

Chính sách tiền tệ và các công cụ thực thi tại Việt Nam giai đoạn 1986-2013

Trần Hoàng Ngân

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM - ngannh@ueh.edu.vn

Trần Phương Thảo, Vũ Thị Lệ Giang, Hoàng Hải Yến, Lê Văn Lâm, Nguyễn Hữu Huân,
Phạm Khánh Duy, Nguyễn Trung Thông

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM

tranthao@ueh.edu.vn, vtlegiang@yahoo.com, yenh@ueh.edu.vn, levanlamtcnh@ueh.edu.vn,
huannguyen@ueh.edu.vn, duy.pham@ueh.edu.vn, thongnt@ueh.edu.vn

Ngày nhận: 06/05/2014 Ngày nhận lại: 25/09/2014 Ngày duyệt đăng: 03/10/2014 Mã số: 0514-G-03	Tóm tắt Sau gần 30 năm đổi mới, phát triển và hội nhập theo nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa (XHCN), VN đã đạt được những thành tựu nhất định và từng bước hội nhập vào nền kinh tế thế giới. Chính sách tiền tệ (CSTT) đã được điều chỉnh khá đa dạng và linh hoạt theo diễn biến của nền kinh tế vĩ mô và định hướng phát triển kinh tế - xã hội. Tuy vậy, việc điều hành CSTT vẫn còn tồn tại những hạn chế nhất định. Bài viết tiến hành đánh giá về CSTT và công cụ thực thi CSTT trong điều kiện hội nhập kinh tế thị trường của VN giai đoạn 1986-2013 và đề ra những gợi ý về CSTT cho giai đoạn tới.
Từ khóa: Chính sách tiền tệ, công cụ thực thi, phát triển kinh tế, kinh tế thị trường, Việt Nam. Keywords: Monetary policy, instruments for implementation of policy, economic development, market economy, Vietnam.	Abstract After 30 years of economic reform that aims at developing a socialism-oriented economy and integrating into the world market, Vietnam has gained certain achievements and increasingly integrated into the world economy. Its monetary policy, after various adjustments, has become diverse and flexible to cope with changes in its macroeconomy and directions of socioeconomic development. Implementation of this policy, however, reveals many shortcomings. This paper tries to estimate the monetary policy and instruments for implementing this policy in the years 1986-2013 and offers some recommendations about the policy in the coming period.

1. GIỚI THIỆU

Chính sách tiền tệ (CSTT) là một trong những công cụ giữ vai trò quan trọng trong việc điều hành nền kinh tế vĩ mô của một quốc gia. Việc điều hành và thực thi các CSTT một cách hợp lý sẽ góp phần đạt được các mục tiêu phát triển của nền kinh tế như ổn định thị trường tiền tệ, kiểm soát lạm phát và tăng trưởng kinh tế một cách hiệu quả. Một số nghiên cứu chỉ ra CSTT có những ảnh hưởng nhất định đến tăng trưởng kinh tế của các quốc gia (Ghossoub & Reed III, 2010; Seip & McNown, 2013). Trong đó, nghiên cứu của Ghossoub & Reed III (2010) cho thấy CSTT có những ảnh hưởng khác nhau tùy theo sự phát triển của các nền kinh tế. Nghiên cứu của Seip & McNown (2013) chứng minh ảnh hưởng của CSTT đến các giai đoạn phát triển khác nhau của nền kinh tế.

CSTT của VN hiện nay được điều hành bởi Ngân hàng Nhà nước (NHNN). Các công cụ thực thi CSTT bao gồm: tái cấp vốn, lãi suất, tỉ giá hối đoái, dự trữ bắt buộc (DTBB), nghiệp vụ thị trường mở và các công cụ, biện pháp khác theo quy định của Chính phủ (Quốc hội nước CHXHCN VN, 2010). Sau gần 30 năm kể từ khi chuyển đổi từ nền kinh tế tập trung sang nền kinh tế thị trường có sự quản lý của Nhà nước, kinh tế VN đã đạt được những thành tựu nhất định về tăng trưởng kinh tế và kiểm soát lạm phát. Để đạt được những thành tựu này, có thể thấy rằng CSTT và các công cụ thực thi CSTT đã và đang được NHNN sử dụng khá đa dạng và điều hành chủ động, linh hoạt theo tình hình phát triển kinh tế - xã hội của VN.

Một số nghiên cứu trước đây liên quan đến CSTT của VN đã được thực hiện như: Bhattacharya (2014), Takagi & Pham (2011), Trần Hoàng Ngân (1999), và Nguyễn Thị Nhung (2011). Tuy nhiên, các nghiên cứu này có những hạn chế nhất định do chỉ tập trung vào từng công cụ cụ thể của CSTT hoặc nghiên cứu chỉ bao gồm các năm gần đây do những hạn chế về số liệu thu thập. Chẳng hạn, nghiên cứu của Bhattacharya (2014) tìm hiểu ảnh hưởng của lạm phát đến phát triển kinh tế chỉ phân tích từ năm 2000 đến 2012, và nghiên cứu của Takagi & Pham (2011) chỉ phân tích chính sách tỉ giá trong giai đoạn khủng hoảng 2008-2009.

Với mục tiêu phân tích và đánh giá các CSTT và việc sử dụng, điều hành các công cụ thực thi CSTT trong thời gian dài kể từ khi VN chuyển sang nền kinh tế thị trường, bài nghiên cứu thực hiện phân tích CSTT và các công cụ thực thi CSTT trong các giai đoạn phát triển từ năm 1986 cho đến nay. Do những hạn chế về tính thống nhất của dữ liệu nghiên cứu, cũng như cần phân tích sâu tác động của nhiều công cụ thực thi CSTT

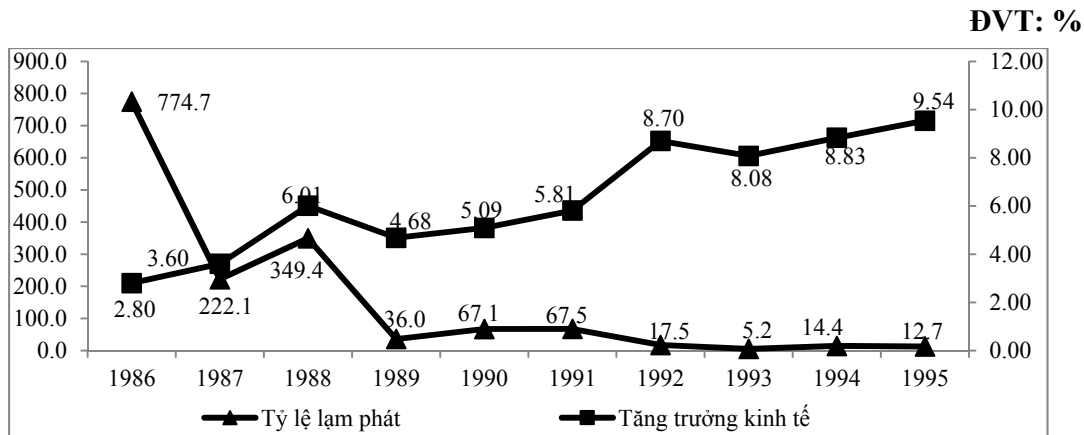
đến các giai đoạn phát triển của nền kinh tế, tác giả áp dụng phương pháp nghiên cứu tình huống thông qua phân tích thực trạng các CSTT của VN trong từng giai đoạn phát triển khác nhau. Cụ thể, bài nghiên cứu bao gồm 5 phần: (1) Giới thiệu tổng quan về bài nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu; (2) Phân tích thực trạng kinh tế VN và các CSTT trong từng giai đoạn phát triển; (3) Phân tích vai trò của từng công cụ thực thi CSTT đến các giai đoạn phát triển; (4) Đánh giá việc thực hiện CSTT trong quản lí kinh tế; và (5) Các gợi ý về mặt chính sách.

2. KINH TẾ VN VÀ CÁC CSTT TRONG TỪNG GIAI ĐOẠN PHÁT TRIỂN

Từ sau khi thực hiện chuyển dịch từ nền kinh tế tập trung sang nền kinh tế thị trường có sự quản lí của Nhà nước vào năm 1986, nền kinh tế VN đã đạt được những thành tựu nhất định trong phát triển kinh tế - xã hội. Sau gần 30 năm đổi mới, kinh tế VN đã trải qua nhiều giai đoạn phát triển, chẳng hạn nghiên cứu của Đinh Sơn Hùng & Cao Ngọc Thành (2007) chia thành hai giai đoạn phát triển, trong khi đó, nghiên cứu của Đỗ Thị Thảo & Nguyễn Thị Phong Lan (2013) chia thành sáu giai đoạn. Bài nghiên cứu này dựa vào tình hình phát triển của nền kinh tế đã chia sự phát triển thành ba giai đoạn là giai đoạn đổi mới (từ năm 1986 đến năm 1995), giai đoạn phát triển (từ năm 1996 đến năm 2006), và giai đoạn hội nhập (từ năm 2007 cho đến nay). Theo đó, các CSTT áp dụng cho từng giai đoạn phát triển cụ thể như sau:

2.1. Giai đoạn đổi mới (1986-1995)

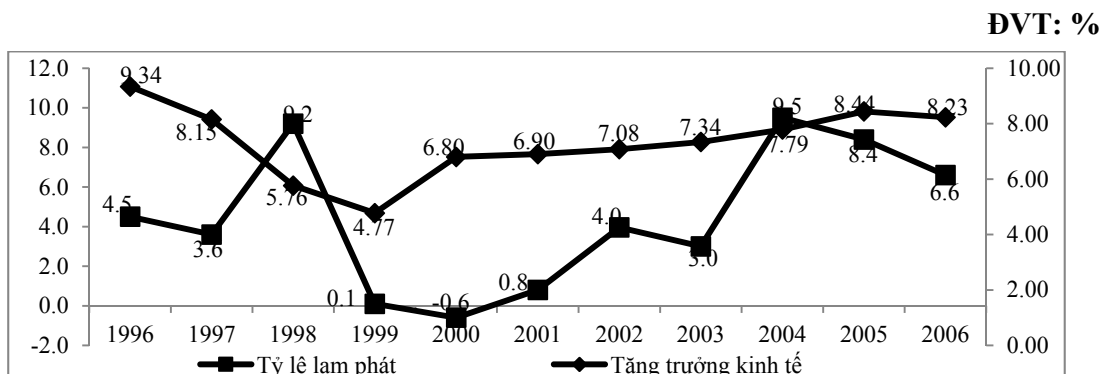
Trước năm 1986, nền kinh tế VN tồn tại nhiều bất ổn như hàng hóa khan hiếm, thâm hụt ngân sách nặng nề do nguồn thu ngân sách nhà nước hạn chế và tỉ lệ lạm phát phi mã. Khi chuyển đổi sang nền kinh tế thị trường, mục tiêu lớn nhất mà Nhà nước đặt ra cho CSTT ở các năm trong giai đoạn này là giải quyết căn bản vấn đề lạm phát. Cụ thể, thông qua thực thi các CSTT, NHNN hướng đến việc đưa tỉ giá công bố về bằng với tỉ giá trên thị trường, thực hiện chế độ lãi suất thực dương và ổn định hoạt động của hệ thống các tổ chức tín dụng (TCTD). Tuy nhiên, do nhiều bất ổn của nền kinh tế nên các công cụ thực thi CSTT vẫn còn trong giai đoạn thử nghiệm và điều chỉnh khá linh hoạt. Hình 1 sẽ minh họa sự phát triển của nền kinh tế giai đoạn đổi mới (1986-1995).

**Hình 1. Kinh tế VN giai đoạn 1986-1995**

Nguồn: Tổng hợp số liệu báo cáo thống kê hàng năm của Tổng cục Thống kê

2.2. Giai đoạn phát triển (1996-2006)

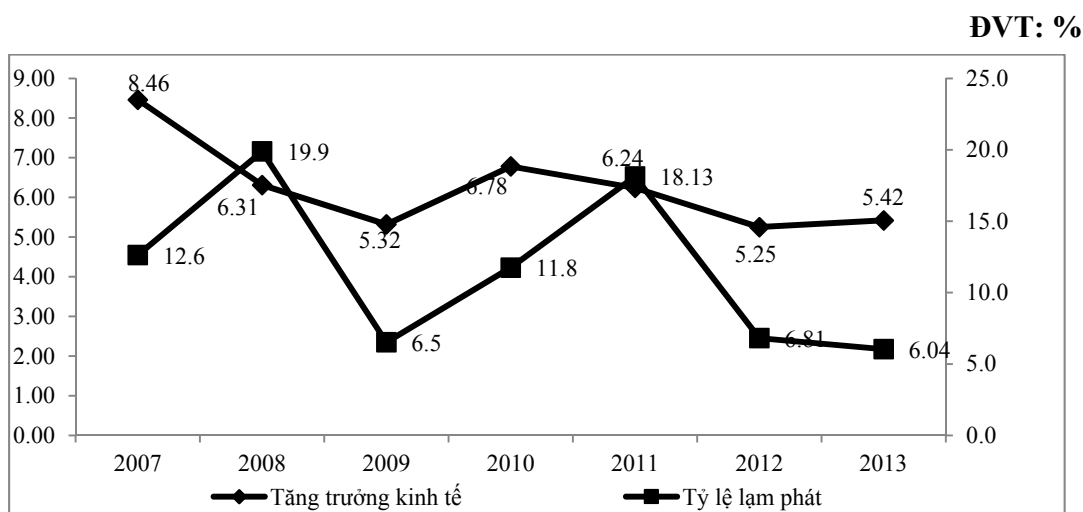
Từ năm 1996 đến năm 2006, sau thời gian khủng hoảng và trì trệ kéo dài, đây là giai đoạn chuyển mình của VN sau đổi mới và thực hiện chính sách mở cửa. Cơ cấu kinh tế VN có nhiều chuyển biến theo hướng tích cực với tỉ trọng công nghiệp và dịch vụ không ngừng tăng cao đồng thời đánh dấu sự phát triển mạnh mẽ của khu vực kinh tế tư nhân. Trong bối cảnh đó, Chính phủ đưa ra định hướng phát triển không chỉ là kiềm chế lạm phát mà còn kích cầu do nền kinh tế rơi vào giảm phát (giai đoạn 1999-2001) thông qua việc tăng tổng vốn đầu tư toàn xã hội và nới lỏng CSTT. Sự phát triển của nền kinh tế trong giai đoạn phát triển (1986-1995) được trình bày ở Hình 2.

**Hình 2. Kinh tế VN giai đoạn 1996-2006**

Nguồn: Tổng hợp số liệu báo cáo thống kê hàng năm của Tổng cục Thống kê

2.3. Giai đoạn hội nhập (2007-2013)

Giai đoạn hội nhập của nền kinh tế VN được đánh dấu bằng sự kiện VN là thành viên chính thức của Tổ chức Thương mại Quốc tế (WTO) vào ngày 11/01/2007. Mục tiêu chính của điều hành CSTT giai đoạn này là kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô và hỗ trợ tăng trưởng kinh tế một cách hợp lý. NHNN đã thực hiện linh hoạt CSTT: CSTT chuyển từ thắt chặt năm 2008 sang nới lỏng năm 2009; sau đó chuyển từ nới lỏng sang chặt chẽ và thận trọng từ tháng 02/2011. Như vậy có thể thấy rằng trong bối cảnh tình hình khó khăn chung của thế giới và những thách thức đặt ra trong thời kỳ hội nhập, Chính phủ và NHNN đã thực hiện điều hành CSTT một cách linh hoạt nhưng thận trọng nhằm hướng tới các mục tiêu đã đặt ra. Hình 3 minh họa sự phát triển của nền kinh tế VN giai đoạn hội nhập (2007-2013).



Hình 3. Kinh tế VN giai đoạn 2007-2013

Nguồn: Tổng hợp số liệu báo cáo thống kê hàng năm của Tổng cục Thống kê (2013)

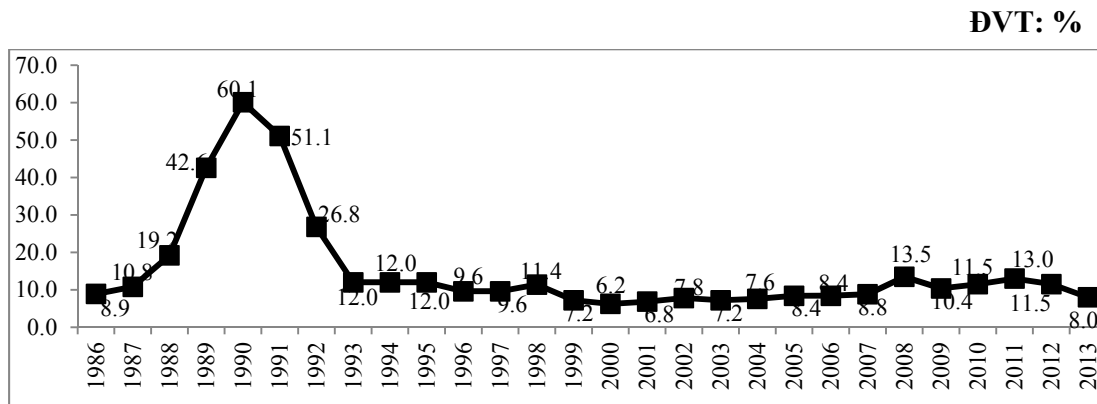
3. CÁC CÔNG CỤ THỰC THI CSTT TRONG CÁC GIAI ĐOẠN PHÁT TRIỂN CỦA NỀN KINH TẾ

Các công cụ của CSTT giữ vai trò quan trọng trong việc thực hiện các mục tiêu đặt ra cho từng giai đoạn phát triển. Một số nghiên cứu trước đây cho thấy ảnh hưởng của từng công cụ thực thi CSTT đến phát triển kinh tế của các quốc gia trên thế giới như: Tỷ giá (Fan & cộng sự, 2011; Jovanovic & Petreski, 2012); lạm phát (Bhattacharya, 2014; Ghossoub & Reed III, 2010); cung tiền (Beck & cộng sự, 2014; Ghossoub & Reed III, 2010); và lãi suất (Beck & cộng sự, 2014). Tại VN, các công cụ thực thi

CSTT khá đa dạng và linh hoạt nhằm hướng đến những mục tiêu do Quốc hội và Chính phủ đặt ra. Các công cụ chủ yếu được sử dụng là: (1) Lãi suất; (2) Tỷ giá; (3) DTBB; (4) Nghiệp vụ thị trường mở; và (5) Lãi suất tái cấp vốn và lãi suất chiết khấu.

3.1. Lãi suất

Lãi suất được xem là một công cụ quan trọng trong việc thực thi các CSTT của NHNN. Tại VN, chính sách lãi suất trong giai đoạn 1986-2013 đã được điều chỉnh khá nhiều theo điều kiện phát triển của nền kinh tế (Hình 4).



Hình 4. Thay đổi của lãi suất giai đoạn 1986-2013 [1]

Nguồn: Tổng hợp từ dữ liệu của Ngân hàng Phát triển châu Á, Ngân hàng Thế giới và NHNN.

Khi chuyển sang nền kinh tế thị trường theo định hướng XHCN, thông qua việc triển khai thực hiện chính sách kinh tế nhiều thành phần căn cứ Nghị quyết Đại hội Đảng lần thứ VI, nền kinh tế VN vẫn còn trong tình trạng thiếu vốn. Lãi suất tín dụng không khuyến khích người dân gửi tiền; ngân hàng thiếu vốn nghiêm trọng; do đó, không đáp ứng nhu cầu sản xuất kinh doanh trong nước (Hình 1). NHNN đã thực hiện xác lập trần lãi suất cho vay và sàn lãi suất huy động cho hoạt động của các NHTM và các hợp tác xã tín dụng nhằm góp phần tăng vốn huy động cho hệ thống ngân hàng.

Cơ chế điều hành lãi suất ở giai đoạn phát triển được điều hành khá linh hoạt thông qua việc chuyển cơ chế kiểm soát các mức lãi suất trên thị trường sang hình thức tự do hóa lãi suất (Trần Hoàng Ngân, 1996). Năm 2000, NHNN đã áp dụng công cụ lãi suất cơ bản kèm biên độ. Cơ chế lãi suất thỏa thuận cũng từng bước được áp dụng (với ngoại tệ từ năm 2000 và VND từ 2002). Việc thực hiện cơ chế lãi suất thỏa thuận trong hoạt động tín dụng thương mại được xem là một bước ngoặt trong việc điều hành

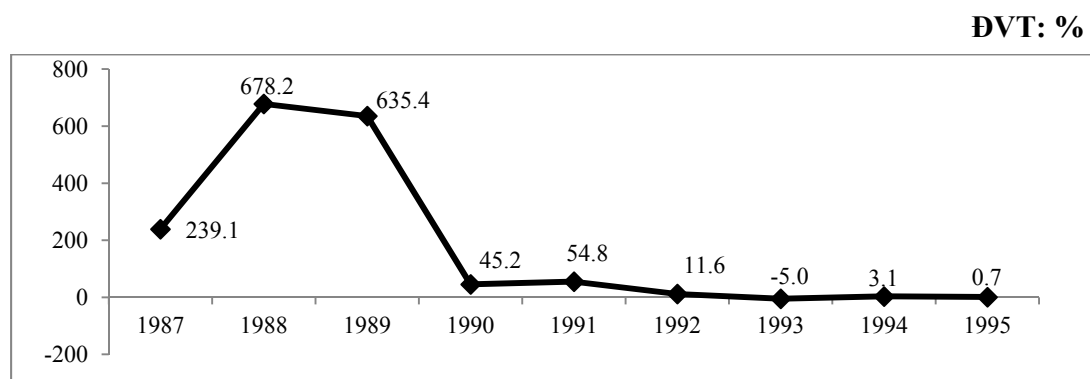
CSTT tại VN, góp phần thúc đẩy kinh tế VN phát triển theo định hướng kinh tế thị trường.

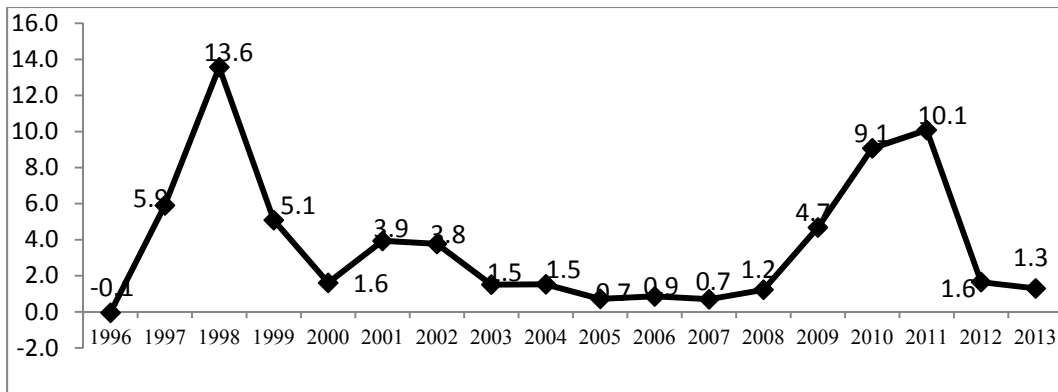
Trong giai đoạn hội nhập, chính sách lãi suất của VN có những thay đổi căn bản về cơ chế điều hành. Năm 2008, trước bối cảnh lạm phát và nhập siêu tăng mạnh, đe dọa ổn định kinh tế vĩ mô, công cụ trần lãi suất được NHNN sử dụng trở lại. Các chính sách về lãi suất cho vay giai đoạn này cũng được điều hành linh hoạt theo định hướng phát triển của Nhà nước, đặc biệt là việc xác định lãi suất cho vay 4 đối tượng ưu tiên (nông nghiệp nông thôn, xuất khẩu, doanh nghiệp nhỏ và vừa, và ngành công nghiệp hỗ trợ) và kiểm soát tỉ trọng dư nợ cho vay đối với các lĩnh vực không khuyến khích so với tổng dư nợ cho vay kể từ tháng 5/2012.

Có thể thấy rằng công cụ lãi suất được điều chỉnh khá linh hoạt trong từng giai đoạn phát triển của nền kinh tế VN đã trở thành công cụ quan trọng trong điều hành CSTT của NHNN. Việc áp dụng linh hoạt công cụ lãi suất đã giúp ổn định môi trường kinh tế vĩ mô, kiềm chế lạm phát, góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động của toàn nền kinh tế. Tuy nhiên, những giải pháp NHNN đã sử dụng đối với công cụ lãi suất chỉ là các giải pháp ngắn hạn, mang tính thụ động, giải quyết cấp bách vấn đề hơn là giải pháp mang tính định hướng dài hạn.

3.2. Tỉ giá

Tỉ giá là một công cụ quan trọng mà NHNN sử dụng để đạt được các mục tiêu đặt ra trong quản lý kinh tế vĩ mô. Thông qua các công cụ quản lý, NHNN có thể tác động vào tỉ giá thực và tỉ giá danh nghĩa của nền kinh tế. Với mục tiêu phát triển khác nhau cho từng giai đoạn, chính sách tỉ giá của VN cũng đã có những điều chỉnh cơ bản về mặt chính sách.





Hình 5. Tỉ lệ tăng trưởng tỉ giá giai đoạn 1986-2013 [2]

Nguồn: Tổng hợp từ dữ liệu của Ngân hàng Phát triển châu Á, và báo cáo của NHNN.

Trước năm 1986, kinh tế VN đối mặt với tỉ lệ lạm phát cao do hệ quả của chính sách đổi tiền vào năm 1985 và sự mất ổn định của các Quỹ tín dụng nhân dân. Hệ quả là tỉ giá USD/VND trên thị trường bị đẩy lên rất cao (Hình 5). Trong khi đó, tỉ giá USD/VND quy định bởi NHNN được điều chỉnh không theo kịp sự mất giá của đồng tiền, nên có chênh lệch rất lớn giữa tỉ giá quy định bởi Ngân hàng và tỉ giá thị trường. Để ổn định thị trường, đưa tỉ giá danh nghĩa lên ngang bằng với tỉ giá thực, NHNN đã can thiệp thông qua hoạt động của các Trung tâm giao dịch ngoại tệ và áp dụng biện pháp nới lỏng tỉ giá USD/VND vào cuối năm 1988. Cơ chế điều chỉnh linh hoạt được áp dụng đến năm 1991 (Trần Hoàng Ngân, 1994). Sự thay đổi lớn về chính sách tỉ giá được thực hiện vào năm 1994 khi NHNN thành lập thị trường ngoại tệ liên ngân hàng và thực hiện công bố tỉ giá chính thức giữa ngoại tệ với VND. Tuy nhiên, trong những năm tiếp theo, công cụ tỉ giá gần như đóng băng khi tỉ giá chính thức công bố bởi NHNN ít biến động.

Trong giai đoạn phát triển, chính sách tỉ giá được điều hành nhằm chống đỡ tác động của cuộc khủng hoảng tài chính - tiền tệ khu vực và khắc phục tình trạng định giá cao VND thời gian trước đó. NHNN đã điều tiết theo hướng biên độ dao động giữa tỉ giá chính thức và tỉ giá giao dịch liên ngân hàng được mở rộng. Đến năm 1999, NHNN chấm dứt công bố tỉ giá chính thức, chỉ công bố tỉ giá giao dịch bình quân trên thị trường liên ngân hàng, đồng thời thực hiện điều chỉnh biên độ dao động tỉ giá.

Trong giai đoạn hội nhập, NHNN điều hành tỉ giá thông qua tỉ giá bình quân liên ngân hàng kèm biên độ dao động nhằm ổn định kinh tế vĩ mô. Xu hướng điều hành tỉ giá bình quân liên ngân hàng ngày càng gần với tỉ giá thị trường nên đã giảm bớt

những tiêu cực trong hoạt động ngoại hối. Ngoài ra, để hỗ trợ cho công cụ điều hành tỉ giá, NHNN cũng hoàn thiện cơ chế chính sách về ngoại hối, trong đó có: Thông tư hướng dẫn về cho vay ngoại tệ, Thông tư hướng dẫn giao dịch ngoại hối giữa NHNN và các TCTD, điều chỉnh giới hạn trạng thái ngoại tệ; và quy định về nghiệp vụ nhận ủy thác và ủy thác của các TCTD. NHNN cũng không ngừng hoàn thiện các công cụ phòng ngừa rủi ro tỉ giá như chỉnh sửa các quy định về tỉ giá kỳ hạn theo hướng ngày càng tự do hóa để chu chuyển ngoại tệ đạt đến trạng thái cân bằng, tạo điều kiện thông thoáng về giao dịch hoán đổi.

Như vậy, cơ chế điều hành tỉ giá của VN đã được điều chỉnh theo hướng chủ động, ngày càng linh hoạt và bám sát với thị trường, thể hiện ở phương pháp xác định tỉ giá và biên độ dao động đã có sự điều chỉnh liên tục. Mức độ thả nổi tỉ giá ngày càng tăng lên cùng với vai trò điều tiết của NHNN đã tạo điều kiện cho thị trường có được một kỳ vọng hợp lý. Đây là một trong những bước đi quan trọng của VN trong lộ trình thực hiện tự do hóa tài chính phù hợp với xu hướng chung của thế giới. Tuy nhiên, thực hiện điều chỉnh tỉ giá cũng có những tác động tiêu cực đến nền kinh tế, bởi khi VND giảm giá đã làm tăng thêm gánh nặng nợ nước ngoài của cả Chính phủ và các doanh nghiệp có vốn vay nước ngoài, giảm đầu tư trực tiếp nước ngoài. Hơn nữa, mặc dù có những điều chỉnh tỉ giá liên tục nhằm loại bỏ tình trạng hai tỉ giá (tỉ giá thị trường liên ngân hàng và thị trường tự do) nhưng đến nay sự khác biệt vẫn còn tồn tại.

3.3. Dự trữ bắt buộc

DTBB là một trong những công cụ quan trọng của CSTT được NHNN áp dụng điều chỉnh khối lượng tiền mà hệ thống NHTM có thể cung ứng cho nền kinh tế.

Trong giai đoạn đổi mới, công cụ DTBB chưa được sử dụng nhiều trong việc điều hành CSTT. Từ năm 1999, cơ chế điều hành DTBB đã được NHNN điều chỉnh thường xuyên hơn vì quy mô và số lượng các ngân hàng gia tăng.

Chính sách DTBB cũng có những thay đổi căn bản trong giai đoạn hội nhập. Với mục tiêu giảm lạm phát, NHNN đã thực hiện giảm cung tiền nhanh trên thị trường thông qua điều chỉnh tăng DTBB và yêu cầu các NHTM thực hiện mua một khối lượng lớn các tín phiếu bắt buộc của NHNN vào đầu năm 2008, với giá trị lên đến 20.300 tỉ đồng. Đến cuối năm 2008, với mục tiêu ổn định thị trường tiền tệ và hỗ trợ vốn cho các NHTM hoạt động, NHNN thực hiện điều chỉnh giảm tỉ lệ DTBB trong các năm tiếp theo. Bên cạnh đó, cơ sở xác định tỉ lệ DTBB cũng được điều chỉnh theo nhóm ngân

hàng vào năm 2010 khi NHNN thực hiện khuyến khích cho vay nông nghiệp và phát triển nông thôn (Nguyễn Thị Nhung, 2011).

Công cụ DTBB trong điều hành CSTT đã được NHNN hoàn thiện dần theo thời gian và kết hợp một cách linh hoạt với các công cụ khác nhằm thực hiện các CSTT. Điều này góp phần nâng cao khả năng điều tiết của công cụ nhưng vẫn đảm bảo khả năng sử dụng vốn linh hoạt cho các NHTM. Tuy nhiên, công cụ DTBB mà NHNN đã thực hiện chỉ được coi là giải pháp nhất thời, thiếu định hướng dài hạn.

3.4. Nghiệp vụ thị trường mở

Nghiệp vụ thị trường mở là công cụ cơ bản của CSTT được NHNN sử dụng để điều chỉnh lượng cung tiền trên thị trường liên ngân hàng và tác động gián tiếp đến lãi suất thị trường.

Trong giai đoạn đổi mới và những năm đầu giai đoạn phát triển, hàng hóa giao dịch trên thị trường mở còn ít. Hoạt động chủ yếu trên thị trường là hoạt động đấu thầu tín phiếu kho bạc do NHNN tổ chức với thành viên tham gia chủ yếu là các NHTM quốc doanh. Từ giữa năm 2000, NHNN ban hành quy chế đầu tiên về nghiệp vụ thị trường mở; đây là mốc quan trọng đánh dấu sự phát triển của thị trường tiền tệ VN. Nghiệp vụ thị trường mở có phiên giao dịch đầu tiên được thực hiện vào tháng 7/2000. Việc triển khai nghiệp vụ này cơ bản đã đáp ứng được yêu cầu đổi mới của nền kinh tế trong việc chuyển dần từ sử dụng các công cụ tiền tệ trực tiếp sang công cụ gián tiếp, giúp các TCTD đảm bảo khả năng thanh toán nhanh chóng, kịp thời. Nghiệp vụ thị trường mở dần trở thành kênh chủ đạo để NHNN điều tiết lượng tiền lưu thông, góp phần điều hoà vốn khả dụng của các NHTM. Cơ chế, quy trình nghiệp vụ ngày càng hoàn thiện: Quy trình thanh toán được rút ngắn, từ thanh toán sau 2 ngày kể từ năm 2000 đến thanh toán ngay trong ngày thực hiện giao dịch từ năm 2002. Định kỳ giao dịch cũng được rút ngắn, từ 10 ngày/phiên năm 2000 đến định kỳ hàng ngày với giá trị giao dịch ngày càng tăng mạnh.

Bên cạnh đó, hàng hóa giao dịch trên thị trường mở cũng đa dạng hơn, bao gồm các giấy tờ có giá dài hạn như trái phiếu kho bạc, trái phiếu đầu tư, công trái. Các thành viên tham gia vào thị trường cũng gia tăng khi các TCTD đã thấy được tầm quan trọng của việc cung ứng vốn thông qua nghiệp vụ thị trường mở (Hà Thị Sáu, 2013).

Như vậy, có thể thấy rằng nghiệp vụ thị trường mở đã có những phát triển mạnh trong giai đoạn phát triển và hội nhập. Đồng thời, NHNN cũng đã từng bước kết hợp

công cụ nghiệp vụ thị trường mở một cách linh hoạt với các công cụ khác để điều tiết nền kinh tế và thực thi CSTT trong từng giai đoạn phát triển.

3.5. Lãi suất tái cấp vốn và lãi suất tái chiết khấu

Công cụ lãi suất tái cấp vốn và lãi suất tái chiết khấu được NHNN sử dụng như một phương tiện phòng chống rủi ro cho hoạt động của các NHTM đi kèm với mục tiêu kiểm soát cung tiền và kiềm chế lạm phát. Tại VN, công cụ tái cấp vốn được thực hiện từ cuối năm 1991.

Trong giai đoạn phát triển, NHNN thực hiện thay đổi hình thức lãi suất tái cấp vốn bằng cách quy định lãi suất thấp hơn lãi suất cho vay nền kinh tế. Bắt đầu từ năm 1999, NHNN áp dụng tái cấp vốn dưới 3 hình thức: cho vay thế chấp chứng từ (khế ước cho vay ngắn hạn), tái chiết khấu và cho vay có đảm bảo bằng giấy tờ có giá ngắn hạn. Theo đó, lãi suất tái chiết khấu được quy định ở mức thấp hơn lãi suất tái cấp vốn.

Sự thay đổi cơ chế điều hành lãi suất tái cấp vốn với lãi suất thị trường bắt đầu từ năm 2003 khi NHNN quy định lãi suất tái cấp vốn đóng vai trò lãi suất trần, lãi suất tái chiết khấu đóng vai trò lãi suất sàn trên thị trường liên ngân hàng. Đồng thời, trong giai đoạn này các loại giấy tờ có giá dài hạn đã được phép sử dụng trong quan hệ tín dụng với NHNN. Có 2 hình thức tái cấp vốn được áp dụng là tái cấp vốn thông thường và cho vay qua đêm với kỳ hạn tối đa là 6 tháng. Hạn mức chiết khấu cho từng ngân hàng cũng được xác định hàng quý dựa trên vốn tự có, tỉ trọng tín dụng VND/Tổng tài sản có của từng ngân hàng và tổng mức chiết khấu cho hệ thống ngân hàng. Như vậy, ngoài hình thức tái cấp vốn thông thường, để đáp ứng vốn thanh toán ngắn hạn tạm thời trong các giao dịch thanh toán điện tử liên ngân hàng của các NHTM, NHNN mở rộng thêm loại hình cho vay qua đêm cho các NHTM là thành viên trực tiếp của hệ thống thanh toán điện tử nhằm đảm bảo cho hệ thống thanh toán hoạt động thông suốt.

Như vậy, theo thời gian, NHNN đã sử dụng đồng thời công cụ lãi suất tái cấp vốn, tái chiết khấu đồng thời với các công cụ khác. Lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu từng bước được điều chỉnh linh hoạt và xây dựng theo hướng hình thành một hành lang lãi suất cho các hoạt động khác trên thị trường tiền tệ.

4. ĐÁNH GIÁ VIỆC THỰC HIỆN CÁC CSTT TRONG QUẢN LÝ KINH TẾ CỦA VN

Qua nội dung phân tích trên có thể thấy rằng các công cụ thực thi CSTT tại VN đã được điều chỉnh khá linh hoạt theo đặc điểm cho từng giai đoạn phát triển của nền kinh tế.

4.1. Thành tựu

Trong giai đoạn đổi mới (1986-1995), các CSTT được điều hành khá linh hoạt và phù hợp với cung-cầu vốn trên thị trường, đặc biệt là việc áp dụng tỉ giá hối đoái chính thức cho thị trường tiền tệ được xem là một bước tiến tích cực trong việc chuẩn hóa hoạt động của thị trường. Trong giai đoạn này, tăng trưởng kinh tế đã tăng và lạm phát sụt giảm mạnh nhưng vẫn ở mức 2 con số.

Trong giai đoạn phát triển (1996-2006), mục tiêu chung của chính sách là nhằm ổn định kinh tế vĩ mô và thúc đẩy sự tăng trưởng của nền kinh tế. Do vậy, một số công cụ thực thi CSTT được điều hành khá linh hoạt phù hợp với thị trường như thực hiện công bố tỉ giá giao dịch bình quân trên thị trường liên ngân hàng, xác định lãi suất cơ bản cho thị trường tiền tệ và cơ chế lãi suất thỏa thuận được áp dụng. Nghiệp vụ thị trường mở và lãi suất tái cấp vốn, tái chiết khấu cũng đã có những bước tiến đáng kể thể hiện sự linh hoạt trong việc sử dụng các công cụ điều tiết để thực thi CSTT. Việc áp dụng đa dạng và linh hoạt các công cụ CSTT trong giai đoạn này đã đạt được thành quả nhất định như: Tỉ lệ lạm phát đã được kiểm soát có hiệu quả; tăng trưởng kinh tế ổn định và tương đối cao với mức trung bình là 7,33%.

Trong giai đoạn hội nhập (2007-2013), nền kinh tế VN tiến hành hội nhập sâu rộng vào nền kinh tế thế giới khi chính thức gia nhập WTO. Trong giai đoạn này, CSTT của NHNN được điều chỉnh khá linh hoạt, phù hợp với thời kì mở cửa, hội nhập và tình hình kinh tế - xã hội trong nước. Các công cụ điều hành CSTT của NHNN VN trong giai đoạn này được sử dụng khá đa dạng. NHNN sử dụng nhiều công cụ gián tiếp thay thế các công cụ trực tiếp, đồng thời giảm dần những quy định theo mệnh lệnh hành chính, thể hiện ở cơ chế lãi suất và cơ chế điều hành tỉ giá cải cách theo chiều hướng tăng dần mức độ tự do hóa và thả nổi. Tỉ giá hối đoái và biên độ dao động tỉ giá đã có sự điều chỉnh liên tục, phù hợp với diễn biến của nền kinh tế vĩ mô trong nước. Như vậy, chính sách lãi suất và chính sách tỉ giá của NHNN đang từng bước thay đổi linh hoạt, phù hợp với xu thế hội nhập và tình hình kinh tế trong nước. Bên cạnh đó, sự kết hợp hài hòa giữa nghiệp vụ thị trường mở và chính sách lãi suất linh hoạt đã góp phần đảm bảo nguồn vốn cho phát triển sản xuất kinh doanh và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, cũng như ngăn chặn nguy cơ tăng trưởng nóng nhằm kiểm soát lạm phát. Đồng thời, CSTT của NHNN trong giai đoạn này cũng góp phần chống hiện tượng đô la hóa, vàng hóa, và nâng cao dự trữ ngoại hối quốc gia. Tuy vậy, đây cũng chính là giai đoạn đầy

thử thách mà NHNN VN phải nỗ lực rất nhiều trong việc thực thi các CSTT để vừa góp phần ổn định kinh tế vĩ mô vừa hỗ trợ sự tăng trưởng của nền kinh tế.

4.2. Hạn chế

CSTT trong thời gian qua đã phát huy những tác dụng tích cực đối với nền kinh tế. Tuy nhiên, vấn đề điều hành CSTT ở VN vẫn tồn tại một số hạn chế sau:

Một là, chưa gắn kết giữa mục tiêu ngắn hạn và mục tiêu trung, dài hạn đối với CSTT.

Mặc dù NHNN đã thực thi các công cụ CSTT linh hoạt nhưng các giải pháp đã và đang thực hiện là các giải pháp tình thế để giải quyết những vấn đề cấp bách hơn là giải pháp ngắn hạn theo định hướng, mục tiêu trung, dài hạn. Hậu quả của việc không hoạch định chiến lược trung, dài hạn cho CSTT là thiếu đi định hướng chung cho các giải pháp ngắn hạn. Các công cụ CSTT mà NHNN sử dụng trong từng thời điểm mặc dù đã có tác động tích cực lên các chỉ số vĩ mô nhưng chưa cho thấy được sự đồng bộ hay tính nhất quán khi sử dụng các công cụ trong một thời gian dài. Ngoài ra, không xây dựng mục tiêu trung, dài hạn dẫn đến việc Chính phủ và NHNN ban hành một số văn bản mà khi áp dụng vào thực tế thì không thực thi được, buộc phải dời thời hạn, và do đó làm giảm tính nghiêm minh của pháp luật.

Hai là, tính độc lập của NHNN chưa cao.

- Tính độc lập của NHTU thể hiện ở ba tiêu chí: độc lập về nhân sự, độc lập về chính sách, và độc lập về tài chính. Các quốc gia theo chủ trương tối đa sự độc lập của NHTU (như: Mỹ, Anh, Canada, Malaysia) xem NHTU là cơ quan độc lập, không trực thuộc Chính phủ. Các quốc gia theo chủ trương này dựa vào lập luận NHTU là cơ quan thực hiện các công cụ tiền tệ để đạt mục tiêu cuối cùng là kiểm soát giá cả và ổn định hệ thống tài chính nên độc lập với Chính phủ và đặc biệt là Bộ Tài chính.

- Cho đến thời điểm hiện nay, ở VN, NHNN vẫn là cơ quan trực thuộc Chính phủ. Định hướng này một mặt giảm tính tập trung quyền lực của NHNN, tăng tính dân chủ trong các CSTT, nhưng lại khó giải quyết mâu thuẫn trong hoạch định CSTT với chính sách tài khoá và chính sách khác của các Bộ, ngành liên quan. Thực tế, mâu thuẫn này đã xảy ra ở VN khi NHNN thực hiện các công cụ để điều tiết giảm lạm phát (giảm lượng tiền trong lưu thông) thì Bộ Tài chính lại áp dụng các gói giải pháp để phục vụ mục tiêu tăng trưởng kinh tế (tăng lượng tiền trong lưu thông) (Nguyễn Thị Thu Cúc, 2013).

Ba là, thông tin CSTT ngày càng được minh bạch, rõ ràng hơn. Tuy nhiên, việc công bố thông tin về CSTT chưa thật sự đầy đủ và kịp thời.

Trên trang thông tin điện tử của NHNN có báo cáo tổng kết hàng năm. Tuy nhiên, các báo cáo này chỉ bắt đầu được công bố từ năm 2004 cho đến nay và thiếu hẳn phần đánh giá hiệu quả hoạt động so với mục tiêu. Hơn nữa, ấn phẩm và thông tin đưa ra quá chậm.

5. CÁC GỢI Ý VỀ MẶT CHÍNH SÁCH

5.1. Giải pháp ngắn hạn

Với mục tiêu sử dụng các công cụ thực thi CSTT nhằm mục đích tăng trưởng kinh tế bền vững và kiểm soát lạm phát, trong khoảng thời gian từ nay cho đến hết năm 2015, NHNN nên tập trung thực hiện các giải pháp sau:

- Tiếp tục điều hành lãi suất, tỉ giá một cách chủ động và linh hoạt theo diễn biến thị trường.
- Hoàn thiện thể chế trong hoạt động kinh doanh tiền tệ và ngân hàng.
- Tăng cường hoạt động thanh tra, giám sát đảm bảo an toàn hệ thống, đồng thời xử lý kịp thời và nghiêm minh các trường hợp vi phạm.
- Tập trung giải quyết vấn đề nợ xấu, hạn chế nợ xấu mới phát sinh và tập trung nâng cao chất lượng tín dụng của các NHTM.

5.2. Giải pháp trung, dài hạn

Các giải pháp trung dài hạn của NHNN trong từng giai đoạn là kim chỉ nam cho việc sử dụng các công cụ điều tiết ngắn hạn. Cụ thể, NHNN cần tập trung vào các nội dung sau:

Một là, xây dựng mục tiêu trung, dài hạn để điều hành CSTT.

Xác định mục tiêu điều tiết của CSTT là kiểm soát lạm phát. Trong thời gian tới, NHNN cần lượng hoá giá trị hoặc khoảng lạm phát để kiểm soát trong từng giai đoạn và sử dụng linh hoạt các công cụ trong ngắn hạn nhưng phải đảm bảo tính nhất quán với mục tiêu điều tiết dài hạn đã hoạch định. Việc lượng hoá một mức lạm phát nhất định để điều tiết trong trung, dài hạn một cách cứng nhắc là rất khó đối với tình hình hiện tại vì VN là quốc gia nhỏ, phụ thuộc nhiều vào biến động kinh tế toàn cầu và khu vực. Do vậy, việc lượng hoá khoảng lạm phát mục tiêu để điều tiết ổn định giá cả trung, dài hạn là lựa chọn phù hợp hơn.

Áp dụng chỉ số lạm phát tổng thể (Headline Inflation) trong hoạch định và xây dựng mục tiêu trung, dài hạn về ổn định giá cả và chỉ số lạm phát cơ bản (Core Inflation) để thực hiện lựa chọn công cụ điều tiết của NHNN trong ngắn hạn. Việc sử dụng đồng thời cả hai chỉ số lạm phát trên đã được nhiều quốc gia sử dụng hiệu quả như Mỹ, Canada, Nhật, Philippin, Thái Lan (Hoàng Hải Yến, 2010).

Xác định độ trễ của CSTT để việc áp dụng từng công cụ thực thi CSTT đem lại hiệu quả mong đợi. Xác định độ trễ của CSTT, kết hợp với công tác dự báo tốt sẽ giúp cho việc lựa chọn các công cụ hợp lý, tránh được sự tác động quá mạnh nhằm đạt được các mục tiêu trong ngắn hạn nhưng để lại tác động tiêu cực lớn trong trung, dài hạn.

Hai là, tăng cường sự chủ động, kịp thời và minh bạch thông tin của NHNN về việc xây dựng, thực thi và vận hành CSTT nhằm phát huy hiệu quả CSTT.

Sự minh bạch thông tin của CSTT kết hợp với chất lượng thông tin tốt có ảnh hưởng tích cực lên các chỉ số kinh tế vĩ mô. Do vậy, để phát huy hiệu quả của CSTT đối với chỉ số kinh tế vĩ mô, NHNN cần chú trọng vào các nội dung sau:

- Tập trung chủ động, kịp thời và minh bạch thông tin trước, trong và sau khi thực hiện từng chính sách. Việc giải trình minh bạch thông tin nên được quy định chi tiết trong luật NHNN và coi đó là trách nhiệm của NHNN đối với Quốc hội, Chính phủ và xã hội. Đây là tấm gương phản chiếu để Quốc hội, Chính phủ và xã hội có thể giám sát và đánh giá khách quan các cam kết, cũng như việc thực hiện theo cam kết của NHNN.

- NHNN cần công bố kết quả các cuộc họp trên trang thông tin điện tử để minh bạch thông tin nhằm cung cấp cơ sở giám sát việc thực hiện các cam kết của NHNN, đồng thời là nguồn thông tin hữu ích cho các bên liên quan thực hiện các giải pháp đồng bộ

Như vậy, có thể thấy rằng việc điều hành CSTT thông qua áp dụng linh hoạt các công cụ thực thi CSTT trong quản lý nền kinh tế thị trường của VN đã đạt được những thành tựu nhất định trong thời gian qua. Tuy nhiên, để CSTT phát huy hiệu quả cũng cần có sự phối hợp thực hiện đồng bộ giữa các bên liên quan như Chính phủ, NHNN và các Bộ, ngành có liên quan■

Chú thích

[1] Lãi suất tiết kiệm trung bình hàng năm kỳ hạn 12 tháng, riêng giai đoạn 1990-1992 là lãi suất tiền gửi kỳ hạn 3 tháng.

[2] Tỷ giá USD/VND trung bình cuối năm

Tài liệu tham khảo

- Beck, T., Colciago, A., & Pfajfar, D. (2014), "The Role of Financial Intermediaries in Monetary Policy Transmission", *Journal of Economic Dynamics and Control*, 43, 1-11.
- Bhattacharya, R. (2014), "Inflation Dynamics and Monetary Policy Transmission in Vietnam and Emerging Asia", *Journal of Asian Economics*, 34, 16-26.
- Đinh Sơn Hùng & Cao Ngọc Thành (2007), "Kinh tế VN sau hơn 30 năm thống nhất và phát triển, định hướng cho kinh tế TP.HCM hội nhập nền kinh tế thế giới", Tạp chí *Thông tin và Dự báo kinh tế - xã hội*, (21), [<http://www.ncseif.gov.vn/sites/en/Pages/kinhtevietnamsauhon-nd-9259.html>].
- Đỗ Thị Thảo & Nguyễn Thị Phong Lan (2013), "Những thành tựu cơ bản về phát triển kinh tế - xã hội của VN từ khi đổi mới đến nay", Tạp chí *Cộng sản*, [<http://www.tapchicongsan.org.vn/Home/Viet-nam-tren-duong-doi-moi/2013/21694/Nhung-thanh-tuu-co-ban-ve-phat-trien-kinh-te-xa.aspx>].
- Fan, L., Yu, Y., & Zhang, C. (2011), "An Empirical Evaluation of China's Monetary Policies", *Journal of Macroeconomics*, 33(2), 358-371.
- Ghossoub, E., & Reed III, R. R. (2010), "Liquidity Risk, Economic Development, and the Effects of Monetary Policy", *European Economic Review*, 54(2), 252-268.
- Hà Thị Sáu (2013), "Giải pháp phát triển thị trường tiền tệ Việt Nam", Tạp chí *Học viện Ngân hàng*, [<http://tapchi.hvnh.edu.vn/upload/5744/20130831/HaThiSau-Motso giaiphap.pdf>].
- Hoàng Hải Yến (2010), "Nên sử dụng chỉ số lạm phát nào để điều hành chính sách tiền tệ", Tạp chí *Ngân hàng*, (4), 15-20.
- Jovanovic, B., & Petreski, M. (2012), "Monetary Policy in a Small Open Economy with Fixed Exchange Rate: The Case of Macedonia", *Economic Systems*, 36(4), 594-608.
- Quốc hội nước CHXHCN VN (2010), *Luật Ngân hàng Nhà nước VN*, [http://vanban.chinhphu.vn/portal/page/portal/chinhphu/hethongvanban?class_id=1&mode=detail&document_id=96040].
- Nguyễn Thị Nhung (2011), "DTBB từ lý thuyết đến thực tiễn", Tạp chí *Ngân hàng*, (5/2011), [http://www.vnba.org.vn/index.php?option=com_content&view=article&id=1482:d-tr-bt-buc-t-ly-thuyt-n-thc-tin&catid=43:ao-to&Itemid=90].
- Nguyễn Thị Thu Cúc (2013), "Phối hợp chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ: Thực trạng và một số đề xuất", Tạp chí *Tài Chính*, (3/2013).
- Reed, R. R., & Ghossoub, E. A. (2012), "The Effects of Monetary Policy at Different Stages of Economic Development", *Economics Letters*, 117(1), 138-141.

- Seip, K. L., & McNown, R. (2013), "Monetary Policy and Stability During Six Periods in US Economic History: 1959-2008: A Novel, Nonlinear Monetary Policy Rule", *Journal of Policy Modeling*, 35(2), 307-325.
- Takagi, S., & Pham, T. H. A. (2011), "Responding to the Global Financial Crisis: Vietnamese Exchange Rate Policy, 2008-2009", *Journal of Asian Economics*, 22(6), 507-517.
- Trần Hoàng Ngân (1994), "Hệ thống ngân hàng Việt Nam sau 4 năm kể từ khi có Pháp lệnh ngân hàng", Tạp chí *Phát triển kinh tế*, (44), 46-48.
- Trần Hoàng Ngân (1996), "Một số suy nghĩ về lãi suất tín dụng hiện nay", Tạp chí *Phát triển kinh tế*, (67), 28.
- Trần Hoàng Ngân (1999), "Chính sách tỉ giá và cách điều hành tỉ giá của Ngân hàng Nhà nước VN", Tạp chí *Phát triển kinh tế*, (108), 33.