

Một số thách thức đối với chính sách tiền tệ trong thời gian tới

Lê Tố Hoa*

Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

Ngày nhận bài 1.9.2015, ngày chuyển phản biện 4.9.2015, ngày nhận phản biện 29.9.2015, ngày chấp nhận đăng 1.10.2015

Bài viết xem xét những thách thức đặt ra đối với việc điều hành chính sách tiền tệ trong thời gian tới. Diễn biến tiền tệ và các vấn đề liên quan như lạm phát, lãi suất, tỷ giá, dư nợ tín dụng đã được trình bày tương đối đầy đủ với những con số thống kê chi tiết trong các báo cáo định kỳ của Ngân hàng Nhà nước (NHNN) cũng như báo cáo của Ủy ban giám sát tài chính quốc gia. Do vậy, tác giả không nhắc lại trong bài viết này. Thay vào đó, tác giả tập trung phân tích những nguy cơ và thách thức đặt ra đối với chính sách tiền tệ trong thời gian tới cũng như các giải pháp cần thực hiện để hạn chế những tác động tiêu cực từ những nguy cơ nêu trên.

Từ khóa: chính sách tiền tệ, lạm phát, tăng trưởng.

Chỉ số phân loại 5.2

SOME CHALLENGES FOR MONETARY POLICY IN THE COMING PERIOD

Summary

This article will examine the challenges facing the monetary policy in the coming period. Money movements and related issues such as inflation, interest rates, exchange rates, credit outstanding were presented in detail in the periodic reports of the State Bank of Vietnam (SBV) as well as the National Financial Supervisory Commission (NFSC). Therefore, the author will not repeat them in this article. The author will focus on analyzing the risks and challenges for monetary policy in the upcoming period as well as the measures to alleviate the negative impacts from these risks and challenges.

Keywords: economic growth, inflation, monetary policy.

Classification number 5.2

Thách thức đối với chính sách tiền tệ

Xung đột giữa mục tiêu tăng trưởng và ổn định vĩ mô trong ngắn hạn

Một thách thức đối với chính sách tiền tệ là sự xung đột giữa hai mục tiêu tăng trưởng, việc làm với lạm phát trong ngắn hạn. Trong nhiều năm qua, chính sách tiền tệ vẫn đang loay hoay với bài toán đánh đổi này. Trong những giai đoạn lạm phát cao thì chính sách tiền tệ đã phải thắt chặt lại nhằm hạn chế lạm phát, tuy nhiên hệ quả là tăng trưởng chậm lại và thất nghiệp gia tăng. Chúng ta có thể thấy vấn đề đó trong giai đoạn 2008-2009 và 2011-2012. Ngược lại, khi kinh tế tăng trưởng thấp thì chính sách tiền tệ lại được nới lỏng, nhằm kích cầu và khôi phục tăng trưởng, tuy nhiên hậu quả là lạm phát cao có thể xuất hiện trở lại.

Trong giai đoạn tới, cái vòng luẩn quẩn này nhiều khả năng vẫn tiếp tục là bài toán mà Chính phủ Việt Nam, cụ thể là NHNN phải tiếp tục tìm ra lời giải. Một thực tế cho thấy là, hiện nay lãi suất thấp được duy trì trong thời gian khá dài nhưng vẫn chưa thực sự làm gia tăng mạnh tổng cầu, khi tốc độ tăng trưởng dư nợ tín dụng vẫn ở mức thấp. Người dân, doanh nghiệp dường như không dám mạo hiểm vay tiền để chi tiêu dùng hay đầu tư vào thời điểm này do những yếu tố nền tảng vĩ mô vẫn chưa đủ tốt. Sự ổn định của lãi suất trong dài hạn, một yếu tố mang tính quyết định tới việc có vay hay không, là vấn đề mà không một doanh nghiệp hay người tiêu dùng nào dám chắc. Và có lẽ chính NHNN cũng không dám chắc là chính sách lãi suất của mình có thể kiên định được bao lâu, đặc biệt khi tiền đồng được giảm giá mạnh so với đô la Mỹ. Những điều hành chính sách vẫn mang tính chất tình thế và buộc phải thay đổi theo hoàn cảnh thực tế. Điều này không sai, tuy nhiên, mức độ nào là hợp lý? Chính sách luôn phải chạy theo diễn biến của thị trường,

*Email: le_to_hoa@yahoo.com

hay chính sách sẽ là công cụ phát tín hiệu tới các thành viên trên thị trường, để định hướng họ, và theo đó là cả thị trường đi về kết cục mà nó mong muốn?

Gánh nặng thâm hụt tài khóa và nợ công

Thâm hụt tài khóa ở Việt Nam đang ở mức cao, trong nửa đầu năm 2015, bội chi ngân sách ước tính là 99 nghìn tỷ đồng, tương đương với 5,56% GDP tính theo giá hiện hành và đã vượt chỉ tiêu tối đa Quốc hội cho phép (5,3% GDP) và đến thời điểm hiện tại, tổng nợ công xấp xỉ 60% GDP, tức là đạt ngưỡng giới hạn an toàn trên về nợ công quốc gia theo tiêu chuẩn quốc tế [1]. Đồng thời, tốc độ tăng nợ công quốc gia đang có xu hướng tăng nhanh trong vài năm trở lại đây. Ngoài ra, một tỷ lệ khá lớn (trên 40%) là các khoản nợ nước ngoài (được tính bằng ngoại tệ). Hiện trạng của ngân sách Việt Nam hiện nay đặt ra những thách thức rất lớn đối với việc điều hành chính sách tiền tệ. Do áp lực từ xã hội, từ các tổ chức quốc tế và các đối tác đầu tư, Chính phủ Việt Nam buộc phải có những biện pháp nhằm giảm bớt mức độ thâm hụt ngân sách và giảm dần gánh nặng nợ công. Hai con đường để giảm bớt thâm hụt ngân sách là hoặc tăng thu ngân sách hoặc giảm chi ngân sách, và tất nhiên có thể thực hiện đồng thời cả hai. Tuy nhiên, trong bối cảnh tăng trưởng thấp hiện nay, cơ sở thuế đều đang ở mức rất thấp do mức chi tiêu của người dân thấp, lợi nhuận của doanh nghiệp suy giảm, đồng thời các mức thuế suất của Việt Nam hiện nay đều ở mức cao hơn trung bình so với các nước trong khu vực nên khả năng nâng mức thuế suất lên là điều khó có khả năng thực hiện. Chính vì vậy, cắt giảm chi tiêu công là phương án khả thi nhất mà Chính phủ có thể sử dụng để giúp giảm bớt thâm hụt ngân sách.

Tuy nhiên, điều này cũng đồng nghĩa với việc gánh nặng kích cầu sẽ dồn lên vai của chính sách tiền tệ. Và khả năng thành công của chính sách tiền tệ trong việc kích cầu vẫn đang bị đặt dấu hỏi khi chúng ta biết rằng lãi suất hiện nay đã được đẩy xuống mức khá thấp, phổ biến ở mức dưới 6% đối với lãi suất tiền gửi kỳ hạn dưới 6 tháng, và như vậy khả năng tiếp tục hạ lãi suất xuống sâu hơn nữa là một điều tương đối khó. Vậy thì Chính phủ phải sử dụng công cụ gì để kích cầu trong trường hợp này?

Một thách thức nữa đối với chính sách tiền tệ gắn với tình trạng thâm hụt tài khóa là có một tỷ lệ khá lớn các khoản nợ công được tính bằng ngoại tệ. Số tiền gốc và lãi mà Việt Nam phải trả nợ hàng năm hiện nay

tương đối cao. Ngoài ra, Việt Nam hiện đã có mức thu nhập đầu người vượt ngưỡng 1.000 USD và được xếp vào nhóm các nước có mức thu nhập trung bình (nhóm trung bình thấp), điều này cũng ít nhiều sẽ làm giảm các khoản cho vay ưu đãi và viện trợ của các tổ chức quốc tế, các quốc gia phát triển cho Việt Nam. Khi đó, áp lực về tỷ giá có thể sẽ nảy sinh và khiến cho ngân hàng trung ương gặp khó khăn trong việc điều hành chính sách tiền tệ. Ổn định tỷ giá đòi hỏi ngân hàng trung ương phải thực hiện nghiệp vụ thị trường ngoại hối, và nó sẽ làm thay đổi cơ sở tiền và cung tiền, và do vậy xung đột với cung tiền mục tiêu trước đó. Áp lực thâm hụt ngân sách trong khi vay nợ nước ngoài và vay nợ trong dân đang bị hạn chế có thể khiến ngân hàng trung ương phải tham gia mua trái phiếu chính phủ để bù đắp cho thâm hụt ngân sách, và nếu vậy thì một lần nữa nó lại làm sai lệch đi những mục tiêu ban đầu của chính sách tiền tệ.

Thế chế kém minh bạch và yếu tố độc quyền

Một thách thức khác đối với chính sách tiền tệ xuất phát từ tính chất phi cạnh tranh trên một số thị trường hàng hóa chủ chốt có khả năng ảnh hưởng mạnh tới tỷ lệ lạm phát chung của nền kinh tế. Ở những quốc gia mà mức độ cạnh tranh cao, hoặc luật chống độc quyền được thực thi một cách đầy đủ, các kênh phân phối hoạt động minh bạch và hiệu quả về mặt chi phí thì yếu tố lạm phát do phía cung sẽ ít có khả năng xảy ra, và khi đó tiền tệ thường được xem là nguyên nhân cũng như là liều thuốc tương đối hữu hiệu cho vấn đề lạm phát. Tuy nhiên, tại Việt Nam, chúng ta có thể dễ dàng quan sát thấy yếu tố độc quyền rất cao trong một số mặt hàng chủ chốt có thể gây ra tác động lạm phát cho cả nền kinh tế. Sự thiếu minh bạch về các khoản chi phí cùng với sức mạnh độc quyền được thể chế ban cho, hoặc do những quyền lực vô hình ban cho, khiến cho giá cả của các hàng hóa chủ chốt này rất dễ thay đổi, và từ đó gây ra biến động giá cả hàng hóa chung. Điện, xăng dầu, một số nguyên vật liệu xây dựng và nhà ở, tân dược, sữa... là những ví dụ điển hình cho những vấn đề nêu ở trên. Kênh thương mại và phân phối hiện nay ở Việt Nam cũng chứa đựng rất nhiều bất cập, khiến cho giới thương lái trong lĩnh vực nông sản có thể thao túng và làm nhiễu loạn giá các mặt hàng lương thực, thực phẩm. Hệ thống vận tải và logistic còn chưa đồng bộ và bộc lộ nhiều yếu kém khiến cho giá cước vận chuyển tăng cao. Những chi phí không chính thức trên đường cùng với chất lượng đường sá không tốt (cả vì nguyên nhân chủ quan do xây dựng không

tốt và nguyên nhân khách quan do việc chưa tuân thủ quy định tải trọng) khiến cho chi phí vận chuyển cũng bị đẩy lên cao.

Với những nguyên nhân bắt nguồn từ phía doanh nghiệp nêu trên, việc giá hàng hóa tăng bất chợt do chi phí đội lên có thể khiến cho cơ quan điều hành chính sách tiền tệ phải đối mặt với rất nhiều khó khăn trong việc lựa chọn chính sách. Việc không nói lòng tiền tệ có thể khiến cho giá cả chung tạm thời không tăng, tuy nhiên hệ lụy là cả nền kinh tế sẽ lại rơi vào tình trạng sụt giảm tổng cầu, những doanh nghiệp và người lao động thuộc nhóm cạnh tranh và giá cả hàng hóa không tăng sẽ bị tổn hại, trong khi các nhóm độc quyền sẽ được hưởng lợi trong một cuộc chơi mà tổng lợi ích đã bị giảm xuống. Ngược lại, nếu ngân hàng trung ương thực hiện chính sách tiền tệ nói lòng để phản ứng lại với sự gia tăng cầu tiền do giá cả tăng cao sẽ tạo ra một làn sóng tăng giá hàng hóa mới và lạm phát sẽ diễn ra trên bình diện chung cả nền kinh tế, và sự bất ổn vĩ mô sẽ xuất hiện.

Cũng liên quan tới vấn đề thể chế, một thách thức khác đối với việc điều hành chính sách tiền tệ bắt nguồn từ cấu trúc hệ thống ngân hàng thiếu minh bạch, không lành mạnh và tồn tại nhiều yếu kém trong quản trị rủi ro nói riêng và quản trị ngân hàng nói chung. Sự không minh bạch khiến cho ngân hàng trung ương gặp rất nhiều khó khăn trong việc điều hành chính sách tiền tệ. Cung tiền mà ngân hàng trung ương hướng tới để nhằm đạt được các mục tiêu về lãi suất có thể không phản ánh mức lãi suất và lượng tín dụng sẵn có thực sự mà các doanh nghiệp và người dân có thể vay được từ các ngân hàng thương mại.

Quản trị ngân hàng nói chung và quản trị rủi ro yếu khiến cho tỷ lệ nợ xấu của các ngân hàng thương mại ở mức cao, và điều này có thể khiến ngân hàng trung ương thực hiện các nghiệp vụ chiết khấu để đảm bảo thanh khoản cho các ngân hàng nhằm tránh gây ra những hoảng loạn từ phía người gửi tiền. Tuy nhiên, điều này lại một lần nữa khiến chính sách tiền tệ bị chệch hướng so với mục tiêu ban đầu trong việc theo đuổi các mục tiêu vĩ mô khác.

Bất ổn từ kinh tế thế giới và an ninh khu vực

Những bất ổn từ nền kinh tế thế giới, và đặc biệt là từ tình hình an ninh khu vực có thể là một thách thức tương đối lớn đối với chính sách tiền tệ trong thời gian tới. Các nghiên cứu cho thấy, các nền kinh tế mới nổi như Việt Nam rất dễ gặp những tổn thương về tài chính

xuất phát từ việc các dòng vốn tài chính nước ngoài dừng đột ngột [2]. Khi đó, chính sách tiền tệ sẽ đối mặt với một tình thế lưỡng nan khi Việt Nam theo đuổi một chế độ tỷ giá có sự quản lý của ngân hàng trung ương. Các quy tắc trong điều hành chính sách tiền tệ khi đó sẽ rất dễ bị phá vỡ. Nếu tuân thủ nghiêm ngặt quy tắc về lãi suất mục tiêu thì Việt Nam nhiều khả năng sẽ phải trả giá bằng những dao động mạnh của tỷ giá, và điều này lại gây áp lực ngược trở lại với việc tuân thủ quy tắc lãi suất. Ngược lại, nếu Việt Nam chấp nhận từ bỏ những quy tắc lãi suất mà mình đã đặt ra thì sẽ giúp ổn định được tỷ giá khi được kết hợp với các công cụ can thiệp trên thị trường ngoại hối. Tuy nhiên, điều này lại đặt ra dấu hỏi về tính nghiêm ngặt của chính sách tiền tệ và đồng thời xung đột với các mục tiêu về ổn định lạm phát. Những lo lắng về an toàn và ổn định của hệ thống tài chính tiền tệ khiến cho các dòng vốn có thể tháo chạy khỏi các ngân hàng thương mại trong nước. Trong trường hợp này, có thể ngân hàng trung ương buộc phải cấp thêm tín dụng cho các ngân hàng thương mại để tránh gây ra tình trạng khan hiếm vốn và lãi suất tăng cao mà có thể gây tổn hại tới khu vực tư nhân. Biện pháp can thiệp này có thể không ảnh hưởng nhiều tới giá cả hàng hóa và tỷ giá hối đoái do sự gia tăng cung tiền cân đối với sự gia tăng về nhu cầu tiền. Tuy nhiên, nếu đi kèm với đó là mối lo của công chúng về hiện tượng mất giá mạnh của đồng nội tệ thì công chúng sẽ có xu hướng chuyển một phần tiền nắm giữ sang đồng ngoại tệ. Khi đó, nếu ngân hàng trung ương không thực hiện đồng thời nghiệp vụ bán ngoại tệ ra thị trường thì sự gia tăng lượng nội tệ trong lưu thông sẽ khiến cho nội tệ mất giá mạnh và giá cả tăng vọt. Hệ thống ngân hàng thương mại khi đó cũng sẽ bị suy yếu đi nhiều, hệ thống thanh toán cũng gặp trục trặc khi hiện tượng đôla hóa các giao dịch nội địa trở nên phổ biến hơn. Khoảng chênh lệch lãi suất huy động và cho vay khi đó sẽ được nới rộng ra và trở nên kém ổn định hơn. Điều này sẽ gây ảnh hưởng bất lợi tới thị trường tín dụng và từ đó tác động xấu tới hoạt động chi tiêu và sản xuất của nền kinh tế thực. Rõ ràng, ở đây yếu tố kỳ vọng của công chúng đóng vai trò rất quan trọng. Việc tạo lập cho công chúng một kỳ vọng thuận lợi sẽ giúp mang lại một trạng thái cân bằng có lợi cho nền kinh tế cũng như tạo điều kiện cho chính sách tiền tệ được điều hành một cách thuận lợi.

Những thách thức mà chính sách tiền tệ nói riêng và nền kinh tế nói chung đang gặp phải là rất đáng quan ngại. Tuy nhiên, chính những thách thức này cũng có ý nghĩa tích cực khi nó làm gia tăng áp lực giúp việc cải

cách nền kinh tế được diễn ra quyết liệt hơn, giúp tránh bị rơi vào một cuộc khủng hoảng trầm trọng. Sớm thực hiện cải cách sẽ giúp chúng ta giảm bớt được những tổn thất trong ngắn hạn và vận động về một tiến trình tăng trưởng với các yếu tố nền tảng vĩ mô được xem là hợp lý và bền vững hơn trong dài hạn.

Chúng ta nên lựa chọn con đường nào cho chính sách tiền tệ?

Chính sách tiền tệ không phải là một cây đũa thần có thể chữa trị được hết những vấn đề của nền kinh tế. Nền kinh tế thực với các nguồn lực vật chất và thể chế để kết nối các yếu tố vật chất đó lại với nhau mới là nơi quyết định đến chất lượng thực sự của nền kinh tế, sức tăng trưởng dài hạn, việc làm và các nền tảng xã hội khác. Tiền tệ sẽ chỉ đóng vai trò quan trọng của mình nhằm giúp tất cả các yếu tố trên vận hành trơn tru hơn khi bản thân những yếu tố đó đã tương đối hoàn thiện. Ngược lại, chính sách tiền tệ sẽ trở nên vô tác dụng, thậm chí còn làm méo mó nền kinh tế hơn nữa. Xuất phát từ quan điểm đó, trong thời gian tới, chính sách tiền tệ cần được điều hành một cách đồng bộ với các chính sách khác. Cụ thể, Chính phủ cần thực hiện những chính sách sau:

- Hoàn thiện lại cấu trúc thị trường theo hướng thúc đẩy cạnh tranh, minh bạch thông tin, tăng cường hiệu quả hoạt động. Đặc biệt, Chính phủ cần thực hiện mạnh mẽ điều này đối với khối doanh nghiệp nhà nước. Đây là nhóm doanh nghiệp đang kiểm soát tương đối mạnh các nhóm mặt hàng then chốt của nền kinh tế và là một phần nguyên nhân gây ra những bất ổn về giá cả. Cổ phần hóa là một con đường tất yếu nhằm hướng tới những điều trên, tuy nhiên, một mình cổ phần hóa là chưa đủ. Một cơ chế giám sát khách quan, độc lập, có trách nhiệm của cơ quan trung ương đối với các doanh nghiệp nhà nước, dù là trước hay sau cổ phần, nhằm minh bạch thông tin là điều cần được sớm thực hiện và phải được thực hiện thường xuyên.

- Song song với việc hoàn thiện lại các doanh nghiệp nhà nước theo hướng thúc đẩy cạnh tranh và hiệu quả hoạt động, cải cách hệ thống ngân hàng cần được tiếp tục thực hiện một cách quyết liệt. Một lần nữa, yếu tố minh bạch thông tin và yếu tố cạnh tranh, tất nhiên đi kèm với nó là cơ chế giám sát độc lập và các chế tài xử lý sẽ quyết định tới việc cải cách có thành công hay không. Những quy định nhằm hạn chế các hành vi làm gia tăng rủi ro trong hệ thống ngân hàng, từ đó lây lan sang cả nền kinh tế là rất cần thiết,

đặc biệt trong bối cảnh của một nền kinh tế mới nổi như Việt Nam.

- Cải cách hệ thống phân phối thương mại, hệ thống logistic nhằm tăng hiệu quả và tạo sự ổn định giá cả hàng hóa. Cung cấp thông tin đầy đủ và có những chế tài xử lý nghiêm các hành vi thương mại không lành mạnh, không tuân thủ các hợp đồng ký kết là những biện pháp có thể giúp đạt được mục tiêu trên, qua đó giúp giảm bớt gánh nặng ổn định giá cả lên chính sách tiền tệ.

- Mở rộng các đối tác thương mại, bao gồm cả những nhà cung cấp cho Việt Nam cũng như thị trường tiêu thụ hàng Việt Nam, để giảm dần sự lệ thuộc quá nhiều vào quốc gia láng giềng Trung Quốc, một đối tác có thể chứa đựng tương đối nhiều yếu tố bất ổn cho Việt Nam trong dài hạn. Nếu thành công trong việc chuyển dịch đối tác thương mại, vị thế của Việt Nam trong những cuộc đàm phán sẽ được nâng lên rất nhiều.

- Kiểm soát chi tiêu công nhằm tránh những khoản chi thường xuyên lãng phí không cần thiết, những khoản chi tiêu mà khu vực tư nhân có thể đảm trách thì Chính phủ nên để cho khu vực tư nhân thực hiện. Đối với những khoản chi đầu tư phát triển mà Chính phủ buộc phải thực hiện, cần tăng cường giám sát nhằm đảm bảo hiệu quả và tránh tham nhũng.

- Đối với chính sách lãi suất, NHNN nên đảm bảo nguyên tắc lãi suất thực dương, và cũng không nên để lãi suất tiền gửi xuống quá thấp. Lãi suất ở mức quá thấp nhiều khả năng sẽ hạn chế phạm vi điều chỉnh chính sách lãi suất của ngân hàng trung ương khi muốn kích cầu, đồng thời cũng sẽ dễ gây ra nguy cơ đôla hóa khi người dân tìm cách hoán đổi sang ngoại tệ do chênh lệch lãi suất quá thấp. Nếu như những cải cách trong hệ thống ngân hàng thành công thì ngay cả khi lãi suất tiền gửi không giảm, lãi suất cho vay vẫn có thể giảm do khoảng chênh giữa hai mức lãi suất này sẽ được thu hẹp thông qua cạnh tranh.

- Đối với chính sách tỷ giá, việc nâng tỷ giá của NHNN trong thời gian qua là cần thiết nhằm làm giảm bớt những căng thẳng đang diễn ra trên thị trường ngoại hối cũng như đảm bảo khả năng cạnh tranh cho hàng Việt Nam khi đồng đô la Mỹ liên tục tăng giá, đồng nhân dân tệ và tiền của các quốc gia trong khu vực được phá giá mạnh [3]. Để chính sách tiền tệ có thể vận hành một cách phù hợp nhất, NHNN cần phải có những phản ứng từ rất sớm trước những nguy cơ về việc các dòng tín dụng quốc tế bị giảm mạnh. Làm cho

sợi dây bót căng từ ngay ban đầu sẽ giúp cho những dao động trở nên nhẹ nhàng hơn, mức độ tổn hại tới nền kinh tế cũng sẽ được giảm bớt đi rất nhiều. Những điều chỉnh tỷ giá từ sớm sẽ giúp cho kỳ vọng của công chúng về tỷ giá và lãi suất sẽ sát với những gì ngân hàng trung ương mong muốn, và cũng là mục tiêu mà thị trường đang hướng tới.

Nhưng để tránh tỷ giá dao động quá mạnh do dòng tín dụng quốc tế bị giảm xuống thì sự can thiệp của NHNN bằng nguồn dự trữ ngoại tệ là cần thiết. Tuy nhiên, hình thức can thiệp có thể diễn ra theo 2 cách: một là, thông qua nghiệp vụ thị trường ngoại hối với việc NHNN bán thẳng ngoại tệ ra thị trường; hai là, NHNN có thể hướng dòng tín dụng ngoại tệ này tới những khu vực then chốt trong nền kinh tế. Mỗi cách đều có những ưu thế riêng của mình. Nghiệp vụ thị trường ngoại hối có lợi thế là tuân thủ theo nguyên tắc thị trường, không đòi hỏi Chính phủ phải biết thông tin về thị trường tín dụng, tránh được tình trạng méo mó gắn với hành vi không minh bạch trên thị trường và rủi ro đạo đức của cơ quan thực thi chính sách. Tuy nhiên, nó lại có một bất lợi lớn là dòng vốn này có thể bị chảy ra nước ngoài và hoàn toàn không có tác động tích cực gì lên nền kinh tế thực. Nhiều nhà kinh tế cho rằng, nghiệp vụ thị trường ngoại hối sẽ có tác dụng rất yếu trong trường hợp này do trong những thời kỳ bất ổn,

khu vực tư nhân thông thường là rất thiếu thông tin, rất dễ bị tác động theo tâm lý đám đông, tầm nhìn của khu vực tư nhân lúc này có thể rất ngắn, và tất cả những yếu tố trên kết hợp lại có thể khiến cho việc phân bổ nguồn lực sản xuất trở nên kém hiệu quả. Ngược lại, nếu như Chính phủ có thể thu thập được thông tin hơn khu vực tư nhân, có sự bình tĩnh tốt hơn, thực hiện việc điều hành một cách nghiêm túc và có trách nhiệm thì việc định hướng các dòng tín dụng ngoại tệ tới những khu vực then chốt trong nền kinh tế được kỳ vọng sẽ mang lại một trạng thái cân bằng tốt nhất có thể cho nền kinh tế, và hiệu quả xã hội của mỗi đồng tín dụng ngoại tệ sẽ là cao nhất.

Tài liệu tham khảo

[1] Khánh Nhi (2015), “Bộ Tài chính khó giữ được bội chi ngân sách 5% trong năm nay”, <http://cafef.vn/vi-mo-dau-tu/bo-tai-chinh-kho-giu-duoc-boi-chi-ngan-sach-5-trong-nam-nay-20150802200828264.chn>

[2] Khatiwada Y.R (2012), “Current and future challenges to monetary policy in emerging market economies”, 5th SEACEN - CCBS/BOE Advanced Course on Macroeconomic and Monetary Management, Siem Reap, Cambodia.

[3] Nguyễn Văn Công (2015), “Chính sách tiền tệ năm 2014 và một số gợi ý cho năm 2015”, *Tạp chí Ngân hàng*, Số 8, tr.10-18.