DƯ ĐỊA ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ TẠO NGUỒN LỰC PHỤC HỒI SẢN XUẤT, KINH DOANH

TS. Trương Văn Phước

Nguyên quyền Chủ tịch Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia

Đại dịch Covid-19 bùng phát trên thế giới vào đầu năm 2020 đến nay vẫn còn diễn biến phức tạp, đưa đến những hậu quả vô cùng nghiêm trọng trên phạm vi toàn cầu kể cả đối với sinh mạng con người và những tổn thất kinh tế, xã hội hết sức lớn lao.

Tại Việt Nam, sau đợt bùng phát lần thứ tư với biến chủng Delta đã làm lây nhiễm trên 63 tỉnh, thành với trên 1,2 triệu người nhiễm và gần 25 ngàn người tử vong. Nền kinh tế tăng trưởng chậm lại rất nhiều. Số người thất nghiệp gia tăng, phần lớn các doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn, giải thể hoạt động. Nhờ sự vào cuộc kịp thời của cả hệ thống chính trị, dưới sự lãnh đạo, chỉ đạo của Đảng, Quốc Hội, Chính Phủ đến nay chúng ta đã cơ bản kiểm soát được dịch bệnh chuyển qua giai đoạn "Thích ứng an toàn, linh hoạt, kiểm soát hiệu quả dịch Covid-19". Với tốc độ tiêm chủng vaccine rất nhanh, tỷ lệ tiêm chủng cao, có thể nói Việt Nam khá yên tâm trong việc bảo vệ sức khỏe, tính mạng của người dân.

Vấn đề không kém phần quan trọng bên cạnh hoạt động y tế, bảo vệ sức khỏe cộng đồng đó là việc phục hồi sản xuất kinh doanh vốn bị gián đoạn, đứt gãy trong đại dịch. Nhìn ra thế giới, nhiều quốc gia đã sử dụng mạnh mẽ chính sách tài khóa để hỗ trợ các doanh nghiệp và cứu giúp người dân bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh bằng các công cụ, giải pháp khác nhau. Chính sách tiền tệ đã sử dụng nhiều công cụ, giải pháp có thể nói là phi truyền thống để điều hành, phối hợp với Chính sách tài khóa trong nỗ lực cứu giúp các nền Kinh tế không rơi vào khủng hoảng, suy thoái.

A. KINH NGHIỆM CỦA CÁC NƯỚC TRONG ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ THỜI ĐẠI DỊCH COVID-19

1. Phản ứng chính sách tiền tệ của các NHTW ở các nền Kinh tế mới nổi (Emerging Market - EM)

Các công cụ của Chính sách tiền tệ (CSTT) có thể được phân loại: *(1) Chính sách lãi suất, (2) Chính sách dự trữ, (3) Hoạt động cho vay, (4) Chương trình mua tài sản, (5) Can thiệp trên thị trường ngoại hối.*

Mục tiêu trọng tâm của chính sách tiền tệ của các NHTW ở các nền Kinh tế mới nổi là nới lỏng các điều kiện tài chính để cho phép tín dụng đến được các doanh nghiệp gặp khó khăn hơn là kích thích tổng cầu. Nếu không được cấp tín dụng và thanh khoản kịp thời, nhiều doanh nghiệp sẽ không thể đáp ứng các cam kết tài chính của họ, dẫn đến đóng cửa kinh doanh, cũng như người công nhân sẽ mất việc làm. Ở một số các quốc gia các NHTW đã thực thi chương trình mua tài sản kết hợp với giảm mạnh lãi suất chính sách.

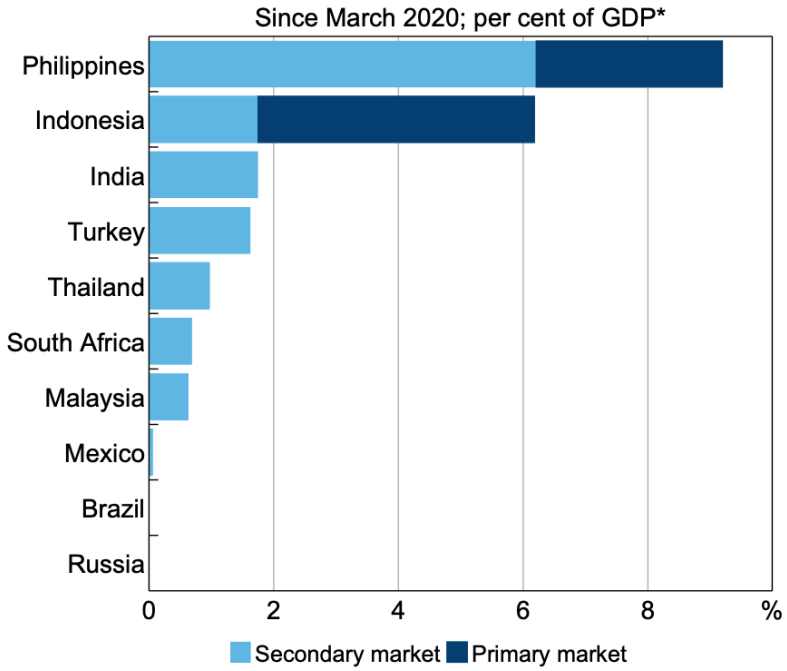
Hình 1: Minh họa phản ứng CSTT ở các nước EM điển hình

NHTW	**Lãi suất Chính sách**	**Can thiệp Ngoại hối**	**Hoạt động Thanh khoản mở rộng**	**Mua tài sản TT Sơ cấp**	**Mua tài sản TT Thứ cấp**	**Tài trợ nền Kinh tế thực**
Ấn Độ	5,15% → 4,00%	✓	✓	✓		✓
Indonesia	4,50% → 3.50%	✓	✓	✓	✓	
Malaysia	2,75% → 1.75%		✓	✓		✓
Philippines	3,75% → 2,00%	✓	✓	✓	✓	
Thái Lan	1,00% → 0.50%	✓	✓	✓		✓
Brazil	4,50% → 2,00%	✓	✓			✓
Mexico	7,00% → 4,00%	✓	✓	✓		✓
Nga	6,00% → 4,25%	✓	✓			✓
Nam Phi	6,25% → 3,50%			✓		

Nguồn: Ngân hàng Trung ương Úc

Cấu trúc các công cụ CSTT phổ biến ở các EM: Tăng hoạt động cho vay (35%), hạ lãi suất (20%), can thiệp thị trường ngoại hối (20%), cắt giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc (15%), mua trái phiếu Chính phủ (10%)

Hình 2: Minh họa hoạt động mua Trái phiếu Chính phủ của các NHTW ở các EM



Nhiều NHTW ở các nền Kinh tế mới nổi EM lần đầu tiên thực thi các chương trình mua tài sản, chủ yếu mua Trái phiếu Chính phủ bằng nội tệ để giúp Chính phủ tài trợ cho các gói hỗ trợ tài khóa rất lớn. Trong hầu hết các trường hợp là từ 0.5% - 1.5% GDP ở các nước EM, so với 2% -15% GDP ở các nền kinh tế phát triển.

2. Phản ứng chính sách tiền tệ của Cục Dự trữ Liên bang Fed

Có thể nói Mỹ là quốc giá bị thiệt hại nặng nề nhất về lượng ca nhiễm, số người tử vong cũng như tổn thất nghiêm trọng về mặt Kinh tế trong đại dịch Covid-19. Thực tế này làm Kinh tế Mỹ đi vào suy thoái từ tháng 02/2020. Tỷ lệ thất nghiệp của Mỹ lên đến 14.7% vào tháng 4/2020 và đến tháng 8/2021 đã kéo giảm xuống mức 5,2%. Chính phủ Mỹ đã phản ứng lại cuộc khủng hoảng này khi họ thực thi chính sách tài khóa để kích thích nền kinh tế và cứu trợ cho các đối tượng bị ảnh hưởng từ đại dịch.

Đáng chú ý là Fed đã thực thi chính sách tiền tệ hết sức mạnh mẽ, giảm lãi suất, nới lỏng định lượng và nhiều chương trình hỗ trợ doanh nghiệp khác.

2.1 Về chính sách tiền tệ:

Nhắm vào ba trọng tâm: cắt giảm lãi suất, cho vay và mua tài sản, nới lỏng quy định. Các khoản cho vay và mua tài sản được xem là một phần của nới lỏng định lượng (Quantitative Easing - QE) và hoạt động Repo (mua lại trái phiếu). Tất cả các nỗ lực này kết hợp lại nhằm đảm bảo rằng nước Mỹ không gặp phải khủng hoảng thanh khoản như từng trải qua trong cuộc khủng hoảng năm 2008.

2.2 Về lãi suất:

Fed đã cắt giảm lãi suất chuẩn (Fed Funds Rate) hai lần trong tháng 3/2020: tổng cộng giảm 1.50% đưa lãi suất Fed Funds Rate giao dịch trong biên độ 0%-0.25%/năm. Vào 15/3/2020, Fed cũng giảm lãi suất chiết khấu 1.5% xuống còn 0.25%.

2.3 Nới lỏng định lượng và hoạt động Repo

Một trong những chương trình mua tài sản đơn giản nhất đó là chương trình Nới lỏng định lượng (QE) trong đó Fed mua trực tiếp tài sản như Trái phiếu Kho bạc và các chứng khoán có tài sản đảm bảo (Mortgage-backed securities)

Fed đã mở rộng hoạt động Repo trong tháng 3/2020 với tổng giá trị hơn 2.000 tỷ USD nhằm đảm bảo có đủ thanh khoản trên thị trường tiền tệ. Hoạt động Repo đã cho phép một cách có hiệu qủa việc Fed cho các ngân hàng vay tiền bằng cách mua Trái phiếu Kho bạc từ các ngân hàng này và sẽ bán lại cho họ vào một thờ điểm trong tương lai.

2.4 Các chương trình hỗ trợ tín dụng trên thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp.

Vào tháng 3/2020, Fed đã thiết lập Chương trình tín dụng doanh nghiệp trên thị trường sơ cấp để mua trái phiếu doanh nghiệp nhằm đảm bảo các doanh nghiệp có thể nhận được vốn tín dụng. Đồng thời, Fed còn thiết lập một tiện ích có liên quan, đó là Chương trình tín dụng doanh nghiệp trên thị trường thứ cấp nhằm mua lại các trái phiếu doanh nghiệp.

B. BỐI CẢNH PHỤC HỒI SẢN XUẤT, KINH DOANH TẠI VIỆT NAM

1. Bối cảnh kinh tế, xã hội trong nước và thế giới

Do việc bùng phát đại dịch Covid-19 ở làn sóng thứ tư xảy ra ở Việt Nam là khá muộn so với các nước trên thế giới (tháng 5/2021), nên bối cảnh kinh tế, xã hội của Việt Nam có khác so với phần lớn các nước khi họ thực thi chính sách tiền tệ phản ứng với đại dịch.

Nhìn chung, trong năm đầu của đại dịch (2020), Kinh tế thế giới tuy rất khó khăn: tăng trưởng kinh tế rất thấp, nhiều nước tăng trưởng âm, nhưng áp lực lạm phát chưa gay gắt, giá cả năng lượng còn ở mức thấp chỉ bắt đầu tăng vào cuối năm, việc đứt gãy chuỗi cung ứng đã xảy ra nhưng hậu quả tác động đến lạm phát các nước chưa rõ nét. Các chính sách an sinh xã hội và cứu trợ của các nước đảm bảo xoa dịu những mất mát khó khăn của người dân trong đó có những người lao động.

Qua năm 2021, các nước nhờ tốc độ bao phủ vaccine nhanh đã bắt đầu mở cửa trở lại nhưng phải đối mặt với thực tế là sự đứt gãy chuỗi cung ứng sản xuất, logistic gặp khó khăn, thiếu hụt nhân công, giá năng lượng tăng cao, đặc biệt là sau thời gian dài phong tỏa sức cầu tăng đột biến. Việc mất cân đối cung cầu, có thể xem là nguyên nhân chính đưa lạm phát lên cao. Từ áp lực tăng cao lạm phát ở trên thế giới đặt ra cho nền kinh tế Việt Nam một lựa chọn. Đó là xác định quy mô gói kích thích, phục hồi nền kinh tế sau đại dịch ở mức độ nào là phù hợp, là khả thi và không gây những bất ổn cho kinh tế vĩ mô sau này. Đi tìm địa chỉ các nguồn lực tài chính và cách thức huy động các nguồn lực này là một vấn đề không hề đơn giản.

Những vấn đề của thế giới lúc này như là: Lạm phát, giá cả năng lượng, lãi suất của đồng Đô la Mỹ, trong năm 2022 sẽ như thế nào và có tác động, lan truyền đến Việt Nam không là những tiền đề rất quan trọng khi xem xét dư địa của chính sách tiền tệ trong giai đoạn phục hồi kinh tế sắp tới.

2. Một số dự báo về lạm phát ở Mỹ, giá năng lượng, lãi suất đồng Đô la Mỹ

2.1 Dự báo lạm phát ở Mỹ năm 2022:

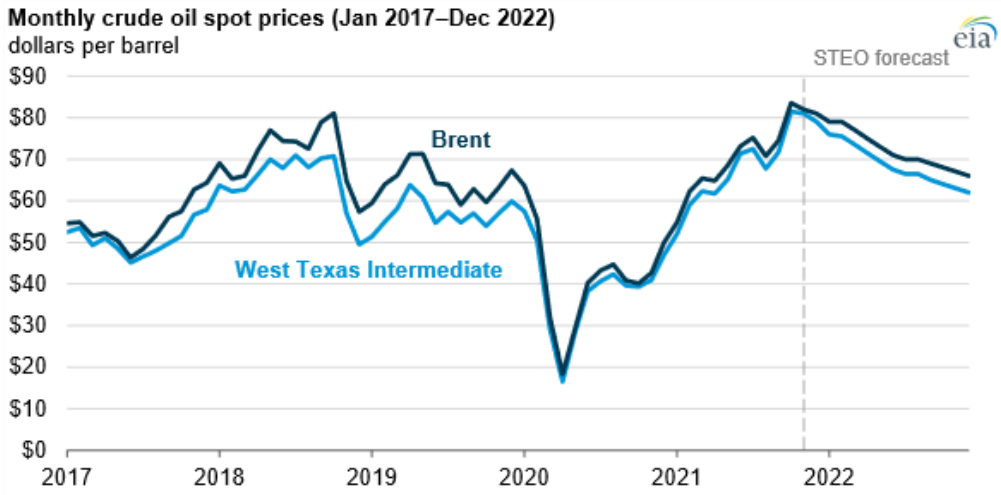
Áp lực tăng cao lạm phát ở Mỹ là điều có thực. Nó bắt nguồn từ sự đứt gãy chuỗi cung ứng, logistic, vấn đề công nhân thiếu hụt và cầu tăng đột biến sau đại dịch. Hiện nay có hai luồng quan điểm là lạm phát chỉ là tạm thời, hay lạm phát còn kéo dài bền vững. Cuộc họp đầu tháng 11/2021 của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ đưa đến nhận định khái quát là: (i) Lạm phát năm 2021 ở Mỹ sẽ rất cao nên cần thu hẹp quy mô mua tài sản, hiện nay là 120 tỷ USD mỗi tháng, sẽ chấm dứt vào khoảng tháng 3/2022, tạo điều kiện Fed bắt đầu tăng lãi suất; (ii) Các nhân tố căn bản của lạm phát ở Mỹ là thiếu bền vững vì sự đứt gãy chuỗi cung ứng sẽ sớm được kết nối

lại, hiệu ứng vòng xoáy tiền nhân công – giá cả cũng sẽ không tồn tại lâu dài; (iii) Dự báo lạm phát Mỹ khoảng 2% vào cuối năm 2022 sẽ đưa quỹ đạo lạm phát bình quân trong khoảng bốn năm về mức mục tiêu 2%/năm. Những nhận định như thế cho thấy lạm phát của Mỹ đang trong tầm kiểm soát, và nhiều nền kinh tế khác có thể khống chế được lạm phát bằng các chính sách kinh tế vĩ mô phù hợp. Do đó, cảnh báo về nhập khẩu lạm phát vào Việt Nam đương nhiên là cần quan tâm chú ý, nhưng không phải là có khả năng cao xảy ra trong thực tế. Hơn nữa đặc thù lạm phát ở Việt Nam cho thấy sự truyền dẫn lạm phát là không hề dễ dàng.

2.2 Dự báo giá năng lượng năm 2022:

Kể từ Quý 3/2020 lượng tiêu thụ toàn cầu về dầu thô và các sản phẩm dầu khí tăng cao hơn nhiều so với sản lượng, đưa đến mức dự trữ thấp, do đó giá tăng cao. Tổ chức thông tin năng lượng Mỹ (EIA) trong Báo cáo dự báo tháng 11/2021, cho rằng với mức gia tăng sản xuất từ OPEC, Mỹ và các quốc gia khác sẽ dẫn đến gia tăng lượng tồn kho và giá dầu thô sẽ sụt giảm trong năm 2022.

Dự báo giá dầu Brent ở mức bình quân 84 USD/thùng trong tháng 12/2021 sẽ xuống còn 66 USD/thùng trong tháng 12/2022, tức giảm 21%. Giá dầu WTI ở mức bình quân 81 USD/thùng tháng 12/2021 sẽ giảm cuống còn 62 USD/thùng tháng 12/2022, tức giảm 23%.



Hình 3: EIA dự báo giá Dầu thô sẽ giảm trong năm 2022

2.3 Lãi suất đồng Đô la Mỹ

Các cuộc thăm dò ở Mỹ gần đây cho thấy Fed sẽ tăng lãi suất trong nửa đầu năm 2022. Xác suất Fed tăng lãi suất vào tháng 5/2022 là trên 50% và kỳ vọng đến cuối năm 2022 lãi suất cơ bản tăng ít nhất 0.75% có xác suất trên 65%.

C. DƯ ĐỊA ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

1. Về gói kích thích, hỗ trợ phục hồi Kinh tế sau đại dịch Covid-19 là hết sức cần thiết

Việt Nam cần có một số gói hỗ trợ tài chính đủ lớn, đủ rộng và dài để giúp doanh nghiệp và người dân trong nhiều địa bàn và lĩnh vực có thể phục hồi được cả thể chất, tinh thần và năng lực kinh doanh sau cơn "bạo bệnh" và không loại trừ khả năng có thêm những đợt bùng phát mới có thể còn khốc liệt hơn. Thiếu các gói hỗ trợ như vậy, không loại trừ kinh tế Việt Nam sẽ rơi vào một thời kỳ trì trệ lâu dài, đánh mất nhiều lợi thế và cơ hội vươn tới các mục tiêu phát triển đã đề ra.

2. Dư địa điều hành Chính sách tiền tệ vẫn còn

2.1 Với mức lạm phát đến cuối tháng 10/2021 vẫn thấp (CPI < 2%, lạm phát cơ bản < 1%) và có khả năng dưới 3% đến cuối năm 2021, có thể giảm lãi suất điều hành của NHNN ít nhất 1%, mở rộng và nới lỏng điều kiện cho vay tái chiết khấu, tái cấp vốn v.v.. Nhờ đó mà đưa lãi suất cho vay thương mại bình quân giảm xuống.

2.2 Một số các chỉ tiêu như Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn nên được duy trì từ nay đến ít nhất cuối năm 2023 nhằm giảm áp lực về tăng lãi suất huy động. Về hệ số rủi ro tín dụng: trong khi vẫn đảm bảo hệ số an toàn vốn tối thiểu CAR thì các doanh nghiệp chịu tổn thất trong đại dịch có thể có hệ số rủi ro tín dụng thấp hơn mức hiện nay để giúp các doanh nghiệp này tiếp cận được vốn tín dụng. Tiếp tục cơ chế khoanh nợ, giãn nợ đến giữa năm 2023.

2.3 Về mặt chính sách: **Quốc Hội cần xem xét việc đặt ra mức lạm phát mục tiêu bình quân trong khoảng thời gian 3-5 năm**. Không nhất thiết CSTT phải điều hành sao cho lạm phát hàng năm dưới mức mục tiêu (4%) như hiện nay. Lạm phát trong khoảng 3-5 năm (dù có năm cao năm thấp) nhưng bình quân dưới mức 4% là được.

2.4 Hỗ trợ chính sách tài khóa để có nguồn lực tài chính trong các gói kích thích, hỗ trợ. Với xu hướng lãi suất quốc tế đang tăng dần, nên việc vay nợ nước ngoài chưa thật phù hợp thì nguồn tài chính chủ yếu là vay nợ trong nước. Tham khảo kinh nghiệm các nước về việc NHTW vừa mua trực tiếp Trái phiếu Kho bạc vừa tiến hành hoạt động Repo (mua đi, bán lại trái phiếu) thì nên xem xét việc NHNN mua Trái phiếu Chính phủ, vừa là hành động hỗ trợ Ngân sách Nhà nước

vừa nắm công cụ để điều hành CSTT: Bơm tiền (mua TPCP), Hút tiền (bán TPCP) cho các tổ chức tín dụng.

3. Trọng tâm của Chính sách tài khóa: Linh hoạt trong không gian chính sách và phối hợp hiệu quả với Chính sách tiền tệ

3.1 Dư địa chính sách tài khóa còn rất lớn: thu ngân sách dự kiến cả năm vẫn tăng so với dự toán; bội chi ngân sách và trần nợ công vẫn duy trì trong mức cho phép. Nợ công vẫn thấp so với ngưỡng an toàn và với mức trần đã được Quốc Hội phê chuẩn.

3.2 Khả năng huy động nguồn vốn tài chính trong nước vẫn khá dồi dào khi mà lãi suất Trái phiếu Chính phủ quanh mức 2.09%/năm đối với kỳ hạn 10 năm. Trong khi lãi suất Trái phiếu Kho bạc Mỹ cùng kỳ hạn đã lên trên 1.6%/năm.

3.3 Ngân hàng Trung ương dùng tiền cung ứng hoặc tiền gửi của các TCTD, bao gồm tiền gửi dự trữ bắt buộc hay tiền gửi thanh toán để mua Trái phiếu Chính phủ. Đây là quan hệ trên thị trường Sơ cấp.

Các hoạt động trên thị trường thứ cấp nên để các nhà đầu tư, nhất là NHTW tham gia hoạt động. Việc Kho bạc Nhà nước gần đây triển khai mua lại Trái phiếu Kho bạc do tiền ngân sách tạm thời nhàn rỗi, lẽ ra là hoạt động của NHTW.