

1. Mục tiêu cuối cùng của chính sách tiền tệ là gì? Tại sao khi thực hiện các mục tiêu của chính sách tiền tệ, NHTW phải thiết lập các mục tiêu trung gian?

Trả lời:

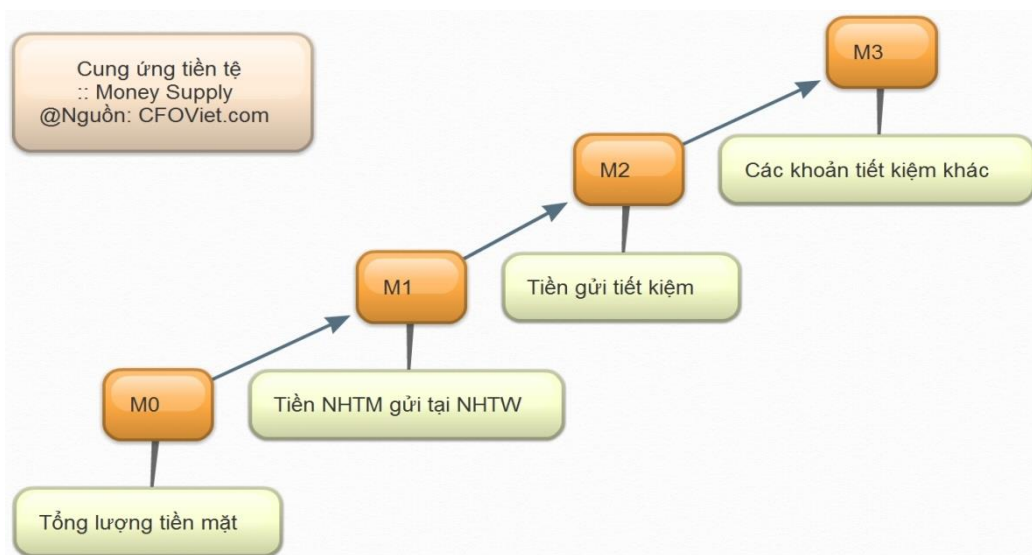
- **Khái niệm**

Chính sách tiền tệ, là một bộ phận trong tổng thể hệ thống chính sách kinh tế của nhà nước để thực hiện việc quản lý vĩ mô đối với nền kinh tế nhằm đạt được những mục tiêu kinh tế - xã hội trong từng giai đoạn nhất định.

- **Các mục tiêu của chính sách tiền tệ**

Bằng việc sử dụng các công cụ của CSTT, NHTW không thể tác động trực tiếp và ngay lập tức đến các mục tiêu cuối cùng của CSTT như: giá cả, sản lượng, công ăn việc làm... NHTW của tất cả các nước thường xác định các chỉ tiêu cần đạt được trước khi đạt được mục tiêu cuối cùng. Các chỉ tiêu này thường chia thành hai loại: mục tiêu trung gian và mục tiêu hoạt động.

1. Mục tiêu trung gian là chỉ tiêu được NHTW lựa chọn để đạt được mục đích cuối cùng của CSTT. Các chỉ tiêu thường được sử dụng làm mục tiêu trung gian là tổng khối lượng tiền cung ứng (M1, M2 hay M3) hoặc mức lãi suất thị trường (ngắn và dài hạn).



$M_0 =$ Tổng lượng tiền mặt do NHTW phát hành đang được lưu thông (Tiền cơ sở; Tiền hẹp; Tiền mặt có thể chi tiêu ngay lập tức).

$M_1 = M_0 +$ Tiền mà các ngân hàng thương mại gửi tại ngân hàng trung ương (Đồng tiền mạnh)

$M_2 = M_1 +$ Chuẩn tề (tiền gửi tiết kiệm, tiền gửi có kỳ hạn... tại các tổ chức tín dụng) (Tiền rộng; Tiền gửi tiết kiệm không thể chi tiêu ngay được)

$M_3 = M_2 +$ tất cả các khoản tiết kiệm khác gửi tại các tổ chức tín dụng (Trái phiếu quốc gia, tín phiếu, ...).

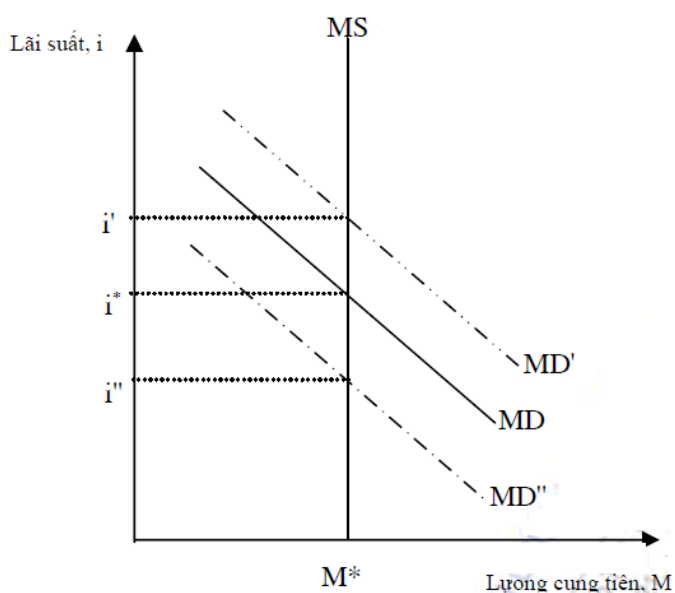
Tiêu chuẩn của mục tiêu trung gian cần phải thoả mãn các tiêu chuẩn sau:

- *Có thể đo lường được:* Các mục tiêu trung gian phải là các chỉ tiêu có thể đo lường được một cách chính xác và nhanh chóng bởi vì các chỉ tiêu này chỉ có ích khi nó phản ánh được tình trạng của CSTT nhanh hơn mục tiêu cuối cùng. NHTW có thể dựa vào các mục tiêu này để điều chỉnh hướng tác động khi cần thiết.
- *NHTW có thể kiểm soát được:* Khi NHTW có khả năng kiểm soát mục tiêu trung gian, nó có thể điều chỉnh mục tiêu đó cho phù hợp với định hướng của CSTT.
- *Có mối liên hệ chặt chẽ với mục tiêu cuối cùng:* Đây là **tiêu chuẩn quan trọng nhất** của một mục tiêu trung gian. Khả năng có thể đo lường chính xác hoặc khả năng kiểm soát của NHTW sẽ trở nên vô nghĩa nếu các chỉ tiêu được chọn không có ảnh hưởng trực tiếp tới các mục tiêu cuối cùng như sản lượng, giá cả...

Một vấn đề được đặt ra ở đây là cả hai chỉ tiêu: tổng lượng tiền cung ứng và lãi suất đều thoả mãn các tiêu chuẩn trên, nhưng NHTW không thể chọn đồng thời cả hai làm mục tiêu trung gian. Nó chỉ có thể chọn một trong hai chỉ tiêu đó, căn cứ vào mối liên hệ của các chỉ tiêu này đến các mục tiêu cuối cùng. Bởi lẽ nếu đạt được mục tiêu về tổng khối lượng tiền cung ứng thì phải chấp nhận sự biến động của lãi suất và ngược lại.

Mục tiêu tổng lượng tiền cung ứng

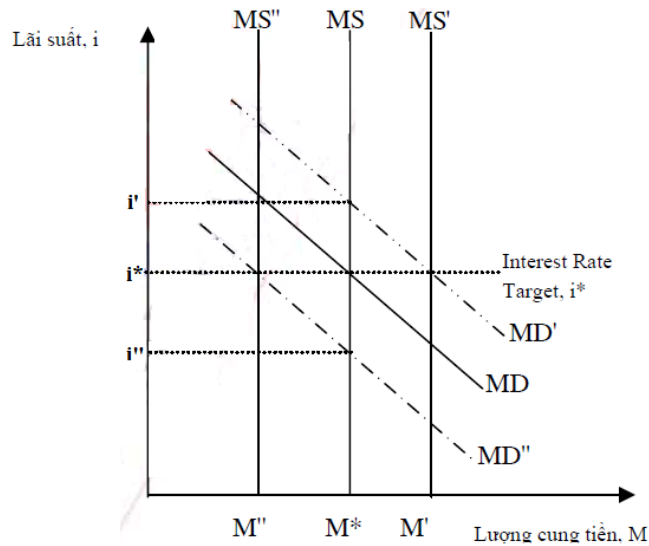
Nếu NHTW chọn tổng lượng tiền cung ứng làm mục tiêu trung gian với tỷ lệ tăng dự tính là $x\%$, lãi suất tương ứng là i^* (Hình 1). Tuy nhiên, nếu mức cầu tiền tệ không ổn định tại MD mà dao động giữa MD' và MD'' thì lãi suất sẽ biến động từ i' đến i'' . Sự biến động của nhu cầu tiền tệ là tất yếu bởi sự tăng lên hoặc giảm xuống không dự tính trước được của các nhân tố ảnh hưởng đến nhu cầu nắm giữ tiền tệ của công chúng. Trong điều kiện cố định mức cung ứng tiền tệ, sự biến động mức lãi suất là hiển nhiên.



Hình 1. Biến động lãi suất khi theo đuổi cung tiền xác định

Mục tiêu lãi suất

Nếu NHTW chọn mức lãi suất mục tiêu $i^* = y\%$, mức cầu tiền tệ tương ứng sẽ là MD (Hình 2). Trong thực tế, mức cầu tiền dao động từ MD' đến MD''. Để đạt được mục tiêu lãi suất tại i^* , NHTW buộc phải thay đổi mức cung tiền từ M' đến M'' nhằm ngăn cản sự tăng lên hay giảm xuống của lãi suất so với i^* . Như vậy, để duy trì mục tiêu lãi suất, mức cung ứng tiền và cơ số tiền sẽ biến động.



Hình 2. Biến động lượng cung tiền khi theo đuổi lãi suất xác định

Ưu nhược điểm của các chỉ tiêu làm mục tiêu trung gian

Các NHTW phải chọn lựa mục tiêu trung gian phù hợp với điều kiện kinh tế và khả năng quản lý của mình. Bên cạnh đó, việc lựa chọn mục tiêu mức tăng của tổng lượng tiền hoặc mức lãi suất cần dựa trên sự đánh giá ưu và nhược điểm của từng chỉ tiêu với tư cách là mục tiêu trung gian.

Đối với chỉ tiêu lãi suất

Ảnh hưởng quan trọng nhất của lãi suất là đối với nhu cầu tiêu dùng và đầu tư - hai bộ phận cấu thành quan trọng nhất của tổng cầu. Sự tăng lên hay giảm xuống của lãi suất sẽ đẩy tổng cầu sang trái hoặc phải và dẫn đến sự thay đổi trong ngắn hạn cả mức giá cũng như sản lượng. Nếu lãi suất được chọn là mục tiêu trung gian và được giữ cho ổn định, nó sẽ loại trừ ảnh hưởng của nhu cầu tiền tệ đến nền kinh tế. Như vậy đối với một nền kinh tế có mức cầu tiền tệ biến động mạnh, việc chọn lãi suất là mục tiêu trung gian có lẽ thích hợp hơn.

Tuy nhiên, mục tiêu này có những hạn chế của nó:

i/ Sự biến đổi của nhu cầu tiêu dùng và đầu tư có thể do nhiều lý do khác nhau như: thuế suất, sự trông đợi của công chúng về triển vọng nền kinh tế. Trong trường hợp này, ổn định lãi suất có thể làm tăng thêm sự biến động của mức cầu tiền tệ và tiếp đó là tổng cầu;

ii/ Mục tiêu lãi suất không thể duy trì dài hạn được. Lãi suất danh nghĩa bằng lãi suất thực cộng với tỷ lệ lạm phát dự kiến. Sự kiểm soát mục tiêu lãi suất trung gian về dài hạn sẽ chỉ thành công khi tỷ lệ lạm phát dự kiến luôn ổn định, và do đó mục tiêu lãi suất là nhằm vào mức lãi suất thực - một chỉ tiêu về dài hạn lại phụ thuộc vào các yếu tố của nền kinh tế hơn là sự kiểm soát của NHTW.

Đối với chỉ tiêu tổng lượng tiền cung ứng

Việc cố định mức tăng của tổng lượng tiền cho phép lãi suất biến động đáp ứng những thay đổi của tiêu dùng và đầu tư mà không xuất phát từ lý do lãi suất, do đó giảm sự biến động tổng cầu. Vì thế mục tiêu tổng lượng tiền thích hợp với một nền kinh tế có tổng cầu biến động mạnh bởi các lý do ngoài lãi suất. Bên cạnh đó, khác với lãi suất, mục tiêu tổng lượng tiền hoàn toàn có thể là mục tiêu dài hạn của NHTW.

Vấn đề đặt ra là mức cung tiền tệ nào thích hợp với vai trò mục tiêu trung gian nhất, trong khi bản thân các thành phần của từng mức cung tiền tệ cũng thay đổi. Điều này là rất quan trọng vì mức cung tiền tệ khác nhau sẽ quyết định hướng vận động của CSTT khác nhau. Mặt khác, lãi suất và do đó nhu cầu tiêu dùng và đầu tư sẽ biến động mạnh trong điều kiện mức cung tiền tệ được chọn làm mục tiêu.

Hiện nay, NHNN Việt Nam chọn khối tiền M2 làm mục tiêu trung gian trong điều hành CSTT bởi thực tế đã chỉ ra rằng sự biến động của khối tiền M2 hoàn toàn phù hợp với sự biến động của mức giá và sản lượng trong thập kỷ 90. Tuy nhiên, chính sách lãi suất ấn định phần nào làm giảm hiệu quả của mục tiêu trung gian này.

Ngoài hai chỉ tiêu trên còn có một số chỉ tiêu khác là ứng cử viên của vai trò mục tiêu trung gian như: tổng khối lượng tín dụng, tỷ giá hối đoái. Tuy nhiên, hạn chế lớn nhất của các chỉ tiêu này là mối quan hệ của chúng với các mục tiêu cuối cùng rất phức tạp và không rõ ràng. Vì thế ít khi nó được sử dụng làm một mục tiêu độc lập mà thường được sử dụng với các mục tiêu khác như tổng lượng tiền cung ứng hoặc lãi suất.

2. Mục tiêu hoạt động

Mục tiêu hoạt động là các chỉ tiêu có phản ứng tức thời với sự điều chỉnh của công cụ CSTT.

Các chỉ tiêu này bao gồm: tổng dự trữ của các ngân hàng trung gian, lãi suất ngắn hạn trên thị trường liên ngân hàng, hoặc lãi suất tín phiếu kho bạc. Bằng việc đạt được mục tiêu về các chỉ tiêu này, NHTW có thể đạt được mục tiêu trung gian và do đó mục tiêu cuối cùng sau một khoảng thời gian nhất định. Sự phản ứng nhanh chóng và chính xác của các chỉ tiêu này mỗi khi NHTW điều chỉnh CSTT giúp cho NHTW có thể kiểm tra tính đúng đắn của các quyết định trong điều hành CSTT hàng ngày. Tiêu chuẩn lựa chọn mục tiêu hoạt động cũng tương tự như mục tiêu trung gian, chỉ có điều các chỉ tiêu được lựa chọn làm mục tiêu hoạt động phải có ảnh hưởng mạnh đến các mục tiêu trung gian. Vì thế, sự lựa chọn mục tiêu hoạt động phụ thuộc vào việc NHTW chọn chỉ tiêu nào làm mục tiêu trung gian: lãi suất hay tổng lượng tiền.

Bảng. Hệ thống mục tiêu chính sách tiền tệ của một số nước

Nước	Công cụ CSTT	Mục tiêu hoạt động	Mục tiêu trung gian	Mục tiêu chính sách
Pháp	- Dự trữ bắt buộc - Tín dụng theo lãi suất biến đổi	Lãi suất thị trường liên ngân hàng	M ₃ Tỷ giá đối với DM	- Ổn định giá cả
Đức	- Dự trữ bắt buộc - Chính sách chiết khấu - Thị trường mở	Lãi suất thị trường liên ngân hàng	M ₃	- Ổn định giá cả
Anh	- Thị trường mở	Lãi suất thị trường liên ngân hàng		- Ổn định giá cả
Mỹ	- Dự trữ bắt buộc - Thị trường mở	Lãi suất thị trường liên ngân hàng	M ₂ , M ₃	- Ổn định giá cả - Ổn định các lãi suất dài hạn - Đủ việc làm
Nhật	- Dự trữ bắt buộc - Chính sách chiết khấu - Thị trường mở	Lãi suất thị trường liên ngân hàng	M ₂ + CD	- Ổn định giá cả - Tăng trưởng kinh tế - Cân bằng BoP
Việt Nam	- Dự trữ bắt buộc - Chính sách tái cấp vốn - Thị trường mở - Lãi suất - Tỷ giá - Hạn mức tín dụng	Dự trữ của các NHTM	M ₂	- Ổn định giá cả - Tăng trưởng kinh tế - Ổn định hệ thống tổ chức tín dụng

2. Trình bày định nghĩa; mục đích / ý nghĩa / nội dung của từng công cụ chính của chính sách tiền tệ; nêu ưu nhược điểm, cách thức tác động, thực hiện của từng công cụ khi thực hiện chính sách tiền tệ?

Trả lời:

Nghiệp vụ thị trường mở

- *Khái niệm:* Là những hoạt động mua bán chứng khoán do NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG thực hiện trên thị trường mở nhằm tác động tới cơ số tiền tệ qua đó điều tiết lượng tiền cung ứng.

- *Cơ chế tác động:* Khi NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG mua (bán) chứng khoán thì sẽ làm cho cơ số tiền tệ tăng lên (giảm đi) dẫn đến mức cung tiền tăng lên (giảm đi).

Nếu thị trường mở chỉ gồm NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG và các NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI thì hoạt động này sẽ làm thay đổi lượng tiền dự trữ của các NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI, nếu bao gồm cả công chúng thì nó sẽ làm thay đổi ngay lượng tiền mặt trong lưu thông.

- *Đặc điểm:* Do vận dụng tính linh hoạt của thị trường nên đây được coi là một công cụ rất năng động, hiệu quả, chính xác của CSTT vì khối lượng chứng khoán mua (bán) tỷ lệ với quy mô lượng tiền cung ứng cần điều chỉnh, ít tốn kém về chi phí, dễ đảo ngược tình thế. Tuy vậy, vì được thực hiện thông qua quan hệ trao đổi nên nó còn phụ thuộc vào các chủ thể khác tham gia trên thị trường và mặt khác để công cụ này hiệu quả thì cần phải có sự phát triển đồng bộ của thị trường tiền tệ, thị trường vốn.

Dự trữ bắt buộc

- *Khái niệm:* Số tiền dự trữ bắt buộc là số tiền mà các NH phải giữ lại, do NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG qui định, gửi tại NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG, không hưởng lãi, không được dùng để đầu tư, cho vay và thông thường được tính theo một tỷ lệ nhất định trên tổng số tiền gửi của khách hàng để đảm bảo khả năng thanh toán, sự ổn định của hệ thống ngân hàng

- *Cơ chế tác động:* Việc thay đổi tỷ lệ dự trữ bắt buộc ảnh hưởng trực tiếp đến số nhân tiền tệ ($m=1+s/s+ER+RR$) trong cơ chế tạo tiền của các NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI. Mặt khác khi tăng (giảm) tỷ lệ dự trữ bắt buộc thì khả năng cho vay

của các NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI giảm (tăng), làm cho lãi suất cho vay tăng (giảm), từ đó làm cho lượng cung ứng tiền giảm (tăng).

- *Đặc điểm*: Đây là công cụ mang nặng tính quản lý Nhà nước nên giúp NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG chủ động trong việc điều chỉnh lượng tiền cung ứng và tác động của nó cũng rất mạnh (chỉ cần thay đổi một lượng nhỏ tỷ lệ dự trữ bắt buộc là ảnh hưởng tới một lượng rất lớn mức cung tiền). Song tính linh hoạt của nó không cao vì việc tổ chức thực hiện nó rất chậm, phức tạp, tốn kém và nó có thể ảnh hưởng không tốt tới hoạt động kinh doanh của các NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI.

Chính sách tái chiết khấu

- *Khái niệm* : Đây là hoạt động mà NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG thực hiện cho vay ngắn hạn đối với các NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI thông qua nghiệp vụ tái chiết khấu bằng việc điều chỉnh lãi suất tái chiết khấu (đối với thương phiếu) và hạn mức cho vay tái chiết khấu (cửa sổ chiết khấu).

- *Cơ chế tác động*: Khi NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG tăng (giảm) lãi suất tái chiết khấu sẽ hạn chế (khuyến khích) việc các NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI vay tiền tại NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG làm cho khả năng cho vay của các NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI giảm (tăng) từ đó làm cho mức cung tiền trong nền kinh tế giảm (tăng). Mặt khác khi NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG muốn hạn chế NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI vay chiết khấu của mình thì thực hiện việc khép cửa sổ chiết khấu lại. Ngoài ra, ở các nước có thị trường chưa phát triển (thương phiếu chưa phổ biến để có thể làm công cụ tái chiết khấu) thì NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG còn thực hiện nghiệp vụ này thông qua việc cho vay tái cấp vốn ngắn hạn đối với các NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI.

- *Đặc điểm*: Chính sách tái chiết khấu giúp NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG thực hiện vai trò là người cho vay cuối cùng đối với các NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI khi các NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI gặp khó khăn trong thanh toán, và có thể kiểm soát được hoạt động tín dụng của các NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI đồng thời có thể tác động tới việc điều chỉnh cơ cấu đầu tư đối với nền kinh tế thông qua việc ưu đãi tín dụng vào các lĩnh vực cụ thể. Tuy vậy, hiệu quả của công cụ này còn phụ thuộc vào

hoạt động cho vay của các NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI, mặt khác mức lãi suất tái chiết khấu có thể làm méo mó ,sai lệch thông tin về cung cầu vốn trên thị trường.

Trên đây là 3 công cụ tác động gián tiếp tới qui mô lượng tiền cung ứng, trong một nền kinh tế nếu NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG sử dụng có hiệu quả các công cụ này thì sẽ không cần đến bất cứ một công cụ nào khác .Tuy vậy trong những điều kiện cụ thể (các quốc gia đang phát triển; các giai đoạn kinh tế quá nóng) thì để đạt được mục tiêu của mình, NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG có thể sử dụng các công cụ điều tiết trực tiếp sau:

Quản lý hạn mức tín dụng của các ngân hàng thương mại

- *Khái niệm* :là việc NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG quy định tổng mức dư nợ của các NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI không được vượt quá một lượng nào đó trong một thời gian nhất định(một năm) để thực hiện vai trò kiểm soát mức cung tiền của mình.Việc định ra hạn mức tín dụng cho toàn nền kinh tế dựa trên cơ sở là các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô(tốc độ tăng trưởng ,lạm phát,tiêu thụ..)sau đó NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG sẽ phân bổ cho các NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI và NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI không thể cho vay vượt quá hạn mức do NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG quy định .

- *Cơ chế tác động*:Đây là một công cụ điều chỉnh một cách trực tiếp đối với lượng tiền cung ứng,việc quy định pháp lý khối lượng hạn mức tín dụng cho nền kinh tế có quan hệ thuận chiều với qui mô lượng tiền cung ứng theo mục tiêu của NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI.

- *Đặc điểm*:Giúp NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG điều chỉnh, kiểm soát được lượng tiền cung ứng khi các công cụ gián tiếp kém hiệu quả, đặc biệt tác dụng nhất thời của nó rất cao trong những giai đoạn phát triển quá nóng, tỷ lệ lạm phát quá cao của nền kinh tế. Song nhược điểm của nó rất lớn: triệt tiêu động lực cạnh tranh giữa các NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI, làm giảm hiệu quả phân bổ vốn trong nền kinh tế ,dễ phát sinh nhiều hình thức tín dụng ngoài sự kiểm soát của NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG và nó sẽ trở nên quá kìm hãm khi nhu cầu tín dụng cho việc phát triển kinh tế tăng lên.

Quản lý lãi suất của các ngân hàng thương mại

- *Khái niệm* :NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG đưa ra một khung lãi suất hay ấn định một trần lãi suất cho vay để hướng các NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI điều chỉnh lãi suất theo giới hạn đó,từ đó ảnh hưởng tới qui mô tín dụng của nền kinh tế và NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG có thể đạt được quản lý mức cung tiền của mình.

- *Cơ chế tác động*:Việc điều chỉnh lãi suất theo xu hướng tăng hay giảm sẽ ảnh hưởng trực tiếp tới qui mô huy động và cho vay của các NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI làm cho lượng tiền cung ứng thay đổi theo.

- *Đặc điểm*:Giúp cho NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG thực hiện quản lý lượng tiền cung ứng theo mục tiêu của từng thời kỳ, điều này phù hợp với các quốc gia khi chưa có điều kiện để phát huy tác dụng của các công cụ gián tiếp. Song, nó dễ làm mất đi tính khách quan của lãi suất trong nền kinh tế vì thực chất lãi suất là “giá cả” của vốn do vậy nó phải được hình thành từ chính quan hệ cung cầu về vốn trong nền kinh tế. Mặt khác việc thay đổi quy định điều chỉnh lãi suất dễ làm cho các NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI bị động, tổn kém trong hoạt động kinh doanh của mình.

3. Liên hệ thực tiễn: phân tích tình hình thực hiện các công cụ của chính sách tiền tệ ở Việt Nam hiện nay? Giải thích lý do của tình hình đó?

Trả lời:

Thực trạng hiện nay

CSTT của NHNN trong những năm qua về cơ bản có thể được khái quát ở những mặt sau:

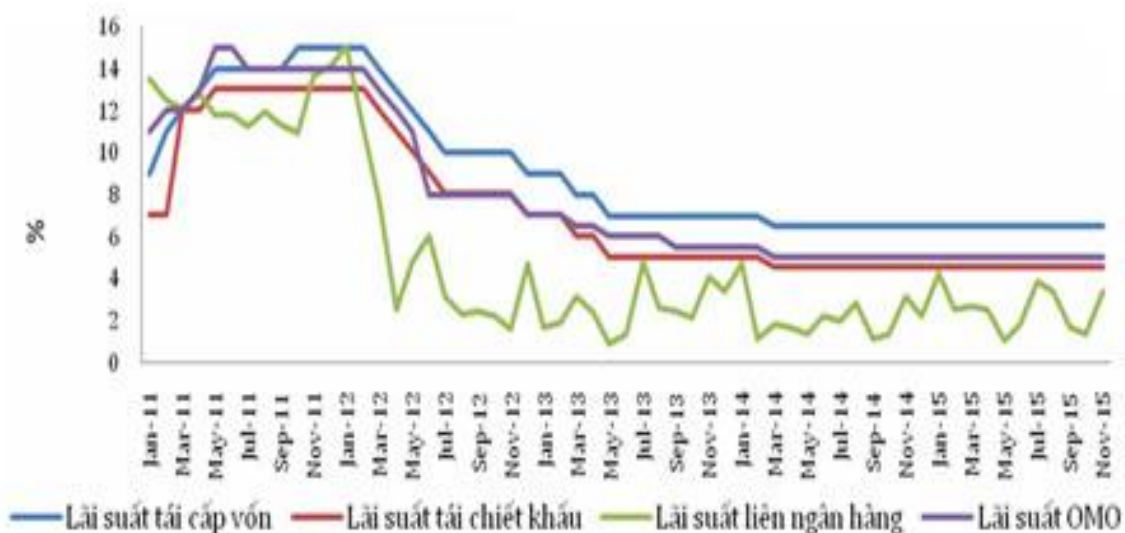
Điều hành lãi suất linh hoạt, bám sát mục tiêu bao trùm của CSTT, đảm bảo là công cụ để neo kỳ vọng lạm phát, ổn định tỷ giá và hỗ trợ tăng trưởng kinh tế

Một số thay đổi trong điều hành lãi suất những năm qua luôn tuân thủ nguyên tắc không gây ra những cú sốc thị trường, đảm bảo tính ổn định và thực hiện các mục tiêu kiểm soát lạm phát, tăng trưởng kinh tế. NHNN đã có những đánh giá, nhận diện khá chính xác tình hình để có được hướng điều hành hợp lý nhất. Khi mặt bằng lãi suất cho vay ở mức rất cao, có thời điểm đã vượt 20%/năm, NHNN đã quyết định phải ổn định lại mặt bằng lãi suất thông qua áp dụng cơ chế kiểm soát lãi suất trực tiếp (quy

định trần lãi suất huy động và trần lãi suất cho vay). Việc áp dụng trần lãi suất huy động đã giúp giảm động cơ cạnh tranh không lành mạnh giữa các TCTD, hỗ trợ siết chặt kỷ luật thị trường. Trong khi đó, việc quy định trần lãi suất cho vay, đặc biệt đối với lĩnh vực ưu tiên, góp phần gia tăng cơ hội tiếp cận vốn cho các doanh nghiệp.

Bên cạnh những ứng biến linh hoạt trong việc sử dụng công cụ trần lãi suất, các mức lãi suất chính sách cũng có những bước chuyển biến căn bản theo hướng chủ động, dẫn dắt thị trường và được điều chỉnh linh hoạt trên cơ sở bám sát diễn biến kinh tế vĩ mô và tiền tệ trong từng thời kỳ. Điều này đã góp phần quan trọng vào việc thực hiện thành công nhiệm vụ giảm mặt bằng lãi suất để tháo gỡ khó khăn về chi phí vay vốn cho doanh nghiệp, nhưng vẫn đảm bảo kiểm soát được lạm phát, ổn định thị trường tiền tệ.

Biểu đồ 1: Diễn biến lãi suất điều hành giai đoạn từ năm 2011-11/2015



Nguồn: NHNN

Điều hành tỷ giá ổn định, hỗ trợ tích cực cho công tác kiểm soát, kiềm chế lạm phát

Hàng năm, NHNN đã chủ động công bố định hướng điều hành tỷ giá giao động trong khoảng 1%-3% mỗi năm nhằm tăng cường tính minh bạch, định hướng thị trường, đồng thời tạo điều kiện cho các doanh nghiệp chủ động xây dựng kế hoạch sản xuất, kinh doanh.

Trong quá trình điều hành, bên cạnh các biện pháp trực tiếp như công bố tỷ giá giao dịch bình quân liên ngân hàng, các kỹ thuật can thiệp thị trường, NHNN đã chủ động phối hợp đồng bộ với các công cụ điều tiết tiền tệ để hạn chế tối đa các áp lực tác

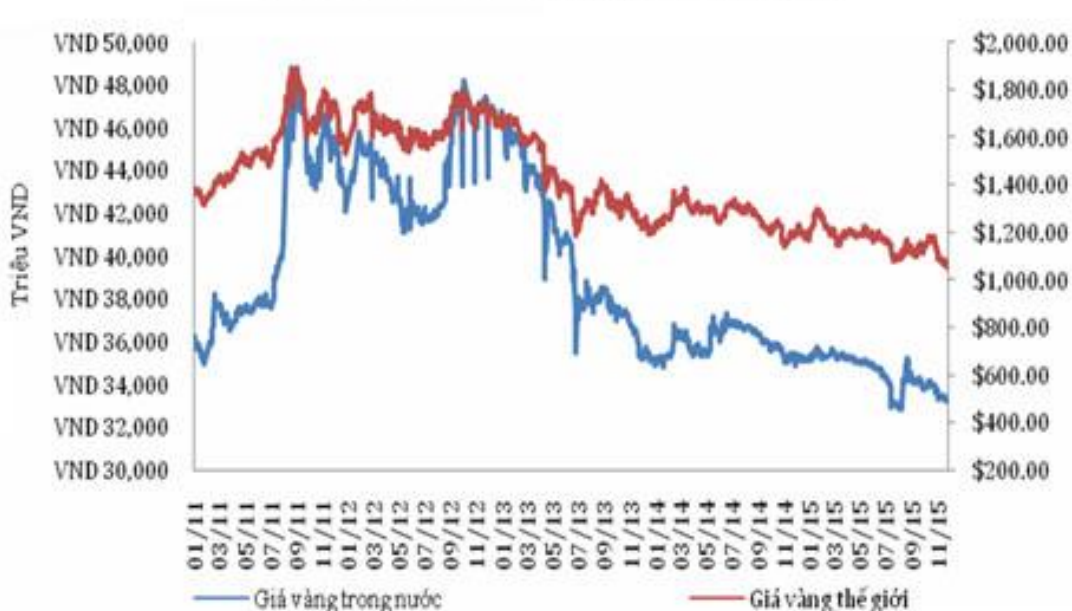
động đến ổn định của tỷ giá. Theo đó, NHNN đã chú trọng điều hành công cụ lãi suất, gồm cả lãi suất nội tệ và lãi suất ngoại tệ phù hợp với diễn biến của kinh tế vĩ mô, đảm bảo lợi ích nắm giữ đồng nội tệ, khuyến khích công chúng chuyển từ nắm giữ USD sang VND.

Ngoài ra, NHNN cũng tích cực sử dụng công cụ nghiệp vụ thị trường mở (OMO) trong việc điều tiết mức cung tiền một cách nhịp nhàng để hỗ trợ và đảm bảo thanh khoản hợp lý, nhằm hạn chế sự dịch chuyển của dòng tiền, đặc biệt vào thời điểm tỷ giá có biến động và thanh khoản hệ thống dư thừa.

Tăng cường vai trò quản lý nhà nước trong hoạt động kinh doanh và đầu tư vàng, tạo điều kiện cho thị trường hoạt động thông suốt

NHNN đã nỗ lực trong việc hoàn thiện hành lang pháp lý điều tiết hoạt động kinh doanh và đầu tư vàng, trong đó ghi dấu ấn quan trọng nhất là việc tham mưu cho Chính phủ ban hành khuôn khổ pháp lý mới về quản lý hoạt động kinh doanh vàng (Nghị định 24/2012/NĐ-CP, ngày 03/04/2012 để thay thế Nghị định 174 về quản lý thị trường vàng). Nghị định 24 đã tạo lập khuôn khổ pháp lý mới nhằm tổ chức, sắp xếp lại thị trường vàng, giao cho NHNN cấp phép đối với hoạt động kinh doanh mua, bán vàng miếng; tổ chức sản xuất vàng miếng; tổ chức xuất khẩu vàng nguyên liệu, nhập khẩu vàng nguyên liệu để sản xuất vàng miếng và tổ chức huy động và mua, bán vàng miếng.

Biểu đồ 2: Đồ thị diễn biến giá vàng trong nước và giá vàng thế giới giai đoạn 2011-11/2015



Nguồn: NHNN

Những thay đổi về mặt pháp lý như trên đã đáp ứng sự thay đổi của thực tiễn, tăng cường hiệu quả quản lý nhà nước, hạn chế tác động bất lợi của hoạt động kinh doanh vàng đến CSTT, tỷ giá, bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của người dân và đó cũng chính là bước tiến quan trọng trong lộ trình chống vàng hóa trong nền kinh tế.

Trên cơ sở pháp lý mới ban hành, NHNN cũng đẩy nhanh việc chuyển quan hệ huy động-cho vay vàng sang quan hệ mua, bán vàng trên thị trường, đấu thầu vàng thông qua việc chỉ đạo đẩy nhanh việc tắt toán số dư huy động vàng và giảm số dư cho vay vốn bằng vàng; giám sát chặt chẽ việc TCTD thực hiện lộ trình tắt toán số dư cho vay vốn bằng vàng. Nhờ vậy, thị trường vàng ngày càng đi vào ổn định, tự điều tiết theo quy luật cung cầu; không còn các “cơn sốt” vàng gây bất ổn kinh tế ngay cả khi giá vàng thế giới có biến động, tình trạng “vàng hóa” từng bước được ngăn chặn, qua đó góp phần ổn định thị trường ngoại hối và kinh tế vĩ mô.

Đến tháng 4/2015, các TCTD đã giảm dần số dư cho vay bằng vàng, dư nợ cho vay vàng của toàn hệ thống (giảm 90% so với ngày 30/4/2012). Điều đó đã loại bỏ toàn bộ rủi ro liên quan đến sự biến động giá vàng và chấm dứt tình trạng vàng hóa trong hệ thống TCTD.

Chính sách tín dụng theo hướng tháo gỡ khó khăn cho khu vực sản xuất, kinh doanh, hỗ trợ đặc lực chuyển dịch cơ cấu và chuyển đổi mô hình tăng trưởng

Trong vòng 2 năm 2010, 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 mạnh dạn 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. Cơ chế quản lý này đã góp phần kiểm soát mức tăng trưởng tín dụng phù hợp với quản lý kinh tế vĩ mô, hỗ trợ tích cực cho mục tiêu kiềm chế và kiểm soát lạm phát. Đồng thời, chính sách này cũng phù hợp với năng lực của từng TCTD để vừa có thể đảm bảo an toàn của hệ thống các TCTD, vừa từng bước tháo gỡ khó khăn cho các doanh nghiệp trong nền kinh tế.

Để có thể tập trung vốn cho những khu vực quan trọng, hạn chế vốn chảy vào các khu vực “bong bóng”, NHNN đã thay đổi và có cách tiếp cận mới đối với thị trường tín dụng. Cụ thể, NHNN đã 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. Đó là việc đưa lĩnh vực bất động sản và cho vay tiêu dùng ra khỏi danh mục của nhóm lĩnh vực không khuyến khích. Điều này tạo cơ sở quan trọng để phục hồi thị trường bất động sản, là “phao cứu trợ” cho các doanh nghiệp hoạt động trong các lĩnh vực sản xuất liên quan đến bất động sản và làm hồi sinh trở lại dòng vốn của ngân hàng vào khu vực này.

Ngoài ra, NHNN cũng định hướng các TCTD xây dựng chính sách phải hướng tới khách hàng của mình nhiều hơn, phải có các chính sách tín dụng mang tính tổng thể, phù hợp với từng lĩnh vực ngành nghề sản xuất. Chính vì thế, giai đoạn vừa qua đã chứng kiến sự ra đời của nhiều chính sách tín dụng mang tính đặc thù, như “gói” tín dụng cho vay hỗ trợ nhà ở theo Nghị quyết 02/NQ-CP của Chính phủ; chính sách tín dụng đặc thù đối với các ngành, lĩnh vực, sản phẩm chủ lực của nền kinh tế hoặc có liên quan đến đời sống của người dân (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,...); triển khai chương trình thí điểm cho vay đối với mô hình liên kết, ứng dụng công nghệ cao trong nông nghiệp...

Ngoài ra, để tháo gỡ khó khăn cho khu vực sản xuất kinh doanh, NHNN đã 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. Đây là những hỗ trợ hết sức cần thiết và kịp thời để giúp doanh nghiệp giảm áp lực trả nợ và có nguồn lực tài chính cho chu kỳ sản xuất mới.

Và những tác động đến nền kinh tế

Với các giải pháp điều hành tiền tệ thận trọng, linh hoạt và có nhiều đổi mới sáng tạo, chính sách của NHNN đã truyền dẫn hiệu quả đến nền kinh tế. Kết quả đó được thể hiện rõ nét qua từng năm với những dấu ấn đáng ghi nhận, cụ thể:

Tỷ lệ lạm phát được kiểm chế, giảm đều và hiện đang ở mức thấp

Tỷ lệ lạm phát sau khi tăng cao trong nửa đầu năm 2011 đã giảm xuống và diễn biến ổn định cho tới nay. Cụ thể, từ mức đỉnh 18,13% năm 2011 xuống còn 6,81% năm 2012, 6,04% năm 2013 và dưới 2% giai đoạn 2014-2015. Ngoài ra, tăng trưởng cung tiền và tín dụng kể từ năm 2012 đến nay không tạo áp lực tăng lạm phát như những thời kỳ trước đó do đã được tập trung hướng vào các lĩnh vực sản xuất trọng tâm của nền kinh tế.

Lãi suất nhanh chóng hạ nhiệt, hỗ trợ hợp lý cho khu vực sản xuất

Tính cho đến thời điểm hiện tại, mặt bằng lãi suất cho vay trung và dài hạn bằng khoảng 47% so với cuối năm 2011 và tương đương mức lãi suất của giai đoạn 2005-2006 (giai đoạn kinh tế phát triển ổn định), góp phần hỗ trợ giảm chi phí vốn vay của doanh nghiệp và hộ dân. Với những nỗ lực trong công tác điều hành lãi suất, chỉ trong thời gian ngắn, lãi suất cho vay đã giảm hơn một nửa, từ 20%/năm (thậm chí 24%/năm) xuống chỉ còn 9%-11% và còn khoảng 6,5%/năm đối với các lĩnh vực ưu tiên.

Bên cạnh các khoản vay mới với lãi suất thấp, NHNN cũng yêu cầu các TCTD đưa lãi suất của các khoản vay cũ về mức 15%/năm và sau đó là 13%/năm, góp phần tháo gỡ khó khăn cho doanh nghiệp và tạo điều kiện giải phóng kênh tín dụng. Bên cạnh đó, lãi suất cho vay USD cũng được điều hành giảm ổn định theo hướng không để

tồn tại khoảng cách chênh lệch đáng kể với lãi suất cho vay VND, hiện lãi suất cho vay USD ngắn hạn ở mức 3%-5,5% và dài hạn từ 5,5%-6,7%.

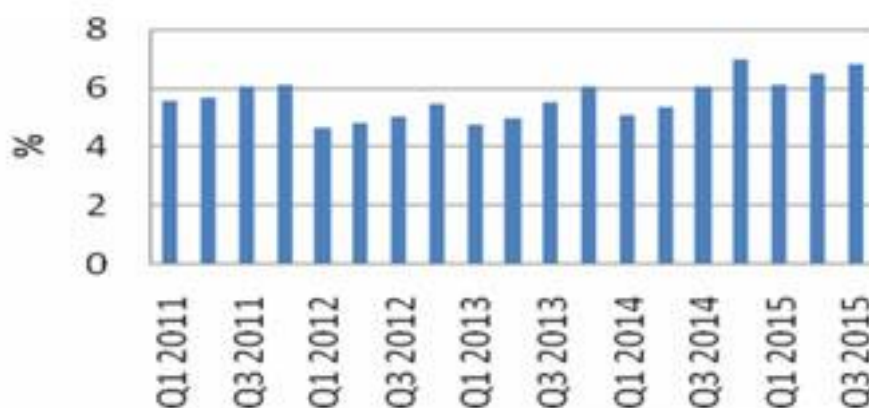
Có thể nói, với mặt bằng lãi suất hiện nay đã góp phần làm giảm giá thành sản phẩm, tăng thêm khả năng cạnh tranh cho sản phẩm của doanh nghiệp trên thị trường và bước đầu đã tháo gỡ hàng tồn kho để chuẩn bị chu kỳ sản xuất mới.

Tăng trưởng tín dụng hợp lý, đạt được mục tiêu điều hành, phù hợp với tốc độ tăng trưởng kinh tế hàng năm.

Nếu như trong năm 2011, NHNN phải nhanh chóng áp dụng các chính sách chặt chẽ để kiềm chế tốc độ tăng trưởng tín dụng ở mức cao trên 30% xuống còn trên 14% để hỗ trợ công tác kiểm soát lạm phát, thì ngay trong năm 2012 khi tăng trưởng tín dụng có dấu hiệu "ngưng trệ" ảnh hưởng tới tăng trưởng kinh tế, NHNN đã nhanh chóng thay đổi mục tiêu điều hành theo hướng tăng trưởng tín dụng nhưng thận trọng. Điều này nhằm đáp ứng nhu cầu vốn của nền kinh tế, song phải theo nguyên tắc đảm bảo chất lượng tín dụng, hạn chế phân bổ vốn vào khu vực không khuyến khích có nguy cơ gây ra lạm phát cao và tăng trưởng thiếu bền vững trong tương lai. Nhờ đó, tăng trưởng tín dụng đã có sự phục hồi qua các năm, cụ thể: năm 2012 là 8,85%; năm 2013 là 12,51%; năm 2014 là 14,16%; 6 tháng đầu năm 2015 tăng 7,83%. Trong giai đoạn này, tín dụng tăng bình quân khoảng 13%/năm, thấp hơn so với mức tăng bình quân 33,3%/năm giai đoạn 2006-2010, nhưng tăng trưởng kinh tế vẫn đạt mức hợp lý.

Ngoài ra, cơ cấu tín dụng có sự chuyển hướng tích cực sang các lĩnh vực ưu tiên theo đúng chỉ đạo của Chính phủ, tốc độ tăng trưởng tín dụng trong các lĩnh vực ưu tiên trong giai đoạn 2012–2015 nhìn chung cao hơn so với tốc độ tăng trưởng chung của toàn ngành, như: nông nghiệp nông thôn có tốc độ tăng trưởng bình quân tín dụng giai đoạn 2011–2014 đạt 15%/năm; Doanh nghiệp ứng dụng công nghệ cao, tăng trên 20%/năm; Công nghiệp ưu tiên phát triển tốc độ, tăng xấp xỉ 12%. Sự chuyển hướng tích cực của cơ cấu tín dụng như vậy đã góp phần quan trọng vào việc thực hiện mục tiêu đổi mới mô hình tăng trưởng kinh tế .

Biểu đồ 3: Diễn biến tăng trưởng tín dụng giai đoạn 2011-2015



Nguồn: Tổng cục Thống kê

Tỷ giá và thị trường ngoại hối ổn định góp phần cải thiện cán cân thanh toán tổng thể, tăng dự trữ ngoại hối nhà nước, nâng cao vị thế đồng tiền Việt Nam, hỗ trợ tích cực cho lộ trình chống đô la hóa

Nhu cầu ngoại tệ hợp lý, hợp pháp của doanh nghiệp và cá nhân được các TCTD đáp ứng đầy đủ do các nguồn ngoại tệ được tập trung vào hệ thống các TCTD. Nếu như trước đây tỷ giá thường xuyên biến động, ảnh hưởng không tốt đến tâm lý của các nhà đầu tư trong và ngoài nước, thì từ cuối năm 2011 đến nay, điều hành tỷ giá đã luôn nằm trong định hướng chỉ đạo của NHNN. Chênh lệch tỷ giá của thị chính thức và thị trường tự do thu hẹp đáng kể.

Đáng kể là tình trạng đô la hóa đã giảm mạnh, tỷ lệ giữa tiền gửi ngoại tệ/tổng phương tiện thanh toán giảm từ trên 30% trong những năm 1990 xuống 15,8% cuối năm 2011, đến nay còn khoảng 12%; Cán cân thanh toán tổng thể, đặc biệt là các cân thương mại đã thặng dư trở lại sau nhiều năm nhập siêu; Lượng kiều hối gia tăng mạnh trở lại từ cuối năm 2011; Dự trữ ngoại hối nhà nước gia tăng; NHNN đã mua được một lượng lớn ngoại tệ để tăng dự trữ ngoại hối Nhà nước, góp phần tăng tiềm lực tài chính và uy tín của quốc gia trên trường quốc tế.

Một số giải pháp giai đoạn tới

Những kết quả từ điều hành của NHNN trong 5 năm qua là rất tích cực. Song trong giai đoạn tới, diễn biến của kinh tế quốc tế và trong nước còn chưa ổn định, được dự báo sẽ phức tạp hơn và rất khó lường. Để có thể bảo vệ được các thành quả đã tạo

dụng, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế bền vững phù hợp các mục tiêu vĩ mô đề ra trong giai đoạn 2016-2020, NHNN nên tập trung vào một số giải pháp sau:

Thứ nhất, tiếp tục đổi mới và hoàn thiện điều hành CSTT. Cần linh hoạt và kết hợp đồng bộ các công cụ CSTT, sử dụng có hiệu quả các công cụ điều hành gián tiếp, phù hợp với sự phát triển của thị trường; hoàn thiện chính sách lãi suất, điều hành hiệu quả lãi suất thị trường hướng tới thực hiện mục tiêu của CSTT. Tăng cường phối hợp chặt chẽ CSTT với chính sách tài khóa và các chính sách vĩ mô khác, điều phối có hiệu quả các dòng luân chuyển tiền tệ phục vụ đắc lực cho mọi hoạt động trong nền kinh tế.

Thứ hai, điều hành linh hoạt tỷ giá, ổn định thị trường ngoại hối, thị trường vàng. Tỷ giá cần tiếp tục duy trì điều hành theo hướng chủ động, linh hoạt, phối hợp chặt chẽ với chính sách lãi suất, theo sát tín hiệu thị trường, phù hợp với cung-cầu ngoại tệ và diễn biến kinh tế vĩ mô nhằm nâng cao vị thế đồng Việt Nam, tăng dự trữ ngoại hối, cải thiện cán cân thanh toán. Thu hẹp phạm vi sử dụng ngoại tệ trên lãnh thổ Việt Nam và giảm dần tình trạng đô la hóa, tiến tới thực hiện nguyên tắc trên lãnh thổ Việt Nam chỉ sử dụng đồng Việt Nam. Tăng cường quản lý hoạt động kinh doanh vàng, tiếp tục triển khai các giải pháp thực hiện lộ trình chống vàng hóa trong nền kinh tế, tiến tới huy động nguồn lực vàng trong dân để phục vụ cho phát triển kinh tế.

Thứ ba, duy trì mức tăng trưởng tín dụng hợp lý để góp phần thực hiện mục tiêu kiểm soát lạm phát, hỗ trợ tăng trưởng, nâng cao chất lượng tín dụng và giảm nợ xấu. Tiếp tục triển khai các giải pháp tín dụng theo hướng tháo gỡ khó khăn, đảm bảo cung ứng vốn cho những ngành quan trọng. Khuyến khích phát triển đa dạng các hình thức huy động vốn và các sản phẩm tín dụng, tạo môi trường thuận lợi để các TCTD phát triển các dịch vụ mới, các công cụ phòng ngừa rủi ro, hỗ trợ các doanh nghiệp mở rộng hoạt động.

Thứ tư, hoàn thiện thể chế về tiền tệ và hoạt động ngân hàng, đảm bảo cho NHNN thực hiện hiệu quả các mục tiêu đề ra. Hoàn thiện khuôn khổ pháp lý về tiền tệ, hoạt động ngân hàng để hỗ trợ tái cơ cấu, xử lý nợ xấu và tạo cơ sở cho TCTD hoạt động lành mạnh; hoàn thiện quy định pháp lý đối với hoạt động thanh tra, giám sát ngân hàng; hoàn thiện khung pháp lý về an toàn của các TCTD...

Thứ năm, nâng cao chất lượng của hệ thống thông tin thống kê và dự báo. Đây là giải pháp quan trọng phục vụ đặc lực hơn cho công tác điều hành CSTT, hoạt động ngân hàng của NHNN và công tác quản lý của các NHTM, dần bắt kịp với sự tiến bộ của hệ thống ngân hàng của các nước trong khu vực châu Á./.