

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 beta 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.

Để 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.

Nền kinh tế phát triển nóng thường có biểu hiện tăng trưởng cao đi kèm với tăng tốc trong lạm phát

Các nước trong mẫu ở bảng (1) cho thấy không có mẫu mực có tính hệ thống cho lạm phát tăng tốc, tài khoản vãng lai xấu đi, và tăng tỷ giá thực. Với mỗi biến số này, vào khoảng phân nửa số nước có kết quả gần với quá nóng, phần nửa kia thì không. Hơn nữa, ở từng nước, 4 biến số này ít khi chuyển động một cách phù hợp theo hướng gần với phát triển quá nóng (thí dụ, nhiều nước trong mẫu đạt tăng trưởng nhanh hơn nhưng lạm phát thấp hơn, các nước khác có mức lạm phát cao hơn nhưng thâm hụt tài khoản vãng lai thấp hơn). Ngoài ra, không một biến số nào cung cấp một dấu hiệu rõ ràng hơn của tình trạng quá nóng trong các nước đã tiếp nhận các dòng vốn vào tích lũy lớn nhất. Nếu ra vấn đề này, ý đồ của chúng tôi ở đây là, nếu như Chính phủ không chú ý xây dựng một phương pháp luận để phát hiện sớm tình trạng này để từ đó có biện pháp đối phó thích hợp thì sẽ rất nguy hiểm. Bởi lẽ chúng ta sẽ dễ dàng dẫn đến chủ quan khi cho rằng Việt Nam hiện nay không có khả năng phát triển quá nóng khi lạm phát vẫn còn chấp nhận được theo chỉ tiêu mà Quốc hội giao cho chính phủ là 4% năm, và tăng trưởng kinh tế khá ổn định ở mức 7% năm.

Trong số các mức tăng tốc tăng trưởng nhanh nhất trong mẫu là các mức được ghi nhận ở Argentina, Hungary, Peru và Ba Lan, là hai nền kinh tế chuyển đổi và hai nền kinh tế đã trải qua các thay đổi gián đoạn trong thể chế kinh tế vĩ mô. Rõ ràng trong các trường hợp này cả tăng tốc tăng trưởng kinh tế lẫn các dòng vốn vào đang phản ứng với một yếu tố thứ ba: thay đổi trong thể chế chính sách. Điều này được xác nhận bằng sự kiện cả 4 nước này đều đã trải qua một giảm tốc lạm phát gay gắt vào thời điểm này. Trên thực tế, kinh nghiệm cho thấy là tăng tốc lạm phát, có lẽ là triệu chứng trực tiếp nhất của tình trạng quá nóng, bởi vì tự nó là điều không mong muốn và vì nó góp phần làm tăng thâm hụt tài

khoản vãng lai qua việc tăng giá tỷ giá thực. Mười ba nước trong mẫu đã giảm tỷ lệ lạm phát trong suốt các thời kỳ vốn chảy vào, và 5 trong số 13 nước này đã có các giảm tốc lớn.

Nền kinh tế phát triển nóng thường có biểu hiện tăng tỷ giá thực và kèm theo là một thâm hụt cao trên tài khoản vãng lai

Các dòng vốn vào ồ ạt đã không nhất thiết đưa đến việc tăng tỷ giá thực có hiệu lực (real effective

exchange rate), vì chỉ 12 nước trong mẫu ghi nhận việc tăng giá thực trong thời kỳ vốn vào. Hơn nữa, không nước nào trong số 5 nước Đông Á trong mẫu có tăng tỷ giá thực cao trong suốt các thời kỳ vốn chảy vào: 4 nước có giảm tỷ giá thực lớn, trong khi các nước kia giữ tỷ giá thực gần như ổn định. Ngược lại, 6 trong số 7 nước châu Mỹ La tinh trong mẫu đã ghi nhận có tăng tỷ giá thực, và trong hầu hết các trường hợp, mức tăng rất đáng kể. Argentina, Colombia, Mexico và

Peru đã ghi nhận các mức tăng tỷ giá thực lớn nhất trong mẫu. Ngoài ra, ít nhất là với các nước bị ảnh hưởng, cơ chế làm phát sinh tăng tỷ giá thực rõ ràng không dẫn đến tăng tốc lạm phát, như các lý thuyết tài chính quốc tế dự đoán. Điều này bởi vì trong số 12 nước ghi nhận tăng tỷ giá thực, 10 nước có lạm phát trong nước giảm. Điều này đúng trong trường hợp Argentina, Mexico và Peru chẳng hạn.

Bảng 1: Thành quả kinh tế vĩ mô trong các thời kỳ vốn chảy vào

Quốc gia	Thời kỳ vốn chảy vào (%)	Bình quân tăng trưởng GDP hàng năm	Bình quân lạm phát hàng năm (%)	Bình quân tài khoản vãng lai ^(a)	Bình quân REER ^(b)
Argentina	1991-1994	9,1	-801,1	1,8	91,7
Brazil	1992-1995	3,1	-93,5	0,6	7,4
Chile	1989-1995	5,7	-4,1	-4,9	-25,5
Colombia	1992-1995	1,6	-4,8	4,9	14,7
Hungary	1993-1995	7,5	-5,5	9,8	18,9
Ấn Độ	1992-1995	-0,7	0,1	-1,2	-30,8
Indonesia	1990-1995	2,2	1,3	0,2	-29,4
Hàn Quốc	1991-1995	-2,5	0,8	5,0	4,4
Malaysia	1989-1995	4,0	1,4	2,9	-24,5
Mexico	1989-1994	2,9	3-74,4	7,1	20,0
Morocco	1990-1995	-3,3	0,1	0,1	-6,5
Pakistan	1992-1995	-2,3	1,7	0,9	-9,0
Peru	1990-1995	3,3	-79,1	1,4	120,9
Philippines	1989-1995	2,2	-3,1	0,7	-10,7
Ba Lan	1992-1995	8,5	-146,7	3,9	37,9
Sri Lanka	1991-1995	2,0	-2,2	-0,2	0,6
Thái Lan	1988-1995	3,9	-1,1	2,3	-18,9
Tunisia	1992-1995	0,5	-2,2	3,7	0,6
Thổ Nhĩ Kỳ	1992-1993	1,4	5,0	1,4	1,0
Venezuela	1992-1993	-5,0	-2,7	14,6	9,8
Việt Nam ^(c)	1999-2003	7,0	4,0	3,5	100

(a) Tính như % của GDP. Dấu trừ chỉ một cải thiện trong cán cân tài khoản vãng lai.

(b) Phần trăm thay đổi trong tỷ giá thực có hiệu lực (real effective exchange rate). Số dương chỉ tăng giá.

(c) Những số liệu trên do chúng tôi tính toán dựa trên các số liệu của các cơ quan chức năng và tính toán từ các số liệu của IMF về tỷ giá thực của VND. Chỉ số tỷ giá thực có hiệu lực 100 theo cách tính của chúng tôi là trở về trạng thái cân bằng của năm 1999.

exchange rate), vì chỉ 12 nước trong mẫu ghi nhận việc tăng giá thực trong thời kỳ vốn vào. Hơn nữa, không nước nào trong số 5 nước Đông Á trong mẫu có tăng tỷ giá thực cao trong suốt các thời kỳ vốn chảy vào: 4 nước có giảm tỷ giá thực lớn, trong khi các nước kia giữ tỷ giá thực gần như ổn định. Ngược lại, 6 trong số 7 nước châu Mỹ La tinh trong mẫu đã ghi nhận có tăng tỷ giá thực, và trong hầu hết các trường hợp, mức tăng rất đáng kể. Argentina, Colombia, Mexico và

Peru đã ghi nhận các mức tăng tỷ giá thực lớn nhất trong mẫu. Ngoài ra, ít nhất là với các nước bị ảnh hưởng, cơ chế làm phát sinh tăng tỷ giá thực rõ ràng không dẫn đến tăng tốc lạm phát, như các lý thuyết tài chính quốc tế dự đoán. Điều này bởi vì trong số 12 nước ghi nhận tăng tỷ giá thực, 10 nước có lạm phát trong nước giảm. Điều này đúng trong trường hợp Argentina, Mexico và Peru chẳng hạn.

Tỷ giá thực và kết quả tài khoản vãng lai kết hợp với nhau khá chặt chẽ ngay cả khi kết hợp một cách yếu ớt. Như hình (1) cho thấy, các nước có tăng tỷ giá thực lớn nhất cũng có xu hướng hưởng biểu thị các gia tăng lớn nhất trong thâm hụt tài khoản vãng lai. Bỏ qua Argentina và Peru, là hai nước có tăng tỷ giá thực "khổng lồ" rõ ràng là một ngoại lệ, mức tương quan đơn xuyên quốc gia giữa tăng tỷ giá thực và gia tăng trong thâm hụt tài khoản vãng lai trông mẫu là 0,60.

Như vậy, chúng ta có thể thấy rằng các nước trong mẫu đã tránh được các triệu chứng lâm sàng của kinh tế vĩ mô quá nóng, ngoại trừ áp lực đối với tài khoản vãng lai. Trong khi 4 nước đã cho thấy các bộc phát lớn trong tăng trưởng kinh tế và một nước (Brazil) đã trải qua một bùng nổ gần siêu lạm phát, các yếu tố đằng sau các sự kiện này thì bất thường, dễ nhận diện, và không thể quy trách cho sự xuất hiện của các dòng vốn vào. Tăng tốc lớn của lạm phát - yếu tố biểu thị trực tiếp nhất của tình trạng quá nóng - đã gần như hoàn toàn vắng mặt trong nhóm các nước này, mặc dù áp lực lạm phát gần đây có thể đã gia tăng ở các nước đã tiếp nhận nhiều dòng vốn nhất ở Đông Á. Trong khi nhiều nước đã có tăng giá cao tỷ giá thực, các khác biệt giữa các vùng cho thấy điều này có thể liên quan đến các chính sách về tỷ giá danh nghĩa riêng của từng nước hơn là một hiện tượng chung như là sự hiện diện của các dòng vốn vào. Suy diễn này được hỗ trợ bởi điều quan sát được là tăng tỷ giá thực có chiều hướng gắn với một giảm tốc, thay vì một tăng tốc, trong lạm phát. Tuy nhiên, phù hợp với các mối quan tâm về phát triển quá nóng, gia tăng trong thâm hụt tài khoản vãng lai thông thường hơn và lớn hơn sụt giảm trong thâm hụt rất nhiều, và thường tương quan với kết quả tỷ giá thực.

Nền kinh tế VN có phát triển nóng?

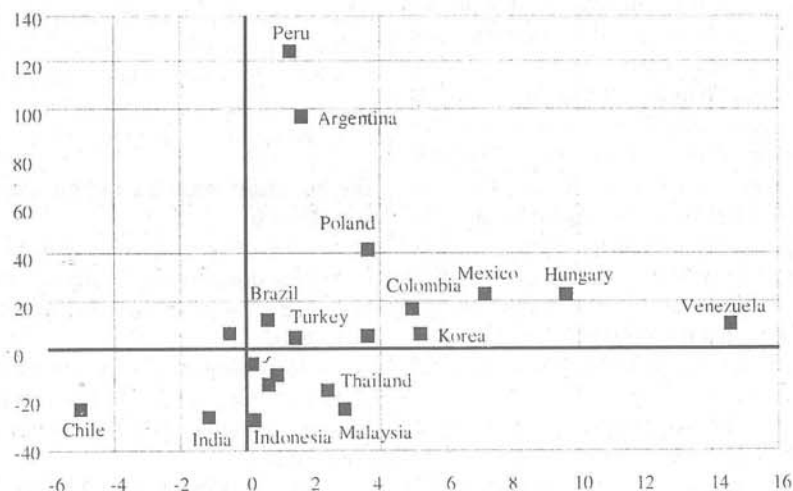
Qua những phân tích trên, vận dụng vào nền kinh tế Việt Nam, chúng tôi cho rằng trong bốn biến số:

tốc độ tăng trưởng kinh tế cao, thâm hụt tài khoản vãng lai lớn, lạm phát tăng tốc và định giá cao tỷ giá thực thì hai biến số định giá cao tỷ giá thực và thâm hụt tài khoản vãng lai lớn chính là hai biến số quan trọng nhất mà chính phủ Việt Nam nên sử dụng để chẩn đoán tình trạng phát triển quá nóng của nền kinh tế trong quá trình tiếp nhận dòng vốn vào nói riêng và trong quá trình hội nhập kinh tế quốc tế nói chung. Như vậy quan điểm của chúng tôi có thể khác với suy nghĩ lâu nay cho rằng: ở các nước đang phát triển thì tăng tốc lạm phát là biểu hiện của tình trạng phát triển quá nóng mặc dù đây cũng là chỉ số quan trọng để chẩn đoán căn bệnh này. Theo những tính toán

là đồng Việt Nam đã định giá ngang bằng với đồng tiền các nước mà chúng ta có quan hệ mậu dịch. Mặc dù tỷ giá thực như thế nhưng IMF dự đoán mức thâm hụt tài khoản vãng lai của Việt Nam trong những năm sắp đến bình quân khoảng 4% GDP, cao hơn các nước trong mẫu ở bảng số (1). Đây là điều không có gì đáng ngạc nhiên đối với một nền kinh tế mới hội nhập như VN. Tuy nhiên lạm phát của chúng ta chỉ ở mức 4% và chính phủ VN được IMF đánh giá là có khả năng rất cao trong việc kiểm soát tỷ lệ lạm phát. Vì thế, theo quan điểm riêng của chúng tôi, với tỷ giá thực có hiệu lực trở về trạng thái cân bằng, thì trước mắt nền kinh tế nước ta không thể gọi là

Hình 1: Thay đổi trong thâm hụt tài khoản vãng lai và tỷ giá thực có hiệu lực trong các thời kỳ vốn chảy vào ở các nước tuyển chọn

Tăng giá tỷ giá thực có hiệu lực (%)



Thay đổi trong thâm hụt tài khoản vãng lai (% của GDP)

Ghi chú: Các thời kỳ vốn chảy vào được so sánh với thời kỳ ngay trước đó có độ dài thời gian bằng nhau.

Nguồn: IMF, Cơ sở dữ liệu thống kê tài chính quốc tế năm 1998

riêng của chúng tôi, nếu lấy năm 1999 làm năm gốc và dựa trên các số liệu mà IMF công bố thì chỉ số tỷ giá thực của chúng ta cho đến năm 2003 là 100 (International Economic Outlook 09.2003 trên trang Web của IMF www.imf.org và có thể tham khảo thêm phần Data and Statistics tại trang Web của Ngân hàng phát triển châu Á www.adb.org). Nghĩa

phát triển nóng được. Đó là chưa kể đến lãi suất của VND hiện đang có xu hướng giảm cùng chiều với lãi suất thế giới. Xu hướng giảm trong lãi suất của VND cùng với lãi suất quốc tế giảm đi lại là một báo động cho tình trạng suy thoái chung của kinh tế thế giới mà chắc chắn chúng ta cũng bị ảnh hưởng ít nhiều ■