

ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ THEO MỤC TIÊU LÃI SUẤT

*Bùi Thanh Nga**

Ngày tòa soạn nhận được bài báo: 03/12/2020

Ngày nhận kết quả phản biện đánh giá: 03/6/2021

Ngày bài báo được duyệt đăng: 29/6/2021

Tóm tắt: Chính sách tiền tệ (CSTT) luôn là nội dung thu hút nhiều sự quan tâm của các học giả trên thế giới, thời gian qua đã có nhiều công trình nghiên cứu liên quan đến việc lựa chọn mục tiêu điều hành nhằm tăng cường hiệu quả và hiệu lực của CSTT, qua đó nâng cao vai trò và khả năng can thiệp của Ngân hàng Trung ương (NHTW) đối với nền kinh tế- tài chính, tiền tệ. Điều hành CSTT thông qua các công cụ gián tiếp như lãi suất đang được Ngân hàng Nhà nước (NHNN) từng bước áp dụng. Bài viết sử dụng các phương pháp thống kê và phân tích phân tích thực trạng CSTT và chính sách lãi suất tại Việt Nam trong những năm qua và đưa ra một số khuyến nghị cho những năm tới.

Từ khóa: Chính sách tiền tệ; Ngân hàng Nhà nước; Chính sách lãi suất.

I. Đặt vấn đề

Trong các thập kỷ trước, mục tiêu kiểm soát tiền tệ và khả năng cung ứng tín dụng đối với nền kinh tế đã phần nào phát huy hiệu quả trong việc kiềm chế lạm phát ở mức vừa phải. Tuy nhiên, theo quy luật khi thị trường ngày càng phát triển, mối liên kết giữa chỉ tiêu tiền tệ với mục tiêu cuối cùng là lạm phát, tăng trưởng kinh tế đã trở nên kém hiệu quả nên NHTW các nước phát triển (như Mỹ, Anh, Đức, Nhật Bản...) và các nước đang phát triển (như Thái Lan, Malaysia...) đã từ bỏ mục tiêu khối lượng và chuyển sang điều hành theo mục tiêu giá cả (lãi suất), đồng thời đã đạt được những thành công đáng kể trong việc duy trì lạm phát ở mức thấp và giữ ổn

định tăng trưởng kinh tế. Ngoài ra, đối với những nước theo đuổi khung khổ lạm phát mục tiêu (LPMT) (như Úc, Canada, Phần Lan, New Zealand, Tây Ban Nha, Thụy Điển, Anh...), các nhà hoạch định CSTT đều sử dụng lãi suất là biến số chủ yếu để đạt được mức LPMT.

Đối với Việt Nam, có thể nhận thấy điều hành CSTT của NHNN cho đến nay chủ yếu vẫn theo đuổi mục tiêu khối lượng, cụ thể: (i) Trước khi gia nhập WTO (giai đoạn 2001-2006) điều hành CSTT của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) cơ bản bám theo mục tiêu khối lượng tiền tệ và ưu tiên mục tiêu cuối cùng cho tăng trưởng kinh tế trên cơ sở phê duyệt của Quốc hội hàng năm (trung

* Viện Kinh tế và Quản lý – Trường Đại học Bách Khoa Hà Nội

bình khoảng 7- 8%/năm), thiếu sự kiên trì theo đuổi mục tiêu kiểm soát lạm phát; (ii) Giai đoạn 2007- 2011, điều hành CSTT của NHNN vẫn tiếp tục theo mục tiêu khối lượng với thiên hướng ưu tiên hỗ trợ tăng trưởng kinh tế và chưa có định hướng dài hạn và kiên trì theo mục tiêu kiểm soát lạm phát. Tuy nhiên, trong bối cảnh Việt Nam hội nhập sâu hơn với khu vực và thế giới, nền kinh tế trong nước thường phải chịu tác động trước những biến động của luồng vốn, giá cả trên thị trường quốc tế, làm hạn chế khả năng kiểm soát các chỉ tiêu tiền tệ của NHNN. Mặc dù điều hành CSTT giai đoạn này đã đạt được thành công trong việc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế cao nhưng chưa duy trì ổn định qua các năm, lạm phát gia tăng mạnh, lãi suất tăng cao, gây bất ổn định trên thị trường tiền tệ, hoạt động sản xuất kinh doanh gặp khó khăn, nhất là giai đoạn khủng hoảng tài chính toàn cầu (2008). (iii) Từ cuối năm 2011, thực hiện chỉ đạo tại Nghị quyết số 11/NQ-CP về những giải pháp chủ yếu tập trung kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, bảo đảm an sinh xã hội, NHNN đã từng bước thử nghiệm kết hợp giữa điều hành CSTT theo khối lượng và giá cả (lãi suất, tỷ giá) thông qua việc công bố từ đầu năm tại Chỉ thị 01 của NHNN về định hướng tăng trưởng M2, tín dụng, giảm mặt bằng lãi suất huy động, cho vay và cam kết mức điều chỉnh tỷ giá. Kết quả cho thấy, các giải pháp điều hành CSTT đã thể hiện được tính chủ động, linh hoạt và phù hợp với diễn biến tình hình thực tế. Lạm phát đã giảm mạnh từ mức hai con số (18,13%) vào cuối năm 2011 xuống xuống 2,66% năm 2016, đánh dấu thời kỳ ổn định lạm phát dài nhất trong một thập kỷ qua, góp phần quan trọng duy trì ổn

định kinh tế vĩ mô và hỗ trợ tăng trưởng kinh tế (tăng từ mức 5,25 % năm 2012 lên mức 6,21% năm 2016). (iv) Từ năm 2017 đến nay, trong bối cảnh kinh tế thế giới và trong nước phục hồi và có những thuận lợi như lạm phát ở mức thấp, cán cân thanh toán quốc tế thặng dư cao, tuy nhiên điều hành CSTT vẫn gặp những khó khăn như vừa phải ổn định tỷ giá trong khi các đồng tiền trong rổ tham chiếu của Việt Nam phá giá và biến động mạnh, ảnh hưởng đến tính cạnh tranh, vừa phải giữ ổn định kinh tế vĩ mô, tài chính khi mà tính dễ bị tổn thương tăng lên do độ mở kinh tế cao. Theo đó, điều hành CSTT vẫn việc tiếp tục theo hướng phối hợp đồng bộ, linh hoạt các công cụ CSTT để kiểm soát M2 và tín dụng ở mức phù hợp, duy trì lạm phát cơ bản ổn định, đồng thời chú trọng nhiều hơn đến điều tiết thanh khoản VND hợp lý để hỗ trợ ổn định thị trường ngoại tệ, tỷ giá, dẫn đến một số thời điểm lãi suất ngắn hạn trên thị trường có dấu hiệu gia tăng hoặc giảm sâu (2016 - 6T/2018), trong khi lạm phát vẫn được giữ ổn định ở mức thấp. Điều này cho thấy, thực tế đến nay điều hành CSTT của NHNN vẫn chưa thực sự rõ ràng và nhất quán theo mục tiêu lãi suất.

Trên cơ sở những thành công đạt được trong giai đoạn 2011-2016 và yêu cầu đặt ra trong bối cảnh kinh tế trong nước ngày càng hội nhập sâu với toàn cầu và chịu tác động bởi các cú sốc từ bên ngoài, nhiều tổ chức quốc tế và các chuyên gia đã khuyến nghị Việt Nam nên chuyển hẳn sang điều hành CSTT theo lãi suất hơn là theo khối lượng nhằm kiểm soát và duy trì ổn định lạm phát ở mức thấp trong dài hạn. Hơn nữa, khi thị trường tài chính, tiền tệ ngày càng phát triển và có

nhieu biến động khó lường, đòi hỏi điều hành CSTT của NHNN phải linh hoạt hơn, giảm thiểu các biện pháp can thiệp hành chính để tạo điều kiện cho thị trường phát triển theo đúng quy luật khách quan, trở thành kênh cung ứng vốn hiệu quả, truyền dẫn tác động của CSTT và định hướng lãi suất thị trường. Đồng thời, qua theo dõi biến động lãi suất trong thời gian gần đây cho thấy, phản ứng của nền kinh tế trước những thay đổi về lãi suất đã và đang tăng lên rất nhiều khi thị trường tài chính phát triển cao hơn, các tổ chức tín dụng (TCTD) cũng có phản ứng nhanh hơn và nắm bắt kịp thời tín hiệu điều hành lãi suất của NHNN. Mặt khác, trong bối cảnh bùng nổ cuộc cách mạng công nghiệp (CMCN) 4.0 trên mọi lĩnh vực, cùng với sự phát triển và ra đời của các dịch vụ tài chính, ngân hàng mới dựa trên nền tảng công nghệ số (Fintech) có khả năng thay thế các chức năng của tiền tệ, làm cho mối liên kết giữa các chỉ tiêu tiền tệ với tăng trưởng kinh tế, lạm phát không còn chặt chẽ, thay vào đó các tín hiệu về giá (lãi suất) sẽ là yếu tố chính giúp NHTW đạt được mục tiêu CSTT.

Từ những đánh giá nêu trên và căn cứ vào hai nhiệm vụ trọng tâm trong công tác điều hành CSTT của NHNN đề ra tại Chiến lược phát triển ngành Ngân hàng Việt Nam đến năm 2025, định hướng đến năm 2030 ban hành theo Quyết định 986/QĐ-TTg ngày 8/8/2018 của Thủ tướng Chính phủ: (i)

Hoàn thiện khung khổ CSTT hướng đến mục tiêu kiểm soát lạm phát, ổn định giá trị đồng tiền, góp phần giữ vững ổn định kinh tế vĩ mô, tạo điều kiện nâng cao hiệu quả huy động và phân bổ nguồn vốn trong nền kinh tế, thúc đẩy tăng trưởng

kinh tế bền vững; tăng tính độc lập của NHNN trong điều hành CSTT; (ii) “Điều hành CSTT chuyển dần từ điều hành theo khối lượng tiền sang chủ yếu điều hành theo giá; sử dụng công cụ gián tiếp, tiến tới dỡ bỏ dần các biện pháp hành chính về lãi suất khi điều kiện cho phép; tiếp tục điều hành nghiệp vụ thị trường mở theo hướng là công cụ chủ yếu điều tiết vốn khả dụng (VKD) của các TCTD, nhằm đạt được mục tiêu CSTT trong từng thời kỳ” cho thấy, cần có một nghiên cứu cụ thể về việc chuyển đổi sang điều hành CSTT theo mục tiêu lãi suất nhằm góp phần nâng cao hiệu quả và hiệu lực thực thi CSTT.

II. Cơ sở lý thuyết về chính sách tiền tệ và lãi suất

2.1. Chính sách tiền tệ

Theo định nghĩa của NHTW các nước trên thế giới chính sách tiền tệ (CSTT) là một thuật ngữ chỉ hành động của NHTW nhằm đạt được các mục tiêu kinh tế vĩ mô như ổn định giá cả, toàn dụng nhân công và tăng trưởng kinh tế Cho đến nay, quan niệm về CSTT được tiếp cận chủ yếu theo hai hướng, dựa trên hiệu lực tác động của CSTT hoặc mục tiêu cuối cùng của CSTT.

Tại Việt Nam, định nghĩa về CSTT cũng được tiếp cận theo cách thứ hai và cụ thể hóa tại Khoản 1 Điều 3 Luật NHNN số 46 năm 2010: “*Chính sách tiền tệ quốc gia là các quyết định về tiền tệ ở tầm quốc gia của cơ quan nhà nước có thẩm quyền bao gồm quyết định mục tiêu ổn định giá trị đồng tiền biểu hiện bằng chỉ tiêu lạm phát, quyết định sử dụng các công cụ và biện pháp để thực hiện mục tiêu đề ra*”.

Để xây dựng, vận hành được khung khổ CSTT phù hợp với điều kiện cụ thể

của một quốc gia điều kiện tiên quyết là phải xác định được hệ thống mục tiêu CSTT phù hợp với thực trạng của nền kinh tế và hệ thống tài chính. Về nguyên tắc, NHTW sử dụng các công cụ CSTT tác động vào các biến số của mục tiêu hoạt động và quan sát thay đổi các biến số của mục tiêu trung gian và mục tiêu cuối cùng, sau đó có thể điều chỉnh mục tiêu hoạt động cho phù hợp.

Để thực thi CSTT có hiệu quả, ngoài việc lựa chọn và xác định một cách rõ ràng các mục tiêu CSTT phù hợp với từng giai đoạn phát triển kinh tế, NHTW còn phải xây dựng được hệ thống các công cụ CSTT và điều hành các công cụ một cách có hiệu quả nhằm đạt được mục tiêu cuối cùng. Hiện nay, hầu hết các quốc gia đều sử dụng các công cụ CSTT gián tiếp và thêm vào đó là sự xuất hiện công cụ phi truyền thống trong giai đoạn khủng hoảng kinh tế tài chính.

Cơ chế truyền tải CSTT là tuyến đường, hay những kênh tác động mà NHTW có thể sử dụng các công cụ CSTT làm thay đổi các điều kiện tiền tệ trên thị trường qua đó tác động đến tổng cầu của nền kinh tế, dẫn đến thay đổi sản lượng, giá cả và việc làm (mục tiêu cuối cùng của CSTT). Trong nhiều thập kỷ qua, NHTW đã có những kênh khác nhau làm thay đổi tổng cầu và hoạt động kinh tế, trong đó phải kể đến bốn kênh chính: kênh lãi suất, kênh tỷ giá hối đoái, kênh tín dụng và hiệu ứng giá tài sản khác.

2.2. Điều hành CSTT theo mục tiêu lãi suất

Điều hành chính sách tiền tệ theo mục tiêu lãi suất là việc NHTW thiết lập mục tiêu hoạt động là các biến số lãi suất

ngắn hạn (thường là lãi suất qua đêm, hoặc đến 3 tháng) và mục tiêu trung gian là các biến số lãi suất trung, dài hạn (lãi suất kinh doanh của các ngân hàng - lãi suất huy động, cho vay), xác định mức lãi suất mục tiêu (lãi suất chính sách) và lựa chọn hành lang lãi suất, đồng thời thông qua các công cụ CSTT để tác động đến nền kinh tế giúp NHTW đạt được mục tiêu CSTT.

NHTW sẽ thay đổi mức LSCS để tác động đến tất cả các mức lãi suất kinh doanh khác trong nền kinh tế, cụ thể: Khi NHTW bơm tiền (thực thi CSTT nói lỏng) vào hệ thống thông qua nghiệp vụ mua hoặc bán chứng khoán trên thị trường tiền tệ (OMOs), khi đó lãi suất thị trường sẽ giảm xuống. Việc hạ lãi suất huy động, cho vay sẽ giúp kích thích các hoạt động đầu tư sản xuất trong nền kinh tế do chi phí vay vốn rẻ hơn. Ngược lại, khi NHTW thắt chặt CSTT thông qua việc giảm dự trữ của các ngân hàng, lãi suất thị trường thường tăng lên, kìm hãm sự phát triển của nền kinh tế do chi phí của nguồn vốn tín dụng đắt hơn.

Cơ chế điều hành lãi suất dựa trên các yếu tố sau: (i) NHTW thường lựa chọn lãi suất mục tiêu là lãi suất ngắn hạn (qua đêm, 1 tuần...); (ii) Thiết lập hành lang lãi suất để điều hành lãi suất thị trường theo mục tiêu; (iii) Công bố mục tiêu đối với biến số lãi suất đã lựa chọn và giải trình khi lãi suất thị trường đi chệch hướng so với LSMT; (iv) Sử dụng công cụ phù hợp trong điều hành theo mục tiêu lãi suất.

Việc chuyển sang điều hành CSTT theo mục tiêu lãi suất sẽ có lợi thế hơn, giúp tăng cường chức năng và độ tinh xảo phát triển của thị trường tài chính cũng như lan truyền tín hiệu và cơ chế truyền

tải CSTT tốt hơn, cụ thể: (i) Các hoạt động điều hành CSTT nhằm ổn định và điều chỉnh lãi suất thị trường ngắn hạn theo LSCS giúp giảm rủi ro thanh khoản, hỗ trợ các ngân hàng quản lý thanh khoản và giá cả. Khi các mức lãi suất ngắn hạn ổn định, sự thay đổi LSCS của NHTW sẽ tác động mạnh hơn tới hành vi định giá của các ngân hàng vì họ tin rằng những thay đổi trong cơ cấu lãi suất sẽ được duy trì. Do đó, các ngân hàng sẽ phản ứng nhanh chóng với những thay đổi của LSCS lên lãi suất huy động và cho vay của mình, qua đó giúp truyền tải CSTT. (ii) Lãi suất ngắn hạn ổn định và dễ dự đoán hơn, kết hợp với việc truyền thông hiệu quả chính sách của NHTW sẽ tạo thuận lợi cho sự phát triển của thị trường chứng khoán dài hạn (đặc biệt là thị trường chứng khoán chính phủ), tăng cường cơ chế truyền tải dọc theo đường cong lợi suất. Lãi suất dài hạn kết hợp với những thay đổi thực tế và kỳ vọng về LSCS sẽ tăng cường hơn nữa việc truyền tải đến lãi suất cho vay và tiền gửi dài hạn của ngân hàng và tác động đến thị trường chứng khoán khu vực tư nhân.

III. Phương pháp nghiên cứu

Bài viết tiếp cận vấn đề nghiên cứu trên cơ sở nhìn nhận điều hành CSTT qua mục tiêu hoạt động, mục tiêu trung gian là lãi suất, thông qua cơ chế truyền dẫn lãi suất và tác động của các công cụ CSTT để đạt được mục tiêu cuối cùng.

- Phương pháp truyền thống: như thống kê mô tả, tổng hợp và so sánh để tóm tắt một cách có hệ thống các nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm các vấn đề liên quan đến điều hành CSTT.

- Phương pháp hiện đại: Sử dụng mô hình kinh tế lượng để đánh giá tác động truyền dẫn thông qua các công cụ

CSTT đến mục tiêu hoạt động, mục tiêu trung gian để đạt được mục tiêu cuối cùng là các biến số kinh tế vĩ mô phù hợp trong từng giai đoạn phát triển của nền kinh tế, hệ thống tài chính - ngân hàng trong nước.

IV. Kết quả và thảo luận

Từ năm 2012, trong điều kiện lạm phát được kiểm soát tốt và duy trì ổn định ở mức thấp (dưới 4%), đã tạo điều kiện cho NHNN giảm dần các mức lãi suất điều hành, chủ yếu là lãi suất TCV và lãi suất tái chiết khấu, với mức độ và liều lượng phù hợp với từng thời kỳ (9 lần điều chỉnh giảm các mức lãi suất điều hành với tổng mức giảm 8,5%/năm trong hai năm 2012-2013). Từ 2013 đến tháng 7/2017, NHNN đã giữ ổn định các mức lãi suất điều hành do lạm phát được kiểm soát ở mức thấp, lãi suất ổn định trong những năm qua. Ngày 7/7/2017, NHNN giảm 0,25%/năm các mức lãi suất điều hành để hỗ trợ các TCTD phấn đấu giảm mặt bằng lãi suất theo chủ trương của Chính phủ.

Đáng chú ý là NHNN đã từng bước nói lỏng quy định trần và dần chuyển sang điều hành lãi suất theo tín hiệu thị trường, đảm bảo phù hợp thông lệ quốc tế; mặt bằng lãi suất thị trường ổn định, không có sự cạnh tranh không lành mạnh giữa các TCTD như trước. Hiện NHNN chỉ quy định mức trần 1%/năm đối với tiền gửi không kỳ hạn và có kỳ hạn dưới 1 tháng và 5,5%/năm đối với tiền gửi có kỳ hạn từ 1 tháng đến dưới 6 tháng. Đồng thời, từ cuối năm 2015, điều chỉnh giảm mức trần lãi suất tiền gửi ngoại tệ áp dụng đối với tổ chức và cá nhân là 0%/năm nhằm thực hiện chủ trương chống đô la hóa của Chính phủ. Về lãi suất cho vay VND, thực hiện theo cơ chế lãi suất thỏa thuận giữa TCTD và khách hàng quy định tại Luật các TCTD và Thông tư số 39/2016/TT- NHNN ngày 30/12/2016. Ngoài ra, đối

với các lĩnh vực ưu tiên theo chủ trương của Chính phủ, NHNN quy định trần lãi suất cho vay ngắn hạn thấp hơn 2- 3% so với lĩnh vực sản xuất, kinh doanh thông thường (hiện ở mức 6,5%/năm).

Thị trường tài chính càng phát triển thì hiệu lực truyền dẫn của lãi suất sẽ càng cao do: (i) việc thay đổi lãi suất trên thị trường tài chính sẽ tác động trực tiếp đến chi phí huy động vốn của các cá nhân, doanh nghiệp, tổ chức thực hiện huy động vốn trên thị trường; (ii) giá cả các tài sản tài chính thay đổi do sự thay đổi của lãi suất sẽ ảnh hưởng đến các hành vi tiêu dùng hay đầu tư của cá nhân hay doanh nghiệp. Tuy nhiên, trên thực tế đến cuối năm 2017, quy mô thị trường tài chính của Việt Nam thấp hơn khá nhiều so với các nước trong khu vực với tổng tài sản thị trường tài chính chiếm khoảng 192% GDP, trong khi chỉ số này của nhóm 5 quốc gia ASEAN bình quân 318% GDP (Thái Lan 256% GDP, Malaysia 436% GDP, Singapore 644% GDP). Báo cáo cạnh tranh toàn cầu xếp mức độ phát triển thị trường tài chính của Việt Nam thứ 84/140 nước.

Việc xây dựng và vận hành một hành lang lãi suất LNH là điều kiện không thể thiếu khi chuyển từ điều hành CSTT theo khối lượng sang điều hành theo giá. Theo Báo cáo Đoàn Điều 4 của IMF đến Việt Nam năm 2016, IMF cũng đã đưa ra những nhận xét và khuyến nghị về điều hành CSTT của NHNN, theo đó, NHNN cần xây dựng một hành lang lãi suất với mục đích là tạo một cơ chế tự động để lãi suất LNH dao động trong biên độ này dưới tác động của cung - cầu thị trường cũng như điều tiết của NHNN, qua đó góp phần nâng cao hiệu lực của CSTT.

Về mặt lý thuyết, khi NHTW lựa chọn lãi suất là mục tiêu điều hành CSTT thì thường không đồng thời chọn mục tiêu

khối lượng, do đó, NHTW sẽ phải chấp nhận sự dao động tăng lên hoặc giảm xuống của mức cung tiền nhằm duy trì lãi suất theo mức mục tiêu.

V. Kết luận

Như đã phân tích, điều kiện căn bản để chuyển đổi sang điều hành CSTT theo mục tiêu lãi suất là NHTW cần có tính độc lập trên các khía cạnh về chính trị, về CSTT (mục tiêu và công cụ) và về tài chính. Hiện nay, theo quy định của Luật NHNN năm 2010, NHNN là cơ quan ngang Bộ trực thuộc Chính phủ, do đó chưa đủ tính chủ động để điều hành độc lập CSTT quốc gia. Việc điều hành CSTT của NHNN vẫn còn phụ thuộc nhiều vào Chính phủ và các cơ quan ngang Bộ như Bộ Tài Chính, Bộ Kế hoạch và Đầu tư Do vậy, trong thời gian tới, cần từng bước tăng cường tính độc lập cho NHNN.

Tài liệu tham khảo:

- [1]. Tô Ánh Dương và cộng sự, *Lạm phát mục tiêu và hàm ý đối với khuôn khổ chính sách tiền tệ ở Việt Nam*, Nhà xuất bản Tri thức, Hà Nội, (2012).
- [2]. Chu Khánh Lâm, *Chính sách tiền tệ phi truyền thống: kinh nghiệm quốc tế và khuyến nghị cho Việt Nam*, NCKH, (2018).
- [3]. Võ Trí Thành, *Khuôn khổ chính sách tiền tệ lạm phát mục tiêu và khả năng áp dụng đối với Việt Nam*, Đề tài khoa học cấp ngành DTNH, (2016).
- [4]. BIS, *Long series on central bank policy rates*, Documentation on data last updated 13 June 2018.
- [5]. Federal bank of New York, *The Role of Central Bank Lending Facilities in Monetary Policy*, June 2017.

Địa chỉ tác giả: Viện Kinh tế và Quản lý - Trường Đại học Bách Khoa Hà Nội

Email: ngabtbk@gmail.com

