã thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt. Tuy nhiên, để tránh tình trạng chạy đua lãi suất giữa các ngân hàng thương mại mà theo Ngân hàng nhà nước gọi là “cạnh tranh không lành mạnh”, Ngân hàng nhà nước đã đặt ra trần lãi

suất tiền gửi và mức trần lúc cao nhất là 14%.

Bước sang năm 2012, khi sức mua bị giảm sút mạnh khiến cho số lượng doanh nghiệp bị đóng cửa và tạm ngừng hoạt động tăng mạnh, đồng thời lạm phát dự kiến của Ngân hàng nhà nước giảm thì cơ quan này đã thực hiện hạ trần lãi suất. Trong vòng gần 5 tháng, mức trần lãi suất tiền gửi đã hạ xuống còn 9% vào tháng Sáu năm 2012 với kỳ vọng sẽ khôi phục lại sức mua trong nền kinh tế và giúp các doanh nghiệp duy trì hoạt động sản xuất, đồng thời không gây ra tác động gia tăng lạm phát trở lại.

Đồng thời, trong giai đoạn này, Chính phủ cũng đang có những biện pháp cải tổ hệ thống doanh nghiệp nhà nước sau khi những khoản thua lỗ khổng lồ của các Tập đoàn lớn được phơi bày. Bên cạnh đó, Ngân hàng nhà nước cũng đang tiến hành quá trình cơ cấu lại hệ thống ngân hàng thương mại theo hướng thâm tóm và sáp nhập các ngân hàng.

Bài viết phân tích về cơ chế tác động của chính sách điều chỉnh lãi suất, từ đó phân tích hiệu quả của việc cắt giảm lãi suất một cách quyết liệt như Ngân hàng nhà nước đã làm thời gian qua đối với nền kinh tế nói chung, và đối với quá trình tái cơ cấu hệ thống

doanh nghiệp nhà nước và các tổ chức tài chính.

Trong phần đầu, tác giả sẽ phân tích cơ chế lan truyền tác động của chính sách tiền tệ tới nền kinh tế. Trên cơ sở đó, những rủi ro có thể gặp phải khi theo đuổi chính sách hạ thấp lãi suất quá nhanh sẽ được chỉ ra. Những tác động của chính sách nới lỏng tiền tệ đối với quá trình tái cơ cấu hệ thống doanh nghiệp và ngân hàng thương mại cũng sẽ được bàn luận trong phần này.

## **2. Cơ chế tác động của chính sách tiền tệ**

Chính sách tiền tệ tác động chủ yếu tới nền kinh tế thực thông qua tác động tới tổng cầu, còn tác động tới tổng cung nếu có thì cũng tương đối mờ nhạt. Những tác động của chính sách tiền tệ tới nền kinh tế thực diễn ra trong ngắn hạn và trung hạn, còn trong dài hạn nó tác động chủ yếu tới mức giá chung của nền kinh tế. Trong ngắn và trung hạn, chính sách tiền tệ tác động tới nền kinh tế thông qua nhiều kênh khác nhau, cả trực tiếp và gián tiếp, cả trong vòng đầu và trong các vòng kế tiếp sau đó.

Tác động trước tiên của chính sách tiền tệ là tới thị trường tài chính và mức giá của các sản phẩm trên thị trường này. Kế đến, những thay đổi về giá trị của các sản phẩm tài chính sẽ khiến các tác nhân trong nền kinh tế bao gồm hộ gia đình, doanh nghiệp thay đổi quyết định chi tiêu. Và những tác động này sẽ được xoay vòng nhiều lần, qua đó tác động tới sản lượng và lạm phát của nền kinh tế.

### **2.1. Tác động của lãi suất tới thị trường tài chính**

Lãi suất ngắn hạn là chỉ tiêu đầu tiên chịu tác động của chính sách thay đổi lãi suất cơ bản. Thông thường, những thay đổi trong lãi suất cơ bản cũng tác động tức thời và cùng chiều tới lãi suất của các sản phẩm tài chính ngắn hạn như lãi suất liên ngân hàng, lãi suất tiền gửi ngắn hạn và lãi suất cho vay ngắn hạn. Tuy nhiên, mức độ thay đổi của các mức lãi suất này không nhất thiết đúng bằng mức độ thay đổi của mức lãi suất cơ bản mà Ngân hàng nhà nước đã điều chỉnh. Tùy vào mức độ cạnh tranh trên thị trường mà khoảng chênh lệch giữa lãi suất huy động tiền gửi và cho vay ngắn hạn sẽ được nới rộng, thu hẹp hay duy trì như cũ.

Đối với lãi suất dài hạn, tác động của chính sách thay đổi lãi suất cơ bản là không chắc chắn giống như đối với lãi suất ngắn hạn. Như chúng ta biết, lãi suất dài hạn được xây dựng dựa trên mức lãi suất ngắn hạn hiện hành và mức lãi suất ngắn hạn kỳ vọng trong tương lai (cho đến khi kết thúc kỳ hạn dài này). Chính vì vậy, hướng vận động và mức độ

vận động của lãi suất dài hạn sẽ phụ thuộc tương đối nhiều vào kỳ vọng về hướng đi cũng như mức độ thay đổi của lãi suất ngắn hạn trong tương lai. Một chính sách giảm lãi suất ngắn hạn hiện thời có thể khiến nền kinh tế kỳ vọng về sự gia tăng trở lại của lãi suất ngắn hạn trong tương lai, và điều này có thể khiến lãi suất dài hạn tăng khi lãi suất cơ bản giảm. Lãi suất ngắn hạn trong tương lai thông thường phụ thuộc khá nhiều vào lạm phát trong tương lai, chính vì vậy thay đổi lạm phát kỳ vọng cần phải được xác định trước, để từ đó đưa ra những nhận định về lãi suất dài hạn trong tương lai.

Chính sách thay đổi lãi suất cơ bản có những tác động đáng kể tới giá cổ phiếu và các loại chứng khoán khác trên thị trường. Tuy nhiên, chúng ta cần lưu ý ở đây rằng giá cổ phiếu phụ thuộc nhiều vào lãi suất dài hạn hơn là lãi suất ngắn hạn. Khi lãi suất dài hạn giảm xuống thì giá cổ phiếu thông thường sẽ tăng do tỷ suất chiết khấu cho các dòng tiền mà cổ phiếu mang lại lúc này sẽ lớn hơn, và do vậy giá trị của các dòng tiền trong tương lai sẽ giảm xuống. Một điểm lưu ý nữa là những thay đổi của lãi suất còn tác động tới các yếu tố khác như kỳ vọng về triển vọng kinh tế, lạm phát, và do vậy tác động tới giá chứng khoán không hoàn toàn đơn giản như những gì chúng ta vừa đề cập.

Cũng giống như lãi suất dài hạn, tác động của sự thay đổi lãi suất cơ bản tới tỷ giá cũng phụ thuộc khá nhiều vào sự kỳ vọng về lãi suất và lạm phát trong nước. Thông thường, nếu lãi suất cơ bản tăng lên ngoài dự tính ban đầu thì đồng nội tệ sẽ lên giá do mọi người sẽ ưa thích tài sản nội tệ một cách tương đối so với các tài sản ghi theo ngoại tệ. Đồng tiền sẽ lên giá cho tới khi nào tỷ lệ mất giá kỳ vọng trong tương lai xấp xỉ bằng với khoảng chênh lệch lãi suất. Tuy nhiên, dự tính về lãi suất ngắn hạn trong tương lai hay lãi suất dài hạn cũng như kỳ vọng về lạm phát sẽ có những tác động đa chiều tới tỷ giá, và do vậy tỷ giá vẫn có thể vận động trái chiều so với những gì đề cập ở trên.

Chính sách điều chỉnh lãi suất có ảnh hưởng mạnh tới kỳ vọng và niềm tin của công chúng vào tương lai của nền kinh tế. Tuy nhiên, chiều hướng tác động của sự thay đổi lãi suất cơ bản tới yếu tố kỳ vọng không phải luôn theo một hướng nhất định. Ví dụ, chính sách nâng lãi suất có thể hàm ý Ngân hàng nhà nước nghĩ rằng nền kinh tế đang tăng trưởng nhanh hơn mức tiềm năng của nó, và điều này có thể gắn với một kỳ vọng tốt đẹp về triển vọng tăng trưởng tốt của nền kinh tế trong tương lai gần.

Nhưng, nếu chính sách nâng lãi suất hàm ý Ngân hàng nhà nước đang lo lắng về vấn đề lạm phát quá cao thì có thể nó sẽ khiến mọi người lo ngại về một thời kỳ sụt giảm chi tiêu và tăng trưởng kinh tế. Tính quyết liệt và nhất quán của Ngân hàng nhà nước trong việc điều chỉnh lãi suất cũng sẽ quyết định tới kỳ vọng của công chúng về lãi suất ngắn hạn trong tương lai cũng như lãi suất dài hạn.

## **2.2. Tác động của lãi suất tới thị trường hàng hóa**

Những thay đổi của lãi suất sẽ tác động tới thị trường tài chính và từ thị trường tài chính ảnh hưởng tiếp tới thị trường hàng hóa trên hai phương diện sản lượng và giá cả.

Nhóm chi tiêu hộ gia đình chịu tác động của sự thay đổi lãi suất theo nhiều hướng khác nhau. Thứ nhất, hành vi tiết kiệm của hộ gia đình sẽ ít nhiều thay đổi khi lãi suất thay đổi. Khi lãi suất tăng thì lợi tức từ việc tiết kiệm tăng lên có thể khiến họ sẽ trì hoãn việc tiêu dùng như mua ô tô mới hoặc các khoản chi tiêu cho hàng hóa lâu bền khác. Tuy nhiên, cũng có tác động khác đi theo chiều ngược lại, đó là khi lãi suất tăng, người tiết kiệm sẽ được hưởng khoản lãi lớn hơn, điều này làm gia tăng thu nhập khả dụng của họ, và kích thích họ chi tiêu.

Tác động của sự thay đổi lãi suất thậm chí còn lớn hơn đối với các nhóm hộ đi vay, đặc biệt là vay mua nhà. Tác động của sự thay đổi lãi suất tới hoạt động vay mua nhà diễn ra theo nhiều kênh khác nhau. Lãi suất tăng sẽ trực tiếp làm cho khoản chi trả lãi trở nên đắt đỏ hơn và giảm động cơ vay mua nhà. Bên cạnh đó, lãi suất tăng cũng sẽ khiến cho giá trị tài sản thế chấp được chiết khấu với mức lãi suất cao hơn sẽ bị giảm xuống, và do vậy số tiền vay tối đa cũng sẽ giảm xuống theo. Đối với những người đã vay từ trước đó, việc gia tăng lãi suất sẽ khiến cho khoản tiền lãi họ phải trả (áp dụng đối với nhóm ký hợp đồng vay có lãi suất thả nổi theo thị trường chứ không phải lãi suất cố định) sẽ tăng lên, và do vậy thu nhập khả dụng sau trả lãi giảm xuống và buộc họ phải cắt giảm các khoản chi tiêu khác.

Một tác động khác của việc tăng lãi suất sẽ là làm giảm giá các tài sản tài chính như cổ phiếu và trái phiếu, và các loại tài sản khác. Điều này khiến mọi người cảm giác nghèo hơn và buộc phải cắt giảm chi tiêu.

Tuy nhiên, tất cả những thay đổi kể trên sẽ diễn ra mạnh hơn khi mức lãi suất dự kiến thay đổi là lãi suất dài hạn. Và chính vì vậy, yếu tố kỳ vọng về diễn biến lãi suất tương lai cũng như kỳ vọng về lạm phát

có ảnh hưởng rất quan trọng đến quyết định chi tiêu. Một sự gia tăng lãi suất được dự kiến kéo dài sẽ cắt giảm chi tiêu mạnh hơn so với một sự gia tăng lãi suất chỉ được dự kiến diễn ra trong ngắn hạn, và ngược lại.

Ngoài ra, tác động của sự thay đổi tỷ giá bất nguồn từ lãi suất thay đổi cũng sẽ ảnh hưởng tới sức chi tiêu. Nếu lãi suất tăng và nội tệ lên giá, những người nắm giữ tài sản ngoại tệ sẽ bị giảm của cải ròng và phải giảm chi tiêu, trong khi những người đi vay tài sản ngoại tệ được lợi sẽ có xu hướng tăng chi tiêu. Tuy nhiên, nhu cầu lúc này tập trung vào hàng nước ngoài do rẻ tương đối so với hàng trong nước. Xuất khẩu và sản xuất hàng cạnh tranh với hàng nhập khẩu sẽ bị tác động bất lợi.

Nhóm chi tiêu của doanh nghiệp thậm chí còn chịu tác động mạnh hơn từ sự thay đổi của lãi suất. Mức độ tác động của lãi suất sẽ tùy thuộc vào đặc điểm loại hình doanh nghiệp, quy mô doanh nghiệp, và nguồn vốn huy động của doanh nghiệp. Việc gia tăng lãi suất sẽ trực tiếp tác động tới những doanh nghiệp có các khoản vay ngắn hạn từ ngân hàng hay các tổ chức khác. Chính vì vậy, các khoản chi đầu tư cho hàng lưu kho sẽ được cắt giảm. Tuy nhiên, chi đầu tư cố định vào máy móc, nhà xưởng, và đầu tư xây nhà ở mới phụ thuộc nhiều hơn vào lãi suất dài hạn. Do vậy, yếu tố kỳ vọng về lãi suất ngắn hạn trong tương lai và lãi suất dài hạn sẽ quyết định rất nhiều tới việc doanh nghiệp có tiếp tục thực hiện đầu tư cố định không.

Trong một số trường hợp, có thể không phải là phổ biến, các doanh nghiệp có nguồn tiền mặt tương đối dồi dào sẽ ít chịu tác động từ sự gia tăng lãi suất và do vậy không nhất thiết phải cắt giảm đầu tư. Tuy nhiên, trong thực tế, các doanh nghiệp thời điểm này vẫn thường dồn dòng tiền mặt vào các tài sản tài chính, hoặc các cổ đông sẽ thông qua chính sách phân chia cổ tức lớn hơn, và do vậy mức đầu tư tài sản cố định trong thực tế vẫn có xu hướng giảm. Những doanh nghiệp có cơ cấu tài sản và nguồn vốn ngắn hạn cân đối nhau cũng ít chịu tác động từ sự thay đổi của lãi suất trong ngắn hạn.

Một tác động khác từ sự gia tăng lãi suất tới hoạt động đầu tư, đặc biệt là ở các doanh nghiệp vừa và nhỏ, liên quan tới giá trị khoản cho vay. Khi lãi suất tăng thì giá trị các tài sản được sử dụng làm thế chấp sẽ giảm. Trong khi đó, hầu hết các doanh nghiệp vừa và nhỏ thường phải sử dụng tài sản để thế chấp cho khoản vay, và do vậy giá trị khoản vay sẽ giảm. Đối với việc huy động thông qua cổ phiếu, sự gia

tăng lãi suất khiến cho giá trị cổ phiếu được định giá sẽ thấp đi, và do vậy việc huy động vốn sẽ khó khăn hơn.

Tác động tăng giá trị nội tệ khi lãi suất tăng cũng sẽ làm giảm vị thế cạnh tranh của doanh nghiệp nội địa, và do vậy sẽ làm giảm mức lợi nhuận và giảm đầu tư. Điều này đặc biệt đúng với các doanh nghiệp xuất khẩu và sản xuất hàng cạnh tranh với hàng nhập khẩu.

Yếu tố kỳ vọng và niềm tin vào triển vọng kinh tế quyết định rất nhiều tới hoạt động đầu tư của doanh nghiệp, đặc biệt là đầu tư cố định bởi vì một khi nó đã được thực hiện thì rất khó và rất lâu mới có thể thay đổi được. Tuy nhiên, sự thay đổi lãi suất có những tác động trái chiều và không xác định đối với kỳ vọng và độ tin cậy, và do vậy chúng ta không thể chắc chắn điều gì đối với hoạt động đầu tư thông qua kênh tác động này.

Tương tự như chi tiêu doanh nghiệp và hộ gia đình, sự gia tăng lãi suất chắc chắn cũng sẽ khiến chính phủ phải hạn chế bớt chi tiêu để giảm thiểu gánh nặng lãi đối với các khoản vay mới phát sinh và các khoản vay trước đó với lãi suất thả nổi (mặc dù không phổ biến).

Tất cả những thay đổi trong chi tiêu này sẽ diễn ra trong vòng quay đầu tiên, tuy nhiên tác động của nó sẽ không dừng tại đó. Ngay cả những doanh nghiệp và hộ gia đình hoàn toàn không chịu ảnh hưởng trực tiếp từ sự thay đổi lãi suất vẫn sẽ chịu tác động gián tiếp ở các vòng quay kế tiếp. Sự gia tăng lãi suất sẽ làm cho chi tiêu của một số doanh nghiệp và hộ gia đình giảm, đến lượt nó lại làm giảm cầu đối với sản phẩm của các doanh nghiệp khác và làm giảm lợi nhuận. Hệ quả là các doanh nghiệp này phải thu hẹp sản xuất, giảm lượng hàng lưu kho, giảm việc làm. Những người lao động bị mất việc và giảm thu nhập đến lượt họ lại phải cắt giảm chi tiêu. Hơn nữa, tác động của những thay đổi này tới kỳ vọng và niềm tin của công chúng sẽ khiến mọi người có xu hướng hành động một cách đồng thuận, tức là cùng tăng chi tiêu trong thời kỳ nền kinh tế đi lên, và ngược lại.

Tuy nhiên, tất cả những tác động kể trên đều xảy ra với độ trễ, trễ phản ứng trên cả thị trường tài chính lẫn thị trường hàng hóa. Sự thay đổi lãi suất không nhất thiết chuyển hóa ngay lập tức vào sự thay đổi trong các khoản lãi suất cho vay, dù rằng đó là lãi suất điều chỉnh theo thị trường, cũng như giá trị các tài sản tài chính và bất động sản. Do đó, hành vi chi tiêu dưới tác động của những nhân tố này

cũng chưa thay đổi ngay. Kể đến, những thay đổi trong chi tiêu dùng hộ gia đình chưa được các doanh nghiệp đánh giá một cách chính xác và đầy đủ, do vậy số đơn đặt hàng, lượng hàng tồn kho, và mức đầu tư cố định của doanh nghiệp cũng sẽ chưa thay đổi tức thì. Thông thường, các doanh nghiệp sẽ phải chờ đợi những thay đổi trong nhu cầu lên mức đủ lớn thì họ mới thay đổi quyết định chi tiêu đầu tư của mình. Và hộ gia đình cũng vậy, những thay đổi trong thu nhập và giá trị của cải thường phát huy tác dụng sau một khoảng thời gian tăng hoặc giảm liên tục chứ không phải diễn ra tức thì.

Tác động của sự thay đổi lãi suất tới mức sản lượng cuối cùng của nền kinh tế phụ thuộc rất nhiều vào yếu tố lạm phát kỳ vọng. Nếu sự cắt giảm lãi suất không đi kèm với sự thay đổi lạm phát kỳ vọng thì đầu tư sẽ có xu hướng tăng và ngược lại. Tuy nhiên, nếu giảm lãi suất lại đi kèm với những thay đổi trong lạm phát kỳ vọng thì tác động tới mức chi tiêu dùng và đầu tư sẽ trở nên khó xác định hơn. Khi đó, nó sẽ phải phụ thuộc vào tương quan giữa quy mô thay đổi của lãi suất với thay đổi lạm phát kỳ vọng. Tương tự, những thay đổi trong tăng trưởng tiền lương mà gắn kèm với kỳ vọng lạm phát sẽ rất nhanh chóng chuyển vào giá bán cao hơn và làm xói mòn tổng cầu và hạn chế sự gia tăng sản lượng. Bên cạnh đó, những thay đổi lãi suất ảnh hưởng tới tỷ giá cũng sẽ tác động đáng kể tới chi phí đầu vào phải nhập khẩu và giá bán sản phẩm.

### **3. Chính sách giảm lãi suất mạnh trong thời gian ngắn có hiệu quả trong bối cảnh hiện tại không?**

Như chúng ta biết, tại thời điểm tháng Ba năm 2012, trần lãi suất tiền gửi mà Ngân hàng nhà nước quy định là 14%, và thực tế giao dịch thì vẫn có thể lên tới 16-17% một năm. Tuy nhiên, chỉ ba tháng sau đó, giữa tháng Sáu năm 2012, trần lãi suất tiền gửi đã được hạ xuống 9%, một tốc độ giảm chóng mặt.

Vậy Ngân hàng nhà nước trông đợi điều gì từ việc cắt giảm lãi suất này?

Sau một thời kỳ thắt chặt tiền tệ và tài khóa nhằm đối phó lạm phát tăng cao trong năm 2011, các doanh nghiệp Việt Nam gặp rất nhiều khó khăn. Số lượng doanh nghiệp phải đóng cửa, tạm ngừng sản xuất, thậm chí là phá sản theo ước tính của Tổng cục thống kê trong sáu tháng đầu năm 2006 là gần 26 nghìn doanh nghiệp. Khu vực bất động sản bị đình trệ gần như hoàn toàn khi số lượng giao dịch bất động sản thành công trở nên rất thưa thớt, hệ quả là

một loạt các dự án bất động sản đã phải tạm dừng do không đủ vốn hoặc không chịu nổi mức lãi suất quá cao. Chỉ số giá tiêu dùng trong các tháng đầu năm 2012 cũng bắt đầu giảm và Ngân hàng nhà nước dự kiến mức lạm phát trong năm 2012 sẽ xuống mức dao động quanh 9%. Với cơ sở lạm phát kỳ vọng giảm, và trong bối cảnh tổng cầu suy giảm mạnh khiến nhiều doanh nghiệp phá sản, Ngân hàng nhà nước đã thực hiện hạ trần lãi suất bớt một phần trăm điểm sau mỗi tháng, và bước sang tháng Sáu thì Ngân hàng nhà nước hạ thêm hai phần trăm điểm để đưa trần lãi suất về mức 9% một năm cho các kỳ hạn dưới 12 tháng.

Vậy những thay đổi về chính sách lãi suất mà Ngân hàng nhà nước đã thực hiện sẽ có tác động như thế nào tới nền kinh tế?

Để trả lời câu hỏi này, chúng ta sẽ nhìn lại những kênh tác động mà chính sách nới lỏng tiền tệ ảnh hưởng tới nền kinh tế. Thứ nhất, sự giảm sút lãi suất trong ngắn hạn sẽ giúp các doanh nghiệp có thể tăng các khoản vay vốn lưu động như mua nguyên vật liệu để tiếp tục sản xuất, hoặc tăng lượng hàng tồn kho nhằm đáp ứng cho mức chi tiêu lớn hơn của nền kinh tế. Việc giảm lãi suất ngắn hạn sẽ làm cho hộ gia đình tăng vay tiêu dùng và giảm bớt tiết kiệm để chuyển sang tiêu dùng. Tuy nhiên, như chúng ta đã đề cập ở trên, hiệu quả chính sách giảm lãi suất phụ thuộc rất nhiều vào những gì mà công chúng kỳ vọng về tương lai của lãi suất, lạm phát, cũng như diễn biến tăng trưởng của nền kinh tế. Trong bối cảnh hiện tại của nền kinh tế, không có mấy người tin tưởng vào khả năng kinh tế sẽ phục hồi và tăng trưởng ổn định lại trong thời gian sắp tới. Có quá nhiều bất ổn trong nền kinh tế khiến cho một mình chính sách cắt giảm lãi suất không đủ khôi phục niềm tin. Một minh chứng cho thấy là tâm lý bi quan của hầu hết các tổng giám đốc, chủ tịch của các công ty trong các bài phỏng vấn khi lượng hàng tồn vẫn đang chất đầy trong kho của các doanh nghiệp trong khi sức tiêu thụ của thị trường vẫn hết sức ỉ ạch. Thứ hai, lạm phát kỳ vọng dù dưới góc nhìn của Ngân hàng nhà nước sẽ là dưới 10% nhưng rất nhiều tổ chức quốc tế như Ngân hàng thế giới, Ngân hàng Phát triển châu Á vẫn dự kiến lạm phát trong năm 2012 sẽ là 12% hoặc thậm chí cao hơn thế, đặc biệt là sau khi chứng kiến động thái điều chỉnh giảm lãi suất quá nhanh của Ngân hàng nhà nước. Nếu như lạm phát thực sự tăng trở lại thì tất cả các nỗ lực kích cầu sẽ bỏ xuống sông xuống bể bởi mặt bằng lãi suất khi đó buộc sẽ phải đẩy lên. Điều này cũng ít nhiều được phản chiếu ở việc lãi suất kỳ hạn dài

vẫn duy trì xấp xỉ 12%, thậm chí cao hơn nữa nếu như không có những can thiệp mang tính mệnh lệnh của Ngân hàng nhà nước đối với các ngân hàng thương mại trong việc niêm yết lãi suất kỳ hạn trên 12 tháng.

Một tác động khác của lãi suất là lên tỷ giá. Trong bối cảnh niềm tin vào VND mới được củng cố sau những lần điều chỉnh tỷ giá về giá trị thực của thị trường cùng khoảng chênh lãi suất được xem là đủ hấp dẫn để người dân nắm giữ nội tệ, việc Ngân hàng nhà nước hạ lãi suất xuống 9% có thể sẽ khiến người dân tìm đến việc nắm giữ ngoại tệ và sẽ khiến VND bị mất giá. Tất nhiên, hành động này cũng không còn dễ thực hiện sau khi Ngân hàng nhà nước đã thực hiện các biện pháp kiểm soát rất chặt chẽ đối với giao dịch bằng ngoại tệ ngoài hệ thống ngân hàng. Tuy nhiên, nếu VND mất giá lại sẽ khiến cho niềm tin vào đồng tiền quốc gia bị xói mòn và gây ra những bất ổn trong ngắn hạn. Nhiều người cho rằng việc VND tiếp tục mất giá sẽ giúp thúc đẩy xuất khẩu và cải thiện cán cân thương mại. Tuy vậy, chúng ta cũng cần nhớ rằng các sản phẩm xuất khẩu của Việt Nam có hàm lượng yếu tố nhập khẩu tương đối lớn, do vậy chi phí sản xuất có thể tăng cao và khiến cho mục tiêu cải thiện xuất khẩu khó đạt được, trong khi đó lạm phát có thể tăng trở lại.

Một câu hỏi tất yếu sẽ được đặt ra là dòng tín dụng đang nhàn rỗi sẽ phải chảy về đâu nếu như đây không phải là doanh nghiệp sản xuất hay người tiêu dùng. Như chúng ta đã đề cập ở trên, một tác động quan trọng của chính sách thay đổi lãi suất là giá các tài sản tài chính và bất động sản. Việc hạ lãi suất sẽ đẩy giá chứng khoán và các tài sản khác tăng lên, và do vậy sẽ hút một lượng lớn người, và đi kèm với nó là các dòng tiền, tham gia vào thị trường này. Tất nhiên, các dòng tiền này sẽ không phải là dài hạn do lãi suất giảm xuống ở đây chỉ là ngắn hạn, và tất yếu mục đích của các dòng tiền này sẽ gắn với hoạt động đầu cơ. Và điều này càng khiến thị trường tài chính trở nên bất định hơn.

Nhưng vượt lên trên tất cả những tác động nói trên, việc hạ lãi suất sẽ làm cho những nỗ lực cải cách hệ thống doanh nghiệp nhà nước và ngân hàng thương mại trở nên khó khăn và không triệt để. Và đây là mối nguy hiểm lớn nhất.

Như chúng ta đã biết, những đổ vỡ ở khu vực bất động sản và chứng khoán đã phơi bày những vấn đề hết sức nhức nhối trong khối doanh nghiệp nhà nước, và đi kèm với đó là các ngân hàng thương mại. Những khoản thua lỗ lũy kế ở các tập đoàn lên

tới hàng trăm nghìn tỷ đồng đã không chỉ làm thất thoát ngân sách nhà nước, suy giảm bậc tín nhiệm của nền kinh tế, mà nó còn để lại một mớ bòng bong rối rắm trong cả hệ thống kinh tế. Giá trị của các tài sản tài chính và bất động sản bị bóp méo cùng một cơ cấu đầu tư sản xuất hết sức yếu kém là những bài toán không dễ dàng gì có thể giải được.

Chính sách thắt chặt tiền tệ và lãi suất tăng cao là một nhân tố quan trọng giúp chúng ta nhận ra được những ung nhọt bấy lâu vẫn được che đậy bởi những dòng tiền liên tục bơm vào nền kinh tế. Tất cả các thị trường đã dần phải hướng về giá trị thực sự của nó thay vì bị bóp méo bởi những dòng tiền khổng lồ từ hệ thống ngân hàng thương mại, từ các tập đoàn kinh tế lớn nhà nước, từ những vòng quay bất tận được tham gia bởi một số lượng quá lớn các nhà đầu cơ, những người không hề mang lại giá trị gia tăng thực sự cho sản phẩm.

Tuy nhiên, việc cắt giảm lãi suất cùng chính sách nới lỏng tín dụng như hiện nay sẽ như một liều thuốc bổ giúp cho cơ thể của nền kinh tế có vẻ khỏe mạnh trở lại, những ung nhọt sẽ tưởng như đã được khắc phục trong khi thực chất nó lại tiếp tục lớn hơn để chuẩn bị cho một lần vỡ lớn hơn. Rất nhiều khủng hoảng tài chính và tiền tệ trước đây ở Mỹ Latin, Nga đã minh họa cho tính chất nghiêm trọng của các gói cứu trợ mà IMF và các tổ chức khác đã thực hiện. Nó không giải quyết được vấn đề mà chỉ là trì hoãn, và sau đây làm cho cuộc đổ vỡ diễn ra lớn hơn mà thôi. Chu trình điều hành lãi suất hiện nay của Ngân hàng nhà nước sẽ không khác gì những điều đã xảy ra trong giai đoạn 2008-2010, thắt chặt khi lạm phát cao, và khi chớm suy thoái thì nhanh chóng nới lỏng, và rồi lại quay về vấn đề lạm phát và mọi thứ trở nên nghiêm trọng hơn.

Lạm phát cao ở Việt Nam không thuần túy nằm ở vấn đề tiền tệ, mà nó còn bắt nguồn từ yếu tố thể chế và cấu trúc thị trường kém tính cạnh tranh cùng hệ thống phân phối có quá nhiều vấn đề. Và chính những vấn đề này quay ngược trở lại buộc Ngân hàng nhà nước cũng như Bộ Tài chính phải tiếp tục bơm thêm tiền, cấp thêm ngân sách và gây ra tình trạng lạm phát. Thắt chặt tiền tệ sẽ không giải quyết

#### **Tài liệu tham khảo:**

1. Asian Development Bank, 2012. “*Asian Development Outlook 2012*”
2. Bank for International Settlements, 2012. “*BIS Annual Report 2011/2012*”
3. International Monetary Fund, 2012. “*Vietnam Staff Report for the 2012 Article IV Consultation*”.
4. The Monetary Policy Committee – Bank of England, “*The transmission mechanism of monetary policy*”.

được vấn đề lạm phát triệt để trong khi nới lỏng tiền tệ sẽ chỉ gây ra lạm phát hơn là kích cầu và giúp phục hồi sản xuất của nền kinh tế.

Điều mà chính phủ cần quyết liệt thực hiện lúc này là tái cơ cấu lại doanh nghiệp nhà nước, thúc đẩy hiệu quả sản xuất và chi phí của các doanh nghiệp này nhằm kiềm chế lạm phát. Cùng với đó, các quy định giới hạn tín dụng để tập trung vốn nhiều hơn vào khu vực sản xuất công nghiệp, nông nghiệp, hướng tới các doanh nghiệp vừa và nhỏ sẽ giúp nền kinh tế phục hồi một cách bền vững hơn.

Đối với khu vực ngân hàng, Ngân hàng nhà nước cần có những quy định về việc hạn chế lĩnh vực cho vay đối với bất động sản và đầu tư chứng khoán. Ngân hàng nhà nước cần giám sát và làm minh bạch thông tin ở các ngân hàng thương mại, đồng thời ngăn chặn các hoạt động cầu kết giữa các ngân hàng thương mại nhằm đảm bảo một thị trường cạnh tranh lành mạnh. Khi những điều kiện trên được đảm bảo, và điều này hoàn toàn có thể đạt được nếu Ngân hàng nhà nước thật sự quyết tâm, thì lãi suất nên được trả lại cho thị trường hơn là được quyết định bởi Ngân hàng nhà nước như hiện nay. Khi lãi suất đã phản ánh chi phí đầy đủ và thực sự của nguồn vốn và thông tin là minh bạch thì cuộc chạy đua lãi suất giữa các ngân hàng chắc hẳn sẽ không còn như trước đây.

#### **4. Kết luận**

Một nền kinh tế vững mạnh nằm ở khả năng sản xuất và cạnh tranh của các doanh nghiệp sản xuất trong nền kinh tế. Tính hiệu quả về chi phí, tính sáng tạo và đổi mới của sản phẩm mà các doanh nghiệp có được sẽ quyết định đến tăng trưởng nền kinh tế trong dài hạn. Tiền tệ và các sản phẩm tài chính chỉ là hệ thống mạch máu để giúp cho các doanh nghiệp này hoạt động trơn tru ở năng lực tối ưu của nó mà thôi. Một khi ngay từ những cơ sở sản xuất này đã yếu kém, không có khả năng cạnh tranh thì mọi kỹ thuật điều hành chính sách tiền tệ sẽ hoàn toàn vô tác dụng, thậm chí đôi khi còn khiến cho vấn đề trở nên bất ổn hơn. □