Mã số:	267
Ngày nhận:	07/05/2016
Ngày gửi phản biện lần 1:	14/6/2016
Ngày gửi phản biện lần 2:	07/07/2016
Ngày hoàn thành biên tập:	20/10/2016
Ngày duyệt đăng:	23/10/2016

Nhìn lại các biện pháp điều hành chính sách tiền tệ ở Việt Nam từ năm 2011 đến 2015

Mai Thu Hiền[1]

Tóm tắt: *Bài nghiên cứu này phân tích thực trạng điều hành chính sách tiền tệ ở Việt Nam giai đoạn 2011-2015, từ đó đưa ra các đánh giá về việc thực hiện mục tiêu điều hành chính sách cũng như việc sử dụng các công cụ chính sách tiền tệ. Trên cơ sở Kế hoạch phát triển kinh tế xã hội 5 năm 2016-2020, bài nghiên cứu đưa ra một số đề xuất điều hành chính sách tiền tệ trong thời gian tới.*

Từ khóa*:* Chính sách tiền tệ, mục tiêu cuối cùng, mục tiêu trung gian, công cụ chính sách tiền tệ.

Abtract: *This paper analyses the conduct of monetary policy, then evaluates the implementation of monetary policy goals as well as the usage of monetary policy tools in Vietnam during the period of 2011-2015. On the basis of the Plan for economic and social development in five years 2016-2020, the paper provides some recommendations for the conduct of monetary policy in next years.*

Keywords: *Monetary policy, primary goal, intermediate target, monetary policy tool.*

1. Đặt vấn đề

[1] Trường Đại học Ngoại thương, E-mail: hien.mai.1512@gmail.com

Trước diễn biến rất phức tạp của tình hình kinh tế thế giới phục hồi chậm hơn dự báo sau khủng hoảng tài chính, khủng hoảng nợ công diễn ra trầm trọng ở nhiều quốc gia khiến những yếu kém nội tại của nền kinh tế bộc lộ nặng nề hơn, tại kỳ họp thứ 2, Quốc hội khóa XIII đã quyết định điều chỉnh mục tiêu, nhiệm vụ phát triển kinh tế-xã hội, trong đó tập trung ưu tiên kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, duy trì tăng trưởng ở mức hợp lý gắn với đẩy mạnh thực hiện ba đột phá chiến lược, cơ cấu lại nền kinh tế và đổi mới mô hình tăng trưởng. Theo Báo cáo kết quả thực hiện nhiệm vụ phát triển kinh tế-xã hội 5 năm 2011-2015, tại kỳ họp thứ 11 Quốc hội Khóa XIII, về cơ bản chúng ta đã thực hiện được mục tiêu tổng quát đã đề ra, nhất là kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, tăng trưởng kinh tế đạt mức cao hơn ở những năm cuối, bước đầu thực hiện có kết quả các đột phá chiến lược và tái cơ cấu kinh tế: chỉ số giá tiêu dùng giảm từ 18,13% năm 2011 xuống còn 0,6% năm 2015, tăng trưởng kinh tế được duy trì ở mức hợp lý, từ năm 2013 dần phục hồi, năm sau cao hơn năm trước, tăng trưởng GDP bình quân 5 năm đạt 5,91%. Mặc dù vậy, kinh tế vĩ mô, kiểm soát lạm phát và một số cân đối lớn vẫn được đánh giá là ổn định chưa vững chắc. Do đó, Kế hoạch phát triển kinh tế-xã hội 5 năm 2016-2020 vẫn đặt ra mục tiêu tổng quát là "bảo đảm ổn định kinh tế vĩ mô, phấn đấu tăng trưởng kinh tế cao hơn 5 năm trước" với chỉ tiêu tốc độ tăng trưởng kinh tế bình quân 5 năm đạt 6,5-7%/năm". Các giải pháp chủ yếu về chính sách vĩ mô là "điều hành hiệu quả các chính sách tiền tệ, tài khóa và các chính sách liên quan để kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, thúc đẩy tăng trưởng; bảo đảm các cân đối lớn của nền kinh tế; điều hành lãi suất, tỷ giá theo nguyên tắc thị trường, bảo đảm giá trị đồng tiền Việt Nam, tăng dự trữ ngoại hối".

Việc điều hành CSTT giai đoạn 2011-2015 đã đạt được những thành công nhất định, đặc biệt là lạm phát đã được kiềm chế ở mức thấp và hỗ trợ tăng trưởng kinh tế hợp lý. Trong thời gian tới, để thực hiện tốt Kế hoạch phát triển kinh tế-xã hội giai đoạn 2016-2020 với các giải pháp kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô và thúc đẩy tăng trưởng, việc nghiên cứu các biện pháp điều hành chính sách tiền tệ (CSTT) ở Việt Nam giai đoạn 2011-2015 có ý nghĩa quan trọng nhằm đưa ra các đánh giá về những mặt thành công và những tồn tại hạn chế, trên cơ sở đó đưa ra một số đề xuất cho việc điều hành CSTT của Việt Nam cho giai đoạn 2016 – 2020. Bài nghiên cứu sẽ phân tích việc điều hành CSTT trong giai đoạn 2011-2015, từ đó đưa ra đánh giá về việc thực hiện mục tiêu điều hành CSTT và việc sử dụng các công cụ CSTT tại Việt Nam. Bài nghiên cứu gồm 5 phần. Sau phần đặt vấn đề là khái quát về thực trạng điều hành CSTT ở Việt Nam giai đoạn 2011-2015 và phần đánh giá thực trạng điều hành CSTT. Phần thứ 4 là một số đề xuất điều hành CSTT giai đoạn 2016-2020 và phần cuối cùng là kết luận.

2. Khái quát thực trạng điều hành CSTT ở Việt Nam giai đoạn 2011-2015

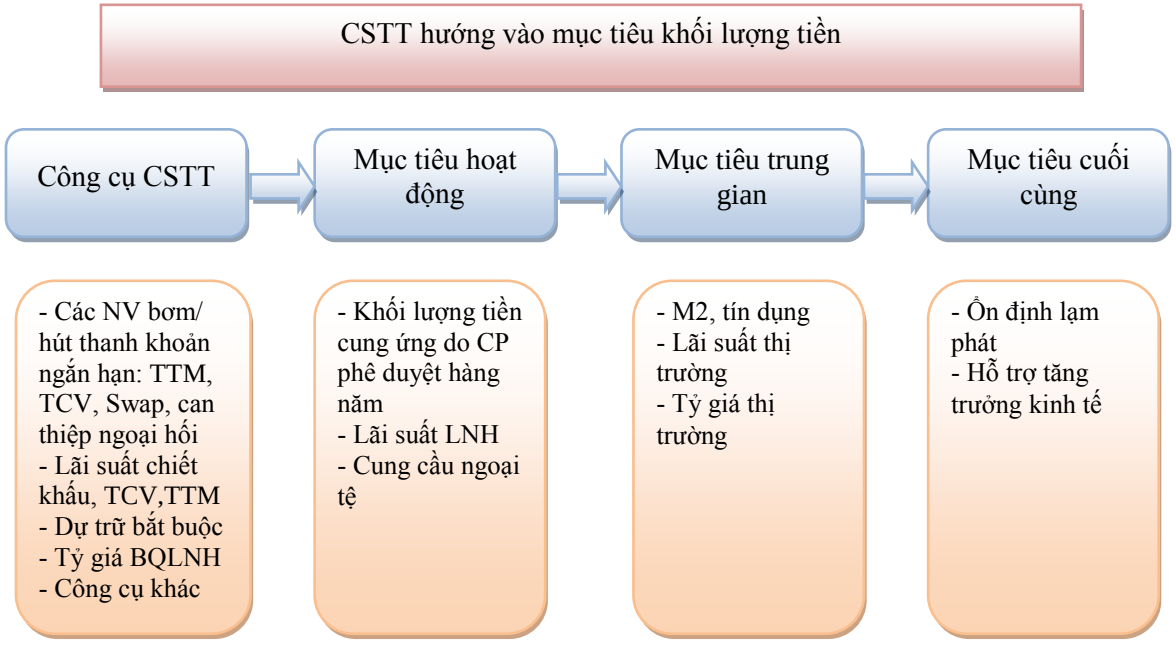
2.1. Về việc thực hiện các mục tiêu của CSTT

CSTT mà Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đang áp dụng có mục tiêu cuối cùng và mục tiêu trung gian (Hình 1). Mục tiêu cuối cùng là ổn định lạm phát và tăng trưởng kinh tế, được áp dụng linh hoạt theo từng thời kỳ phù hợp với định hướng của Chính phủ và diễn biến thị trường. Mục tiêu trung gian là tăng trưởng lượng cung tiền (tổng phương tiện thanh toán TPTTT M2), tín dụng, lãi suất thị trường và tỷ giá hối đoái. Từ tháng 11/2010 đến tháng 2/2012, trước bối cảnh lạm phát tăng cao, NHNN thực hiện CSTT thắt chặt nhằm mục tiêu kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô. Từ tháng 3/2012 đến nay, NHNN thực hiện CSTT nới lỏng nhằm giảm lãi suất, tháo gỡ khó khăn cho doanh nghiệp.

a. Mục tiêu cuối cùng

Luật NHNN năm 2010 quy định mục tiêu của CSTT là ổn định giá trị đồng tiền biểu hiện bằng chỉ tiêu lạm phát (Điều 3). Có thể thấy trong cả giai đoạn 2011-2015, mục tiêu của CSTT luôn là kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, tuy nhiên NHNN vẫn theo đuổi một CSTT đa mục tiêu khi kết hợp mục tiêu kiểm soát lạm phát với ổn định kinh tế vĩ mô, đảm bảo an sinh xã hội đi đôi với đổi mới mô hình tăng trưởng, hay thực hiện các giải pháp tháp gỡ khó khăn cho hoạt động sản xuất kinh doanh để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế hợp lý, đồng thời đảm bảo an toàn cho các tổ chức tín dụng (TCTD). Riêng năm 2011, NHNN đã điều chỉnh mục tiêu duy nhất của CSTT là kiểm soát lạm phát do tình hình trong nước và quốc tế diễn biến phức tạp khiến lạm phát tăng cao.

Hình 1. Hệ thống mục tiêu CSTT ở Việt Nam



Nguồn:Vụ CSTT, NHNN

Việc theo đuổi một CSTT đa mục tiêu thường rất khó thực hiện. Thực tế là mục tiêu cuối cùng của CSTT là chỉ tiêu lạm phát và GDP trong 5 năm qua thường xuyên không đạt được (Bảng 1). Kết thúc Kế hoạch 5 năm 2006-2010, Việt Nam đạt tốc độ tăng trưởng bình quân khoảng 7% (thấp hơn so với chỉ tiêu 7,5-8%) và lạm phát bình quân 5 năm ở mức cao 10,97% (Chính phủ, 2006-2010). Do vậy, Kế hoạch 5 năm 2011-2015 đã đề ra mục tiêu phát triển kinh tế nhanh, bền vững; trong 2-3 năm đầu tập trung thực hiện mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô, tăng trưởng ở mức hợp lý và 2-3 năm tiếp theo phát triển nhanh và bền vững, hài hòa giữa mục tiêu tăng trưởng, ổn định kinh tế vĩ mô; với GDP bình quân 5 năm tăng khoảng 6,5%-7% và chỉ số giá tiêu dùng tăng khoảng 5%-7% vào năm 2015 (Nghị quyết 10/2011/QH13 ngày 08/11/2011). Vì nôn nóng với mục tiêu tăng trưởng nhanh và bền vững trong khi chưa đánh giá được tình hình kinh tế trong nước và những biến động của tình hình thế giới sau khủng hoảng tài chính toàn cầu và khủng hoảng nợ công, và cũng do hậu quả của CSTT nới lỏng giai đoạn 7/2008-10/2010, chỉ tiêu lạm phát đặt ra năm 2011 là dưới 7% và tăng trưởng là 7-7,5%, trong khi tỷ lệ lạm phát và tăng trưởng thực tế là 18,58% và 5,58%.

Sang năm 2012, sau khi thực hiện chính sách tài khóa (CSTK) và CSTT thắt chặt, lạm phát 4 tháng đầu năm chỉ còn 2,6%. Vì thế, tại kỳ họp thứ 3 (ngày 26/04/2012), Quốc hội khoá XIII đã điều chỉnh tỷ lệ lạm phát mục tiêu từ dưới 10% xuống 8%-9%. Kết quả là lạm phát đã được kiềm chế ở mức 9,21% nhưng hậu quả của các biện pháp thắt chặt là sản xuất đình đốn, nhiều doanh nghiệp bị giải thể và nhiều lao động mất việc làm, tỷ lệ tăng trưởng chỉ đạt 5,03% so với chỉ tiêu 6%-6,5%. Từ năm 2013-2015, mặc dù vẫn có chênh lệch giữa thực tế và mục tiêu nhưng xu hướng tích cực hơn là lạm phát thực tế thấp hơn lạm phát mục tiêu, không những thế tăng trưởng thực tế hai năm 2014-2015 còn vượt mục tiêu.

Bảng 1. Lạm phát, GDP, tăng trưởng M2 và tín dụng, 2011-2015

Mục tiêu (% thay đổi)	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**
M2	15-16	14-16	14-16	16-18	16-18
Tín dụng	< 20	15-17	Khoảng 12	12-14	13-15
Lạm phát	<7	<10,0	Khoảng 8	Khoảng 7	Khoảng 5
GDP	7-7,5	6-6,5	Khoảng 5,5	Khoảng 5,8	Khoảng 6,2
Thực tế (thay đổi so với tháng 12 năm trước)					
M2	12,08	18,46	18,85	17,69	16,23
Tín dụng	14,69	8,85	12,52	14,16	15,51

Tiền gửi	12,36	10,24	22,98	19,36	14,31
Lạm phát	18,58	9,21	6,59	4,09	0,63
GDP	5,89	5,03	5,42	5,98	6,68

Nguồn: Tính toán từ số liệu của NHNN, Báo cáo thường niên NHNN (2011-2015), Nghị quyết Quốc hội (2011-2015), Báo cáo tình hình kinh tế - xã hội của Chính phủ (2011-2015)

b. Mục tiêu trung gian

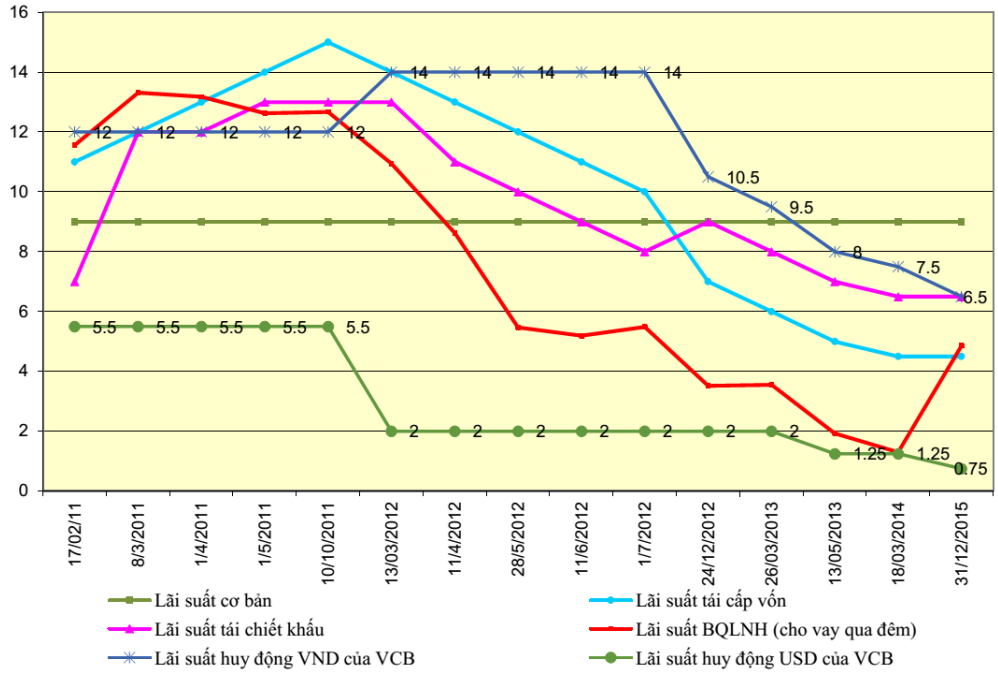
TPTTT M2 và tín dụng

NHNN điều tiết tốc độ tăng của lượng cung tiền và tín dụng nhằm đạt được mục tiêu cuối cùng là kiểm soát lạm phát và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Tốc độ tăng của M2 chệch khỏi mục tiêu trong 3 năm 2011-2013 và ngược lại nằm trong khoảng mục tiêu trong 2 năm 2014-2015. Bình quân 5 năm 2011-2015, tốc độ tăng của M2 là 16,7% cao hơn so với mục tiêu là 15,9% và giảm đi một nửa so với mức 32,47% giai đoạn 2006-2010. Sự suy giảm đột ngột tốc độ tăng của M2 đã làm giảm lượng tiền trong lưu thông, từ đó làm giảm cầu tiền và giá cả hàng hóa. Tương tự M2, tăng trưởng tín dụng cũng bị chệch khỏi mục tiêu 3 trong số 5 năm giai đoạn 2011-2015. Tốc độ tăng trưởng tín dụng bình quân giai đoạn 2011-2015 rất thấp, chỉ đạt 13,15% so với 34,96% giai đoạn 2006-2010 (Chính phủ, 2006-2010). Sự suy giảm của M2 và tín dụng cho thấy nhu cầu về vốn vay, lượng tiền mặt trong lưu thông và các loại tiền gửi đều giảm. Điều này xuất phát từ thực tế là tổng cầu trong nền kinh tế suy giảm, người dân không có thu nhập để mua hàng hóa dẫn đến doanh nghiệp không bán được hàng khiến sản xuất đình trệ phải cắt giảm sản lượng và nhân công, ngân hàng không cho vay được. Tất cả tạo một vòng xoáy khiến M2 và tín dụng giảm, từ đó lạm phát giảm và tăng trưởng kinh tế cũng suy giảm.

Lãi suất thị trường

Đầu năm 2011, khi lãi suất huy động USD trong nước vẫn cao hơn lãi suất USD trên thị trường quốc tế, gây áp lực tăng lãi suất tiền gửi VND và lãi suất cho vay USD, NHNN đã ban hành các văn bản nhằm quy định lãi suất tiền gửi tối đa bằng VND và lãi suất huy động vốn tối đa bằng USD.

Hình 2. Lãi suất chính sách và lãi suất thị trường, 2011-2015



Nguồn: NHNN

Sang năm 2012, cùng với việc điều chỉnh giảm các lãi suất chính sách, NHNN đã giảm được mặt bằng lãi suất huy động và cho vay, tiếp tục điều chỉnh giảm trần lãi suất huy động VND (lãi suất đối với tiền gửi VND không kỳ hạn và có kỳ hạn dưới 1 tháng là 2%/năm, có kỳ hạn từ 1 tháng đến dưới 12 tháng là 9%/năm theo Thông tư 19/2012/TT-NHNN ngày 08/06/2012), cho phép tổ chức tín dụng (TCTD) tự ấn định lãi suất tiền gửi có kỳ hạn từ 12 tháng trở lên trên cơ sở cung - cầu vốn thị trường, quy định trần lãi suất cho vay ngắn hạn tối đa bằng VND (Thông tư 14/2012/TT-NHNN ngày 04/05/2012) và điều chỉnh giảm từ 15% xuống 12% (Thông tư 20/2012/TT-NHNN ngày 08/06/2012), rà soát điều chỉnh các khoản vay cũ về mức dưới 15%. Việc giảm lãi suất điều hành, huy động, cho vay và liên ngân hàng phản ánh thị trường tiền tệ đã ổn định hơn nhiều so với năm 2011 (NHNN, 2012).

Từ năm 2013-2015, NHNN tiếp tục xu hướng giảm lãi suất từ năm 2012 nhằm tháo gỡ khó khăn cho sản xuất kinh doanh. Kết quả là năm 2015 đã đưa lãi suất về chỉ bằng 50% mức lãi suất cuối năm 2011 và thấp hơn giai đoạn 2005-2006, điều chỉnh giảm lãi suất cho vay một số chương trình tín dụng ngành, lĩnh vực xuống mức khoảng 6,5-6,6%/năm; tiếp tục yêu cầu các TCTD rà soát giảm lãi suất cho vay của các khoản vay cũ về mức lãi suất cho vay hiện hành. Mặc dù mặt bằng lãi suất tiếp tục giảm nhưng lòng tin vào VND được củng cố nên huy động vốn vẫn tăng (tốc độ tăng năm 2015 là 14,31% thấp hơn năm 2013-2014 nhưng cao hơn năm 2011-2012), tạo điều kiện cho các TCTD có nguồn vốn đáp ứng cho nền kinh tế (tăng trưởng tín dụng năm 2015 tăng 15,51% là mức cao nhất trong cả giai đoạn 2015) (Bảng 1).

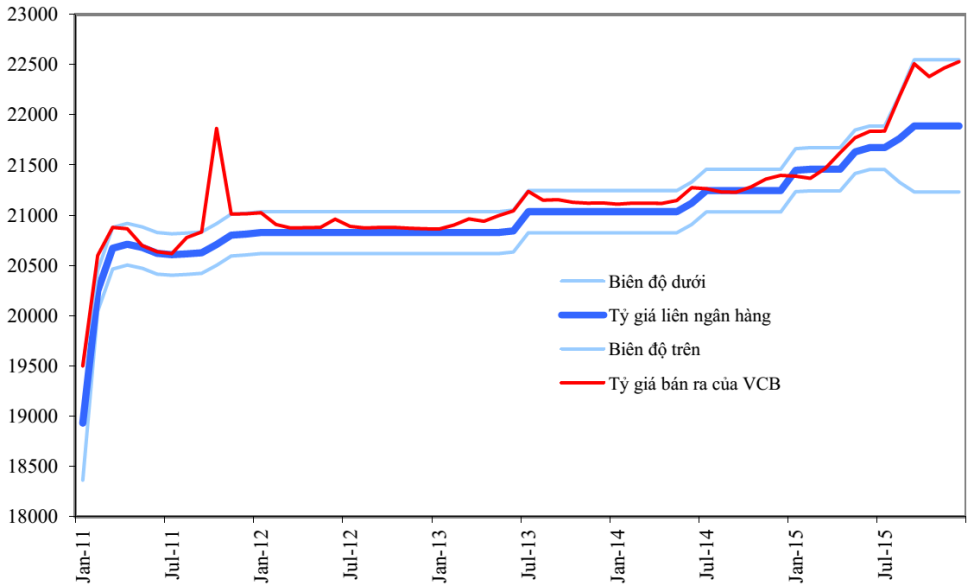
Tỷ giá thị trường

Ổn định tỷ giá cũng được coi là mục tiêu trung gian để kiểm soát lạm phát. Để ổn định tỷ giá trên thị trường, NHNN đã điều hành bằng việc điều tiết tỷ giá trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng (TGLNH) và biên độ. Kể từ ngày 26/02/1999 đến hết năm 2015, NHNN đã công bố áp dụng một chế độ tỷ giá thả nổi có điều tiết, cho phép tỷ giá trên thị trường của các Ngân hàng thương mại (NHTM) được biến động xung quanh TGLNH trong biên độ cho phép. Việc điều chỉnh TGLNH và biên độ để điều tiết tỷ giá thị trường được áp dụng linh hoạt phù hợp với các diễn biến của nền kinh tế (cụ thể xem phần sau).

NHNN còn sử dụng các biện pháp can thiệp ngoại hối và kiểm soát tín dụng USD và VND thông qua việc điều chỉnh mối quan hệ lãi suất giữa USD và VND để điều tiết cung cầu ngoại tệ trên thị trường, từ đó điều tiết tỷ giá thị trường. Đối với một nền kinh tế bị đô la hóa và phụ thuộc phần lớn vào nhập khẩu như Việt Nam, việc kiểm soát chặt chẽ huy động và cho vay bằng ngoại tệ và không để rủi ro thanh khoản có ý nghĩa hết sức quan trọng. Chính vì vậy, mỗi khi có căng thẳng cung cầu trên thị trường ngoại hối hoặc khi thị trường có vấn đề về thanh khoản ngoại tệ, NHNN thường điều chỉnh mối quan hệ lãi suất VND và USD để hạn chế sự chuyển dịch từ USD sang VND hoặc ngược lại.

Trong 7 tháng đầu năm 2011, NHNN thực hiện một số biện pháp kiểm soát tín dụng bằng ngoại tệ khi thanh khoản ngoại tệ ở mức thấp: thu hẹp các khoản vay ngoại tệ trong nước theo hướng quy định điều kiện chặt chẽ hơn đối với khách hàng không có nguồn thu ngoại tệ từ hoạt động sản xuất kinh doanh để trả nợ vay (Thông tư 07/2011/TT-NHNN ngày 24/03/2011); tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc (DTBB) bằng ngoại tệ; quy định mức lãi suất huy động vốn tối đa bằng VND và USD. Cụ thể, để lãi suất huy động USD trong và ngoài nước có mối tương quan hợp lý, góp phần ổn định thị trường tiền tệ và ngoại hối, NHNN đã quy định quy định trần lãi suất huy động VND 14%/năm (Thông tư 02/2011/TT-NHNN ngày 03/03/2011); quy định mức lãi suất huy động tối đa bằng USD của tổ chức tại TCTD từ 1% xuống 0,5%/năm, của cá nhân từ 3% xuống 2% (Thông tư 09/2011/TT-NHNN ngày 09/04/2011, Thông tư 14/2011/TT-NHNN ngày 01/06/2011). Việc điều chỉnh giảm trần lãi suất tiền gửi USD đã khuyến khích khách hàng bán USD gửi VND vào ngân hàng, giảm áp lực cầu ngoại tệ, tác động tích cực đến tỷ giá VND/USD, hạn chế bớt tình trạng đô la hóa. Mặc dù chênh lệch lãi suất vẫn khiến cho các doanh nghiệp có nhu cầu về vốn chuyển sang vay USD, huy động và tín dụng VND vẫn ở mức thấp (tương ứng tăng 1,15% và 2,72%), huy động và tín dụng bằng ngoại tệ tăng cao (tương ứng là 8,89% và 22,21%) nhưng các biện pháp nhằm bình ổn thị trường ngoại hối đã góp phần cải thiện thanh khoản ngoại tệ, tái lập thế cân bằng trên thị trường ngoại hối cũng như thúc đẩy xuất khẩu (NHNN, 2011).

Hình 3. Tỷ giá VND/USD, 2011-2015



Nguồn: Tính toán từ số liệu của NHNN

Trong năm 2012, việc NHNN giảm được mặt bằng lãi suất huy động và cho vay đã làm tăng lòng tin vào VND, khiến cho huy động ngoại tệ và cho vay ngoại tệ đều giảm hơn huy động và cho vay bằng VND, góp phần thực hiện chủ trương chuyển dần từ quan hệ huy động - cho vay sang quan hệ mua - bán ngoại tệ. Bên cạnh đó, NHNN ban hành quy định mới về cho vay bằng ngoại tệ của TCTD đối với khách hàng theo hướng thu hẹp đối tượng cho vay bằng ngoại tệ (Thông tư 03/2012/TT-NHNN ngày 08/03/2012), quy định về trạng thái ngoại tệ dương và âm cuối ngày của các TCTD giảm từ 30% xuống 20% vốn tự có (Thông tư số 07/2012/TT-NHNN ngày 20/03/2012) nhằm kiểm soát tín dụng, ổn định thị trường ngoại hối. Các biện pháp này cùng với các yếu tố khác như quản lý thị trường vàng đã góp phần ổn định tỷ giá VND/USD trong năm 2012.

Trong năm 2013-2014, tiếp nối kết quả điều hành tỷ giá năm 2012, tỷ giá thị trường được tiếp tục giữ ổn định (Hình 3). NHNN phối hợp đồng bộ các biện pháp như đưa ra mức biến động tỷ giá định hướng cả năm không quá 2% nhằm ổn định kỳ vọng; trên cơ sở đó điều hành TGLNH phù hợp với diễn biến cung cầu thị trường (tăng 1% TGLNH vào ngày 28/06/2013 và ngày 19/6/2014); mua bán ngoại tệ của NHNN được thực hiện một cách linh hoạt góp phần ổn định thị trường, hỗ trợ thanh khoản, cải thiện cán cân thanh toán và tăng dự trữ ngoại hối; phối hợp chặt chẽ, đồng bộ với điều hành lãi suất, nghiệp vụ thị trường mở (TTM), DTBB và các biện pháp khác theo hướng nâng cao vị thế, củng cố lòng tin vào VND, điều hòa vốn khả dụng giữa tiền đồng và ngoại tệ; sử dụng các biện pháp truyền thông về tỷ giá chủ động, tích cực nhằm ổn định kỳ vọng thị trường.

Sang năm 2015, tỷ giá và thị trường ngoại tệ tiếp tục được giữ ổn định nhưng được điều chỉnh linh hoạt, chủ động hơn bằng các giải pháp như điều chỉnh tăng 3% TGLNH (điều chỉnh tăng 1% vào ngày 07/01/2015, 07/05/2015 và 18/08/2015) và nới biên độ tỷ giá từ ±1% lên ±2% và ± 3% (ngày 11/08/2015 và ngày 18/08/2015) nhằm ứng phó kịp thời với các tác động bất lợi từ thị trường tài chính quốc tế; kết hợp với điều chỉnh lãi suất VND trên thị trường liên ngân hàng (LNH) hợp lý, mua bán ngoại tệ can thiệp thị trường, ban hành các quy định nhằm ngăn chặn tình trạng găm giữ, đầu cơ ngoại tệ.

2.2. Về việc điều hành các công cụ CSTT

a. Nghiệp vụ thị trường mở

Sang năm 2011, các TCTD tiếp tục gặp khó khăn trong thanh khoản. Vì vậy, NHNN tiếp tục thực hiện mua có kỳ hạn giấy tờ có giá (GTCG) nhằm cung ứng tiền cho nền kinh tế với tổng số phiên đấu thầu TTM là 431 phiên theo phương thức đấu thầu khối lượng. Thông qua hoạt động TTM, số tiền NHNN bơm ra nền kinh tế đạt 2.801 nghìn tỷ đồng, cao hơn 30% so với mức năm 2010. Lãi suất trúng thầu tăng dần từ 10% tại những phiên giao dịch đầu năm lên 15%/năm, đến cuối năm giảm xuống ở mức 14%. Trong năm 2011, NHNN không chào bán GTCG. Từ tháng 10/2011, một số TCTD có khó khăn thanh khoản tạm thời, NHNN thực hiện hỗ trợ thanh khoản thông qua TCV và nghiệp vụ TTM (NHNN, 2011).

Từ năm 2012, NHNN đã thực hiện nghiệp vụ TTM khá linh hoạt nhằm hỗ trợ thanh khoản và điều hòa vốn khả dụng dư thừa của các TCTD góp phần ổn định thị trường tiền tệ, kiểm soát lạm phát, hỗ trợ tỷ giá và mục tiêu điều hành CSTT. Khi các TCTD khó khăn thanh khoản, khó khăn vay vốn trên TTLNH thì NHNN tăng cường hỗ trợ, bơm VND ra thị trường bằng việc thực hiện chào mua GTCG, chủ yếu là kỳ hạn ngắn 7, 14, 21 ngày trong các dịp lễ tết (Bảng 2). Lãi suất chào mua được điều chỉnh giảm từ 14% xuống 7-6,5-6-5,5-5% phù hợp với mặt bằng lãi suất điều hành của NHNN. Năm 2014-2015, lãi suất chào mua trên TTM được điều chỉnh cao hơn lãi suất LNH để khuyến khích TCTD tham gia thị trường LNH và nâng cao vai trò người cho vay cuối cùng của NHNN. Để điều tiết vốn khả dụng của TCTD và trung hòa lượng cung tiền khi mua vào dự trữ ngoại tệ, NHNN kịp thời phát hành tín phiếu NHNN với khối lượng và lãi suất hợp lý, kỳ hạn thường là 28, 56, 84, 91, 154 và 182 ngày. Lãi suất trúng thầu cũng có xu hướng giảm phù hợp với diễn biến lãi suất thị trường (NHNN, 2012-2014).

Bảng 2. Việt Nam: Khối lượng giao dịch TTM, 2011-2015

	2011	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**
Chào mua					
Số phiên	431	299	257	253	

Kỳ hạn	7,14	7,14,21	7,14	7,14,21	
Số lượt thành viên	8.469	1.431	520	170	
Doanh số trúng thầu (tỷ VND)	2.801.253	449.696	179.386	101.200	145.898
Lãi suất (%)	10-15	7-14	5,5-7	5-5,5	
Chào bán					
Số phiên	Không có	79	161	231	
Kỳ hạn		28,56,91,182	28,56,91,154,182	28,56,84,91,182	
Số lượt thành viên		1.003	731	1.733	
Doanh số trúng thầu (tỷ VND)		173.958	254.863	353.661	238.154
Lãi suất (%)		3,48-12,5	1,17-7,2	2,4-4,5	

Nguồn: NHNN (2012-2014), Thông tin trên trang web NHNN Việt Nam.

b. Lãi suất tái chiết khấu, tái cấp vốn

Chính sách lãi suất trong thời gian này tiếp tục được điều chỉnh linh hoạt nhằm ổn định thị trường tiền tệ và thực hiện các mục tiêu kinh tế vĩ mô. Đầu năm 2011, NHNN tăng các lãi suất chính sách như tái cấp vốn (TCV), cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử LNH từ 9-12-13-14%, tái chiết khấu (TCK) từ 7-12-13% nhằm kiểm soát lạm phát, giữ ổn định lãi suất cơ bản và tiếp tục tăng lãi suất TCV từ 14% lên 15%/năm vào tháng 10. NHNN sử dụng linh hoạt công cụ TCV nhằm hỗ trợ vốn ngắn hạn cho các TCTD nhằm đảm bảo ổn định thanh khoản cho hệ thống (thường trước Tết), đồng thời bổ sung vốn cho vay cho các ngành sản xuất kinh doanh có hiệu quả (NHNN, 2011).

Từ tháng 3/2012, nhằm tháo gỡ khó khăn, tạo điều kiện cho sản xuất kinh doanh nhưng vẫn đảm bảo kiểm soát lạm phát và ổn định kinh tế vĩ mô, NHNN đã điều hành theo xu hướng giảm lãi suất. Trên thực tế, do lạm phát giảm khá nhanh và bền vững và hoạt động sản xuất kinh doanh gặp khó khăn, NHNN đã giảm lãi suất TCV từ 15% xuống 9-7-6,5%/năm, lãi suất TCK từ 13% xuống 7-5-4,5%/năm và lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử LNH từ 16% xuống 10-8-7,5%/năm (NHNN, 2012-2014).

Tuy nhiên trong năm 2013, hầu hết các TCTD không có nhu cầu TCV hỗ trợ thanh khoản do vốn khả dụng khá dồi dào. NHNN đã thực hiện TCV hỗ trợ nhà ở với 5 Ngân hàng thương mại (NHTM) Nhà nước theo Thông tư 11/2013/TT-NHNN ngày 15/05/2013 theo tinh thần Nghị quyết 02/NĐ-CP ngày 07/01/2013. Theo đó, NHNN thực hiện giải ngân khoản cho vay TCV khoảng 30.000 tỷ đồng đối với ngân hàng trên cơ sở dư nợ cho vay của ngân hàng đối với khách hàng, nhưng tối đa là 36 tháng kể từ ngày Thông tư 11 có hiệu lực thi hành là 01/06/2013.

Cũng trong năm 2013, nhằm triển khai Đề án Cơ cấu lại TCTD giai đoạn 2011-2015, hỗ trợ nguồn vốn hoạt động của TCTD trong quá trình xử lý nợ xấu theo Nghị định 53/2013/NĐ-CP ngày 18/05/2013, NHNN đã ban hành Thông tư 20/2013/TT-NHNN ngày 09/09/2013 về cho vay TCV trên cơ sở trái phiếu đặc biệt của Công ty quản lý tài sản của các TCTD Việt Nam (VAMC) nhưng chưa phát sinh nhu cầu TCV từ các TCTD đối với trái phiếu này.

Năm 2014, NHNN tiếp tục thực hiện TCV theo Thông tư 11 (được sửa đổi bởi Thông tư 32/2014/TT-NHNN ngày 18/11/2014) trên tinh thần Nghị quyết 02/NĐ-CP ngày 07/01/2013 và Nghị quyết 61/NĐ-CP ngày 24/08/2014 sửa đổi Nghị quyết 02 nhằm kéo dài thời gian hỗ trợ nhà ở tối đa là 15 năm thay vì 10 năm, mở rộng đối tượng mua nhà và bổ sung một số NHTM cổ phần được tham gia cho vay hỗ trợ nhà ở. Tính đến 10/03/2016, các ngân hàng đã ký hợp đồng cam kết cho vay là 30.122 tỷ đồng đối với 46.246 khách hàng, đã giải ngân theo tiến độ 21.321 tỷ đồng (NHNN, 2016).

Ngày 22/10/2015, NHNN ban hành Thông tư số 18/2015/TT-NHNN (thay thế Thông tư số 20/2013/TT-NHNN theo Nghị định số 53/2013/NĐ-CP và Nghị định 34/2015/NĐ-CP ngày 31/03/2015 sửa đổi Nghị định 53) với một số điểm mở hơn như các ngân hàng yếu kém thuộc diện bị kiểm soát đặc biệt cũng có cơ hội tiếp cận nguồn TCV, hạn mức TCV đối với TCTD đang thực hiện phương án tái cơ cấu đã được phê duyệt có thể lên tới 100% tổng mệnh giá trái phiếu đặc biệt, lãi suất TCV theo quy định của Thủ tướng Chính phủ từng thời kỳ, thấp hơn không quá 2% so với lãi suất TCV thông thường (hiện là 4,5%/năm).

Theo Báo cáo về kết quả hoạt động năm 2015 của VAMC, VAMC đã duyệt mua hơn 111 nghìn tỷ đồng nợ gốc của TCTD, phát hành trái phiếu đặc biệt gần 110 nghìn tỷ đồng. Tính đến thời điểm 31/12/2015, VAMC phát hành trái phiếu đặc biệt hơn 243 nghìn tỷ đồng. Cùng với việc mua nợ, VAMC cũng đã phối hợp với các TCTD thực hiện tốt việc thu hồi nợ, thanh toán trái phiếu đặc biệt. Từ năm 2013 đến 31/12/2015, đã thu hồi nợ được 22.783 tỷ đồng (bao gồm thu từ bán nợ, tài sản bảo đảm…), đạt 228% so với kế hoạch đầu năm đã đề ra; thanh toán trái phiếu đặc biệt cho các TCTD với giá trị 11.737,8 tỷ đồng. Những kết quả đạt được trong năm 2015 của VAMC đã góp phần quan trọng đưa tỷ lệ nợ xấu của hệ thống Ngân hàng xuống 2,72% vào cuối tháng 11/2015.

c. Dự trữ bắt buộc

Từ năm 2011, tỷ lệ DTBB đối với tiền gửi bằng VND không có gì thay đổi, tuy nhiên tỷ lệ DTBB đối với tiền gửi bằng ngoại tệ liên tục được điều chỉnh. Từ tháng 5/2011, tỷ lệ DTBB đối với tiền gửi bằng ngoại tệ được điều chỉnh theo hướng tăng từ 4% lên 6%-7%-8% đối với không kỳ hạn và kỳ hạn dưới 12 tháng và từ 2% lên 4%-5%-

6% đối kỳ hạn trên 12 tháng (Quyết định 750/QĐ-NHNN ngày 09/04/2011, Quyết định 1209/QĐ-NHNN ngày 01/06/2011 và Quyết định 1925/QĐ-NHNN ngày 26/08/2011). Đồng thời, NHNN giảm lãi suất tiền gửi vượt dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi bằng ngoại tệ của các TCTD tại NHNN từ 0,1%/năm xuống còn 0,05%/năm (Quyết định số 2209/QĐ-NHNN ngày 06/10/2011). Đây là động thái của NHNN nhằm giảm nguồn cung vốn ngoại tệ, góp phần thực thi CSTT thắt chặt từ tháng 11/2010. Việc tăng tỷ lệ DTBB bằng ngoại tệ đối với các NHTM là nhằm hạn chế tăng trưởng tín dụng ngoại tệ bởi vì trong 5 tháng đầu năm, tín dụng ngoại tệ tăng 18,9% (cao hơn nhiều so với mức tăng tín dụng VND là 2,59%) dù NHNN đã có Thông tư số 07/2011/TT-NHNN thu hẹp đối tượng được vay ngoại tệ để hạn chế được các nhu cầu vay vốn bằng ngoại tệ và chuyển dần quan hệ huy động - cho vay bằng ngoại tệ sang quan hệ mua - bán. Tăng tỷ lệ DTBB bằng ngoại tệ cũng sẽ làm cho chi phí vốn vay ngoại tệ đắt hơn lên, nhằm hạn chế tình trạng vay vốn ngoại tệ với lãi suất rẻ để chuyển thành vốn VND kinh doanh. Từ tháng 9/2011 cho đến nay, tỷ lệ DTBB được duy trì không đổi.

d. Tỷ giá trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng

Ổn định tỷ giá góp phần kiểm soát lạm phát. NHNN đã dùng TGLNH để điều tiết tỷ giá của các NHTM được phép dao động trong biên độ. Điểm đặc biệt của giai đoạn 2011-2015 là ngoài năm đầu và năm cuối của giai đoạn, TGLNH được điều chỉnh mất giá khá mạnh, TGLNH đã được cố định trong một khoảng thời gian tương đối dài, trong đó giai đoạn dài nhất kéo dài 18 tháng từ 24/12/2011 đến 27/06/2013, tỷ giá được cố định ở mức giá VND20.828/USD và giai đoạn thứ hai kéo dài 12 tháng từ 28/06/2013 đến 18/06/2014 ở mức VND21.036/USD. Năm 2011, TGLNH được điều chỉnh mất giá nhiều nhất khoảng 10%. Giai đoạn 2012-2014, tỷ giá được điều tiết rất ổn định, mất giá cả giai đoạn khoảng 2%. Năm 2015, TGLNH được điều chỉnh mất giá 5% (tỷ giá tăng 3% và biên độ mở rộng 2%) nhằm đối phó với việc Nhân dân tệ giảm giá mạnh và đón đầu các tác động nếu FED điều chỉnh tăng lãi suất. Tỷ giá của các NHTM được phép giao dịch trong biên độ ±1% từ năm 2011 và biên độ được mở rộng hai lần lên ±2% và ±3% vào tháng 8/2015. Hình 3 cho thấy mỗi lần tỷ giá của NHTM kịch trần biên độ, NHNN lại điều chỉnh bằng cách nâng TGLNH hoặc mở rộng biên độ.

e. Kiểm soát tín dụng

Bên cạnh các công cụ CSTT, NHNN còn thực hiện kiểm soát quy mô, chất lượng tín dụng, đảm bảo an toàn hệ thống, tháo gỡ khó khăn cho doanh nghiệp, góp phần thực hiện chủ trương hạn chế tình trạng đô la hóa, ổn định thị trường. Năm 2011, trước hai thách thức lớn của nền kinh tế là lạm phát cao và khu vực sản xuất gặp nhiều khó khăn, NHNN đã áp dụng cơ chế điều hành mới là xây dựng và công bố chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng hàng năm thay cho việc các TCTD sẽ tự quyết trong giai đoạn trước, quy định rõ

những lĩnh vực không khuyến khích và các lĩnh vực ưu tiên để các TCTD chủ động kế hoạch cung ứng vốn cho phù hợp. Ngoài ra, NHNN cũng định hướng các TCTD xây dựng chính sách phải hướng tới khách hàng nhiều hơn và chính sách tín dụng mang tính tổng thể, phù hợp với từng lĩnh vực ngành nghề sản xuất. NHNN cũng chỉ đạo các TCTD xem xét cơ cấu lại nợ, miễn giảm lãi suất cho khách hàng, tiếp tục cho vay mới để có vốn tiếp tục sản xuất, vượt qua khó khăn.

Các giải pháp chủ yếu trong năm 2011 là yêu cầu các TCTD kiểm soát tốc độ tăng trưởng tín dụng, điều chỉnh cơ cấu và nâng cao chất lượng tín dụng, tập trung vốn tín dụng cho sản xuất, kinh doanh, giảm tốc độ và tỷ trọng dư nợ cho vay với lĩnh vực phi sản xuất so với tổng dư nợ đến cuối năm 2011 là 16%; thực hiện kiểm soát tăng trưởng tín dụng ngoại tệ thông qua tỷ lệ dự trữ bắt buộc bằng ngoại tệ, nâng cao hệ số rủi ro của một số tài sản ngoại tệ từ 20% lên 50%, thu hẹp đối tượng cho vay bằng ngoại tệ và giảm trần lãi suất huy động vốn tối đa bằng USD.

Từ năm 2012, do lạm phát được kiểm soát, NHNN thực hiện điều hành tín dụng theo hướng mở rộng tín dụng đi đôi với an toàn hoạt động của các TCTD. NHNN đã giao chỉ tiêu tốc độ tăng trưởng tín dụng tối đa cho các nhóm TCTD, trong quá trình thực hiện có điều chỉnh; tiếp tục quy định tỷ trọng dư nợ cho vay đối với các lĩnh vực không khuyến khích so với tổng dư nợ cho vay không quá 16%, tiếp tục kiểm soát tín dụng ngoại tệ đồng thời xử lý linh hoạt các trường hợp cần thiết cần phải cho vay bằng ngoại tệ. Các giải pháp nhằm tháo gỡ khó khăn cho hoạt động sản xuất kinh doanh theo chủ trương của NHNN như giảm lãi suất cho vay và tiết kiệm chi phí để tạo điều kiện mở rộng tín dụng; rà soát, đánh giá khả năng trả nợ của khách hàng; cơ cấu lại thời hạn trả nợ; cơ cấu lại các khoản vay; tư vấn, tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp có triển vọng phát triển, có sản phẩm đáp ứng yêu cầu của thị trường nhưng đang gặp khó khăn về tài chính vay được vốn ngân hàng để phục vụ sản xuất kinh doanh; khuyến khích cho vay mô hình liên kết sản xuất theo chuỗi giá trị gia tăng sản phẩm và ứng dụng công nghệ cao trong sản xuất nông nghiệp; nhiều chính sách tín dụng mang tính đặc thù với các ngành, lĩnh vực, sản phẩm chủ lực của nền kinh tế hoặc có liên quan đến đời sống của người dân như chương trình cho vay tạm trữ lúa gạo, chương trình cho vay theo vụ mùa, chương trình tín dụng dành cho cá tra, tôm, cho vay tái canh cây cà phê giai đoạn 2014–2020, cho vay đóng mới và nâng cấp tàu khai thác hải sản xa bờ, cho vay hỗ trợ nhà ở theo Nghị quyết 02/NQ-CP.

3. Đánh giá thực trạng điều hành CSTT ở Việt Nam

3.1. Một số kết quả đạt được

Nhìn chung cả giai đoạn, CSTT đã thành công ở chỗ kiểm soát được lạm phát và tăng trưởng ở mức hợp lý. Đặc biệt, năm 2015 được coi là một năm thành công của

CSTT. Với ý nghĩa là năm cuối cùng quyết định việc hoàn thành Kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội 5 năm 2011-2015, NHNN đã phối hợp chặt chẽ với các bộ, ngành và điều hành CSTT kiểm soát lạm phát ở mức 0,63% (thấp hơn rất nhiều so với mục tiêu khoảng 5%), góp phần hỗ trợ tăng trưởng kinh tế ở mức 6,68%, cao hơn năm 2014 và cao hơn mục tiêu.

Lãi suất thị trường được điều chỉnh giảm, tương đối phù hợp với điều kiện kinh tế vĩ mô cũng như khả năng tiếp cận của doanh nghiệp; đường cong lãi suất đã dần được hình thành, theo đó kỳ hạn ngắn có lãi suất thấp, kỳ hạn dài có lãi suất cao hơn.

Ngoài năm đầu và năm cuối, tỷ giá thị trường được điều chỉnh ổn định thông qua việc điều tiết TGLNH, các biện pháp can thiệp ngoại hối, điều chỉnh lãi suất giữa VND và USD để kiểm soát tín dụng, từ đó góp phần bình ổn thị trường ngoại hối, cải thiện thanh khoản ngoại tệ, hỗ trợ xuất khẩu. Từ cuối năm 2011, NHNN đã mua được ngoại tệ trên thị trường, nâng dự trữ ngoại hối lên 13,5 tỷ USD và 48,8 tỷ USD năm 2015.

Nghiệp vụ TTM, công cụ TCV, TCK được sử dụng khá linh hoạt nhằm hỗ trợ thanh khoản và điều hòa vốn khả dụng dư thừa của các TCTD góp phần ổn định thị trường tiền tệ, kiểm soát lạm phát, hỗ trợ tỷ giá và mục tiêu điều hành CSTT. Ngoài ra, công cụ TCV còn được sử dụng để thực hiện cho vay hỗ trợ nhà ở giải quyết vấn đề thị trường bất động sản đóng băng, hỗ trợ triển khai Đề án Cơ cấu lại TCTD.

Chính sách tín dụng theo hướng tháo gỡ khó khăn cho khu vực sản xuất, kinh doanh, hỗ trợ đắc lực chuyển dịch cơ cấu và chuyển đổi mô hình tăng trưởng, phù hợp với năng lực của từng TCTD và đảm bảo an toàn cho toàn hệ thống.

Tóm lại, việc điều hành CSTT giai đoạn 2011-2015 đã thực hiện đúng chủ trương định hướng và quan điểm chỉ đạo điều hành về CSTT thể hiện trong các Nghị quyết của Chính phủ, phù hợp với yêu cầu tái cơ cấu nền kinh tế, đổi mới mô hình tăng trưởng, diễn biến của kinh tế vĩ mô và thị trường trong nước và quốc tế. Về cơ bản, lạm phát đã được kiềm chế ở mức thấp; ổn định kinh tế vĩ mô; hỗ trợ tăng trưởng kinh tế tăng dần hợp lý; về cơ bản kiểm soát được tổng phương tiên thanh toán và tín dụng; bảo đảm thanh khoản cho các TCTD và hoạt động của các TCTD được an toàn; tạo điều kiện cho doanh nghiệp tháo gỡ khó khăn, thúc đẩy sản xuất kinh doanh; giảm mặt bằng lãi suất và giữ tỷ giá ổn định phù hợp với diễn biến tiền tệ và các cân đối vĩ mô; dự trữ ngoại hối tăng lên; cán cân thanh toán được cải thiện; hoạt động trên thị trường LNH và TTM có chuyển biến tích cực hơn; ổn định thị trường vàng và giảm nợ xấu từ 17% tháng 9/2012 xuống 2,7% tháng 11/2015; NHNN đã tự chủ hơn trong hoạch định, điều hành và thực thi CSTT.

3.2. Một số điểm cần trao đổi thêm

a. Về các mục tiêu của CSTT

Luật NHNN 2010, Nghị quyết của Chính phủ, Báo cáo của Chính phủ, Chỉ thị của Chính phủ và NHNN qua các năm vẫn đặt mục tiêu kiểm soát lạm phát hàng đầu nhưng để ổn định kinh tế vĩ mô, mục tiêu tăng trưởng vẫn được ưu tiên. Do đó các biện pháp chính sách vẫn chưa tập trung vào giải quyết vấn đề lạm phát, vào nguyên nhân chính của lạm phát ở Việt Nam như phụ thuộc giá thế giới (xăng dầu, thép, lương thực, thực phẩm…), sản xuất hàng hóa phụ thuộc vào nhập khẩu và hiện tượng nhập khẩu lạm phát, thâm hụt ngân sách, doanh nghiệp nhà nước và đầu tư công tràn lan không hiệu quả, chi phí sản xuất cao do một số vấn đề nội tại và cơ cấu kinh tế, việc chuyển đổi từ giá bao cấp, chỉ đạo hành chính của một số mặt hàng chịu sự quản lý về giá sang giá thị trường.

Việc theo đuổi một CSTT đa mục tiêu dẫn đến mục tiêu cuối cùng của CSTT là chỉ tiêu lạm phát và GDP trong 5 năm qua thường xuyên không đạt được. Điều này thể hiện công tác dự báo còn chưa tốt, liều lượng của các biện pháp can thiệp còn chưa phù hợp và can thiệp còn chưa bền vững. Hậu quả của CSTT nới lỏng giai đoạn 7/2008-10/2010 dẫn đến áp lực lạm phát từ năm 2010. Trước bối cảnh đó, NHNN thực hiện CSTT thắt chặt nhằm mục tiêu kiềm chế lạm phát từ tháng 11/2010 đến tháng 2/2012 nhưng lạm phát năm 2011 vẫn tăng cao ở mức 18,58% so với mức 9,19% năm 2010, hậu quả là tăng trưởng kinh tế chậm lại, tình hình kinh tế khó khăn. Do vậy, từ tháng 3/2012 đến nay, NHNN thực hiện CSTT nới lỏng nhằm giảm lãi suất, tháo gỡ khó khăn cho doanh nghiệp. Đây là bước đi đúng đắn góp phần hỗ trợ kinh tế tăng trưởng, lạm phát cũng được kiểm soát ở mức thấp, một phần do chi phí đầu vào sản xuất giảm do giá thế giới giảm từ năm 2013 cho đến nay.

NHNN điều tiết lượng cung tiền M2, tín dụng, lãi suất thị trường và tỷ giá hối đoái nhằm đạt được mục tiêu cuối cùng là kiểm soát lạm phát và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Tăng trưởng M2 và tín dụng thường không đạt được chỉ tiêu định hướng được giao. Việc điều tiết tăng trưởng M2 còn khó khăn do M2 bao gồm tiền mặt và tiền gửi bằng VND và USD. Đối với một nền kinh tế dùng nhiều tiền mặt như Việt Nam, tình trạng đô la hóa và vàng trong dân cư còn cao và vẫn còn tồn tại thị trường ngoại hối phi chính thức, việc tính toán, dự báo và điều tiết M2 không hề đơn giản. Ngoài ra, sự biến đổi cơ cấu của nền kinh tế kể từ khi đổi mới, sự hội nhập ngày càng sâu rộng vào các thị trường tài chính quốc tế đã tạo ra nhiều dịch vụ và tài sản mới, các dòng vốn di chuyển nhiều hơn và sự thay đổi nhanh chóng khung thể chế cũng như khu vực tài chính khiến cho việc dự đoán mối quan hệ ổn định cho các biến số kinh tế vĩ mô như M2 và lạm phát trở nên khó khăn. Thêm vào đó, nền kinh tế còn chịu ảnh hưởng nhiều của các cú sốc (các điều chỉnh về giá cả các mặt hàng chịu sự quản lý về giá và các cải cách thuế khóa, cú sốc giá gạo và dầu và các cú sốc nguồn cung như các cú sốc cung thực phẩm) khiến việc kiểm soát và dự đoán trước cung cầu tiền tệ trở nên phức tạp hơn.

Tăng trưởng tín dụng cũng theo mệnh lệnh hành chính, chưa quan tâm đến chất lượng tín dụng. Khả năng kiểm soát tín dụng của NHNN vẫn còn hạn chế do trên thị trường vẫn tồn tại cho vay theo chính sách, theo chỉ đạo mà không dựa vào các lý do thương mại.

Lãi suất thị trường chịu sự điều tiết bởi các mệnh lệnh hành chính chứ chưa theo các lãi suất điều hành của NHNN và theo cung cầu vốn trên thị trường, do đó làm giảm tác dụng của các công cụ lãi suất chính sách, TTM và DTBB. Việc quy định trần lãi suất huy động, lãi suất cho vay còn dẫn đến hậu quả là có lúc NHNN không kịp thay đổi trần lãi suất trong khi lạm phát đã giảm, điều này gây thiệt hại cho người gửi tiền (do lãi suất thực âm) hoặc NHNN phải ra các quy định khuyến khích các TCTD giảm lãi suất của các khoản vay cũ ở mức cao về các mức lãi suất thấp hơn theo quy định trần lãi suất mới. Điều này có thể dẫn đến hậu quả là các TCTD tìm cách phá trần (bằng các biện pháp trá hình, ngoài sổ sách, hoa hồng), tham gia vào cuộc đua cạnh tranh lãi suất, từ đó làm tăng rủi ro thanh khoản, rủi ro đạo đức cho toàn hệ thống.

Điều tiết ổn định tỷ giá thị trường còn khó khăn thể hiện ở chỗ đầu cơ ngoại tệ và những bất cân đối về cung cầu ngoại tệ thường xuyên diễn ra, nhất là khi có các cú sốc bên ngoài từ bên ngoài như Trung Quốc phá giá đồng Nhân dân tệ và Fed tăng lãi suất, khiến cho tỷ giá biến động khôn lường và NHNN thường xuyên phải can thiệp điều chỉnh tỷ giá bằng các biện pháp như quản lý chặt chẽ tín dụng ngoại tệ; duy trì trần lãi suất huy động ngoại tệ ở mức thấp; đảm bảo tỷ lệ hợp lý giữa lãi suất VND và USD, tỷ lệ dự trữ bắt buộc cao đối với tiền gửi ngoại tệ nhằm hạn chế tình trạng đô la hóa, đầu cơ và găm giữ ngoại tệ; quản lý chặt chẽ thị trường vàng; điều tiết thanh khoản VND dư thừa trên TTM thông qua phát hành tín phiếu NHNN.

b. Về việc điều hành các công cụ CSTT

Nghiệp vụ thị trường mở

Mặc dù nghiệp vụ TTM có mục tiêu là điều tiết vốn khả dụng hàng ngày của TCTD nhưng khả năng điều tiết còn bị hạn chế do bị giới hạn bởi tốc độ tăng của M2. Hàng hóa trên thị trường còn chưa đa dạng về chủng loại và thời hạn, chủ yếu là tín phiếu kho bạc và tín phiếu NHNN. Đối với chào mua GTCG, phương thức chủ yếu là đấu thầu khối lượng nhằm mục đích hỗ trợ thanh khoản cho các TCTD gặp khó khăn vay vốn trên thị trường TTLNH nên không tạo ra sự cạnh tranh về lãi suất để hạ lãi suất thị trường. Năm 2014-2015, lãi suất chào mua trên TTM được điều chỉnh cao hơn lãi suất LNH để khuyến khích TCTD tham gia thị trường LNH và nâng cao vai trò người cho vay cuối cùng của NHNN. Do vậy, các mức lãi suất trên thị trường hình thành ở các phiên đấu thầu không hoàn toàn hình thành theo quan hệ cung cầu. Ngoài ra, các NHTM nhỏ và

không sở hữu nhiều GTCG thì khó đủ điều kiện thành viên để tham gia TTM. Do vậy, số thành viên tham gia mỗi phiên đấu thầu khá ít.

Lãi suất tái chiết khấu, tái cấp vốn

NHNN sử dụng các công cụ lãi suất chính sách để điều tiết mục tiêu trung gian là lãi suất thị trường để nhằm đạt được mục tiêu của CSTT. Lãi suất TCK được coi là lãi suất sàn, lãi suất TCV là lãi suất trần, lãi suất cơ bản là lãi suất định hướng thị trường. Hình 2 cho thấy lãi suất TCV và TCK chưa tạo thành hành lang lãi suất cho lãi suất thị trường; lãi suất TTM, lãi suất cơ bản không mang tính chất là lãi suất cơ sở, định hướng thị trường. Bởi vì thực tế NHNN trực tiếp quyết định các mức lãi suất cho vay và huy động vốn của các TCTD (quy định trần lãi suất) nên công cụ lãi suất điều hành của NHNN đã không phát huy hết tác dụng vai trò định hướng thị trường.

Công cụ TCV trong thời gian qua thường được sử dụng với thời hạn ngắn nhằm hỗ trợ thanh khoản cho TCTD, thường vào trước các dịp lễ tết. TCV chưa phát huy hiệu quả vai trò cung ứng vốn ngắn hạn và phương tiện thanh toán cho các TCTD, chưa tác động được nhiều đến cung cầu vốn và các loại lãi suất trên thị trường. Nguyên nhân là trong điều kiện lạm phát gia tăng, sử dụng TCV hỗ trợ thanh khoản cho các TCTD có thể làm tăng lượng cung tiền và gây thêm áp lực kiểm soát lạm phát. Ngoài ra, NHNN chỉ được cho vay TCV trong giới hạn mức tăng M2 đã được phê duyệt và nhiều TCTD cần vay nhưng không đáp ứng điều kiện được vay TCV. Thêm vào đó, mức lãi suất TCV thấp hơn lãi suất thị trường còn tạo cơ hội cho một số TCTD có điều kiện vay được vốn giá rẻ từ nguồn TCV mang đi cho vay lại chứ không huy động vốn từ nền kinh tế, từ đó làm gia tăng rủi ro trên thị trường tiền tệ. Bên cạnh việc sử dụng TCV nhằm hỗ trợ thanh khoản, công cụ TCV còn được sử dụng để hỗ trợ nhà ở, hỗ trợ xử lý nợ xấu nhưng kết quả còn chưa rõ ràng.

Dự trữ bắt buộc

Từ tháng 9/2011 cho đến nay, tỷ lệ DTBB được duy trì không đổi chứng tỏ công cụ DTBB không phát huy tác dụng trong việc kiểm soát cơ số tiền MB, từ đó không có tác động đến lượng cung tiền. Việc quy định DTBB chưa bao trùm toàn bộ khối lượng tiền trong nền kinh tế nên hạn chế khả năng kiểm soát cung tiền của NHNN qua công cụ này. Vẫn còn một số loại như tiền gửi của các TCTD, tiền kí quỹ, tiền nhận ủy thác chưa thực hiện DTBB. Trong điều kiện hội nhập ngày này, với khả năng vay nước ngoài cũng như thu hút nguồn vốn đầu tư phát triển của Việt Nam thì loại tiền gửi chưa phải DTBB ngày càng lớn và tác động không nhỏ đến luân chuyển tiền tệ của Việt Nam và ảnh hưởng phần nào đến khả năng kiểm soát tiền tệ của công cụ DTBB. Ngoài ra, các NHTM Nhà nước, NHTM Cổ phần, ngân hàng hàng liên doanh, chi nhánh ngân hàng nước ngoài, công ty tài chính, công ty cho thuê tài chính với các quy mô, trình độ phát triển

khác nhau đều được áp dụng cùng một mức DTBB, do vậy, nhiều khi quyết định thay đổi tỷ lệ DTBB cần phải cân nhắc, đặc biệt đối với các ngân hàng quy mô nhỏ, mức độ an toàn thấp hoặc đang gặp vấn đề về thanh khoản.

Tỷ giá trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng

NHNN thường xuyên phải can thiệp điều chỉnh TGLNH để ổn định tỷ giá thị trường. Điều này đòi hỏi phải có dự trữ ngoại hối dồi dào để đảm bảo khả năng can thiệp, tuy nhiên, Việt Nam lại là nước có thâm hụt thương mại dai dẳng và dự trữ ngoại tệ mỏng, mặc dù có cải thiện trong những năm gần đây nhưng chưa thể hiện tính bền vững. Duy trì tỷ giá cố định còn không phù hợp trong bối cảnh tự do hóa tài khoản vốn, khi Việt Nam đang gia nhập ngày càng sâu rộng các Hiệp định và Cộng đồng thương mại tự do.

4. Một số đề xuất điều hành CSTT ở Việt Nam giai đoạn 2016-2020

Với mục tiêu tổng quát của Kế hoạch phát triển kinh tế xã hội 5 năm 2016-2020 như đã nêu ở trên, trong đó tập trung vào việc kiểm soát lạm phát để ổn định kinh tế vĩ mô, dưới đây là một số đề xuất điều hành CSTT trong thời gian tới.

Thứ nhất, tiếp tục trao quyền độc lập cho NHNN trong việc điều hành CSTT. Khi được trao quyền độc lập trong việc điều hành CSTT, NHNN chủ động trong việc xác định mục tiêu cũng như các công cụ CSTT để điều hành chính sách nhằm đạt được mục tiêu đã đặt ra. Trên cơ sở đó, NHNN có thể chủ động nâng cao năng lực điều hành của mình thông qua việc củng cố, hoàn thiện bộ máy và nâng cao hiệu quả hoạt động các chức năng cơ bản của NHNN; tăng cường tính minh bạch của CSTT, tính minh bạch và độ tin cậy về dữ liệu, nâng cao chất lượng nguồn thông tin; tăng cường khả năng dự báo rủi ro và thay đổi trong thị trường tài chính quốc tế; xây dựng cơ chế truyền dẫn CSTT, nâng cao hiệu quả CSTT thông qua công cụ CSTT; phát triển thị trường tài chính và thị trường ngoại hối; và phát triển hệ thống thanh tra, giám sát và phối hợp xây dựng mạng lưới an ninh tài chính quốc gia.

Thứ hai, luôn coi kiểm soát lạm phát là mục tiêu hàng đầu của CSTT, coi ổn định giá cả là mục tiêu trong dài hạn nhưng có thể cho phép giá cả tăng lên ở một mức độ nhất định trong ngắn hạn để giảm bớt sự bất ổn đối với tăng trưởng kinh tế. Khi có sự mẫu thuẫn giữa mục tiêu kiểm soát lạm phát và tăng trưởng kinh tế thì dành ưu tiên cho kiểm soát lạm phát.

Thứ ba, nghiên cứu vận hành tốt chế độ tỷ giá thả nổi có quản lý mà NHNN mà NHNN tuyên bố áp dụng đầu năm 2016. Trước mắt, Việt Nam cần chuẩn bị lộ trình phù hợp cho việc chuyển đổi sang cơ chế tỷ giá linh hoạt hơn. Trong quá trình chuyển đổi, khi tỷ giá chưa được thả nổi mà vẫn được điều tiết ổn định, mỗi khi có mẫu thuẫn giữa ổn định tỷ giá và mục tiêu lạm phát thì NHNN cần ưu tiên cho mục tiêu lạm phát. Song song

với việc cho phép tỷ giá linh hoạt hơn có thể tiến hành các biện pháp nhằm xây hệ thống quản trị rủi ro, phát triển thị trường ngoại hối và sau đó là chính sách can thiệp hợp lý của NHNN. Việc tăng cường sức mạnh cho hệ thống ngân hàng, cải cách khu vực tài chính và nâng cao năng lực sản xuất của nền kinh tế nên được thực hiện ngay từ đầu, khi bắt đầu hoặc trước khi thực hiện chuyển đổi tỷ giá. Việc mở cửa tài khoản vốn nên được thực hiện song song với việc linh hoạt tỷ giá.

Thứ tư, trên cơ sở lạm phát đang được duy trì ở mức thấp và chế độ tỷ giá được áp dụng từ năm 2016 đã linh hoạt hơn, NHNN nghiên cứu việc áp dụng chính sách mục tiêu lạm phát (CSMTLP). Chế độ tỷ giá linh hoạt cùng với CSMTLP làm cái neo danh nghĩa sẽ làm tăng độ tin cậy cho chế độ tỷ giá mới được áp dụng, kết hợp với việc trao cho NHNN tính độc lập trong điều hành CSTT sẽ góp phần thực hiện đổi mới việc điều hành CSTT theo hướng chủ động, linh hoạt hơn nhằm đạt mục tiêu nhằm kiểm soát lạm phát. Việc áp dụng CSMTLP bao gồm việc chuyển đổi sang CSMTLP, xây dựng khung thể chế cho CSMTLP và vận hành CSMTLP. Việc chuyển đổi sang CSMTLP nhằm tập trung hoàn thiện các điều kiện còn thiếu cho việc áp dụng một CSMTLP đầy đủ. Xây dựng khung thể chế cho CSMTLP bao gồm xây dựng khung pháp lý cho NHNN thực hiện CSMTLP, lựa chọn và xác định mục tiêu lạm phát và thực hiện công tác truyền thông để thể hiện tính minh bạch và trách nhiệm giải trình của NHNN. Vận hành CSMTLP bao gồm nâng cao năng lực dự báo lạm phát, xây dựng kênh truyền dẫn CSTT trong nền kinh tế phù hợp với Việt Nam nhấn mạnh ổn định giá cả là mục tiêu chính của CSTT và lãi suất ngắn hạn là mục tiêu hoạt động, và vận hành chính sách thông qua những công cụ gián tiếp như là dự trữ bắt buộc, nghiệp vụ thị trường mở, lãi suất tái cấp vốn để duy trì mục tiêu hoạt động ở mức mong muốn.

Thứ năm, phối hợp đồng bộ giữa các chính sách kinh tế vĩ mô, tăng cường thực hiện chế độ tỷ giá hối đoái linh hoạt, điều chỉnh lạm phát thông qua lãi suất và duy trì mức tăng trưởng tín dụng hợp lý, kết hợp giữa chính sách tài khóa với CSTT và chính sách tỷ giá, tạo điều kiện cho sự phát triển thị trường tài chính trong nước và duy trì tính thanh khoản của thị trường ngoại hối, đảm bảo cho các luồng vốn chu chuyển phù hợp với trình độ phát triển của hệ thống tài chính và khả năng giám sát các luồng vốn quốc tế.

Thứ sáu, nghiên cứu phát triển các công cụ CSTT, xây dựng phương pháp xác định lãi suất điều hành của NHNN và cơ chế điều hành lãi suất dựa trên cung cầu thị trường, đa dạng hàng hóa cho TTM, sử dụng phương pháp đấu thầu lãi suất. Tiếp tục triển khai các giải pháp tín dụng theo hướng tháo gỡ khó khăn, hỗ trợ doanh nghiệp, đảm bảo cung ứng vốn cho các ngành nghề quan trọng.

Kết luận

Việc điều hành CSTT giai đoạn 2011-2015 đã đạt được những thành công nhất định, đặc biệt là lạm phát đã được kiềm chế ở mức thấp và hỗ trợ tăng trưởng kinh tế hợp lý. Trong thời gian tới, để thực hiện tốt kế hoạch phát triển kinh tế-xã hội giai đoạn 2016-2020 với các giải pháp kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô và thúc đẩy tăng trưởng, tác giả đề xuất NHNN tiếp tục thực hiện chính sách tiền tệ chủ động, linh hoạt, phối hợp chặt chẽ với chính sách tài khóa và những chính sách kinh tế vĩ mô khác theo hướng thực hiện quá trình chuyển đổi sang chế độ tỷ giá thả nổi có quản lý và CSMTLP. Trong quá trình chuyển đổi sẽ chuẩn bị mọi điều kiện cần thiết để áp dụng thành công chế độ tỷ giá linh hoạt hơn kết hợp với CSMTLP.

Tài liệu tham khảo

1. Chính phủ (2006-2010), *Tình hình kinh tế - xã hội năm 2006, 2007, 2008, 2009, 2010.*
2. Chính phủ (2011-2015), *Tình hình kinh tế - xã hội năm 2011, 2012, 2013, 2014, 2015.*
3. Chính phủ (2016), *Báo cáo đánh giá bổ sung kết quả thực hiện nhiệm vụ phát triển kinh tế-xã hội năm 2015, kết quả thực hiện 5 năm 2011-2015 và kế hoạch phát triển kinh tế-xã hội 5 năm 2016-2020*, Kỳ họp thứ 11, Quốc hội Khóa XIII.
4. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2011-2014), *Báo cáo thường niên 2011, 2012, 2013, 2014.*
5. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2016), *Thông cáo báo chí về chương trình cho vay hỗ trợ nhà ở*, Nghị quyết 02/NQ-CP ngày 23/03/2016.