

BÉ BA BẾT KHẢ THI T¹ VIỆT NAM C₁ CH XÖ LÝ Vµ S₁ NH GI₁ T₁ C SÉNG

Tô Trung Thành*

1. Đặt vấn đề

Việt Nam gia tăng dự trữ ngoại hối ở quy mô lớn (khoảng 10 tỷ USD) trong năm 2012 đã đặt lại vấn đề xử lý hiệu quả bộ ba bất khả thi như trong giai đoạn 2007-2008 khi Việt Nam hội nhập sâu hơn vào tài chính toàn cầu. Thông qua việc tính toán các chỉ số mục tiêu chính sách, nghiên cứu cho thấy sự đánh đổi giữa tỷ giá ổn định và chính sách tiền tệ độc lập trở nên “nặng nề” hơn trong những năm gần đây do những biện pháp vô hiệu hóa chưa thực sự hiệu quả. Cách xử lý bộ ba bất khả thi cũng là một nguyên nhân quan trọng dẫn đến biến động lạm phát gia tăng. Nghiên cứu nhận thấy Ngân hàng Nhà nước (NHNN) cần phải có giải pháp quyết liệt tái cấu trúc hệ thống ngân hàng để nhanh chóng sử dụng công cụ dự trữ ngoại hối như một biện pháp vô hiệu hóa bổ sung, đồng thời chuẩn bị cho giai đoạn nói lòng hơn về kiểm soát tỷ giá để lựa chọn chính sách trong ràng buộc bất khả thi linh hoạt hơn.

Ở Việt Nam, vai trò của các dòng vốn ngoại tệ rất quan trọng trong việc đáp ứng nhu cầu tăng trưởng và phát triển trong điều kiện các nguồn vốn trong nước còn nhiều hạn chế và chưa được khơi thông hiệu quả. NHNN đã có những động thái mở cửa dần tài khoản vốn và

nới lỏng các quy định kiểm soát chu chuyển các dòng vốn, đặc biệt khi Việt Nam chính thức gia nhập WTO vào năm 2007. Mặc dù các dòng vốn vào đã phần nào thỏa mãn cơn khát vốn cho tăng trưởng kinh tế, hội nhập tài chính còn là một con dao hai lưỡi khi mang đến không ít vấn đề cho nền kinh tế; một trong số đó là Việt Nam dần phải đối mặt gay gắt với vấn đề “Bộ ba bất khả thi”: để ổn định tỷ giá, NHNN phải can thiệp thông qua thay đổi dự trữ ngoại hối, đồng nghĩa với việc bơm hay hút dòng nội tệ, việc điều hành chính sách tiền tệ vì mục tiêu đã chọn (ví dụ lạm phát) sẽ khó đảm bảo vì cung tiền không dựa vào (dự báo) diễn biến giá cả mà bị tác động bởi biến động tỷ giá và dòng tiền vào ra. Theo đó, tính độc lập của chính sách tiền tệ sẽ bị suy giảm. Tuy nhiên, về mặt lý thuyết, nếu các biện pháp vô hiệu hóa (sterilization) được sử dụng có hiệu quả thì có thể giảm nhẹ được sự đánh đổi giữa các mục tiêu chính sách.

Những diễn biến gia tăng đột biến về cung tiền và tín dụng, và theo đó là lạm phát kể từ năm 2007 ngay sau khi Việt Nam đối diện với những dòng vốn vào quy mô lớn đã thể hiện những hạn chế trong các biện pháp vô hiệu hóa và gây nên những hệ quả lớn đến nền kinh tế trong nhiều năm tiếp theo. Trong năm 2012, nhập siêu giảm mạnh cộng thêm hiệu quả của các chính sách chống đô la hóa, NHNN đã mua được một khối lượng ngoại tệ lớn cho dự

* Tô Trung Thành, Tiến sĩ, Khoa Kinh tế học, Đại học Kinh tế Quốc dân, Hà Nội.

- Santa Cruz. Forthcoming in Review of International Economics.
- Frankel, J. and S.J. Wei. 2007. Assessing China's Exchange Rate Regime. Technical Report, NBER Working Paper 13100. Cambridge: NBER.
 - Joshi, V. 2003. India and the Impossible Trinity. *The World Economy*, Vol 26, 4(04), p.555 – 583.
 - Khoon, G. 2009. Managing the Impossible Trinity: The Case of Malaysia, Online at <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/18094/>
 - Loungani, P., A. Razin, and C. W. Yuen. 2001. Capital Mobility and the Output–Inflation Tradeoff. *Journal of Development Economics* 64 (1): 255–274.
 - Mishkin, F. S., and K. Schmidt-Hebbel. 2007. Does Inflation Targeting Make a Difference? NBER Working Paper No.12876. Cambridge, MA: NBER.
 - 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.
 - Razin, A., and A. Binyamini. 2007. Flattening the Short-Run Trade-Off Between Inflation and Domestic Activity: The Analytics of the Effects of Globalization. Kiel Working Paper No. 1363 (June). Kiel, Germany: Kiel Institute for World Economics.
 - Reinhart, C. M., and Reinhart V. 1999. On the Use of Reserve Requirements in Dealing with Capital Flow Problems. *International Journal of Finance & Economics*, 4(1), 27–54.
 - Rogoff, K. 2003. Globalization and global disinflation. *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review* (4th quarter issue): 45–78.
 - Tô Trung Thành. 2013. Các biện pháp vô hiệu hóa trong ràng buộc bộ ba bất khả thi tại Việt Nam – Đánh giá và những khuyến nghị chính sách, Tạp Chí Kinh tế và Phát triển, tháng 1/2013.