

Ảnh Diệp Đức Minh



Trước những biến động gần đây về diễn biến của tỷ giá, người dân liên tục có những thắc mắc về việc nên nắm giữ đồng tiền nào là có lợi nhất. Một số ý kiến cho rằng chọn VND vẫn là có lợi nhất, cho dù tới đây USD có lên giá trên thị trường quốc tế. Các bạn nên nhớ rằng có lợi nhất trong đầu tư vào bất kỳ một lĩnh vực nào phải được hiểu là: hoặc là bạn nhận được tỷ suất sinh lợi cao nhất, nhưng phải nhớ là rủi ro là cao nhất (hoặc rủi ro vừa phải nhưng với tỷ suất sinh lợi vừa phải); hoặc là rủi ro thấp nhất nhưng với tỷ suất sinh lợi là thấp nhất.

### Hãy nhớ đến cặp phạm trù rủi ro và tỷ suất sinh lợi

Đã từ rất lâu rồi và mãi cho đến tận ngày hôm nay, các nhà nghiên cứu kinh tế và những nhà đầu tư trên thị trường luôn suy nghĩ và tìm ra lời giải cho bài toán về việc đầu tư như thế nào cho đồng tiền mà họ đang nắm giữ. Câu hỏi rất thú vị, và xin nhắc lại rằng cho mãi đến tận hôm nay, chúng vẫn thu hút sự quan tâm của nhiều nhà nghiên cứu trên thế giới. Xuất phát điểm để đưa ra câu trả lời cho quyết định trên là phải bắt đầu từ việc phân tích cặp phạm trù rủi ro và tỷ suất sinh lợi (risk and return). Những nhà tư vấn khi đưa ra một lời khuyên cho khách hàng của mình về việc nên đầu tư vào đâu là có lợi nhất, họ không bao giờ khẳng định bất kỳ điều gì ngoài việc yêu cầu nhà đầu tư cho biết rằng khẩu vị rủi ro của họ là như thế nào. Sau đó họ mới có thể đưa ra lời khuyên cho các nhà đầu tư. Lý thuyết về mối quan hệ giữa rủi ro và tỷ suất sinh lợi được rất nhiều nhà khoa học trên thế giới nghiên cứu, nhưng nổi bật hơn cả là lý thuyết về mô hình định

giá tài sản vốn (CAPM- Capital Asset Pricing Model) của Harry Markowitz. Theo mô hình này, chúng ta có mối quan hệ giữa rủi ro và tỷ suất sinh lợi của việc nắm giữ bất kỳ một chứng khoán nào đó được biểu diễn như sau:

$r_m = r_f + \text{phần bù rủi ro (risk premium)}$ . Trong đó,

$r_m$  là tỷ suất sinh lợi thị trường

$r_f$  là lãi suất phi rủi ro

Diễn đạt các mối quan hệ trên có nghĩa là tỷ suất sinh lợi của bất kỳ một chứng khoán nào là một hàm số phụ thuộc vào lãi suất phi rủi ro (free risk rate) cộng với phần rủi ro tiềm ẩn trong danh mục chứng khoán thị trường.

Trong giữa thập niên 1960, ba nhà kinh tế William Sharpe, John Litner và Jack Treynor đã cụ thể hoá hơn nữa các mối quan hệ trên bằng một phương trình của tỷ suất sinh lợi chứng khoán (r) có liên hệ với hệ số beta ( $\beta$ ) như sau:

$$r = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

Trong công thức này, hệ số beta nói lên rủi ro của chứng khoán trong một danh mục đầu tư. Chứng khoán nào có beta càng lớn rủi ro càng cao, nghĩa là tỷ suất sinh lợi của chứng

## Từ những diễn biến gần đây của tỷ giá, đầu tư vào đâu có lợi nhất?

PGS.TS TRẦN NGỌC THO

khoản mà nhà đầu tư đòi hỏi càng tăng lên tương ứng.

Điều đáng nói, và cũng góp phần làm tăng thêm trọng lượng cho các nghiên cứu mang tính ứng dụng cao này là cả hai giáo sư Harry Markowitz và William Sharpe đều đã được thưởng thưởng xứng đáng bằng vòng nguyệt quế của giải Nobel kinh tế 1990. Điều thú vị trong những mối quan hệ trên là chúng không chỉ là các nghiên cứu lý thuyết đơn thuần, mà còn được vận dụng vô cùng sinh động vào thực tiễn của thị trường tài chính thế giới. Chẳng hạn qua nghiên cứu trên thị trường tài chính Mỹ trong hơn 71 năm qua, các nhà quan sát nhận thấy rằng lãi suất phi rủi ro trung bình trong thời kỳ này là 3,8%. Lãi suất phi rủi ro là lãi suất tương đương với lãi suất trái phiếu ngắn hạn do Bộ tài chính Mỹ phát hành trong thời kỳ này là 4% năm. Còn phần bù rủi ro tiềm ẩn trong khoảng thời gian trên là 9,25% một năm. Như vậy, tỷ suất sinh lợi đòi hỏi trên thị trường trong khoảng thời gian này là  $= 4\% + 9,25\% = 13,25\%$ .

Giả dụ một nhà đầu tư nào đó không thích rủi ro thì họ chỉ việc đơn giản đầu tư vào một trái phiếu chính phủ, nhưng bù lại họ chỉ nhận được một khoản tiền lãi thấp nhất là 4%/năm.

Cho đến giờ chúng ta vẫn chưa đề cập đến rủi ro trong các mối quan hệ trên. Có quá nhiều loại rủi ro trong đầu tư, nhưng chúng ta có thể tiếp cận rủi ro

theo hai dạng: đó là rủi ro hệ thống (systematic risk) và rủi ro không hệ thống (unsystematic risk). Rủi ro không hệ thống là loại rủi ro mà nhà đầu tư có thể loại trừ hoàn toàn bằng cách nắm giữ một danh mục đầu tư đa dạng hoá cao. Chúng là những rủi ro thuộc dạng như do năng lực điều hành tồi của ban giám đốc, do việc sử dụng nợ quá cao trong kinh doanh, do những tác động cạnh tranh của hàng hoá nước ngoài, do nguồn cung ứng nguyên liệu có vấn đề v.v.. Nhưng còn một loại rủi ro nữa, đó là rủi ro hệ thống, là rủi ro mà nhà đầu tư không thể đa dạng hoá được bằng cách nắm giữ một danh mục chứng khoán đa dạng hoá. Những nguyên nhân dẫn đến rủi ro hệ thống có thể là do thay đổi trong lãi suất, thay đổi trong lạm phát, thay đổi trong chính sách thuế, do khủng hoảng tài chính, và đặc biệt là do những thay đổi trong nhận thức của các nhà đầu tư về triển vọng của nền kinh tế.

Trước những biến động gần đây về diễn biến của tỷ giá, người dân liên tục có những thắc mắc về việc nên nắm giữ đồng tiền nào là có lợi nhất. Một số ý kiến cho rằng chọn VND vẫn là có lợi nhất, cho dù tới đây USD có lên giá trên thị trường quốc tế. Các bạn nên nhớ rằng có lợi nhất trong đầu tư vào bất kỳ một lĩnh vực nào phải được hiểu là: hoặc là bạn nhận được tỷ suất sinh lợi cao nhất, nhưng phải nhớ là rủi ro là cao nhất (hoặc rủi ro vừa phải nhưng với tỷ suất sinh lợi vừa phải); hoặc là rủi ro thấp nhất nhưng với tỷ suất sinh lợi là thấp nhất. Hoàn toàn không có chuyện bạn muốn nhận được rủi ro thấp nhất nhưng tiền lời là cao nhất. Ngay cả nền kinh tế Mỹ, với hệ thống ngân hàng được giám sát chặt chẽ nhất thế giới, vẫn tồn tại rủi ro hệ thống biểu hiện thông qua hệ số beta như sau: City Bank là 0,19; Bank of America là 0,77 v.v.. Rủi ro hệ thống tính bình quân chung cho cả hệ thống ngân hàng của Mỹ là 0,82. Ngoài ra các bạn còn có thể xem beta của các ngân hàng khác như Deutsche Bank là 1,4; HSBC là 1,02 v.v.. Các thông tin này có thể được kiểm chứng trên Internet qua địa chỉ như [www.quote.com](http://www.quote.com). Vì thế, nếu như có ai đó khuyên bạn rằng đầu tư vào một lĩnh

vực nào đó là có lợi nhất, tốt nhất bạn hãy xem lại rủi ro của việc đầu tư đó có phù hợp với sở thích rủi ro của mình hay không. Nếu không thì bạn có thể từ chối lời tư vấn này.

### **Đầu tư vào thị trường ngoại hối còn phải chú ý đến các mối quan hệ ngang bằng giữa lạm phát, lãi suất và tỷ giá**

Trong phạm vi bài viết này, chúng tôi chỉ xin đề cập đến mối quan hệ hết sức cơ bản giữa lãi suất và tỷ giá thông qua thuyết hiệu ứng Fisher quốc tế (International Fisher effect). Lý thuyết này dự báo rằng, nếu một quốc gia có chênh lệch lãi suất tương đối cao so với một quốc gia khác thì đồng tiền của quốc gia đó (có lãi suất cao) sẽ bị mất giá gần bằng với chênh lệch trong lãi suất danh nghĩa của hai nước. Giả dụ rằng thị trường là hoàn hảo và lãi suất danh nghĩa của VND trên thị trường hiện nay là 6,2% năm, lãi suất của USD là 1% năm, mức thấp nhất trong vòng 45 năm qua. Như vậy chênh lệch lãi suất danh nghĩa giữa hai quốc gia cho thấy lãi suất tương đối của VND cao hơn 5,2% so với USD. Hiệu ứng Fisher dự báo (và giải thích) rằng trong tương lai VND sẽ mất giá gần bằng 5,2% so với USD.

Điều này có nghĩa là nếu như bạn đầu tư vào một tín phiếu kho bạc VN, bạn sẽ lãi 5,2% nhiều hơn đầu tư vào một chứng khoán tương đương của Bộ tài chính Mỹ phát hành (tín phiếu chính phủ). Bạn chớ vội mừng, hiệu ứng Fisher dự báo sau đó VND cũng sẽ mất giá 5,2% so với USD. Bạn hoà vốn, không lãi cũng không lỗ do khoản lãi trên VND đã bị bù trừ bởi một mất giá tương ứng trong chính VND so với USD. Điểm đặc biệt nữa trong lý thuyết này là: có thể vào một thời điểm nào đó bạn sẽ có lãi, nhưng cũng sẽ có một thời điểm khác bạn sẽ lỗ. Tính bình quân chung, nếu như bạn liên tục ký gởi khoản tiền của mình vào một loại ngoại tệ nào đó và không rút vốn ra trong suốt khoảng thời gian này, bạn sẽ không lãi cũng không lỗ, bạn sẽ hoà vốn. Bí mật trong các kết quả trên là gì? Không có gì khó để khám phá, đó chính là do chênh lệch lãi suất của VND cao hơn lãi suất của USD thể hiện phần lạm phát của VN cao hơn của Mỹ. Sau khi trừ phần lạm phát này trong lãi suất

danh nghĩa của hai nước, lãi suất thực của chúng là như nhau.

Tất nhiên những kết quả trên chỉ là lý thuyết, cho dù lý thuyết này đã được ứng dụng rộng rãi trong các phân tích cơ bản dùng để dự báo tỷ giá. Điểm không được chính xác tuyệt đối trong hiệu ứng Fisher quốc tế là trên thực tế không có các hoàn hảo của thị trường như chúng ta đã giả định trước đây. Các bạn sẽ thấy thực tế này sẽ hữu ích như thế nào khi lát nữa đây, chúng tôi sẽ sử dụng chúng để phân tích đầu tư vào đâu là tốt nhất trên thị trường ngoại hối VN. Nhưng điều này cũng không che lấp đi một sự thật là quốc gia nào có lãi suất danh nghĩa cao thì quốc gia đó có lạm phát dự kiến cao, như trường hợp của VN và Mỹ. Nhìn thấy lãi suất danh nghĩa của VND cao hơn USD, không có nghĩa là các nhà đầu tư quốc tế và các nhà đầu tư trong nước thích đầu tư vào các trái phiếu kho bạc VN.

Một số các phân tích viên dựa bằng số liệu trong quá khứ cho thấy tốc độ tăng của lạm phát ở VN vẫn thấp hơn nhiều so với chênh lệch lãi suất giữa VN và Mỹ để khuyên rằng đầu tư vào VND vẫn tốt hơn so với đầu tư vào USD. Thậm chí còn khẳng định rằng cho dù trong tương lai đồng USD có tăng giá, thì việc nắm giữ VND vẫn là có lợi nhất. Trong khi đó các số liệu thống kê của VN vẫn chưa thuyết phục được nhà đầu tư. Nhưng cho dù các số liệu công bố là chính xác thì liệu có đúng là như thế hay không? Hoàn toàn không đúng, bởi trong các phân tích trên tác giả đã bỏ qua các bất hoàn hảo của thị trường, nghĩa là ngoài lạm phát ra còn có vô vàn các yếu tố khác của các bất hoàn hảo trên thị trường tài chính VN. Chính các bất hoàn hảo này đã làm cho bạn lầm tưởng rằng đầu tư vào VND là tốt nhất.

Các bất hoàn hảo đó là gì? Đó là các bất cập trong chính sách thuế, các chi phí giao dịch cao khi nắm giữ một tín phiếu kho bạc bằng VND, tính thanh khoản quá thấp của tín phiếu kho bạc do thị trường chứng khoán còn chưa khởi sắc, tính chuyển đổi của VND v.v.. và còn có bao nhiêu cái mà các chuyên gia kinh tế gọi đó là các chi phí tiềm ẩn (potential costs). Đó là chúng ta hoàn toàn chưa đề cập gì đến rủi ro hệ thống mà bất kỳ một nhà đầu

tư nào cũng phải xem xét khi đưa ra quyết định đầu tư vào trái phiếu ngoại tệ. Đó là những rủi ro hệ thống do hệ thống luật pháp của chúng ta vẫn còn chưa hoàn chỉnh cùng với những rủi ro bất yếu khác đương nhiên xảy ra cho một nền kinh tế mới hội nhập.

Chúng ta còn có thể nhận diện một cách khác về loại rủi ro hệ thống này thông qua đánh giá rủi ro quốc gia. Bộ tài chính VN đã mời một số các công ty tư vấn nước ngoài như S&P và một số các công ty nổi tiếng khác trên thế giới đánh giá xếp hạng tín nhiệm nhằm chuẩn bị cho việc phát hành trái phiếu quốc tế. Mức xếp hạng của chúng ta nằm ở BB-, tức là còn dưới cấp độ đầu tư (investment grade). Đây là một thuật ngữ hàm ý chê bai các trái phiếu cấp thấp có độ rủi ro cao. Trong quyết định đầu tư vào trái phiếu ngoại tệ, các nhà kinh tế phải sử dụng thuật ngữ trái phiếu tương đương để so sánh. Làm sao chúng ta có thể so sánh một khoản ký gửi VND cho dù có lãi suất cao nhưng ở mức xếp hạng BB- so với trái phiếu ngoại tệ. Chúng ta đã quên chưa so sánh chúng với khoản ký gửi bằng USD với xếp hạng tín nhiệm cao nhất AAA, cho dù lãi suất USD chỉ là 1%? Và phải chăng chính vì thế cho nên mãi cho tới nay đề án phát hành trái phiếu quốc tế của chính phủ vẫn còn chưa triển khai mặc dù đã hơn hai năm trôi qua?

Các bạn đã thấy đấy, để xem xét nên nắm giữ đồng tiền nào trên thị trường ngoại hối là cả một vấn đề phức tạp, đòi hỏi nhà phân tích phải được trang bị hàng tá các kiến thức, trong đó có các kiến thức cơ bản mà bài viết này đề cập. Đó là chưa kể đến các phân tích kỹ thuật thông qua các mô hình toán hồi quy và phân tích đồ thị đường, đồ thị nến (candlesticks) v.v., trong phân tích và dự báo tỷ giá.

### Từ các nhà đầu tư theo kỳ vọng hợp lý đến những nhà đầu tư kỳ lạ

Nhân tiện đây chúng tôi xin nhắc lại các ý kiến của mình là các quan chức NHNN không nên có những lời khuyên quá cụ thể cho rằng người dân nên nắm giữ VND là tốt nhất, chức năng này nên dành cho các nhà tư vấn

đầu tư, không phải là chức năng của NHNN. Nhưng lỡ nếu bạn vẫn cương quyết làm theo ý mình, bất chấp những kỳ vọng hợp lý mà các nhà đầu tư mong đợi thì sao? Đó là những dạng đầu tư mà bất chấp đồng USD có khả năng lên giá trong tương lai thì họ vẫn một mực nhất quyết rủ rê bạn bè, người thân nắm giữ VND thông qua các khoản ký gửi bằng đồng nội tệ. Đây là những dạng tâm lý tiêu dùng giống như kiểu "Người Việt Nam xài hàng Việt Nam". Những lời khuyên đó có gì sai cho dù đó là những lời tư vấn kỳ lạ? Trong trường hợp này tôi xin mạnh dạn trả lời với các bạn rằng có thể là không, mặc dù bản thân tôi cũng không mặn mà gì với những hành vi đầu tư ngộ nghĩnh như thế. Nhưng cũng phải thừa nhận rằng họ có cái lý của mình, và họ rất xứng đáng được chúng ta tôn trọng. Đây chính là đặc điểm khả ái và nhân bản nhất của kinh tế học, nó có thể chấp nhận một quan điểm nào đó, nhưng đồng thời vẫn tôn trọng ý kiến của trường phái khác.

Tạm thời cho đến giờ, giới kinh tế phân chia các nhà đầu tư làm hai loại. Dạng thứ nhất là những nhà đầu tư hợp lý (rational investors), giống như những gì mà chúng ta đã phân tích ở phần trên. Dạng thứ hai là những nhà đầu tư thuộc trường phái kinh tế học hành vi và kinh tế học thí nghiệm (Behavioral and experimental economics). Cha đẻ của dạng hành vi kỳ lạ này là của hai giáo sư Mỹ Daniel Kahneman và Amos Tversky. Trường phái này cho rằng còn có những nhà đầu tư khác hẳn hơn các nhà đầu tư hợp lý nhiều. Họ không lạnh lùng khi chỉ nhìn vào các con số kinh tế vĩ mô và con số thống kê để phân tích và đưa ra quyết định đầu tư mà chủ yếu dựa vào cảm tính. Kahneman đã có một phát hiện khiến giới kinh tế quá đỗi ngạc nhiên là phần lớn các đối tượng trong các tham gia nghiên cứu của ông sẵn sàng lái xe 20 phút đến tiệm mua máy tính điện tử 10 đôla, thay vì là 15 đôla. Nhưng họ lại không muốn mất chừng đó thời gian để mua một chiếc áo khoác với giá 120 đôla, thay vì 125 đôla, mặc dù cả hai trường hợp đều tiết kiệm được 5 đôla. Một bất mĩ để các bạn đừng xem thường các phát hiện này nhé, đó là những đóng góp của chúng vào lĩnh vực

đưa ra quyết định đã được tưởng thưởng xứng đáng bằng giải Nobel kinh tế năm 2002 về kinh tế học hành vi và kinh tế học thí nghiệm.

### Hiện tượng đôla hoá nền kinh tế Việt Nam còn ở mức cao

Căn cứ vào quan điểm của chính phủ về hiện tượng đôla hoá, đôla hoá có thể được phân chia thành đôla hoá chính thức (official dollarization) và đôla hoá không chính thức (unofficial dollarization). Theo phân loại của IMF, Việt Nam thuộc diện có hiện tượng đôla hoá không chính thức tương tự như Nga, một số nước Đông Âu khác và hầu hết các nước thuộc Mỹ Latinh. Còn sắp xếp theo mức độ đôla hoá nền kinh tế, Việt Nam thuộc diện những nền kinh tế có hiện tượng đôla hoá vừa phải (34 nước). Theo số liệu của IMF, hiện tượng đôla hoá nếu tính theo so sánh giữa mức độ mở cửa của nền kinh tế và tỷ trọng của các khoản ký gửi bằng ngoại tệ so với tổng cung tiền mở rộng M2, thì Việt Nam được đánh giá là có mức độ mở cửa nền kinh tế tương đối cao với tỷ trọng các khoản ký gửi bằng ngoại tệ khoảng 30% so với cung tiền mở rộng M2. Những số liệu trên cho thấy những vấn đề gì? Chúng có thể cho thấy rằng việc mở cửa nền kinh tế tương đối cao gắn liền với hiện tượng đôla hoá vừa phải ở nước ta là chuyện không có gì đáng phải đặt ở mức báo động để rồi một số người hoảng hốt tìm mọi cách để chứng minh rằng nắm giữ VND là có lợi nhất. Chúng còn cho thấy rằng việc phần lớn người dân vẫn còn chưa tin tưởng vào việc nắm giữ VND bằng cách nắm giữ các khoản ký gửi khác bằng ngoại tệ là khá phổ biến. Nếu NHNN đánh giá vấn đề này một cách thận trọng và giả thiết rằng phần lớn trong số đó là những nhà đầu tư thông minh, không phải là những người thiếu thông tin, thì có lẽ NHNN nên xem lại phương thức điều hành chính sách tiền tệ của mình. Thay vì tìm cách phê phán, và cho rằng người dân còn thiếu hiểu biết, còn chưa có thói quen mua trái phiếu kho bạc v.v.. Đó là có lẽ chúng ta vẫn còn bỏ sót rất nhiều lượng đôla tiền mặt nằm trong dân cư chưa đưa hết vào trong các con số thống kê của bài viết này. Nếu thế, có lẽ hiện tượng đôla hoá nền kinh tế nước ta hiện

còn cao hơn cả đánh giá của IMF. Chính phủ cũng như NHNN cần nghiêm túc xem xét lại tính hấp dẫn trong các khoản ký gửi bằng trái phiếu kho bạc cũng như các khoản ký gửi khác bằng đồng nội tệ thay vì tìm cách phê phán. Những thông tin về hiện tượng đô la hoá có thể tham khảo các tài liệu nghiệp vụ (Working Paper) của IMF về đô la hoá tại địa chỉ: <http://www.imf.org/external/Pubind.html>

### Vậy thì nên nắm giữ đồng tiền nào trên thị trường ngoại hối?

Câu trả lời là một hàm số với quá nhiều các biến số khó có thể dự đoán chính xác, nếu khẳng định được điều này có lẽ chúng ta đã là những tỷ phú hết rồi. Có một điều mà dù muốn hay không chúng ta cũng phải thừa nhận với nhau là cần phải viện dẫn đến các kiến thức cơ bản về các lý thuyết đầu tư hiện đại. Rằng tiền lời luôn đi kèm với rủi ro thông qua các mô hình phân tích mà các quốc gia có nền kinh tế thị trường áp dụng, chẳng hạn như hệ số bêta rủi ro trong mô hình định giá tài sản vốn. Trong lĩnh vực đầu tư trên thị trường ngoại hối, chúng ta phải có những hiểu biết hết sức cơ bản về các mối quan hệ cân đối giữa lạm phát lãi suất và tỷ giá, và cùng với nó là những kiến thức về các phân tích cơ bản và phân tích kỹ thuật. Tất cả chúng phải được đặt trong một môi trường mà thị trường ngày nay là một dạng bất cân xứng thông tin, với các bất hoàn hảo của nó. Ngoài ra, những biến số dự báo này phải kết hợp với khẩu vị rủi ro của nhà đầu tư để có thể đưa ra một quyết định đầu tư tạm gọi là hợp lý. Còn những dạng nhà đầu tư theo kiểu hành vi, theo cảm tính (nhiều khi đi ngược lại hoàn toàn với các nhà đầu tư hợp lý), cũng là những dạng đầu tư không ít lần thành công. Không ít người trong số đó đã trở thành tỷ phú như G.Soros chẳng hạn. Nhưng các bạn hãy tin đi và chờ xem thường họ. Cho dù là những nhà đầu tư theo cảm tính, thì trước đó họ phải có những nền tảng kiến thức hết sức cơ bản về những nhà gì mà nhà đầu tư hợp lý suy nghĩ. Chỉ có điều, đến khi quyết định thì họ lại để cho tình cảm của mình chiến thắng lý trí mà thôi ■

# Nền kinh tế Việt Nam có phát triển nóng hay không?

TS. NGUYỄN THỊ NGỌC TRANG



Ảnh Hòa Tấn

*Gần đây có một số ít quan điểm cho rằng nền kinh tế Việt Nam là phát triển nóng. Quan điểm này cho rằng: Việt Nam là một nền kinh tế xuất phát điểm thấp, đang trong quá trình chuyển đổi sang nền kinh tế thị trường, thị trường chứng khoán mới mạnh nha hoạt động của trung tâm giao dịch chứng khoán TP.HCM, thì những diễn biến của thị trường ngoại hối và thị trường tiền tệ trong năm qua, cho thấy Việt Nam đang là nền kinh tế nóng. Theo quan điểm của chúng tôi, nhận định như trên là sai lầm và hoàn toàn không dựa trên một cơ sở khoa học và thực tiễn nào cả.*

**Đ**ể chẩn đoán và kết luận một nền kinh tế có phát triển nóng hay không hoàn toàn không đơn giản. Bởi khi

đã kết luận nền kinh tế đang phát triển nóng, chính phủ các nước trên thế giới sẽ hành động rất quyết liệt để hãm đà phát triển nóng của nền kinh tế. Nếu cho rằng nền kinh tế Việt Nam đang phát triển nóng, hẳn NHNN đã liên tục tăng lãi suất để hãm đà phát triển nóng lại. Một nền kinh tế phát triển nóng sẽ dẫn đến nguy cơ nền kinh tế bong bóng và sẽ nổ tung vào bất kỳ lúc nào. Bài học của cuộc khủng hoảng tài chính năm 1997 ở các nước châu Á là minh chứng sinh động về việc chính phủ các nước đã chẩn đoán sai căn bệnh của nền kinh tế tại quốc gia của mình như thế nào. Vậy làm thế nào để biết được nền kinh tế có phát triển nóng hay không?

Nhóm nghiên cứu của World Bank đã tạm thời công bố các kết quả của mình thông qua nghiên cứu bốn chỉ số kinh tế vĩ mô: tăng trưởng kinh tế cao, thâm hụt tài khoản vãng lai lớn, lạm phát tăng tốc, và định giá cao tỷ giá thực.