Mã số:	265
Ngày nhận:	23/04/2016
Ngày gửi phản biện lần 1:	26/05/2016
Ngày gửi phản biện lần 2:	15/08/2016
Ngày hoàn thành biên tập:	13/11/2016
Ngày duyệt đăng:	14/11/2011

HỆ THỐNG MỤC TIÊU CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VIỆT NAM GIAI ĐOẠN 2006 – 2015

Nguyễn Thành Nam[1]

Tóm tắt

Giống như các NHTW khác trên thế giới, Ngân hàng nhà nước Việt Nam (NHNN) thiết lập hệ thống mục tiêu chính sách tiền tệ bao gồm Mục tiêu cuối cùng, Mục tiêu trung gian và Mục tiêu hoạt động. Bài viết này tác giả sẽ phân tích hệ thống mục tiêu chính sách tiền tệ của Việt Nam trong giai đoạn 2006-2015, chỉ ra những hạn chế trong việc lựa chọn các chỉ tiêu như theo đuổi đa mục tiêu, sự thiếu hiệu quả trong lựa chọn mục tiêu như tổng phương tiện thanh toán, tăng trưởng tín dụng, tăng trưởng lượng tiền cơ sở, đồng thời cũng đề cập những lợi ích trong việc chuyển dịch dần sang điều hành các mục tiêu như lãi suất thị trường, lãi suất liên ngân hàng. Trên cơ sở đó, tác giả đề xuất một số khuyến nghị với NHNN như cơ quan này nên xác định rõ ràng mục tiêu cuối cùng; mục tiêu trung gian nên được lựa chọn là lãi suất thị trường; mục tiêu hoạt động nên lựa chọn là lãi suất liên ngân hàng.

Từ khóa: *Ngân hàng Nhà nước, hệ thống mục tiêu chính sách tiền tệ, đa mục tiêu, tổng phương tiện thanh toán, tăng trưởng tín dụng, tăng trưởng tiền cơ sở, lãi suất liên ngân hàng, lãi suất thị trường.*

Abstract

Like other Central banks around the world, State Bank of Vietnam (SBV) has designed monetary policy goals' system including Basic goal, Intermediate target, and Operating Target. My research is going to analyze the system of monetary policy goals of SBV in the period from 2006 to 2015, point out the shortcomings of choose of goals as multiple-target policy, ineffectiveness of selected targets like total means of payment, credit growth, and monetary base growth. Moreover, I also mention the benefits of gradual transition to market interest rate, interbank interest rate. After that, I will make some of recommendations to the SBV such as this office should determine clearly primary goal; selecting intermediate target is market interest rate, and operating target should be chose the interbank interest rate.

Keywords: *State Bank of Vietnam, monetary policy goals' system, multiple-target, total means of payment, credit growth, monetary base growth, market interest rate, interbank interest rate.*

Việc lựa chọn hệ thống mục tiêu điều hành chính sách tiền tệ là yêu cầu cần thiết đối với một Ngân hàng Trung ương (NHTW), sao cho phù hợp với bối cảnh kinh tế tại thời điểm điều hành, đồng thời có sự linh hoạt điều chỉnh các mục tiêu trước những biến động của tình hình kinh tế vĩ

[1] Khoa Ngân hàng, Học viện Ngân hàng, Email: namnt@hvnh.edu.vn

mô, đặc biệt trước những biến động của lạm phát – mục tiêu quan trọng hàng đầu của chính sách tiền tệ. Bài viết sẽ đề cập đến thực trạng hệ thống mục tiêu chính sách tiền tệ Việt Nam 10 năm qua từ năm 2006 đến 2015 (là thời kỳ có lạm phát cao trong nửa đầu và sau đó duy trì mức lạm phát thấp trong nửa cuối giai đoạn), để thấy được những hạn chế trong việc lựa chọn mục tiêu của Ngân hàng Nhà nước (NHNN) Việt Nam. Từ đó đưa ra một số gợi ý chính sách trong lựa chọn mục tiêu chính sách tiền tệ.

1. Hệ thống mục tiêu chính sách tiền tệ

1.1 Mục tiêu cuối cùng: Đa mục tiêu

Mục tiêu cuối cùng là đích đến cuối cùng của một chính sách tiền tệ. Mục tiêu cuối cùng hầu như thống nhất ở các nước, bao gồm ổn định giá trị tiền tệ, tăng trưởng kinh tế và công ăn việc làm.

Tại Việt Nam, trước năm 2011 mục tiêu cuối cùng được quy định trong Điều 2, Luật NHNN 1997: *"Chính sách tiền tệ quốc gia là một bộ phận của chính sách kinh tế - tài chính của Nhà nước nhằm ổn định giá trị đồng tiền, kiềm chế lạm phát, góp phần thúc đẩy phát triển kinh tế xã hội, bảo đảm quốc phòng, an ninh và nâng cao đời sống của nhân dân".* Từ quy định này thấy rằng NHNN theo đuổi chính sách tiền tệ đa mục tiêu, theo đó mục tiêu cuối cùng là ổn định giá trị tiền tệ, kiềm chế lạm phát và góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Nhưng đâu là mục tiêu ưu tiên hàng đầu thì chưa quy định rõ ràng, trong khi về mặt ngắn hạn chính sách tiền tệ khó có thể đạt được cùng một lúc tất cả mục tiêu.

Từ năm 2011 đến nay, mục tiêu cuối cùng của chính sách tiền tệ đã được quy định trong Khoản 1, Điều 3 Luật NHNN 2010, có hiệu lực từ 1/1/2011*: "Chính sách tiền tệ quốc gia là các quyết định về tiền tệ ở tầm quốc gia của cơ quan nhà nước có thẩm quyền, bao gồm quyết định mục tiêu ổn định giá trị đồng tiền biểu hiện bằng chỉ tiêu lạm phát, quyết định sử dụng các công cụ và biện pháp để thực hiện mục tiêu đề ra"*. Theo tinh thần của Luật này thấy rằng có vẻ như NHNN đã có sự thay đổi từ chính sách tiền tệ đa mục tiêu sang đơn mục tiêu, trọng tâm là ổn định giá trị tiền đồng, kiểm soát lạm phát. Tuy nhiên, trong các văn bản chỉ đạo điều hành được NHNN *"phát đi"* hàng năm vẫn thể hiện tính đa mục tiêu. Chẳng hạn như chỉ thị 01/CT-NHNN ngày 31/1/2013 đặt mục tiêu: *"Điều hành chính sách tiền tệ chặt chẽ,… nhằm kiểm soát lạm phát thấp hơn, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế cao hơn năm 2012, …"* hay trong chỉ thị 01/CT-NHNN (15/1/2014) mục tiêu nêu rõ: *"Điều hành chính sách tiền tệ một cách chủ động … nhằm kiểm soát lạm phát theo mục tiêu đề ra, ổn định kinh tế vĩ mô và hỗ trợ tăng trưởng kinh tế ở mức hợp lý, bảo đảm thanh khoản của các tổ chức tín dụng (TCTD)…";* Và chỉ thị số 01/CT-NHNN (27/1/2015) đề cập: *"Điều hành chính sách tiền tệ chủ động, … nhằm kiểm soát lạm phát theo mục tiêu đề ra, ổn định kinh tế vĩ mô, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế ở mức hợp lý, bảo đảm thanh khoản của các TCTD và nền kinh tế..."*

Thực tế điều hành chính sách tiền tệ theo hướng đa mục tiêu đã bộc lộ nhiều hạn chế, NHNN với kỳ vọng vừa đẩy nhanh tốc độ tăng trưởng, vừa kiểm soát lạm phát ở mức thấp hầu như không thực hiện được. Cụ thể, trong các năm 2007, 2008, 2010 và 2011 cả mục tiêu kiểm soát lạm phát và hỗ trợ tăng trưởng kinh tế đều không đạt mục tiêu đề ra, lạm phát thực tế luôn cao hơn mức mục tiêu, trong khi tăng trưởng kinh tế thực tế lại thấp hơn mục tiêu. Đặc biệt hai năm 2008, và 2011 lạm phát cao khiến mức chênh lệch giữa mục tiêu và thực tế lạm phát lên tới tương ứng là 9,9% và 11,13% (Bảng 1.1). Ngoài 2 mục tiêu trên, NHNN còn theo đuổi các mục tiêu khó lượng hóa được như đảm bảo an toàn hoạt động của hệ thống các TCTD, đảo đảm hiệu quả của hệ thống thanh toán quốc gia, hỗ trợ thị trường tài chính trong huy động vốn cho đầu tư phát triển.

Như vậy, chính sách tiền tệ đa mục tiêu trong suốt một thời gian dài, cùng với sự chưa rõ ràng trong việc xác định mục tiêu hàng đầu và khó khăn trong việc lượng hóa một số mục tiêu điều hành là một trong những nguyên nhân khiến điều hành chính sách tiền tệ của NHNN mang tính *"giật cục",* thụ động, phức tạp, thiếu tập trung, và hiệu quả điều hành không cao.

Bảng 1.1: Mục tiêu và thực hiện chính sách tiền tệ từ 2006 - 2015

Đơn vị tính: %/năm

Năm	Chỉ tiêu	Tăng trưởng GDP	Lạm phát CPI	Tăng trưởng M2	Tăng trưởng tín dụng
2006	*Mục tiêu*	*8*	*<8*	*23-25*	*18-20*
	Thực hiện	**8,23**	**6,6**	**33,59**	**25,44**
2007	*Mục tiêu*	*8,2-8,5*	*<8*	*20-23*	*17-21*
	Thực hiện	**8,46**	**12,6**	**46,12**	**53,89**
2008	*Mục tiêu*	*8,5-9*	*<10*	*32*	*30*
	Thực hiện	**6,31**	**19,89**	**20,31**	**25,43**
2009	*Mục tiêu*	*5*	*<15*	*18-20*	*21-23*
	Thực hiện	**5,32**	**6,52**	**28,99**	**37,53**
2010	*Mục tiêu*	*6,5*	*7-8*	*25*	*25*
	Thực hiện	**6,78**	**11,75**	**33,3**	**31,19**
2011	*Mục tiêu*	*7-7,5*	*<7*	*21 - 24*	*20 (23)*[*]
	Thực hiện	**5,89**	**18,13**	**12,4**	**10,9**
2012	*Mục tiêu*	*6-6,5*	*<10*	*14-16*	*15-17*
	Thực hiện	**5,03**	**6,81**	**22,4**	**8,91**
2013	*Mục tiêu*	*5,5*	*7-8*	*14-16*	*11- 12*
	Thực hiện	**5,42**	**6,04**	**14,64**	**12,51**
2014	*Mục tiêu*	*5,8*	*7*	*16-18*	*12-14*
	Thực hiện	**5,93**	**1,84**	**15,65**	**11,8**
2015	*Mục tiêu*	*6,2*	*<5*	*16 - 18*	*13 - 15*

	Thực hiện	**6,68**	**0,63**	**13,55**	**17,17**

* Con số định hướng ban đầu là 23% được đưa ra trong nghị quyết 11 và sau đó điều chỉnh lại 20%.

Nguồn: Ngân hàng Nhà nước, Tổng cục Thống kê

1.2 Mục tiêu trung gian

Mục tiêu trung gian là các chỉ tiêu do NHTW lựa chọn nhằm đạt được mục tiêu cuối cùng.

Trong điều hành chính sách tiền tệ, mục tiêu trung gian được NHNN lựa chọn là chỉ tiêu tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán (M2), tăng trưởng tín dụng và từ năm 2012 đến nay hướng đến mục tiêu lãi suất thị trường.

** Mục tiêu tổng phương tiện thanh toán (M2)*

Hàng năm NHNN thường đưa ra định hướng mục tiêu về tốc độ tăng tổng phương tiện thanh toán M2. Sau đó, các công cụ của chính sách tiền tệ được sử dụng nhằm hướng nền kinh tế theo mục tiêu trung gian M2 đề ra này. Ở giai đoạn đầu áp dụng, cơ chế kiểm soát của NHNN không quan tâm nhiều đến khả năng mở rộng tiền gửi của hệ thống ngân hàng thương mại (NHTM), tức là ít chú ý tới hệ số tạo tiền - một hệ số rất quan trọng có thể làm tăng lượng tiền cung ứng theo cấp số nhân, gây nguy cơ lạm phát. Thật may mắn, cơ chế kiểm soát này lại không gây ảnh hưởng mạnh đến lạm phát trong giai đoạn 1993-2005. Điều này là vì hệ số tạo tiền không cao (khoảng 1,6-1,7 năm 1996-1997, ở mức 2,3-2,5 năm 2000-2001) và quy mô khiêm tốn của hệ thống NHTM đã làm giảm nhẹ mức độ chi phối của hệ thống đến tổng lượng tiền cung ứng. Tuy nhiên, giai đoạn 2006-2015, việc kiểm soát tăng trưởng cung tiền xuất nhiều hạn chế, khiến cho lạm phát tăng cao. Các hạn chế là:

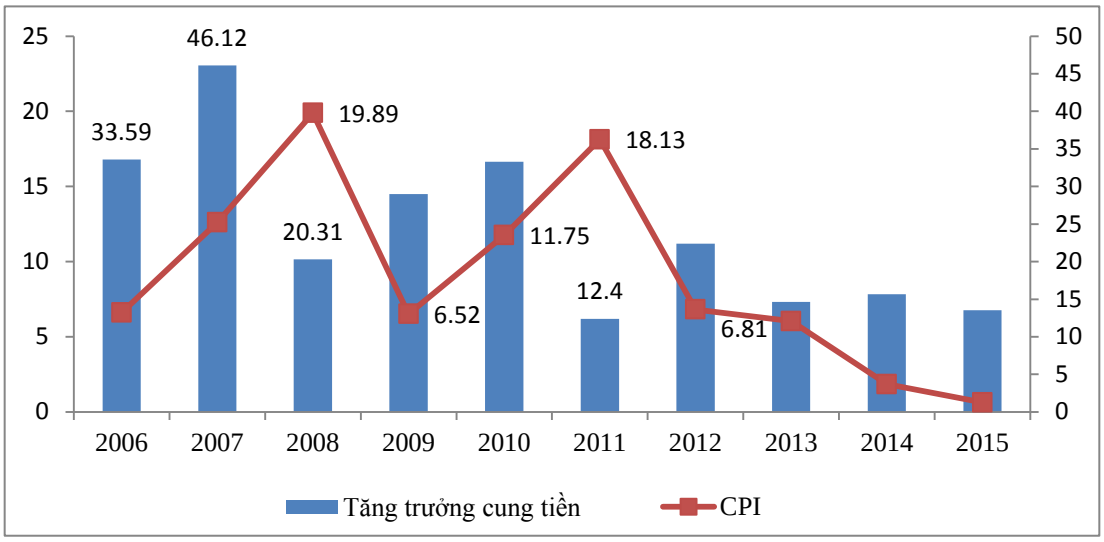
(i) NHNN khó kiểm soát tốc độ tăng trưởng cung tiền khiến cung tiền tăng mạnh, đặc biệt trong thời kỳ 2006-2008, và 2009-2010 với mức tăng bình quân lần lượt 33,34% và 31,15%. Đi sâu phân tích nguyên nhân làm tăng cung tiền thấy rằng: Từ 2006-2008 mức cung tiền M2 tăng chủ yếu do lượng tiền cơ sở MB tăng (tăng 59,4%) vì hệ số nhân tiền khá ổn định khoảng 2,44 – 3,72 (Đinh Tuấn Minh 2011). Trong khi đó, giai đoạn 2009-2010 mức cung tiền tăng lại chủ yếu đến từ hệ số nhân tiền tăng từ 2,94 lên 5,21, lượng tiền cơ sở MB cũng tăng nhưng ở mức vừa phải.

(ii) Tăng trưởng cung tiền cao khiến lạm phát bùng phát và ngược lại cung tiền thấp, lạm phát giảm xuống: Năm 2008 chứng kiến mức lạm phát cao nhất (19,89%) trong cả giai đoạn 2006 -2015 chính là hệ quả của cung tiền tăng mạnh năm 2007 ở mức cao nhất 46,12% (do độ trễ của chính sách tiền tệ, mức cung tiền tăng cao nhưng lạm phát tăng ngay mà ảnh hưởng xuất hiện sau một khoảng thời gian nhất định). Tương tự, mức cung tiền tăng mạnh trong những năm 2009, 2010 khiến lạm phát tăng lên những năm sau đó (năm 2010 lạm phát 11,75% và năm 2011 lạm phát 18,13%). Và ngược lại, nửa cuối năm 2008 cung tiền đã giảm mạnh xuống 20,31%, lạm phát 2009 được kìm giữ 6,52%, hay năm 2011 cung tiền giảm 12,4% thì năm sau lạm phát chỉ còn 6,81% (Biểu đồ 1.1).

(iii) Khoảng chênh lệch giữa chỉ tiêu cung tiền mục tiêu và cung tiền thực tế lớn. Năm 2007, mục tiêu cung tiền đề ra là 20-23%, trong khi số thực tế là 46,12% (chênh trên 23%), hay năm 2008 mục tiêu là 32%, thực tế là 20,31% (chênh khoảng 12%), năm 2015 mục tiêu đặt ra cung tiền tăng 16-18%, nhưng con số thực tế là 13,5% (chênh khoảng 3%).

Biểu đồ 1.1. Diễn biến tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán và lạm phát 2006-2015

Đơn vị tính: %/năm



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước, Tổng cục Thống kê

** Mục tiêu tăng trưởng tín dụng*

Chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng cũng được lựa chọn là mục tiêu trung gian. NHNN đã thực hiện kiểm soát tăng trưởng tín dụng theo cơ chế: Đề ra chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng định hướng hàng năm (một chỉ tiêu chung) cho toàn hệ thống (trước năm 2012), hoặc giao chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng (các chỉ tiêu riêng) cho từng TCTD được phân loại theo 3 nhóm mà năm 2012 là năm đầu tiên NHNN áp dụng, dựa trên các tiêu chí: Chất lượng tài sản nợ, tài sản có, quy mô vốn, năng lực quản trị điều hành, quản trị rủi ro, chất lượng nguồn nhân lực và tuân thủ các quy định. Việc lựa chọn chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng làm mục tiêu trung gian bộc lộ hai hạn chế:

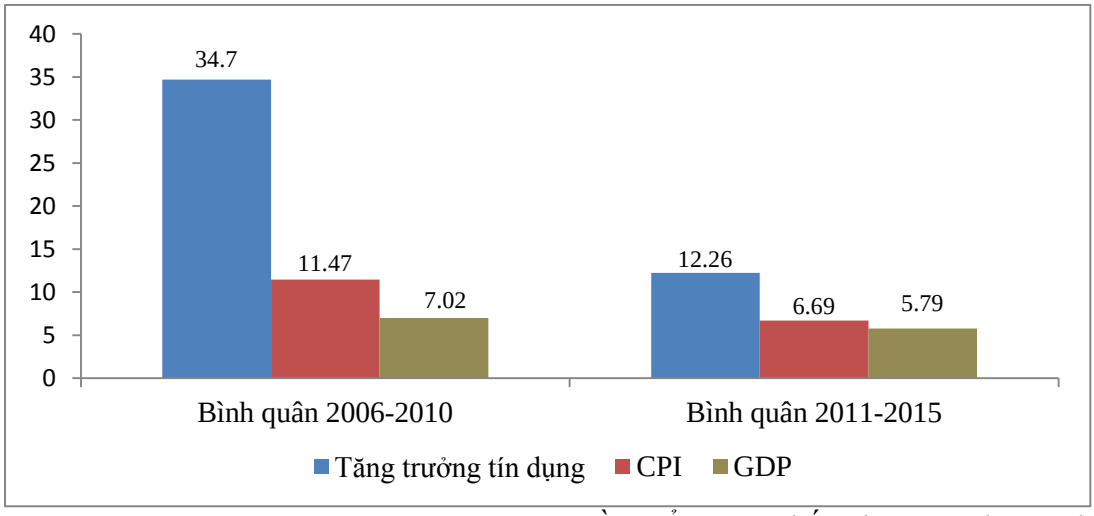
Một là, có sự chênh lệch lớn giữa tăng trưởng tín dụng mục tiêu đề ra và thực tế. Trong giai đoạn 2006 - 2010, tăng trưởng tín dụng mục tiêu bình quân là 22,2% - 23,8%/năm, trong khi tăng trưởng tín dụng thực tế khoảng 34,7%/năm, dẫn đến chênh lệch mức thực hiện cao hơn mục tiêu là gần 11%-12,5%. Tuy nhiên, giai đoạn 2011-2015 mức tăng trưởng tín dụng thực tế lại thấp hơn mục tiêu đề ra, tăng trưởng tín dụng mục tiêu bình quân khoảng 14,2-15,6% cao hơn mức tín dụng thực tế khoảng 1,94 - 3,34%.

Hai là, tăng trưởng tín dụng cao không những không có tác dụng trong việc hỗ trợ tăng trưởng kinh tế, mà còn gây ra lạm phát cao. Thời kỳ 2006-2010, tăng trưởng tín dụng tăng cao là kết quả

của nới lỏng chính sách tiền tệ và thực hiện cơ chế hỗ trợ lãi suất của NHNN với ý đồ kích thích tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, thực tế cho thấy tín dụng không đóng góp nhiều cho tăng trưởng kinh tế, ngược lại còn làm ảnh hưởng bất lợi tới việc kiểm soát lạm phát. Trong giai đoạn này, tốc độ tăng trưởng tín dụng bình quân tăng cao khoảng 34,7% làm lạm phát bình quân tăng 11,47% và tăng trưởng kinh tế bình quân 7,02%, nghĩa là cứ 1% tăng trưởng tín dụng làm CPI tăng 0,33% và góp phần GDP tăng 0,20% (Biểu đồ 1.2).

Biểu đồ 1.2: Diễn biến tăng trưởng tín dụng, GDP và CPI

Đơn vị tính: %/năm



Nguồn: Tổng cục Thống kê, Ngân hàng Nhà nước

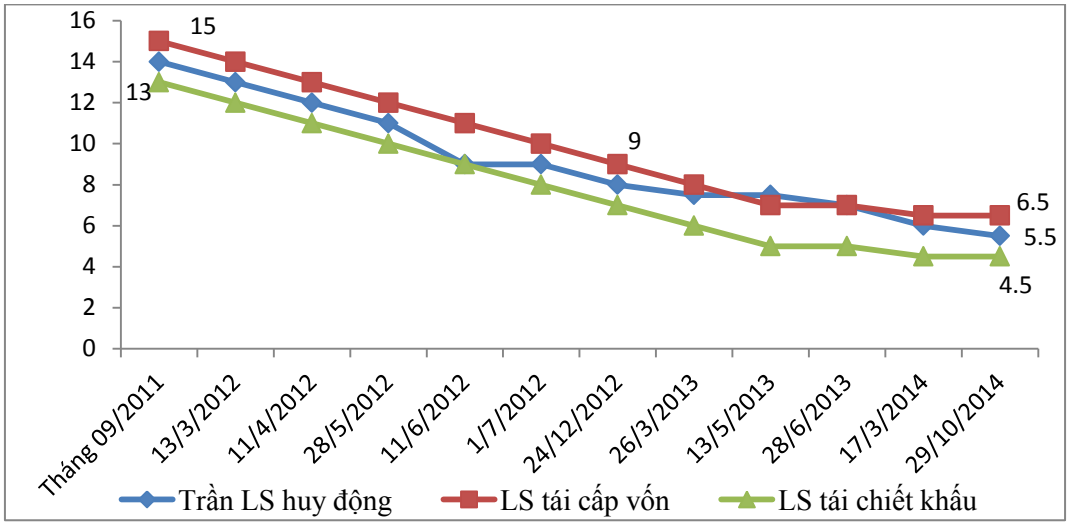
Ngược lại, trong giai đoạn 2011-2015, tín dụng bình quân tăng thấp hơn nhiều (khoảng 12,26%), chỉ số CPI bình quân tăng 6,69%, tăng trưởng GDP bình quân tăng 5,79%. Điều này cho thấy rằng duy trì tăng trưởng tín dụng ở mức thấp có tác động lớn trong việc kiềm chế lạm phát, đồng thời cũng không gây nhiều *"rào cản"* trong việc hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.

** Mục tiêu lãi suất thị trường (Từ năm 2012 đến nay)*

Ngay từ đầu năm 2012, NHNN đã đưa ra mục tiêu đến cuối năm phải giảm lãi suất huy động xuống còn 9 - 10%/năm, đồng thời thiết lập lộ trình giảm trung bình mỗi quý 1%. Kết quả là, với 6 lần giảm trần lãi suất huy động, giảm các mức lãi suất chủ chốt đến cuối năm 2012 mặt bằng lãi suất đã giảm mạnh và NHNN gần như đã đạt được kế hoạch đề ra. Trong những năm tiếp theo NHNN vẫn tiếp tục duy trì mục tiêu giảm lãi suất. Theo số liệu thống kê, từ tháng 9/2011 đến cuối năm 2015, sau 11 lần điều chỉnh giảm lãi suất tái cấp vốn chỉ còn 6,5%, lãi suất tái chiết khấu với 9 lần giảm chỉ còn ở mức 4,5%. Các mức trần lãi suất tiền gửi VND cũng giảm còn 5,5%, và mức trần lãi suất cho vay VND cho các lĩnh vực ưu tiên còn 7% (áp dụng từ cuối tháng 10/2014 đến nay). (Biểu đồ 1.3)

Biểu đồ 1.3: Diễn biến lãi suất giai đoạn 2011- 2015

Đơn vị tính: %/năm



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Kết quả tích cực của việc lựa chọn lãi suất làm mục tiêu trung gian

Từ năm 2012 đến nay, NHNN chọn mục tiêu trung gian hướng trọng tâm vào mục tiêu lãi suất đã đạt được nhiều thành công nhất định như cơ chế lãi suất đã định hướng, dẫn dắt lãi suất thị trường, phù hợp với những diễn biến kinh tế vĩ mô, đặc biệt mặt bằng lãi suất thị trường đã giảm đáng kể, chỉ bằng 40% so với cuối năm 2011. Điều này mang lại tín hiệu tích cực cho nền kinh tế:

Thứ nhất, Nguồn vốn tiền gửi vào ngân hàng vẫn tương đối ổn định giúp thanh khoản tiếp tục được cải thiện, đảm bảo tốt khả năng chi trả của toàn hệ thống. Mặc dù mặt bằng lãi suất thị trường giảm, nhưng lạm phát được kiềm chế thấp, thấp hơn lãi suất danh nghĩa nên lãi suất thực vẫn dương và do đó kênh tiền gửi vẫn tỏ ra hấp dẫn người tiết kiệm. Tính đến tháng 4/2013, huy động vốn tăng 5,34% so với cuối năm 2012, cao gấp hơn 6 lần mức tăng cùng kỳ năm 2011. Huy động vốn năm 2014 tăng 15,15%, năm 2015 tăng 13,59% so với cuối năm trước.

Thứ hai, Lãi suất cho vay giảm góp phần giảm chi phí tín dụng, tháo gỡ khó khăn cho các doanh nghiệp, hỗ trợ thị trường, thúc đẩy phát triển kinh tế. Mặt bằng lãi suất từ 2012 tới nay giảm mạnh, thấp hơn mặt bằng lãi suất giai đoạn 2005 - 2006, trần lãi suất cho vay giảm chỉ còn 7% đối với các lĩnh vực ưu tiên (tháng 10/2014). Lãi suất thấp cho phép các doanh nghiệp giảm được chi phí vốn, thúc đẩy sản xuất kinh doanh. Từ đó tác động tích cực đến hỗ trợ tăng trưởng kinh tế và ngăn ngừa nguy cơ lạm phát chi phí đẩy xuất hiện.

1.3. Mục tiêu hoạt động: NHNN lựa chọn chỉ tiêu lượng tiền cơ sở (MB) và có xu hướng chuyển dần sang mục tiêu lãi suất liên ngân hàng.

Mục tiêu hoạt động là các chỉ tiêu được NHTW lựa chọn để thực hiện mục tiêu trung gian, các chỉ tiêu này có phản ánh tức thời với sự điều chỉnh của công cụ chính sách tiền tệ.

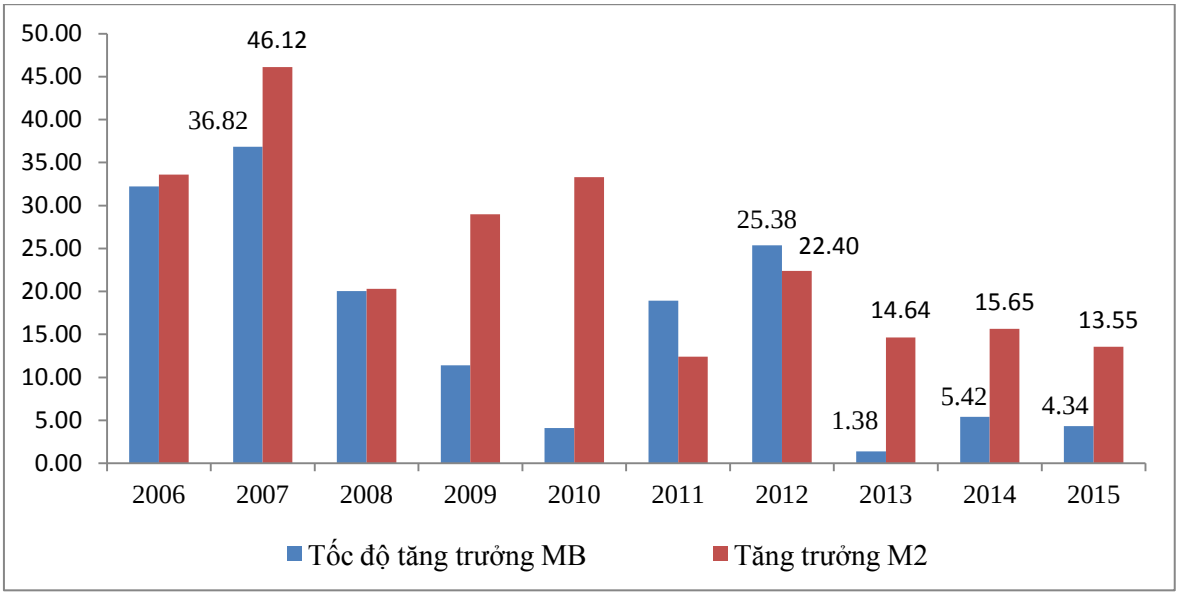
Trong hoạt động điều hành chính sách tiền tệ, mặc dù NHNN không đề cập một cách cụ thể, rõ ràng mục tiêu hoạt động là chỉ tiêu nào nhưng cơ quan này vẫn phải đưa ra những chỉ tiêu làm cơ sở điều hành trong ngắn hạn, và có thể phản ứng tức thời với tác động của các công cụ chính sách tiền tệ. Thực tế cho thấy NHNN đã lựa chọn chỉ tiêu lượng tiền cơ sở làm mục tiêu hoạt động. Điều này có vẻ hợp lý bởi mục tiêu trung gian đã được NHNN lựa chọn là tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán M2 và tăng trưởng tín dụng, do đó tăng trưởng tiền cơ sở MB được chọn để tạo ra sự kết nối trực tiếp các công cụ gián tiếp chính sách tiền tệ (Dự trữ bắt buộc, nghiệp vụ thị trường mở, tái cấp vốn) đến các chỉ tiêu trung gian này.

Về cách xác định, khối lượng tiền cơ sở MB tăng thêm dự kiến hàng năm được tính toán dựa trên tốc độ tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán M2, phù hợp với mức độ tăng trưởng GDP dự kiến, chỉ số lạm phát dự kiến và hệ số tạo tiền dự kiến. Sau đó khối lượng tiền cơ sở tăng thêm hàng năm được trình Thủ tướng Chính phủ phê duyệt. NHNN sẽ sử dụng các công cụ chính sách tiền tệ để kiểm soát, điều hành lượng tiền cơ sở tăng thêm trong phạm vi đã được phê duyệt.

Thực tiễn điều hành của NHNN cho thấy hạn chế lớn của sử dụng chỉ tiêu này là làm cho tăng trưởng cung tiền tăng cao, khó kiểm soát. Cụ thể, trong những năm 2006, 2007 tốc độ tăng trưởng tiền cơ sở cao, đặc biệt năm 2007 có mức tăng cao nhất trong cả giai đoạn (tăng 36,82% so với năm 2006), đây là kết quả của việc NHNN đã phát hành một lượng lớn tiền VND để trung hòa lượng ngoại tệ lớn chảy vào Việt Nam thông qua các kênh đầu tư trực tiếp nước ngoài FDI, đầu tư gián tiếp nước ngoài FPI và kiều hối. Tăng trưởng tiền cơ sở cao đã kéo theo lượng tiền cung ứng tăng mạnh lên 46,12%, bởi vì hệ số nhân tiền thời gian này khá ổn định (khoảng 3 – 3,5). Tương tự như vậy, giai đoạn 2011-2012 cũng chứng kiến lượng tiền cơ sở tiếp tục tăng mạnh (tăng 25,38% năm 2012) khiến cung tiền tăng mạnh lên mức 22,4%. Ở giai đoạn này, NHNN tăng lượng tiền cơ sở thông qua việc thực hiện cho vay hỗ trợ chương trình nông nghiệp, nông thôn thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, củng cố thanh khoản cho hệ thống ngân hàng (tháng 2/2012) và tiến hành mua ngoại hối để tăng dự trữ ngoại hối (mua vào 9 tỷ USD, cung ứng ra thị trường 180.000 tỷ đồng vào tháng 5/2012). (Biểu đồ 1.4).

Biểu đồ 1.4: Diễn biến tốc độ tăng lượng tiền cơ sở và tăng trưởng cung tiền 2006 - 2015

Đơn vị tính: %/năm

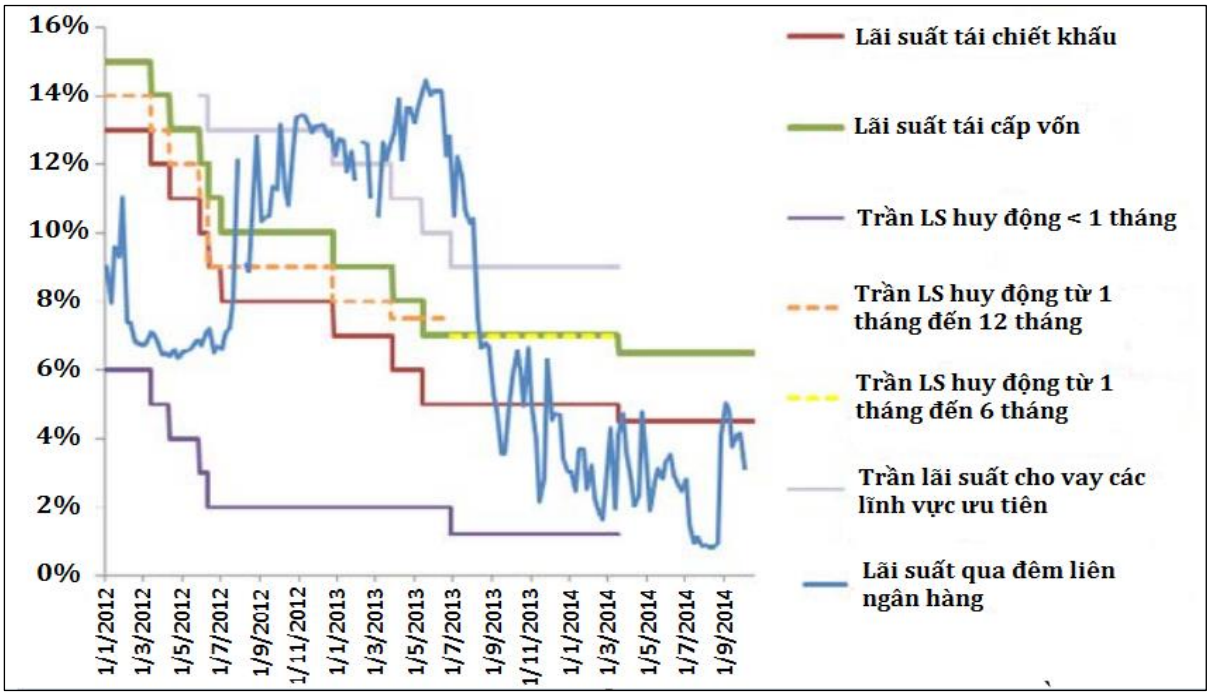


Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Ngoài ra, từ năm 2012 đến nay NHNN dường như có xu hướng chuyển dịch dần lựa chọn mục tiêu hoạt động là lãi suất liên ngân hàng thay vì lựa chọn mục tiêu lượng tiền cơ sở. Nhận định này là hoàn toàn có cơ sở bởi khi quan sát diễn biến của lãi suất liên ngân hàng và các mức lãi suất thị trường khác cho thấy một mối quan hệ khá rõ ràng giữa chúng, lãi suất liên ngân hàng đóng vai trò định hướng các mức lãi suất huy động và cho vay của các TCTD (Biểu đồ 1.5). Hơn nữa, việc chủ động thắt chặt tiền tệ của NHNN nhằm kiểm soát lượng tiền cơ sở ở mức thấp giai đoạn 2013-2015 khiến mức tăng trưởng tiền cơ sở (dưới 5%) và tăng trưởng cung tiền tương (dưới 16%) đối ổn định càng thêm bằng chứng củng cố cho nhận định này.

NHNN chọn lãi suất liên ngân hàng làm mục tiêu hoạt động là một lựa chọn đúng đắn, thông qua sử dụng các công cụ gián tiếp của chính sách tiền tệ NHNN sẽ tác động đến dự trữ của hệ thống ngân hàng, kiểm soát sự biến động của lãi suất ngắn hạn (lãi suất liên ngân hàng), sau đó truyền ảnh hưởng đến lãi suất trung dài hạn của nền kinh tế theo cơ cấu kỳ hạn của lãi suất, rồi cuối cùng ảnh hưởng đến toàn bộ hệ thống lãi suất của nền kinh tế. Sự thay đổi của lãi suất sẽ ảnh hưởng đến hành vi chi tiêu, tiêu dùng, đầu tư của các chủ thể trong nền kinh tế, qua đó sẽ tác động đến tổng cầu, tăng trưởng kinh tế và lạm phát.

Biểu đồ 1.5: Các mức lãi suất điều hành và lãi suất thị trường giai đoạn 2012-2014



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

2. Một số khuyến nghị chính sách

Thứ nhất, NHNN nên xác định rõ ràng mục tiêu cuối cùng và ưu tiên hàng đầu của chính sách tiền tệ là ổn định giá cả, kiểm soát lạm phát.

Như đã đề cập, mặc dù trong luật NHNN 2010 đã quy định mục tiêu duy nhất của Chính sách tiền tệ là ổn định giá trị tiền tệ, nhưng trong thực tế điều hành của NHNN giai đoạn 2011-2015 vẫn theo đuổi đồng thời đa mục tiêu vừa kiểm soát lạm phát thấp, vừa thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, và bảo đảm thanh khoản của các TCTD. Việc theo đuổi nhiều mục tiêu cùng một lúc như vậy có thể dẫn đến mâu thuẫn, không đạt được các mục tiêu. Hơn nữa, sự không rõ ràng trong việc xác định mục tiêu nào là mục tiêu ưu tiên có thể gây khó khăn trong công tác điều hành của NHNN, phản ứng chính sách sẽ bị động với những thay đổi của thị trường. Do vậy, NHNN nên hướng đến một chính sách đơn mục tiêu là kiềm giữ lạm phát thấp, và chấp nhận "*hi sinh*" mục tiêu tăng trưởng trong ngắn hạn, bởi lẽ lạm phát thấp sẽ là *"cú hích tốt"* cho ổn định kinh tế vĩ mô, hỗ trợ tăng trưởng bền vững trong trung dài hạn.

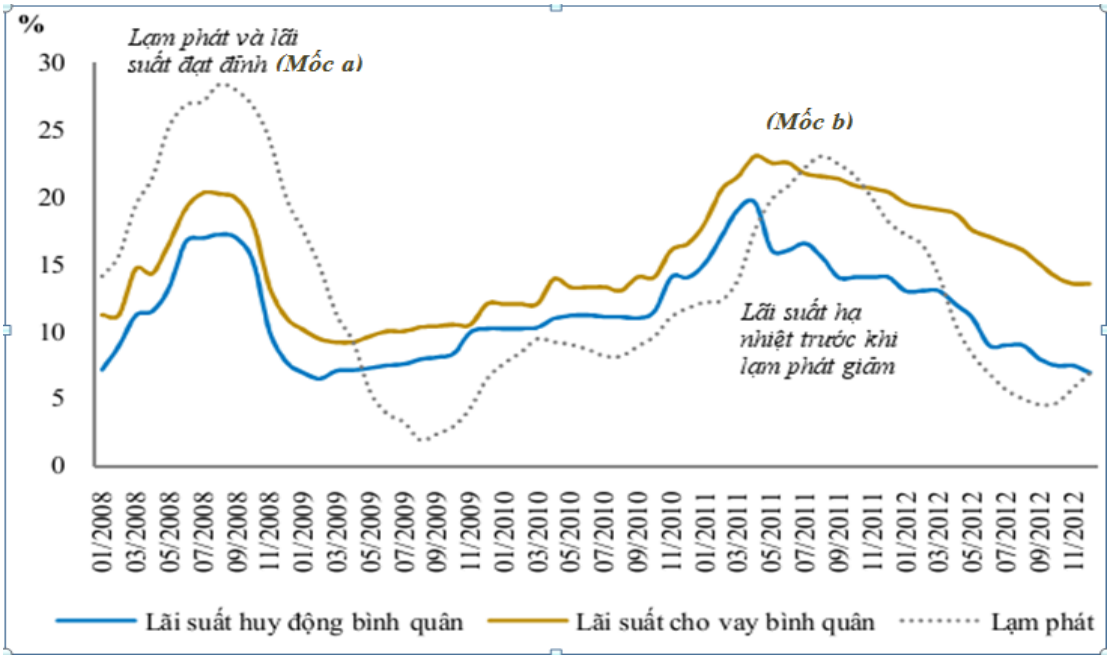
Thứ hai, NHNN nên lựa chọn mục tiêu trung gian là chỉ tiêu lãi suất thị trường

Việc lựa chọn mục tiêu trung gian là mục tiêu lãi suất thị trường (mục tiêu về giá) dần dần thay thế cho mục tiêu mức cung tiền và tăng trưởng tín dụng (mục tiêu về lượng) là phù hợp với diễn biến thị trường và các biến động kinh tế vĩ mô, tiền tệ, đem lại những dấu hiệu tích cực trong cả kiềm chế lạm phát và thúc đẩy tăng trưởng. Thực tế giai đoạn 2006-2011 cho thấy những hạn chế

của việc lựa chọn mục tiêu trung gian là cung tiền và tăng trưởng tín dụng, đó là: NHNN không kiểm soát hết được các nhân tố ảnh hưởng đến M2; Chênh lệch lớn giữa mức mục tiêu và thực tế của tăng trưởng cung tiền và tăng trưởng tín dụng; Tăng trưởng tín dụng không có tác động nhiều trong việc hỗ trợ tăng trưởng, mà ngược lại khiến lạm phát tăng cao. Trong khi đó, việc lựa chọn lãi suất làm mục tiêu trung gian (từ năm 2012 đến nay) lại tỏ ra khá thành công trong việc duy trì lạm phát thấp. Điều này được minh chứng rõ hơn khi xem xét mối quan hệ chặt chẽ giữa lãi suất và lạm phát trong thời gian qua ở biểu đồ 1.6. Mức lạm phát giảm xuống cho phép NHNN điều hành giảm mặt bằng lãi suất (mốc a) và đến lượt nó - lãi suất giảm cho phép các doanh nghiệp giảm chi phí vốn góp phần kiềm chế lạm phát chi phí đẩy (mốc b).

Biểu đồ 1.6: Mối liên hệ giữa lãi suất tiền gửi, lãi suất cho vay và lạm phát

Đơn vị tính: %/năm



Nguồn: Dự báo của CTCK Bảo Việt (BVSC) năm 2012

Thứ ba, nếu NHNN chọn lãi suất thị trường làm mục tiêu trung gian thì mục tiêu hoạt động nên được lựa chọn là lãi suất liên ngân hàng

Trong thời gian qua NHNN Việt Nam đã lựa chọn lượng tiền cơ sở MB làm mục tiêu hoạt động. Việc lựa chọn này là hợp lý khi mục tiêu trung gian được lựa chọn là mức cung tiền M2 và tăng trưởng tín dụng. Hơn nữa, chọn mục tiêu hoạt động là khối lượng tiền cơ sở MB là phù hợp với điều kiện thị trường tiền tệ chưa phát triển, khả năng cạnh tranh giữa các ngân hàng còn thấp, và trong tình trạng lạm phát cao của Việt Nam như những năm trước. Tuy nhiên, từ 2012 đến nay NHNN đã điều hành mục tiêu hướng trọng tâm vào giảm mặt bằng lãi suất thị trường thì cần xem

xét lựa chọn giá cả tiền tệ làm mục tiêu hoạt động, đó là lãi suất liên ngân hàng. Ngoài ra, các tín hiệu tích cực thời gian qua (như thị trường liên ngân hàng cũng có nhiều bước phát triển, thanh khoản của thị trường tăng lên, khả năng cạnh tranh của các NHTM cao hơn, nền kinh tế được duy trì tỷ lệ lạm phát thấp, đặc biệt cơ chế điều hành lãi suất từ năm 2012 đến nay của NHNN có tác động hiệu ứng đáng kể đến mặt bằng lãi suất thị trường và tồn tại một mối quan hệ rõ ràng, khăng khít giữa lãi suất liên ngân hàng và các mức lãi suất thị trường khác như đã đề cập trong biểu đồ 1.5) là điều kiện tốt để cân nhắc lựa chọn lãi suất làm mục tiêu hoạt động (theo quy tắc Taylor mà nhiều quốc gia đang áp dụng) thay thế cho mục tiêu lượng tiền cơ sở./.

Tài liệu tham khảo

1. Đào Hùng, Nguyễn Thạc Hoát, Nguyễn Trọng Nghĩa, Nguyễn Thế Vinh, Nguyễn Việt Anh (2013), *Nhìn lại chính sách tiền tệ (2011 - 2012) gợi ý chính sách tiền tệ những năm tiếp theo.*
2. Đinh Tuấn Minh (2011), *Nên tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc để kiểm soát cung tiền,* http://www.thesaigontimes.vn/.
3. Nguyễn Thanh Nhàn và nhóm tác giả (2014), *Áp dụng nguyên tắc Taylor trong việc xác định lãi suất mục tiêu trong điều hành chính sách tiền tệ của Việt Nam* - Đề tài cấp Ngành Ngân hàng 2014.
4. Nguyễn Văn Giàu (2011), *Lạm phát mục tiêu và hàm ý đối với khuôn khổ chính sách tiền tệ ở Việt Nam, Báo cáo nghiên cứu RS - 02, nhà xuất bản Tri Thức*.
5. Lê Thị Tuấn Nghĩa, Chu Khánh Lân (2013), *Khung chính sách tiền tệ của Việt Nam năm 2012 và những gợi ý chính sách*.
6. Nguyễn Thị Kim Thanh (2015), *Chính sách tiền tệ năm 2014 và những vấn đề đặt ra trong năm 2015*, Tạp chí Tài chính số 1 - 2015.
7. Nguyễn Thị Kim Thanh (2014), *Chính sách tiền tệ năm 2013 và định hướng năm 2014*.
8. Nguyễn Minh Phong (2011), *Những điểm nhấn chủ yếu trong chính sách tiền tệ năm 2010 ở Việt Nam.*
9. Nguyễn Thị Nhung, Nguyễn Diên Vỹ (2013), "Giải pháp cho chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa của Việt Nam năm 2013"*, Tạp chí Phát triển & Hội nhập,* số 10.
10. Luật NHNN năm 1997, Luật NHNN năm 2010.
11. Các Nghị quyết, Chỉ thị, Quyết định của Chính Phủ, NHNN từ 2008-2014.