

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC THƯƠNG MẠI**

NGUYỄN THỊ VÂN ANH

**NGHIÊN CỨU TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH
TIỀN TỆ ĐẾN KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM**

Chuyên ngành: Quản lý kinh tế

Mã số: 62.34.04.10

LUẬN ÁN TIẾN SỸ KINH TẾ

Hà Nội - 2018

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC THƯƠNG MẠI**

NGUYỄN THỊ VÂN ANH

**NGHIÊN CỨU TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH
TIỀN TỆ ĐẾN KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM**

Chuyên ngành: Quản lý kinh tế

Mã số: 62.34.04.10

LUẬN ÁN TIẾN SỸ KINH TẾ

Người hướng dẫn 1: PGS.TS Lê Thị Kim Nhung

Người hướng dẫn 2: PGS. TS Phạm Thị Tuệ

Hà Nội - 2018

LỜI CAM ĐOAN

Tôi xin cam đoan đề tài luận án “*Nghiên cứu tác động của chính sách tiền tệ đến kinh tế vĩ mô Việt Nam*” là công trình nghiên cứu độc lập của riêng tôi.

Các thông tin, dữ liệu, kết quả nghiên cứu và luận cứ trong luận án là do tôi tự tìm hiểu, đúc kết, phân tích và có trích dẫn một cách rõ ràng. Các kết quả nghiên cứu trong luận án do tôi tiến hành phân tích một cách trung thực, khách quan và chưa từng được công bố trong bất kỳ nghiên cứu nào khác.

Hà Nội, ngày 2 tháng 10 năm 2018

Nghiên cứu sinh

Nguyễn Thị Vân Anh

LỜI CẢM ƠN

Tôi xin bày tỏ lòng cảm ơn sâu sắc tới giảng viên hướng dẫn khoa học **PGS,TS. Lê Thị Kim Nhung** và **PGS,TS. Phạm Thị Tuệ** đã nhiệt tình hướng dẫn, hỗ trợ, giúp đỡ và đồng hành cùng tôi trong suốt thời gian thực hiện luận án.

Tôi xin chân thành cảm ơn Ban giám hiệu Trường Đại học Thương mại, Khoa Sau đại học, Khoa Tài chính – Ngân hàng đặc biệt các Thầy cô giáo trong Ban chủ nhiệm khoa Sau đại học, Khoa Tài chính – Ngân hàng, Bộ môn Tài chính doanh nghiệp, Bộ môn Kinh tế học đã tạo điều kiện, động viên, góp ý chuyên môn trong quá trình thực hiện luận án.

Tôi cũng bày tỏ lời cảm ơn chân thành đến các Thầy Cô trong hội đồng đánh giá chuyên đề, hội đồng đánh giá luận án tiến sỹ cấp bộ môn đã có những đóng góp cụ thể, chi tiết về mặt chuyên môn giúp cho tôi hoàn thành luận án của mình.

Tôi xin được gửi lời cảm ơn sâu sắc đến Ban giám hiệu trường Đại học Lao động – Xã hội, lãnh đạo khoa Quản trị kinh doanh, lãnh đạo bộ môn Kinh tế học, các anh chị em đồng nghiệp trường Đại học Lao động – Xã hội, đã tạo điều kiện giúp đỡ, hỗ trợ tôi trong suốt thời gian qua.

Tôi cũng xin được gửi lời cảm ơn đến các anh chị em ở Ngân hàng Nhà nước, Tổng cục thống kê đã hỗ trợ và giúp đỡ tôi trong quá trình thu thập số liệu phục vụ nghiên cứu.

Cuối cùng tôi xin được gửi lời tri ân sâu sắc đến những người thân trong gia đình, bạn bè, đồng nghiệp đã tạo điều kiện, động viên, hỗ trợ tôi trong suốt thời gian qua.

Xin trân trọng cảm ơn!

NCS: Nguyễn Thị Vân Anh

MỤC LỤC

LỜI CAM ĐOAN	i
LỜI CẢM ƠN.....	ii
DANH MỤC CÁC KÝ HIỆU VÀ TỪ VIẾT TẮT.....	vi
DANH MỤC CÁC SƠ ĐỒ, HÌNH VẼ VÀ BIỂU ĐỒ	vii
DANH MỤC CÁC BẢNG BIỂU.....	ix
MỞ ĐẦU	1
1. Tính cấp thiết của đề tài nghiên cứu.....	1
2. Mục tiêu và nhiệm vụ nghiên cứu	2
3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu	2
4. Những đóng góp mới của luận án	3
5. Kết cấu luận án	4
CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU	5
1.1. TỔNG QUAN TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU LIÊN QUAN ĐẾN LUẬN ÁN.....	5
1.1.1. Các nghiên cứu lý thuyết về tác động của chính sách tiền tệ.....	5
1.1.2. Các nghiên cứu về cơ chế tác động của chính sách tiền tệ.....	11
1.1.3. Các nghiên cứu thực nghiệm về tác động của CSTT	14
1.1.4. Khoảng trống nghiên cứu, và hướng nghiên cứu của luận án.....	20
1.2. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU	21
1.2.1. Phương pháp nghiên cứu định tính.....	21
1.2.2. Phương pháp nghiên cứu định lượng	22
1.2.3. Tổng hợp các phương pháp nghiên cứu và công cụ hỗ trợ nghiên cứu	25
KẾT LUẬN CHƯƠNG 1	28
CHƯƠNG 2: CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VÀ TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ ĐẾN KINH TẾ VĨ MÔ.....	29
2.1. CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ.....	29
2.1.1. Khái niệm về chính sách tiền tệ.....	29
2.1.2. Mục tiêu của chính sách tiền tệ	30
2.1.3. Các công cụ của chính sách tiền tệ.....	36
2.2. TÁC ĐỘNG CỦA CSTT ĐẾN KINH TẾ VĨ MÔ	40
2.2.1. Tác động của chính sách tiền tệ đến tăng trưởng	40
2.2.2. Tác động của chính sách tiền tệ đến lạm phát.....	43
2.3. CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VỚI MỤC TIÊU ỔN ĐỊNH KINH TẾ VĨ MÔ.....	46
2.3.1. Ổn định kinh tế vĩ mô.....	46
2.3.2. Chính sách tiền tệ hướng đến mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô.....	48

2.4. ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ CỦA MỘT SỐ QUỐC GIA VÀ BÀI HỌC KINH NGHIỆM CHO VIỆT NAM.....	52
2.4.1. Điều hành CSTT của Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc (PBoC)	53
2.4.2. Điều hành CSTT của Ngân hàng Trung ương Thái Lan (BOT)	57
2.4.3. Điều hành CSTT của NHTW Nhật Bản (BOJ)	60
2.4.4. Điều hành CSTT của NHTW Anh (BOE).....	63
2.4.5. Điều hành CSTT của NHTW Châu Âu (ECB)	65
2.4.6. Điều hành CSTT của Cục dự trữ liên bang Mỹ (FED)	67
2.4.7. Bài học kinh nghiệm cho Việt Nam	70
KẾT LUẬN CHƯƠNG 2	73
CHƯƠNG 3: THỰC TRẠNG ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ CỦA NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC VIỆT NAM.....	74
3.1. TÌNH HÌNH KINH TẾ THẾ GIỚI VÀ KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM GIAI ĐOẠN 2005 - 2017	74
3.1.1. Tình hình kinh tế thế giới	74
3.1.2. Tình hình kinh tế vĩ mô Việt Nam.....	78
3.2. ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ CỦA NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC VIỆT NAM GIAI ĐOẠN 2005 - 2017	82
3.2.1. Một số nét khái quát về NHNN Việt Nam	82
3.2.2. Mục tiêu điều hành chính sách tiền tệ của NHNN Việt Nam giai đoạn 2005 - 2017	83
3.2.3. Các công cụ điều hành chính sách tiền tệ của NHNN Việt Nam.....	86
KẾT LUẬN CHƯƠNG 3.....	101
CHƯƠNG 4: ĐÁNH GIÁ TÁC ĐỘNG CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ ĐẾN KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM GIAI ĐOẠN 2005 – 2017	102
4.1. ĐÁNH GIÁ ĐỊNH TÍNH TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ ĐẾN KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM	102
4.1.1. Cơ chế truyền dẫn tác động của chính sách tiền tệ đến tăng trưởng và lạm phát ở Việt Nam.....	102
4.1.2. Tác động của chính sách tiền tệ đến tăng trưởng	103
4.1.3. Tác động của chính sách tiền tệ đến lạm phát.....	107
4.2. ĐÁNH GIÁ ĐỊNH LƯỢNG TÁC ĐỘNG CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ ĐẾN KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM	112
4.2.1. Ứng dụng mô hình VAR kiểm định tác động của chính sách tiền tệ đến tăng trưởng và lạm phát ở Việt Nam.....	112
4.2.2. Một số vấn đề đặt ra trong điều hành CSTT của NHNN Việt Nam nhìn từ kết quả của mô hình VAR	118

4.3. ĐÁNH GIÁ CHUNG TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ ĐẾN KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM	119
4.3.1. Những tác động tích cực.....	119_Toc526261000
4.3.2. Những hạn chế và nguyên nhân	126
KẾT LUẬN CHƯƠNG 4.....	129
CHƯƠNG 5: ĐỊNH HƯỚNG ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VÀ MỘT SỐ KHUYẾN NGHỊ CHÍNH SÁCH NHẪM HƯỚNG ĐẾN MỤC TIÊU ỔN ĐỊNH KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM	130
5.1. CHIẾN LƯỢC PHÁT TRIỂN KINH TẾ - XÃ HỘI, PHÁT TRIỂN NGÀNH NGÂN HÀNG VÀ QUAN ĐIỂM, ĐỊNH HƯỚNG ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ	130
5.1.1. Chiến lược phát triển kinh tế - xã hội.....	130
5.1.2. Chiến lược phát triển ngành ngân hàng.....	132
5.1.3. Quan điểm, định hướng điều hành chính sách tiền tệ	135
5.2. MỘT SỐ KHUYẾN NGHỊ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ NHẪM HƯỚNG ĐẾN MỤC TIÊU ỔN ĐỊNH KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM.....	137
5.2.1. Khuyến nghị trong việc lựa chọn mục tiêu điều hành CSTT	137
5.2.2. Nâng cao hiệu quả các công cụ chính sách tiền tệ	140
5.2.3. Hoàn thiện cơ chế điều hành chính sách tiền tệ	146
KẾT LUẬN CHƯƠNG 5	154
KẾT LUẬN	155
DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO	156
DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH ĐÃ CÔNG BỐ	x
PHỤ LỤC 1: KIỂM TRA TÍNH DỪNG	xi
PHỤ LỤC 2: XÁC ĐỊNH ĐỘ TRỄ TỐI ƯU	xxi
PHỤ LỤC 3: KIỂM ĐỊNH NHÂN QUẢ GRANGER	xxii
PHỤ LỤC 4: KIỂM ĐỊNH TƯƠNG QUAN CHUỖI	xxiv
PHỤ LỤC 5: KIỂM ĐỊNH TÍNH ỔN ĐỊNH CỦA MÔ HÌNH	xxv
PHỤ LỤC 6: KẾT QUẢ ƯỚC LƯỢNG MÔ HÌNH VAR.....	xxvi
PHỤ LỤC 7: TÁC ĐỘNG CỦA CÚ SỐC CUNG TIỀN M2 ĐẾN CÁC BIẾN NỘI SINH KHÁC.....	xxviii
PHỤ LỤC 8: TÁC ĐỘNG CỦA CÁC CÚ SỐC ĐẾN LẠM PHÁT.....	xxix
PHỤ LỤC 9: TÁC ĐỘNG CỦA CÁC CÚ SỐC ĐẾN SẢN LƯỢNG.....	xxx

DANH MỤC CÁC KÝ HIỆU VÀ TỪ VIẾT TẮT

AD	Aggregate demand of the economy	Tổng cầu của nền kinh tế
AE	Aggregate expenditure of the economy	Tổng chi tiêu của nền kinh tế
AEC	ASEAN Economic Community	Cộng đồng kinh tế ASEAN
BOE	Bank of England	Ngân hàng trung ương Anh
BTC		Bộ tài chính
CCTT		Cán cân thanh toán
CPD	Continuing Professional Development	Tiếp tục phát triển chuyên môn
CPTPP	Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership	Hiệp định đối tác toàn diện và tiến bộ xuyên Thái Bình Dương
CPI	Consumer price index	Chỉ số giá tiêu dùng
CSTK		Chính sách tài khóa
CSTT		Chính sách tiền tệ
DTBB		Dự trữ bắt buộc
ECB	European Central Bank	Ngân hàng trung ương Châu Âu
FED	Federal Reserve System	Cục dự trữ liên bang Hoa Kỳ
FTA	Free-trade agreement	Thương mại tự do
GDP	Gross Domestic Product	Tổng sản phẩm quốc nội
IMF	International financial funds	Quỹ tiền tệ quốc tế
IFS	International financial statistics	Thống kê tài chính quốc tế
MPC	Monetary Policy Council	Ủy ban CSTT của NHTW Anh
MS	Money Supply	Cung tiền
NH		Ngân hàng
NHNN		Ngân hàng Nhà nước
NHTM		Ngân hàng Thương mại
NHTW		Ngân hàng Trung Ương
NFSC	National financial supervisory commission	Ủy ban giám sát tài chính quốc gia
NBR	Non-borrowed reserves	Dự trữ không vay
OMO	Open Market Operation	Nghiệp vụ thị trường mở
TCTD		Tổ chức tín dụng
TCTK		Tổng cục thống kê
VAR	Vector Auto Regression	Vec tơ tự hồi quy
VEPR	Vietnam Center for Economics and Policy Research	Trung tâm nghiên cứu kinh tế và chính sách ĐHKT - ĐHQGHN
XNK	Xuất nhập khẩu	

DANH MỤC CÁC SƠ ĐỒ, HÌNH VẼ VÀ BIỂU ĐỒ

	Trang
Hình 1.1 Tác động của Chính sách tiền tệ đến lãi suất và đầu tư – Keynes	5
Sơ đồ 1.1 Cơ chế truyền dẫn tác động Chính sách tiền tệ đến nền kinh tế - Keynes	6
Hình 1.2 Tác động của việc thay đổi cung tiền nhằm ổn định lãi suất - Friedman	7
Hình 1.3 Tác động của Chính sách tiền tệ đến nền kinh tế theo mô hình AD – AS	8
Sơ đồ 1.2 Cơ chế truyền dẫn tác động Chính sách tiền tệ đến nền kinh tế - Mankiw	9
Hình 1.4 Tác động của Chính sách tiền tệ đến sản lượng và giá cả - Mankiw	10
Sơ đồ 1.3 Cơ chế truyền tải CSTT của Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc	11
Sơ đồ 1.4 Cơ chế truyền tải chính sách tiền tệ của NHTW Thái Lan	12
Sơ đồ 1.5 Cơ chế truyền tải chính sách tiền tệ của NHTW Anh	12
Sơ đồ 1.6 Cơ chế truyền tải chính sách tiền tệ của NHTW Châu Âu	13
Sơ đồ 2.1 Hệ thống mục tiêu và các công cụ của CSTT	30
Biểu đồ 3.1 Tốc độ tăng trưởng kinh tế và tỷ lệ lạm phát theo CPI giai đoạn 2005 – 2017	79
Biểu đồ 3.2 Hệ số ICOR theo giá so sánh 2010 giai đoạn 2005 – 2017	85
Biểu đồ 3.3 Diễn biến tỷ giá VND/USD giai đoạn 2005 – 2017	97
Sơ đồ 4.1 Cơ chế truyền dẫn tác động CSTT đến nền kinh tế Việt Nam	102
Biểu đồ 4.1 Diễn biến lãi suất điều hành và lãi suất tiền gửi, lãi suất cho vay ngắn hạn giai đoạn 2005 – 2017	103
Biểu đồ 4.2 Tốc độ tăng tổng phương tiện thanh toán, tốc độ tăng trưởng kinh tế và lãi suất cho vay, lãi suất tiền gửi giai đoạn 2005 – 2017	104

Biểu đồ 4.3	Tốc độ tăng trưởng GDP, tích lũy tài sản và tiêu dùng cuối cùng và lãi suất tiền gửi, lãi suất cho vay ngắn hạn giai đoạn 2005 - 2017	106
Biểu đồ 4.4	Tỷ giá hối đoái, giá trị xuất khẩu, giá trị nhập khẩu, xuất khẩu ròng và lãi suất cho vay ngắn hạn giai đoạn 2005 – 2017	107
Biểu đồ 4.5	Tốc độ tăng tổng phương tiện thanh toán, tín dụng đối với nền kinh tế và tỷ lệ lạm phát theo CPI của Việt Nam giai đoạn 2005 – 2017	108
Biểu đồ 4.6	GDP theo giá so sánh năm 2010, tốc độ tăng trưởng kinh tế và tỷ lệ lạm phát theo CPI giai đoạn 2005 - 2017	109
Biểu đồ 4.7	Diễn biến tỷ giá và tốc độ tăng CPI giai đoạn 2005 – 2017	111
Biểu đồ 4.8	Một số chỉ tiêu tiền tệ, tín dụng và tốc độ tăng CPI giai đoạn 2005 - 2017	121
Biểu đồ 4.9	Lãi suất cho vay, lãi suất tiền gửi và tốc độ tăng trưởng kinh tế giai đoạn 2005 - 2017	124

DANH MỤC CÁC BẢNG BIỂU

		Trang
Bảng 3.1	Tăng trưởng kinh tế thế giới giai đoạn 2011 – 2017 (%)	75
Bảng 3.2	Mục tiêu và thực hiện chỉ tiêu lạm phát, tăng trưởng kinh tế Việt Nam giai đoạn 2005 - 2017	85
Bảng 3.3	Kế hoạch tăng trưởng tín dụng và tốc độ tăng trưởng tín dụng thực tế giai đoạn 2011 - 2017	87
Bảng 3.4	Doanh số mua – bán theo phiên trên thị trường mở	90
Bảng 3.5	Diễn biến các mức lãi suất điều hành của NHNN giai đoạn 2005 – 2010	92
Bảng 3.6	Diễn biến các mức lãi suất điều hành của NHNN giai đoạn 2011 – 2017	94
Bảng 3.7	Diễn biến biên độ giao dịch tỷ giá VNĐ/USD được công bố trên thị trường liên ngân hàng giai đoạn 2005 – 2017	96
Bảng 3.8	Diễn biến lãi suất tiền gửi DTBB bằng VND 2008 – 2009	98
Bảng 3.9	Diễn biến tỷ lệ dự trữ bắt buộc giai đoạn 2005 – 2017	99
Bảng 4.1	Tăng trưởng kinh tế theo các cấu phần của tổng cầu	105
Bảng 4.2	Các biến trong mô hình VAR	113
Bảng 4.3	Kiểm định tính dừng của các biến bằng kiểm định ADF	113
Bảng 4.4	Kết quả ước lượng mô hình VAR	115
Bảng 4.5	Phân rã phương sai trong mô hình VAR	117
Bảng 4.6	Một số chỉ tiêu về nợ công và nợ nước ngoài của quốc gia giai đoạn 2011 – 2016	128

MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết của đề tài nghiên cứu

Đảm bảo và duy trì ổn định kinh tế vĩ mô là một trong các mục tiêu ưu tiên hàng đầu của các chính sách kinh tế vĩ mô của Chính phủ. Trong đó, CSTT là tổng thể những phương thức mà NHTW thông qua các hoạt động của mình tác động làm thay đổi cung tiền, lãi suất, qua đó tác động đến mục tiêu cuối cùng của CSTT là lạm phát, tăng trưởng kinh tế và việc làm, nhằm thực hiện mục tiêu kinh tế - xã hội của đất nước trong một thời kỳ nhất định. Chính phủ các quốc gia luôn xem CSTT là một trong những chính sách kinh tế quan trọng hàng đầu để đảm bảo ổn định kinh tế, thúc đẩy kinh tế tăng trưởng và phát triển. Đối với các nước đang phát triển, hệ thống tài chính và cấu trúc hệ thống tài chính đang trong quá trình chuyển đổi thích ứng với nền kinh tế thị trường, bối cảnh mở cửa nền kinh tế làm cho sự gắn kết thị trường tài chính trong nước với thị trường tài chính quốc tế ngày càng gia tăng, trong khi mức độ phụ thuộc giữa các quốc gia ngày càng lớn và nền kinh tế toàn cầu luôn có những biến động không dự đoán trước được thì ảnh hưởng của CSTT đến nền kinh tế ngày càng phức tạp và việc điều hành CSTT của NHTW càng trở nên khó khăn. Mặt khác, cần phải thấy tác động của CSTT đến các nền kinh tế khác nhau là khác nhau, phụ thuộc vào “sức khỏe” của nền kinh tế, chứ không chỉ phụ thuộc vào bản thân của CSTT. Vì vậy, việc nghiên cứu tác động của CSTT đến kinh tế vĩ mô và ổn định kinh tế vĩ mô luôn được đặt ra như là một vấn đề cấp thiết.

Trong suốt quá trình chuyển đổi nền kinh tế, để thoát khỏi một nền kinh tế nông nghiệp lạc hậu, cho đến trước năm 2011 mục tiêu Việt Nam theo đuổi là tăng trưởng sản lượng, tăng trưởng kinh tế với tốc độ cao và bền vững. Tuy nhiên, giai đoạn 2005 – 2010, đà tăng trưởng của Việt Nam có dấu hiệu chậm lại. Kinh tế Việt Nam sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, khủng hoảng nợ công Châu Âu cũng như những biến động phức tạp của nền kinh tế thế giới, đã phải đối mặt với tình trạng lạm phát cao, thị trường bất động sản và thị trường chứng khoán giảm sút và đóng băng, hoạt động sản xuất kinh doanh đình đốn, tình trạng nợ xấu gia tăng. Đối mặt với những mất cân đối lớn, nền kinh tế bộc lộ những yếu kém, hiệu quả đầu tư thấp, thị trường tài chính nhiều bất ổn. Trước tình hình này, Chính phủ đã ban hành Nghị quyết số 11/NQ-CP, để thực hiện nhiệm vụ trọng tâm, cấp bách là tập trung kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, bảo đảm an sinh xã hội. Nghị quyết cũng chỉ rõ NHNN cần điều hành chủ động, linh hoạt, hiệu quả các công cụ CSTT, nhất là công cụ lãi suất và lượng tiền cung ứng để bảo đảm kiềm chế lạm phát.

Thực tiễn điều hành CSTT từ năm 2011 đến nay cho thấy, quyết định của Quốc hội và định hướng điều hành hàng năm của Chính phủ đối với mục tiêu kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô có vai trò đặc biệt quan trọng trong việc quyết định hiệu quả điều hành CSTT của NHNN. NHNN đã chủ động thực thi CSTT linh hoạt, quyết đoán trong việc kiểm soát cung tiền, lãi suất, tỷ giá, giá vàng. Từ năm 2012 CSTT đã để lại những điểm nhấn lớn như duy trì ổn định kinh tế vĩ mô thông qua việc kiểm soát lạm phát ở mức hợp lý, ổn định tỷ giá, giảm tình trạng đô la hóa, và thúc đẩy việc tăng trưởng tín dụng vào khu vực ưu tiên.

Có thể thấy, việc thực hiện mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô và kiểm soát lạm phát ở mức hợp lý có sự đóng góp quan trọng của CSTT. Nhưng việc duy trì tính ổn định kinh tế vĩ mô trong những năm tiếp theo, đảm bảo sự phát triển bền vững nền kinh tế Việt Nam vẫn là một bài toán khó đối với các nhà hoạch định chính sách. Việc nghiên cứu tác động của CSTT đến kinh tế vĩ mô, từ đó có những giải pháp thích hợp trong điều hành để giúp CSTT phát huy hiệu quả tốt hơn nữa đối với nền kinh tế Việt Nam trong tương lai là thực sự cần thiết và có ý nghĩa khoa học. Chính vì lý do đó, tác giả chọn đề tài: ***“Nghiên cứu tác động của chính sách tiền tệ đến kinh tế vĩ mô Việt Nam”*** cho luận án tiến sỹ của mình.

2. Mục tiêu và nhiệm vụ nghiên cứu

Mục tiêu chung

Thông qua việc nghiên cứu tác động CSTT đến kinh tế vĩ mô Việt Nam giai đoạn 2005 – 2017, luận án đề xuất các khuyến nghị có cơ sở khoa học và thực tiễn trong điều hành CSTT nhằm ổn định kinh tế vĩ mô của Việt Nam.

Nhiệm vụ nghiên cứu

Để thực hiện mục tiêu nghiên cứu nêu trên, luận án xác định nhiệm vụ nghiên cứu như sau:

- Hệ thống hóa cơ sở lý luận về CSTT, tác động của CSTT đến kinh tế vĩ mô.
- Nghiên cứu thực trạng CSTT và tác động của CSTT đến kinh tế vĩ mô Việt Nam giai đoạn 2005 - 2017.
- Đưa ra các kết luận, thảo luận chính sách và đề xuất các khuyến nghị đối với CSTT góp phần ổn định kinh tế vĩ mô Việt Nam đến năm 2020, tầm nhìn 2025.

3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu của luận án là các vấn đề lý luận và thực tiễn về CSTT, tác động của CSTT đến kinh tế vĩ mô Việt Nam.

Phạm vi nghiên cứu

Luận án xác định phạm vi nghiên cứu như sau:

- *Về nội dung nghiên cứu:* Tác động của CSTT đến kinh tế vĩ mô rất đa chiều và phức tạp, có thể xem xét sự tác động đó đến nhiều biến số khác nhau của kinh tế vĩ mô. Trong phạm vi nghiên cứu này, luận án chỉ xem xét tác động của CSTT đến hai biến số vĩ mô quan trọng là: tác động của CSTT đến tăng trưởng và lạm phát.

- *Về không gian nghiên cứu:* Luận án nghiên cứu tác động của CSTT đến một số biến số kinh tế vĩ mô của Việt Nam trên phạm vi quốc gia.

- *Về thời gian nghiên cứu:* Luận án tiến hành nghiên cứu thực trạng CSTT và điều hành CSTT của Việt Nam giai đoạn 2005 – 2017 và đề xuất các khuyến nghị chính sách nhằm ổn định kinh tế vĩ mô Việt Nam đến 2020, tầm nhìn 2025.

4. Những đóng góp mới của luận án

Những đóng góp mới về mặt học thuật, lý luận

- Luận án đã hệ thống hóa và làm rõ hơn cơ sở lý thuyết về CSTT và tác động của CSTT đến tăng trưởng và lạm phát – hai biến số quan trọng của kinh tế vĩ mô.

- Từ việc nghiên cứu kinh nghiệm điều hành CSTT của Ngân hàng nhân dân Trung Quốc, NHTW Thái Lan, NHTW Nhật Bản, NHTW Anh, NHTW Châu Âu, Cục dự trữ liên bang Mỹ (Fed), luận án đưa ra những định hướng và các bài học kinh nghiệm phù hợp với điều kiện bối cảnh của Việt Nam.

- Làm rõ các vấn đề về ổn định kinh tế vĩ mô, những nhiệm vụ đặt ra trong điều hành CSTT khi mục tiêu chính sách là ổn định kinh tế vĩ mô, là luận cứ quan trọng để đưa ra các khuyến nghị cho CSTT của Việt Nam.

Những đóng góp mới về thực tiễn

- Thông qua khảo sát và phân tích thực trạng CSTT Việt Nam giai đoạn 2005 – 2017, luận án đã chỉ ra được: (i) Những khó khăn trong điều hành CSTT trong giai đoạn 2005 - 2011, đặc biệt là sau hậu khủng hoảng tài chính 2008; (ii) Những thành công trong điều hành CSTT khi CSTT hướng đến mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô giai đoạn 2012 - 2017; (iii) Đồng thời, luận án cũng chỉ ra những vấn đề cần tiếp tục giải quyết trong điều hành CSTT trong giai đoạn tới.

- Kết quả nghiên cứu tác động của CSTT đến kinh tế vĩ mô bằng cả phương pháp nghiên cứu định tính và định lượng đã chỉ ra: (i) CPI phản ứng tương đối giống như chúng ta kỳ vọng sau những cú sốc về CSTT bao gồm cung tiền, lãi suất và tỷ giá. Ở Việt Nam lạm phát quá khứ đóng vai trò quan trọng trong việc xác định lạm phát hiện tại. Kết quả cũng cho thấy vai trò của CSTT với tư cách quan trọng để kiểm soát lạm phát ở Việt Nam; (ii) Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy có những tác động nhất định từ CSTT đến sản lượng; Lãi suất trong nền kinh tế ở mức thấp sẽ hỗ trợ cho các doanh nghiệp trong nền kinh tế có thể tiếp cận với dòng vốn rẻ, hỗ trợ ổn định kinh

doanh tăng mức sản lượng. Cần kiểm soát quy mô tín dụng phù hợp với chỉ tiêu định hướng, tiếp tục theo phương châm mở rộng tín dụng đi đôi với an toàn, nâng cao chất lượng, hiệu quả, đảm bảo an toàn hệ thống và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế hợp lý; (iii) Kết quả cho thấy giá tăng chậm không có nghĩa là tổng cầu tăng chậm, hay nền kinh tế trì trệ; Hay, kiểm soát lạm phát, duy trì ổn định kinh tế vĩ mô sẽ góp phần hỗ trợ tăng trưởng kinh tế, đảm bảo phát triển bền vững.

Những khuyến nghị về mặt chính sách

- Vận dụng kinh nghiệm quốc tế và thực tiễn mang tính quy luật của Việt Nam, luận án đề xuất các khuyến nghị trong việc lựa chọn mục tiêu CSTT, nâng cao hiệu quả các công cụ CSTT và các khuyến nghị về hoàn thiện cơ chế điều hành CSTT nhằm ổn định kinh tế vĩ mô Việt Nam.

5. Kết cấu luận án

Ngoài phần mở đầu và kết luận, luận án được kết cấu thành 5 chương như sau:

Chương 1: Tổng quan tình hình nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu

Chương 2: Cơ sở lý luận về chính sách tiền tệ và tác động của chính sách tiền tệ đến kinh tế vĩ mô

Chương 3: Thực trạng điều hành chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Chương 4: Đánh giá tác động chính sách tiền tệ đến kinh tế vĩ mô Việt Nam

Chương 5: Định hướng điều hành chính sách tiền tệ và một số khuyến nghị chính sách nhằm ổn định kinh tế vĩ mô Việt Nam

CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

1.1. TỔNG QUAN TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU LIÊN QUAN ĐẾN LUẬN ÁN

Nhiều nhà nghiên cứu, các giáo sư trong nước và nước ngoài đã tiến hành phân tích và viết các giáo trình liên quan đến CSTT và tác động của chính sách đến nền kinh tế. Các công trình nghiên cứu đã chỉ ra cơ chế tác động của CSTT đến nền kinh tế nói chung và áp dụng cho từng quốc gia nói riêng. Bên cạnh đó, là các công trình nghiên cứu khoa học, các đề tài nghiên cứu các cấp, các bài nghiên cứu khoa học của các trường đại học trên toàn thế giới và trong nước với các bằng chứng thực nghiệm có đề cập đến cơ chế tác động của CSTT đến nền kinh tế.

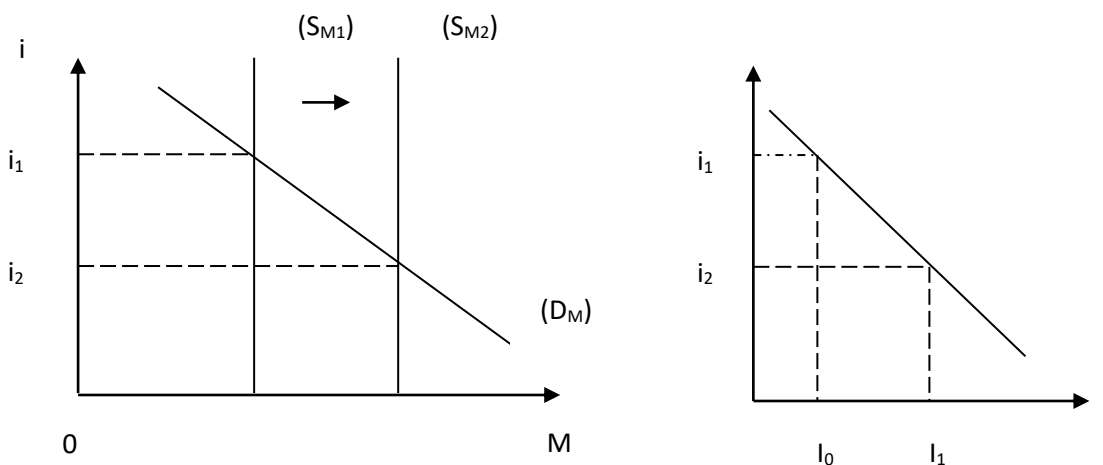
1.1.1. Các nghiên cứu lý thuyết về tác động của chính sách tiền tệ

Các lý thuyết kinh tế điển hình về tác động của CSTT đến nền kinh tế gồm:

Lý thuyết của John Maynard Keynes

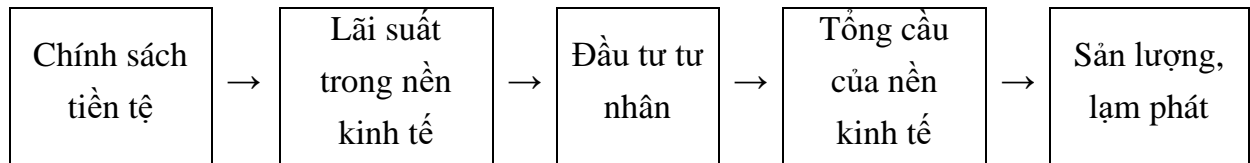
Lý thuyết của John Maynard Keynes (1936) trong tác phẩm “*General Theory of Employment, Interest and Currency*” [67]. Nhà kinh tế học Keynes đã sử dụng lý thuyết ưa thích thanh khoản để giải thích hoạt động của CSTT. Theo lý thuyết này, lãi suất được quyết định bởi cung và cầu tiền.

Keynes đã chỉ ra tác động của CSTT trên cơ sở phân tích ảnh hưởng của lãi suất và hiệu quả biên của đầu tư đến chi tiêu cho đầu tư. Theo Keynes, khối lượng đầu tư đóng vai trò quyết định đối với quy mô của việc làm. Khối lượng đầu tư phụ thuộc vào ý muốn của các nhà đầu tư, còn ý muốn đầu tư lại phụ thuộc vào hiệu quả biên của đầu tư. Keynes chỉ ra rằng các nhà đầu tư sẽ mở rộng đầu tư cho đến khi hiệu quả biên của đầu tư giảm xuống đến mức lãi suất.



Hình 1.1. Tác động của Chính sách tiền tệ đến lãi suất và đầu tư – Keynes

Tuy nhiên, ông cũng nhận thấy hiệu quả biên của đầu tư giảm sút, còn lãi suất có tính ổn định, điều đó tạo ra giới hạn chật hẹp của đầu tư mới. Để kích thích đầu tư phải xây dựng niềm tin và sự lạc quan của các nhà đầu tư, phải có biện pháp giảm lãi suất nhằm tăng lợi nhuận. Muốn vậy phải đưa thêm tiền vào lưu thông, thực hiện lạm phát có kiểm soát để giảm lãi suất, nhờ đó kích thích đầu tư tư nhân, kích thích các hoạt động kinh tế.



Sơ đồ 1.1. Cơ chế truyền dẫn tác động Chính sách tiền tệ đến nền kinh tế - Keynes

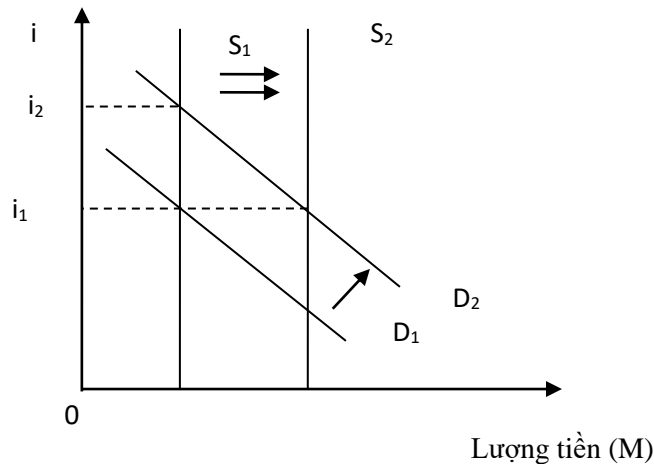
Theo Keynes, lạm phát có kiểm soát (có điều tiết) không có gì nguy hiểm, làm như vậy sẽ duy trì được tình hình thị trường trong thời kỳ sản xuất và việc làm giảm sút. Trong lược đồ của Keynes, cung tiền tăng lên từ S_{M1} đến S_{M2} làm giảm lãi suất từ i_1 xuống i_2 (Hình 1.1). Bằng cách làm như vậy, nó làm tăng lên nhiều dự án đầu tư có lợi và kích thích các hoạt động kinh tế. Tuy nhiên, cơ chế truyền tải CSTT của Keynes (Sơ đồ 1.1) đã không chú ý đến việc xem xét tác động của CSTT đến các thành tố khác của tổng chi tiêu của nền kinh tế.

Xem xét về vai trò của kênh lãi suất đối với tác động của CSTT đến nền kinh tế có thể kể đến luận án của Tô Kim Ngọc (*Các giải pháp nhằm tăng cường hiệu lực của chính sách tiền tệ Việt Nam thông qua cơ chế điều chỉnh lãi suất, (2003)*) [35] đề cập đến cơ chế truyền tải thông qua lãi suất trong điều hành CSTT mà theo đó CSTT có thể truyền tải các tác động đến các mục tiêu của nền kinh tế trên cơ sở tận dụng những ảnh hưởng qua hệ thống giá của các bộ phận của thị trường tài chính. Nhưng nhiều nghiên cứu lại cho rằng vai trò của kênh lãi suất không quan trọng như *Dabla-Norris, Era, & Holger Floerkemeier (Transmission Mechanisms of Monetary policy in Armenia. Evidence from VAR Analysis (2006))* [51] chỉ ra trong nền kinh tế Armenia tác động của lãi suất đến sản lượng là không đáng kể, kênh lãi suất vẫn rất yếu mặc dù có một vài bằng chứng cho thấy có sự truyền dẫn cú sốc của lãi suất repo tới lạm phát. *Hung, L. V. & Wade, D. P (VAR analysis of the monetary transmission mechanism in VietNam (2008))* [60] nghiên cứu cũng chỉ ra rằng, kênh lãi suất đóng ít vai trò trong truyền tải CSTT trong nền kinh tế Việt Nam.

Lý thuyết của Milton Friedman

Lý thuyết nổi tiếng của M. Friedman (*The Role of Monetary Policy, The American Economic Review (1968)*) [57] là thuyết chu kỳ tiền tệ và thu nhập quốc dân. Nội dung cơ bản của thuyết chu kỳ tiền tệ và thu nhập quốc dân là:

- *Mức cung tiền tệ là nhân tố quyết định đến việc tăng sản lượng quốc gia.* Theo phương trình số lượng tiền của I.Fisher $M.V = P.Y$, Friedman và các nhà kinh tế học thuộc trường phái trọng tiền hiện đại cho rằng V tương đối ổn định nên các biến số kinh tế vĩ mô như giá cả, sản lượng, việc làm phụ thuộc vào mức cung tiền. Mức cung tiền tăng làm cho lãi suất giảm, dẫn đến đầu tư tăng, tăng việc làm, tăng sức cầu, tăng giá cả, tăng thu nhập, giảm tỷ lệ thất nghiệp. M. Friedman đưa ra đề nghị thực tiễn về chu kỳ tiền tệ và thu nhập quốc dân. Tư tưởng cơ bản của đề nghị này là chủ động điều tiết mức cung tiền. Song nhìn chung, tiền tệ phải được điều chỉnh theo một tỷ lệ tăng ổn định từ 3 – 4% trong một năm. Vì theo Friedman, khi tăng cung tiền tệ ổn định sẽ duy trì được lãi suất cho vay và mức đầu tư. Từ đó sẽ làm cho thu nhập quốc dân tăng một cách ổn định, ngăn chặn được những biến động trong nền kinh tế, ổn định giá cả và tốc độ tăng trưởng (*Trần Bình Trọng, Giáo trình lịch sử các học thuyết kinh tế (2003)*) [37, tr265].

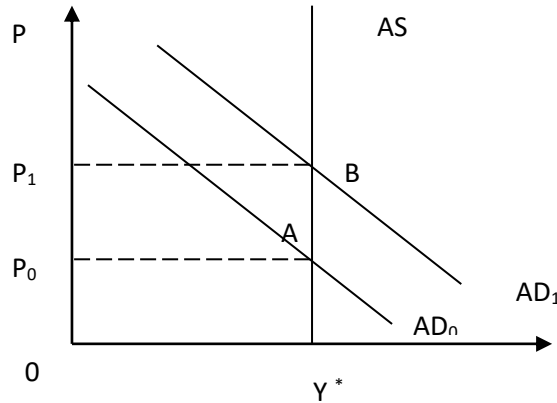


Hình 1.2 Tác động của việc thay đổi cung tiền nhằm ổn định lãi suất - Friedman

Theo M. Friedman (*The Role of Monetary Policy, The American Economic Review (1968)*) [57], cầu về tiền là hàm của thu nhập (Y). Khi cầu tiền tăng từ D_1 lên D_2 làm cho lãi suất tăng từ i_1 lên i_2 . Để duy trì lãi suất ổn định cần tăng mức cung tiền từ S_1 lên S_2 (*Hình 1.3*).

- *Friedman và trường phái trọng tiền hiện đại rất quan tâm tới vấn đề ổn định giá cả và chống lạm phát.* Xuất phát từ chỗ cho rằng, giá cả hàng hóa phụ thuộc vào khối lượng tiền tệ $P = \frac{M.V}{Y}$. Theo Friedman trong dài hạn, đường tổng cung là thẳng đứng, với sự thay đổi của tổng cầu chỉ dẫn đến sự thay đổi của giá cả chứ không làm thay đổi về sản lượng. Trong dài hạn khi tổng cầu tăng từ AD_0 dịch chuyển sang AD_1 thì nền kinh tế sẽ dịch chuyển từ điểm cân bằng A sang điểm cân bằng B. Tại điểm B

thì mức sản lượng không đổi tại (Y^*), mức giá sẽ tăng từ P_0 lên P_1 (Hình 1.3). Từ đó, Friedman cho rằng lạm phát là một căn bệnh nguy hiểm nhất. Tính chất không ổn định của lạm phát là nhân tố mất ổn định chung, ảnh hưởng đến giá cả và sinh ra thất nghiệp. Do vậy, Friedman cho rằng cần phải có biện pháp chống lại lạm phát.



Hình 1.3. Tác động của Chính sách tiền tệ đến nền kinh tế theo mô hình AD - AS - Friedman

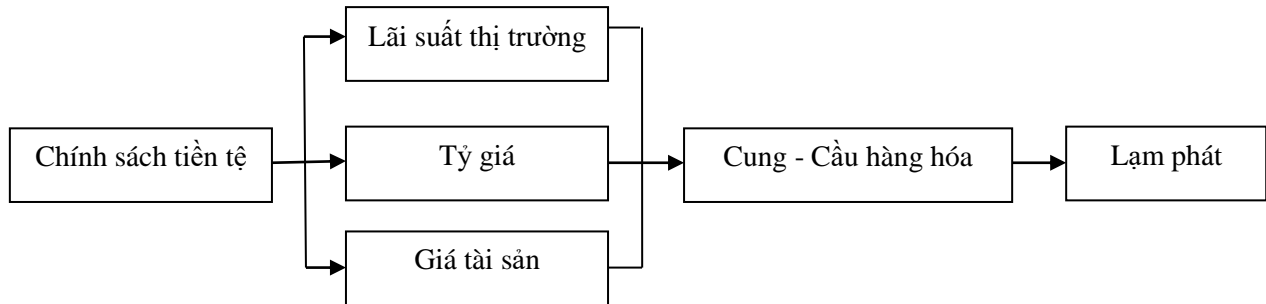
- Theo Friedman và trường phái trọng tiền hiện đại cho rằng nền kinh tế thường xuyên ở trạng thái cân bằng động. Đó là hệ thống tự điều chỉnh, dựa vào quy luật kinh tế vốn có. Theo họ, sự can thiệp của nhà nước nên giới hạn ở việc điều chỉnh mức cung tiền tệ của nền kinh tế.

Về mối quan hệ giữa cung tiền với sản lượng và giá cả trong nghiên cứu của Hung, L. V. & Wade, D. P (*VAR analysis of the monetary transmission mechanism in VietNam (2008)*) [60] chỉ ra mối liên hệ chặt giữa cung tiền và sản lượng thực tế, nhưng chưa tìm thấy một kết nối mạnh giữa cung tiền và giá. Tô Kim Ngọc (*Các giải pháp nhằm tăng cường hiệu lực của chính sách tiền tệ Việt Nam thông qua cơ chế điều chỉnh lãi suất, (2003)*) [35] trong kết quả nghiên cứu đã chỉ ra tổng phương tiện thanh toán M2 có vai trò như là biến ngoại sinh trong các phương trình hồi quy đã cho thấy tác động chi phối của nó đến một số biến số vĩ mô của nền kinh tế. Bùi Duy Phú (*Phân tích định lượng về tác động của chính sách tiền tệ tới một số nhân tố vĩ mô Việt Nam trong thời kỳ đổi mới, (2008)*) [5] đã phân tích tác động trực tiếp về mặt định lượng của CSTT thông qua sự thay đổi lượng tiền cung ứng tới sự thay đổi của một số biến vĩ mô như thu nhập, giá. Với kết quả thu nhận được từ kiểm định Granger và kiểm định Sim, tác giả chỉ ra có mối quan hệ nhân quả giữa tiền cung ứng và thu nhập. Sự gia tăng của lượng tiền cung ứng có ảnh hưởng đến tăng trưởng của thu nhập và ngược lại, sự tăng trưởng kinh tế cũng đòi hỏi phải gia tăng tiền cung ứng. Trong luận án của mình tác giả cũng chỉ ra rằng sự gia tăng của lượng tiền cung ứng trong vòng 4 quý có tác động lớn đến sự gia tăng của giá cả và mặc dù ảnh hưởng trong mỗi quý có khác

nhau, nhưng tất cả các kết quả đều chỉ ra rằng sự gia tăng lượng tiền cung ứng đều có ảnh hưởng đến sự gia tăng giá [5, tr109].

Lý thuyết của Mankiw

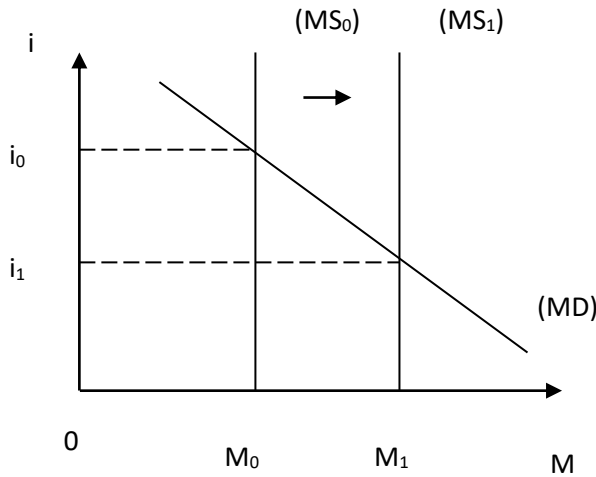
Theo Mankiw (*Macroeconomic, 7th Edition, Worth Publishers(2009)*) [70] CSTT tác động đến nền kinh tế theo ba kênh: Giá tài sản (trái phiếu, cổ phiếu), lãi suất, tỷ giá (*Sơ đồ 1.2*).



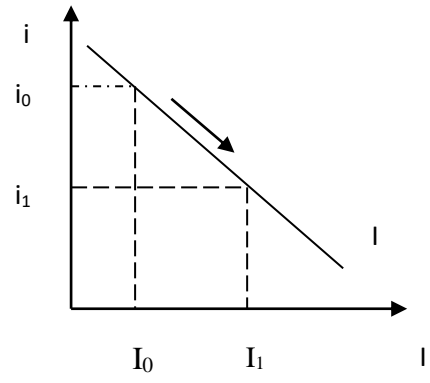
Sơ đồ 1.2. Cơ chế truyền dẫn tác động Chính sách tiền tệ đến nền kinh tế Mankiw

Khi NHTW thực hiện CSTT nói lỏng tăng cung tiền từ $MS_0 \rightarrow MS_1$, khi đó làm tăng giá tài sản, lãi suất trên thị trường tài chính sẽ giảm từ $i_0 \rightarrow i_1$ (*Hình 1.4.a*), tỷ giá hối đoái giảm. Lãi suất thấp hơn sẽ kích thích các doanh nghiệp mua sắm thiết bị, nhà xưởng... Vì vậy, tổng mức đầu tư dự kiến của nền kinh tế tăng lên từ $I_0 \rightarrow I_1$ (*Hình 1.4.b*).

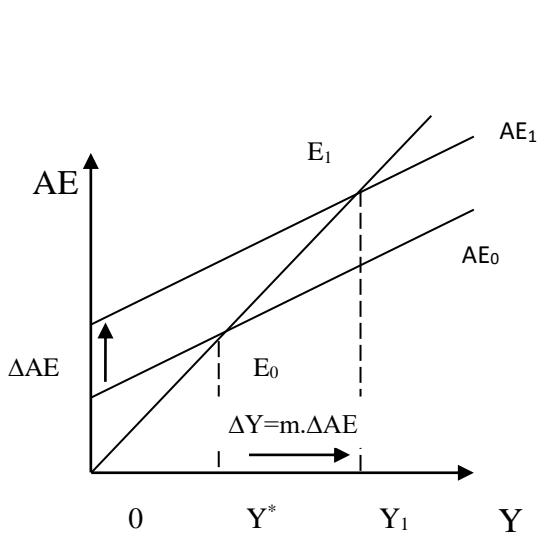
CSTT mở rộng sẽ làm tăng giá tài sản, giảm lãi suất trên thị trường tài chính và tỷ giá hối đoái qua đó khuyến khích đầu tư, mở rộng khả năng tiêu dùng, xuất khẩu ròng (NX) tăng, tổng chi tiêu của nền kinh tế tăng từ $AE_0 \rightarrow AE_1$, lượng cân bằng sẽ tăng lên từ $Y_0 \rightarrow Y_1$ (*Hình 1.4.c*), làm tăng tổng cầu (AD) về hàng hóa và dịch vụ trong nền kinh tế. Khi đó AD tăng, đường AD dịch chuyển sang phải (AD_0 đến AD_1), đường tổng cầu sẽ dịch chuyển sang phải một đoạn $\Delta Y = Y_1 - Y_0$. Theo mô hình AS – AD, sản lượng cân bằng ngắn hạn sẽ tăng lên Y_2 do ảnh hưởng của việc giá tăng lên P_1 (*Hình 1.4.d*). Trong dài hạn, do sự tăng giá của nền kinh tế và sự tăng lên của sản lượng làm tăng kỳ vọng về lạm phát, đồng thời tiền lương thỏa thuận giữa người lao động và doanh nghiệp tăng lên do dư cầu lao động. Điều này đã khiến các doanh nghiệp hạn chế thuê thêm lao động và thu hẹp quy mô sản xuất, tổng cung hàng hóa và dịch vụ trong nền kinh tế giảm xuống, đường tổng cung dịch chuyển sang trái (AS_0 đến AS_1). Sản lượng cân bằng dài hạn sẽ trở lại Y^* do giá tiếp tục tăng lên mức giá P_2 (*Hình 1.4.d*). CSTT sẽ tác động đến giá và sản lượng trong ngắn hạn, còn trong dài hạn CSTT chỉ tác động đến giá cả của nền kinh tế.



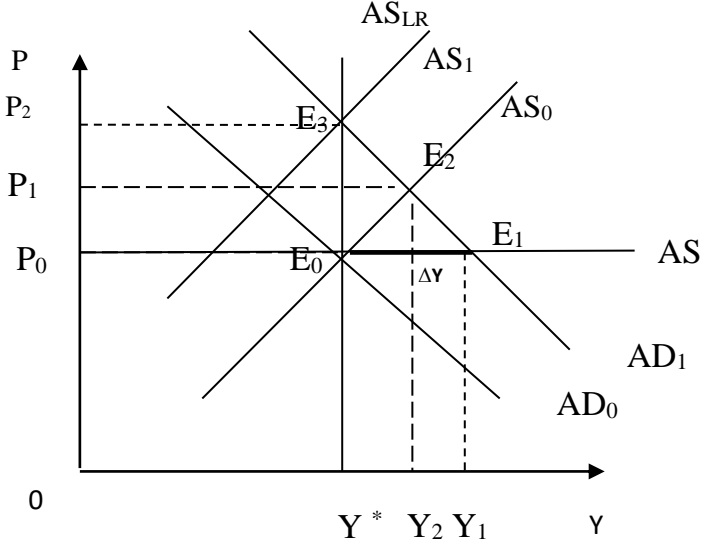
Hình 1.4.a



Hình 1.4.b



Hình 1.4.c



Hình 1.4.d

Hình 1.4. Tác động của Chính sách tiền tệ đến sản lượng và giá cả - Mankiw

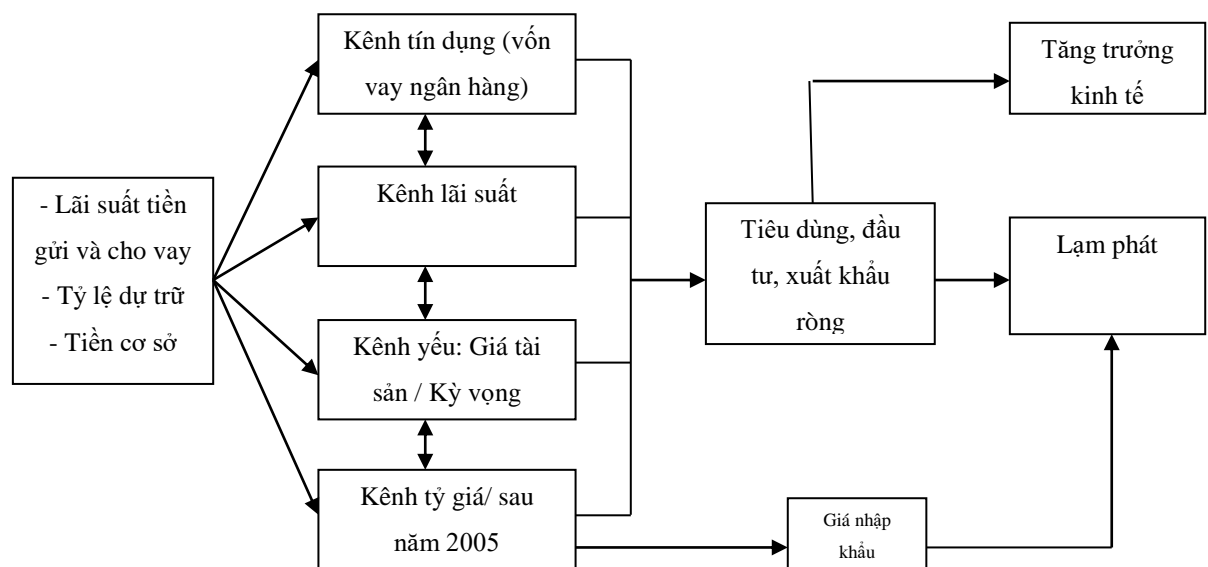
Về việc xem xét tác động đến CSTT qua các kênh lãi suất, kênh tỷ giá và kênh giá tài sản cũng có nhiều nhà nghiên cứu đã đề cập trong nghiên cứu của mình. Nguyễn Thị Kim Thanh (*Hoàn thiện cơ chế truyền tải chính sách tiền tệ của NHNN Việt Nam trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế (2008)*) [20] luận án đã phân tích đánh giá cơ chế truyền tải CSTT của Việt Nam qua các kênh lãi suất, tỷ giá, tín dụng và giá tài sản từ năm 1990 – 2006, đưa ra được những nhận định ban đầu về mức độ tác động của sự thay đổi các điều kiện tiền tệ (cung tiền, lãi suất) đến lạm phát và tăng trưởng. Hung, L. V. & Wade, D. P (*VAR analysis of the monetary transmission mechanism in VietNam (2008)*) [60] nghiên cứu chỉ ra các kênh tác động của CSTT đến nền kinh tế bao gồm: kênh lãi suất, kênh tín dụng, kênh tỷ giá, kênh giá tài sản. Nghiên cứu chỉ ra mối liên hệ chặt giữa cung tiền và sản lượng thực tế, nhưng chưa tìm thấy một kết nối mạnh giữa cung tiền và giá. Nghiên cứu cũng chỉ ra rằng, kênh lãi suất đóng ít vai trò trong truyền tải CSTT, các kênh tỷ giá hối đoái, kênh tín dụng đóng

vai trò mạnh hơn. Tuy nhiên, trong các nghiên cứu cũng chưa đánh giá vai trò kênh giá tài sản vì lĩnh vực tài chính của Việt Nam chưa thực sự phát triển.

1.1.2. Các nghiên cứu về cơ chế tác động của chính sách tiền tệ

Khi xem xét về cơ chế tác động của CSTT đến nền kinh tế tác giả đã tiến hành xem xét cơ chế truyền tải chính sách tiền tệ của ngân hàng nhân dân Trung Quốc (PBoC), NHTW Thái Lan (BOT), NHTW Anh (BOE), và NHTW Châu Âu (ECB).

Theo Lixin Sun (*Monetary Transmission Mechanisms and the Macroeconomy in China –VAR/VECM Approach and Bayesian DSGE Model Simulation*) (2010)) [69]: Cơ chế truyền tải CSTT của PBoC tác động đến tăng trưởng và lạm phát thông qua 4 kênh: Kênh lãi suất, kênh tín dụng, kênh giá tài sản/ kỳ vọng, kênh tỷ giá.



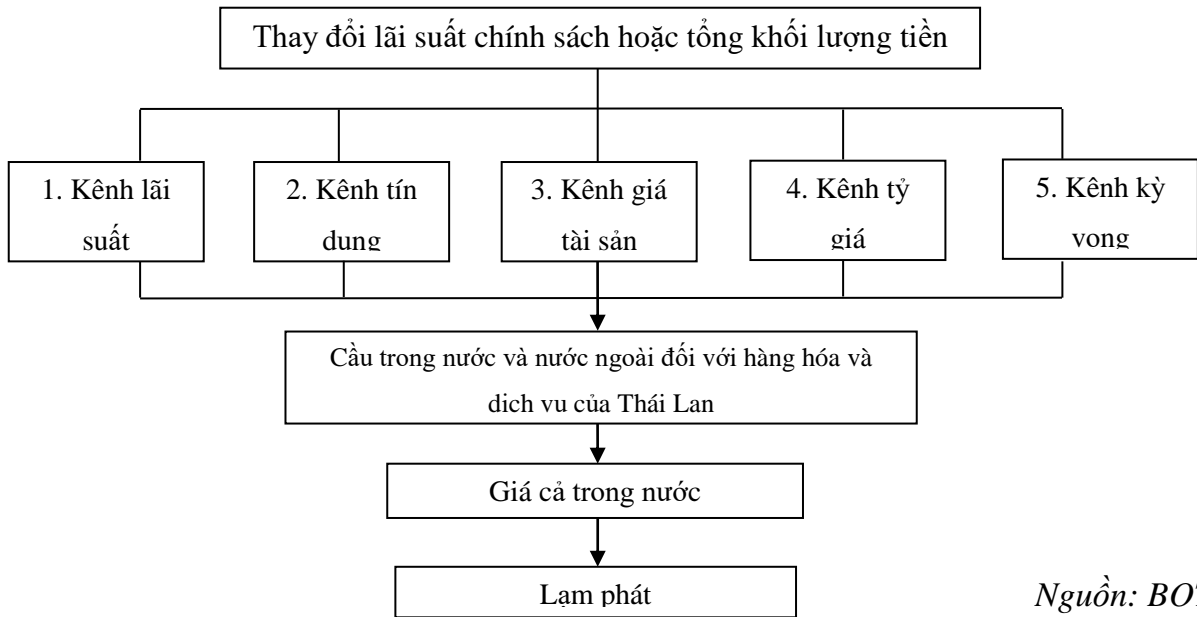
Nguồn: Lixin Sun [69, tr46]

Sơ đồ 1.3. Cơ chế truyền tải CSTT của Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc

Theo nghiên cứu của Lixin Sun kênh tín dụng đóng một vai trò quan trọng trong truyền tải CSTT ở Trung Quốc. Kênh giá tài sản/ kỳ vọng là một kênh còn yếu trong truyền dẫn tác động của CSTT. Kênh tỷ giá chỉ được xem xét sau năm 2005 khi mà Trung Quốc chuyển đổi cơ chế tỷ giá, từ cơ chế cố định sang cơ chế thả nổi có kiểm soát [69].

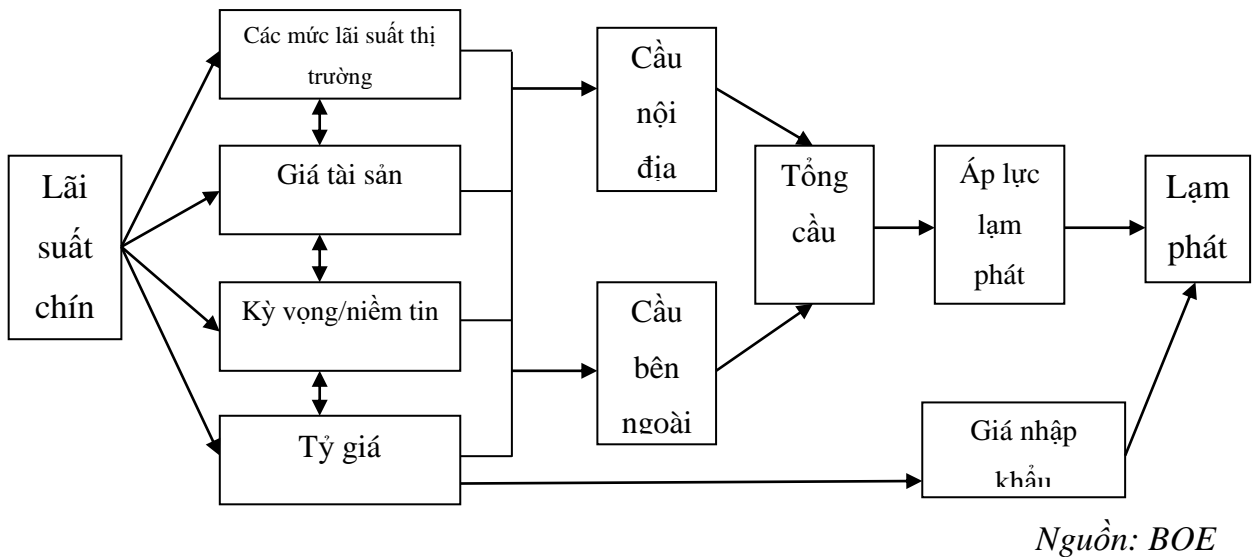
Theo BOT (<https://www.bot.or.th/English/MonetaryPolicy>) [48] sự thay đổi về lãi suất chính sách hoặc lượng tiền cung ứng sẽ ảnh hưởng đến 5 kênh truyền dẫn: Lãi suất thị trường, tín dụng ngân hàng, giá tài sản, tỷ giá và kỳ vọng;

Theo ước tính của BOT, đối với Thái Lan, phải mất từ 1-2 năm CSTT mới phát huy tác dụng đầy đủ lên nền kinh tế (do độ trễ CSTT). Do đó, việc hoạch định CSTT cần phải có khả năng đi trước, đón đầu, dự báo cao về triển vọng của nền kinh tế và thị trường tài chính, tiền tệ trong thời gian tới [48].



Sơ đồ 1.4. Cơ chế truyền tải chính sách tiền tệ của NHTW Thái Lan

Theo BOE (<http://www.gov.uk>) [72] sự thay đổi lãi suất ngắn hạn sẽ tác động đến các hoạt động của nền kinh tế Anh qua 4 kênh: (1) Lãi suất thị trường tài chính; (2) Giá các loại tài sản; (3) Kỳ vọng/ niềm tin của hộ gia đình và các doanh nghiệp về triển vọng của nền kinh tế; (4) Tỷ giá.



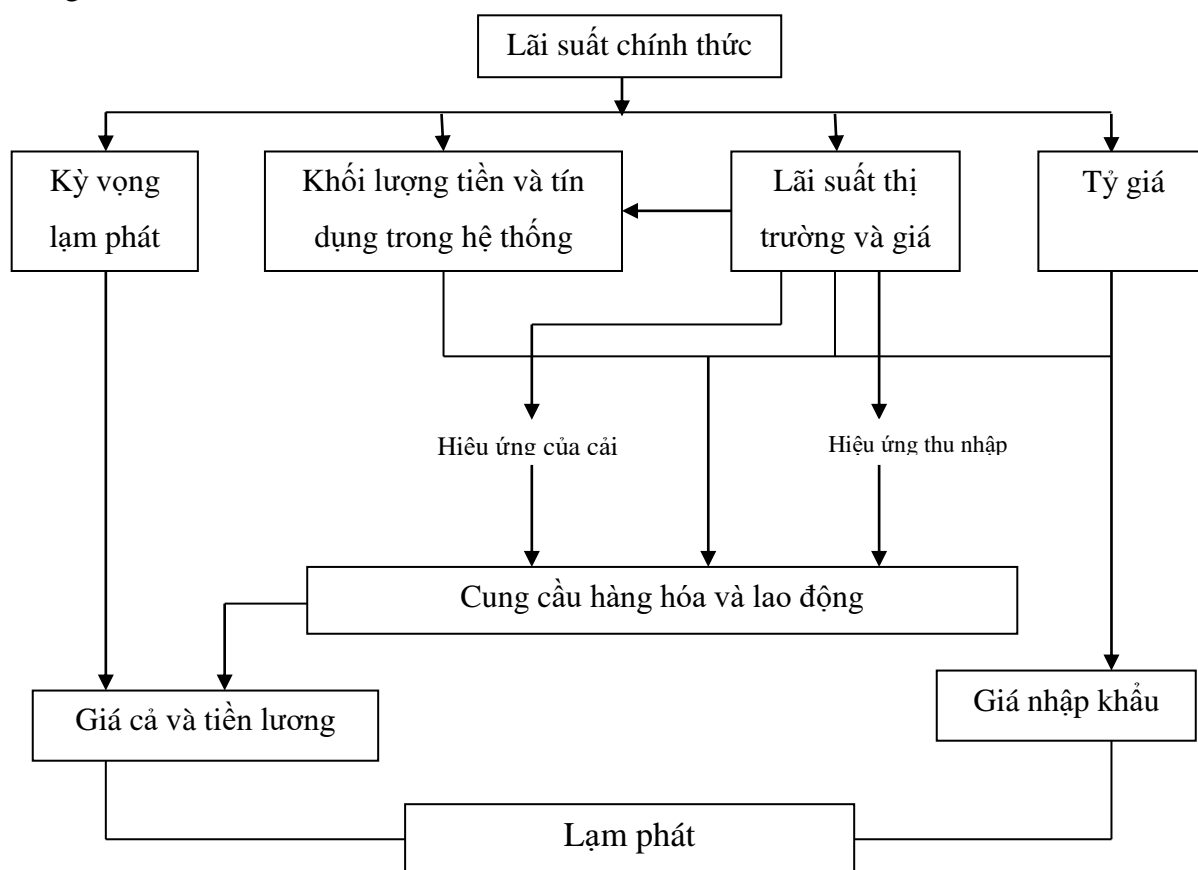
Sơ đồ 1.5. Cơ chế truyền tải chính sách tiền tệ của NHTW Anh

NHTW Anh thực thi CSTT thông qua việc ấn định mức lãi suất repo chính thức, mức lãi suất này là do Ủy ban CSTT của NHTW Anh (MPC) quyết định. Lãi suất repo thay đổi sẽ tác động đến các mức lãi suất trên thị trường tài chính, giá tài sản, tỷ giá, ngoài ra còn tác động đến kỳ vọng và niềm tin về triển vọng nền kinh tế trong tương lai.

Theo ECB (<https://www.ecb.europa.eu>) [52] CSTT tác động đến mục tiêu cuối cùng là lạm phát thông qua 4 kênh gồm: (1) tỷ giá, (2) lãi suất thị trường và giá các

loại tài sản, (3) kỳ vọng lạm phát, (4) khối lượng tín dụng và lãi suất trong hệ thống ngân hàng thương mại.

Theo cơ chế truyền dẫn CSTT của NHTW Châu Âu đối với khu vực đồng tiền chung Euro. Khi NHTW thực thi thắt chặt CSTT sẽ làm tăng lãi suất trên thị trường tiền tệ, làm giảm khối lượng tín dụng cấp ra nền kinh tế, giảm giá các loại tài sản (gây ra hiệu ứng của cải và hiệu ứng thu nhập) làm giảm cầu hàng hóa trong nước và làm giảm áp lực lạm phát. Mặt khác, giá cả hàng hóa nhập khẩu trong giai đoạn này sẽ giảm do giá trị đồng nội tệ tăng giá. Qua kênh kỳ vọng lạm phát sẽ làm giảm tốc độ tăng giá cả và người lao động có xu hướng không đòi hỏi tăng lương. Như vậy, với sự giảm đi về giá cả và tiền lương, giá hàng nhập khẩu giảm làm giảm áp lực lạm phát trong nền kinh tế.



Nguồn: ECB

Sơ đồ 1.6. Cơ chế truyền tải chính sách tiền tệ của NHTW Châu Âu

Theo cơ chế truyền dẫn của ECB có sự khác biệt so với BOE vì theo trong mô hình của NHTW Châu Âu hai yếu tố tổng cung và tổng cầu đều được đề cập trong mô hình.

Một số các nhà nghiên cứu tại Việt Nam cũng đã đi vào xem xét cơ chế tác động của chính sách đến các biến số vĩ mô của nền kinh tế. Tô Kim Ngọc (*Các giải pháp nhằm tăng cường hiệu lực của chính sách tiền tệ Việt Nam thông qua cơ chế điều*

chính lãi suất, (2003)) [35] luận án đề cập đến cơ chế tác động của CSTT thông qua lãi suất trong điều hành CSTT mà theo đó CSTT có thể truyền tải các tác động đến các mục tiêu của nền kinh tế trên cơ sở tận dụng những ảnh hưởng qua hệ thống giá của các bộ phận của thị trường tài chính. Khi nghiên cứu mối quan hệ giữa CSTT với các biến số thực của nền kinh tế Việt Nam, tác giả Tô Kim Ngọc chỉ ra rằng các điều kiện tiền tệ có ảnh hưởng đến các nhân tố khác. Nguyễn Khắc Việt Trung (*Hoàn thiện cơ chế truyền dẫn nâng cao hiệu lực điều hành chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam* (2006)) [16] bài viết đã làm rõ một số nội dung cơ bản liên quan đến cơ chế tác động CSTT; kênh truyền dẫn và tác động của các kênh truyền dẫn CSTT đối với các biến số kinh tế vĩ mô của nền kinh tế cũng như vai trò của cơ chế truyền dẫn trong hoạt động điều hành CSTT của NHTW. Qua đó đưa ra mô hình khái quát về cơ chế truyền dẫn CSTT phù hợp với thực tiễn của Việt Nam; Đồng thời, đề xuất một số giải pháp nhằm hoàn thiện cơ chế truyền dẫn, từng bước xác lập khuôn khổ CSTT, tạo điều kiện để NHNN Việt Nam nâng cao hiệu lực điều hành CSTT thông qua các công cụ CSTT của mình. Nguyễn Thị Kim Thanh (*Hoàn thiện cơ chế truyền tải chính sách tiền tệ của NHNN Việt Nam trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế* (2008)) [20] luận án đã phân tích đánh giá cơ chế truyền tải CSTT của Việt Nam qua các kênh lãi suất, tỷ giá, tín dụng và giá tài sản từ năm 1990 – 2006, đưa ra được những nhận định ban đầu về mức độ tác động của sự thay đổi các điều kiện tiền tệ (cung tiền, lãi suất) đến lạm phát và tăng trưởng và nguyên nhân của thực trạng về cơ chế truyền tải CSTT.

Như vậy, ở Việt Nam ba kênh thường được đề cập khi xem xét tác động của CSTT đến nền kinh tế là kênh lãi suất, kênh tỷ giá, kênh tín dụng. Không nhiều nghiên cứu đề cập đến kênh truyền dẫn từ “giá các tài sản” và kênh “kỳ vọng và lòng tin” như ở các nước phát triển vì: Ở Việt Nam thị trường chứng khoán chưa phát triển nên tác dụng rất ít, đồng thời hiện nay do giá các tài sản hữu hình như bất động sản ở Việt Nam hiện đang bị đánh giá quá cao do đó kênh “giá tài sản” ít được xét đến. Với kênh “kỳ vọng và lòng tin” có thể thấy ở Việt Nam khu vực kinh tế Nhà nước còn chiếm tỷ trọng khá lớn do đó không xuất phát từ tình trạng lãi suất để phản ứng kỳ vọng cũng như lòng tin.

1.1.3. Các nghiên cứu thực nghiệm về tác động của CSTT

Nghiên cứu thực nghiệm về tác động của CSTT đến một số nền kinh tế và Việt Nam thời gian vừa qua được rất nhiều các nhà nghiên cứu trong và ngoài nước quan tâm. Các nghiên cứu đã chỉ ra rằng mô hình VAR là một mô hình thực sự giúp ích cho các nhà nghiên cứu khi muốn đo lường biến động (cú sốc) của cung tiền, lãi suất đến

các biến số kinh tế vĩ mô khác trong tổng thể nền kinh tế. Các nghiên cứu bao gồm cả những nghiên cứu trong nước và nước ngoài bao gồm:

Aleem, Abdul (Transmission Mechanism of Monetary Policy in India”, Journal of Asian Economics (2010)) [45] xem xét ba kênh truyền dẫn tiền tệ ở Ấn Độ: kênh tín dụng, kênh giá tài sản và kênh tỷ giá hối đoái bằng cách sử dụng mô hình VAR. Nghiên cứu ban đầu đã đề xuất một mô hình chuẩn VAR để ước tính các phản ứng động của GDP, giá cả và lãi suất đối với cú sốc CSTT thất chặt. Sau đó, các kênh được thêm vào mô hình chuẩn để kiểm tra các kênh truyền của CSTT và kiểm tra tính hợp lý của các kết quả. Kết quả ước lượng cho thấy tầm quan trọng của kênh tín dụng ngân hàng trong việc truyền tải những cú sốc chính sách tới khu vực thực trong khi kênh tỷ giá và kênh giá tài sản không có vai trò quan trọng trong truyền dẫn CSTT ở Ấn Độ.

Ben S C Fung (BIS) (A Var analysis of the effects of monetary policy in east asia (2002)) [50] ngân hàng thanh toán quốc tế sử dụng mô hình VAR nhằm phân tích ảnh hưởng của CSTT ở bảy nền kinh tế của Đông Á: Indônnesia, Hàn Quốc, Malaysia, Philippines, Singapore, Đài Loan, Trung Quốc và Thái Lan. Với cơ cấu kinh tế là mô hình động và không bị giới hạn tuyến tính, khi đó nghiên cứu đưa ra hệ phương trình:

$$Y_t = \sum_{i=0}^k B_i Y_{t-i} + \sum_{i=0}^k C_i P_{t-i} + A^Y V_t^Y$$

$$P_t = \sum_{i=0}^k D_i Y_{t-i} + \sum_{i=0}^k G_i P_{t-i} + A^P V_t^P$$

Trong đó: B_i , C_i , A^Y , D_i , G_i , và A^P là các ma trận hệ số vuông. Phương trình (1) và (2) phân vùng các biến được xem xét thành hai nhóm: khối phi chính sách (Y) và khối chính sách (P). Biến phi chính sách bao gồm: chỉ số giá hàng hóa thế giới (Pcom), giá trị sản xuất công nghiệp (Y), chỉ số giá tiêu dùng CPI (P). Thước đo tiền tệ tổng hợp (M) ở đây sử dụng chỉ tiêu M1 để đo lường, và lãi suất ngắn hạn (R) và tỷ giá hối đoái (X) nằm trong khối chính sách hoặc khối tiền tệ. Kết quả cho thấy mô hình VAR phù hợp để nghiên cứu những biến động đối với hầu hết các nền kinh tế, đặc biệt là với chuỗi thời gian trước cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á năm 1997. Nghiên cứu cũng chỉ ra, với sự mở cửa của các nền kinh tế này, tỷ giá đóng một vai trò quan trọng trong việc hình thành CSTT.

Dabla-Norris, Era, & Holger Floerkemeier (Transmission Mechanisms of Monetary policy in Armenia. Evidence from VAR Analysis (2006)) [51] chỉ ra sáu kênh truyền tải CSTT là: (1) kênh lãi suất; (2) kênh cho vay ngân hàng; (3) kênh cân đối; (4) kênh giá tài sản; (5) kênh tỷ giá hối đoái; (6) kênh mong đợi. Bài nghiên cứu đánh giá định tính về hiệu quả của từng kênh truyền tải CSTT trong nền kinh tế Armenia. Bên cạnh đó nó sử dụng phân tích véc tơ tự hồi quy (VAR) để đánh giá tác động của

CSTT. Xem xét tác động của những cú sốc, đặc biệt là những cú sốc với lãi suất chính sách, có tác động đến sản lượng và giá cả. Nghiên cứu sử dụng chuỗi dữ liệu theo tháng từ 2000-2005 với ba công cụ chính sách là lãi suất, tỷ giá, cung tiền. Lãi suất ngắn hạn repo được coi là biến chính để đại diện cho chính sách. Tiếp đến là tỷ giá hối đoái danh nghĩa (NEER), và cung tiền M1 chứ không phải M2. Mặc dù M2 có mối liên hệ chặt chẽ hơn với sản lượng và mức giá nhưng các yếu tố khác ngoài CSTT tác động ảnh hưởng đến M2 làm phức tạp hơn sự biến động nên M1 được lựa chọn. Kiểm tra quan hệ nhân quả Granger cho thấy rằng thông thường đối với hầu hết các nước kênh tỷ giá ổn định hơn nhiều so với kênh lãi suất. Sự thay đổi trong tỷ giá có ảnh hưởng thường xuyên tới sản lượng hơn so với sự thay đổi lãi suất. Việc giảm giá đồng tiền có ảnh hưởng tích cực đến tăng trưởng kinh tế, trong khi tác động của lãi suất đến sản lượng là không đáng kể. Kênh lãi suất vẫn rất yếu mặc dù có một vài bằng chứng cho thấy có sự truyền dẫn cú sốc của lãi suất repo tới lạm phát. Cũng như trong nhiều nền kinh tế mới nổi và chuyển đổi có mức độ đô la hóa cao, kênh tỷ giá hối đoái có ảnh hưởng mạnh tới giá của Armenia.

Fabio Canova, Evipappa, Luca Gambetti (The Structural Dynamics of U.S. Output and Inflation: What Explains the Changes?) (2008) [53], đã phân tích sự đóng góp của CSTT đến những thay đổi của sản lượng, lạm phát ở Mỹ bằng cách xác định một cú sốc chính sách và quy tắc chính sách trong một hệ số thời gian thay đổi VAR. Mô hình VAR của chuỗi thời gian với y_t là một vec tơ gồm sản lượng thực tế, tỷ lệ lạm phát, lãi suất liên bang và M1. Mô hình VAR của *Fabio Canova, Evipappa, Luca Gambetti* có dạng như sau:

$$y_t = X_{0,t} + X_{1,t}y_{t-1} + \dots + X_{k,t}y_{t-k} + \varepsilon_t$$

Trong đó:

$X_{0,t}$ có thời gian chặn khác nhau

$X_{i,t}$ là ma trận hệ số của các thời gian khác nhau ($i = 1, \dots, k$)

ε_t : là một phép khử nhiễu trắng Gauss với số không có nghĩa và các ma trận hiệp phương sai thời gian khác nhau \sum_t

Với việc sử dụng chuỗi dữ liệu thời gian quan sát trong vòng ba mươi năm, nghiên cứu chỉ ra sự thay đổi sản lượng và lạm phát là do sự thay đổi của các cú sốc nhu cầu và cung thực tế thay đổi theo thời gian. Nghiên cứu cho thấy một vai trò nhỏ của CSTT trong vai trò ổn định giá và biến động của sản lượng đầu ra theo thời gian.

Hung, L. V. & Wade, D. P (VAR analysis of the monetary transmission mechanism in VietNam (2008)) [60] nghiên cứu chỉ ra các kênh tác động của CSTT đến nền kinh tế bao gồm: kênh lãi suất, kênh tín dụng, kênh tỷ giá, kênh giá tài sản.

Nghiên cứu làm rõ ba vấn đề: (i) Cung tiền tăng sẽ ảnh hưởng như thế nào đến giá và sản lượng ở Việt Nam? (ii) Kênh nào là kênh tác động mạnh đến nền kinh tế; (iii) Mất bao lâu để các kênh vận hành? Nghiên cứu đã sử dụng mô hình VAR với các biến: sản lượng, mức giá, cung tiền, lãi suất thực, tín dụng trong nền kinh tế, tỷ giá hối đoái hiệu quả thực (REER). Ngoài ra trong mô hình còn đưa thêm biến: giá dầu thế giới, giá gạo, tỷ lệ quỹ liên bang Hoa Kỳ với vai trò là biến ngoại sinh để kiểm soát các cú sốc bên ngoài, có tính đến sự cởi mở của nền kinh tế Việt Nam. Nghiên cứu chỉ ra mối liên hệ chặt giữa cung tiền và sản lượng thực tế, nhưng chưa tìm thấy một kết nối mạnh giữa cung tiền và giá. Nghiên cứu cũng chỉ ra rằng, kênh lãi suất đóng ít vai trò trong truyền tải CSTT, các kênh tỷ giá hối đoái, kênh tín dụng đóng vai trò mạnh hơn. Tuy nhiên, trong nghiên cứu cũng chưa đánh giá vai trò kênh giá tài sản vì lĩnh vực tài chính của Việt Nam chưa thực sự phát triển.

Võ Trí Thành (Exchange rate arrangement in Viet Nam: Information content and Policy option, (2000)) [77] qua mô hình VAR phân tích mối quan hệ giữa giá cả và lượng tiền cung ứng ở Việt Nam. Trong mô hình của mình tác giả đã dùng mô hình độ trễ đa thức nghiên cứu các yếu tố xác định lạm phát Việt Nam nửa đầu thập kỷ 90 với chuỗi số liệu 1900:12 – 1994:12 và đưa ra kết luận tỷ lệ tăng trưởng cung tiền danh nghĩa, độ lệch giữa tỷ lệ mất giá tiền nội tệ và lãi suất có ý nghĩa cao nên được coi là yếu tố dùng để dự báo lạm phát, còn tỷ lệ tăng trưởng sản lượng chỉ tác động ngắn hạn.

Bùi Duy Phú (Phân tích định lượng về tác động của chính sách tiền tệ tới một số nhân tố vĩ mô Việt Nam trong thời kỳ đổi mới, (2008)) [5] đã phân tích tác động trực tiếp về mặt định lượng của CSTT thông qua sự thay đổi lượng tiền cung ứng tới sự thay đổi của một số biến vĩ mô như thu nhập, giá đề xuất ra những kiến nghị đối với chính sách cung ứng tiền góp phần ổn định giá cả. Tác giả đã chỉ ra sự gia tăng của M1 có ảnh hưởng đến thu nhập lớn hơn rất nhiều ảnh hưởng của sự gia tăng M2 và cho thấy sự ưa thích tiền mặt còn cao của nền kinh tế. Và trong nghiên cứu của mình ông còn chỉ ra ảnh hưởng của chính sách tài khóa thông qua chi tiêu của Chính phủ tác động đến thu nhập vượt trội ảnh hưởng của CSTT. Với kết quả thu nhận được từ kiểm định Granger và kiểm định Sim, tác giả chỉ ra có mối quan hệ nhân quả giữa tiền cung ứng và thu nhập. Sự gia tăng của lượng tiền cung ứng có ảnh hưởng đến tăng trưởng của thu nhập và ngược lại, sự tăng trưởng kinh tế cũng đòi hỏi phải gia tăng tiền cung ứng. Trong luận án của mình tác giả cũng chỉ ra rằng sự gia tăng của lượng tiền cung ứng trong vòng 4 quý có tác động lớn đến sự gia tăng của giá cả và mặc dù ảnh hưởng

trong mỗi quý có khác nhau, nhưng tất cả các kết quả đều chỉ ra rằng sự gia tăng lượng tiền cung ứng đều có ảnh hưởng đến sự gia tăng giá [5, tr109].

Nguyễn Thị Thu Hằng và Nguyễn Đức Thành (Các nhân tố vĩ mô quyết định lạm phát ở Việt Nam giai đoạn 2000 – 2010: các bằng chứng và thảo luận, (2010)) [22] các tác giả đã sử dụng dữ liệu theo tháng để phân tích các nhân tố quyết định lạm phát ở Việt Nam giai đoạn 2000 – 2010. Các biến trong mô hình nghiên cứu bao gồm: CPI, chỉ số sản xuất công nghiệp, cung tiền, tỷ giá, lãi suất cho vay và giá dầu thế giới, giá gạo thế giới, chỉ số giá nhập khẩu, giá tài sản (đo bằng chỉ số chứng khoán), thâm hụt ngân sách lũy kế qua các năm. Các tác giả đã sử dụng mô hình véc tơ hiệu chỉnh sai số VECM để ước lượng mối quan hệ trong ngắn hạn và dài hạn giữa các biến số kinh tế vĩ mô. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng tỷ lệ lạm phát có quan hệ trái chiều với tăng trưởng sản lượng. Lạm phát trong quá khứ có ảnh hưởng dai dẳng tới lạm phát hiện tại. Trong khi đó, tốc độ tăng trưởng cung tiền hay thay đổi lãi suất có ảnh hưởng nhỏ hoặc không có ý nghĩa tới lạm phát. Và, tỷ giá có ảnh hưởng tới lạm phát nhưng giá dầu thế giới lại không có ảnh hưởng có ý nghĩa tới lạm phát.

Khuất Duy Tuấn (Điều hành chính sách tiền tệ nhằm kiểm soát lạm phát trong quá trình chuyển đổi nền kinh tế ở Việt Nam (2012)) [13] đã chỉ ra nền kinh tế Việt Nam đã trải qua nhiều giai đoạn phát triển khác nhau. Mối quan hệ lạm phát và tăng trưởng của nước ta không phải là tuyến tính. Có những giai đoạn lạm phát cao dẫn đến sản xuất trì trệ, nền kinh tế khủng hoảng (thập niên 1980). Có giai đoạn xuất hiện hiện tượng thiếu phát cũng gây ảnh hưởng không tốt cho tăng trưởng (giai đoạn 1999 – 2003). Có giai đoạn tăng trưởng cao, lạm phát vẫn giữ ở mức một con số (giai đoạn 2004 – 2006). Tuy nhiên, lạm phát không phải lúc nào cũng gây ảnh hưởng tiêu cực đến nền kinh tế. Một tỷ lệ lạm phát hợp lý để kích thích sản xuất là mong muốn của tất cả các nền kinh tế. Vì vậy, cần xác định một ngưỡng lạm phát tối ưu để dựa vào đó có thể đưa ra các chính sách thúc đẩy phát triển kinh tế [13, tr153]. Trong luận án của mình tác giả đã đề xuất 10 giải pháp và một số giải pháp bổ trợ góp phần nâng cao hiệu quả điều hành CSTT của NHNN Việt Nam nhằm mục tiêu kiểm soát lạm phát.

Nguyễn Phi Lâm (Cơ chế truyền dẫn tiền tệ dưới góc độ phân tích định lượng (2010)) [17] đã sử dụng mô hình SVAR một dạng biến thể của mô hình VAR để phân tích cơ chế chuyển dịch CSTT đối với một nền kinh tế có độ mở lớn như Việt Nam giai đoạn 1998 – 2009. Trong mô hình cấu trúc tự hồi quy véc tơ của mình tác giả đã phân tích khuôn khổ CSTT và cơ chế truyền dẫn cũng như tác động của các cú shock bên ngoài nền kinh tế tới CSTT Việt Nam. Mô hình gồm 9 biến và chia làm 2 khu vực bao gồm: khu vực quốc tế và khu vực trong nước. Khu vực quốc tế bao gồm: Chỉ số CPI của thế giới (WCPI); Sản lượng công nghiệp của Hoa Kỳ (USLL); chỉ số CPI của

Hoa Kỳ (USCPI); Lãi suất công bố của FED (USLS). Khu vực trong nước bao gồm: Sản lượng công nghiệp trong nước (SL); Chỉ số CPI trong nước (CPI); cung tiền (M2); Lãi suất ngắn hạn 3 tháng VNĐ (LS); Tỷ giá hối đoái giữa USD và VNĐ (EX). Một số kết luận đã được tác giả rút ra: *Thứ nhất*, cung tiền M2 có xu hướng tác động tích cực tới tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, mức độ tác động của cung tiền tới khu vực sản xuất công nghiệp còn chưa lớn mặc dù cung tiền M2 và tín dụng đã tăng trong một thời gian từ sau khủng hoảng tài chính năm 1997. *Thứ hai*, Sự biến động của tỷ giá phụ thuộc lớn vào công tác điều hành CSTT thông qua công cụ lãi suất và lượng tiền cung ứng ra lưu thông. *Thứ ba*, khu vực tiền tệ - ngân hàng trong nước tương đối nhạy cảm và chịu tác động rất lớn bởi các cú shock bên ngoài nền kinh tế. *Thứ tư*, việc thay đổi lãi suất trên thị trường tiền tệ thông qua sử dụng các công cụ tiền tệ như OMO hay tái cấp vốn,.. cần 3 – 5 tháng để phát huy hiệu lực. *Thứ năm*, khi nền kinh tế tăng trưởng nóng thì CPI có xu hướng tăng nhanh và liên tục trong 5 – 10 tháng và khi CSTT thắt chặt được thực thi thì CPI tương đối nhạy cảm và phản ứng mạnh trước động thái này.

Chu Khánh Lâm (Nghiên cứu thực nghiệm về truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh tín dụng tại Việt Nam (2013)) [6] đã sử dụng mô hình VAR để đánh giá vai trò của kênh tín dụng trong truyền tải CSTT đến nền kinh tế thông qua đo lường mối quan hệ giữa sản lượng, lạm phát, lãi suất, cung tiền và tín dụng của nền kinh tế. Tác giả đã sử dụng mô hình VAR thứ nhất trong đó các biến tổng sản phẩm quốc nội, lãi suất thực, cung tiền mở rộng và tín dụng đối với khu vực tư nhân là các biến nội sinh. Mô hình VAR thứ hai được áp dụng với biến tín dụng đối với khu vực tư nhân là biến ngoại sinh. Tác giả đã chỉ ra trong trường hợp kênh tín dụng phát huy hiệu quả, mức độ phản ứng của tổng sản phẩm quốc nội và chỉ số giá tiêu dùng có sự biến động mạnh và nhanh chóng đổi chiều hơn so với trường hợp không có kênh tín dụng. Tác giả sử dụng phân rã phương sai để phân tích sự biến thiên của tăng trưởng kinh tế và lạm phát theo thành phần của các cú sốc cung tiền và lãi suất. Khi có kênh tín dụng, biến động của tín dụng thể hiện vai trò đáng kể trong biến động của tổng sản phẩm quốc nội. Tương tự, cung tiền, tăng trưởng tín dụng và lãi suất đóng góp vào biến động của lạm phát nhiều hơn trường hợp không có kênh tín dụng. Qua nghiên cứu về truyền tải CSTT qua kênh tín dụng tác giả đã chỉ ra đối với một quốc gia mà tín dụng đóng vai trò quan trọng thì tác động của CSTT tới nền kinh tế thông qua các kênh truyền thống phụ thuộc khá nhiều vào hiệu quả truyền tải của kênh tín dụng. Tại Việt Nam, mức độ khuếch đại của kênh tín dụng trong truyền tải CSTT là khá nhanh và mạnh nên bên cạnh việc hoạch định và thực thi các chính sách, Chính phủ và NHNN cần tập trung vào nâng cao hiệu quả truyền tải CSTT của kênh này.

1.1.4. Khoảng trống nghiên cứu, và hướng nghiên cứu của luận án

Giới hạn và khoảng trống nghiên cứu

Qua việc xem xét tổng quan các công trình nghiên cứu có liên quan đến đề tài luận án tác giả nhận thấy các công trình đã công bố còn có những giới hạn và khoảng trống trong nghiên cứu như sau:

- Các nghiên cứu trong nước và nước ngoài đã đề cập đến mô hình lý thuyết xét ảnh hưởng của CSTT đến một số biến số kinh tế vĩ mô. Tuy nhiên, trong luận án tác giả đi vào nghiên cứu các kênh truyền dẫn tác động của CSTT đến tăng trưởng và lạm phát và đánh giá tác động của CSTT đến kinh tế vĩ mô theo các kênh này. Đồng thời, trong luận án cũng đưa ra vấn đề về ổn định kinh tế vĩ mô, xét vai trò của CSTT khi mục tiêu chính sách hướng vào mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô. Qua đó, luận án cũng đưa ra những phân tích đánh giá về những thành công cũng như những hạn chế trong điều hành CSTT của NHNN Việt Nam trong thời gian qua theo hướng tiếp cận này. Đây là một điểm khác biệt giữa luận án với các công trình nghiên cứu khác mà tác giả được biết.

- Các công trình nghiên cứu đã phân tích mối quan hệ giữa cung tiền, lãi suất, tỷ giá đến các biến sản lượng, lạm phát trong các những khoảng thời gian khác nhau và áp dụng vào điều kiện kinh tế của các quốc gia khác nhau là hoàn toàn khác nhau.

- Chưa công trình nghiên cứu nào xem xét một cách đầy đủ tác động của CSTT đến kinh tế vĩ mô ở Việt Nam trong khoảng thời gian 2005 – 2017, đặc biệt xem xét tác động của CSTT ở Việt Nam khi mục tiêu chính sách hướng vào mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô từ năm 2011 đến nay khi Chính phủ ban hành Nghị quyết số 11/NQ-CP, để thực hiện nhiệm vụ trọng tâm, cấp bách là tập trung kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, hỗ trợ tăng trưởng hợp lý và bảo đảm an sinh xã hội.

Hướng nghiên cứu của luận án

Thứ nhất, nghiên cứu các kênh truyền dẫn tác động của CSTT tăng trưởng và lạm phát của nền kinh tế.

Thứ hai, nghiên cứu tác động của CSTT đến lạm phát, tăng trưởng và xem xét vai trò của CSTT đối với mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô.

Thứ ba, nghiên cứu tình hình kinh tế thế giới và Việt Nam giai đoạn 2005 - 2017, thực trạng điều hành CSTT của NHNN Việt Nam trong giai đoạn này.

Thứ tư, đánh giá toàn diện về thực trạng điều hành CSTT, những tác động của CSTT đến kinh tế vĩ mô Việt Nam giai đoạn 2005 – 2017.

Thứ năm, đưa ra kết luận và đề xuất một số khuyến nghị đối với CSTT nhằm hướng tới mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô trong thời gian tới.

Có thể thấy, việc nghiên cứu tác động của CSTT đến kinh tế vĩ mô, những cân đối lớn của nền kinh tế để CSTT phát huy hiệu quả tốt hơn nữa đối với nền kinh tế Việt Nam, đưa ra được những khuyến nghị chính sách là một việc làm cần thiết và chưa có một đề tài nào nghiên cứu một cách hệ thống vấn đề này. Do vậy đề tài: **“Nghiên cứu tác động của chính sách tiền tệ đến kinh tế vĩ mô Việt Nam”** là đề tài không trùng lặp với các công trình, đề tài nghiên cứu đã công bố mà tác giả được biết.

Các câu hỏi nghiên cứu của luận án

- Chính sách tiền tệ, hệ thống mục tiêu CSTT và các công cụ CSTT? Các kênh truyền tải tác động của CSTT đến kinh tế vĩ mô?

- Chỉ ra mối quan hệ giữa cung tiền, lãi suất, tỷ giá với tăng trưởng và lạm phát? Mô hình kinh tế lượng được sử dụng để nghiên cứu mối quan hệ giữa các biến số này?

- Thực trạng diễn biến CSTT của Việt Nam giai đoạn 2005 – 2017, ảnh hưởng của việc thay đổi cung tiền, lãi suất, tín dụng, tỷ giá đến các biến số kinh tế vĩ mô CPI, GDP_R ở Việt Nam? Những thành công, hạn chế trong quá trình điều hành CSTT của NHNN Việt Nam giai đoạn này? Và những vấn đề đặt ra trong điều hành CSTT đối với NHNN Việt Nam?

- Kinh nghiệm điều hành CSTT của một số quốc gia trên thế giới trong bối cảnh hội nhập kinh tế? Những bài học có thể rút ra từ kinh nghiệm của các nước đó cho Việt Nam?

- Những khuyến nghị nhằm hoàn thiện CSTT, nâng cao tính độc lập của NHNN trong điều hành chính sách đảm bảo ổn định kinh tế vĩ mô Việt Nam?

1.2. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Để giải quyết các vấn đề đặt ra của luận án, NCS đã tiến hành kết hợp hai phương pháp nghiên cứu là phương pháp nghiên cứu định tính và phương pháp nghiên cứu định lượng.

1.2.1. Phương pháp nghiên cứu định tính

Mục tiêu nghiên cứu

Phương pháp nghiên cứu định tính nhằm tìm kiếm và nghiên cứu các dữ liệu thứ cấp làm cơ sở lý thuyết cho việc đánh giá tác động của CSTT đến tăng trưởng, lạm phát và ổn định kinh tế vĩ mô của nền kinh tế, qua đó đánh giá những thành công, tồn tại và nguyên nhân trong điều hành CSTT của NHNN Việt Nam, đề xuất khuyến nghị đối với điều hành CSTT của NHNN Việt Nam.

Cách thức thực hiện

Việc thu thập dữ liệu thứ cấp được thực hiện tại nhà (thông qua Internet), tại thư viện trường Đại học Thương Mại, thư viện Đại học Kinh tế quốc dân, thư viện Quốc gia. Dữ liệu sau khi thu thập được xử lý bằng phương pháp phân tích, thống kê, so sánh và tổng hợp thông tin.

Thu thập dữ liệu thứ cấp

Dữ liệu thứ cấp được thu thập từ các nguồn đáng tin cậy trong nước và quốc tế, cụ thể:

- Số liệu về GDP, CPI của Việt Nam được thu thập từ Tổng cục Thống kê Việt Nam và trên trang www.data.imf.org

- Số liệu về tổng phương tiện thanh toán, khối lượng tín dụng đối với nền kinh tế, tỷ giá bình quân liên ngân hàng, lãi suất cơ bản, lãi suất tái chiết khấu, lãi suất tái cấp vốn, lãi suất cho vay, lãi suất tiền gửi, tổng mức dự trữ, được thu thập từ Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, Bộ tài chính và trên trang www.data.imf.org

- Số liệu về các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô của một số quốc gia, khu vực và thế giới được thu thập từ Quỹ tiền tệ quốc tế (IMF) trên trang www.data.imf.org

Xử lý thông tin, dữ liệu thứ cấp

Các số liệu sau khi được thu thập được mô tả bằng các công cụ:

- Các bảng số liệu Excel tính toán theo các chỉ tiêu tổng số, tăng giảm theo số tương đối và số tuyệt đối.

- Các biểu đồ dạng đường (line) chủ yếu mô tả xu hướng biến động của các biến số, biểu đồ dạng hình cột (column) tập trung mô tả tỷ trọng của các biến số và các biểu đồ kết hợp dạng đường và dạng cột mô tả sự biến động của nhiều biến số kinh tế theo thời gian.

1.2.2. Phương pháp nghiên cứu định lượng

Mục tiêu nghiên cứu

Với mục đích đánh giá tác động của CSTT đến kinh tế vĩ mô Việt Nam, NCS tiến hành: Xem xét sự tăng lên của cung tiền là biến số chính sách đến hai biến mục tiêu cuối cùng của CSTT là lạm phát và tăng trưởng; Trong nghiên cứu tác giả xét đến ba kênh tác động của CSTT đến nền kinh tế là kênh lãi suất, kênh tỷ giá, kênh tín dụng, biến giá quốc tế là biến ngoại sinh trong mô hình. Và xem xét phản ứng của lạm phát và tăng trưởng kinh tế trước các cú sốc cung tiền, lãi suất, khối lượng tín dụng và tỷ giá của nền kinh tế.

Mô hình nghiên cứu - Mô hình tự hồi quy véc tơ VAR

Trên cơ sở tổng quan một số lý thuyết, xem xét cơ chế truyền tải CSTT của một số quốc gia và các nghiên cứu thực nghiệm đã được thực hiện bởi các tác giả trong và ngoài nước, NCS quyết định lựa chọn và áp dụng mô hình kinh tế lượng tự hồi quy

véc tơ (VAR – Vector Autoregression) để kiểm định mối quan hệ giữa tổng phương tiện thanh toán (cung tiền), lãi suất, khối lượng tín dụng đối với nền kinh tế, tỷ giá hối đoái với các biến tăng trưởng và lạm phát.

Mô hình VAR được nhà khoa học kinh tế Mỹ là Christopher A.Sims đề xuất vào năm 1980. Về bản chất, VAR là sự kết hợp của hai phương pháp là tự hồi quy đơn chiều (Univariate Autoregression – AR) và hệ phương trình ngẫu nhiên (Simultaneous equations – Ses). Mô hình VAR tổng hợp được những ưu điểm của hai phương pháp trên để ước lượng bằng phương pháp tối thiểu hóa phần dư (OLS) và ước lượng nhiều biến trong cùng một hệ thống. Trong mô hình VAR, mỗi biến số được giải thích bằng một phương trình chứa các giá trị trễ của chính biến số và các giá trị trễ của các biến số khác:

Mô hình VAR cấp k tổng quát có dạng như sau:

$$Y_t = A_1 Y_{t-1} + A_2 Y_{t-2} + \dots + A_k Y_{t-k} + s_t + \varepsilon_t$$

Trong đó:

A_i là ma trận vuông cấp m, $i = 1, 2, \dots, k$; $s_t = (s_{1t}, s_{2t}, s_{3t}, \dots, s_{mt})'$;

Y bao gồm m biến ngẫu nhiên dừng;

ε_t là véctơ nhiễu trắng;

s_t véctơ các yếu tố xác định, có thể bao gồm hằng số, xu thế tuyến tính hoặc đa thức.

Viết dưới dạng toán tử trễ, ta có:

$$Y_t = (A_1 L + A_2 L^2 + \dots + A_k L^k) Y_t + s_t + \varepsilon_t$$

Mô hình VAR thông thường có dạng:

$$A y_t = C(L) y_{t-1} + B \varepsilon_t$$

A là một ma trận ($u \times u$) các hệ số đồng thời xác định các mối quan hệ đồng thời giữa (u) biến trong cùng một khoảng thời gian

$C(L) = C_0 - C_1 L - C_2 L^2 - \dots - C_k L^k$ mô tả các biến động tương tác giữa các biến (như độ trễ)

$\varepsilon_t = [\varepsilon_{1t} \dots \varepsilon_{Gt}]'$ là một véctơ nhiễu trắng ($u \times 1$) được xác định bởi $E(\varepsilon_t) = 0$;

$E(\varepsilon_t \varepsilon_s') = \sum_{\varepsilon} \varepsilon$ khi $t=s$ và $E(\varepsilon_t \varepsilon_s') = 0$ trong trường hợp khác.

B là một ma trận ($u \times u$) xác định các mối quan hệ đồng thời trong những cú sốc cấu trúc.

$C(1) = C_0 - C_1 - C_2 - \dots - C_k$ xác định phản ứng dài hạn của hệ thống với một cú sốc cấu trúc.

Với cấu trúc hệ phương trình như trên, mô hình VAR là một mô hình kinh tế lượng dùng để xem xét động thái và sự phụ thuộc lẫn nhau giữa một số biến theo thời gian; Mô hình VAR không cần áp đặt một lý thuyết nào trước đó, trong mô hình VAR các biến có vai trò như nhau. Mô hình VAR sẽ giúp cho việc chỉ ra các kết quả theo hướng tác động của chính sách, đồng thời cũng chỉ ra sự đánh đổi và thứ tự ưu tiên, nên sẽ có ích trong việc đưa ra khuyến nghị lựa chọn chính sách dựa trên cả những đánh giá định tính. Điều này thực sự giúp ích cho các nhà nghiên cứu khi muốn xem xét phản ứng của một biến trước cú sốc của một hay nhiều biến khác trong tổng thể nền kinh tế. Mô hình VAR phù hợp cho việc xem xét tác động của CSTT đến biến số kinh tế vĩ mô ở Việt Nam, nên tác giả lựa chọn mô hình VAR trong nghiên cứu định lượng trong luận án kết hợp với nghiên cứu định tính để xem xét tác động của CSTT đến kinh tế vĩ mô Việt Nam trong giai đoạn 2005 – 2017.

Các biến và nguồn số liệu

Sau khi xem xét cơ chế tác động của CSTT ở Việt Nam, tổng quan lý thuyết cũng như các nghiên cứu thực nghiệm được xem xét ở chương 1, tác giả đưa vào mô hình nghiên cứu của mình 7 biến. Trong đó 6 biến: CPI, GDPR, M2, CRE, R, E là các biến nội sinh trong mô hình, biến Pw là biến ngoại sinh.

STT	Ký hiệu	Tên biến	Nguồn
1	CPI	Chỉ số giá tiêu dùng	TCTK, IFS
2	GDPR	GDP theo giá so sánh 2010	TCTK
3	M2	Tổng phương tiện thanh toán	IFS, NHNN
4	CRE	Tín dụng đối với nền kinh tế	IFS
5	R	Lãi suất cho vay bình quân VND	IFS
6	E	Tỷ giá bình quân liên ngân hàng NHNN công bố	IFS, NHNN
7	Pw	Chỉ số giá tiêu dùng thế giới	IFS

Hai biến CPI và GDP đã được hiệu chỉnh theo mùa vụ theo phương pháp trung bình trượt, nhằm đảm bảo các cú sốc phản ánh những thay đổi so với xu thế dài hạn của các biến đó.

Các bước tiến hành ước lượng mô hình:

Trên cơ sở mô hình nghiên cứu đề xuất, các phân tích định lượng về mối quan hệ giữa tổng phương tiện thanh toán, tín dụng đối với nền kinh tế, lãi suất với sản lượng và giá cả. Sẽ được thực hiện thông qua phần mềm Eview5, với các biến: CPI, GDPR, M2, CRE, R, E, Pw.

Trình tự được thực hiện như sau:

Bước 1: Log hóa và lấy sai phân các chuỗi dữ liệu

Chuyển đổi logarit giúp thu hẹp phạm vi các biến đo lường, do đó làm giảm sự khác biệt giữa các trị số gấp nhiều lần. Các chuỗi sau khi được logarit hóa sẽ có thêm ký hiệu “L” phía trước mỗi biến. Việc lấy sai phân cho phép tạo ra các chuỗi dừng, kết thúc quá trình này ta thu được các chuỗi dừng với ký hiệu “DL” thêm trước mỗi biến. Các chuỗi sau khi được logarit hóa sẽ có ký hiệu các biến sẽ là: LCPI, LGDPR, LM2, LCRE, LR, LE, LPw. Tiếp theo các chuỗi sau khi được lấy sai phân sẽ có ký hiệu là: DLCPI, DLM2, DLGDP, DLCRE, DLR, DLE, DLPW.

Bước 2: Kiểm định nghiệm đơn vị ADF

Tính dừng là một giả định quan trọng trong kỹ thuật phân tích chuỗi thời gian. Chuỗi số liệu chỉ có thể được mô hình hóa nếu nó độc lập với thời gian, hay các thuộc tính thống kê của nó không thay đổi theo thời gian.

Bước 3: Ước lượng và kiểm định mô hình

Nếu các chuỗi số liệu dừng, thì mô hình VAR sẽ được thực hiện thông qua các thủ tục như sau:

- Lựa chọn độ dài trễ tối ưu;
- Kiểm định về tính ổn định của mô hình;
- Kiểm định tương quan chuỗi;
- Kiểm định nhân quả Granger;
- Tìm các hàm phản ứng và phân tích phân rã phương sai.

1.2.3. Tổng hợp các phương pháp nghiên cứu và công cụ hỗ trợ nghiên cứu

STT	Phương pháp nghiên cứu	Nội dung nghiên cứu tương ứng
1	<i>Phương pháp nghiên cứu cụ thể</i>	
	Phương pháp thống kê, tổng hợp	- Tổng quan tình hình nghiên cứu
	Phương pháp phân tích, tổng hợp	- Khái niệm, mục tiêu, các công cụ CSTT - Khái niệm và các tiêu chí ổn định kinh tế vĩ mô - Cơ chế tác động của CSTT đến tăng trưởng và lạm phát. - Khái quát tình hình kinh tế thế giới và Việt Nam giai đoạn 2005- 2017. - Chiến lược phát triển kinh tế - xã hội 2011 - 2020 - Kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội giai đoạn

		<p>2016-2020.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Chiến lược phát triển ngành ngân hàng đến 2020, tầm nhìn 2025. - Quan điểm, định hướng điều hành CSTT giai đoạn 2016-2020.
	<p>Phương pháp phân tích, so sánh, tổng hợp</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Điều hành CSTT của một số quốc gia và bài học cho Việt Nam. - CSTT với mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô Việt Nam. - Thực trạng diễn biến điều hành CSTT ở Việt Nam. - Phân tích tác động của CSTT đến tăng trưởng và lạm phát ở Việt Nam. - Kết quả đạt được, hạn chế và nguyên nhân trong điều hành CSTT đến mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô. - Các giải pháp điều hành CSTT nhằm ổn định kinh tế vĩ mô Việt Nam đến 2020, tầm nhìn 2025
2	<i>Công cụ hỗ trợ nghiên cứu</i>	<i>Nội dung nghiên cứu</i>
	<p>Bảng số liệu và đồ thị</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Diễn biến lãi suất điều hành và lãi suất tiền gửi, lãi suất cho vay ngắn hạn giai đoạn 2005 – 2017 - Tốc độ tăng tổng phương tiện thanh toán, tốc độ tăng trưởng kinh tế và lãi suất cho vay, lãi suất tiền gửi giai đoạn 2005 – 2017 - Tốc độ tăng trưởng GDP, tích lũy tài sản và tiêu dùng cuối cùng và lãi suất tiền gửi, lãi suất cho vay ngắn hạn giai đoạn 2005 – 2017 - Tỷ giá hối đoái, giá trị xuất khẩu, giá trị nhập khẩu, xuất khẩu ròng và lãi suất cho vay ngắn hạn giai đoạn 2005 – 2017 - Tốc độ tăng tổng phương tiện thanh toán, tín dụng đối với nền kinh tế và tỷ lệ lạm phát theo CPI của Việt Nam giai đoạn 2005 – 2017 - GDP thực tế, tốc độ tăng trưởng kinh tế và tỷ lệ lạm phát theo CPI giai đoạn 2005 - 2017 - Diễn biến tỷ giá và tốc độ tăng CPI giai đoạn 2005 – 2017

		- Một số chỉ tiêu tiền tệ, tín dụng 2005 – 2017
	Mô hình VAR	<ul style="list-style-type: none"> - Xem xét sự tăng lên của cung tiền đến các biến lãi suất, khối lượng tín dụng, tỷ giá, lạm phát và tăng trưởng (các biến nội sinh còn lại) trong mô hình. - Xem xét phản ứng của lạm phát và tăng trưởng kinh tế trước các cú sốc cung tiền, lãi suất, khối lượng tín dụng và tỷ giá.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 1

Trong chương này, luận án đã tập trung vào hai nội dung là tổng quan tình hình nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu. Tổng quan tình hình nghiên cứu trong và ngoài nước đề cập trên các phương diện: (i) Tổng quan một số nghiên cứu lý thuyết về tác động của CSTT đến kinh tế vĩ mô; (ii) Các nghiên cứu về cơ chế tác động của CSTT kinh tế vĩ mô; và (iii) Các nghiên cứu thực nghiệm về tác động của CSTT đến kinh tế vĩ mô. Trên cơ sở tổng quan tình hình nghiên cứu tác giả nhận thấy chưa công trình nghiên cứu nào xem xét một cách đầy đủ tác động của CSTT đến kinh tế vĩ mô ở Việt Nam trong khoảng thời gian 2005 – 2017, đặc biệt xem xét tác động của CSTT ở Việt Nam khi mục tiêu chính sách hướng vào mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô. Hơn nữa, tác động của CSTT đến kinh tế vĩ mô áp dụng vào những khoảng thời gian khác nhau và điều kiện các quốc gia khác nhau là hoàn toàn khác nhau. Để lấp đầy khoảng trống trên luận án lựa chọn kết hợp phân tích định tính và định lượng để minh chứng cho kết quả nghiên cứu của mình.

CHƯƠNG 2: CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VÀ TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ ĐẾN KINH TẾ VĨ MÔ

2.1. CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

2.1.1. Khái niệm về chính sách tiền tệ

Với điều kiện các yếu tố khác giữ nguyên không đổi, nếu lượng tiền tệ trong lưu thông thay đổi thì giá trị đại diện của một đơn vị tiền tệ do đó sẽ thay đổi. Dẫn đến sự thay đổi của giá cả hàng hóa, giá trị tài sản và thu nhập sẽ thay đổi. NHTW bằng cách thay đổi các biến số về tiền tệ có thể hướng những biến động nhất định trong đời sống và hoạt động kinh tế của quốc gia theo các mục tiêu nhất định, thực chất là đang thực thi CSTT. Có rất nhiều quan điểm về CSTT của NHTW.

Theo Fed (<https://www.federalreserve.gov>) [54]: “Cục dự trữ liên bang thực hiện chính sách tiền tệ của quốc gia bằng cách quản lý mức lãi suất ngắn hạn và ảnh hưởng đến tính sẵn có và chi phí tín dụng trong nền kinh tế. Chính sách tiền tệ trực tiếp ảnh hưởng đến lãi suất; Nó gián tiếp ảnh hưởng đến giá cổ phiếu, sự giàu có, và tỷ giá hối đoái. Thông qua các kênh này, chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến chi tiêu, đầu tư, sản xuất, việc làm và lạm phát ở Hoa Kỳ”.

Theo SBV (Luật ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2011)) [15]: “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”. (Luật NHNN 2010 – Khoản 1 điều 3)

Theo F.S. Mishkin (Current Readings on Money, banking, and Financial Markets) [55]: “Chính sách tiền tệ là một trong các chính sách kinh tế vĩ mô, trong đó Ngân hàng Trung ương thông qua các công cụ của mình thực hiện việc kiểm soát và điều tiết khối lượng tiền cung ứng nhằm tác động tới các mục tiêu cơ bản của nền kinh tế trên cơ sở đó đạt được những mục tiêu cuối cùng của mình là công ăn việc làm cao, tăng trưởng kinh tế, ổn định giá cả, ổn định lãi suất, ổn định thị trường tài chính và ổn định tỷ giá hối đoái”.

Vũ Xuân Dũng (Giáo trình nhập môn tài chính – tiền tệ (2012)): “Chính sách tiền tệ quốc gia là tổng hòa những phương thức mà NHTW thông qua các hoạt động của mình tác động đến khối lượng tiền trong lưu thông, nhằm thực hiện mục tiêu kinh tế xã hội của đất nước trong một thời kỳ nhất định” [44, tr276].

Nguyễn Văn Tiến (Giáo trình kinh tế tiền tệ ngân hàng (2010)): “Chính sách tiền tệ là chính sách kinh tế vĩ mô, thông qua các công cụ của mình, NHTW chủ động

thay đổi cung ứng tiền hoặc lãi suất (lãi suất liên ngân hàng mục tiêu) nhằm đạt được các mục tiêu kinh tế - xã hội đề ra” [26, tr336].

Trong nền kinh tế thị trường, CSTT được sử dụng như một công cụ điều tiết vĩ mô của Nhà nước đối với hoạt động của nền kinh tế. Nó được hoạch định trên cơ sở mục tiêu kinh tế - xã hội của mỗi quốc gia trong từng giai đoạn phát triển. Dựa trên cơ chế thị trường và các quy luật vận động tất yếu của nó, CSTT được hoạch định cần đảm bảo tính linh hoạt, mềm dẻo và điều hành chủ yếu bằng các công cụ gián tiếp.

Như vậy, *Chính sách tiền tệ là tổng hợp các phương thức, biện pháp kinh tế được thể chế hóa thông qua các công cụ quản lý kinh tế vĩ mô của Nhà nước về tiền tệ do NHTW khởi thảo và thực thi nhằm tác động, kiểm soát mức cung ứng tiền tệ, và lãi suất hướng nền kinh tế vào các mục tiêu kinh tế - xã hội đề ra.*

CSTT bao gồm:

- *CSTT mở rộng*: Là chính sách làm tăng lượng cung ứng tiền tệ cho nền kinh tế, do đó làm giảm lãi suất và mở rộng đầu tư, tiếp vốn cho các ngành để phát triển sản xuất kinh doanh, làm tăng tổng cầu và giá trị sản lượng quốc gia. Chính sách này thích hợp để chống suy thoái kinh tế và giảm thất nghiệp.

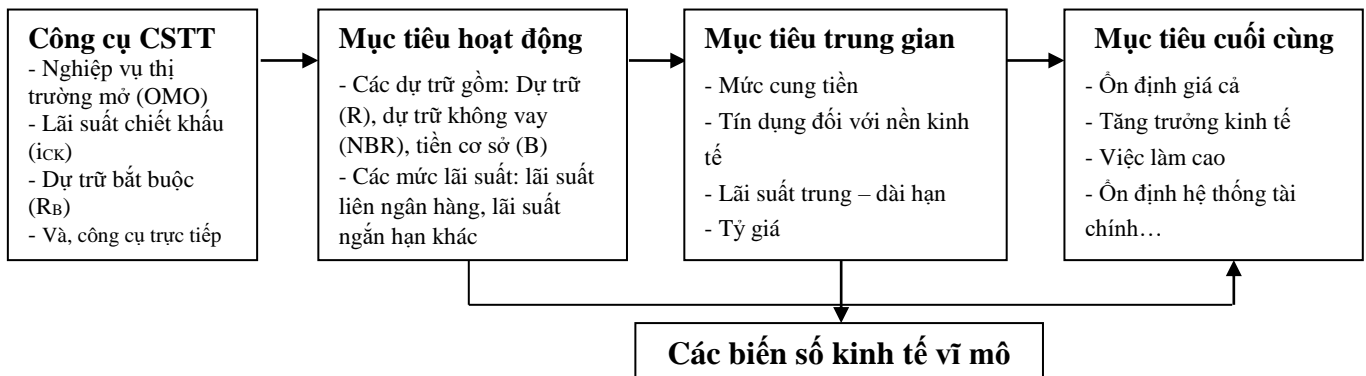
- *CSTT thu hẹp*: Là chính sách hạn chế (hoặc giảm mức tăng trưởng) lượng tiền cung ứng cho nền kinh tế. Chính sách này được sử dụng khi tổng cầu cao, lạm phát đang đe dọa nền kinh tế.

Việc lựa chọn CSTT theo xu hướng nào tùy thuộc vào thực trạng nền kinh tế và nhu cầu về tiền trong từng giai đoạn cụ thể. CSTT rất nhạy cảm và có vị trí quan trọng trong hệ thống chính sách kinh tế vĩ mô.

2.1.2. Mục tiêu của chính sách tiền tệ

Sự lựa chọn các mục tiêu trong điều hành CSTT của NHTW các nước luôn có chiều hướng thay đổi phù hợp với trình độ phát triển của thị trường tài chính và năng lực quản lý của NHTW.

Hệ thống mục tiêu và các công cụ của CSTT được thể hiện ở sơ đồ dưới đây:



Sơ đồ 2.1. Hệ thống mục tiêu và các công cụ của CSTT

Việc lựa chọn mục tiêu phải phù hợp với tính cấp thiết của các mục tiêu và mức độ đánh đổi giữa các mục tiêu, khả năng thực hiện được mục tiêu đó hay không.

2.1.2.1. Mục tiêu cuối cùng của CSTT

Các mục tiêu kinh tế vĩ mô mà các chính sách hướng tới giải quyết là: mục tiêu tăng trưởng kinh tế, mục tiêu ổn định giá cả, mục tiêu công ăn việc làm, mục tiêu kinh tế đối ngoại, mục tiêu phân phối thu nhập công bằng... Ở hầu hết các quốc gia, ổn định giá cả hay kiểm soát lạm phát là mục tiêu dài hạn của CSTT, trên cơ sở đó góp phần tăng trưởng kinh tế, việc làm. CSTT ở các quốc gia hướng tới việc giải quyết các mục tiêu sau:

Mục tiêu ổn định giá cả

Lạm phát là một hiện tượng kinh tế vĩ mô phổ biến và có sức ảnh hưởng lớn đến các mặt của đời sống kinh tế - xã hội. Lạm phát cao hay thiếu phát liên tục đều rất tốn kém cho xã hội. Ổn định giá cả, cho phép hệ thống tài chính hoạt động trơn tru, hiệu quả thực hiện chức năng dẫn vốn từ khu vực có nguồn vốn nhàn rỗi sang khu vực sản xuất kinh doanh, tạo điều kiện thúc đẩy sản xuất kinh doanh. Vì vậy, ổn định giá cả là một mục tiêu quan trọng của CSTT trong điều kiện kinh tế thị trường hiện đại thường xuyên có lạm phát. Ổn định giá cả có tầm quan trọng trong định hướng ổn định và phát triển kinh tế vĩ mô của các nền kinh tế. Khi lạm phát có thể kiểm soát sẽ tăng được tính có thể dự đoán trước của môi trường vĩ mô.

Trong một chừng mực nhất định, lạm phát vừa phải được coi là ngòi châm của tăng trưởng, hay yếu tố kích thích tăng trưởng kinh tế, gắn liền với việc đưa thêm khối lượng tiền vào nền kinh tế, tạo điều kiện để các doanh nghiệp mở rộng đầu tư, thu hút lao động, thúc đẩy sản xuất kinh doanh. Do đó, NHTW phải góp phần duy trì sự tăng trưởng liên tục nhưng ổn định giá cả, bên cạnh đó triệt tiêu những nhân tố gây nên sự gia tăng nhu cầu giả tạo hoặc đẩy chi phí sản xuất lên cao làm tăng lạm phát.

Mục tiêu tăng trưởng kinh tế

NHTW là trung tâm tiền tệ, tín dụng và thanh toán trong nền kinh tế quốc dân và có chức năng điều hành CSTT trong nền kinh tế. CSTT có thể tác động tới của cải, chi tiêu của xã hội nên nó đóng vai trò quan trọng trong việc thực hiện mục tiêu tăng trưởng kinh tế.

Tăng trưởng kinh tế thể hiện ở sự gia tăng của GDP_t (hay GNP_t)/ năm hoặc GDP_t (hay GNP_t)/đầu người/năm. Thúc đẩy tăng trưởng kinh tế còn thể hiện ở việc khai thác và sử dụng có hiệu quả các nguồn lực quốc gia. Trong đó, để tăng trưởng kinh tế cần phải thực hiện tái sản xuất mở rộng trên cơ sở khai thác hiệu quả các nguồn vốn trong và ngoài nước. Để thực hiện được mục tiêu này, vai trò của NHTW là rất quan trọng. Dưới sự chỉ đạo của NHTW thông qua CSTT, các ngân hàng sẽ huy động

các nguồn vốn nhàn rỗi trong xã hội và phân phối nguồn vốn này đến các chủ thể cần vốn để thực hiện hoạt động sản xuất kinh doanh, thúc đẩy tăng trưởng phát triển kinh tế. Thông thường, muốn thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, NHTW thực hiện CSTT mở rộng, với một mức cầu tiền không thay đổi, khi cung tiền tệ tăng, lãi suất trên thị trường giảm, làm gia tăng đầu tư, tổng chi tiêu (AE) của nền kinh tế tăng, tổng cầu (AD) và giá trị sản lượng tăng, nền kinh tế tăng trưởng. Cũng cần hiểu, khi NHTW thực hiện mục tiêu tăng trưởng là giúp nền kinh tế đạt được tốc độ tăng trưởng cao nhưng phải đảm bảo ổn định và bền vững, mức sản lượng của nền kinh tế tương đương với mức sản lượng tiềm năng của mỗi nền kinh tế (Y^*).

Mục tiêu việc làm

Tạo việc làm là một đòi hỏi bức xúc và thường trực của xã hội. Mục tiêu việc làm là mục tiêu của tất cả các chính sách kinh tế vĩ mô, trong đó có CSTT. Việc làm nhiều hay ít, tăng hay giảm chủ yếu phụ thuộc vào tình hình tăng trưởng kinh tế. Thông thường, tăng trưởng kinh tế cao thì thất nghiệp thấp vì doanh nghiệp sẽ tiến hành mở rộng sản xuất kinh doanh thu hút thêm lao động, số công ăn việc làm trong nền kinh tế tăng lên. Tuy nhiên, khi áp dụng khoa học tiến bộ thúc đẩy nền kinh tế tăng trưởng thì việc làm không tăng mà có thể giảm, dẫn đến thất nghiệp tăng, hoặc có khi do những tác động bất lợi trong nền kinh tế làm giảm tổng chi tiêu của nền kinh tế, tổng cầu giảm cũng là nguyên nhân dẫn đến gia tăng thất nghiệp.

NHTW sử dụng các công cụ của CSTT để tác động đến nền kinh tế, góp phần tăng cường đầu tư mở rộng sản xuất kinh doanh, chống suy thoái kinh tế theo chu kỳ, tạo điều kiện tăng trưởng liên tục và ổn định, hạ thấp tỷ lệ thất nghiệp để không vượt quá tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên (u^*) và ổn định điều kiện kinh tế vĩ mô.

Sự phối hợp giữa ba mục tiêu của CSTT là rất quan trọng. Tuy nhiên, việc phải cùng một lúc thực hiện cả ba mục tiêu là rất khó khăn vì đôi khi các mục tiêu này trong quá trình thực thi giữa chúng có mâu thuẫn. Như khi AD tăng cao, tăng trưởng kinh tế và lạm phát đều cao quá “nóng”, nếu không được điều chỉnh kịp thời rất dễ dẫn đến khủng hoảng kinh tế. Khi khủng hoảng kinh tế xảy ra thì tăng trưởng kinh tế sẽ giảm và thất nghiệp tăng. Lúc này, tùy tình hình kinh tế ở mỗi thời kỳ mà NHTW phải lựa chọn mục tiêu ưu tiên. Điều quan trọng là phải luôn nắm bắt được thực tế diễn biến của quá trình thực hiện các mục tiêu để kịp điều chỉnh cho phù hợp với thực tiễn khách quan.

Mục tiêu ổn định tài chính

Từ sau khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008, các nhà nghiên cứu đã tập trung nhiều hơn vào mục tiêu ổn định tài chính (financial stability) của chính sách tiền tệ.

Ổn định tài chính không chỉ đóng vai trò quan trọng trong việc ổn định giá cả (mục tiêu chính của NHTW) mà còn góp phần hỗ trợ phát triển kinh tế bền vững vì sự ổn định đó tạo ra môi trường thuận lợi hơn cho cả nhà đầu tư và người gửi tiền, tăng hiệu quả của hoạt động trung gian tài chính, tăng các chức năng của các thị trường tài chính và cải thiện phân phối nguồn lực để phát triển hệ thống tài chính lành mạnh và minh bạch, giảm đi các cú sốc và rủi ro hệ thống. Một hệ thống tài chính ổn định là hệ thống hoạt động lành mạnh, tin cậy và hiệu quả, ít biến động và có khả năng hấp thụ các cú sốc. Ngược lại mất ổn định tài chính kéo theo những tình trạng như: (i) giảm tính hiệu quả của chính sách tiền tệ; (ii) làm suy yếu chức năng trung gian của hệ thống tài chính do phân phối nguồn lực không hợp lý, làm trì trệ sự phát triển của nền kinh tế; (iii) làm mất niềm tin của người dân vào hệ thống tài chính; (iv) mất nhiều chi phí để giải quyết sự yếu kém của hệ thống tài chính. Vì những lý do này, nhiều nước trên thế giới đã bắt đầu chú trọng nhiều hơn đến ổn định tài chính khi thực thi các chính sách của mình, đặc biệt trong bối cảnh xuất hiện ngày càng nhiều các nhân tố mới có khả năng gây bất ổn tài chính như mối liên kết ngày càng chặt chẽ giữa khu vực tài chính của các quốc gia và sự phát triển không ngừng của các công cụ tài chính phức tạp (<http://www.sbv.gov.vn>) [31].

2.1.2.2. Mục tiêu trung gian của CSTT

Ngoài việc thực hiện các mục tiêu cuối cùng nêu trên, NHTW còn phải xác định các mục tiêu trung gian. NHTW sử dụng các mục tiêu trung gian để nhanh chóng xét đoán tình hình thực hiện các hoạt động của mình nhằm phục vụ cho các mục tiêu cuối cùng, hơn là chờ cho đến khi nhìn được kết quả. Đây phải là mục tiêu mang tính định lượng, có thể đo lường, kiểm soát và đoán trước được tác động của chúng đối với việc thực hiện các mục tiêu cuối cùng của CSTT. Các mục tiêu trung gian của CSTT thường là kiểm soát các khối tiền tệ M_0 , M_1 , M_2 , M_3 , M_4 lãi suất, mức tăng trưởng tín dụng hoặc lạm phát dự báo...

Mức cung ứng tiền (MS)

Mặc dù có những điểm tương đồng nhất định, song cách xác định M_0 , M_1 , M_2 ở từng quốc gia cũng không hoàn toàn giống nhau. Hiện nay, những tài sản có khả năng chuyển hóa ra tiền nhanh (tính thanh khoản cao) với chi phí thấp, những tài sản NHTW có thể kiểm soát có khả năng tác động làm cho nó thay đổi và qua đó tác động đến các biến số kinh tế vĩ mô được coi là tiền. Trong lý thuyết và thực tiễn có 3 đại lượng đo khối lượng tiền chủ yếu là tiền mặt (M_0), tiền giao dịch (M_1), tiền mở rộng (M_2).

Ngoài 3 đại lượng đo khối lượng tiền chủ yếu là M_0 , M_1 , M_2 , ngày nay cùng với sự phát triển và lớn mạnh của hệ thống tài chính đã ra đời nhiều loại tài sản tài chính

khác như: các chứng khoán cơ bản (tín phiếu kho bạc ngắn hạn...), các giấy xác nhận tài chính đối với tài sản hữu hình, các chấp nhận thanh toán khác của ngân hàng... Chúng cũng có khả năng nhất định nào đó trong thanh toán, vì vậy tùy theo tính chất dễ chuyển đổi sang thanh toán, mà được xếp vào các đại lượng cung tiền M_3, M_4, \dots

Khối lượng tiền	Bao gồm
M_0 (Tiền mặt)	- Tiền giấy và tiền xu đang lưu hành
M_1 (Tiền giao dịch)	- M_0 - Sec du lịch - Tài khoản tiền gửi không kỳ hạn - Tài sản có thể viết sec
M_2 (Tiền mở rộng)	- M_1 - Tài khoản tiền gửi có kỳ hạn

Vậy, đại lượng nào là thước đo đích thực khối lượng tiền tệ? Liệu các khối lượng tiền này có cùng biến động theo cùng một tỷ lệ? Khi các khối lượng tiền này cùng biến động với cùng một tỷ lệ thì các nhà hoạch định chính sách có thể sử dụng bất kỳ khối lượng tiền nào để dự báo kinh tế và thực thi CSTT. Nhưng khi các khối lượng tiền này thay đổi theo tỷ lệ khác nhau, thì việc sử dụng các khối lượng tiền khác nhau để dự báo kinh tế và điều hành CSTT sẽ cho các kết quả là khác nhau. Vì vậy, các nhà hoạch định chính sách cần hết sức thận trọng trong việc lựa chọn xem nên sử dụng khối lượng tiền nào để phân tích tác động của CSTT. Cần phải hiểu, tốc độ tăng trưởng tiền không phải là mục tiêu theo đuổi cuối cùng của NHTW, thông qua mục tiêu trung gian này để đạt được mục tiêu cuối cùng.

Chỉ tiêu lãi suất

Tác động quan trọng của lãi suất là đến tiêu dùng và đầu tư đây là hai bộ phận cấu thành của tổng cầu (AD). Sự tăng lên hay giảm xuống của lãi suất (lãi suất thực¹) làm dịch chuyển đường AD sang trái hoặc sang phải, qua đó sẽ làm thay đổi mức giá và sản lượng trong ngắn hạn. Nếu lãi suất được chọn là mục tiêu trung gian và được giữ cố định, thì biến động về cầu tiền (MD) đến nền kinh tế được kiểm soát. Vì vậy, đối với nền kinh tế có MD biến động mạnh, thì chọn mục tiêu trung gian là lãi suất sẽ tỏ ra hữu ích.

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 của nền kinh tế. Trong trường hợp này, ổn định lãi suất có

¹ Lãi suất thực bằng lãi suất danh nghĩa trừ đi tỷ lệ lạm phát dự kiến ($r = i - \pi^e$)

thể làm tăng thêm sự biến động của mức cầu tiền tệ và tiếp đó là tổng cầu (AD); (ii) Mục tiêu lãi suất không thể duy trì dài hạn được. Theo đẳng thức của Fisher, 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 (*Nguyễn Văn Tiến, Giáo trình kinh tế tiền tệ ngân hàng (2010)*) [26, tr347].

Như vậy, tùy theo điều kiện cụ thể, NHTW có thể chọn M_0 , M_1 , M_2 hoặc lãi suất... làm mục tiêu trung gian ưu tiên để thực hiện mục tiêu cuối cùng của CSTT. Và ngoài hai chỉ tiêu trên còn một số chỉ tiêu khác được một số NHTW lựa chọn làm mục tiêu trung gian như: tổng khối lượng tín dụng của nền kinh tế, 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. NHTW thường không sử dụng chúng một cách độc lập mà kết hợp với các mục tiêu khác như tổng khối lượng tiền cung ứng hoặc lãi suất.

Thực tế, các nước ưu tiên mục tiêu tăng trưởng thường sẽ chú trọng mục tiêu trung gian là lãi suất, còn các nước ưu tiên mục tiêu ổn định giá (chống lạm phát) sẽ chú trọng mục tiêu trung gian là tổng lượng tiền cung ứng. Còn mục tiêu trung gian là tỷ giá chỉ được quan tâm khi quốc gia áp dụng chế độ tỷ giá cố định hoặc thả nổi có điều tiết (*Nguyễn Văn Tiến, Giáo trình kinh tế tiền tệ ngân hàng (2010)*) [26, tr348].

2.1.2.3. Mục tiêu hoạt động của CSTT

Mục tiêu hoạt động là biến số chịu tác động trực tiếp bởi các công cụ của CSTT và cũng là tín hiệu cho thấy quan điểm của CSTT là thắt chặt hay nới lỏng. NHTW có hai loại mục tiêu hoạt động để lựa chọn là:

- Mức dự trữ: Dự trữ R, dự trữ không vay (NBR), tiền cơ sở B
- Tỷ lệ lãi suất: Lãi suất liên ngân hàng, lãi suất ngắn hạn khác

Các tiêu chí lựa chọn mục tiêu hoạt động là có thể quan sát và đo lường được, có thể kiểm soát được và có thể dự tính được tác động đến mục tiêu cuối cùng. NHTW chỉ có thể theo đuổi một trong hai mục tiêu hoạt động là mức dự trữ hoặc là tỷ lệ lãi suất để thực thi CSTT của mình. Tuy nhiên, cả hai mục tiêu này đều có vấn đề về khả năng quan sát và đo lường vì mức dự trữ có thể đo lường trực tiếp nhưng vướng phải độ trễ trong tổng hợp và báo cáo. Trong khi đó, NHTW chỉ dễ đo lường và quan sát với biến lãi suất danh nghĩa, còn (đo lường chi phí thực đi vay) thì rất khó đo lường vì chưa có phương pháp đo lường trực tiếp tỷ lệ lạm phát dự tính. Về khả năng kiểm soát, NHTW không thể kiểm soát hoàn toàn sự dịch chuyển của lượng tiền vào và ra, việc kiểm soát lãi suất liên ngân hàng vẫn là lãi suất danh nghĩa.

Trong những năm gần đây, hầu hết các NHTW đã nghiêng về kết luận rằng, lãi suất có mối liên hệ với các mục tiêu cuối cùng (lạm phát) chặt chẽ hơn chỉ tiêu dự trữ (Nguyễn Văn Tiến, *Giáo trình kinh tế tiền tệ ngân hàng (2010)*) [26, tr 352].

2.1.3. Các công cụ của chính sách tiền tệ

Để thực thi CSTT ngoài việc xác định rõ các mục tiêu CSTT phù hợp với từng giai đoạn phát triển kinh tế, NHTW phải chọn và xây dựng được hệ thống công cụ CSTT phù hợp và điều hành chúng nhằm đạt được mục tiêu cuối cùng của chính sách. IMF đã nghiên cứu thực tiễn sử dụng các công cụ CSTT và điều hành CSTT của các NHTW từ đó tổng kết và chia các công cụ CSTT thành 2 loại chủ yếu: Công cụ trực tiếp và công cụ gián tiếp.

2.1.3.1. Công cụ trực tiếp

Công cụ trực tiếp là cách thức mà NHTW trực tiếp can thiệp vào mục tiêu giá cả (hoặc mục tiêu khối lượng) thông qua các qui định để tác động đến các chỉ tiêu trên bảng cân đối của NHTM. Các công cụ trực tiếp này thường được sử dụng trong điều kiện thị trường tiền tệ chưa phát triển, khả năng tác động thông qua thị trường của NHTW là còn hạn chế.

Như vậy, công cụ trực tiếp là các mệnh lệnh tác động trực tiếp vào khối lượng cung tiền và lãi suất. Với cơ chế thị trường ngày càng phát triển và hoàn thiện, thì các công cụ này hầu như không còn vai trò là công cụ CSTT nữa [26, tr366].

Một số công cụ trực tiếp từng đã được các NHTW sử dụng bao gồm:

Công cụ kiểm soát lãi suất: NHTW qui định lãi suất cho vay (hoặc tiền gửi) cụ thể, hoặc biên độ giao động, hoặc quy định trần trên, sàn dưới các mức lãi suất đối với các NHTM khi tiến hành huy động và cho vay đối với nền kinh tế. Công cụ này thường được NHTW lựa chọn khi NHTW không thể kiểm soát lãi suất thị trường thông qua các phương tiện thị trường hoặc khi chọn lãi suất dài hạn là mục tiêu chính sách. Khi đó kiểm soát lãi suất đảm bảo cho sự ổn định của thị trường tiền tệ, không gây sốc về lãi suất trên thị trường, nhưng làm cho việc phân bổ vốn bị méo mó.

Công cụ hạn mức tín dụng: NHTW qui định mức tăng trưởng tín dụng cho từng NHTM căn cứ vào qui mô hoạt động của từng ngân hàng. Công cụ này được áp dụng khi cơ chế truyền tải không chắc chắn.

Tín dụng chỉ định: NHTW chỉ định nguồn vốn tín dụng của mình cho khu vực cụ thể trong nền kinh tế thông qua các NHTM, khoản tín dụng này không cần thế chấp tại NHTW.

2.1.3.2. Công cụ gián tiếp

Công cụ gián tiếp là cách thức tác động thông qua thị trường dưới điều kiện cung - cầu về vốn, các công cụ này là nhằm vào bảng cân đối tiền tệ của NHTW. Các

công cụ gián tiếp không ngừng phát triển cùng với sự phát triển của thị trường tiền tệ, hệ thống thanh khoản.

Công cụ gián tiếp tác động trước hết vào mục tiêu hoạt động của CSTT, ví dụ như 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, thông qua cơ chế thị trường mà tác động này được truyền đến các mục tiêu trung gian là khối lượng cung ứng tiền và lãi suất thị trường [26, tr358].

Các công cụ gián tiếp bao gồm:

Nghiệp vụ thị trường mở (OMO)

NHTW có thể tác động làm thay đổi tiền cơ sở (B) thông qua nghiệp vụ OMO bằng cách mua hay bán ra các trái phiếu chính phủ (TPCP). NHTW có thể tiến hành mua TPCP từ một NHTM hay từ công chúng làm cho tiền cơ sở (B) tăng một lượng đúng bằng giá trị trái phiếu được NHTW mua vào, cho dù người bán trái phiếu cho Chính phủ để khoản tiền nhận được dưới dạng tiền mặt hay tiền gửi. Ngược lại, khi Chính phủ bán TPCP cho NHTM hay công chúng, một lượng tiền cơ sở sẽ được rút khỏi lưu thông, tiền cơ sở giảm và cung ứng tiền giảm. Tuy nhiên cần lưu ý, trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, hoạt động mua bán trái phiếu giữa các NHTM không làm thay đổi tiền cơ sở, do đó không ảnh hưởng đến cung ứng tiền tệ.

Nghiệp vụ thị trường mở được tiến hành theo chủ ý của NHTW không vướng phải những chậm trễ về thủ tục hành chính, không chịu ảnh hưởng của bất kỳ nhân tố nào nên rất linh hoạt và chính xác. Nghiệp vụ thị trường mở được coi là công cụ hữu hiệu nhất trong các công cụ của CSTT. Tuy nhiên, để thực hiện công cụ này đòi hỏi sự phát triển của thị trường tài chính thứ cấp, thị trường tiền tệ và khả năng dự đoán và kiểm soát của NHTW.

Bên cạnh, nghiệp vụ thị trường mở NHTW có thể thực hiện các hoạt động can thiệp trên thị trường ngoại hối (the foreign exchange market – FOREX). Đây là thị trường diễn ra hoạt động mua bán các đồng tiền khác nhau qua đó tác động lên tỷ giá. Thông qua hoạt động can thiệp của NHTW trên FOREX cũng sẽ làm thay đổi tiền cơ sở (B). Khi NHTW mua ngoại tệ làm cho B tăng; ngược lại khi NHTW bán ngoại tệ làm cho B giảm. Cơ chế can thiệp của NHTW trên FOREX lên B cũng tương tự khi NHTW mua bán TPCP trên OMO.

Hiện nay, nghiệp vụ thị trường mở ngày càng phát triển đã trở thành công cụ CSTT chủ yếu của các nước phát triển.

Chính sách chiết khấu

Chính sách chiết khấu là những nội dung về điều kiện cho vay ngắn hạn dưới hình thức chiết khấu các giấy tờ có giá do các NHTM đưa đến. Mục đích vay chiết

khẩu của NHTM chủ yếu là để bù đắp thiếu hụt tạm thời nhu cầu thanh toán hoặc thiếu hụt dự trữ bắt buộc. Chính sách chiết khấu bao gồm lãi suất chiết khấu và hạn mức chiết khấu. Việc NHTW thay đổi lãi suất chiết khấu và hạn mức chiết khấu sẽ tác động đến khối lượng vay chiết khấu của các NHTM, từ đó ảnh hưởng tới lượng tiền cung ứng và lãi suất thị trường như sau:

- *Hạn mức chiết khấu.* Dự trữ bổ sung cho các NHTM có thể bị thu hẹp hoặc nới rộng phụ thuộc vào hạn mức chiết khấu của NHTW, từ đó ảnh hưởng đến khả năng tạo tiền của hệ thống NHTM, làm thay đổi lượng tiền cung ứng. Mặt khác, khi cung tiền thay đổi sẽ tác động làm cho lãi suất thị trường thay đổi.

- *Lãi suất chiết khấu.* Lãi suất chiết khấu là mức lãi suất NHTW áp dụng khi cho các NHTM vay tiền. NHTM phải vay chiết khấu của NHTW là để bù đắp thiếu hụt tạm thời cho nhu cầu thanh toán hoặc thiếu hụt dự trữ bắt buộc.

Khi NHTW tăng lãi suất chiết khấu, làm tăng chi phí đi vay của NHTM, khi đó NHTM phải tăng lãi suất cho vay để đảm bảo kinh doanh có lãi, làm giảm nhu cầu tín dụng. Mặt khác, chi phí đi vay tăng các NHTM phải hạn chế vay của NHTW và giảm cung ứng tín dụng để khôi phục dự trữ, cung ứng tiền giảm, lãi suất tăng lên.

NHTW còn sử dụng chính sách chiết khấu với vai trò “*người cho vay cuối cùng*” trong trường hợp khẩn cấp để tăng thêm dự trữ cho NHTM có nguy cơ phá sản, tránh sự sụp đổ của hệ thống ngân hàng. Chính sách chiết khấu còn được sử dụng như một công cụ nhằm thông báo cho thị trường về ý định của NHTW với chính sách tiền tệ trong thời gian tới. Như: muốn ngăn ngừa nguy cơ lạm phát NHTW sẽ sử dụng CSTT thắt chặt, khi đó lãi suất chiết khấu sẽ được tăng lên. Với mức lãi suất chiết khấu cao đây có thể coi là tín hiệu về một CSTT thắt chặt trong tương lai. Tuy nhiên, cũng có thể là NHTW nhận thấy mức lãi suất chiết khấu đang ở mức thấp, các NHTM có thể lạm dụng vay chiết khấu để tăng cung tín dụng, vì vậy NHTW quyết định tăng lãi suất chiết khấu. Thay đổi này có thể gây hiểu lầm là sự thay đổi của CSTT, gây ra những phản ứng sai lệch.

Mặt khác, với việc sử dụng công cụ này trong quản lý cung ứng tiền tệ cũng cần tính đến mức độ phát huy hiệu quả của công cụ. Với các khoản vay của NHTM đã được đảm bảo bằng các giấy tờ có giá nên NHTW sẽ thu hồi được nợ khi đến hạn. Nhưng, với sự phát triển của thị trường tài chính, NHTM có thể tìm kiếm được những nguồn vay khác, NHTW không kiểm soát được NHTM sẽ vay NHTW bao nhiêu. Vì vậy, khi sử dụng công cụ này có thể không phát huy hiệu quả như mong đợi.

Dự trữ bắt buộc (Reserven requirements)

Dự trữ bắt buộc là số tiền mà các NHTM phải duy trì trên tài khoản tiền gửi tại NHTW, được xác định trên cơ sở tỷ lệ dự trữ bắt buộc và tổng số dư tiền gửi của NHTM trong một thời gian xác định.

Khi NHTW thay đổi tỷ lệ dự trữ bắt buộc sẽ làm thay đổi lượng dự trữ bắt buộc và sẽ tác động đến cung tiền và lãi suất. Khi tỷ lệ dự trữ bắt buộc tăng: dự trữ vượt mức của hệ thống ngân hàng giảm, làm giảm quy mô cho vay của hệ thống ngân hàng; Đồng thời, số nhân tiền giảm, làm giảm khả năng mở rộng tiền gửi của hệ thống ngân hàng; Mặt khác, làm tăng cầu dự trữ của các NHTM, nếu cung dự trữ không đổi sẽ làm tăng lãi suất liên ngân hàng, làm tăng lãi suất trên thị trường; Bên cạnh đó, làm tăng chi phí hoạt động của NHTM, để có lãi, các NHTM phải tăng lãi suất cho vay. Vì vậy, khi tỷ lệ dự trữ bắt buộc tăng lên sẽ làm cho cung tiền giảm và lãi suất tăng lên, và ngược lại.

Đây là công cụ có ảnh hưởng mạnh đến lượng tiền cung ứng. Nhưng khi NHTW sử dụng công cụ này có thể khiến cho một số NHTM có mức dự trữ vượt mức ở mức thấp có thể rơi vào tình trạng mất khả năng thanh toán. Việc thay đổi thường xuyên công cụ này có thể dẫn đến các NHTM rơi vào tình trạng bất ổn, chi phí hoạt động tăng lên. Ngày nay, vai trò của công cụ dự trữ bắt buộc có xu hướng giảm, nhiều NHTW đã hạn chế và hủy bỏ công cụ này để tăng cường sức cạnh tranh cho hệ thống ngân hàng.

Các công cụ khác

Ngoài các công cụ trên trong điều hành CSTT nhằm điều tiết thị trường tiền tệ, NHTW còn có thể sử dụng những công cụ khác như: Nghiệp vụ mua – bán có kỳ hạn giấy tờ có giá (Repo); Nghiệp vụ mua bán có kỳ hạn ngoại tệ (nghiệp vụ Swap); Bán tín phiếu của NHTW trên thị trường sơ cấp; Bán chứng khoán của Chính phủ trên thị trường sơ cấp; Tỷ giá;... Tuy có nhiều công cụ hữu hiệu nhưng kết quả kiểm soát mức cung tiền của NHTW còn bị giới hạn bởi khả năng kiểm soát tỷ lệ giữ tiền mặt so với tiền gửi của công chúng, tỷ lệ này phụ thuộc vào thói quen thanh toán của xã hội và khả năng hoạt động của các tổ chức tài chính ngoài tầm kiểm soát của NHTW.

Mỗi công cụ của CSTT có vai trò và tính chất tác động khác nhau trong điều tiết tiền tệ. Sự khác nhau giữa các công cụ là cơ sở cho các nhà hoạch định CSTT lựa chọn các công cụ điều hành trong từng điều kiện cụ thể nhất định. Khi thị trường tiền tệ còn kém phát triển, NHTW thường sử dụng các công cụ điều hành trực tiếp, khi thị trường tiền tệ phát triển thì sử dụng các công cụ điều hành gián tiếp.

2.2. TÁC ĐỘNG CỦA CSTT ĐẾN KINH TẾ VĨ MÔ

Để hiểu tác động của CSTT đến kinh tế vĩ mô, cần hiểu cơ chế truyền tải tác động của CSTT đến các biến số kinh tế vĩ mô, trong luận án tập trung xem xét tác động của CSTT đến hai biến số lớn là tăng trưởng và lạm phát của nền kinh tế.

2.2.1. Tác động của chính sách tiền tệ đến tăng trưởng

2.2.1.1. Kênh lãi suất

Ảnh hưởng của sự biến đổi cung tiền đến nền kinh tế trước hết được truyền tải qua kênh lãi suất. Cung tiền (MS) thay đổi tác động lên nền kinh tế trước hết được truyền dẫn qua kênh lãi suất truyền thống được Keynes mô tả theo sơ đồ:

$$MS \uparrow \rightarrow i_r \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

Với các nhân tố khác không đổi (giá cả hàng hóa không đổi) CSTT mở rộng (MS \uparrow), làm cho lãi suất thực giảm ($i_r \downarrow$); lãi suất thực giảm làm giảm chi phí đầu tư, kích thích đầu tư tăng (I \uparrow); đầu tư tăng làm tăng tổng cầu và cuối cùng là tăng sản lượng (Y \uparrow). Hiệu quả của sự tác động này phụ thuộc vào đặc điểm tổ chức của thị trường tài chính và mức độ trông đợi của thị trường.

Cần chú ý là chỉ khi lãi suất thực thay đổi thì mới có tác dụng lên đầu tư. Tại sao cung tiền tăng, lãi suất thực giảm? Bởi vì, khi cung tiền tăng, làm lãi suất danh nghĩa giảm ngay lập tức, trong khi giá cả hàng hóa chưa thay đổi, làm cho lãi suất thực giảm. Quan hệ này được thể hiện bởi hiệu ứng Fisher như sau:

$$i_r \downarrow = i_n \downarrow - \pi \quad (\text{tỷ lệ lạm phát chưa thay đổi})$$

Nhu cầu đầu tư nhạy cảm với lãi suất thực chứ không phải lãi suất danh nghĩa, chính nhận thức này làm thay đổi trình tự ảnh hưởng của khối lượng tiền đến sản lượng như sau:

$$MS \uparrow \rightarrow P^e \uparrow \rightarrow \pi^e \uparrow \rightarrow i_r \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

CSTT mở rộng trước hết làm cho lãi suất danh nghĩa giảm ngay, còn mức giá và lạm phát chỉ tăng từ từ trong dài hạn. CSTT mở rộng tác động lên giá cả dự tính (P^e) và lạm phát dự tính (π^e) kéo theo sự giảm xuống của lãi suất thực làm cho đầu tư tăng, tổng cầu tăng và do đó sản lượng tăng

2.2.1.2. Kênh giá tài sản

Ngoài lãi suất được coi là kênh truyền dẫn CSTT truyền thống và chủ yếu, thì những nhà kinh tế theo trường phái trọng tiền đã bổ sung thêm các kênh truyền dẫn của CSTT như tỷ giá và giá cổ phiếu, thu nhập thường xuyên của công chúng.

a. Kênh tỷ giá

Ngày nay, trong điều kiện các hoạt động kinh tế ngày càng mang tính toàn cầu với việc áp dụng phổ biến cơ chế tỷ giá linh hoạt, cơ chế ảnh hưởng của CSTT tới tỷ

giá được các nhà kinh tế quan tâm, sự thay đổi tỷ giá sẽ có tác động đến xuất nhập khẩu (XNK) và tổng sản lượng của nền kinh tế. Với các nền kinh tế được mở cửa với quốc tế, hoạt động XNK đóng một vai trò to lớn trong tăng trưởng kinh tế.

Với các nhân tố khác không đổi (giá hàng hóa không đổi), khi cung tiền tăng, làm cho lãi suất thực giảm; lãi suất thực giảm làm cho nội tệ trở nên kém hấp dẫn hơn ngoại tệ, dẫn đến cầu ngoại tệ và tỷ giá tăng ($E \uparrow$); tỷ giá tăng, làm tăng xuất khẩu và hạn chế nhập khẩu, kết quả là xuất khẩu ròng (NX) và tổng sản lượng tăng.

$$MS \uparrow \rightarrow i_r \downarrow \rightarrow E \uparrow \rightarrow NX \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

Chú ý, tùy theo phương pháp yết giá mà thể hiện tỷ giá tăng hay giảm. Nếu dùng phương pháp yết tỷ giá trực tiếp như Việt Nam (một ngoại tệ ăn bao nhiêu nội tệ), thì tỷ giá sẽ tăng; nếu dùng phương pháp tỷ giá gián tiếp như Anh chẳng hạn (một nội tệ ăn bao nhiêu ngoại tệ) thì tỷ giá sẽ giảm.

Quy ước:

- e là tỷ giá hối đoái của đồng nội tệ tính theo đồng tiền nước ngoài.
- E là tỷ giá hối đoái của đồng ngoại tệ tính theo đồng nội tệ.

Các nghiên cứu ngày nay chỉ ra rằng, tỷ giá đóng vai trò quan trọng là kênh truyền dẫn CSTT tác động lên nền kinh tế. Kênh truyền dẫn này bao gồm cả cơ chế ảnh hưởng của lãi suất. Trong trường hợp lãi suất của đồng nội tệ giảm so với đồng ngoại tệ làm cho giá trị tiền gửi nội tệ thấp hơn giá trị tiền gửi ngoại tệ. Vì thế, đồng nội tệ có xu hướng giảm giá so với ngoại tệ (tỷ giá E tăng lên). Như vậy, sự giảm giá của đồng nội tệ sẽ kích thích xuất khẩu tăng làm tăng sản lượng.

b. Kênh giá cổ phiếu

Lý thuyết Q của Tobin giải thích tác động của CSTT đến nền kinh tế thông qua phản ứng của giá cổ phiếu như sau:

$$\text{Chỉ số Tobin's } q = \frac{\text{Giá trị thị trường của công ty}}{\text{Giá thay thế tài sản}}$$

$$\text{Tobin's } q \text{ index} = \frac{\text{Market Value of Firms}}{\text{Replacement Cost of Capital}}$$

Nếu chỉ số Tobin's q cao, thì giá trị công ty (giá cổ phiếu) sẽ cao hơn chi phí thay thế tài sản, nghĩa là các tài sản như máy móc, thiết bị... là thấp hơn giá cổ phiếu. Công ty sẽ tranh thủ phát hành cổ phiếu với giá cao, sau đó dùng tiền thu được để mua máy móc thiết bị với giá rẻ. Do mua được nhiều máy móc và thiết bị, công ty sẽ đầu tư nhiều hơn.

Nếu chỉ số Tobin's thấp, công ty sẽ không đầu tư vào thiết bị mới. Nếu công ty muốn tăng tài sản, thì có thể mua lại các công ty khác với giá rẻ hơn và mua các thiết bị cũ thay thế. Do đó, chỉ tiêu cho đầu tư trong trường hợp này là rất thấp.

Khi cung tiền tăng, dân chúng sở hữu nhiều tiền hơn, kích thích tiêu dùng. Một trong những kênh chi tiêu quan trọng đó là đầu tư vào thị trường cổ phiếu, cầu cổ phiếu tăng, làm cho giá cổ phiếu tăng ($P_s \uparrow$). Cung tiền tăng làm cho giá cổ phiếu tăng cũng có thể được giải thích cách khác: Cung tiền tăng làm cho lãi suất trái phiếu giảm, trái phiếu trở nên kém hấp dẫn hơn so với cổ phiếu, khiến giá cổ phiếu tăng ($P_s \uparrow$).

$$MS \uparrow \rightarrow P_s \uparrow \rightarrow q \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

c. Kênh thu nhập

Mức tiêu dùng thường xuyên của dân chúng phụ thuộc vào nguồn thu nhập dài hạn. Một trong những nguồn thu nhập dài hạn là cổ phiếu thường. CSTT mở rộng làm tăng giá cổ phiếu, làm tăng nguồn thu nhập dài hạn, kích thích tiêu dùng và tăng sản lượng.

$$MS \uparrow \rightarrow P_s \uparrow \rightarrow \text{tài sản} \uparrow \rightarrow \text{tiêu dùng} \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

2.2.1.3. Kênh tín dụng

Do không thỏa mãn với sự giải thích về tác động của lãi suất lên chi tiêu các tài sản lâu bền làm phát sinh sự giải thích mới về tác động của CSTT dựa trên cơ sở vấn đề thông tin bất cân xứng trên thị trường tài chính, đó là kênh tín dụng, được thể hiện bởi hai kênh: qua hoạt động tín dụng ngân hàng và sự điều chỉnh bảng cân đối tài sản của khách hàng.

a. Kênh tín dụng ngân hàng

Cơ chế kênh tín dụng ngân hàng hoạt động như sau: CSTT mở rộng làm tăng dự trữ và tiền gửi, làm tăng khối lượng tín dụng ngân hàng có thể cho vay. Bởi vì nhiều người đi vay phụ thuộc vào tín dụng ngân hàng để tài trợ cho các hoạt động của mình, ngân hàng sẽ cho vay nhiều hơn, làm tăng đầu tư và tiêu dùng. Bảng sơ đồ ta có:

$$MS \uparrow \rightarrow \text{Tiền gửi ngân hàng} \uparrow \rightarrow \text{Tín dụng ngân hàng} \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

CSTT truyền qua kênh tín dụng chỉ phát huy hiệu quả đối với các doanh nghiệp nhỏ, phụ thuộc vào nguồn vốn tín dụng ngân hàng, còn đối với các doanh nghiệp lớn, có nhiều cơ hội tăng vốn trực tiếp trên thị trường tài chính bằng cách phát hành trái phiếu và cổ phiếu.

b. Sự điều chỉnh bảng cân đối tài sản của khách hàng

Ảnh hưởng đến nguy cơ rủi ro đạo đức và lựa chọn đối nghịch

Một trong những điều kiện để tiếp cận tín dụng ngân hàng đó là tỷ lệ vốn chủ sở hữu trong bảng cân đối kế toán của doanh nghiệp. Tỷ lệ vốn chủ sở hữu cao làm giảm vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức, nên doanh nghiệp dễ dàng được ngân

hàng cho vay với khối lượng lớn. CSTT mở rộng làm tăng giá cổ phiếu, tăng vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp, ngân hàng cho vay ra nhiều hơn, dẫn đến đầu tư và tổng sản lượng tăng.

$$\begin{aligned} MS \uparrow \rightarrow P_S \uparrow \rightarrow \text{vốn chủ sở hữu} \uparrow \rightarrow \text{lựa chọn đối nghịch} \downarrow, \text{rủi ro đạo đức} \downarrow \\ \rightarrow \text{tín dụng} \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow \end{aligned}$$

Thông qua cải thiện tình trạng dòng tiền mặt

CSTT mở rộng làm lãi suất danh nghĩa giảm, làm giảm chi phí cho doanh nghiệp, do đó làm tăng dòng tiền. Dòng tiền tăng làm tăng khả năng thanh toán của doanh nghiệp, làm cho doanh nghiệp tiếp cận tín dụng ngân hàng được dễ dàng hơn. Thanh khoản cao làm giảm vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức, ngân hàng sẽ cho vay được nhiều hơn, đầu tư và tổng sản lượng đều tăng.

$$\begin{aligned} MS \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow \text{dòng tiền} \uparrow \rightarrow \text{lựa chọn đối nghịch} \downarrow, \text{rủi ro đạo đức} \downarrow \\ \rightarrow \text{tín dụng} \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow \end{aligned}$$

Thông qua sự biến động mức giá chung

Khi mặt bằng giá tăng không dự tính làm cho các khoản nợ của công ty giảm về giá trị thực, trong khi giá trị thực của công ty là không đổi. CSTT mở rộng làm cho giá cả tăng không dự tính, làm tăng giá trị tài sản ròng của doanh nghiệp, làm giảm được vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức.

$$\begin{aligned} MS \uparrow \rightarrow P \text{ không dự tính} \uparrow \rightarrow \text{giá trị ròng} \uparrow \rightarrow \text{lựa chọn đối nghịch} \downarrow, \text{rủi ro đạo đức} \downarrow \\ \rightarrow \text{tín dụng} \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow \end{aligned}$$

Ảnh hưởng đến thanh khoản của hộ gia đình

Hiệu ứng 1: CSTT mở rộng làm cho giá cả cổ phiếu tăng, làm tăng tài sản tài chính của hộ gia đình, làm tăng chi tiêu lên hàng hóa lâu bền và bất động sản, làm tăng tổng cầu, làm tổng sản lượng tăng.

$$\begin{aligned} MS \uparrow \rightarrow P_S \uparrow \rightarrow \text{tài sản tài chính} \uparrow \rightarrow \text{khó khăn về tài chính} \downarrow \\ \rightarrow \text{chi tiêu cho hàng hóa lâu bền và bất động sản} \uparrow \rightarrow Y \uparrow \end{aligned}$$

Hiệu ứng 2: CSTT mở rộng làm cho lãi suất giảm, làm tăng dòng tiền cho tiêu dùng, làm tăng chi tiêu lên hàng hóa lâu bền và bất động sản. Dòng tiền cho tiêu dùng tăng làm giảm khó khăn về tài chính, làm tăng chi tiêu của hộ gia đình lên hàng hóa lâu bền và bất động sản, làm tăng tổng cầu, làm tăng tổng sản lượng.

$$\begin{aligned} MS \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow \text{dòng tiền cho tiêu dùng} \uparrow \rightarrow \text{khó khăn về tài chính} \downarrow \\ \rightarrow \text{chi tiêu cho hàng hóa lâu bền và bất động sản} \uparrow \rightarrow Y \uparrow \end{aligned}$$

2.2.2. Tác động của chính sách tiền tệ đến lạm phát

2.2.2.1. Tiền tệ và lạm phát

Lý thuyết tiền tệ là cách giải thích thuyết phục nhất về nguồn gốc sâu xa của hiện tượng lạm phát. Tư tưởng cơ bản của các nhà kinh tế học thuộc trường phái trọng

tiền là luận điểm cho rằng lạm phát về cơ bản là hiện tượng tiền tệ. Friedman và các nhà kinh tế học thuộc trường phái trọng tiền hiện đại đã chỉ ra mối quan hệ nhân quả trực tiếp giữa cung tiền và lạm phát: “*Lạm phát ở đâu và bao giờ cũng là hiện tượng tiền tệ... và nó chỉ có thể xuất hiện một khi cung tiền tăng nhanh hơn sản lượng*”².

Kết luận này dựa trên hai điều: *Thứ nhất*, các nhà tiền tệ cho rằng lạm phát gây ra bởi sự dư thừa tổng cầu so với tổng cung, và nguyên nhân của sự dư thừa này là do có quá nhiều tiền trong lưu thông. *Thứ hai*, nó giả sử rằng mối quan hệ nhân quả bắt nguồn từ tác động của cung ứng tiền đến mức giá, chứ không phải ngược lại giá cả tăng lên làm tăng lượng tiền cung ứng. Để hiểu mối quan hệ đó chúng ta phải xem xét cơ chế lan truyền. Với giả thiết về thị trường cân bằng và bắt đầu từ vị trí cân bằng trên thị trường tiền tệ, khi đó sự gia tăng trong cung ứng tiền tệ sẽ dẫn đến sự mất cân bằng trên thị trường tiền tệ. Để thiết lập trạng thái cân bằng, một phần của số tiền dư thừa được dùng để mua hàng hóa và dịch vụ. Tuy nhiên, vì số lượng hàng hóa và dịch vụ được quy định bởi các nguồn lực khan hiếm trong nền kinh tế, do đó xuất hiện dư cầu trên thị trường hàng hóa. Điều này, đến lượt nó sẽ gây áp lực làm giá cả tăng lên để thiết lập trạng thái cân bằng mới trên thị trường hàng hóa. Trong mô hình tổng cầu – tổng cung, sự gia tăng cung ứng tiền tệ sẽ dẫn đến sự dịch chuyển sang bên phải của đường tổng cầu và làm tăng mức giá do đường tổng cung thẳng đứng trong dài hạn (Nguyễn Thị Thúy Vinh, *Nghiên cứu vai trò của các kênh trong truyền dẫn chính sách tiền tệ tới tăng trưởng và lạm phát ở Việt Nam (2015)*) [23,tr241].

Điểm khởi đầu cho lý thuyết số lượng là quan sát cho thấy dân cư giữ tiền chủ yếu để mua hàng hóa và dịch vụ. Trong phương trình trao đổi của Irving Fisher, mối quan hệ giữa tiền tệ và giá cả được thể hiện bởi phương trình số lượng tiền tệ $M.V = P.Y$, trong đó M là khối lượng tiền tệ giao dịch, V là tốc độ lưu thông tiền tệ, P là mức giá của rổ hàng hóa được lựa chọn, Y là mức thu nhập thực tế (sản lượng). Các công cụ CSTT có thể làm thay đổi mức cung tiền trong điều kiện tổng mức tăng của sản lượng (Y) và vòng quay tiền tệ (V) thay đổi không lớn bằng mức tăng của cung tiền MS thì cân bằng tiền hàng bị thay đổi, làm cho mức giá chung (P) tăng lên.

Như vậy, các biện pháp chính sách mà một nước cần thực hiện để giảm lạm phát chính là cắt giảm tốc độ cung ứng tiền tệ. Theo quan điểm này, chính sách tiền tệ là chính sách then chốt nhằm kiểm soát lạm phát, và chính sách tài khóa cũng có thể ảnh hưởng đến lạm phát vì thâm hụt ngân sách của chính phủ có xu hướng làm tăng

² Friedman, M. (1970), “The Counter-Revolution in Money Theory”, Institute of Economic Affairs, Accasion Paper, No 33 [56].

cung tiền (*Nguyễn Thị Thúy Vinh, Nghiên cứu vai trò của các kênh trong truyền dẫn chính sách tiền tệ tới tăng trưởng và lạm phát ở Việt Nam (2015)*) [23, tr242].

2.2.2.2. Áp lực lạm phát trong nước (Do AD của nền kinh tế tăng)

Lạm phát có thể hình thành khi xuất hiện sự gia tăng đột biến trong tiêu dùng và đầu tư. Trong khi đó, các công cụ của CSTT có thể tác động làm MS tăng qua các kênh truyền dẫn chính sách tiền tệ sẽ tác động làm cho C, I, NX tăng, dẫn đến tổng cầu của nền kinh tế (AD) tăng, đường tổng cầu dịch chuyển sang bên phải, gây áp lực lạm phát.

Kênh tỷ giá là một kênh tác động của CSTT nên khi tỷ giá do NHTW điều hành tăng (đồng nội tệ giảm giá) sẽ làm cho xuất khẩu ròng (NX) tăng, làm cầu nước ngoài đối với hàng hóa trong nước tăng, AD tăng, đường AD dịch chuyển sang bên phải và cũng tác động làm lạm phát tăng.

Ngoài ra, nhu cầu xuất khẩu và dòng vốn chảy vào cũng có thể gây ra lạm phát, đặc biệt trong chế độ tỷ giá hối đoái cố định, vì điều này có thể là nguyên nhân dẫn tới sự gia tăng lượng tiền cung ứng. Vì, trong hệ thống tỷ giá hối đoái cố định, khi dòng vốn từ nước ngoài chảy vào sẽ làm tăng cung về ngoại tệ. Để ngăn cản đồng nội tệ tăng giá, NHTW cần tung đồng nội tệ ra để mua ngoại tệ. Kết quả là dự trữ ngoại tệ của NHTW tăng, đồng thời cung tiền cũng tăng (*Nguyễn Thị Thúy Vinh, Nghiên cứu vai trò của các kênh trong truyền dẫn chính sách tiền tệ tới tăng trưởng và lạm phát ở Việt Nam (2015)*) [23, tr 235].

2.2.2.3. Áp lực lạm phát nước ngoài (Xuất phát từ việc giá hàng hóa nhập khẩu tăng giá)

Như trình bày ở trên, kênh tỷ giá là một kênh của CSTT. Khi đồng nội tệ mất giá làm giá hàng nhập khẩu bao gồm hàng tiêu dùng nhập khẩu và hàng tư liệu sản xuất nhập khẩu đều tăng giá. Đối với hàng tiêu dùng nhập khẩu sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến chỉ số giá tiêu dùng (CPI). Còn đối với hàng tư liệu sản xuất nhập khẩu tăng giá sẽ làm chi phí sản xuất tăng lên, giá thành sản xuất sản phẩm tăng, tác động tiêu cực đến tổng cung của nền kinh tế (AS), đường tổng cung dịch chuyển sang bên trái và gây ra áp lực làm giá cả tăng lên.

Đối với các nền kinh tế nhập khẩu nhiều loại nguyên liệu, cấu kiện cần thiết mà nền kinh tế trong nước chưa sản xuất được, chỉ sự thay đổi giá cả của chúng (có thể do giá quốc tế thay đổi hoặc tỷ giá biến động) sẽ có ảnh hưởng quan trọng đến tình hình lạm phát trong nước. Nếu giá của chúng tăng mạnh trên thị trường thế giới hay đồng nội tệ giảm giá mạnh trên thị trường tài chính quốc tế, thì chi phí sản xuất trong nước sẽ tăng mạnh và lạm phát sẽ bùng nổ (*Nguyễn Thị Thúy Vinh, Nghiên cứu vai trò của*

các kênh trong truyền dẫn chính sách tiền tệ tới tăng trưởng và lạm phát ở Việt Nam (2015)) [23,tr237].

Vòng xoáy của giá cả sẽ tiếp diễn và trở nên nghiêm trọng nếu chính phủ tìm cách tránh suy thoái bằng cách mở rộng tiền tệ. Nếu chính phủ phản ứng quá mạnh thông qua các chính sách thích nghi, thì lạm phát có thể trở nên không kiểm soát được.

2.3. CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VỚI MỤC TIÊU ỔN ĐỊNH KINH TẾ VĨ MÔ

Ổn định kinh tế vĩ mô gắn liền với các chính sách kinh tế, là một hệ thống các quy định chính sách giúp nền kinh tế tăng trưởng và chống lại các cú sốc bên ngoài. Chính phủ sử dụng các chính sách để tác động đến nền kinh tế nhằm giảm bớt những biến động của các biến số được biểu hiện và theo dõi theo thời gian như lạm phát, thâm hụt ngân sách, biến động tỷ giá, biến động của lãi suất và dự trữ ngoại hối... trước những thăng trầm của chu kỳ kinh doanh. Chính sách tiền tệ là một trong những chính sách quan trọng hàng đầu trong việc ổn định kinh tế vĩ mô, đặc biệt sau khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008, và khủng hoảng nợ công Châu Âu 2010 mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô lại càng trở nên cấp bách với nhiều quốc gia.

2.3.1. Ổn định kinh tế vĩ mô

Ổn định kinh tế vĩ mô là một trong những mục tiêu của các chính sách kinh tế vĩ mô. Theo IMF và EU: “Ổn định kinh tế vĩ mô là một trong những mục tiêu của các chính sách kinh tế vĩ mô. Ổn định kinh tế vĩ mô mô tả một nền kinh tế có khả năng giảm thiểu tính dễ tổn thương trước các cú sốc bên ngoài, và gia tăng triển vọng tăng trưởng bền vững” (*The Reut Institute, Macroeconomic Stability*) [74].

IMF và EU nhấn mạnh đến sự ổn định kinh tế vĩ mô là việc đạt được sự ổn định trên nhiều tiêu chí. Theo các tiêu chí Maastricht (*The Reut Institute, Macroeconomic Stability*) [74], ổn định kinh tế vĩ mô được đo bằng năm biến:

1. *Lạm phát thấp và ổn định* cho thấy sự lành mạnh của thị trường vì lạm phát cao hoặc không ổn định sẽ đe dọa tăng trưởng. Lạm phát cao làm thay đổi giá trị của hợp đồng dài hạn. Lạm phát cao sẽ lan tỏa sự không chắc chắn trên thị trường, tăng tính bảo hiểm rủi ro. Lạm phát cao có thể làm thay đổi nghiêm trọng thu Ngân sách Nhà nước và trách nhiệm cá nhân. Các tiêu chí Maastricht cho thấy lạm phát nên duy trì ở mức 3%.

2. *Lãi suất dài hạn thấp* phản ánh kỳ vọng lạm phát ổn định trong tương lai. Trong khi tỷ lệ lạm phát hiện nay có thể ở mức thấp, nhưng lãi suất dài hạn ở mức cao hàm ý lạm phát có thể tăng trong tương lai. Giữ lãi suất dài hạn thấp ngụ ý rằng nền kinh tế ổn định và có khả năng duy trì ổn định như vậy. Các tiêu chí Maastricht giới hạn lãi suất dài hạn ở mức khoảng 9%.

3. *Nợ quốc gia thấp so với GDP* chỉ ra rằng chính phủ có sự linh hoạt để sử dụng nguồn thu thuế của mình để đáp ứng nhu cầu trong nước thay vì trả nợ nước ngoài. Ngoài ra, một khoản nợ quốc gia thấp cho phép chính sách tài chính đối phó được với khó khăn trong giai đoạn khủng hoảng. Các tiêu chí Maastricht giới hạn mức nợ ngân sách ở mức 60% GDP.

4. *Thâm hụt ngân sách thấp* ngăn chặn sự gia tăng nợ quốc gia. Các tiêu chí Maastricht giới hạn mức thâm hụt ngân sách ở mức 3% của GDP

5. *Tiền tệ ổn định* kích thích nhập khẩu và xuất khẩu để phát triển và theo đuổi các chiến lược tăng trưởng dài hạn và làm giảm nhu cầu của các nhà đầu tư về quản lý rủi ro tỷ giá. Đối với tài khoản quốc gia, đồng tiền ổn định làm giảm mối đe dọa bởi vấn đề nợ bằng ngoại tệ, cho phép nhập khẩu và xuất khẩu để thực hiện các chiến lược phát triển lâu dài. Các tiêu chí Maastricht cho phép biến động nhiều nhất về tiền tệ là 2,5%.

Trong báo cáo của ILO, UNCTAAD, UNDESA, WTO (*UN system task team on the post 2015 un development agenda, "Macroeconomic stability, inclusive growth and employment", (2012)*) [75]. Khi đề cập đến vấn đề ổn định kinh tế vĩ mô, tăng trưởng toàn diện và việc làm đã nhấn mạnh duy trì ổn định kinh tế vĩ mô là điều kiện tiên quyết để duy trì và phát triển toàn diện. Cũng theo báo cáo này, tăng trưởng là yếu tố quan trọng giảm đói nghèo toàn cầu. Do đó, để đạt được sự ổn định kinh tế vĩ mô cần đảm bảo tăng trưởng kinh tế ổn định. Cần đảm bảo sự ổn định giá cả và các cân đối vĩ mô, quan tâm đến vai trò của đầu tư. Để đạt mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô các nước cần sử dụng các công cụ kinh tế vĩ mô linh hoạt, bao gồm chính sách tài khóa và/hoặc chính sách tiền tệ, chính sách đầu tư, chính sách tỷ giá với chế độ thích hợp, xây dựng những quy định về hoạt động và giám sát đối với khu vực tài chính. Khi xem xét các chính sách này, cần xem xét sự phụ thuộc giữa các nền kinh tế trên phạm vi toàn cầu, và xét đến tầm quan trọng mang tính hệ thống.

Theo Geoff Riley FRSA (*Macroeconomic stability (2009)*) [59] ổn định vĩ mô có thể được đo bằng sự biến động của các chỉ số chính:

1. Lạm phát giá tiêu dùng (thay đổi% hàng năm trong giá)
2. Tăng trưởng GDP thực trên một hoặc nhiều chu kỳ kinh doanh
3. Những thay đổi trong tỷ lệ thất nghiệp/ việc làm
4. Biến động trong tài khoản vãng lai của cán cân thanh toán
5. Những thay đổi về tài chính của chính phủ (tức là kích thước của thâm hụt ngân sách hay thặng dư)
6. Biến động của lãi suất ngắn hạn và lãi suất dài hạn
7. Sự ổn định của tỷ giá hối đoái trên thị trường tiền tệ

Thuật ngữ "ổn định kinh tế vĩ mô" mô tả một nền kinh tế có khả năng giảm thiểu tính dễ tổn thương trước các cú sốc bên ngoài, tạo điều kiện thúc đẩy đầu tư, gia tăng triển vọng tăng trưởng bền vững. Ổn định kinh tế vĩ mô là cốt lõi của sự hình thành chính sách ở mỗi nước, và cũng là một tiêu chuẩn trong các cuộc đối thoại giữa các nước đối tác, các nhà tài trợ song phương và các tổ chức đa phương.

Trong luận án "ổn định kinh tế vĩ mô" trong bối cảnh hiện nay được hiểu là: Kiểm chế lạm phát ở mức thấp, duy trì tốc độ tăng trưởng kinh tế ở mức hợp lý theo diễn biến của lạm phát, giảm thiểu tính dễ tổn thương của nền kinh tế trước những cú sốc, làm tăng triển vọng cho tăng trưởng bền vững trong dài hạn.

2.3.2. Chính sách tiền tệ hướng đến mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô

CSTT hướng đến mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô cần đảm bảo việc thực hiện được các nhiệm vụ sau:

Thứ nhất, để ổn định kinh tế vĩ mô CSTT phải kiểm chế lạm phát ở mức thấp, ổn định

Bởi kỳ vọng lạm phát sẽ khiến hành vi của các thành viên tham gia vào nền kinh tế trở nên không ổn định. Mọi động thái bất thường và bất hợp lý của chỉ số lạm phát đều để lại những hậu quả tiêu cực đối với nền kinh tế.

Lạm phát cao³ là "con ác mộng", các nhà kinh tế học đã chỉ ra lạm phát sẽ gây ra rất nhiều tác hại đối với nền kinh tế: Chi phí mòn giầy liên quan đến việc cắt giảm lượng tiền nắm giữ; Chi phí thực đơn liên quan đến việc điều chỉnh giá thường xuyên hơn; Làm tăng sự biến động của giá tương đối, gây ra những thay đổi không định trước được của các khoản nợ thuế vì luật thuế không áp dụng chỉ số trượt giá; Gây ra sự nhầm lẫn và bất tiện phát sinh từ sự thay đổi đơn vị hạch toán; Tái phân phối một cách tùy tiện giữa người đi vay và người cho vay. Lạm phát đồng nghĩa với việc đồng tiền bị mất giá trị, bóp méo giá cả, làm giảm giá trị các khoản tiết kiệm, không khuyến khích đầu tư. Đồng thời, lạm phát kích hoạt chuyển dịch vốn vào các tài sản bằng ngoại tệ, đầu tư vào kim loại quý, bất động sản gây ra hiện tượng "vàng hóa" và "đô la hóa" trong nền kinh tế, bất ổn kinh tế xảy ra và tiếp đến là các cuộc khủng hoảng kinh tế, cực điểm nó sẽ gây ra những bất ổn về chính trị và xã hội của nền kinh tế.

Tuy nhiên, giảm phát/ thiếu phát cũng là "nỗi ám ảnh" với chính phủ các quốc gia. Giảm phát sẽ làm tăng giá trị các khoản nợ danh nghĩa và nếu quá mức có thể dẫn đến tình trạng vỡ nợ hay phá sản của các con nợ, gây tác động xấu đến nền kinh tế.

³ Hầu hết các nghiên cứu cho rằng lạm phát từ 2 con số trở lên (từ 10% trở lên) kéo dài là không tốt cho nền kinh tế.

Đồng thời, giảm phát làm giảm hiệu quả của CSTT làm giảm khả năng truyền tải tác động của CSTT thông qua kênh lãi suất.

Việc duy trì và kiểm soát lạm phát ở mức hợp lý⁴ trở thành mục tiêu của CSTT, để phát huy tác dụng “bôi trơn/ ngòi châm” cho tăng trưởng và giảm tác dụng “cản trở” của lạm phát. Nhưng cũng cần thấy rằng, việc điều hành CSTT nếu đặt ra quá nhiều gánh nặng mục tiêu cho chính sách trong nhiều trường hợp để đạt được mục tiêu như giảm tỷ lệ thất nghiệp và tăng tổng sản lượng (GDP) có thể xung đột với mục tiêu ổn định giá cả. Trong bối cảnh này, cần phải đặt ra mục tiêu ổn định giá cả là mục tiêu ưu tiên trong điều hành chính sách tiền tệ⁵.

Thứ hai, CSTT cần đảm bảo duy trì tăng trưởng kinh tế ở mức hợp lý

Việc đảm bảo sự ổn định của tiền tệ và duy trì lạm phát ở mức hợp lý thì CSTT sẽ góp phần thực hiện tốt mục tiêu tăng trưởng kinh tế ít nhất là trong ngắn hạn, góp phần đảm bảo mục tiêu ổn định tỷ giá và an toàn hệ thống ngân hàng. Trong việc đảm bảo duy trì tăng trưởng kinh tế cần xét đến hai trường hợp như Friedman và trường phái trọng tiền hiện đại đã đề cập trong chu kỳ tiền tệ và thu nhập quốc dân.

Trường hợp thứ nhất, khi nền kinh tế bị áp lực suy thoái (sản lượng thực tế thấp hơn sản lượng tiềm năng), muốn chống suy thoái, NHTW thực hiện CSTT mở rộng làm gia tăng mức cung tiền. Thực hiện chính sách này có thể thông qua các công cụ như: mua trái phiếu chính phủ trên thị trường OMO; giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc; giảm lãi suất chiết khấu; tăng lãi suất tiền gửi sử dụng séc;... Khi MS tăng đến lượt nó sẽ kích thích đầu tư (I), tiêu dùng (C) và xuất khẩu ròng (NX), làm tăng tổng mức chi tiêu (AE), tổng cầu (AD) của nền kinh tế qua đó làm tăng sản lượng (Y/GDP_r) và giảm tỷ lệ thất nghiệp (u) trong nền kinh tế. Có thể mô tả tóm tắt bằng sơ đồ sau:

$$MS \uparrow \rightarrow (C, I, NX) \uparrow \rightarrow AE \uparrow \rightarrow AD \uparrow \rightarrow GDP_r \uparrow \text{ và } P \uparrow u \downarrow$$

Trường hợp, khi nền kinh tế có mức sản lượng vượt quá mức sản lượng tiềm năng ($Y > Y^*$) và nền kinh tế lúc này bị áp lực lạm phát cao, muốn chống lạm phát, NHTW thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt, giảm mức cung ứng tiền tệ. Biện pháp này có thể thực hiện như các công cụ đã nêu trên nhưng với chiều hướng ngược lại.

⁴ Nhiều nghiên cứu cho rằng nên duy trì lạm phát ở mức 1 con số (dưới 10%); tiêu chí Maastricht cho thấy lạm phát nên duy trì ở mức 3%.

⁵ Hiện nay, nhiều quốc gia lựa chọn lạm phát chứ không phải GDP hay tỷ lệ thất nghiệp làm mục tiêu cuối cùng của CSTT. Lạm phát mục tiêu được coi là một cái “neo” trong điều hành CSTT. Một số nền kinh tế mới nổi cũng đã và đang áp dụng khuôn khổ CSTT lạm phát mục tiêu: Israel (tháng 6/1997); CH Séc (tháng 12/1997); Ba Lan (tháng 3/1999); Chile (tháng 9/1999); Nam Phi (tháng 2/2000)... (*Ủy ban kinh tế của quốc hội và UNDP tại Việt Nam (2012), Lạm phát mục tiêu và hàm ý với khuôn khổ chính sách tiền tệ ở Việt Nam*) [41, tr 52].

Khi MS giảm sẽ làm giảm tiêu dùng, đầu tư và xuất khẩu ròng, tổng cầu khi đó giảm và kéo theo sản lượng thực tế, số việc làm trong nền kinh tế sẽ giảm, giảm áp lực lạm phát.

$$MS \downarrow \rightarrow (C, I, NX) \downarrow \rightarrow AE \downarrow \rightarrow AD \downarrow \rightarrow GDP_r \downarrow \text{ và } P \downarrow u \uparrow$$

Thứ ba, đảm bảo ổn định thị trường tiền tệ, duy trì lãi suất dài hạn thấp hỗ trợ sản xuất

Sự tương tác giữa cung - cầu tiền trên thị trường tiền tệ ấn định lãi suất cân bằng, tức lãi suất thị trường. Đến lượt nó, lãi suất lại tác động trở lại đối với tiêu dùng, đầu tư và xuất khẩu. Với sự thay đổi tiền cơ sở hoặc thay đổi lãi suất của NHTW, tạo ra sự mở rộng hay thu hẹp của cung tiền theo cấp số nhân sẽ tác động đến lãi suất và điều kiện tín dụng. Sự thay đổi lãi suất (i) và điều kiện tín dụng sẽ tác động đến các thành tố của GDP.

Lãi suất và tiêu dùng. Khi cung tiền tệ tăng lên, lãi suất sẽ giảm xuống, giá trái phiếu tăng lên (do giá trị hiện tại của thu nhập trong tương lai tăng) gây ra hiệu ứng của cải và làm dịch chuyển đường tiêu dùng lên trên. Tiêu dùng sẽ tăng lên ở mỗi mức thu nhập. Trong trường hợp này, nếu có tín dụng tiêu dùng thì mức tiêu dùng lại càng tăng do tăng khả năng tín dụng và tăng khả năng trả nợ vay tín dụng.

Lãi suất và đầu tư. Đầu tư, bao gồm tư bản (vốn cố định) và vốn luân chuyển (hàng tồn kho) cũng có mối quan hệ mật thiết với lãi suất. Các dự án đầu tư phải thu được lợi nhuận bù đắp được chi phí cơ hội của vốn đầu tư đã chi ra (lãi suất). Ở mức lãi suất thấp sẽ có nhiều dự án được đầu tư hơn mức lãi suất cao. Đường cầu đầu tư có dạng dốc nghiêng đi xuống biểu thị mối quan hệ tỷ lệ nghịch của đầu tư với lãi suất. Độ nhạy cảm của đầu tư với lãi suất thể hiện ở độ dốc đường đầu tư quyết định đến độ dài thời gian hoạt động của dự án đầu tư và quyết định đến loại nhà máy dùng nhiều vốn hay nhiều lao động...

Lãi suất cũng quan hệ chặt chẽ đến xuất khẩu. Khi lãi suất tăng thì đồng nội tệ được đánh giá cao, tỷ giá hối đoái tăng lên, khi đó xuất khẩu (X) khó khăn hơn và tăng nhập khẩu (IM), xuất khẩu ròng (NX) sẽ giảm xuống.

Lãi suất và tổng cầu. Tiêu dùng, đầu tư, xuất khẩu ròng là những thành tố của tổng cầu. Khi mức cung ứng tiền tệ tăng lên, lãi suất cân bằng trên thị trường tiền tệ sẽ giảm xuống dẫn đến mở rộng khả năng tiêu dùng, khuyến khích đầu tư và xuất khẩu ròng tăng. Như vậy, sự thay đổi của lãi suất sẽ tác động đến quy mô tổng cầu và do đó tác động đến thu nhập.

Khi NHTW tăng cung tiền, lãi suất giảm. Lãi suất thay đổi tác động đến tiết kiệm, tiêu dùng, đầu tư, xuất nhập khẩu và cuối cùng là GDP. Lãi suất biến động càng nhanh và càng mạnh, thì rủi ro lãi suất bộc lộ càng lớn, làm rối loạn các hành vi mà lãi

suất có ảnh hưởng, hậu quả là nền kinh tế bị rối loạn theo, tăng trưởng giảm, thất nghiệp gia tăng. Vì vậy cần biến lãi suất thành nhân tố ổn định vĩ mô, kích thích tiết kiệm và khuyến khích đầu tư, nâng cao hiệu quả CSTT của NHTW.

Thứ tư, ổn định tỷ giá và thị trường ngoại hối

Ổn định tỷ giá, thị trường ngoại hối đóng vai trò quan trọng là kênh truyền dẫn CSTT tác động lên nền kinh tế nhằm đạt được các mục tiêu kinh tế vĩ mô. Điểm cốt lõi là chọn ra một chế độ tỷ giá thích hợp và hệ thống các công cụ điều hành khả thi để có thể duy trì được chế độ tỷ giá đó. Chế độ tỷ giá thích hợp với một quốc gia được hiểu là một chế độ tỷ giá có khả năng giúp nền kinh tế ổn định hơn trước các cú sốc. Một thực tế là qua nhiều nghiên cứu của các nhà kinh tế học vẫn chưa thể có câu trả lời rõ ràng và dứt khoát chế độ tỷ giá nào là ưu việt.

Trong điều hành CSTT để đảm bảo ổn định kinh tế vĩ mô cần phải duy trì được tỷ giá ổn định và đảm bảo được sức cạnh tranh thương mại quốc tế của quốc gia. Đồng thời, thông qua việc giữ cho tỷ giá được ổn định cũng sẽ góp phần giảm được những tiêu cực của các hành vi đầu cơ cũng như những biến động bất thường của các luồng vốn đầu tư.

Vì vậy, tỷ giá cần phải được xác định dựa trên các yếu tố kinh tế cơ bản của nền kinh tế trong từng giai đoạn phát triển: *Một là*, đặc điểm của nền kinh tế, quy mô và mức độ mở cửa của nền kinh tế đối với dòng lưu chuyển hàng hóa và vốn, cơ cấu sản xuất của nền kinh tế, cơ cấu mặt hàng xuất nhập khẩu, mức độ phát triển của thị trường tài chính, tình hình lạm phát của nền kinh tế... *Hai là*, quy mô nền kinh tế và vị thế của đồng tiền. Một thực tế là các nước đang phát triển có nền kinh tế chuyển đổi, sự phát triển kinh tế còn ở trình độ thấp, đồng tiền các nước này không có vị trí trên thị trường tài chính tiền tệ quốc tế. Điều này tạo tâm lý đề phòng, thiếu tin tưởng của dân chúng vào đồng nội tệ và thường dẫn đến các hiện tượng “đô la hóa” hoặc “euro hóa”, “vàng hóa”. Cho nên, các nước có đồng tiền yếu thì thường lựa chọn chính sách tỷ giá với cơ chế cố định hoặc theo đuổi mục tiêu ổn định tỷ giá là thích hợp, có tác dụng giảm phần nào tâm lý mất lòng tin vào đồng nội tệ và giảm hiện tượng đầu cơ vào các đồng tiền mạnh và vàng. *Ba là*, tình hình dự trữ ngoại tệ và uy tín của NHTW. Muốn duy trì sự ổn định của tỷ giá hối đoái, NHTW phải có một lượng dự trữ ngoại hối đủ mạnh để sẵn sàng can thiệp vào thị trường nhằm duy trì tỷ giá đã công bố. *Bốn là*, quan điểm của các nhà hoạch định chính sách về sự đánh đổi các mục tiêu kinh tế vĩ mô trong từng giai đoạn. Như khi NHTW can thiệp ngoại hối (*mua/ bán ngoại tệ*), mà không sử dụng biện pháp can thiệp trung hòa (*sử dụng tín phiếu*), chắc chắn sẽ tác động đến cung tiền (tăng/giảm); Khi có can thiệp ngoại hối (*mua/ bán ngoại tệ*), nếu NHTW muốn kiểm soát cung tiền, kiểm soát lạm phát thì NHTW sẽ tổn kém chi phí

liên quan đến phát hành tín phiếu để hút tiền nội tệ về đảm bảo duy trì tỷ giá ở mức mục tiêu. *Năm là*, điều hành CSTT phối hợp với điều hành tỷ giá để đảm bảo đạt mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô cần dựa trên những nguồn thông tin thông suốt, có độ tin cậy đối với mọi chủ thể trên thị trường để có thể giảm được các cú sốc với nền kinh tế.

Thứ năm, giảm thâm hụt ngân sách và đảm bảo an toàn tài chính quốc gia

Chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa (CSTK) tuy có mục tiêu hoạt động khác nhau, nhưng cùng theo đuổi mục tiêu cuối cùng là ổn định kinh tế vĩ mô. Để đạt được các mục tiêu kinh tế vĩ mô, hai chính sách này cần được phối hợp và bổ sung cho nhau nhằm ứng phó linh hoạt hơn đối với các chu kỳ của nền kinh tế.

Bản chất của CSTT là kiểm soát cung tiền hoặc lãi suất nhằm duy trì mức lạm phát mục tiêu và góp phần tăng trưởng kinh tế. CSTK thực hiện chi tiêu công và phải có trách nhiệm đảm bảo các khoản chi tiêu đó đem lại hiệu quả bởi cơ chế phân bổ vốn hợp lý, đó là nhân tố quyết định đảm bảo tăng trưởng phát triển kinh tế bền vững, tạo nền tảng cho CSTT phát huy hiệu lực. Thiếu điều kiện nền tảng này, các điều tiết mở rộng hay thắt chặt CSTK thực chất không đem lại kết quả bền vững, ngược lại, CSTT có thể phải gánh cho những vấn đề của CSTK.

Đứng ở khía cạnh CSTT trong quá trình phối hợp với CSTK để đảm bảo ổn định kinh tế vĩ mô cần đảm bảo nguyên tắc: Không phát hành cho bội chi ngân sách, đảm bảo an ninh, an toàn tài chính quốc gia; Cân đối ngân sách tích cực, giảm dần tỷ lệ bội chi ngân sách nhà nước; Duy trì dư nợ Chính phủ và nợ quốc gia trong giới hạn an toàn; Tăng cường dự trữ Nhà nước đáp ứng kịp thời các nhu cầu đột xuất của nền kinh tế.

2.4. ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ CỦA MỘT SỐ QUỐC GIA VÀ BÀI HỌC KINH NGHIỆM CHO VIỆT NAM

Trong khuôn khổ luận án sẽ đề cập kinh nghiệm điều hành CSTT của Ngân hàng nhân dân Trung Quốc (PBoC); Ngân hàng trung ương Thái Lan (BOT); Ngân hàng trung ương Nhật Bản (BOJ); Ngân hàng trung ương Anh (BOE); Ngân hàng trung ương Châu Âu (ECB); Cục dự trữ liên bang Mỹ (FED). Với kinh nghiệm điều hành của 6 quốc gia được lựa chọn qua đó sẽ rút ra những bài học cho NHNN Việt Nam. Trước hết, với Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc (PBoC) trong việc điều hành CSTT Việt Nam đã và đang có nhiều điểm tương đồng Trung Quốc. Việc kiểm soát lưu chuyển vốn, đồng thời áp dụng các biện pháp kiểm soát các mức lãi suất thị trường, trong đó có việc áp dụng trần lãi suất huy động là những ví dụ điển hình. NHTW Thái Lan (BOT) thực hiện điều hành CSTT theo khuôn khổ lạm phát mục tiêu. Để tiến tới điều hành theo chủ thuyết này, NHTW Thái Lan cũng đã trải qua chế độ tỷ

giá hối đoái được ấn định, chế độ hướng vào mục tiêu tiền tệ. Do vậy, việc nghiên cứu điều hành CSTT của Thái Lan sẽ giúp việc nghiên cứu những điều kiện cần thiết để Việt Nam có thể từng bước chuyển đổi sang điều hành CSTT theo khuôn khổ lạm phát mục tiêu. NHTW Nhật Bản (BOJ) là ngân hàng độc lập với Chính phủ trong việc điều hành CSTT giúp cho việc thực hiện mục tiêu ổn định giá và hệ thống tài chính, điều này đã được cụ thể hóa trong luật NHTW Nhật Bản. Việc xây dựng một NHTW độc lập với chính phủ cũng là một vấn đề được đặt ra cho NHNN Việt Nam khi mục tiêu của CSTT hướng đến mục tiêu kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô. Ngoài ra, trong luận án có nghiên cứu điều hành CSTT của NHTW Anh, NHTW Châu Âu, Cục dự trữ liên bang Mỹ (FED), vì đây là những NHTW quan trọng hàng đầu thế giới. Qua việc nghiên cứu điều hành CSTT của những NHTW này sẽ giúp việc xem xét các kênh truyền dẫn CSTT, cách thức điều hành CSTT theo khuôn khổ lạm phát mục tiêu, đặc biệt quá trình điều hành CSTT của các NHTW này sau giai đoạn khủng hoảng tài chính toàn cầu.

2.4.1. Điều hành CSTT của Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc (PBoC)

- Hệ thống mục tiêu của CSTT

Theo Luật Ngân hàng nhân dân Trung Quốc (PBoC) chức năng nhiệm vụ của PBoC là: Hoạch định và thực thi CSTT; Phát hành đồng Nhân dân tệ (NDT) và giám sát sự lưu thông tiền tệ; Giám sát hoạt động thị trường liên ngân hàng và thị trường trái phiếu ngân hàng; Giám sát ngoại hối và giám sát thị trường ngoại tệ liên ngân hàng.

Tùy thuộc vào từng giai đoạn khác nhau của nền kinh tế mà PBoC đặt ra các mục tiêu hoạt động, mục tiêu trung gian và mục tiêu cuối cùng khác nhau, cụ thể:

Về mục tiêu hoạt động. Từ năm 1998 đến nay, mục tiêu hoạt động của PBoC gồm: Tiền cơ sở; Dự trữ vượt mức; Lãi suất trên thị trường tiền tệ.

Về mục tiêu trung gian. Từ tháng 1/1998 đến nay, PBoC bãi bỏ chỉ tiêu về trần tín dụng và xây dựng chính thức chỉ tiêu mức cung tiền là mục tiêu trung gian cho CSTT.

Về mục tiêu cuối cùng. Từ năm 1993 đến nay là giai đoạn nền kinh tế thị trường định hướng Xã hội Chủ nghĩa và mục tiêu cuối cùng của CSTT là duy trì sự ổn định giá trị đồng tiền và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế [32].

- Các công cụ điều hành CSTT

Các công cụ PBoC sử dụng để điều hành CSTT bao gồm: Dự trữ bắt buộc; Nghiệp vụ thị trường mở; Tái chiết khấu; Tái cấp vốn; Lãi suất; Tỷ giá. Cùng với quá trình chuyển đổi nền kinh tế, các công cụ CSTT của Trung Quốc cũng được chuyển dần từ trực tiếp sang gián tiếp, cụ thể:

Công cụ dự trữ bắt buộc (DTBB)

Cách xác định tỷ lệ DTBB của PBoC dựa trên: Tỷ lệ vốn thích hợp, tỷ lệ nợ quá hạn, tình trạng kiểm soát nội bộ, tình hình vi phạm quy chế, sự cố rủi ro nghiêm trọng...

Năm 2011, nhằm kiểm soát lạm phát, kiểm soát tăng trưởng kinh tế và tổng phương tiện thanh toán (M2), PBoC điều chỉnh tăng tỷ lệ DTBB. Cụ thể: Ngày 20/6/2011, PBoC đã tăng tỷ lệ DTBB áp dụng đối với các TCTD lớn lên mức 21,5%/năm, các TCTD nhỏ và vừa lên 19,5%/năm. PBoC sử dụng hai tài khoản tiền gửi cho các TCTD: (1) tài khoản DTBB, hàng ngày các TCTD phải duy trì theo đúng quy định, được trả lãi là 1,92%/năm; (2) Tài khoản DTBB vượt, được trả lãi 0,72%/năm.

Bên cạnh đó, tỷ lệ DTBB được phân chia thành hai khối là: Các TCTD lớn phải chịu tỷ lệ DTBB cao hơn; Các TCTD nhỏ chịu tỷ lệ DTBB thấp hơn, tạo điều kiện cho các TCTD nhỏ có thể cạnh tranh, đảm bảo sự ổn định cho hoạt động của các tổ chức này.

Để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế, tháng 2/2015, PBoC đã hạ tỷ lệ dự trữ bắt buộc 0,5% cho tất cả các loại hình TCTD, mức dự trữ bắt buộc đối với TCTD lớn là 19,5% và TCTD vừa và nhỏ là 16%. Ngay sau đó 20/4/2015, PBoC đã hạ tiếp tỷ lệ dự trữ bắt buộc, đưa tỷ lệ này về mức 18,5% và 15%. Như vậy, trong năm 2015 PBoC đã 4 lần hạ mức dự trữ bắt buộc đưa mức dự trữ bắt buộc của hầu hết các ngân hàng Trung Quốc từ mức 20% xuống còn 17,5%. Và ngày 1/3/2016 PBoC tiếp tục một lần nữa hạ tỷ lệ DTBB của Trung Quốc xuống mức 17%. Các động thái này cho thấy PBoC đang thực hiện nói lỏng tiền tệ nhằm ngăn chặn đà suy giảm của nền kinh tế Trung Quốc.

Công cụ nghiệp vụ thị trường mở (OMO)

Với quá trình chuyển đổi nền kinh tế nghiệp vụ OMO đang dần trở thành một kênh quan trọng trong quá trình truyền dẫn CSTT của PBoC và trở thành một công cụ định hướng diễn biến lãi suất thị trường. Ngày 22/4/2003, tín phiếu NHTW bắt đầu được phát hành trên cơ sở thị trường trái phiếu liên ngân hàng. Tín phiếu NHTW được sử dụng vào mục đích chính là hút về phương tiện thanh toán tăng lên khi NHTW mua ngoại hối để tăng dự trữ ngoại hối cho nền kinh tế.

Công cụ tái chiết khấu

Tái chiết khấu được thực hiện trên cơ sở đối tượng là thương phiếu, hối phiếu được các ngân hàng chấp nhận trên thị trường. Tái chiết khấu là công cụ hỗ trợ ngắn hạn cho các TCTD, đây không phải là kênh cung ứng vốn chủ yếu của PBoC. Tuy nhiên, lãi suất tái chiết khấu sẽ được điều chỉnh phù hợp với mục tiêu điều hành CSTT (nói lỏng hoặc thắt chặt).

PBoC điều hành lãi suất tái chiết khấu một cách thận trọng, góp phần cải thiện cơ chế hoạt động của chính sách lãi suất, điều tiết mối quan hệ vay mượn giữa PBoC với các TCTD. Điều này, nâng cao khả năng quản lý hiệu quả, minh bạch nguồn vốn vay từ PBoC của các TCTD, là một bước đi quan trọng trong quá trình đổi mới cơ chế lãi suất theo định hướng thị trường của Trung Quốc.

Công cụ tái cấp vốn

PBoC thực hiện cho vay tái cấp vốn đối với các NHTM. Hệ thống lãi suất thả nổi đối với các khoản vay PBoC, lãi suất vay PBoC kỳ hạn 20 ngày đóng vai trò như lãi suất trần, lãi suất tiền gửi dự trữ vượt mức đóng vai trò lãi suất sàn, còn lãi suất repo 7 ngày trên thị trường mở OMO và lãi suất trên thị trường liên ngân hàng 7 ngày giao động trong khoảng của hai lãi suất trên.

Công cụ lãi suất

Trung Quốc hiện đang cải thiện cơ chế hoạt động của chính sách lãi suất, lãi suất được tự do hóa từng bước trên cơ sở thị trường. Đây được coi là điều kiện tiên quyết đối với PBoC nhằm thực thi có hiệu quả CSTT trong quá trình cải cách chính sách lãi suất. Từng bước tự do hóa: (i) Lãi suất trên thị trường liên ngân hàng; (ii) Lãi suất thị trường trái phiếu; (iii) Lãi suất huy động và cho vay của các TCTD đối với nền kinh tế.

(i) Tự do hóa lãi suất trên thị trường liên ngân hàng: Lãi suất thị trường liên ngân hàng được tự do hóa, mức lãi suất do các bên tự quyết định theo quan hệ cung - cầu vốn trên thị trường.

Lãi suất repo kỳ hạn 7 ngày (90% giao dịch trên thị trường repo được thực hiện với kỳ hạn bằng hoặc dưới 7 ngày), lãi suất SHIBOR (Shanghai Interbank Offer Rate), CHIBOR (China Interbank Offer Rate) được coi là 3 loại lãi suất đại diện cho lãi suất liên ngân hàng ngắn hạn. Trong đó, hệ thống SHIBOR được PBoC thành lập từ năm 2007 và lãi suất SHIBOR được tính dựa trên trung bình lãi suất của các thành viên tham gia thị trường liên ngân hàng (16 thành viên), được công bố vào 11 giờ 30 phút sáng hàng ngày. Lãi suất CHIBOR bằng trung bình có trọng số (dựa trên khối lượng giao dịch) của các thành viên tham gia thị trường, công bố vào cuối ngày.

(ii) Tự do hóa lãi suất của các trái phiếu: PBoC cho rằng thị trường trái phiếu là một bộ phận quan trọng của thị trường tài chính và việc tự do hóa lãi suất thị trường trái phiếu đã tạo thành một bước tiến quan trọng trong cải cách toàn diện lãi suất theo thị trường [32].

Tại Trung Quốc, thị trường trái phiếu liên ngân hàng được giao dịch dựa trên thị trường chứng khoán phi tập trung OTC (Over the counter market). Các thành viên tham gia trên thị trường này gồm có các NHTM, quỹ tín dụng hợp tác xã, công ty bảo

hiêm, công ty cho thuê tài chính, quản lý quỹ, công ty chứng khoán và các tổ chức tài chính nước ngoài.

(iii) *Tự do hóa lãi suất cho vay và lãi suất huy động*: Trung Quốc đã từng thực hiện cơ chế trần lãi suất tiền gửi và sàn lãi suất cho vay để tránh tình trạng cạnh tranh không lành mạnh giữa các ngân hàng và tổ chức tài chính. Tuy nhiên, trong quá trình tự do hóa lãi suất thì PBoC đã từng bước tự do hóa lãi suất cho vay và lãi suất huy động, cụ thể:

- Từ tháng 7/2013, PBoC đã bỏ quy định cuối cùng về mức sàn lãi suất cho vay, trước đó được PBoC áp dụng sàn lãi suất cho vay ở mức dưới 30% lãi suất cơ bản (6%), qua đó, lãi suất cho vay của Trung Quốc được tự do hóa hoàn toàn.

- Từ tháng 10/2015, PBoC tiếp tục từ bỏ quy định về trần lãi suất huy động, vốn trước đó được quy định 1,5 lần lãi suất điều hành kỳ hạn 1 năm.

Đây là một bước đi rất quan trọng trong quá trình tự do hóa lãi suất của Trung Quốc. Đồng thời với việc tự do hóa lãi suất trong bối cảnh nền kinh tế thế giới vẫn còn rất nhiều khó khăn, xuất khẩu của Trung Quốc chậm lại, Trung Quốc kỳ vọng sẽ thúc đẩy được tiêu dùng trong nước, kích thích tăng trưởng kinh tế của nước này.

Công cụ tỷ giá

Điều hành chính sách tỷ giá thuộc nhiệm vụ của Vụ CSTT thuộc PBoC, theo quan điểm của PBoC kênh tỷ giá cũng là một kênh quan trọng trong cơ chế truyền dẫn và có tác động qua lại với các kênh khác. Chính sách ngoại hối của Trung Quốc thay đổi liên tục trong vài thập kỷ gần đây, từ áp dụng một tỷ giá đến đa tỷ giá, từ neo vào USD, thả nổi đến thả nổi có kiểm soát.

Từ ngày 21/7/2005, Trung Quốc thực hiện cơ chế tỷ giá thả nổi có kiểm soát thay cho cơ chế tỷ giá cố định. Tuy nhiên, tỷ giá tham chiếu được điều chỉnh tùy tình hình nhưng vẫn hầu như cố định và bị kiểm soát chặt chẽ bởi chính phủ Trung Quốc. Sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008, cũng như cú sốc ngừng chương trình nói lỏng định lượng (QE) của FED diễn ra năm 2013. Tỷ giá tự do trên thị trường chỉ được xoay quanh mức tham chiếu với tỷ lệ 2%. Vào cuối năm 2008, một USD chỉ còn đổi được 6,83 NDT.

Từ tháng 8/2015, PBoC đã liên tiếp hạ giá đồng NDT. Đây là đợt phá giá mạnh nhất từ sau khi Trung Quốc thành lập hệ thống quản lý ngoại hối hiện đại năm 1994. Các nhà phân tích cho rằng động thái này là một cách để Trung Quốc cùng một lúc có thể đẩy mạnh xuất khẩu, đồng thời nâng cao quyền lực cho đồng NDT, giúp dễ dàng thực hiện các mục tiêu ngoại giao và củng cố vai trò trung tâm của Trung Quốc trong nền kinh tế toàn cầu.

Từ ngày 1.10.2016 IMF chính thức đưa đồng NDT vào giỏ tiền tệ dự trữ quốc tế (SDR). Theo PBoC: "*Việc đưa vào SDR là một mốc quan trọng trong việc quốc tế hóa đồng nhân dân tệ, và là một sự khẳng định sự thành công trong phát triển kinh tế của Trung Quốc. Là kết quả của cuộc cải cách, mở cửa trong ngành tài chính của Trung Quốc*". Việc đồng CNY được đưa vào SDR được kỳ vọng là sẽ tạo ra nhiều lợi ích quan trọng đối với nền kinh tế Trung Quốc. Các NHTW trên thế giới tăng nhu cầu mua NDT, giảm phụ thuộc vào USD, qua đó, giúp nâng cao vai trò, vị thế của Trung Quốc trong nền kinh tế toàn cầu. Bên cạnh đó, việc gia nhập SDR còn có lợi cho việc tăng cường niềm tin của thị trường đối với đồng NDT, gia tăng mức độ sử dụng đồng NDT trên phạm vi quốc tế cả trên phương diện thanh toán công lẫn chi tiêu cá nhân [2].

Hiện nay, một vấn đề đặt ra cho Trung Quốc với thặng dư thương mại dài hạn, sự tích tụ lớn của dự trữ ngoại hối, sự mất cân bằng thương mại quốc tế không thể bền vững trong dài hạn. Việc tìm kiếm một mô hình tăng trưởng kinh tế bền vững hơn là thách thức lớn đang đặt ra cho các nhà hoạch định chính sách Trung Quốc [69].

2.4.2. Điều hành CSTT của Ngân hàng Trung ương Thái Lan (BOT)

NHTW Thái Lan (BOT) bắt đầu đi vào hoạt động từ ngày 10/12/1942. Vai trò, trách nhiệm và chức năng của BOT đã được quy định tại Bộ Luật NHTW B.E.2485 và được sửa đổi tại Bộ Luật B.E.2008.

- Sự phát triển khung CSTT của Thái Lan có thể chia làm 3 giai đoạn

1. *Chế độ tỷ giá hối đoái được ấn định* (tháng 11 năm 1984 cho đến tháng 6 năm 1997): Chế độ này được áp dụng lần đầu sau Chiến tranh thế giới thứ hai. Giá trị của đồng Baht ban đầu được gắn với vàng, một loại tiền tệ lớn, hoặc một giỏ tiền tệ. Trong thời gian này, Quỹ bình đẳng hóa trao đổi (EEF) sẽ công bố và bảo vệ giá trị đồng Baht so với USD Mỹ hàng ngày. Tại thời điểm này, tỷ giá cố định được coi là CSTT tốt nhất có thể hỗ trợ tăng trưởng kinh tế dài hạn.

2. *Chế độ hướng vào mục tiêu tiền tệ* (tháng 7/1997 - tháng 5/2000): Vào ngày 2 tháng 7 năm 1997, Thái Lan nhận được sự hỗ trợ tài chính từ Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF), một hệ thống hướng vào mục tiêu tiền tệ đã được thông qua. Theo chế độ này, Ngân hàng đã tập trung nguồn tiền trong nước bằng phương pháp lập kế hoạch tài chính nhằm đảm bảo tính nhất quán về kinh tế vĩ mô cũng như đạt được mục tiêu cuối cùng là tăng trưởng bền vững và ổn định giá cả. Ngân hàng sẽ đặt mục tiêu cơ bản hàng ngày và hàng quý về tiền tệ, dựa vào đó quản lý thanh khoản hàng ngày nhằm đảm bảo không có sự biến động quá mức về lãi suất và thanh khoản trong hệ thống tài chính.

3. *Chế độ lạm phát mục tiêu (23/5/2000 - nay)*: Sau chương trình của IMF, BOT đã đưa ra đánh giá lại cả về môi trường trong và ngoài nước và kết luận rằng mục tiêu cung tiền sẽ kém hiệu quả hơn mục tiêu lạm phát. Nguyên nhân chính dẫn đến thay đổi là mối quan hệ giữa cung tiền và tăng trưởng đầu ra không ổn định theo thời gian, đặc biệt là từ cuộc khủng hoảng tài chính

Với việc rút khỏi chương trình của IMF, các cơ quan có thẩm quyền phải xác định chính sách mới phù hợp với Thái Lan. BOT đã công bố việc thông qua mục tiêu lạm phát vào tháng 5 năm 2000 với mục tiêu chính là *duy trì ổn định giá cả*. Với những cải cách về thể chế cần thiết cho một khung mục tiêu lạm phát để hoạt động thành công, nó đã được dự kiến rằng mục tiêu lạm phát sẽ giúp xây dựng lại niềm tin và sự tín nhiệm của BOT.

Theo khuôn khổ mục tiêu kiểm chế lạm phát, Ban CSTT (MPB) được bổ nhiệm vào ngày 5 tháng 4 năm 2000 và có quyền quyết định CSTT của Thống đốc. MPB với 9 thành viên bao gồm các chuyên gia độc lập và lãnh đạo cao cấp của Ngân hàng. MPB có quyền quyết định CSTT với sự ổn định về giá như là mục tiêu trọng yếu và cũng là để điều chỉnh khung mục tiêu lạm phát phù hợp với nền kinh tế Thái Lan. Hiện tại, Hội đồng CSTT gồm 7 thành viên - 3 của Ngân hàng Thái Lan và 4 thành viên bên ngoài - chịu trách nhiệm quyết định chỉ đạo CSTT. Đạo luật BOT mới của Ngân hàng Thái Lan đã nêu rõ mục tiêu và trách nhiệm của Ngân hàng Thái Lan là NHTW quốc gia, duy trì ổn định tiền tệ, ổn định hệ thống tài chính, và sự ổn định của hệ thống thanh toán [43].

- Cơ chế điều hành CSTT lấy lạm phát làm mục tiêu:

Như vậy, từ tháng 5/2000, BOT đã áp dụng cơ chế điều hành CSTT lấy lạm phát làm mục tiêu. Hàng năm, BOT đưa ra mức lạm phát mục tiêu cụ thể và công bố ra công chúng. Lãi suất chính sách là công cụ hàng đầu trong việc điều hành CSTT của BOT và luôn được công bố rõ ràng với vai trò là tín hiệu của chính sách và công cụ định hướng thị trường.

Theo đó, nhiệm vụ chủ yếu và mục tiêu quan trọng nhất của CSTT là ổn định giá cả, tức là kiểm chế lạm phát ở mức thấp và ổn định, còn việc hỗ trợ tăng trưởng kinh tế chỉ là mục tiêu thứ yếu, không phải là nhiệm vụ và mục tiêu trọng tâm của BOT. Các nội dung này được ghi rõ trong Luật của BOT B.E.2485.

BOT đặt ra mục tiêu quan trọng nhất của CSTT là ổn định giá cả, kiểm chế lạm phát

Trong khuôn khổ điều hành CSTT, mục tiêu quan trọng nhất của BOT là ổn định giá cả, kiểm chế lạm phát. Mặc dù, CSTT có thể được dùng để kích thích tăng trưởng kinh tế trong ngắn hạn nhằm khắc phục những khó khăn tạm thời, nhưng CSTT không thể trực tiếp thúc đẩy tăng trưởng trong dài hạn. Công cụ điều hành CSTT của

BOT tác động đến tăng trưởng trong ngắn hạn và tạo ra bước đệm chống đỡ các cú sốc, CSTT hỗ trợ sự tăng trưởng bền vững trong dài hạn thông qua việc duy trì sự ổn định về giá. Việc ổn định giá cả, tức là kiềm chế lạm phát ở mức thấp và ổn định sẽ tạo thuận lợi cho các chủ thể trong nền kinh tế ra các quyết định chi tiêu, tiêu dùng chính xác và lập các kế hoạch đầu tư dài hạn.

Đơn vị chịu trách nhiệm ra quyết định về CSTT

Hội đồng CSTT (MPC) chịu trách nhiệm và có quyền đưa ra quyết định về mức lạm phát mục tiêu, lãi suất, tỷ giá, giám sát sự ổn định của các tổ chức tài chính.

Mức lạm phát mục tiêu

Giai đoạn 2000 - 2008, mức lạm phát mục tiêu BOT đề ra là tốc độ tăng trưởng bình quân theo quý của lạm phát cơ bản phải được giữ trong khoảng từ 0 – 3,5%.

Từ năm 2009, BOT đã điều chỉnh mục tiêu lạm phát lên mức 0,5 – 3% nhằm tránh nguy cơ giảm phát, đồng thời thu hẹp khoảng dao động của mục tiêu.

Về cách tính lạm phát cơ bản

Lạm phát cơ bản được BOT tính toán dựa trên giá của một số hàng hoá và dịch vụ trong rổ CPI nhưng không bao gồm lương thực, thực phẩm thô tươi (*như: gạo và các sản phẩm ngũ cốc, thịt, gia cầm và cá, rau và hoa quả, các sản phẩm sữa và trứng*) và một số mặt hàng năng lượng (*Benzene và diesel, ga đun nấu và điện...*) đây là những mặt hàng rất dễ biến động trong ngắn hạn và sự biến động này BOT rất khó có thể kiểm soát.

Công cụ chính sách

Công cụ chính sách mà BOT sử dụng để điều tiết lạm phát, ổn định giá cả là lãi suất mua lại song phương 1 ngày còn gọi là lãi suất chính sách. Lãi suất chính sách được sử dụng nhằm đưa ra một tín hiệu CSTT rõ ràng, minh bạch, đồng thời cung cấp khuôn khổ cho một cơ chế truyền dẫn hiệu quả hơn. Sau khi ra quyết định lãi suất chính sách, trong cùng ngày, BOT sẽ dùng các nghiệp vụ thị trường mở để đưa lãi suất chính sách về mức mong muốn, duy trì thanh khoản trên thị trường tiền tệ ở mức nhất quán với lãi suất chính sách [43].

- Những nhận định của BOT về các điều kiện then chốt để thực thi CSTT lấy lạm phát làm mục tiêu

Thứ nhất, theo dõi, bám sát chặt chẽ các biến động kinh tế trong nước, cũng như các nước trong khu vực và thế giới. Mức giá chung trong nước có xu hướng ổn định cao, với những nước có tình trạng lạm phát cao xảy ra thường xuyên, liên tục thì không áp dụng được; *Thứ hai*, phải có năng lực nghiên cứu chuyên sâu ở trình độ cao, nhạy bén trong việc đánh giá tình hình kinh tế và đưa ra những dự báo kinh tế; *Thứ ba*, có đội ngũ đánh giá các rủi ro, nguy cơ mất ổn định và đưa ra kiến nghị, giải pháp

chính sách với MPC; *Thứ tư*, công bố số liệu một cách minh bạch rõ ràng, kịp thời, chính xác và nhất quán ra công chúng để định hướng chính sách và tạo ra neo kỳ vọng lạm phát; *Thứ năm*, NHTW phải minh bạch của quá trình ra quyết định và chịu trách nhiệm giải trình về chính sách qua đó gây dựng và củng cố uy tín sự tin nhiệm của mình với công chúng. Chính sách đưa ra phải dễ hiểu, rõ ràng, nhất quán, đáng tin cậy, đạt được sự đồng thuận cao, như vậy mới góp phần vào việc neo kỳ vọng của lạm phát. Nếu không đạt được mục tiêu lạm phát, BOT phải chịu trách nhiệm về việc giải thích rõ ràng lý do. *Thứ sáu*, chú trọng công tác dự báo, xây dựng các mô hình dự báo và đảm bảo nhân lực chất lượng cao để thực hiện công tác dự báo; *Thứ bảy*, NHTW phải độc lập với Chính phủ vì mục tiêu của Chính phủ là thúc đẩy tăng trưởng kinh tế trong khi đó mục tiêu chính của NHTW là ổn định giá để kiềm chế lạm phát; *Thứ tám*, theo đuổi CSTT lấy lạm phát làm mục tiêu phải xác định nhiệm vụ giữ ổn định giá cả là nhiệm vụ chính, cốt lõi, do vậy NHTW phải bỏ qua một số mục tiêu khác như cố định tỷ giá [43].

2.4.3. Điều hành CSTT của NHTW Nhật Bản (BOJ)

Ngân hàng trung ương Nhật Bản (BOJ) điều hành CSTT dựa trên Luật NHTW Nhật Bản với mục tiêu ổn định giá cả và hệ thống tài chính, qua đó góp phần phát triển nền kinh tế quốc gia một cách lành mạnh.

BOJ điều hành CSTT độc lập với Chính phủ

Ở nhiều quốc gia, chính phủ có những quyết định CSTT hoặc can thiệp mạnh mẽ đến các quyết định của NHTW nhằm phục vụ cho mục tiêu của Chính phủ là tăng trưởng kinh tế, gây ra những xung đột với mục tiêu ổn định giá của NHTW. Trong rất nhiều trường hợp sự gia tăng trong việc phát hành tiền của NHTW để trang trải chi tiêu của chính phủ gây ra tình trạng lạm phát trầm trọng, CSTT thường phải thực hiện dưới áp lực lạm phát. Vì vậy, CSTT cần được thực hiện dựa trên quan điểm kiểm soát lạm phát trong trung - dài hạn mà không ảnh hưởng đến các lợi ích ngắn hạn. Để thực hiện được mục tiêu này, kể từ năm 1990, nhiều NHTW trên thế giới độc lập với chính phủ để điều hành CSTT.

Luật NHTW Nhật Bản (Điều 3, Khoản 1) quy định: “*Tính tự chủ của BOJ đối với các vấn đề liên quan đến tiền tệ và kiểm soát hoạt động tiền tệ phải được tôn trọng*”. Luật NHTW Nhật Bản cũng quy định rõ: (i) Nhiệm kỳ chính thức của các thành viên Ủy ban chính sách BOJ, bao gồm cả Thống đốc BOJ là 5 năm (Điều 24). Ủy ban chính sách BOJ là tổ chức ra các quyết định cao nhất của NHTW; (ii) Các thành viên Ủy ban chính sách sẽ không bị sa thải vì lý do họ có quan điểm khác với Chính phủ (Điều 25); (iii) Chi phí hoạt động của BOJ được trình Bộ Trưởng Bộ Tài chính thông qua và được giới hạn đối với những chi phí đã được cụ thể hóa tại danh

sách thứ tự chi tiêu Nội các, không cản trở đến công tác tiền tệ và kiểm soát hoạt động tiền tệ (Điều 51); (iv) Điều 5 của Luật Tài chính công nghiêm cấm BOJ trực tiếp bảo lãnh trái phiếu chính phủ (TPCP).

Bên cạnh đó, để đảm bảo rằng CSTT của BOJ tương thích với những lập trường cơ bản của chính phủ, thể hiện sự phối hợp đồng bộ với các chính sách kinh tế khác, Luật NHTW Nhật Bản quy định BOJ sẽ "*luôn luôn duy trì liên lạc chặt chẽ và trao đổi đầy đủ với chính phủ*" (Điều 4). Luật NHTW Nhật Bản cũng quy định rằng đại diện của chính phủ khi cần thiết có thể, tham dự các cuộc họp của Ủy ban chính sách trong việc đưa ra các quyết định CSTT (tại các cuộc họp CSTT), hoặc bày tỏ ý kiến, đề xuất ý kiến, và yêu cầu Hội đồng quản trị BOJ hoãn một cuộc bỏ phiếu, đề nghị Hội đồng quản trị tổ chức cuộc họp tiếp theo (Điều 19 của Luật NHTW Nhật Bản). Tuy nhiên, đại diện chính phủ không có phiếu biểu quyết CSTT, các quyết định CSTT được thực hiện bởi đa số phiếu trong số 9 thành viên của Ủy ban chính sách [47].

Cơ chế truyền tải chính sách tiền tệ

Ủy ban chính sách BOJ sẽ tổ chức họp 1 hoặc 2 lần trong năm để thảo luận và đưa ra quyết sách về CSTT. Hiện tại, BOJ lấy lãi suất cho vay qua đêm đối với những khoản vay không thể chấp làm lãi suất định hướng, qua đó định hướng cho hoạt động thị trường tiền tệ.

BOJ sử dụng các công cụ chính sách của mình để tác động vào các yếu tố hình thành nên lãi suất. Thông qua thị trường mở BOJ tác động đến cung và cầu về nguồn vốn trên thị trường tiền tệ. Để tăng cung nguồn vốn trên thị trường tiền tệ, BOJ cung cấp khoản vay cho các tổ chức tài chính dựa trên tài sản mà họ cầm cố tại NHTW hoặc hạch toán ghi có nguồn vốn trên bảng cân đối BOJ cho tổ chức tài chính đối tác. Ngược lại, để giảm cung nguồn vốn trên thị trường tiền tệ, BOJ bán các tài sản mà mình nắm giữ cho các tổ chức tài chính hoặc hạch toán ghi nợ nguồn vốn trên bảng cân đối BOJ cho tổ chức tài chính đó.

Như vậy, *BOJ tác động đến lãi suất thị trường tiền tệ, qua đó tác động đến các mức lãi suất trên thị trường tài chính khác và lãi suất mà các ngân hàng áp dụng đối với các khoản vay cho các cá nhân và công ty.* Đến lượt mình, những thay đổi trong lãi suất sẽ ảnh hưởng đến đầu tư và tiêu dùng của các tổ chức kinh tế, khi đó ảnh hưởng của CSTT sẽ lan rộng trong hoạt động kinh tế và giá cả.

Cơ chế này tác động đến nền kinh tế như sau: khi BOJ tăng lãi suất cho vay qua đêm, các ngân hàng sẽ tăng lãi suất cho vay, đầu tư thị trường nhà ở sẽ bị hạn chế vì tỷ lệ thế chấp tăng và tương tự đầu tư cố định của doanh nghiệp cũng bị giảm. Kết quả là, tổng thể hoạt động kinh tế trở nên hạn chế, gây áp lực giảm giá. Mặt khác, khi BOJ hạ lãi suất cho vay qua đêm, lãi suất cho vay của các ngân hàng thường cũng giảm, một

số lượng ngày càng tăng hộ gia đình đi vay ngân hàng do các khoản thế chấp có lãi suất giảm, gây ra một sự gia tăng đầu tư nhà ở và doanh nghiệp cũng tăng đầu tư cố định. Kết quả là, tổng thể hoạt động kinh tế gia tăng, dẫn đến áp lực tăng giá [9].

Khuôn khổ điều hành CSTT của BOJ

Tại các cuộc họp của Ủy ban chính sách, *BOJ tiến hành phân tích và đánh giá các điều kiện hiện tại và triển vọng tương lai đối với hoạt động kinh tế và giá cả để đưa ra quyết định chính sách*. Ngoài việc kiểm soát lãi suất thị trường tiền tệ, BOJ thực hiện nhiều biện pháp chính sách khác dựa trên tình hình tài chính và kinh tế cụ thể.

Luật Ngân hàng Trung ương Nhật Bản yêu cầu *BOJ có trách nhiệm cao trong việc thực thi các chính sách tiền tệ*. Khoản 2, Điều 3 Luật Ngân hàng trung ương Nhật Bản quy định “*BOJ có trách nhiệm làm rõ cho các công dân của Nhật Bản về nội dung của các quyết định cũng như quá trình ra các quyết định liên quan đến tiền tệ và kiểm soát tiền tệ*”. Việc minh bạch hóa thông tin về các quyết định và quá trình ra quyết định liên quan đến CSTT của NHTW sẽ tăng cường hiệu quả của các CSTT. Từ tháng 3/2006, BOJ đã phát hành công khai “*Giới thiệu về khuôn khổ mới cho công tác điều hành chính sách tiền tệ*”. Trong đó chỉ rõ BOJ thực hiện CSTT trên 3 yếu tố: (i) BOJ hướng các chính sách đến mục tiêu ổn định giá cả thông qua việc đưa ra tỷ lệ lạm phát mục tiêu mà các thành viên Ban điều hành BOJ cho rằng tỷ lệ lạm phát đó sẽ đảm bảo cho sự ổn định giá cả từ trung hạn đến dài hạn. BOJ sẽ thực thi CSTT để kiểm soát lạm phát nằm trong mục tiêu đề ra; (ii) BOJ đánh giá các hoạt động kinh tế và giá cả từ hai quan điểm, bao gồm triển vọng kinh tế theo dự kiến của BOJ về hoạt động kinh tế và giá cả trong hai năm tiếp theo và triển vọng kinh tế có tính đến những rủi ro khác nhau trong việc thực hiện CSTT trong một kỳ hạn; (iii) BOJ giới thiệu quan điểm hiện hành về CSTT dựa trên phác thảo về triển vọng kinh tế theo hai quan điểm BOJ đã đề cập [47].

Để thực hiện CSTT một cách phù hợp thực tiễn, công tác thống kê số liệu cũng như việc tiến hành các nghiên cứu và điều tra là rất quan trọng. Để hiểu chính xác tình hình kinh tế và tài chính Nhật Bản, BOJ không chỉ dựa trên các thống kê và nghiên cứu trong nước mà phải tiến hành cả ở nước ngoài và trên toàn cầu. Trong khía cạnh này, BOJ duy trì mối quan hệ chặt chẽ với các NHTW và các tổ chức quốc tế.

Diễn biến điều hành CSTT của BOJ giai đoạn gần đây

Có thể thấy, Nhật Bản là nền kinh tế hiện đang phải đối mặt với nhiệm vụ nâng cao tốc độ tăng trưởng tiềm năng và năng suất, từ tháng 6/2012 BOJ đã triển khai giải pháp tạo nguồn vốn dự phòng để hỗ trợ tăng cường nền tảng cho phát triển kinh tế như một giải pháp tạm thời hỗ trợ cho các tổ chức tài chính tư nhân thực hiện chức năng

phát triển kinh tế. Giải pháp này cung cấp nguồn vốn dài hạn với lãi suất thấp đối với những tài sản thế chấp hợp pháp của các tổ chức tài chính tư nhân phù hợp với những nỗ lực cho vay nhằm gia tăng đầu tư hướng tới tăng cường nền tảng cho phát triển kinh tế.

Kể từ quý I/2016, BOJ đã bắt đầu áp dụng chính sách lãi suất âm đối với một số định chế tài chính gửi tiền tại nước này, nhằm hạn chế gửi tiền tại BOJ và kích thích cho vay. Chính sách nới lỏng tiền tệ của BOJ là một trong ba mũi tên chiến lược của chương trình Abenomics, chính sách nới lỏng tiền tệ của NHTW Nhật Bản đã kéo dài được hơn ba năm. Ngay sau khi nắm quyền điều hành BOJ vào tháng 3/2015, thống đốc Kuroda đã lần lượt thực hiện các gói chính sách sau: (i) Tăng cường mua trái phiếu chính phủ: tính đến tháng 5/2016, BOJ đã nắm giữ xấp xỉ 37% dư nợ trái phiếu chính phủ Nhật (JGB), cao gấp 3 lần so với thời điểm đầu năm 2013; (ii) Kéo dài kỳ hạn các gói JGB: kỳ hạn các gói JGB do BOJ nắm giữ tăng dần từ mức trung bình dưới 3 năm lên 7,8 năm (2015) và 8,4 năm (5 tháng đầu năm 2016); (iii) Mua các tài sản rủi ro như cổ phiếu ETF: trong hai năm trở lại đây, lượng cổ phiếu ETF do BOJ nắm giữ gia tăng nhanh chóng. Trung bình mỗi quý, BOJ bơm rông khoảng 1,5 nghìn tỷ Yên nhằm thu mua các cổ phiếu nhóm này, tăng tổng giá trị mà BOJ sở hữu lên tới 8,5 nghìn tỷ Yên; (iv) Chính sách lãi suất âm: mới được áp từ tháng 2/2016, BOJ ấn định mức lãi suất -0,1% với một số tài khoản do các định chế tài chính nắm giữ tại BOJ nhằm đẩy lượng tiền này vào lưu thông [34].

Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) khuyến nghị Nhật Bản tránh thu hồi các CSTK và cần tiếp tục nới lỏng CSTT, trong bối cảnh tiêu dùng yếu kém vẫn dễ bị tác động trước những cú sốc từ bên ngoài. Theo IMF, NHTW Nhật Bản (BOJ) cần duy trì chính sách tiền tệ siêu lỏng, với việc tập trung kiểm soát đường cong lãi suất, khung CSTT mới của BOJ đã phần nào thành công khi giảm bớt sự biến động của thị trường và ổn định đường cong lợi suất trái phiếu.

2.4.4. Điều hành CSTT của NHTW Anh (BOE)

Vai trò, chức năng của ngân hàng trung ương Anh

Ngân hàng Trung ương Anh (BOE) thuộc sở hữu của Chính phủ nhưng thiết lập CSTT độc lập. Sứ mệnh của BOE là cung cấp sự ổn định tiền tệ và tài chính cho người dân Anh [46].

Nhiệm vụ chính của BOE là

Phát hành tiền giấy và quản lý tiền tệ: Chỉ có BOE có thể phát hành tiền giấy ở Anh và xứ Wales. Một số ngân hàng tại Scotland và Bắc Ireland cũng có thể phát hành tiền giấy, và BOE giám sát quá trình này.

Ổn định tiền tệ: Mục tiêu ổn định tiền tệ là cung cấp giá cả ổn định và niềm tin vào đồng tiền của Vương quốc Anh. Ủy ban Chính sách tiền tệ (MPC) có nhiệm vụ thiết lập lãi suất với mục tiêu lạm phát 2% của Chính phủ.

Sự ổn định tài chính: Ngân hàng Anh cũng có trách nhiệm đối với sự ổn định tài chính của Anh - nói cách khác, làm cho chắc chắn rằng hệ thống chạy trơn tru và mọi người có thể tin tưởng các tổ chức tài chính. Ủy ban Chính sách tài chính (FPC) hoạt động để loại bỏ hoặc giảm thiểu rủi ro và điểm yếu trong hệ thống tài chính của Anh.

Từ tháng 3 năm 2014 BOE đã đặt ra nhiệm vụ mới cho hệ thống ngân hàng là: “*Thúc đẩy lợi ích của người dân Vương quốc Anh bằng cách duy trì sự ổn định tiền tệ và tài chính*”. Như vậy, chính sách tiền tệ cần mang lại lợi ích kinh tế trọng điểm: lạm phát ổn định, tăng trưởng kinh tế, và cung cấp liên tục của các dịch vụ tài chính [72].

CSTT lạm phát mục tiêu của NHTW Anh

Khi Ủy ban CSTT (MPC) thay đổi lãi suất chính thức của nó - được gọi là lãi suất chính thức, nó đang cố gắng gây ảnh hưởng đến mức độ chung của hoạt động trong nền kinh tế để giữ cho các nhu cầu và cung ứng hàng hóa, dịch vụ được cân bằng. Làm như vậy để tỷ lệ lạm phát trong nền kinh tế phù hợp với mục tiêu lạm phát 2% của Ngân hàng.

Khi nhu cầu về hàng hóa và dịch vụ trong nền kinh tế vượt quá cung, lạm phát có xu hướng tăng cao hơn tỷ lệ lạm phát mục tiêu của Ngân hàng là 2%. Mặt khác, khi cung vượt quá cầu, lạm phát có xu hướng giảm xuống dưới mục tiêu 2% của Ngân hàng.

Bằng cách thay đổi lãi suất chính thức - tỷ lệ lãi suất mà Ngân hàng Anh trả trên số dư dự trữ của các ngân hàng thương mại và các tổ chức tín dụng. Ngân hàng Anh có thể ảnh hưởng đến một loạt các lãi suất vay và cho vay khác của các ngân hàng thương mại và các tổ chức tín dụng, qua đó tác động đến chi tiêu trong nền kinh tế, để giữ lạm phát đạt được mục tiêu lạm phát 2%.

Sự thay đổi lãi suất ngắn hạn sẽ tác động đến các hoạt động của nền kinh tế Anh qua 4 kênh: (1) Lãi suất thị trường tài chính; (2) Giá các loại tài sản; (3) Kỳ vọng/ niềm tin của hộ gia đình và các doanh nghiệp về triển vọng của nền kinh tế; (4) Tỷ giá.

BOE thực thi CSTT thông qua việc ấn định mức lãi suất repo chính thức, mức lãi suất này là do MPC quyết định. Việc thay đổi lãi suất này chỉ được thực hiện khi MPC thấy là cần thiết. Lãi suất repo thay đổi sẽ tác động đến các mức lãi suất trên thị trường tài chính, giá tài sản, tỷ giá, ngoài ra còn tác động đến kỳ vọng và niềm tin về triển vọng nền kinh tế trong tương lai. Khi NHTW có động thái nói lòng CSTT thì sẽ khuyến khích người dân, doanh nghiệp tăng chi tiêu và đầu tư do tâm lý lạc quan về

thu nhập và lợi nhuận trong tương lai và ngược lại. Như vậy, CSTT có ảnh hưởng đến đầu tư, tiêu dùng, tác động đến tổng cầu của nền kinh tế, giá nhập khẩu và cuối cùng là tác động đến lạm phát của nền kinh tế.

2.4.5. Điều hành CSTT của NHTW Châu Âu (ECB)

Vai trò, chức năng của ngân hàng Trung ương Châu Âu

Ngân hàng trung ương Châu Âu (ECB) là một trong những ngân hàng trung ương quan trọng nhất trên thế giới, chịu trách nhiệm ban hành chính sách tiền tệ cho 15 nước thành viên trong khu vực Châu Âu. Ngân hàng trung ương Châu Âu được thành lập bởi Liên Minh Châu Âu (EU) vào năm 1998, trụ sở ở Frankfurt, Đức.

ECB được độc quyền ấn định các mức lãi suất cho khu vực Châu Âu. Mục tiêu cơ bản của ECB là duy trì giá cả ổn định trong khu vực Châu Âu, nói cách khác là kiềm chế lạm phát. Mục tiêu hiện tại của ECB là giữ tỉ lệ lạm phát gần 2%.

ECB còn tiến hành các nghiệp vụ trên thị trường ngoại hối và thúc đẩy hoạt động trôi chảy của hệ thống thanh toán ngân hàng. ECB độc quyền phát hành đồng tiền chung Châu Âu. Các nước thành viên được phép phát hành tiền xu Euro nhưng lượng tiền phát hành phải được ECB cho phép trước.

Trong chức năng duy trì ổn định của hệ thống tài chính, ECB đã can thiệp vào cuộc khủng hoảng tín dụng dưới chuẩn ở Mỹ 2007, bơm vào hệ thống tài chính hàng tỉ Euro. Tháng 12/2007 ECB đã kết hợp với Fed thành lập ra chương trình cho vay Term Auction Facility nhằm cải thiện tính thanh khoản của đồng đôla trong khu vực Châu Âu và ổn định thị trường tiền tệ [52].

Cơ chế truyền tải CSTT của NHTW Châu Âu

Theo cơ chế truyền dẫn CSTT của NHTW Châu Âu (ECB), CSTT tác động đến mục tiêu cuối cùng là lạm phát thông qua 4 kênh gồm: (1) tỷ giá, (2) lãi suất thị trường và giá các loại tài sản, (3) kỳ vọng lạm phát, (4) khối lượng tín dụng và lãi suất trong hệ thống ngân hàng thương mại.

Theo cơ chế truyền dẫn CSTT của NHTW Châu Âu đối với khu vực đồng tiền chung Euro. Khi NHTW thực thi thắt chặt CSTT sẽ làm tăng lãi suất trên thị trường tiền tệ, làm giảm khối lượng tín dụng cấp ra nền kinh tế, giảm giá các loại tài sản (gây ra hiệu ứng của cải và hiệu ứng thu nhập) làm giảm cầu hàng hóa trong nước và làm giảm áp lực lạm phát. Mặt khác, giá cả hàng hóa nhập khẩu trong giai đoạn này sẽ giảm do giá trị đồng nội tệ tăng giá. Qua kênh kỳ vọng lạm phát sẽ làm giảm tốc độ tăng giá cả và người lao động có xu hướng không đòi hỏi tăng lương. Như vậy, với sự giảm đi về giá cả và tiền lương, giá hàng nhập khẩu giảm làm giảm áp lực lạm phát trong nền kinh tế.

Theo cơ chế truyền dẫn của ECB có sự khác biệt so với BOE vì theo trong mô hình của NHTW Châu Âu hai yếu tố tổng cung và tổng cầu đều được đề cập trong mô hình.

Chính sách tiền tệ của ECB trong giai đoạn khủng hoảng

ECB thiết lập các lãi suất chính sách chính (key policy rates), và lãi suất chính sách chủ yếu (main policy rate) được ECB sử dụng và lãi suất tái cấp vốn chủ yếu (main refinancing rate). Theo đó, ECB sẽ hỗ trợ thanh khoản qua đêm với công cụ cho vay biên, với lãi suất bằng lãi suất tái cấp vốn chủ yếu cộng thêm 100 điểm cơ sở. Và ECB sẽ nhận tiền gửi qua đêm thông qua công cụ tiền gửi với lãi suất bằng lãi suất tái cấp vốn chủ yếu trừ đi 100 điểm cơ sở. Như vậy, ECB đã thiết lập được một hàng lang lãi suất xung quanh lãi suất tái cấp vốn chủ yếu, và lưu ý lãi suất tái cấp vốn chủ yếu là lãi suất chính sách chủ yếu được ECB sử dụng. Với hàng lang lãi suất này, ECB đã tạo được trần lãi suất và sàn lãi suất thị trường qua đêm.

Thông qua điều hành thị trường mở, ECB cung cấp thanh khoản hoặc hấp thụ thanh khoản từ thị trường. ECB sẽ mua lại những hợp đồng tài trợ - hay còn gọi là công cụ cho vay thế chấp với quy trình như sau: Các ngân hàng cần thanh khoản sẽ đưa ra các mức đấu thầu khác nhau dựa trên mức lãi suất tối thiểu mà ECB đưa ra. Các ngân hàng có lãi suất đấu thầu cao nhất sẽ được ECB cung cấp thanh khoản cho đến khi số tiền cố định được ấn định trước bởi ECB để cung cấp thanh khoản cho thị trường không còn. Các ngân hàng nhận tiền và đổi lại phải phải đưa ra những tài sản thế chấp cho ECB. Đến ngày đáo hạn đã được ấn định trước, các ngân hàng trả lại số tiền và ECB sẽ đưa lại cho các ngân hàng các tài sản đã nhận.

ECB cũng yêu cầu dự trữ tối thiểu. Số tiền dự trữ tối thiểu là số tiền tối thiểu các TCTD được yêu cầu bắt buộc phải duy trì tại NHTW với chức năng nhằm bình ổn lãi suất trên thị trường tiền tệ. ECB trả lãi cho các TCTD tại mức lãi suất tái cấp vốn chủ yếu trung bình cho khoản dự trữ trong suốt thời gian dự trữ. ECB cũng quy định tỷ lệ phạt nếu một TCTD nào đó không đảm bảo được yêu cầu dự trữ.

ECB tiến hành quản lý kỳ vọng lãi suất thông qua những phương tiện truyền đạt thông tin. Việc truyền đạt thông tin rõ ràng về quyết định chính sách ngày càng trở nên quan trọng. Việc làm này của ECB giúp các thành viên tham gia thị trường không quá bất ngờ về các quyết định lãi suất của ECB. Để thực hiện mục tiêu này, ECB sử dụng những công cụ truyền đạt thông tin như sau: Đưa ra quyết định về lãi suất vào thứ 5 đầu tiên của tháng; Có báo cáo về CSTT theo sau quyết định; Không phát hành biên bản cuộc họp về CSTT; Họp báo hội nghị nhằm giải thích quyết định lãi suất, đặt câu hỏi và trả lời; Dự báo định lượng được phát hành mỗi quý; Bản tin hàng tháng đưa tin

tổng thể về tình hình phát triển kinh tế và tiền tệ hiện tại; Phỏng vấn và những bài phát biểu chi tiết hơn của những thành viên hội đồng quản trị ECB [18].

2.4.6. Điều hành CSTT của Cục dự trữ liên bang Mỹ (FED)

Vai trò, chức năng và bộ máy tổ chức của Fed

Cục dự trữ liên bang Mỹ (FED), đóng vai trò NHTW của Mỹ, có trách nhiệm đưa ra CSTT quốc gia. Chính sách này ảnh hưởng đến lãi suất và các biến số kinh tế khác. FED có vai trò quản lý các NHTM, đưa ra CSTT, điều chỉnh cung tiền nhằm cố gắng tạo việc làm và ổn định giá cả ở Hoa Kỳ.

Cục dự trữ liên bang Mỹ (Fed) hiện nay có 5 bộ phận chính:

- Các Ngân hàng dự trữ liên bang khu vực
- Các ngân hàng thành viên
- Hội đồng thống đốc
- Ủy ban thị trường mở liên bang (FOMC)
- Các ban cố vấn

Các công cụ được Fed sử dụng để điều tiết cung tiền

FED kiểm soát cung tiền để tác động đến lãi suất thị trường và vì thế tác động vào các điều kiện kinh tế bằng những cách thức sau:

FED thiết lập lãi suất chính sách (lãi suất mục tiêu). FED tạo ra kênh cho vay chiết khấu, cho đến năm 2003, lãi suất cho vay chiết khấu thấp hơn lãi suất cho vay thị trường liên ngân hàng và hoạt động này đã bị kiểm soát rất nghiêm ngặt. Năm 2003, có một mô hình mới cho kênh cho vay chiết khấu: Lãi suất tín dụng cơ bản có 100 điểm cơ sở cao hơn lãi suất mục tiêu [18].

Từ 2003, lãi suất của FED cho các khoản vay ngắn hạn đối với các thể chế nhận tiền gửi được biết đến như là lãi suất cho vay tín dụng sơ cấp và được xác định hơi cao hơn lãi suất quỹ liên bang (lãi suất mà các thể chế nhận tiền gửi áp dụng với nhau về các khoản vay ngắn hạn). Do đó, các thể chế nhận tiền gửi dựa vào FED chỉ như một sự phòng bị cho các khoản vay, vì họ có khả năng vay được các khoản vay ngắn hạn từ các thể chế nhận tiền gửi khác với mức lãi suất thấp hơn. FED phân loại các khoản vay mà nó cung cấp thành tín dụng sơ cấp và tín dụng thứ cấp. Tín dụng sơ cấp có thể được dùng cho bất kỳ mục đích nào và chỉ có sẵn với các thể chế nhận tiền gửi nào thỏa mãn các tiêu chuẩn cụ thể phản ánh sự bền vững tài chính. Tín dụng thứ cấp được cung cấp cho các thể chế nhận tiền gửi không thỏa mãn được các tiêu chuẩn đó, và họ phải trả một mức tiền lãi cao hơn lãi suất cho vay áp dụng đối với tín dụng thứ cấp.

Công cụ nghiệp vụ thị trường mở. FED và ECB có điểm chung là cùng thông qua điều hành thị trường mở để quản trị thanh khoản trên thị trường. Khác biệt chính

giữa FED và ECB là FED tập trung hơn vào quản trị thanh khoản hàng ngày (day – to – day liquidity management) [18].

Ủy ban thị trường mở liên bang (FOMC) tổ chức họp 8 lần/năm. Trong mỗi cuộc họp, mức tăng cung tiền mục tiêu và mức lãi suất được xác định và các hành động cần có để thực thi CSTT theo lệnh của FOMC. Nếu Fed muốn xem xét thay đổi các mục tiêu tăng cung tiền hoặc lãi suất trước mỗi cuộc họp theo kế hoạch vì các tình huống bất thường, nó có thể tổ chức một cuộc hội nghị từ xa (conference call meeting).

Công cụ dự trữ bắt buộc. Các thể chế nhận tiền gửi phải có một tỉ lệ dự trữ bắt buộc, là một phần các tài khoản tiền gửi của họ cần phải được giữ lại như một khoản dự trữ cần thiết (tiền giữ lại để dự trữ). Tỉ số này được xác định bởi Hội đồng thống đốc. Việc sử dụng tỷ lệ dự trữ bắt buộc với vai trò là một công cụ CSTT có thể gây ra những xáo trộn bất ổn trong cung tiền. Khả năng để lỡ mức cung tiền mục tiêu sẽ cao hơn khi sử dụng tỉ lệ dự trữ bắt buộc. FED thường dựa vào các hoạt động thị trường mở thay vì các điều chỉnh trong tỉ lệ dự trữ bắt buộc khi kiểm soát cung tiền.

Quản lý về kỳ vọng lãi suất thông qua những phương tiện truyền đạt thông tin. Từ tháng 2/1994, FED thông báo rõ ràng về lãi suất mục tiêu ngay sau cuộc họp của Ủy ban Thị trường Mở Liên bang (FOMC); Xuất bản Báo cáo CSTT; Phát hành biên bản của cuộc họp CSTT; Từ tháng 1/2000, trong Báo cáo CSTT có nêu rõ Bảng cân đối đánh giá rủi ro; Dự báo của FOMC; Báo cáo chính sách tiền tệ trình Quốc hội sáu tháng/lần; Phỏng vấn và phát biểu chi tiết. Nhìn chung, FED truyền đạt thông tin rõ ràng, chi tiết hơn (ECB) [18].

Khủng hoảng tài chính 2008 và vai trò cho vay của FED trong cuộc khủng hoảng

Thường thì các thể chế nhận tiền gửi sử dụng thị trường quỹ liên bang chứ không phải cửa sổ chiết khấu của FED để vay ngắn hạn. Tuy nhiên, trong suốt cuộc khủng hoảng tín dụng năm 2008, một số thể chế nhận tiền gửi không thể vay được tiền trong thị trường quỹ liên bang được phép vay tiền từ cửa sổ chiết khấu của FED. Tháng 3 năm 2008, cửa sổ chiết khấu của FED cung cấp các khoản vay để giúp Bear Stearns, một công ty chứng khoán lớn, có khả năng tránh phải tuyên bố phá sản. Hãng này không phải là một thể chế nhận tiền gửi và vì thế thường là không được phép mượn tiền từ FED. Tuy nhiên, nó lại là một nhà cung cấp lớn các hoạt động thanh toán cho nhiều loại giao dịch tài chính do các doanh nghiệp và cá nhân thực hiện. Nếu nó phá sản, các giao dịch tài chính này có thể bị đình trệ, nhiều khả năng sẽ gây nên các vấn đề về thanh khoản cho các cá nhân và tổ chức nhận tiền mặt sau các cuộc giao dịch. Ngày 16/03/2008, cửa sổ chiết khấu của FED cung cấp một khoản vay cho

J.P.Morgan Chase và khoản này sau đó được chuyển cho Bear Stearns. Điều này đảm bảo rằng các hoạt động thanh toán sẽ tiếp tục và tránh được các vấn đề về thanh khoản.

Để đối phó với cuộc khủng hoảng tín dụng, FED cũng tạo ra nhiều phương tiện khác nhau để cung cấp các quỹ cho các thể chế tài chính và các tập đoàn khác. Các phương tiện này được tạo ra vì các lo ngại về việc thiếu tính thanh khoản trong các thị trường tài chính và nhằm mục đích đảm bảo rằng các hãng bền vững có thể dễ dàng tiếp cận các nguồn tiền. Các phương tiện do FED tạo ra bao gồm: Công cụ hỗ trợ tín dụng cho các công ty chứng khoán hàng đầu (Primary Dealer Credit Facility – PDCF.); Chương trình đấu giá cho vay kỳ hạn (Term Auction Facility); Chương trình đấu giá cho vay chứng khoán có kỳ hạn (Term Securities Lending Facility); Chương trình cấp vốn tín phiếu thương mại (Commercial Paper Facility- CPF).

Điều hành CSTT thắt chặt của Fed

Hiện FED có xu hướng điều hành thắt chặt CSTT ngược lại với xu hướng của nhiều quốc gia khi mà tăng trưởng kinh tế của thế giới đang còn ở mức thấp, cụ thể: Tháng 12/2016, FOMC đã nâng lãi suất lần đầu tiên sau gần 1 thập kỷ, và sau đó tăng thêm một lần nữa vào tháng 3/2017, trong tháng 6 năm 2017 FED tiếp tục tăng lãi suất lần 3 trong 6 tháng lên mức 1-1,25%/năm. Mỹ hiện là nền kinh tế lớn nhất thế giới, những gì xảy ra ở Mỹ gây tác động lớn đến các quốc gia còn lại của thế giới. Lãi suất của FED quy định là lãi suất mà các ngân hàng Mỹ thanh toán cho nhau cho các khoản vay qua đêm, nó lại đặt cơ sở cho lãi suất dài hạn trên khắp hệ thống tài chính toàn cầu từ các khoản vay mua nhà và xe hơi đến các khoản vay dành cho doanh nghiệp và nợ quốc gia. Các chủ sở hữu nhà có thể chấp hoặc các doanh nghiệp mắc nợ sẽ cần phải tính đến chi phí trả nợ cao hơn. Về mặt tích cực, những người tiết kiệm bao năm qua nhận được lãi suất huy động rất thấp có thể sẽ được đền bù tốt hơn.

Mỹ tăng lãi suất vào thời điểm nhiều nền kinh tế mới nổi đang đối mặt với vô vàn khó khăn, đặc biệt là những quốc gia dựa vào xuất khẩu các mặt hàng cơ bản như dầu, kim loại, các mặt hàng nông sản... nên các công ty và chính phủ có thể sẽ phải đối mặt với chi phí vay cao hơn tại thời điểm khi mà nguồn thu từ khai khoáng và sản phẩm nông nghiệp cũng đang giảm.

Động thái này của FED sẽ đánh dấu sự kết thúc của dòng tiền siêu rẻ, lạm phát sẽ bắt đầu tăng trở lại, tiết kiệm sẽ lại tăng cao, ngân sách Chính phủ sẽ chịu áp lực khổng lồ, và căng thẳng thương mại âm ỉ giữa Mỹ và Châu Âu sẽ bùng nổ vì đồng Euro sẽ giảm giá. Việc FED tăng lãi suất thể hiện sự tin tưởng vào nền kinh tế Mỹ sau một đợt phục hồi kéo dài và không đồng đều từ sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu và suy thoái kinh tế sâu. FED cho rằng nền kinh tế Mỹ đã có đủ tăng trưởng để đảm bảo có thể từ từ hủy bỏ chính sách tín dụng rẻ.

2.4.7. Bài học kinh nghiệm cho Việt Nam

Qua nghiên cứu kinh nghiệm điều hành CSTT của Trung Quốc, Nhật Bản, Thái Lan, Anh, Châu Âu và Mỹ có thể rút ra một số bài học cho Việt Nam trong điều hành CSTT hiện nay:

Thứ nhất, để thực thi có hiệu quả CSTT quốc gia cần phải “*ổn định giá trị đồng tiền biểu hiện bằng chỉ tiêu lạm phát*”, phải thực hiện nghiêm túc và coi đó mục tiêu quan trọng không thể tự ý thay đổi trong việc thực hiện CSTT của mình. Trong thực tế điều hành CSTT, các NHTW cố gắng đặt ra cho mình một khuôn khổ điều hành CSTT phù hợp. Để điều hành CSTT hiệu quả và nền kinh tế vận hành tốt, NHNN Việt Nam cần phải lựa chọn khuôn khổ cho CSTT. Các khuôn khổ CSTT trong lịch sử kinh tế bao gồm thời kỳ “*tỷ giá cố định*”, thời kỳ “*cung tiền*”, thời kỳ “*mục tiêu lạm phát*”. Trong điều kiện hiện tại CSTT của Việt Nam cần hướng tới mục tiêu ổn định giá cả trong nước để đảm bảo tăng trưởng kinh tế ổn định, bền vững. Điều này rất dễ thấy đối với các NHTW khi theo đuổi chính sách lạm phát mục tiêu như Thái Lan, Nhật Bản, Anh và Châu Âu, khi đó mục tiêu quan trọng nhất của CSTT là ổn định giá cả, kiềm chế lạm phát. NHNN Việt Nam điều hành các công cụ CSTT theo đa mục tiêu: ổn định giá trị tiền tệ, kiềm chế lạm phát, góp phần thúc đẩy phát triển kinh tế - xã hội, tạo công ăn việc làm, giải quyết một số vấn đề an sinh xã hội... Sau khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008, khủng hoảng nợ công Châu Âu 2010, trước áp lực lạm phát tăng cao đặc biệt vào các năm 2008, 2011 thì mục tiêu kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô được đặt lên hàng đầu. Trước diễn biến thị trường tiền tệ, thị trường tài chính trong nước biến động chưa từng có về lãi suất và tỷ giá... CSTT đã được điều chỉnh linh hoạt, hiệu quả lúc thắt, lúc lại nới lỏng trong đó mục tiêu kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô là mục tiêu ưu tiên đã giúp NHNN Việt Nam trong điều hành CSTT từ 2012 đến nay đạt được nhiều kết quả đáng ghi nhận. Vì vậy, trong bối cảnh phức tạp kinh tế thế giới và trong nước, trong thời gian tới NHNN vẫn phải thực hiện vai trò chính yếu là kiểm soát lạm phát, ổn định hệ thống tiền tệ, ổn định kinh tế vĩ mô.

Thứ hai, cần nâng cao tính độc lập cho NHNN Việt Nam, tách bạch rõ vai trò, các giải pháp cũng như tác động của chính sách tiền tệ và chính sách tài khoá đến mục tiêu kiềm chế lạm phát và mục tiêu hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Trên cơ sở đó, tăng cường sự phối hợp đồng bộ giữa chính sách tiền tệ, chính sách tài khoá, chính sách thương mại và đầu tư đến mục tiêu tổng thể là ổn định kinh tế vĩ mô. Như NHTW Thái Lan họ đã chỉ ra một trong các điều kiện then chốt để thực thi CSTT lấy lạm phát làm mục tiêu là NHTW phải độc lập với Chính phủ vì mục tiêu của Chính phủ là thúc đẩy tăng trưởng kinh tế trong khi đó mục tiêu chính của NHTW là ổn định giá để kiềm chế lạm phát. Hay, NHTW Nhật quy định rất rõ tính tự chủ của BOJ đối với các vấn đề

liên quan đến tiền tệ và kiểm soát hoạt động tiền tệ phải được tôn trọng. Ngân hàng Trung ương Anh thuộc sở hữu của Chính phủ nhưng thiết lập CSTT độc lập. Độc lập trong xây dựng và thực thi CSTT cũng như tăng cường quyền hạn quản lý Nhà nước về tiền tệ cho NHNN Việt Nam để có đủ sức mạnh và khả năng điều tiết các kênh truyền dẫn tiền tệ, đặc biệt là kênh bơm, hút tiền qua đó nâng cao hiệu quả các kênh truyền dẫn, nâng cao hiệu quả CSTT.

Thứ ba, chủ động điều hành linh hoạt, phối hợp đồng bộ các công cụ CSTT, tập trung từng bước hoàn thiện và nâng cao hiệu quả công cụ lãi suất, điều hành lãi suất chủ động, linh hoạt, tạo môi trường cho lãi suất điều hành có tác động thực tới lãi suất trên thị trường, góp phần ổn định thị trường tiền tệ và hoạt động ngân hàng, phù hợp với xu thế hội nhập. Như, xuất phát từ bài học của Trung Quốc hiện PboC đang cải thiện cơ chế hoạt động của chính sách lãi suất, lãi suất được tự do hóa từng bước trên cơ sở thị trường. PBboC kiểm soát lãi suất thị trường bằng các công cụ gián tiếp mà thị trường liên ngân hàng có vai trò quan trọng trong việc tiếp nhận, truyền tải tác động hiệu ứng về CSTT về chính sách lãi suất của PboC đến lãi suất thị trường. Do đó, thị trường liên ngân hàng phải thực sự hoạt động một cách hiệu quả cùng với thị trường mở và các công cụ CSTT khác. Đây được coi là điều kiện tiên quyết đối với PBoC nhằm thực thi có hiệu quả CSTT trong quá trình cải cách CSTT trong giai đoạn hiện nay. Hay, việc Fed đã tạo ra nhiều phương tiện khác nhau để cung cấp các quỹ cho các thể chế tài chính và các tập đoàn, đảm bảo rằng các hoạt động thanh toán sẽ tiếp tục và tránh được các vấn đề về thanh khoản.

Thứ tư, cần theo dõi sát diễn biến kinh tế vĩ mô, thị trường tiền tệ trong và ngoài nước, tăng cường công tác phân tích, thống kê. Công tác phân tích và thống kê số liệu cũng như việc tiến hành các nghiên cứu và điều tra là rất quan trọng, không chỉ dựa trên các thống kê và nghiên cứu trong nước mà phải tiến hành cả ở nước ngoài và trên toàn cầu, điều này đòi hỏi phải duy trì mối quan hệ chặt chẽ với các NHTW và các tổ chức quốc tế. NHNN cần tiếp tục hoàn thiện cơ sở dữ liệu gồm các biến số kinh tế vĩ mô và các biến số tiền tệ với chuỗi số liệu đủ lớn và thống nhất để nghiên cứu, phân tích đầy đủ mối quan hệ và tác động giữa các biến số từ đó để kịp thời có các đối sách phù hợp trước các biến động của tình hình kinh tế trong nước và thế giới.

Thứ năm, trong điều hành CSTT cần có sự thống nhất về mục tiêu chính sách, các công cụ chính sách và sự ưu tiên về mục tiêu hay đánh đổi giữa các mục tiêu trong từng thời kỳ. Nhất là đối với mục tiêu cuối cùng, NHNN cần xác định rõ mục tiêu ưu tiên hàng đầu và định lượng rõ ràng mục tiêu đề ra để có cơ sở điều hành nhất quán. Điều này, đòi hỏi phải xác định cơ chế truyền tải CSTT, xác định được mối liên kết chuỗi. Cần có đội ngũ cán bộ chuyên sâu, có kiến thức chuyên môn để có thể đưa ra

được những kết luận tương đối chính xác về tác động của CSTT đến lạm phát và tăng trưởng kinh tế trong ngắn hạn. Bên cạnh đó, cũng cần xác định được độ trễ trong truyền tải CSTT để thấy được một cách đầy đủ tác động của CSTT đến thị trường tiền tệ, tài chính, đến tăng trưởng và lạm phát.

Thứ sáu, thiết lập hệ thống cung cấp thông tin, thực hiện minh bạch đối với các kỳ vọng chính sách cũng như trách nhiệm giải trình của các cơ quan hoạch định và thực thi chính sách. Phối hợp của các cơ quan truyền thông để định hướng tâm lý thị trường, hạn chế tâm lý bất lợi không đáng có, ảnh hưởng đến niềm tin của thị trường vào điều hành chính sách vĩ mô nói chung và điều hành CSTT nói riêng.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 2

Chương 2 đã tập trung nghiên cứu cơ sở lý luận về CSTT, hệ thống mục tiêu CSTT và các công cụ trực tiếp cũng như gián tiếp của CSTT. Trong chương này, đã chỉ ra các kênh tác động của CSTT đến tăng trưởng và lạm phát. Các kênh tác động của CSTT đến tăng trưởng: Kênh lãi suất; Kênh giá tài sản; Kênh tín dụng. Kênh tác động của chính sách tiền tệ đến lạm phát: Tiền tệ và lạm phát; Áp lực lạm phát trong nước; Áp lực lạm phát nước ngoài. Đồng thời, chương 2 cũng đã đề cập đến khái niệm ổn định kinh tế vĩ mô, các tiêu chí về ổn định kinh tế vĩ mô, và chỉ ra những nhiệm vụ CSTT cần giải quyết để thực hiện mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô. Một trong những nội dung cũng không kém phần quan trọng được đề cập trong chương là kinh nghiệm thế giới trong điều hành chính sách tiền tệ, cụ thể luận án tập trung nghiên cứu kinh nghiệm điều hành chính sách tiền tệ của NHTW sáu quốc gia là Ngân hàng nhân dân Trung Quốc (PBoC), NHTW Thái Lan (BOT), NHTW Nhật Bản (BOJ), NHTW Anh (BOE), NHTW Châu Âu (ECB), Cục dự trữ liên bang Mỹ (FED) từ đó rút ra sáu bài học kinh nghiệm phù hợp với điều kiện bối cảnh của Việt Nam. Toàn bộ nội dung được đề cập trong chương 2 của luận án, tạo cơ sở lý luận để nghiên cứu các chương tiếp theo.

CHƯƠNG 3: THỰC TRẠNG ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ CỦA NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC VIỆT NAM

3.1. TÌNH HÌNH KINH TẾ THẾ GIỚI VÀ KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM GIAI ĐOẠN 2005 - 2017

3.1.1. Tình hình kinh tế thế giới

Giai đoạn 2005 – 2010 nền kinh tế thế giới đối mặt với sự tăng trưởng nóng lên tới đỉnh cao vào năm 2007 và sau đó rơi vào cuộc khủng hoảng kinh tế - tài chính toàn cầu diễn ra năm 2008 được coi là tồi tệ nhất từ sau cuộc Đại Khủng hoảng giai đoạn 1929 – 1933. Khủng hoảng kinh tế - tài chính toàn cầu từ năm 2008 đã làm cho kinh tế thế giới phải đối mặt với muôn vàn khó khăn, chứa đựng nhiều biến động bất ổn. Một thập niên sau cuộc khủng hoảng tài chính làm rung động cả thế giới, tốc độ tăng trưởng kinh tế trên toàn cầu đã bắt đầu có đà phục hồi, kinh tế thế giới đang có dấu hiệu khởi sắc.

Tăng trưởng kinh tế thế giới.

Nền kinh tế thế giới tăng trưởng nóng, không vững chắc giai đoạn trước năm 2007 chủ yếu bắt nguồn từ chính sách kinh tế vĩ mô nói lỏng quá lớn của chính phủ Mỹ sau cuộc khủng hoảng dot.com năm 2000, cùng sự trỗi dậy của tứ cường mới nổi là Brazil, Nga, Ấn Độ đặc biệt là Trung Quốc (thuộc nhóm BRIC), tích tụ cho sự mất cân đối toàn cầu. Sự mất cân đối này đã là yếu tố cơ bản dẫn đến các dòng tài chính dịch chuyển với khối lượng lớn chưa từng có trong lịch sử, nó đã vượt ra khỏi tầm hiểu biết và sự kiểm soát của giới hoạch định chính sách, châm ngòi cho cuộc khủng hoảng tài chính Mỹ và lan tỏa ra các nền kinh tế phát triển khác, kéo theo sự suy giảm của nền kinh tế toàn thế giới.

Tăng trưởng kinh tế thế giới đã trải qua một giai đoạn phát triển với tốc độ tương đối cao trung bình khoảng 5% cho đến trước khi khủng hoảng kinh tế - tài chính diễn ra. Đến năm 2008 tăng trưởng kinh tế thế giới giảm sút chỉ đạt 3,0% và có những biến động khó lường. Đến năm 2009, kinh tế thế giới tiếp tục khó khăn, theo báo cáo của IMF, tăng trưởng kinh tế thế giới năm 2009 đối mặt với tăng trưởng âm -0,1%. Kinh tế thế giới năm 2010 lấy lại đà tăng trưởng đạt mức 5,4% nhưng nhanh chóng giảm sâu xuống còn 4,2% vào năm 2011, đà sụt giảm này tiếp tục kéo dài hai năm tiếp theo 2012 - 2013 tăng trưởng thế giới chỉ đạt 3,5% và 3,3%. Năm 2014 tăng trưởng có dấu hiệu phục hồi trở lại với mức tăng nhẹ đạt 3,4% vào năm 2014; nhưng năm 2015 lại sụt giảm xuống 3,1% và ước đạt khoảng 3,2% vào năm (Bảng 3.1). Giai đoạn 2008

- 2016 tăng trưởng kinh tế toàn cầu hiện ở mức thấp hơn nhiều so với mức tăng trưởng trung bình đạt xấp xỉ 5% giai đoạn trước khủng hoảng tài chính toàn cầu.

Bảng 3.1. Tăng trưởng kinh tế thế giới giai đoạn 2011 – 2017 (%)

Tăng trưởng kinh tế	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017f
Thế giới	4,5	5,2	5,4	3,0	-0,1	5,4	4,2	3,5	3,3	3,4	3,1	3,1	3,4
Các nền kinh tế phát triển	2,6	3,0	2,8	0,2	-3,4	3,1	1,7	1,2	1,2	1,8	1,9	1,6	1,9
Mỹ	3,1	2,7	1,9	-0,3	-2,8	2,5	1,6	2,2	1,5	2,4	2,4	1,6	2,3
EU	1,7	3,3	3,0	0,5	-4,5	2,1	1,6	-0,9	-0,3	0,9	1,6	1,7	1,6
Nhật Bản	1,3	1,7	2,2	-1,0	-5,5	4,7	-0,5	1,7	1,4	0,0	0,5	0,9	0,8
Các nền kinh tế đang phát triển và mới nổi	7,3	8,2	8,7	5,8	3,0	7,4	6,3	5,3	4,9	4,6	4,0	4,1	4,5
Trung Quốc	11,3	12,7	14,2	9,6	9,2	10,6	9,5	7,7	7,7	7,3	6,9	6,7	6,5
Ấn độ	9,0	9,5	10,0	3,9	8,5	10,3	6,6	5,6	6,6	7,2	7,3	6,6	7,2
Khu vực Châu Mỹ Latinh Caribe	4,7	5,7	5,8	3,9	-1,2	6,1	4,9	3,2	3,0	1,3	-0,1	-0,7	1,2

Nguồn: World Economic Outlook, IMF

Giai đoạn 2011 – 2016 bức tranh màu xám của tăng trưởng kinh tế diễn ra ở hầu hết các nhóm nước, kinh tế thế giới diễn biến phức tạp và rủi ro gia tăng. Ở các nền kinh tế phát triển, tăng trưởng chậm lại, nhiều nước đối mặt với tình trạng tăng trưởng âm, những thách thức nghiêm trọng hơn như khủng hoảng nợ công diễn ra, nhất là khu vực Châu Âu. Một loạt các quốc gia đối mặt với tình trạng tụt hạng tín dụng khiến cho giới đầu tư mất lòng tin, thị trường tài chính, thị trường tiền tệ, thị trường vàng diễn biến phức tạp. Từ năm 2013 nền kinh tế thế giới có dấu hiệu phục hồi, tuy nhiên quá trình phục hồi vẫn còn khá mong manh. Với các nền kinh tế đang phát triển và mới nổi, tình hình dường như cũng không mấy sáng hơn. Nếu như giai đoạn 2010 trở về trước, tốc độ tăng trưởng của các nền kinh tế này được coi là động lực cho quá trình phục hồi của kinh tế toàn cầu, thì đến giai đoạn này tốc độ tăng trưởng đã bắt đầu chậm lại.

Năm 2017, kinh tế thế giới hồi phục mạnh mẽ nhờ tiêu dùng cá nhân tăng, sự gia tăng của đầu tư toàn cầu, sự cải thiện của thị trường lao động, giá dầu thế giới hồi phục mạnh... Bất chấp những rủi ro từ việc thắt chặt CSTT của nhiều NHTW, với điều kiện tài chính thuận lợi và một số hỗ trợ từ chính sách tài khóa, triển vọng kinh tế toàn cầu tương đối tươi sáng và đồng đều giữa các nền kinh tế phát triển và mới nổi.

Thương mại và dòng vốn đầu tư toàn cầu.

Thương mại toàn cầu giai đoạn 2005 – 2007 đạt mức tăng trưởng trung bình khoảng 15%. Sau khủng hoảng kinh tế - tài chính thương mại toàn cầu cũng mất đà tăng trưởng, thường xuyên ở mức dưới 5. Hoạt động sản xuất công nghiệp toàn cầu diễn biến không ổn định, sự trôi sụt liên tục, đối mặt với sự thu hẹp của hoạt động sản xuất. Kinh tế thế giới cũng chứng kiến sự tiếp tục đi xuống của dòng vốn đầu tư toàn cầu (*thể hiện qua chỉ tiêu tổng lượng vốn xuyên biên giới gộp – gross cross-border capital*). Dòng vốn này đã giảm liên tục từ mức đỉnh điểm 11,8 nghìn tỷ USD vào năm 2007 (*xấp xỉ 20% GDP toàn cầu*), xuống còn chưa đến 2 nghìn tỷ USD vào năm 2009, năm 2010 đạt mức 6,1 nghìn tỷ, nhưng lại tiếp tục giảm xuống còn 5,3 nghìn tỷ năm 2011, năm 2012 là 4,6 nghìn tỷ. Trong một thập niên dòng vốn này chỉ dao động ở mức khoảng 4 nghìn tỷ USD (*tương đương khoảng 6% GDP toàn cầu*) nghĩa là chỉ bằng 1/3 so với mức đỉnh của năm 2007.

Năm 2017, khối lượng giao thương trên toàn cầu tăng trưởng nhanh hơn cả tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế thế giới. Tổng khối lượng thương mại tăng trưởng 4,5% trong năm 2017, cao hơn 3% so với thời điểm năm 2016 và là mức tăng mạnh nhất kể từ năm 2011. Điều này đã đánh dấu sự kết thúc của một giai đoạn mà trong đó thương mại toàn cầu tăng trưởng chậm hơn tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế thế giới.

Thâm hụt ngân sách.

Bội chi ngân sách tại các quốc gia ngày càng trầm trọng khi các quốc gia phải đồng loạt thực hiện các gói kích thích kinh tế bằng các biện pháp như gia tăng chi tiêu của chính phủ, cắt giảm thuế hay cứu trợ cho khu vực tài chính. Đặc biệt là các nước tại khu vực Châu Âu tỷ lệ nợ công bình quân của các nước đã lớn hơn 100%/GDP.

Mỹ và Nhật Bản cũng không nằm ngoài vòng xoáy này. Những khoản chi tiêu khổng lồ của các gói kích cầu đã khiến vấn đề nợ công của Mỹ ngày càng trở nên trầm trọng. Mỹ phải đối diện với “*vách đá tài chính*” vào cuối năm 2012, đối mặt với việc phải cắt giảm chi tiêu và tăng thuế trên diện rộng. Tỷ lệ nợ công tại Mỹ hiện nay đã xấp xỉ 110% GDP, gấp 3 lần so với thời điểm cách đây 10 năm.

Nhật Bản hiện phải đối mặt với một giai đoạn giảm phát triền miên, chi phí phúc lợi xã hội không ngừng gia tăng đây là hậu quả tất yếu của tình trạng tỷ lệ nợ công ngày càng gia tăng. Hiện nay, Nhật Bản đang đứng đầu thế giới về tỷ lệ nợ công với mức nợ công trên 200% GDP. Năm 2011, tổng số nợ công của Chính phủ Nhật Bản đã gấp đôi GDP. Số nợ công gia tăng trong năm 2012 khi Chính phủ Nhật Bản tiếp tục chi các khoản đầu tư lớn để tái thiết những khu vực bị tàn phá bởi thảm họa động đất, sóng thần tháng 3/2011; Vào năm 2013 khi Chính phủ của thủ tướng Abe mạnh tay đưa ra các khoản kích thích kinh tế mới. Tác động của cuộc khủng hoảng

kinh tế - tài chính toàn cầu và những nỗ lực khôi phục kinh tế làm gia tăng số nợ công của Nhật Bản.

Trong quý III/2017 nợ toàn cầu đã tăng lên mức kỷ lục 233.000 tỷ USD, tăng 16.000 tỷ USD, theo một phân tích của Viện Tài chính Quốc tế (IIF). Với dân số khoảng 7,6 tỷ người ước tính nợ trên đầu người của thế giới là hơn 30.000USD. Trong một thế giới mà dòng tiền luân chuyển tự do ngày càng nhiều, nhanh, mạnh và thông tin về các giao dịch trên hệ thống toàn cầu ngày càng công khai, dễ dàng soi rọi hơn, thì những lo ngại về nguy cơ đổ vỡ nợ và các hệ thống tài chính toàn cầu sẽ khó tránh được nguy cơ về khủng hoảng lan rộng.

Lạm phát giảm đơn xen nguy cơ giảm phát

Năm 2005, thế giới đối mặt với những diễn biến phức tạp, khó lường tác động đến nền kinh tế toàn cầu (bão lũ, hạn hán, động đất, hiểm họa dịch cúm gia cầm trở thành đại dịch toàn cầu...) đặc biệt cú sốc giá dầu đã tác động làm lạm phát gia tăng ở hầu hết các khu vực. Năm 2006, giá nguyên vật liệu luôn ở mức cao và tăng mạnh trong 6 tháng đầu năm và hạ nhiệt trong 6 tháng cuối năm với mức tăng bình quân thấp hơn năm 2005. Năm 2007 nền kinh tế thế giới vẫn tiếp tục đối mặt với sự tăng giá mạnh của các mặt hàng thiết yếu như dầu thô, lương thực, thép... Năm 2008 là một năm đầy sóng gió với nền kinh tế thế giới. Nửa đầu năm 2008 trong bối cảnh giá dầu thô liên tiếp lập kỷ lục đạt mức 147USD/ thùng, lạm phát là nỗi lo của cả thế giới. Cuối năm 2008, nỗi lo này giảm bớt khi giá nhiên liệu giảm nhanh chưa từng có. Thế giới lúc này phải đương đầu với một mối đe dọa mới là giảm phát – một vấn đề đáng ngại không kém gì lạm phát.

Năm 2009, tại Mỹ lạm phát bình quân là -0,4%, khu vực EU là 0,3%, Nhật Bản là -1,1%, Trung Quốc là -0,1%. Giá cả nhiều mặt hàng trên thế giới giảm mạnh đặc biệt là dầu mỏ và lương thực do đà suy giảm của kinh tế toàn cầu khiến tổng cầu thế giới giảm mạnh. Tuy nhiên, vào quý IV năm 2009 thì lạm phát bình quân so với cùng kỳ của Mỹ và EU đã đạt mức dương trở lại trước dấu hiệu phục hồi kinh tế thế giới và do các nước đẩy mạnh các gói kích thích kinh tế.

Giai đoạn 2010 – 2016 sức ép lạm phát không quá lớn, thậm chí lạm phát có xu hướng giảm ở mức thấp hơn mục tiêu đặt ra ở các nước phát triển, đặt các quốc gia này vào tình trạng phải đối mặt với rủi ro giảm phát trên diện rộng. Lạm phát chỉ có xu hướng gia tăng trong năm 2011 với mức tăng đạt đỉnh 5,2% trước các áp lực biến động từ các yếu tố nguồn cung, sau đó lại duy trì xu hướng giảm liên tục trong suốt những năm còn lại, và hiện chỉ dao động ở mức 3,8%.

Xu hướng lạm phát giảm được ghi nhận ở tất cả các nhóm nước, đặc biệt tại các nền kinh tế phát triển. Lạm phát không có nhiều biến động trong giai đoạn 2011 –

2016 là do áp lực đối với lạm phát từ cả hai phía cung – cầu đều không quá lớn. Về phía cung, giai đoạn 2011 – 2016 giá cả các yếu tố đầu vào không có sự biến động quá mạnh, đặc biệt hình thành xu hướng giảm từ năm 2013, và ghi nhận mức giảm kỷ lục của giá cả các yếu tố đầu vào năm 2014, đà sụt giảm này tiếp tục kéo dài sang năm 2015. Về phía cầu, kinh tế thế giới chậm phục hồi thể hiện ở cả hoạt động thương mại giảm sút và sản xuất công nghiệp đình đốn cho thấy tổng cầu thế giới ở mức thấp. Sức ép lạm phát từ phía cầu chỉ đến trong một số thời điểm nhất định khi các nền kinh tế lớn liên tục tung ra các gói kích thích kinh tế, một lượng tiền lớn được bơm ra toàn cầu đã tạo áp lực dịch chuyển các dòng vốn nóng, điều này được ghi nhận ở các thị trường mới nổi.

Với các nước phát triển, lạm phát giai đoạn 2011- 2016 thường xuyên dao động ở dưới mức mục tiêu 2% hiện vẫn đang có xu hướng đi xuống. Với các nước đang phát triển và mới nổi, xu hướng lạm phát cũng có chiều hướng chung đi xuống với mức độ biến động giữa các quốc gia là khác nhau. Như Brazil, Indonesia, Ấn Độ vẫn phải đối mặt với áp lực lạm phát khá cao hiện phải tiếp tục thực hiện các chính sách thắt chặt để kiềm chế lạm phát. Trong khi đó, Trung Quốc, Thái Lan, lạm phát lại giảm tốc khá nhanh và đối mặt với nguy cơ giảm phát.

Tuy nhiên, năm 2017 cho thấy xu hướng giá cả tăng lên. Theo IMF, WB và nhiều báo cáo phân tích khác, nguyên nhân cơ bản dẫn đến xu hướng giá cả tăng mạnh trong năm 2017 là do giá dầu tăng nhờ kinh tế thế giới đang trên đà phục hồi, có nhiều dấu hiệu khởi sắc.

3.1.2. Tình hình kinh tế vĩ mô Việt Nam

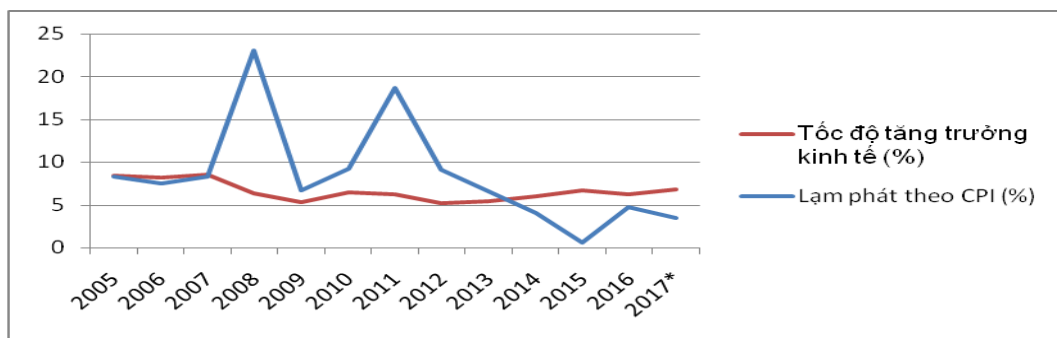
Tăng trưởng kinh tế

Trong suốt quá trình chuyển đổi nền kinh tế, để thoát khỏi một nền kinh tế nông nghiệp lạc hậu, cho đến trước năm 2011 mục tiêu Việt Nam theo đuổi là tăng trưởng sản lượng, tăng trưởng kinh tế với tốc độ cao và bền vững. Tuy nhiên, giai đoạn 2005 – 2010, đà tăng trưởng của Việt Nam có dấu hiệu chậm lại, nửa đầu của giai đoạn từ 2005 – 2007 những bất ổn kinh tế vĩ mô đã bắt đầu bộc lộ. Một trong những nguyên nhân chính dẫn đến tình trạng này là do chính sách kích thích kinh tế thông qua nới lỏng tín dụng quá lớn từ năm 2000 để chống lại đà suy giảm tăng trưởng kinh tế. Tính đến năm 2010, quy mô nền kinh tế của Việt Nam là 117,2 tỷ USD tính theo giá thực tế, GDP bình quân đầu người chỉ đạt trên 1000 USD/người, và Việt Nam cũng mới chỉ thoát khỏi nhóm nước nghèo vào năm 2007, hiện nằm trong nhóm nước có thu nhập trung bình thấp.

Tốc độ tăng trưởng kinh tế của Việt Nam trong giai đoạn 2005 - 2010 dao động khoảng từ 5% đến xấp xỉ 9%/năm, sự tăng trưởng không ổn định, và chưa bao giờ đạt

hai con số do: (i) sự phụ thuộc quá lớn của nền kinh tế Việt Nam vào sự biến động của kinh tế thế giới; (ii) các yếu tố sản xuất của Việt Nam thiếu tính ổn định; (iii) Đồng thời, giai đoạn này nền kinh tế thế giới đối mặt với khủng hoảng kinh tế - tài chính bắt đầu từ Mỹ đã ảnh hưởng lớn đến kinh tế Việt Nam, sau một thời gian dài suy thoái kinh tế Việt Nam đến nay đang có dấu hiệu phục hồi với tốc độ tăng trưởng trên 6% những năm gần đây (*Biểu đồ 3.1*). Việc Việt Nam bị ảnh hưởng từ các cuộc khủng hoảng này là điều không thể tránh được bởi định hướng tăng trưởng dựa vào xuất khẩu, trong khi nhập khẩu còn rất lớn để phục vụ sản xuất và tiêu dùng trong nước.

Biểu đồ 3.1. Tốc độ tăng trưởng kinh tế và tỷ lệ lạm phát theo CPI giai đoạn 2005 – 2017



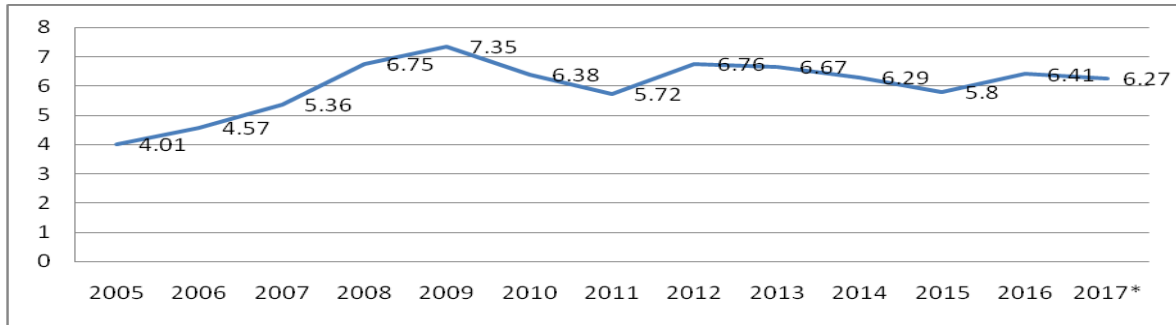
Nguồn: Tổng cục thống kê Việt Nam

Độ mở cửa của nền kinh tế Việt Nam tăng cao với tổng kim ngạch xuất nhập khẩu/GDP ngày càng tăng. Việt Nam xuất khẩu lớn về một số mặt hàng nông sản như gạo, cà phê, cao su... và các mặt hàng thủy sản, các mặt hàng điện tử, may mặc... nhưng không quyết định được về thị trường và giá cả mà phụ thuộc hoàn toàn vào biến động của thị trường thế giới. Bên cạnh đó, Việt Nam đang có xu hướng tăng dần sự phụ thuộc vào dòng vốn đầu tư trực tiếp FDI, dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài FII, vốn ODA, vốn vay thương mại nên rất dễ tổn thương và mất ổn định khi nền kinh tế tài chính thế giới biến động phức tạp như thời gian gần đây. Dòng vốn đầu tư đổ vào Việt Nam tăng vọt vào cuối năm 2006, đầu năm 2007 khi Việt Nam gia nhập WTO, nhưng đến giai đoạn khủng hoảng kinh tế 2008 – 2009 lượng vốn đổ vào Việt Nam giảm sút và Việt Nam phải đối mặt với tác động của việc vốn chảy ra khỏi Việt Nam. Sự bất ổn của các dòng vốn cũng gây ra những mất ổn định kinh tế vĩ mô.

Hơn nữa, các yếu tố sản xuất cơ bản là lao động, vốn, đất đai, công nghệ hiện còn thiên lệch và thiếu ổn định cũng làm cho tăng trưởng kinh tế của Việt Nam rất khó đạt được tốc độ tăng trưởng cao và ổn định. Lợi thế nguồn lao động rẻ nhưng lao động có trình độ, tay nghề cao chiếm tỷ trọng nhỏ, độ linh hoạt của thị trường lao động thấp nên ảnh hưởng đến năng suất lao động. Thị trường bất động sản chưa đồng bộ với các thị trường khác, chưa đánh giá được vai trò của đất đai trong sản xuất kinh doanh.

Trình độ khoa học kỹ thuật còn yếu kém, máy móc lạc hậu làm tăng chi phí sản xuất, tăng giá thành sản phẩm, giảm chất lượng sản phẩm, giảm tính cạnh tranh trên thị trường. Nếu xem xét dưới góc độ tổng cung, tác động tăng trưởng của Việt Nam chỉ dựa chủ yếu vào sự gia tăng vốn đầu tư cơ sở của sự gia tăng vốn sản xuất.

Biểu đồ 3.2. Hệ số ICOR theo giá so sánh 2010 giai đoạn 2005 – 2017



Nguồn: Tổng cục thống kê Việt Nam

Trong khi đó, tỷ lệ vốn ĐTPT toàn xã hội so với GDP của Việt Nam luôn ở mức cao so với các nước trong khu vực. Đối với một nước đang phát triển theo khuyến cáo của ngân hàng thế giới (WB) hệ số gia tăng vốn – sản lượng đầu ra (ICOR) chỉ nên ở mức 3,0 thể hiện đầu tư có hiệu quả và nền kinh tế phát triển theo hướng bền vững (*Nguồn: <http://www.mof.gov.vn>*). Tuy nhiên, hệ số ICOR hiện nay của Việt Nam đang ở mức cao đồng nghĩa hiệu quả đầu tư của chúng ta đang ở mức thấp. Năm 2007 hệ số ICOR ở mức 5,36 đặc biệt 2009 hệ số ICOR tăng lên mức 7,35 đã có những cảnh báo về sự lãng phí trong đầu tư và chất lượng đầu tư, hiệu quả đầu tư của Việt Nam là thấp (*Biểu đồ 3.2*). Hệ số ICOR giai đoạn 2005 – 2010 khoảng 5,74 nghĩa là cần 5,74 đồng vốn đầu tư để tăng được một đồng GDP. Trong giai đoạn 2011 – 2017 hệ số ICOR vẫn tiếp tục tăng lên mức khoảng 6,3 cao gấp rưỡi đến hai lần so với nhiều nước trong khu vực trong thời kỳ công nghiệp hóa. Năm 2017, hệ số ICOR ở mức dự kiến 6,27 có giảm nhẹ so với năm 2016, nhưng vẫn ở mức cao. Đây là một trong những yếu tố tiềm ẩn cho tình trạng lạm phát cao, nguyên nhân dẫn đến tình trạng bội chi ngân sách, tăng nợ công, tăng trưởng kinh tế thiếu tính ổn định.

Lạm phát

Đối với quá trình cải cách kinh tế của Việt Nam trong hơn hai thập kỷ qua cho thấy lạm phát luôn là vấn đề được quan tâm. Việc nghiên cứu, xem xét sự biến động của lạm phát và các nhân tố quyết định lạm phát luôn được các nhà nghiên cứu, các nhà hoạch định chính sách trong và ngoài nước quan tâm. Ở Việt Nam trong quá trình chuyển đổi nền kinh tế, lạm phát luôn thường trực và gây những tổn hại nhất định đối với nền kinh tế.

Từ 2005 - 2011, lạm phát có xu hướng gia tăng và biến động khó lường, lạm phát từ một con số đã tăng lên hai con số vào năm 2008, năm 2011. Đối với hoạt động sản xuất kinh doanh, bên cạnh việc huy động các nguồn lực trong nước, Việt Nam phải huy động các nguồn vốn từ bên ngoài nên quy mô tín dụng tăng cao, dẫn đến sự gia tăng tổng phương tiện thanh toán M2 và gây ra tình trạng lạm phát. Trước tình hình này, NHNN đã thực hiện CSTT thắt chặt khiến lãi suất tăng lên đồng thời Chính phủ cũng sử dụng rất nhiều các biện pháp, nhưng lạm phát vẫn cao và biến động khó lường trong giai đoạn 2005 - 2011. Nhiều nguyên nhân dẫn đến tình trạng lạm phát cao trong giai đoạn 2005 – 2011: (i) Giai đoạn này tiền lương tối thiểu gia tăng mạnh; (ii) Sự gia tăng giá cả nhiều hàng hóa trên thị trường thế giới; (iii) CSTT nói lỏng, cứng nhắc, thiếu linh hoạt; (iv) Việt Nam trở thành thành viên của WTO vào cuối năm 2006 khiến cho luồng vốn đầu tư trực tiếp và gián tiếp đổ vào Việt Nam tăng mạnh, nợ nước ngoài của Việt Nam cũng tăng mạnh;... Năm 2006 lạm phát có giảm nhẹ so với năm 2005, tuy nhiên khi NHNN thực hiện CSTT nói lỏng cùng kỳ vọng lạm phát đã dẫn đến lạm phát thực tế tăng lên ở giai đoạn tiếp theo của chu kỳ kinh tế. CSTT nói lỏng trong giai đoạn này được coi là nguyên nhân chính dẫn đến tình trạng lạm phát tăng cao. Sự gia tăng mạnh mẽ của cung tiền và tăng trưởng tín dụng vào năm 2007 đã khiến cho tỷ lệ lạm phát bị đẩy lên cao ở mức gần 23,1% vào năm 2008. Hai năm tiếp theo 2009, 2010 cung tiền và tăng trưởng tín dụng ở mức cao dẫn đến năm 2011 lạm phát lại tiếp tục gia tăng ở mức 18,7%. Nguyên nhân chính dẫn đến tình trạng lạm phát leo thang năm 2008, 2011 là do sự tăng trưởng quá nóng của tiền tệ, thuộc về vấn đề tiền tệ.

Từ năm 2011 đến nay với sự điều hành linh hoạt CSTT của NHNN Việt Nam, phối hợp chặt chẽ với chính sách tài khóa đã góp phần quan trọng thực hiện mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô, kiểm soát lạm phát, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Giai đoạn 2012 - 2017 đánh dấu thời kỳ giữ lạm phát ổn định ở mức thấp nhất trong hơn 10 năm qua, đưa lạm phát ở mức cao 23,1% năm 2008 xuống còn 9,1% năm 2012, 6,6% năm 2013, 4,1% năm 2014 và 0,6% năm 2015, và 4,74% năm 2016, và 3,53% năm 2017 (*Biểu đồ 3.1*).

Nếu như lạm phát giảm thấp trong năm 2015 chủ yếu do giá lương thực, xăng dầu giảm mạnh thì 2 loại giá này bắt đầu tăng trở lại, tạo thêm áp lực lạm phát năm 2016. Tuy nhiên, lạm phát năm 2016 là 4,74%, thấp hơn mục tiêu đề ra là 5%. Năm 2016, lạm phát tăng mạnh so với 2015 nhưng nguyên nhân chủ yếu là do Nhà nước điều chỉnh tăng mạnh giá dịch vụ y tế, giáo dục. Năm 2017, lạm phát giảm so với năm 2016, mục tiêu giữ mức lạm phát dưới 4% năm 2017 đã đạt được trong bối cảnh điều chỉnh được gần hết giá các mặt hàng do Nhà nước quản lý đặt ra.

3.2. ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ CỦA NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC VIỆT NAM GIAI ĐOẠN 2005 - 2017

Luận án đi vào khái quát một số nét về quá trình điều hành chính sách tiền tệ của NHNN Việt Nam. Ngoài ra, trong phần này sẽ tập trung xem xét mục tiêu CSTT và các công cụ trong điều hành CSTT của NHNN Việt Nam giai đoạn 2005 – 2017. Việc lựa chọn mục tiêu phù hợp với bối cảnh kinh tế vĩ mô là tiền đề quan trọng cho việc triển khai lựa chọn các hoạt động cũng như sử dụng các công cụ CSTT của NHNN Việt Nam, trong luận án sẽ chia ra làm hai giai đoạn nghiên cứu là 2005 – 2010 và 2011 – 2017; vì từ khi Chính phủ đã ban hành Nghị quyết số 11/NQ-CP, để thực hiện nhiệm vụ trọng tâm, cấp bách là tập trung kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, bảo đảm an sinh xã hội thì mục tiêu và cách thức điều hành CSTT của NHNN Việt Nam cũng đã có sự điều chỉnh căn bản.

3.2.1. Một số nét khái quát về NHNN Việt Nam

Từ năm 1986, sau khi Việt Nam bắt đầu từng bước chuyển đổi nền kinh tế từ cơ chế kế hoạch hóa tập trung sang cơ chế thị trường và hội nhập sâu hơn vào nền kinh tế thế giới. Cùng quá trình chuyển đổi nền kinh tế sang cơ chế thị trường, hệ thống tài chính nói chung và hệ thống ngân hàng cũng dần được cải cách theo nguyên tắc thị trường. Bắt đầu từ tháng 7/1988, hệ thống ngân hàng Việt Nam đã được chuyển từ một hệ thống ngân hàng đơn cấp sang hệ thống ngân hàng hai cấp.

Tháng 5/1990, Hội đồng Nhà nước thông qua 2 Pháp lệnh Ngân hàng. Hệ thống ngân hàng bắt đầu quá trình chuyển đổi mạnh mẽ, căn bản và toàn diện phù hợp với chủ trương phát triển nền kinh tế hàng hoá nhiều thành phần của Đảng, Nhà nước.

Sau khi Việt Nam chính thức trở thành thành viên WTO (cuối 2006), hoạt động ngân hàng tiếp tục có nhiều đổi mới về điều hành, thể chế, cơ chế nghiệp vụ, công nghệ. Tháng 6 năm 2010, tại Kỳ họp thứ 7, Quốc hội khoá XII đã thông qua Luật Ngân hàng Nhà nước Việt Nam và Luật Các tổ chức tín dụng mới, tạo nền tảng pháp lý cho việc tiếp tục đổi mới hoạt động ngân hàng đáp ứng yêu cầu hội nhập quốc tế ngày càng sâu rộng.

Trước những diễn biến của cuộc khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế toàn cầu năm 2008, thực hiện Nghị quyết của Quốc hội và Chính phủ, Ngân hàng Nhà nước đã điều hành CSTT chủ động và linh hoạt, từ ưu tiên kiềm chế lạm phát cao năm 2008 sang tập trung ngăn chặn suy giảm kinh tế năm 2009, khôi phục đà tăng trưởng năm 2010 và kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế từ năm 2011. Như vậy, từ năm 2011 đến nay, điều hành chính sách tiền tệ của NHNN đã có những đổi mới căn bản, thể hiện rõ tính chủ động, dẫn dắt thị trường và đạt được kết quả tích cực: CSTT được điều hành linh hoạt, phối hợp chặt chẽ với CSTK, góp

phần quan trọng kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế ở mức hợp lý. Tỷ giá ổn định, mặt bằng lãi suất liên tục giảm cùng với các chính sách, giải pháp tín dụng tích cực của ngành Ngân hàng đã góp phần quan trọng tháo gỡ khó khăn cho doanh nghiệp, thúc đẩy hoạt động sản xuất kinh doanh. Dự trữ ngoại hối nhà nước tăng cao, thị trường ngoại hối và thị trường vàng được quản lý chặt chẽ và ổn định, tình trạng “đô la hóa” và “vàng hóa” trong nền kinh tế bị đẩy lùi.

Thực hiện Nghị quyết của Ban chấp hành Trung ương Đảng khóa XI về đổi mới mô hình tăng trưởng, cơ cấu lại nền kinh tế, NHNN đã xây dựng và trình Chính phủ phê duyệt Đề án cơ cấu lại hệ thống các TCTD giai đoạn 2011-2015 (Quyết định 254/QĐ-TTg ngày 1/3/2012), Đề án xử lý nợ xấu của hệ thống các TCTD (Quyết định 843/QĐ-TTg ngày 31/5/2013). Quá trình cơ cấu lại hệ thống các TCTD và xử lý nợ xấu được hệ thống Ngân hàng triển khai quyết liệt theo đúng định hướng, lộ trình và cơ bản đạt được mục tiêu đề ra: các TCTD yếu kém được kiểm soát, những tồn tại, yếu kém của hệ thống ngân hàng từng bước được xử lý; nợ xấu được kiểm chế và xử lý từng bước; hệ thống Ngân hàng tiếp tục tăng trưởng và đóng góp quan trọng vào ổn định kinh tế vĩ mô, tháo gỡ khó khăn cho sản xuất kinh doanh, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

3.2.2. Mục tiêu điều hành chính sách tiền tệ của NHNN Việt Nam giai đoạn 2005 - 2017

Năm 2005, năm cuối thực hiện mục tiêu phát triển kinh tế vĩ mô, chính phủ đặt ra mục tiêu tăng trưởng kinh tế cao nhằm hoàn thành mục tiêu phát triển kinh tế - xã hội 5 năm 2000 – 2005 (bình quân năm 7-7,5%). Mục tiêu tăng trưởng đặt ra cho năm 2005 là 8,5% và chỉ số lạm phát định hướng là 6,5%. Trong khi đó, bối cảnh kinh tế trong nước và quốc tế có nhiều diễn biến bất lợi và khó lường, đặc biệt sự gia tăng mạnh mẽ của giá dầu đã tác động mạnh đến chỉ số giá tiêu dùng năm 2005. Thêm vào đó, dịch cúm gia cầm trong nước bùng phát, cùng với hạn hán kéo dài đã đẩy giá thực phẩm lên cao, càng gây sức ép tăng giá. Mục tiêu CSTT trong năm 2005 là “*Ổn định tiền tệ, kiểm soát lạm phát, nhưng không làm ảnh hưởng đến mục tiêu tăng trưởng kinh tế*”. Giải pháp điều hành CSTT có tính quyết định nhất, để giữ được ổn định tiền tệ và đạt mức tăng trưởng cao đó là chủ trương ổn định tỷ giá VND so với USD. NHNN đã cam kết với dân chúng là VND sẽ không giảm giá quá 1% mỗi năm. Hỗ trợ cho sự ổn định tỷ giá là các giải pháp về lãi suất và dự trữ bắt buộc cũng được NHNN thực hiện để thực hiện mục tiêu đề ra.

Năm 2006, năm đầu thực hiện kế hoạch phát triển kinh tế xã hội 5 năm 2006 – 2010. Mục tiêu tăng trưởng kinh tế Quốc hội đặt ra là 8%, kiểm soát lạm phát thấp hơn tăng trưởng kinh tế. Bối cảnh kinh tế thế giới tiếp tục có những biến động khó lường.

NHNN tiếp tục thực hiện CSTT chủ động, thận trọng và điều hành linh hoạt các công cụ chính sách nhằm mục tiêu *“Kiểm soát lạm phát dưới mức tăng trưởng kinh tế, góp phần hỗ trợ tăng trưởng kinh tế đạt 8%, tiếp tục củng cố phát triển hệ thống ngân hàng”*. Diễn biến nổi bật trong năm 2006 là nguồn vốn nước ngoài vào nhiều gây áp lực tăng giá VND và tăng tổng phương tiện thanh toán. Để hạn chế tác động bất lợi này NHNN đã tăng cung ứng tiền để mua ngoại tệ, đồng thời hút tiền về qua nghiệp vụ thị trường mở để giảm áp lực tăng cung tiền, giảm áp lực tăng lạm phát.

Năm 2007, Việt Nam chính thức trở thành thành viên WTO, mở ra nhiều thời cơ và cơ hội mới. Tuy nhiên, thách thức lớn nhất trong thực thi CSTT của NHNN năm 2007 là nhập siêu ở mức cao làm tăng thâm hụt cán cân vãng lai; dòng vốn đầu tư nước ngoài tăng mạnh, lạm phát có xu hướng tăng mạnh trong bối cảnh kinh tế và thị trường tài chính quốc tế có nhiều biến động khó lường gây sức ép đối với điều hành tỷ giá và việc kiểm soát tổng phương tiện thanh toán và tín dụng. NHNN đã thực hiện CSTT theo hướng điều hành CSTT linh hoạt đảm bảo ổn định tiền tệ, kiểm soát lạm phát và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế nhằm thực hiện mục tiêu *“Kiểm soát lạm phát dưới mức tăng trưởng kinh tế, góp phần hỗ trợ tăng trưởng kinh tế đạt 8,2-8,5%”*

Năm 2008, năm được đánh giá là có những khó khăn, thử thách và gay go nhất tính từ sau thời kỳ đổi mới của ngành ngân hàng. Năm 2008, đối mặt với tình trạng lạm phát tăng cao, mức tăng cao của lạm phát đã dẫn đến tình trạng tăng giá của hầu hết các mặt hàng, sự mất giá của các khoản tiền gửi tiết kiệm, không khuyến khích đầu tư và làm hạn chế tăng trưởng kinh tế. Đứng trước tình hình này, Chính phủ đã xác định chống lạm phát là mục tiêu hàng đầu. Chính vì thế, ngay từ những tháng đầu của năm 2008, Chính phủ đã ban hành một loạt các văn bản: (i) số 75/TTg-KTTH ngày 15/01/2008 về biện pháp kiềm chế lạm phát, kiểm soát tăng giá năm 2008; (ii) số 319/TTg-KTTH ngày 03/3/2008 về tăng cường các biện pháp kiềm chế lạm phát năm 2008 và đặc biệt là (iii) Nghị quyết 10/2008/NQ-CP ngày 17/4/2008 về 8 giải pháp đồng bộ để kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, đảm bảo an sinh xã hội và tăng trưởng bền vững, trong đó nhấn mạnh các định hướng chủ đạo trong hoạt động kiềm chế lạm phát là *“... Tiếp tục thực hiện CSTT một cách chặt chẽ, thận trọng và chủ động; sử dụng linh hoạt và có hiệu quả các công cụ CSTT theo nguyên tắc thị trường để kiểm soát quy mô, tốc độ tăng tín dụng và tăng tổng phương tiện thanh toán một cách hợp lý nhằm đảm bảo ổn định giá trị đồng tiền Việt Nam, góp phần thực hiện được mục tiêu tăng trưởng kinh tế ở mức cao, nhưng đồng thời đảm bảo mục tiêu kiềm chế lạm phát dưới mức tăng trưởng kinh tế... và điều tiết có hiệu quả vốn khả dụng của các TCTD và kiểm soát tốc độ tăng tổng phương tiện thanh toán và tăng trưởng tín dụng ngay từ đầu năm”*.

Trước những diễn biến của cuộc khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế toàn cầu năm 2008, thực hiện Nghị quyết của Quốc hội và Chính phủ, Ngân hàng Nhà nước đã điều hành CSTT chủ động và linh hoạt, từ ưu tiên kiềm chế lạm phát cao năm 2008 sang tập trung ngăn chặn suy giảm kinh tế năm 2009, khôi phục đà tăng trưởng năm 2010.

Việt Nam bước vào giai đoạn 2011 – 2012 trong bối cảnh nền kinh tế trong nước đối mặt với nhiều thách thức to lớn. Lạm phát thế giới có xu hướng tăng, giá cả trong nước tăng cao, áp lực lạm phát ngày càng tăng do nhiều nguyên nhân nội tại của nền kinh tế và CSTT nói lỏng để ngăn chặn suy giảm, duy trì tăng trưởng kinh tế trong giai đoạn 2008 – 2010, làm tăng nguy cơ mất ổn định kinh tế vĩ mô của Việt Nam. Nghị quyết Hội nghị Trung Ương 3 (khóa XI) tháng 10 – 2011 đã xác định giai đoạn 2011 – 2015, ưu tiên hàng đầu của kinh tế Việt Nam là kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, đảm bảo an sinh xã hội đi đôi với đổi mới mô hình tăng trưởng kinh tế, cơ cấu lại nền kinh tế. Cùng với việc điều chỉnh các chính sách kinh tế vĩ mô, Chính phủ đã đổi mới quan điểm, điều chỉnh mục tiêu CSTT thực hiện các Nghị quyết của Đảng và Quốc hội về phát triển kinh tế xã hội, tập trung kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, đảm bảo an sinh xã hội, thể hiện rõ trong các Nghị quyết của Chính phủ giai đoạn 2011 - 2012⁶.

Bảng 3.2. Mục tiêu và thực hiện chỉ tiêu lạm phát, tăng trưởng kinh tế Việt Nam giai đoạn 2005 - 2017

(Đơn vị tính: % năm)

Năm	Tỷ lệ lạm phát		Tốc độ tăng trưởng kinh tế	
	Mục tiêu	Thực hiện	Mục tiêu	Thực hiện
2005	6,5	8,4	8,5	8,4
2006	< Tăng trưởng GDP	6,6	8	8,17
2007	< Tăng trưởng GDP	12,63	8,2-8,5	8,48
2008	< Tăng trưởng GDP	22,97	7	6,23
2009	<15	6,88	6,5	5,32
2010	<7	11,75	7-7,5	6,78
2011	<7	18,52	7-7,6	5,9
2012	<10	6,81	6-6,5	5,03
2013	6-6,5	6,6	5,5	5,42
2014	7	1,84	5,8	5,89
2015	5	0,63	6,2	6,89
2016	<5	4,74	6,7	6,21
2017	4	3,53	6,7	6,81

Nguồn: Tổng cục thống kê

⁶ Nghị quyết 01/2011/NQ-CP; Nghị quyết 11/2011/NQ-CP, ngày 24/2/2011; Nghị quyết 01/2012/NQ-CP; Nghị quyết 13/2012/NQ-CP.

Trong giai đoạn 2016 – 2017, Ngân hàng Nhà nước tiếp tục lựa chọn mục tiêu kiềm chế, kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô là mục tiêu xuyên suốt, chủ đạo cho điều hành chính sách tiền tệ quốc gia.

Như vậy, khác với tư duy ưu tiên tăng trưởng kinh tế trong giai đoạn trước, trong giai đoạn 2011 - 2017, NHNN luôn thể hiện rõ cam kết duy trì lạm phát thấp không chỉ trong ngắn hạn mà cả mục tiêu duy trì lạm phát ổn định trong trung và dài hạn. Trước những khó khăn mà nền kinh tế Việt Nam phải đối diện, NHNN đã triển khai quyết liệt các giải pháp tháo gỡ khó khăn cho hoạt động sản xuất kinh doanh, hỗ trợ thị trường. Mục tiêu này hoàn toàn phù hợp với mục tiêu kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, vì kiểm soát tốt lạm phát không chỉ được thể hiện ở tỷ lệ lạm phát thấp mà còn hạn chế tình trạng thiếu phát. Hơn nữa, ổn định kinh tế vĩ mô đòi hỏi sự cải thiện, phục hồi từ chính hệ thống doanh nghiệp đang gặp phải khó khăn, gắn với đổi mới mô hình tăng trưởng, thực hiện tái cấu trúc nền kinh tế nhằm củng cố nền tảng cho tăng trưởng bền vững trong tương lai.

Có thể thấy, trong giai đoạn 2011- 2017 điều hành CSTT của NHNN đã có những đổi mới căn bản, thể hiện rõ tính chủ động, dẫn dắt thị trường và đạt được kết quả tích cực: CSTT được điều hành linh hoạt, phối hợp chặt chẽ với CSTK, góp phần quan trọng kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế ở mức hợp lý. Tỷ giá ổn định, mặt bằng lãi suất liên tục giảm cùng với các chính sách, giải pháp tín dụng tích cực của ngành Ngân hàng đã góp phần quan trọng tháo gỡ khó khăn cho doanh nghiệp, thúc đẩy hoạt động sản xuất kinh doanh. Dự trữ ngoại hối nhà nước tăng cao, thị trường ngoại hối và thị trường vàng được quản lý chặt chẽ và ổn định, tình trạng “đô la hóa” và “vàng hóa” trong nền kinh tế bị đẩy lùi.

3.2.3. Các công cụ điều hành chính sách tiền tệ của NHNN Việt Nam

Trong giai đoạn 2005 – 2017 NHNN đã có những đổi mới nhất định trong việc sử dụng các công cụ để điều hành CSTT. Giai đoạn 2005 – 2010 tăng trưởng kinh tế chậm lại, là giai đoạn đối phó với những tác động của cuộc khủng hoảng kinh tế - tài chính toàn cầu, những bất ổn của nền kinh tế bộc lộ, trong điều hành CSTT còn bộc lộ nhiều yếu kém. Giai đoạn 2011 – 2017 hướng tới mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô và thị trường tiền tệ, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. NHNN đã sử dụng quyết liệt và đồng bộ các công cụ của CSTT để xử lý vướng mắc, khó khăn, ổn định tình hình, bảo đảm an toàn, hiệu quả cho toàn hệ thống và đã đạt được nhiều kết quả khả quan.

3.2.3.1. Công cụ trực tiếp

3.2.3.1.1. Hạn mức tín dụng

Hạn mức tín dụng là công cụ điều hành mang tính hành chính, nên phần nào hạn chế tính công bằng trong cạnh tranh. Trong giai đoạn từ năm 2011 - 2017, nhằm

kiểm soát các ngân hàng trong hoạt động cấp tín dụng cho nền kinh tế, đảm bảo mục tiêu duy trì ổn định kinh tế vĩ mô, kiềm chế lạm phát, NHNN Việt Nam đã sử dụng công cụ hạn mức tín dụng trong điều hành CSTT.

Như vậy, sau 13 năm dỡ bỏ, đến năm 2011, công cụ hạn mức tín dụng đã được NHNN Việt Nam sử dụng trong điều hành CSTT. Theo Chỉ thị 01/CT-NHNN, ngày 01/3/2011 về thực hiện giải pháp tiền tệ và hoạt động ngân hàng, Thống đốc Ngân hàng Nhà nước yêu cầu các NHTM xây dựng kế hoạch tăng trưởng tín dụng cho năm 2011 không được tăng quá 20% dư nợ so với cuối năm 2010 và phải được NHNN phê duyệt.

Trong năm 2011, Ngân hàng Nhà nước còn quy định hạn mức tín dụng đối với lĩnh vực phi sản xuất, như: bất động sản, chứng khoán, vay tiêu dùng khác... đến ngày 31/12/2011 còn tối đa 16%. Tổng dư nợ tín dụng cả nền kinh tế năm 2011 chỉ đạt 14,7%, hạn mức tín dụng đối với lĩnh vực phi sản xuất cũng đảm bảo thực hiện nghiêm túc.

Năm 2012, theo Chỉ thị số 01/2012/CT-NHNN, ngày 13/02/2012 về tổ chức thực hiện CSTT và đảm bảo hoạt động ngân hàng an toàn, hiệu quả, Thống đốc NHNN đã giao chỉ tiêu kế hoạch tăng trưởng tín dụng cho 4 nhóm NHTM có phân biệt dựa trên chất lượng, trực tiếp là tỷ lệ nợ xấu của từng ngân hàng. Cụ thể: nhóm 1 tối đa là 17%; nhóm 2 tối đa là 15%; nhóm 3 tối đa là 8% và nhóm 4: 0% (không được tăng trưởng tín dụng). Sau đó, NHNN đã điều chỉnh tăng chỉ tiêu cho 36 tổ chức tín dụng có điều kiện thực tế mở rộng cho vay an toàn; Đồng thời, vẫn khống chế hạn mức tín dụng trong lĩnh vực phi sản xuất là 16%. Kết quả là năm 2012, tổng dư nợ tín dụng đối với nền kinh tế tăng 8,85%.

Năm 2013, mặc dù lạm phát đã được kiểm soát khá ổn định, nhưng NHNN vẫn tiếp tục duy trì sử dụng công cụ hạn mức tín dụng. Theo Chỉ thị 01/CT-NHNN, ngày 31/01/2013 về tổ chức thực hiện CSTT và đảm bảo hoạt động ngân hàng an toàn, hiệu quả năm 2013, thì mức tăng trưởng tín dụng không quá 12% so với năm 2012. Tổng dư nợ tín dụng nền kinh tế năm 2013 đạt 12,52% (Bảng 3.3).

Bảng 3.3. Kế hoạch tăng trưởng tín dụng và tốc độ tăng trưởng tín dụng thực tế giai đoạn 2011 - 2017

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017*
Kế hoạch tăng trưởng tín dụng (%)	≤20%	≤17%	≤12%	12-14%	15-17%	18-20%	18 %
Tốc độ tăng trưởng tín dụng thực tế so với năm trước (%)	14,7%	8,85%	12,52 %	14,16 %	17,26 %	18,71 %	18,17 %

Nguồn: Tổng hợp từ NHNN Việt Nam

Mức tăng trưởng tín dụng năm 2013 cán đích ở mốc 12,52%. Trên cơ sở đó, trong Chỉ thị 01/CT-NHNN về tổ chức thực hiện CSTT và đảm bảo hoạt động ngân hàng an toàn, hiệu quả năm 2014, NHNN đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng năm 2014 khoảng 12-14%, có điều chỉnh phù hợp với diễn biến, tình hình thực tế. Tổng dư nợ tín dụng thực tế năm 2014 đạt mức 14,16%. Năm 2015, mục tiêu tăng trưởng tín dụng khoảng 15-17%, thực tế đạt 17,26%. Năm 2016 kế hoạch tăng trưởng tín dụng là 18-20%, thực tế đạt được mức 18,71%. Năm 2017 kế hoạch tăng trưởng tín dụng là 18%, dự kiến đạt được 18,17% (Bảng 3.3).

Với công cụ hạn mức tín dụng bằng việc đặt mức tăng trưởng tín dụng và giao chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng theo các nhóm NHTM, NHNN Việt Nam không những đã đạt được mục tiêu điều tiết được lượng tín dụng trong nền kinh tế mà còn thực hiện việc phân bổ hạn mức tín dụng cho ngành nghề nhằm kiểm soát, điều chỉnh cơ cấu tín dụng của các NHTM theo hướng tích cực hơn.

3.2.3.1.2. Kiểm soát lãi suất

Từ năm 2002, NHNN đã tự do hóa lãi suất với VND. Tuy nhiên, trước hiện tượng các ngân hàng, đặc biệt là các ngân hàng yếu chạy đua lãi suất giai đoạn 2008 – 2011, NHNN đã quay trở lại áp trần lãi suất. Ngày 03/03/2011, NHNN đã ban hành Thông tư số 02/TT-NHNN qui định trần lãi suất huy động VND của các TCTD là 14%. Từ tháng 9/2011 đến tháng 6/2013, NHNN đã 8 lần điều chỉnh giảm trần lãi suất huy động tiền gửi VND. Cụ thể, lãi suất huy động VND có kỳ hạn dưới 1 tháng đã giảm từ 6%/năm xuống 1,25%/năm, kỳ hạn từ 1 đến dưới 12 tháng giảm từ 14%/năm xuống còn 7%/năm.

Hiện nay, NHNN vẫn áp dụng quy định về trần lãi suất huy động, mức lãi suất tối đa đối với tiền gửi bằng VND của tổ chức (trừ TCTD, chi nhánh ngân hàng nước ngoài) và cá nhân tại TCTD, chi nhánh ngân hàng nước ngoài theo quy định tại Thông tư số 07/2014/TT-NHNN ngày 17 tháng 3 năm 2014 như sau: (1) Mức lãi suất tối đa áp dụng đối với tiền gửi không kỳ hạn và có kỳ hạn dưới 1 tháng là 1%/năm; (2) Mức lãi suất tối đa áp dụng đối với tiền gửi có kỳ hạn từ 1 tháng đến dưới 6 tháng là 5,5%/năm; riêng Quỹ tín dụng nhân dân và Tổ chức tài chính vi mô áp dụng mức lãi suất tối đa đối với tiền gửi kỳ hạn từ 1 tháng đến dưới 6 tháng là 6,0%/năm.

Như vậy, từ năm 2014 nhằm tháo gỡ khó khăn cho hoạt động sản xuất – kinh doanh, NHNN đã hạ trần lãi suất huy động VND, hiện chỉ còn 5,5%/năm và chỉ áp dụng với kỳ hạn 6 tháng, trần lãi suất tiền gửi không kỳ hạn và kỳ hạn dưới 1 tháng còn 1%/năm.

Đối với lãi suất cho vay, theo Quyết định số 16/2008/QĐ-NHNN về cơ chế điều hành lãi suất cơ bản bằng VND do NHNN ban hành nhằm điều hành lãi suất cho vay của các TCTD không được vượt quá 150% lãi suất cơ bản.

Kể từ 1-1-2017 tới, Bộ Luật Dân sự năm 2015 quy định các bên có thỏa thuận về lãi suất thì lãi suất theo thỏa thuận không được vượt quá 20%/năm của khoản tiền vay, trừ trường hợp luật khác có liên quan quy định khác. Trường hợp lãi suất theo thỏa thuận vượt quá 20%/năm thì mức lãi suất vượt quá không có hiệu lực.

Năm 2017, căn cứ vào điều kiện kinh tế vĩ mô, NHNN đã quyết định giảm trần lãi suất cho vay đối với khu vực ưu tiên. NHNN ban hành Quyết định số 1425/QĐ-NHNN ngày 7/7/2017, lãi suất cho vay ngắn hạn tối đa bằng VND đối với các nhu cầu vốn phục vụ nông nghiệp, nông thôn, xuất khẩu, công nghiệp hỗ trợ, doanh nghiệp nhỏ và vừa, doanh nghiệp ứng dụng công nghệ cao giảm từ 7%/năm xuống 6,5%/năm; lãi suất cho vay ngắn hạn tối đa bằng VND của quỹ tín dụng nhân dân và tổ chức tài chính vi mô đối với các nhu cầu vốn này giảm từ 8%/năm xuống 7,5%/năm.

3.2.3.2. Công cụ gián tiếp

3.2.3.2.1. Nghiệp vụ thị trường mở (Nghiệp vụ OMO)

NHNN thực hiện nghiệp vụ thị trường mở thông qua việc mua, bán giấy tờ có giá đối với TCTD; quy định loại giấy tờ có giá (GTCG) được phép giao dịch thông qua nghiệp vụ thị trường mở (nghiệp vụ OMO).

Bắt đầu từ tháng 7/2000, NHNN đã chính thức triển khai nghiệp vụ OMO. Hiện nay, nghiệp vụ OMO ngày càng được hoàn thiện và trở thành công cụ điều tiết linh hoạt và chủ yếu của NHNN. Công cụ giao dịch trên thị trường OMO là GTCG cả ngắn hạn và dài hạn như trái phiếu kho bạc, công trái, trái phiếu đầu tư do ngân sách trung ương thanh toán hoặc bảo lãnh và các loại tín phiếu NHNN.

Năm 2005-2006, NHNN chủ yếu thực hiện các phiên chào mua trên thị trường OMO bơm một lượng tiền vào trong lưu thông thực hiện chính sách tiền tệ nới lỏng.

Năm 2007-2008, trước tình hình giá cả hàng hóa thế giới có xu hướng gia tăng, kinh tế trong nước và thế giới biến động mạnh, tổng dư nợ tín dụng và tổng phương tiện thanh toán (M2) tăng mạnh, lạm phát trong nước tăng lên mức 2 con số. Trước tình hình đó, NHNN đã thực hiện CSTT chặt chẽ nhằm kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô. Bên cạnh các giải pháp thắt chặt như tăng mạnh tỷ lệ dự trữ bắt buộc, phát hành tín phiếu bắt buộc, NHNN đã điều hành linh hoạt nghiệp vụ OMO để vừa đạt được mục tiêu kiểm soát lạm phát, ổn định tiền tệ nhưng vẫn đảm bảo thanh khoản cho các TCTD.

Giai đoạn 2009-2011, với chủ trương nới lỏng CSTT chống suy giảm kinh tế trong điều kiện thanh khoản của các TCTD khó khăn và không đồng đều. Lúc này,

NHNN chủ yếu thực hiện các phiên chào mua GTCG để đưa tiền ra với các kỳ hạn ngắn (7, 14, 21, 28 ngày). Ngoài ra vào một số thời điểm lạm phát có nguy cơ tăng trở lại như từ tháng 7 - 12/2009, NHNN đã linh hoạt chào bán tín phiếu NHNN định kỳ 3 phiên/tuần, kỳ hạn 3 tháng và 6 tháng để hút tiền về. Thời điểm từ tháng 10/2010 đến đầu 9/2011, lạm phát có dấu hiệu tăng lên 2 con số, NHNN đã điều hành thận trọng theo hướng giảm dần kỳ hạn chào mua từ 28 ngày xuống 7 ngày. Từ cuối tháng 9/2011, lạm phát có dấu hiệu tăng chậm lại, để hỗ trợ thanh khoản cho các TCTD, tạo điều kiện giảm lãi suất, NHNN đã bổ sung kỳ hạn chào mua 14 ngày và điều chỉnh giảm lãi suất từ 15%/năm xuống 14%/năm. Giao dịch nghiệp vụ OMO trong giai đoạn này chủ yếu là các phiên chào mua GTCG với khối lượng trúng thầu bình quân/phiên ở mức cao, lần lượt là 3.233 tỷ đồng/phiên năm 2009 và 4.288 tỷ đồng/phiên năm 2010 và đạt mức cao nhất 6.499 tỷ đồng/phiên năm 2011 (Bảng 3.4).

Bảng 3.4. Doanh số mua – bán theo phiên trên thị trường mở

Đơn vị tính: Tỷ đồng

Năm	Mua		Bán		Tổng doanh số	Doanh số bình quân theo phiên
	Số phiên	Doanh số mua	Số phiên	Doanh số bán		
2005	150	100.711	8	1.800	102.511	649
2006	133	36.833	29	87.402	124.235	767
2007	70	59.011	285	356.850	415.861	1.171
2008	260	947.206	133	77.005	1024.211	2.606
2009	261	961.773	68	102	1063.773	3.233
2010	490	2.101.421	-	-	2.101.421	4.288
2011	431	2.801.253	-	-	2.801.253	6.499
2012	299	449.992	79	174.000	623.992	1.650
2013	257	179.386	161	254.863	434.249	1.038
2014	253	101.200	231	353.661	454.861	939
2015	258	403.254	130	735.800	1139.054	2.935
2016	260	367.380	99	722.601	1.089.981	3.036
Tổng	3122	3.606.746	1223	2.865.982	6.472.728	

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ NHNN Việt Nam

Giai đoạn 2012 -2017, nghiệp vụ OMO tiếp tục là công cụ quan trọng giúp NHNN điều tiết và ổn định thị trường tiền tệ. Tăng trưởng tín dụng được kiểm soát theo mục tiêu, thị trường ngoại hối và tỷ giá được ổn định. NHNN đã đưa một lượng tiền ra để mua lượng lớn ngoại tệ nhằm tăng dự trữ ngoại hối. Giai đoạn này, NHNN

đã điều hành linh hoạt nghiệp vụ OMO theo cả 2 chiều mua/bán GTCG góp phần ổn định thị trường tiền tệ, kiểm soát lạm phát và hỗ trợ ổn định tỷ giá. Nghiệp vụ OMO tiếp tục được NHNN điều hành hết sức linh hoạt và bám sát diễn biến của thị trường tiền tệ, diễn biến kinh tế vĩ mô để đảm bảo điều tiết tiền tệ theo mục tiêu đã đề ra.

Như vậy, nghiệp vụ OMO đã được NHNN điều hành linh hoạt, bám sát diễn biến cung – cầu vốn của các TCTD và ngày càng có vai trò quan trọng trong việc điều tiết tiền tệ và lãi suất nhằm đạt được các mục tiêu điều hành CSTT linh hoạt trong từng thời kỳ. Có thể nói, đây là một trong những bước tiến mới trong đổi mới điều hành CSTT theo hướng chuyển từ công cụ điều hành trực tiếp sang công cụ điều hành gián tiếp phù hợp với thông lệ quốc tế và xu hướng phát triển của đất nước.

3.2.3.2.2. Công cụ lãi suất

NHNN công bố lãi suất tái cấp vốn, lãi suất cơ bản và các loại lãi suất khác để điều hành CSTT, chống cho vay nặng lãi. Trong trường hợp thị trường tiền tệ có diễn biến bất thường, NHNN quy định cơ chế điều hành lãi suất áp dụng trong quan hệ giữa các TCTD với nhau và với khách hàng, các quan hệ tín dụng khác.

- *Lãi suất cơ bản, lãi suất tái cấp vốn và lãi suất chiết khấu*

Để bổ sung nguồn vốn cho các NHTM và thực hiện vai trò người cho vay cuối cùng, NHNN thực hiện tái cấp vốn dưới hình thức cấp tín dụng của NHNN nhằm cung ứng vốn ngắn hạn và phương tiện thanh toán cho TCTD. NHNN quy định và thực hiện tái cấp vốn cho TCTD theo các hình thức như cho vay có bảo đảm bằng cầm cố giấy tờ có giá; chiết khấu giấy tờ có giá; các hình thức tái cấp vốn khác. Bên cạnh đó, NHNN còn bổ sung hình thức cho vay chiết khấu, tái chiết khấu vào hệ thống tái cấp vốn của NHNN. Các chứng từ có giá được chấp nhận trong các hoạt động tái cấp vốn của NHNN là giấy tờ có giá ngắn hạn chủ yếu là tín phiếu kho bạc, các khế ước cho vay ngắn hạn...

Lãi suất tái cấp vốn, tái chiết khấu được quy định cụ thể tùy theo mục tiêu điều hành của CSTT. Nếu lạm phát quá cao thì lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu được ấn định theo xu hướng tăng nhằm hạn chế cung ứng tiền tệ và kiểm soát lạm phát. Nếu thời kỳ mà nền kinh tế suy thoái thì lãi suất này được điều chỉnh giảm để kích thích tăng trưởng kinh tế.

Lãi suất cơ bản là một công cụ để thực hiện CSTT của NHNN Việt Nam trong ngắn hạn. Theo Luật NHNN, lãi suất cơ bản chỉ áp dụng cho Đồng Việt Nam, do NHNN công bố, làm cơ sở cho các TCTD ấn định lãi suất kinh doanh.

NHNN đã tạo lập khung điều hành lãi suất, theo đó lãi suất tái cấp vốn được xem như lãi suất trần, lãi suất tái chiết khấu là lãi suất sàn của thị trường liên ngân

hàng và lãi suất thị trường mở là lãi suất chỉ đạo. Trong giai đoạn 2005 – 2016, NHNN đã điều hành các loại lãi suất điều hành này rất linh hoạt theo từng thời kỳ. Cụ thể:

Giai đoạn 2005 – 2010

Trong năm 2005, trước tình hình lạm phát tăng vào năm 2004, NHNN đã điều chỉnh tăng các loại lãi suất cơ bản, lãi suất tái cấp vốn và lãi suất tái chiết khấu. Đến cuối năm 2005 các mức lãi suất này lần lượt là 8,25%/năm, 6,5%/năm, 4,5%/năm và ổn định cho đến đầu năm 2008 (Bảng 3.5).

Bảng 3.5. Diễn biến các mức lãi suất điều hành của NHNN giai đoạn 2005 – 2010

Đơn vị: %/năm

Thời điểm áp dụng	Lãi suất cơ bản	Lãi suất tái cấp vốn	Lãi suất tái chiết khấu
1/1/2005	7.5	5	3
15/1/2005	7.5	5.5	3.5
1/2/2005	7.8	5.5	3.5
1/4/2005	7.8	6	4
1/11/2005	7.8	6	4
1/12/2005	8.25	6.5	4.5
01/02/2008	8.75	7.5	6
19/05/2008	12	13	11
11/06/2008	12	15	13
1/7/2008	14	15	13
21/10/2008	13	14	12
05/11/2008	12	13	11
21/11/2008	11	12	10
5/12/2008	10	11	9
22/12/2008	8.5	9.5	7.5
01/02/2009	7.0	8.0	6
10/04/2009	7.0	7.0	5
01/12/2009	8.0	8.0	6
01/02/2010	8.0	8.0	6
05/11/2010	9.0	9.0	7

Nguồn: Tổng hợp từ NHNN Việt Nam

Trong giai đoạn 2005 – 2007, các TCTD đua nhau tăng lãi suất huy động, gây mất an toàn hệ thống, thị trường tiền tệ Việt Nam có nhiều dấu hiệu bất ổn. Trước tình hình này, NHNN đã thực hiện biện pháp tình thế không chế trần tiền gửi từ cuối tháng

2/2008 đến 12/5/2008, sau đó NHNN qui định các NHTM cho vay với lãi suất không vượt quá 150% lãi suất cơ bản, NHNN đã phải điều chỉnh mức lãi suất cơ bản đến 16 lần. Mức lãi suất cơ bản cao nhất trong năm 2008 là 14%/năm, những tháng cuối năm NHNN đã 4 lần hạ lãi suất cơ bản xuống còn 8,5%/năm. NHNN tiếp tục giảm lãi suất cơ bản từ 8,5%/năm xuống còn 7%/năm từ tháng 1/2009 đến tháng 12/2009 mới tăng mức lãi suất cơ bản lên 8%/năm (*Bảng 3.5*).

Trong năm 2008, NHNN cũng phải thường xuyên điều chỉnh lãi suất tái cấp vốn, mức lãi suất tái cấp vốn cao nhất trong năm 2008 là 15%/năm và mức lãi suất này vào cuối năm 2008 là 9,5%/năm. Sang đến năm 2009 lãi suất tái cấp vốn giảm từ 9,5%/năm xuống 7%/năm sau đó lại tăng lên mức 8%/năm. Mức lãi suất tái cấp vốn trong giai đoạn này cũng phải thường xuyên điều chỉnh với mức cao nhất trong năm 2008 là 13%/năm, sau đó đã được giảm xuống là 5%/năm vào tháng 4/2009 và chỉ tăng lên 5%/năm vào tháng 12/2009 (*Bảng 3.5*).

Diễn biến của các mức lãi suất điều hành của NHNN giai đoạn này cho thấy NHNN đã nói lỏng CSTT hơn mức đầu năm vào những tháng cuối năm 2008, năm 2009 đã góp phần giảm lãi suất, tạo cho thị trường tín dụng ở Việt Nam không bị “đóng băng”, ngăn chặn được đà suy giảm kinh tế.

Trong năm 2010, NHNN duy trì các lãi suất chủ chốt ổn định từ đầu năm 2010 đến đầu tháng 11/2010 (lãi suất cơ bản ở mức 8%/năm, lãi suất tái chiết khấu 6%/năm, lãi suất tái cấp vốn 8%/năm). Từ ngày 5/11/2010, NHNN bắt đầu nâng thêm 1% các mức lãi suất chủ chốt này.

Giai đoạn 2011 – 2017

Trong những tháng đầu năm 2011, NHNN tiếp tục thực hiện các giải pháp bình ổn thị trường tiền tệ để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, với dấu hiệu lạm phát gia tăng, trong những tháng cuối năm 2011, tình hình thanh khoản của một số TCTD bị thiếu hụt lớn và nằm trong tình trạng báo động, thị trường tiền tệ tiềm ẩn nhiều rủi ro bất ổn, lãi suất cho vay ở mức cao, lên đến 20-25%/năm. Trước tình hình này, NHNN đã tăng lãi suất tái chiết khấu lên đến 13%/năm vào 5/2011, lãi suất tái chiết khấu được điều chỉnh tăng 5 lần mức cao nhất vào tháng 10/2011 là 15%/năm. Lãi suất tái cấp vốn cũng được điều chỉnh 4 lần trong năm 2011 và mức cao nhất là 13%/năm (*Bảng 3.6*).

Năm 2012, khi lạm phát đã được kiểm soát và giảm dần, để hỗ trợ sản xuất, kinh doanh, NHNN đã điều chỉnh giảm dần các mức lãi suất tái chiết khấu, lãi suất tái cấp vốn. Từ 18/3/2014 đến tháng 7/2017 lãi suất tái cấp vốn ổn định ở mức 6.5%/năm, lãi suất tái chiết khấu ở mức 4.5%/năm và lãi suất cơ bản từ 5/11/2010 ổn định ở mức 9%/năm.

Ngày 7/7/2017, NHNN ban hành Quyết định số 1424/QĐ-NHNN quyết định giảm lãi suất tái cấp vốn từ 6,5%/năm xuống 6,25%/năm; lãi suất tái chiết khấu từ 4,5%/năm xuống 4,25%/năm (Bảng 3.6). Việc hạ lãi suất điều hành giúp hạ chi phí của các tổ chức tín dụng và góp phần gián tiếp hạ lãi suất cho vay trên thị trường, NHNN tiếp tục triển khai các giải pháp tiền tệ, tín dụng ngân hàng theo mục tiêu kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế ở mức hợp lý, bảo đảm thanh khoản của các tổ chức tín dụng và nền kinh tế.

Bảng 3.6. Diễn biến các mức lãi suất điều hành của NHNN giai đoạn 2011 – 2017

Đơn vị: %/năm

Thời điểm áp dụng	Lãi suất cơ bản	Lãi suất tái cấp vốn	Lãi suất tái chiết khấu
17/02/2011	9.0	11.0	7.0
08/03/2011	9.0	12.0	12.0
01/04/2011	9.0	13.0	12.0
01/05/2011	9.0	14.0	13.0
10/10/2011	9.0	15.0	13.0
13/03/2012	9.0	14.0	12.0
11/04/2012	9.0	13.0	11.0
28/05/2012	9.0	12.0	10.0
11/06/2012	9.0	11.0	9.0
01/07/2012	9.0	10.0	8.0
24/12/2012	9.0	9.0	7.0
26/03/2013	9.0	8.0	6.0
13/05/2013	9.0	7.0	5.0
18/03/2014	9.0	6.5	4.5
10/07/2017	9.0	6.25	4.25

Nguồn: Tổng hợp từ NHNN Việt Nam

- *Lãi suất cho vay qua đêm*

Từ năm 2002, NHNN đã đưa thêm công cụ mới vào hoạt động NHNN triển khai thực hiện công cụ lãi suất cho vay qua đêm theo quyết định số 1085/2002/QĐ-NHNN ngày 7/10/2002 với mức lãi suất ban đầu là 10,8%/năm. Năm 2008 – 2009, lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng đã được điều chỉnh giảm. Năm 2008 ở mức 9.5%; năm 2009 là 8%/năm. Trong hai năm 2010 – 2011 lãi suất cho vay qua đêm được điều chỉnh tăng từ 8% lên 9% - 10% - 11% - 12% - 13% - 14%/ năm nhằm kiểm soát chặt chẽ tiền tệ. Đến cuối năm 2012 và những tháng đầu

năm 2013 đã giảm xuống mức 10% - 9% và những tháng cuối năm 2013 ổn định ở mức 8%. Mức lãi suất này tiếp tục giảm ở năm 2014 xuống mức 7.5%.

Theo Quyết định số 1424/QĐ-NHNN ngày 7/7/2017 lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng và cho vay bù đắp thiếu hụt vốn trong thanh toán bù trừ của NHNN đối với các ngân hàng giảm từ 7,5%/năm xuống 7,25%/năm. Với việc đưa thêm công cụ lãi suất cho vay qua đêm này vào điều hành CSTT đã góp phần kích thích hoạt động của các NHTM đồng thời tăng khả năng kiểm soát tiền tệ và lãi suất của NHNN.

3.2.3.2.3. Công cụ tỷ giá

Tỷ giá hối đoái của đồng Việt Nam được hình thành trên cơ sở cung - cầu ngoại tệ trên thị trường có sự điều tiết của Nhà nước. NHNN công bố tỷ giá hối đoái, quyết định chế độ tỷ giá, cơ chế điều hành tỷ giá.

Khi NHNN Việt Nam thay đổi tỷ giá chính thức hoặc biên độ giao dịch sẽ tác động đến xuất khẩu ròng, qua đó tác động đến cầu nội địa, đồng thời tác động đến giá cả hàng hóa nhập khẩu và cả hai kênh này đều sẽ tác động đến lạm phát và tăng trưởng kinh tế.

Theo Quyết định số 65/QĐ-NHNN ngày 26/2/1999 (và Quyết định 64) của Thống đốc NHNN, NHNN lấy tỷ giá bình quân giao dịch của phiên giao dịch gần nhất trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng làm tỷ giá trung tâm và công bố. Các NHTM được phép yết giá mua bán USD trong phạm vi biên độ cho phép (+/- % so với tỷ giá). Lúc đầu biên độ khá hẹp “+/- 1%” đã có thời kỳ biên độ này lên đến “+/- 7%” sau đó có thời kỳ giảm xuống mức khá thấp, hiện nay biên độ này là “+/- 3%”. Cơ chế tỷ giá này đã tồn tại đến nay là khoảng 15 năm, NHNN cũng đã điều hành tỷ giá có lên, có xuống theo cơ chế thị trường và qua đó đã phần nào khắc phục được hiện tượng đầu cơ của thời kỳ trước.

Ngoài sự biến đổi của biên độ giao dịch tỷ giá, tỷ giá bình quân trên thị trường liên ngân hàng cũng được NHNN Việt Nam điều chỉnh bám sát những biến động của nền kinh tế. Cụ thể:

Giai đoạn 2005 – 2010

Giai đoạn 2005 – 2007, tỷ giá VND/USD bình quân liên ngân hàng vẫn giữ xu hướng tăng, thể hiện đồng Việt Nam mất giá danh nghĩa so với USD.

Tỷ giá có xu hướng giảm nhẹ trong các tháng đầu năm 2008 khi dòng vốn ngoại tệ vào nước ta khá dồi dào sau đó liên tục tăng và tăng khá mạnh. Năm 2008, một năm nhiều biến động của thị trường thế giới và thị trường trong nước, NHNN đã có những can thiệp kịp thời đến thị trường ngoại hối và tỷ giá (tỷ giá chính thức được điều chỉnh

đến 5 lần) nhằm giảm sự biến động của tỷ giá đến hoạt động xuất nhập khẩu, kiềm chế lạm phát.

Năm 2009, giai đoạn đầu năm thị trường ngoại hối có dấu hiệu căng thẳng, VNĐ tiếp tục chịu sức ép giảm giá so với USD. NHNN đã phải điều chỉnh linh hoạt tỷ giá, phá giá 5,44% đồng Việt Nam vào ngày 26/11/2009.

Bảng 3.7. Diễn biến biên độ giao dịch tỷ giá VNĐ/USD được công bố trên thị trường liên ngân hàng giai đoạn 2005 – 2017

Ngày	Biên độ giao dịch
5/2005	± 0.25%
31/12/2006	± 0.5%
24/12/2007	± 0.75%
10/3/2008	± 1%
27/6/2008	± 2%
7/11/2008	± 3%
24/3/2009	± 5%
1/12/2009	± 3%
9/2/2011	± 1%
12/8/2015	± 2%
19/8/2015 - nay	± 3%

Nguồn: Tổng hợp từ NHNN Việt Nam

Ngày 10/2/2010, NHNN bất ngờ phá giá VNĐ thêm 3,3% từ 17.491 lên 18.544. Ngày 18/8/2010, NHNN điều chỉnh tỷ giá bình quân liên ngân hàng thêm 2% lên mức 1USD = 18.932 VND. Như vậy, trong chưa đầy một năm, VND đã bị mất giá khoảng 10,5%. Tỷ giá VND/USD năm 2010 cho thấy những bất ổn nội tại về kinh tế vĩ mô khi thâm hụt thương mại ngày càng tăng trong khi dự trữ ngoại hối khá mỏng.

Giai đoạn 2011 – 2017

Trong năm 2011, diễn biến tỷ giá vẫn rất phức tạp, không tuân theo quy luật khi tỷ giá biến động khá mạnh ngay từ đầu năm, đặc biệt là sau khi NHNN điều chỉnh tỷ giá bình quân liên ngân hàng tăng 9,3% vào ngày 11/2/2011. Những tháng cuối năm 2011, tỷ giá tự do bắt đầu tăng mạnh vượt trần quy định của NHNN. Từ năm 2012 đến 2014, NHNN thường xuyên đưa ra cam kết đảm bảo Việt Nam Đồng không mất giá quá 2 - 3% so với năm trước, tỷ giá hối đoái khá ổn định trên cả hai thị trường chính thức và thị trường tự do.

Giai đoạn 2012 - 2017, NHNN đã rất linh hoạt và thành công trong sử dụng tín phiếu để can thiệp chống hiệu ứng lạm phát, đồng thời duy trì được giá trị VNĐ và tăng dự trữ ngoại hối; đây là điều mà trước năm 2011, không có được và nhất là giai

đoạn 2007 khi dự trữ ngoại hối tăng lên 23 tỷ USD thì ngay sau đó là tình trạng lạm phát tương đối trầm trọng.

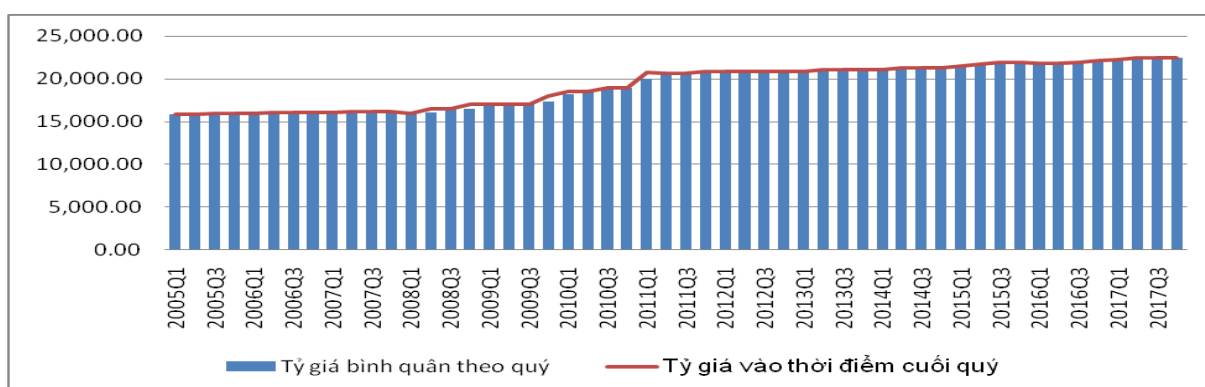
Nhờ đó thị trường ngoại hối đã có kỳ vọng về tỷ giá và mức rủi ro được xác định trước; các thông điệp được phát đi liên tục cùng với việc NHNN hấp thụ một lượng dự trữ ngoại hối lớn, VND được ổn định hóa cùng với uy tín của NHNN được khẳng định.

Ngày 12/8/2015, NHNN đã linh hoạt, kịp thời điều chỉnh biên độ tỷ giá giữa Đồng Việt Nam và Đô la Mỹ tăng từ +/-1% lên +/-2%. Ngày 19/8/2015, NHNN đã điều chỉnh tỷ giá bình quân liên ngân hàng giữa đồng Việt Nam và USD thêm 1%, đồng thời mở rộng biên độ tỷ giá từ +/-2% lên +/-3% (Bảng 3.7). Theo đánh giá của Ngân hàng Thế giới (WB), tháng 8/2015 tỷ giá có những biến động trước việc Fed tăng lãi suất và khi đồng Nhân dân tệ (CNY) phá giá, Việt Nam đã thành công trong việc linh hoạt điều hành chính sách tỷ giá, dữ liệu thống kê cho thấy VND vẫn trong tầm kiểm soát.

Ngày 31/12/2015, NHNN đã ban hành Quyết định số 2730/QĐ-NHNN về việc công bố tỷ giá trung tâm của Đồng Việt Nam với Đô la Mỹ, tỷ giá tính chéo của Đồng Việt Nam với một số ngoại tệ khác. Như vậy, cùng với kinh nghiệm và uy tín của mình NHNN đã chuyển sang một cơ chế điều hành tỷ giá mới. Theo cơ chế này, tỷ giá trung tâm của VND với USD do NHNN công bố hàng ngày là cơ sở để các NHTM xác định tỷ giá mua, tỷ giá bán của VND với Đô la Mỹ.

Biểu đồ 3.3. Diễn biến tỷ giá VND/USD giai đoạn 2005 – 2017

Đơn vị tính: USD/VND



Nguồn: IFS, IMF

Tỷ giá trung tâm của Đồng Việt Nam với Đô la Mỹ được xác định trên cơ sở tham chiếu diễn biến tỷ giá bình quân gia quyền trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng, diễn biến tỷ giá trên thị trường quốc tế của một số đồng tiền của các nước có quan hệ thương mại, vay, trả nợ, đầu tư lớn với Việt Nam, các cân đối kinh tế vĩ mô, tiền tệ và mục tiêu chính sách tiền tệ. “Tỷ giá trung tâm của Đồng Việt Nam với Đô la Mỹ” tại Quyết định này là “Tỷ giá giao dịch bình quân trên thị trường ngoại tệ liên

ngân hàng của Đông Việt Nam với Đô la Mỹ”. Cách thức điều hành tỷ giá mới cho phép tỷ giá biến động linh hoạt hàng ngày theo diễn biến cung cầu ngoại tệ trong nước, biến động trên thị trường thế giới, nhưng vẫn đảm bảo vai trò quản lý của NHNN theo định hướng điều hành chính sách tiền tệ.

3.2.3.2.4. Công cụ dự trữ bắt buộc

Dự trữ bắt buộc là số tiền mà TCTD phải gửi tại NHNN để thực hiện CSTT quốc gia. NHNN quy định tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với từng loại hình TCTD và từng loại tiền gửi tại TCTD nhằm thực hiện CSTT quốc gia. NHNN quy định việc trả lãi đối với tiền gửi dự trữ bắt buộc, tiền gửi vượt dự trữ bắt buộc của từng loại hình TCTD đối với từng loại tiền gửi.

Trước tháng 2/2008, nhằm khuyến khích các TCTD tích cực huy động vốn với kỳ hạn trên 24 tháng, dự trữ bắt buộc (DTBB) chỉ áp dụng đối với các loại tiền gửi dưới 24 tháng. Từ tháng 2/2008, dự trữ bắt buộc áp dụng đối với tất cả các loại kỳ hạn tiền gửi.

Đồng thời nhằm khuyến khích các TCTD sử dụng triệt để nguồn vốn NHNN (từ tháng 4/2004 – 2009) thay đổi phương thức trả lãi đối với DTBB bằng VND: Trả lãi DTBB và không trả lãi đối với tiền gửi vượt mức và đối với DTBB bằng ngoại tệ thị ngược lại.

Bảng 3.8. Diễn biến lãi suất tiền gửi DTBB bằng VND 2008 – 2009

Đơn vị: %

Ngày thực hiện	Lãi suất	Quyết định
01/09/2008	3,6%/năm	1907/QĐ-NHNN ngày 29/8/2008
01/10/2008	5%/năm	2133/QĐ-NHNN ngày 25/9/2008
21/10/2008	10%/năm	2321/QĐ-NHNN ngày 20/10/2008
05/12/2008	9%/năm	2950/QĐ-NHNN ngày 3/12/2008
22/12/2008	8,5%/năm	3162/QĐ-NHNN ngày 19/12/2008
01/02/2009	3,6%/năm	174/QĐ-NHNN ngày 23/1/2009
01/08/2009	1,2%/năm	1681/QĐ-NHNN ngày 17/7/2009

Nguồn: NHNN Việt Nam

Từ cuối năm 2008 và đầu năm 2009, nhằm chủ động ngăn chặn ảnh hưởng suy thoái kinh tế toàn cầu, NHNN điều chỉnh giảm tỷ lệ DTBB đối với VND và ngoại tệ hỗ trợ TCTD tăng cường cung ứng vốn cho nền kinh tế (Bảng 3.9). Cùng với việc điều chỉnh tỷ lệ DTBB, giai đoạn 2008 – 2009 với tình hình bất ổn của thị trường tiền tệ, NHNN điều chỉnh linh hoạt các loại lãi suất tiền gửi DTBB bằng VND và lãi suất vượt DTBB bằng ngoại tệ của các TCTD tại NHNN phù hợp với mục tiêu điều hành CSTT và tình hình thị trường tiền tệ trong giai đoạn này.

Từ đầu năm 2011 đến 9/2011, nhằm chủ động kiểm soát tín dụng phù hợp, góp phần ổn định thị trường tiền tệ và ngoại hối, NHNN đã điều chỉnh tăng tỷ lệ DTBB bằng ngoại tệ (Bảng 3.9). Việc điều chỉnh tăng tỷ lệ DTBB bằng ngoại tệ sẽ trực tiếp tác động đến chi phí huy động vốn bằng ngoại tệ của các TCTD; lãi suất cho vay ngoại tệ theo đó sẽ tăng, hạn chế cầu và tăng trưởng tín dụng ngoại tệ sau khi đã tăng rất mạnh vào đầu năm 2011 (18%).

Bảng 3.9. Diễn biến tỷ lệ dự trữ bắt buộc giai đoạn 2005 – 2017⁷

Đơn vị: %

Ngày áp dụng	VND ⁸			Ngoại tệ ⁹		
	Dưới 12 tháng	Từ 12 tháng đến dưới 24 tháng	Trên 24 tháng	Dưới 12 tháng	Từ 12 tháng đến dưới 24 tháng	Trên 24 tháng
Tháng 7/2004	5	2	-	4	2	-
Tháng 6/2007	10	4	-	8	4	-
Tháng 2/2008	11	5		11	5	
Tháng 11/2008	10	4		9	3	
Tháng 12/2008	6	2		7	3	
Tháng 1/2009	5	1		7	3	
Tháng 3/2009	3	1		7	3	
Tháng 2/2010	3	1		4	2	
Tháng 5/2011	3	1		6	4	
Tháng 6/2011	3	1		7	5	
Tháng 9/2011 – nay	3	1		8	6	

Nguồn: NHNN Việt Nam

Như vậy, theo văn bản số 1925/QĐ-NHNN 26/8/2011 áp dụng từ ngày 1/09/2011 tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi bằng VND áp dụng theo QĐ 379/QĐ-NHNN ngày 24/2/2009 (áp dụng từ kỳ dự trữ tháng 3/2009), tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi bằng USD áp dụng theo QĐ 1925/QĐ-NHNN ngày 26/8/2011 (áp dụng từ kỳ dự trữ tháng 9/2011). Tháng 12/2015, NHNN ban hành Thông tư 23/2015/TT-NHNN nhằm “sửa đổi bổ sung một số điều của Quy chế dự trữ bắt buộc đối với tổ

⁷ Từ trước tháng 2/2008, dự trữ bắt buộc chỉ áp dụng đối với các loại tiền gửi dưới 24 tháng. Từ tháng 2/2008, dự trữ bắt buộc áp dụng đối với tất cả các loại kỳ hạn tiền gửi.

⁸ Riêng các tổ chức tín dụng có tỷ trọng dư nợ cho vay phát triển nông nghiệp nông thôn từ 40% trở lên được áp dụng tỷ lệ DTBB thấp hơn theo Thông tư số 20/2010/TT-NHNN ngày 29/9/2010 của NHNN về hướng dẫn thực hiện các biện pháp điều hành công c

ụ CSTT để hỗ trợ các TCTD co vay phát triển nông nghiệp, nông thôn.

⁹ DTBB đối với tiền gửi bằng ngoại tệ tại NHTM nhà nước (Trừ NHNo), NHTM cổ phần đô thị, Chi nhánh nước ngoài, ngân hàng liên doanh, công ty tài chính, công ty cho thuê tài chính.

chức tín dụng ban hành kèm Quyết định 581 ngày 9-6-2003 của Thống đốc NHNN”. Theo đó, NHNN xem xét điều chỉnh giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với một số ngân hàng. Cụ thể, đối với TCTD được kiểm soát đặc biệt, Thống đốc NHNN sẽ xem xét quyết định giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc cho đến mức tối thiểu 0%. Đối với TCTD đang thực hiện phương án cơ cấu lại đã được phê duyệt, TCTD tham gia cơ cấu lại ngân hàng yếu kém theo chỉ định, Thống đốc xem xét quyết định giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc cụ thể cho từng TCTD. Nhìn tổng quan, thông tư này là hợp lý và cần thiết khi nó được đưa ra để góp phần hỗ trợ cho công cuộc tái cơ cấu, củng cố hệ thống ngân hàng Việt Nam.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 3

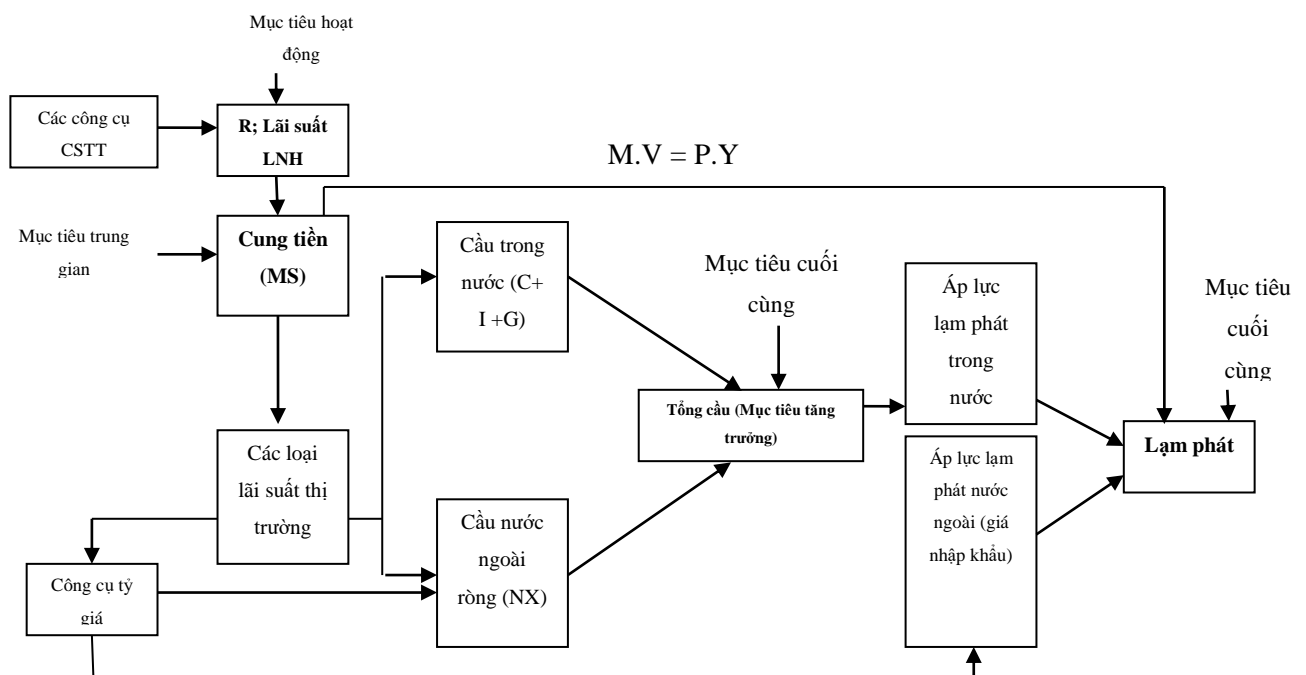
Chương 3 luận án đã khái quát tình hình kinh tế thế giới và kinh tế Việt Nam giai đoạn 2005 – 2017, qua đó đưa lại cái nhìn toàn cảnh về kinh tế vĩ mô trong nước và quốc tế. Đồng thời, chương 3 đã tập trung đi vào nghiên cứu thực trạng điều hành CSTT của NHNN Việt Nam theo hướng tiếp cận từ mục tiêu chính sách tiền tệ và các công cụ điều hành CSTT giai đoạn 2005 – 2017. Trong phần diễn biến điều hành tập trung vào các công cụ CSTT: Công cụ lãi suất, công cụ dự trữ bắt buộc, công cụ tỷ giá và nghiệp vụ thị trường mở (OMO); Và chia làm hai giai đoạn: 2005 – 2010 tăng trưởng kinh tế chậm lại, nhiều bất ổn trong nền kinh tế bộc lộ, điều hành CSTT còn lúng túng, yếu kém; 2011 – 2017 NHNN nhất quán mục tiêu kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế và đã sử dụng đồng bộ các công cụ của CSTT để xử lý vướng mắc, khó khăn, ổn định tình hình, bảo đảm an toàn, hiệu quả cho toàn hệ thống và đã đạt được nhiều kết quả khả quan.

CHƯƠNG 4: ĐÁNH GIÁ TÁC ĐỘNG CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ ĐẾN KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM GIAI ĐOẠN 2005 – 2017

4.1. ĐÁNH GIÁ ĐỊNH TÍNH TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ ĐẾN KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM

4.1.1. Cơ chế truyền dẫn tác động của chính sách tiền tệ đến tăng trưởng và lạm phát ở Việt Nam

Để xem xét tác động của CSTT đến nền kinh tế, tác giả xem xét cơ chế truyền dẫn tác động CSTT đến tăng trưởng và lạm phát ở Việt Nam (*Sơ đồ 4.1*). Với mục tiêu phân tích tác động của CSTT đến hai mục tiêu cuối cùng là tăng trưởng và lạm phát, qua đó xem xét tác động của CSTT đến ổn định kinh tế vĩ mô, trong nghiên cứu của mình tác giả xem xét sự biến động của biến số chính sách là cung tiền (M2) đến hai mục tiêu cuối cùng. Ngoài ra, tác giả cũng xem xét sự biến động của các cú sốc lãi suất, tín dụng, tỷ giá là ba kênh quan trọng trong việc truyền dẫn tác động CSTT đến tăng trưởng và lạm phát.



Nguồn: Tổng hợp từ NHNN Việt Nam

Sơ đồ 4.1. Cơ chế truyền dẫn tác động CSTT đến tăng trưởng và lạm phát ở Việt Nam

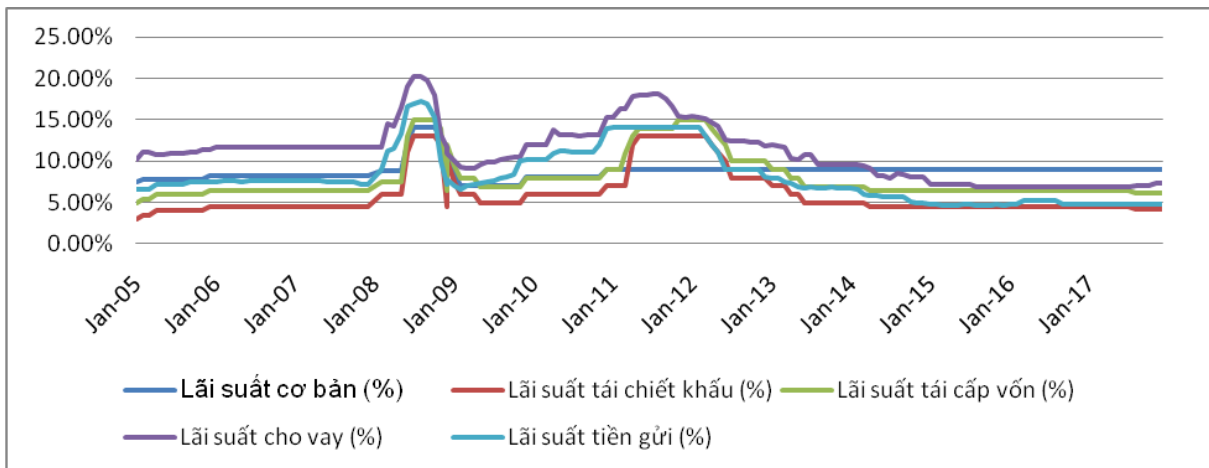
Theo sơ đồ truyền dẫn tác động CSTT ở Việt Nam (*Sơ đồ 4.1*) không thấy kênh truyền dẫn từ “giá các tài sản” và kênh “kỳ vọng và lòng tin” như ở các nước phát triển vì: Ở Việt Nam thị trường chứng khoán chưa phát triển nên tác dụng rất ít, đồng thời

hiện nay do giá các tài sản hữu hình như bất động sản ở Việt Nam hiện đang bị đánh giá quá cao do đó kênh “giá tài sản” không được xét đến. Kênh “ kỳ vọng và lòng tin” cũng không được xét đến vì đối với Việt Nam khu vực kinh tế Nhà nước còn khá lớn do đó không xuất phát từ tình trạng lãi suất để phản ứng kỳ vọng cũng như lòng tin.

4.1.2. Tác động của chính sách tiền tệ đến tăng trưởng

Trước hết, xét ảnh hưởng sự thay đổi lãi suất chỉ đạo của NHNN đến lãi suất trên thị trường tiền tệ. Có thể thấy lãi suất chỉ đạo của NHTW có cùng xu hướng biến động với lãi suất tiền gửi và lãi suất cho vay ngắn hạn trên thị trường tiền tệ (*Biểu đồ 4.1*).

Biểu đồ 4.1. Diễn biến lãi suất điều hành và lãi suất tiền gửi, lãi suất cho vay ngắn hạn giai đoạn 2005 – 2017



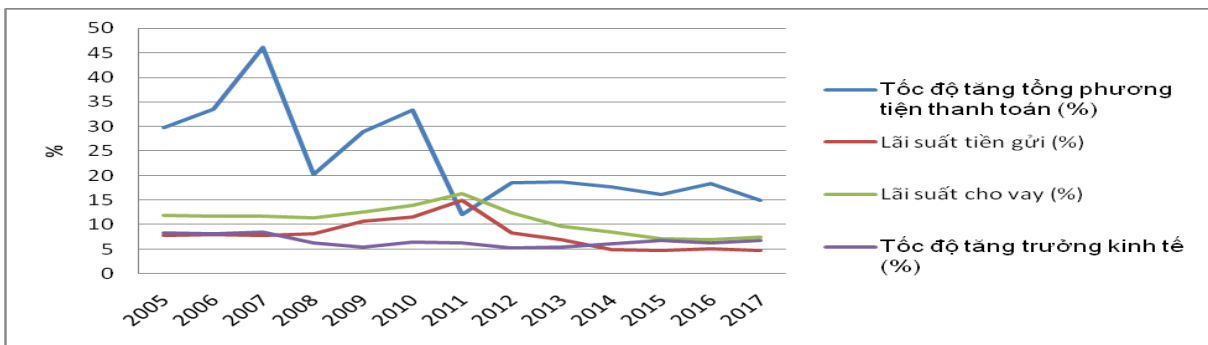
Nguồn: IFS-IMF, NHNN Việt Nam

Mặt khác, về mặt lý thuyết việc tăng cung ứng tiền tệ làm giảm lãi suất, và ngược lại. Thực tế, với việc tăng trưởng cung tiền mạnh vào năm 2007 (46,1%) nền kinh tế Việt Nam đã phải đối mặt với tình trạng lạm phát leo thang vào năm 2008, đến 2010 mức tăng cung tiền vẫn ở mức cao (33,3%) lạm phát tăng mạnh vào 2011. Ngay sau đó, với việc thắt chặt tiền tệ dẫn đến tình trạng lãi suất trên thị trường tiền tệ tăng mạnh, thị trường bất động sản và thị trường chứng khoán giảm sút và đóng băng, hoạt động sản xuất kinh doanh đình đốn, tình trạng nợ xấu gia tăng. Đối mặt với những mất cân đối lớn, nền kinh tế bộc lộ những yếu kém, hiệu quả đầu tư thấp, thị trường tài chính nhiều bất ổn. NHNN đã chủ động thực thi CSTT linh hoạt, quyết đoán trong việc kiểm soát cung tiền, lãi suất, tỷ giá, giá vàng. Từ năm 2012 CSTT đã để lại những điểm nhấn lớn như duy trì ổn định kinh tế vĩ mô thông qua việc kiểm soát lạm phát ở mức hợp lý, ổn định tỷ giá, giảm tình trạng đô la hóa, và thúc đẩy việc tăng trưởng tín dụng vào khu vực ưu tiên. Việc kiểm soát tốt mức tăng trưởng cung tiền từ 2012 đến

nay đã giúp cho mức lãi suất thị trường được kiểm soát ở mức thấp đã hỗ trợ hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp trong nền kinh tế.

Đồng thời, mối quan hệ giữa lãi suất tiền gửi và lãi suất cho vay ngắn hạn và tốc độ tăng trưởng kinh tế có mối quan hệ ngược chiều (Biểu đồ 4.2). Điều này là phù hợp với lý thuyết kinh tế vĩ mô, khi lãi suất tăng sẽ giảm tiêu dùng, đầu tư và xuất khẩu ròng từ đó giảm tổng cầu của nền kinh tế và làm giảm sản lượng, tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế bị giảm sút. Những năm gần đây, khi lãi suất thị trường tiền tệ ở mức thấp, được kiểm soát, tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế cũng đã được cải thiện, tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế năm 2015 đạt mức 6,7% tăng trưởng kinh tế năm 2016 là 6,21% thấp hơn kế hoạch nhưng chỉ số CPI được giữ ở mức thấp hơn kế hoạch. Năm 2017 tốc độ tăng trưởng tăng lên là 6,81% vượt mục tiêu đề ra cho thấy những dấu hiệu khả quan trong tăng trưởng kinh tế của Việt Nam.

Biểu đồ 4.2. Tốc độ tăng tổng phương tiện thanh toán, tốc độ tăng trưởng kinh tế và lãi suất cho vay, lãi suất tiền gửi giai đoạn 2005 – 2017



Nguồn: IMF, GSO, NHNN

Để thấy rõ hơn tác động của lãi suất thị trường tiền tệ đến tổng cầu của nền kinh tế qua đó tác động đến sản lượng, tăng trưởng kinh tế, tác giả xem xét sự thay đổi lãi suất trên thị trường tiền tệ đến các cấu phần trong tổng cầu nền kinh tế và mối quan hệ của tỷ giá đến xuất khẩu ròng (Bảng 4.1).

Bên cạnh đó, sự thay đổi của cung tiền và lãi suất trên thị trường tiền tệ có ảnh hưởng đến các cấu phần của tổng cầu phù hợp với lý thuyết (Biểu đồ 4.3). Với việc tăng lên của cung tiền giai đoạn 2005 - 2007, khi đó tốc độ tăng tỷ lệ tích lũy tài sản, tốc độ tăng của tiêu dùng cuối cùng và tăng trưởng kinh tế ở mức cao. Khi nền kinh tế đối mặt với lạm phát cao và tăng trưởng nóng vào năm 2008, NHNN thực hiện các biện pháp thắt chặt cung tiền nhằm kiểm soát lạm phát, lãi suất bắt đầu có xu hướng tăng, cùng với đó là sự sụt giảm của tiêu dùng và đầu tư, tốc độ tăng trưởng kinh tế năm 2009 sụt giảm. Nhằm ngăn chặn đà suy giảm của nền kinh tế, CSTT được nới lỏng hơn đã kích thích tiêu dùng, và đầu tư. Đến năm 2011 khi lạm phát quay trở lại lãi suất được đẩy lên khiến đầu tư, tiêu dùng sụt giảm mạnh. Như vậy, khi lãi suất trên

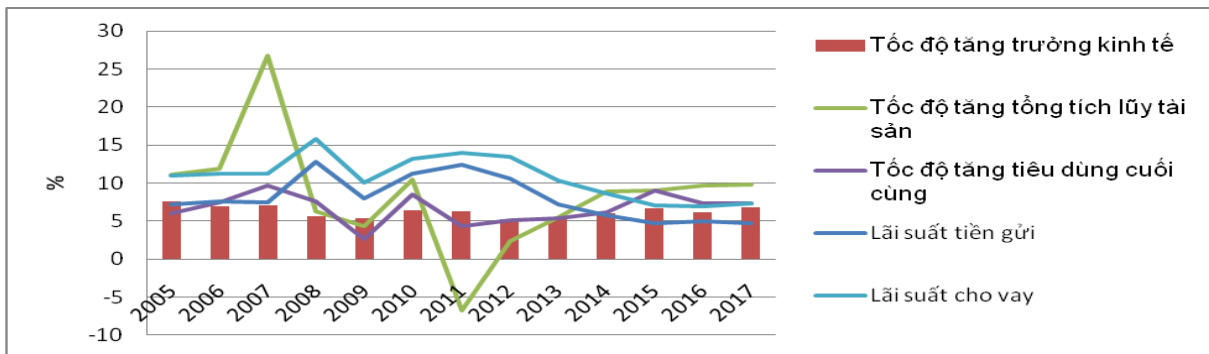
Bảng 4.1. Tăng trưởng kinh tế theo các cấu phần của tổng cầu*(Theo giá hiện hành)*

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016*	2017*
Giá trị (Nghìn Tỷ đồng)													
TỔNG SỐ	914,001	1.061,565	1.246,769	1.616,047	1.809,149	2.157,828	2.779,880	3.245,419	3.584,262	3.937,856	4.192,862	4.502,733	5.007,857
Tổng tích lũy tài sản	308,543	366,629	493,300	589,746	672,326	770,211	827,032	884,160	956,124	1.056,632	1.160,447	1.196,739	1.314,019
Tiêu dùng cuối cùng	648,519	749,688	918,388	1.236,265	1.343,691	1.565,602	2.008,700	2.285,623	2.566,803	2.838,048	3.115,085	3.379,404	3.627,79
Xuất khẩu ròng	-30,307	-30,873	-169,182	-220,495	-187,557	-177,215	-114,887	113,697	77,350	128,965	33,169	115,342	-
Sai số	-12,755	-23,880	4,263	10,531	-19,310	-770	59,036	-38,061	-16,015	-85,789	-115,839	-188,752	-
Cơ cấu (%)													
TỔNG SỐ	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Tổng tích lũy tài sản	33,76	34,54	39,57	36,49	37,17	35,69	29,75	27,24	26,68	26,83	27,68	26,58	26,23
Tiêu dùng cuối cùng	70,96	70,62	73,66	76,50	74,27	72,55	72,26	70,43	71,61	72,07	74,29	75,05	72,44
Xuất khẩu ròng	-3,32	-2,91	-13,57	-13,64	-10,37	-8,21	-4,13	3,50	2,16	3,28	0,79	2,56	-
Sai số	-1,40	-2,25	0,34	0,65	-1,07	-0,03	2,12	-1,17	-0,45	-2,18	-2,76	-4,19	-

Nguồn: Tổng cục thống kê

thị trường tiền tệ thay đổi sẽ tác động đến tiêu dùng, đầu tư qua đó tác động đến tổng cầu. Tuy nhiên, tác động của việc thay đổi lãi suất đến các cấu phần của GDP không phải là tức thời mà có độ trễ, và sự thay đổi của đầu tư trước sự thay đổi của lãi suất là nhạy cảm hơn so với sự thay đổi của tiêu dùng. Từ năm 2012 khi lãi suất điều hành được điều chỉnh giảm, lãi suất trên thị trường tiền tệ giảm theo, thị trường tiền tệ ổn định, qua đó đầu tư tăng, ổn định mức tiêu dùng cuối cùng góp phần vào phục hồi tăng trưởng kinh tế.

Biểu đồ 4.3. Tốc độ tăng trưởng GDP, tích lũy tài sản và tiêu dùng cuối cùng và lãi suất tiền gửi, lãi suất cho vay ngắn hạn giai đoạn 2005 - 2017



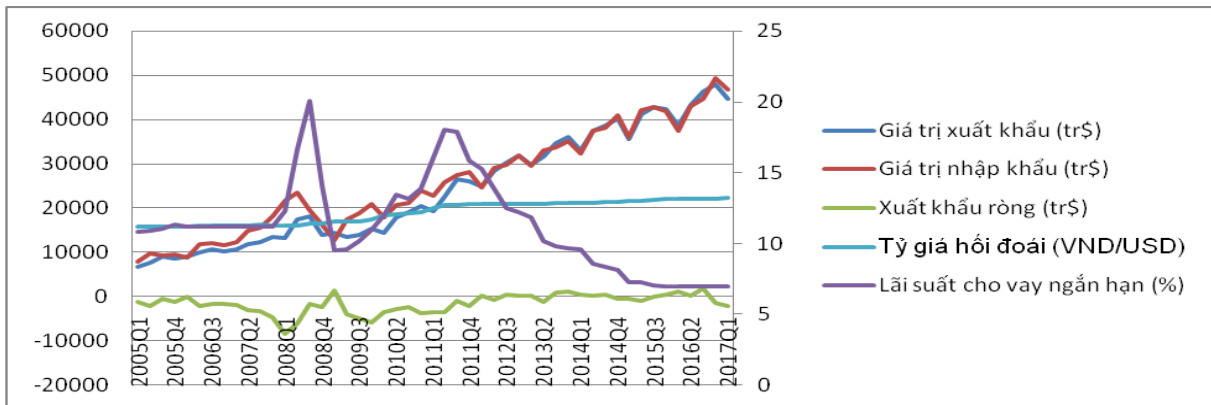
Nguồn: Tính toán và tổng hợp từ Tổng cục thống kê, IFS

Xét ảnh hưởng của sự thay đổi của xuất khẩu ròng cần xem xét từ sự thay đổi của lãi suất trên thị trường tiền tệ và cả sự thay đổi của tỷ giá. Giai đoạn 2008 - 2011 khi lãi suất cao đã ảnh hưởng xấu đến cán cân thương mại của Việt Nam gây ra tình trạng thâm hụt cán cân thương mại lớn (Biểu đồ 4.4).

Từ 2012 đến nay khi lãi suất được ổn định ở mức thấp cán cân thương mại đã được cải thiện, sau một giai đoạn dài Việt Nam đối mặt với tình trạng thâm hụt cán cân thương mại, từ năm 2012 Việt Nam đã có thặng dư thương mại cũng là yếu tố quan trọng góp phần vào phục hồi tăng trưởng kinh tế. Đồng thời, NHNN đã hết sức nỗ lực và kiên định với mục tiêu tỷ giá ổn định, có sự linh hoạt phù hợp với diễn biến thị trường tài chính quốc tế, điều đó thể hiện uy tín, năng lực can thiệp ngoại hối và kinh nghiệm điều hành của NHNN được cải thiện hơn rất nhiều trong những năm gần đây, NHNN đã kiểm soát tốt trên góc độ chủ động và phạm vi đủ rộng ở tầm vĩ mô góp phần cải thiện cán cân thương mại, tăng trưởng kinh tế.

Tuy nhiên, giá trị gia tăng trong hoạt động xuất khẩu của Việt Nam còn thấp, sản xuất thay thế hàng nhập khẩu thì phụ thuộc thị trường thế giới, nên những biến động trên thị trường thế giới thường tác động tiêu cực đến đầu vào, đầu ra của sản xuất kinh doanh, tác động đến tăng trưởng kinh tế của Việt Nam.

Biểu đồ 4.4. Tỷ giá hối đoái, giá trị xuất khẩu, giá trị nhập khẩu, xuất khẩu ròng và lãi suất cho vay ngắn hạn giai đoạn 2005 – 2017



Nguồn: Tổng hợp số liệu từ IFS, GSO, NHNN

Hơn nữa, khi xét đến các yếu tố ảnh hưởng đến tăng trưởng cần phải xét đến các nguồn lực kinh tế hiện nay, các yếu tố sản xuất cơ bản là lao động, vốn, đất đai, công nghệ hiện còn thiên lệch và thiếu ổn định cũng làm cho tăng trưởng kinh tế của Việt Nam rất khó đạt được tốc độ tăng trưởng cao và ổn định.

4.1.3. Tác động của chính sách tiền tệ đến lạm phát

Lạm phát được hiểu là sự gia tăng mặt bằng giá chung của hàng hóa và dịch vụ trong nền kinh tế. Nguyên nhân dẫn đến lạm phát về mặt lý thuyết đã được thống nhất rộng rãi (tổng cầu tăng gây ra lạm phát; CSTT nói lỏng quá mức là một trong những nguyên nhân chính làm tổng cầu tăng), hay lạm phát do chi phí đẩy (chi phí sản xuất tăng làm giảm tổng cung và gây ra lạm phát) và kỳ vọng lạm phát (lạm phát hiện tại chịu ảnh hưởng lạm phát từ trong quá khứ).

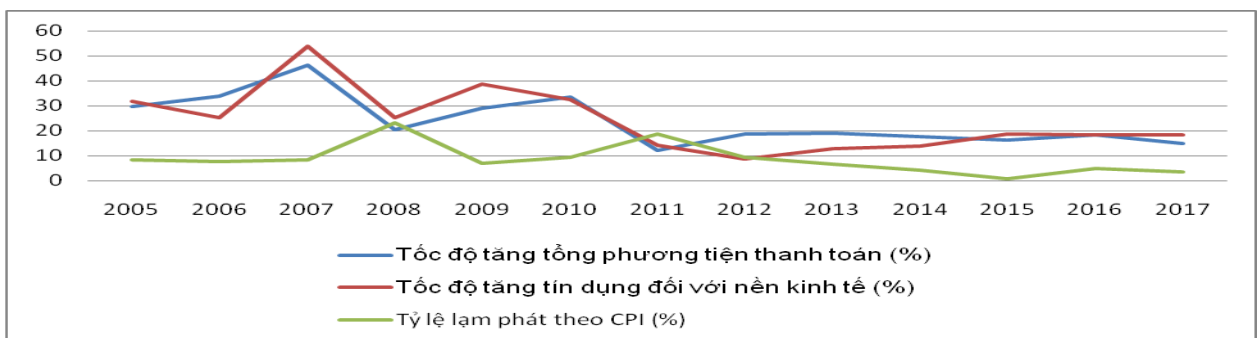
Trước hết, xét tác động của CSTT đến lạm phát qua kênh cung tiền:

Thông qua lý thuyết lượng hóa, các nghiên cứu đều thừa nhận mối quan hệ giữa tiền tệ và lạm phát, các nghiên cứu chỉ ra rằng khả năng ảnh hưởng chạy từ giá tới tiền tệ là nhỏ so với ảnh hưởng chạy từ tiền sang giá và tiền tệ được xác định như biến ngoại sinh. Năm 1960, Miton Friedman khẳng định: “*Lạm phát bao giờ và ở đâu cũng là hiện tượng tiền tệ*”.

Đối với nền kinh tế Việt Nam, sau một giai đoạn lạm phát ở mức thấp, tương đối ổn định, năm 2004 lạm phát tăng lên đến 9,5%, do một số nguyên nhân trong đó có sự tác động của việc tăng cung tiền và tốc độ tăng trưởng tín dụng khá cao diễn ra trong giai đoạn 1999 – 2003. Năm 2006 lạm phát có giảm nhẹ so với hai năm 2004-2005, tuy nhiên khi NHNN thực hiện CSTT nói lỏng cùng kỳ vọng lạm phát đã dẫn đến lạm phát thực tế tăng lên ở giai đoạn tiếp theo của chu kỳ kinh tế. CSTT nói lỏng trong giai đoạn này được coi là nguyên nhân chính dẫn đến tình trạng lạm phát tăng cao.

Với sự gia tăng mạnh mẽ của cung tiền và tăng trưởng tín dụng vào năm 2007 đã khiến cho tỷ lệ lạm phát bị đẩy lên cao ở mức gần 23,1% vào năm 2008. Hai năm tiếp theo 2009, 2010 cung tiền và tăng trưởng tín dụng ở mức cao dẫn đến năm 2011 lạm phát lại tiếp tục gia tăng ở mức 18,7% (Biểu đồ 4.5). Nguyên nhân chính dẫn đến tình trạng lạm phát leo thang năm 2008, 2011 là do sự tăng trưởng quá nóng của tiền tệ, thuộc về vấn đề tiền tệ. Từ năm 2012 đến nay với sự điều hành linh hoạt CSTT của NHNN Việt Nam với mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô, tăng trưởng cung tiền và tín dụng được kiểm soát, lạm phát đã được kiểm soát ở mức thấp.

Biểu đồ 4.5. Tốc độ tăng tổng phương tiện thanh toán, tín dụng đối với nền kinh tế và tỷ lệ lạm phát theo CPI của Việt Nam giai đoạn 2005 – 2017



Nguồn: Tổng hợp số liệu từ IFS, GSO

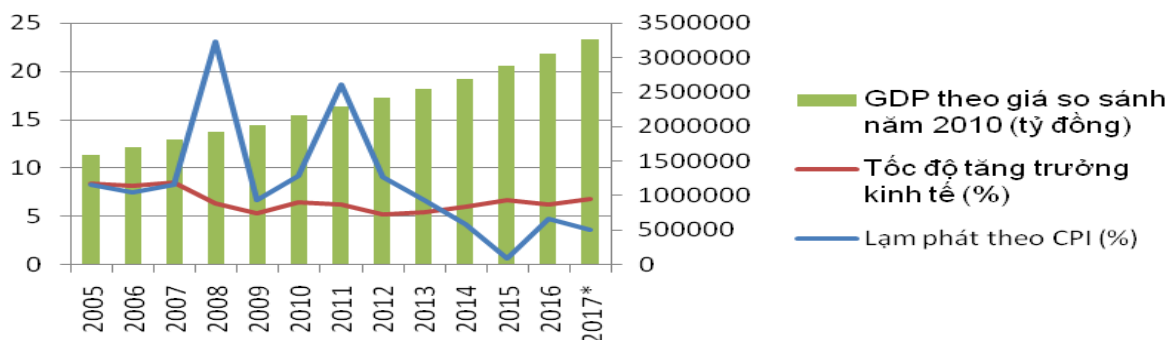
Xét tác động của tổng cầu đến lạm phát:

Lạm phát cơ bản cho biết xu hướng giá cả trong dài hạn, đã loại bỏ những thay đổi về giá có tính nhất thời, mùa vụ. Nói cách khác, rõ ràng hóa tính lạm phát cơ bản không bao gồm các hàng hóa có giá biến động mạnh như thực phẩm và năng lượng như đối với trường hợp tính lạm phát. Khi giá tăng chậm (lạm phát hoặc lạm phát cơ bản thấp), điều này không nhất thiết có nghĩa là tổng cầu tăng chậm, hay nền kinh tế trì trệ. Rất nhiều biện pháp đã được Chính phủ và NHNN kết hợp sử dụng nhưng lạm phát vẫn ở mức cao kể từ 2005 đến 2011, tốc độ tăng trưởng sụt giảm trong giai đoạn này. Có nhiều lý do để giải thích về tình trạng này của nền kinh tế là do: (i) Trong giai đoạn này có sự gia tăng tiền lương tối thiểu; (ii) Sự gia tăng giá cả hàng hóa trên thị trường thế giới; (iii) Chính sách tiền tệ nới lỏng; (iv) Chính sách quản lý tỷ giá cứng nhắc, thiếu linh hoạt; (v) Việt Nam trở thành thành viên của tổ chức WTO vào cuối năm 2006 khiến cho luồng vốn đầu tư trực tiếp và gián tiếp nước ngoài đổ vào Việt Nam tăng mạnh, nợ nước ngoài tăng...

Từ năm 2012 đến nay, chúng ta đã thấy một bức tranh kinh tế trong đó tăng trưởng GDP ở mức khá và tổng cầu vẫn tích cực có xu hướng tăng lên trong khi mặt bằng giá cả ổn định. Hàng tồn kho tuy có xu hướng giảm ở một số thời điểm trong một số lĩnh vực nhưng vẫn ở mức lớn, tỷ giá chỉ mới được điều chỉnh nhẹ gần đây, kỳ vọng

lạm phát đã giảm đi với tiền gửi VND vẫn tăng mạnh, tổng mức bán lẻ và luân chuyển hàng hóa vẫn tăng khả quan, Nhà nước tiếp tục khống chế giá xăng dầu, dịch vụ y tế, giá sữa, giá năng lượng,... Việt Nam đã thành công trong việc khống chế và kiểm soát giá cả, tiền lương; do chính sách “neo” tỷ giá để giá hàng nhập khẩu không tăng lên, do có sự điều chỉnh cơ cấu tín dụng theo hướng tập trung vào sản xuất kinh doanh và nâng cao hiệu quả sử dụng vốn, kiểm chế tăng trưởng tín dụng ở mức hợp lý.

Biểu đồ 4.6. GDP theo giá so sánh năm 2010, tốc độ tăng trưởng kinh tế và tỷ lệ lạm phát theo CPI giai đoạn 2005 – 2017



Nguồn: GSO, IFS

Kết quả cho thấy giai đoạn 2012-2017 môi trường kinh tế vĩ mô ổn định hơn, hỗ trợ tháo gỡ khó khăn cho doanh nghiệp, nền kinh tế bắt đầu có những dấu hiệu phục hồi khả quan. Tăng trưởng GDP giai đoạn 2005-2017 cho thấy xu hướng hồi phục tăng trưởng đã rõ nét hơn trong những năm gần đây.

Xét tác động của chính sách tỷ giá đến lạm phát:

Khi tỷ giá hối đoái tăng lên, đồng VND bị mất giá so với đồng ngoại tệ, sức mua đồng nội tệ bị giảm, sẽ khuyến khích xuất khẩu và hạn chế nhập khẩu. Điều này làm gia tăng lạm phát theo ba hướng: (i) Xuất khẩu ròng là một trong những thành tố của AD, khi xuất khẩu tăng, nhập khẩu giảm sẽ dẫn đến xuất khẩu ròng tăng lên, tổng cầu tăng dẫn đến lạm phát (lạm phát do cầu kéo); (ii) Xuất khẩu tăng làm cho lượng ngoại tệ trong nền kinh tế tăng lên, nếu NHNN can thiệp mua ngoại tệ vào nhằm ổn định tỷ giá danh nghĩa mà không kịp thời có biện pháp hút VND về thì sẽ làm tăng cung VND gây ra lạm phát; Ngay cả NHNN không can thiệp thì áp lực tăng khối lượng tiền trong lưu thông vẫn cao do các nhà xuất khẩu đổi ngoại tệ cho các NHTM lấy nội tệ để đầu tư cho sản xuất hoặc tiêu dùng tạo áp lực tăng lạm phát; (iii) Tỷ giá tăng lên làm cho giá cả hàng hóa nhập khẩu tính bằng nội tệ tăng từ đó tăng mặt bằng giá cả hàng hóa chung gây áp lực tăng lạm phát.

“*Vòng luẩn quẩn*” được tạo ra khi nền kinh tế bị lạm phát, giá hàng hóa sản xuất ở trong nước sẽ cao hơn giá hàng hóa cùng loại sản xuất ở nước ngoài, điều này sẽ làm cho nhập khẩu tăng, hạn chế xuất khẩu. Cầu về ngoại tệ tăng trong điều kiện cung về ngoại tệ không đổi sẽ làm cho tỷ giá tiếp tục tăng. Do vậy, nền kinh tế rơi vào vòng luẩn quẩn “*tỷ giá – lạm phát – tỷ giá*”.

Bắt đầu từ năm 2004, 2005 nền kinh tế đối mặt với tình trạng lạm phát tăng cao. Đến năm 2006 lạm phát có xu hướng giảm nhẹ so với hai năm trước, xong do NHNN thực hiện chính sách tiền tệ nới lỏng cùng kỳ vọng lạm phát đã dẫn đến lạm phát đã tăng lên ở giai đoạn tiếp sau của chu kỳ kinh tế. Khi Việt Nam gia nhập WTO vào cuối năm 2006 luồng vốn nước ngoài vào Việt Nam tăng mạnh. Để ổn định tỷ giá có lợi cho xuất khẩu và đầu tư, tăng khả năng cạnh tranh hàng hóa trong nước, NHNN đã bỏ ra hàng trăm nghìn tỷ VND để hút ngoại tệ vào, làm tổng phương tiện thanh toán trong lưu thông gây ra áp lực lạm phát. Như vậy, nguyên nhân tình trạng lạm phát cao trong năm 2008 ngoài lý do từ tiền tệ, còn phải kể đến nguyên nhân thuộc về chính sách tỷ giá.

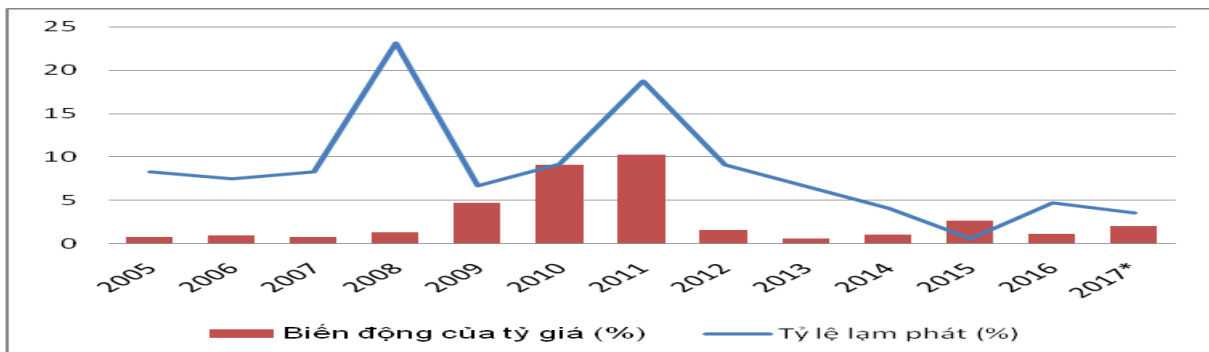
Trong suốt một thời gian dài NHNN đã “neo” tỷ giá vào đồng USD, NHNN trong nhiều giai đoạn còn cam kết thực hiện đồng VND mất giá không quá 1% trong một năm. Tỷ giá của VND so với USD không biến động nhiều, trong khi đồng USD mất giá nhiều so với đồng tiền mạnh khác. Đặc biệt cuối năm 2009 và 2010 đồng USD mất giá mạnh so với các đồng tiền khác, làm đồng VND mất giá so với đồng tiền khác trở lên trầm trọng, góp phần làm gia tăng lạm phát. Khi lạm phát tăng NHNN lại thực hiện CSTT thắt chặt tiền tệ đã đẩy lãi suất VND tăng cao vào thời điểm năm 2008 và cuối năm 2010, điều này đã dẫn đến Việt Nam rơi vào vòng xoáy thứ hai là “*tỷ giá – lạm phát – tỷ giá*”.

Trong giai đoạn khủng hoảng kinh tế thế giới vào hai năm 2008 và 2009 đã góp phần làm giảm lạm phát vào hai năm 2009 và 2010 do giá hàng hóa quốc tế giảm và tổng cầu giảm. Tuy nhiên, năm 2009 khi Chính phủ thực hiện gói kích cầu cùng với việc mở rộng cung tiền và tín dụng khiến cho lạm phát gia tăng trở lại vào hai năm 2010 và 2011.

Năm 2011, ngay từ đầu năm Chính phủ đã đưa ra Nghị Quyết 11 với trọng tâm ưu tiên chính sách năm 2011 là ổn định kinh tế vĩ mô, giảm thâm hụt cán cân thương mại và kiểm soát tốt lạm phát, đồng thời nhấn mạnh nguyên tắc thị trường trong điều hành CSTT. Tuy nhiên, diễn biến thực tế vẫn chưa đạt được kết quả như mong muốn, lạm phát năm 2011 vẫn ở mức rất cao lên tới 18,7% đây là mức rất cao trong giai đoạn 2005 – 2017 chỉ thấp hơn năm 2008.

Giai đoạn 2012 - 2017, NHNN đã rất linh hoạt và thành công trong sử dụng tín phiếu để can thiệp chống hiệu ứng lạm phát, đồng thời duy trì được giá trị VND và tăng dự trữ ngoại hối; đây là điều mà trước năm 2011, không có được và nhất là giai đoạn 2007 khi dự trữ ngoại hối tăng lên 23 tỷ USD thì ngay sau đó là tình trạng lạm phát tương đối trầm trọng... Đồng thời những năm gần đây, NHNN thường có cam kết đảm bảo Việt Nam Đồng (VND) không mất giá quá 2 - 3% so với năm trước, đã có mở rộng biên độ đảm bảo sự điều hành linh hoạt tỷ giá. Nhờ đó thị trường ngoại hối đã có kỳ vọng về tỷ giá và mức rủi ro được xác định trước; các thông điệp được phát đi liên tục cùng với việc NHNN hấp thụ một lượng dự trữ ngoại hối lớn, VND được ổn định hóa cùng với uy tín của NHNN được khẳng định.

Biểu đồ 4.7. Diễn biến tỷ giá và tốc độ tăng CPI giai đoạn 2005 – 2017



Nguồn: GSO và IFS

Ngày 31/12/2015, NHNN đã ban hành Quyết định số 2730/QĐ-NHNN về việc công bố tỷ giá trung tâm của Đồng Việt Nam với Đô la Mỹ, tỷ giá tính chéo của Đồng Việt Nam với một số ngoại tệ khác. Như vậy, cùng với kinh nghiệm và uy tín của mình NHNN đã chuyển sang một cơ chế điều hành tỷ giá mới. Theo cơ chế này, tỷ giá trung tâm của VND với USD do NHNN công bố hàng ngày là cơ sở để các NHTM xác định tỷ giá mua, tỷ giá bán của VND với Đô la Mỹ.

Theo đánh giá của Ngân hàng Thế giới (WB), tháng 8/2015 tỷ giá có những biến động trước việc Fed tăng lãi suất và khi đồng Nhân dân tệ (CNY) phá giá. Vào thời điểm cuối năm 2015 tỷ giá đã ổn định lại, dữ liệu thống kê cho thấy VND vẫn trong tầm kiểm soát; NHNN đã hết sức nỗ lực và kiên định với mục tiêu tỷ giá ổn định, có sự linh hoạt phù hợp với diễn biến thị trường tài chính quốc tế. Tình trạng mất niềm tin vào hệ thống ngân hàng hay vào VND như thời điểm 10/2010 đã không xảy ra, điều đó thể hiện uy tín, năng lực can thiệp ngoại hối và kinh nghiệm điều hành của NHNN được cải thiện hơn rất nhiều, NHNN đã kiểm soát tốt trên góc độ chủ động và phạm vi đủ rộng ở tầm vĩ mô.

4.2. ĐÁNH GIÁ ĐỊNH LƯỢNG TÁC ĐỘNG CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ ĐẾN KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM

4.2.1. Ứng dụng mô hình VAR kiểm định tác động của chính sách tiền tệ đến tăng trưởng và lạm phát ở Việt Nam

4.2.1.1. Các biến trong mô hình VAR

Để xem xét tác động của CSTT đến tăng trưởng và lạm phát ở Việt Nam tác giả sử dụng mô hình VAR. Mô hình VAR cấp k tổng quát có dạng như sau: $Y_t = A_1 Y_{t-1} + A_2 Y_{t-2} + \dots + A_k Y_{t-k} + s_t + \varepsilon_t$. Trong đó: A_i là ma trận vuông cấp m , $i = 1, 2, \dots, k$; $s_t = (s_{1t}, s_{2t}, s_{3t}, \dots, s_{mt})'$; Y bao gồm m biến ngẫu nhiên dừng; ε_t là vectơ nhiễu trắng; s_t vectơ các yếu tố xác định, có thể bao gồm hằng số, xu thế tuyến tính hoặc đa thức. Mô hình VAR ứng dụng trong luận án là mô hình nhiều biến. Khi xem xét sự thay đổi cung tiền, biến số này không tác động trực tiếp tới các biến mục tiêu cuối cùng là tăng trưởng và lạm phát mà qua các kênh truyền dẫn.

Cơ chế tác động của CSTT đến tăng trưởng và lạm phát ở Việt Nam, được mô tả bởi (Sơ đồ 4.1). Theo đó sự thay đổi CSTT của NHNN được thể hiện qua biến cung tiền (M2) là biến số đại diện biến chính sách. Các biến lãi suất cho vay ngắn hạn (R), tỷ giá bình quân liên ngân hàng (E), tín dụng đối với nền kinh tế (CRE) đại diện cho 3 kênh truyền dẫn lãi suất, tỷ giá, tín dụng. Mục tiêu cuối cùng của CSTT là tăng trưởng và lạm phát được thể hiện qua biến GDP theo giá so sánh 2010 (GDPR) và chỉ số giá tiêu dùng (CPI). Ngoài 6 biến số nội sinh trong mô hình là CPI, GDPR, M2, CRE, R, E, tác giả đưa thêm vào mô hình của mình biến giá quốc tế (PW) là biến ngoại sinh (Bảng 4.2).

Trong các biến số đưa vào mô hình hai biến CPI và GDPR đã được hiệu chỉnh theo mùa vụ theo phương pháp trung bình trượt, nhằm đảm bảo các cú sốc phản ánh những thay đổi so với xu thế dài hạn của các biến đó.

Các biến CPI, GDPR, M2, CRE, R, E, PW sau khi được log hóa có ký hiệu lần lượt là LCPI, LGDPR, LM2, LCRE, LR, LE, LPW và sai phân của các chuỗi dữ liệu đã được log hóa được ký hiệu là DLCPI, DLM2, DLGDP, DLCRE, DLR, DLE, DLPW.

Với cấu trúc mô hình như vậy tác giả sẽ xem xét sự tăng lên của cung tiền đến các biến nội sinh còn lại trong mô hình. Đồng thời sẽ xem xét phản ứng của lạm phát và tăng trưởng kinh tế trước các cú sốc khác nhau.

Bảng 4.2. Các biến trong mô hình VAR

STT	Ký hiệu	Tên biến	Nguồn
1	CPI	Chỉ số giá tiêu dùng	TCTK, IFS
2	GDPR	GDP theo giá so sánh 2010	TCTK
3	M2	Tổng phương tiện thanh toán	IFS, NHNN
4	CRE	Tín dụng đối với nền kinh tế	IFS
5	R	Lãi suất cho vay bình quân VND	IFS
6	E	Tỷ giá bình quân liên ngân hàng NHNN công bố	IFS, NHNN
7	Pw	Chỉ số giá tiêu dùng thế giới	IFS

4.2.1.2. Kiểm tra tính ổn định của chuỗi số liệu

Trước khi tiến hành các bước phân tích cụ thể, tác giả tiến hành việc kiểm tra tính ổn định của các chuỗi số liệu (Bao gồm 52 quan sát, số liệu theo quý, từ quý I/2005 đến quý IV/2017). Trước hết tác giả kiểm tra tính dừng của các biến đưa vào mô hình.

a. Xét tính dừng của các biến được đưa vào mô hình

Để kiểm định tính dừng của các biến sau khi đã được logarit hóa tác giả thực hiện kiểm định đơn vị, kết quả được thể hiện ở (Bảng 4.3).

Bảng 4.3. Kiểm định tính dừng của các biến bằng kiểm định ADF

Biến	ADF	Test critical values:		
		1% level	5% level	10% level
LGDP	-2.944139	-4.161144	-3.506374	-3.183002
DLGDP	-8.283105	-3.577723	-2.925169	-2.600658
LCPI	-0.040702	-4.148465	-3.500495	-3.179617
DLCPI	-5.074275	-3.568308	-2.921175	-2.598551
LR	-1.853409	-4.148465	-3.500495	-3.179617
DLR	-4.451171	-3.568308	-2.921175	-2.598551
LE	-0.855260	-4.148465	-3.500495	-3.179617
DLE	-4.755688	-3.568308	-2.921175	-2.598551
LM2	-1.556591	-4.148465	-3.500495	-3.179617
DLM2	-5.125588	-3.568308	-2.921175	-2.598551
LCRE	-1.356044	-4.148465	-3.500495	-3.179617
DLCRE	-7.019072	-3.568308	-2.921175	-2.598551
LPw	-4.314977	-4.148465	-3.500495	-3.179617
DLPw	-10.24913	-3.568308	-2.921175	-2.598551

Nguồn: Kết quả mô hình

Từ kết quả của *Bảng 4.3* ta thấy chuỗi LPw dừng tại mức ý nghĩa 1% (5%, 10%), sai phân của các chuỗi còn lại DLGDPR, DLCPI, DLR, DLE, DLM2, DLCRE đều dừng ở mức ý nghĩa 1% (5%, 10%). Với kết quả kiểm định tính dừng như trên trong mô hình VAR, tất cả các biến sẽ lấy ở sai phân bậc 1.

Chuỗi dữ liệu trong nghiên cứu này là số liệu theo quý trong giai đoạn từ quý I năm 2005 đến quý IV năm 2017 với tất cả 52 quan sát, tuy nhiên do chạy theo các biến trễ và lấy sai phân của các biến nên số quan sát còn lại để chạy VAR là 45.

b. Xác định độ trễ tối ưu

Để thu được kết quả chính xác từ mô hình VAR, một việc rất quan trọng là phải xác định độ trễ tối ưu của mô hình. Sau khi chạy VAR và sử dụng kiểm định để xác định số thời kỳ trễ tối ưu, theo các tiêu chuẩn thống kê LR, FPE, AIC, HQ trễ tối ưu là 3 (*Phụ lục 2*).

c. Kiểm định nhân quả Granger

Theo kết quả kiểm định nhân quả Granger (*Phụ lục 3*), với mức ý nghĩa 5% có thể khẳng định: Cung tiền M2 có mối quan hệ nhân quả với CPI; Tín dụng có mối quan hệ nhân quả với CPI; CPI có mối quan hệ nhân quả với lãi suất; Lãi suất có mối quan hệ nhân quả với GDP_R; Cung tiền M2 có mối quan hệ với tín dụng đối với nền kinh tế; Lãi suất có mối quan hệ với tín dụng; Tín dụng có mối quan hệ với lãi suất; Giá quốc tế có mối quan hệ với tỷ giá; Tỷ giá có mối quan hệ với giá quốc tế. Với mức ý nghĩa 10% thì có thể khẳng định thêm: Giá quốc tế có mối quan hệ với tín dụng; Tỷ giá có mối quan hệ với lãi suất.

d. Kiểm định tương quan chuỗi

Kết quả kiểm định cho thấy mô hình không bị tương quan chuỗi (các giá trị Prob > 0,1) (*Phụ lục 4*).

f. Kiểm định tính ổn định của mô hình

Mô hình VAR thỏa mãn điều kiện ổn định bởi các nghiệm đều nằm trong đường tròn đơn vị (các nghiệm có môđun nhỏ hơn 1) (*Phụ lục 5*).

4.2.1.3. Kết quả mô hình

Sau khi kiểm tra tính dừng, xác định độ trễ tối ưu và kiểm định nhân quả Granger, kiểm định tương quan chuỗi và kiểm định tính ổn định của mô hình tác giả tiến hành ước lượng mô hình (*Bảng 4.4*).

Bảng 4.4. Kết quả ước lượng mô hình VAR

Vector Autoregression Estimates

Date: 05/17/18 Time: 15:47

Sample (adjusted): 2006Q4 2017Q4

Included observations: 45 after adjustments

Standard errors in () & t-statistics in []

	DLCPI	DLGDPR	DLM2	DLCRE	DLE	DLR
DLCPI(-1)	0.297168	-0.110710	-0.425440	-0.566503	-0.226717	0.919573
DLCPI(-2)	0.223144	-0.083695	-0.238227	-0.173512	0.077245	-1.233870
DLCPI(-3)	-0.404925	0.030634	0.827550	0.061997	-0.173582	-2.204003
DLGDPR(-1)	0.156917	-0.642317	-0.313330	0.761137	-0.011544	-2.819376
DLGDPR(-2)	-1.799232	-0.613798	-0.043734	-1.869044	-0.578000	-7.216805
DLGDPR(-3)	-0.172162	-0.284900	-0.949159	-2.561609	-0.577105	-1.615510
DLM2(-1)	-0.060320	-0.034986	0.535939	0.356715	-0.025890	-1.501502
DLM2(-2)	0.114132	0.048150	0.184264	0.634944	0.112390	0.260141
DLM2(-3)	-0.084762	-0.013141	0.046445	-0.034180	0.055874	-0.515055
DLCRE(-1)	0.224384	0.016975	-0.183515	-0.147018	-0.044987	1.557241
DLCRE(-2)	0.322660	0.003137	-0.021811	0.454472	0.091461	0.812517
DLCRE(-3)	0.013843	-1.29E-05	-0.022585	0.214866	0.159242	0.703457
DLE(-1)	-0.037522	-0.106016	0.634328	0.244902	0.312790	-0.703774
DLE(-2)	0.002283	0.072633	0.387861	1.063427	-0.125293	-0.436776
DLE(-3)	-0.131567	-0.026716	-0.880992	-0.721614	0.336470	1.639308
DLR(-1)	-0.137519	0.039149	0.140130	0.010139	-0.011932	0.124653
DLR(-2)	0.062942	0.008833	-0.078228	-0.164255	0.002652	-0.152282
DLR(-3)	0.069727	0.022068	0.026543	0.126404	0.024758	0.329332
C	0.017057	0.041157	0.029477	0.033258	0.015950	0.148405
DPW	0.122625	-7.47E-05	0.934154	0.403272	-0.703966	-0.424669

Nguồn: Kết quả mô hình

4.2.1.4. Hàm phản ứng và phân rã phương sai*a. Hàm phản ứng***Tác động của cú sốc chính sách tiền tệ:**

Cú sốc chính sách tiền tệ được xem xét là tăng cung tiền M2 (*Phụ lục 7*). Kết quả cho thấy lạm phát cũng có xu hướng không đổi khi cung tiền tăng trong quý đầu, tăng mạnh ở quý tiếp theo, rồi giảm trong 2 quý rồi tăng nhẹ ở quý tiếp sau và đảo chiều giảm trong 2 quý tiếp theo sau đó tăng nhẹ. Sản lượng có xu hướng giảm nhẹ trong quý đầu sau đó tăng nhẹ trong quý tiếp theo rồi giảm ở quý 3 và tăng ở quý thứ 4, 5 sau đó giảm trong 2 quý rồi tăng nhẹ lên trong một quý, rồi lại giảm. Cung tiền tăng lên lạm phát và tăng trưởng không đổi trong quý đầu có thể hiểu là do độ trễ của chính sách.

Bên cạnh đó, tăng cung tiền ban đầu tín dụng có xu hướng giảm nhẹ nhưng tăng mạnh trong quý thứ 3, sau đó giảm trong các quý tiếp theo, đến quý thứ 7 tăng sau đó

lại giảm và biên độ giao động không lớn. Đồng nội tệ có xu hướng mất giá khi tăng cung tiền trong 3 quý đầu, sau đó đảo chiều trong 2 quý rồi tăng ngược trở lại, giảm ở quý 8 rồi lại tăng lên. Cú sốc tăng cung tiền làm giảm lãi suất trong quý đầu phù hợp với lý thuyết, tuy nhiên sau đó lãi suất có xu hướng tăng lên trong những quý tiếp theo, giảm trong quý 5, tăng nhẹ trong 2 quý tiếp sau rồi lại giảm xuống và ổn định trong một quý sau đó lại tăng lên. Điều này, có thể được giải thích là do NHNN đã thực thi chính sách lãi suất mang tính thích ứng, tức là lãi suất được điều chỉnh theo diễn biến lạm phát trong nền kinh tế.

Phản ứng của lạm phát và tăng trưởng trước các cú sốc khác nhau

Mô tả phản ứng của lạm phát sau các cú sốc khác nhau (*Phụ lục 8*). Sau cú sốc tăng sản lượng, CPI tăng nhẹ trong quý đầu rồi giảm trong 1 quý rồi đảo chiều tăng trong quý tiếp theo, rồi lại giảm sau đó tăng trong 3 quý tiếp liên tiếp, sau đó giảm trong 1 quý rồi tăng nhẹ. CPI có xu hướng không đổi khi cung tiền tăng trong quý đầu, tăng mạnh ở quý tiếp theo, rồi giảm trong 2 quý rồi tăng nhẹ ở quý tiếp sau và đảo chiều giảm trong 2 quý tiếp theo sau đó tăng nhẹ.

Tín dụng tăng, ban đầu làm CPI tăng lên trong một quý, rồi giảm trong 2 quý tiếp theo, sau đó đảo chiều trong 2 quý, cứ hai quý lại đảo chiều với biên độ giao động ngày càng giảm. Tỷ giá thay đổi CPI chỉ tăng nhẹ trong 2 quý đầu đến quý 3 CPI mới tăng mạnh, rồi giảm trong quý 4 và 5 sau đó đảo chiều và ổn định trong một quý sau đó giảm và biên độ giao động là nhỏ. Lãi suất tăng làm CPI giảm trong quý đầu sau đó CPI tăng tăng trong 2 quý, rồi ổn định tiếp đó giảm và biên độ giao động sau đó là rất nhỏ.

Mô tả phản ứng của sản lượng sau các cú sốc khác nhau (*Phụ lục 9*). CPI tăng sản lượng giảm trong quý đầu, đảo chiều trong quý 2, tăng nhẹ trong quý 3 rồi lại giảm xuống trong quý 4, tăng nhẹ trong quý 5, quý 6 sản lượng tăng mạnh, sau đó giảm và biên độ giao động nhỏ trong những quý sau đó. Cung tiền tăng, sản lượng có xu hướng giảm nhẹ trong quý đầu sau đó tăng nhẹ trong quý tiếp theo rồi giảm ở quý 4 và tăng ở quý thứ 5, 6 sau đó giảm trong 2 quý rồi tăng nhẹ lên trong một quý, rồi lại giảm. Tăng tín dụng làm GDP tăng trong hai quý đầu sau đó giảm trong quý thứ ba tăng trong quý 4, sau đó giảm trong quý 5 và đảo chiều tăng trong 3 quý tiếp theo sau đó giảm. Tỷ giá tăng ban đầu làm GDP giảm sau đó tăng nhưng với biên độ giao động không lớn. Lãi suất tăng làm sản lượng tăng trong quý đầu sau đó giảm trong 3 quý tăng trong quý 5 sau đó lại giảm mạnh và chỉ tăng nhẹ trong quý cuối.

b. Phân rã phương sai:

Ngoài phân tích hàm phản ứng, có thể sử dụng phân rã phương sai để đánh giá tầm quan trọng của các cú sốc khác nhau khi giải thích cho sự biến thiên của lạm phát

và tăng trưởng. Có thể thấy sự biến thiên của sản lượng trong những quý đầu gần như hoàn toàn được giải thích bởi yếu tố tự thân của nó. Tiếp đến là CPI từ quý 2 đến quý 4 giải thích được gần 6% sự biến thiên của sản lượng. Từ quý 5 trở đi thì lạm phát, cung tiền, lãi suất, tỷ giá, bắt đầu trở nên quan trọng hơn, giải thích được hơn 20% sự biến thiên của sản lượng (Bảng 4.5).

Bảng 4.5. Phân rã phương sai trong mô hình VAR

Variance Decomposition of DLGDP

Period	S.E.	DLCPI	DLGDPR	DLM2	DLCRE	DLE	DLR
1	0.021335	0.363386	99.63661	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.022953	5.704893	88.11384	0.013788	0.280207	2.068348	3.818922
3	0.025134	5.502940	86.73176	0.155949	1.529209	2.482547	3.597593
4	0.027211	5.745682	84.92740	1.535377	1.689483	2.386847	3.715213
5	0.028147	11.42964	77.40111	1.387059	3.578701	2.434635	3.768855
6	0.029336	14.01587	72.42335	1.619096	5.473737	2.257137	4.210817
7	0.029800	14.90529	70.64885	1.647805	5.911708	2.686117	4.200232
8	0.030182	14.74056	70.12359	2.151734	5.858879	2.914146	4.211088
9	0.030594	14.76001	69.54812	2.159428	6.292202	2.889484	4.350755
10	0.030821	14.67559	69.34162	2.237685	6.452233	2.952477	4.340396

Cholesky Ordering: DLCPI DLGDPR DLM2 DLCRE DLE DLR

Variance Decomposition of DLCPI

Period	S.E.	DLCPI	DLGDPR	DLM2	DLCRE	DLE	DLR
1	0.021335	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.022953	86.45279	1.060427	0.004223	8.894770	0.010525	3.577262
3	0.025134	75.25232	0.919146	11.30093	9.486365	0.053354	2.987887
4	0.027211	68.24407	4.777562	13.19639	8.538387	2.069658	3.173925
5	0.028147	67.05597	4.830909	14.78422	8.008656	1.958259	3.361988
6	0.029336	65.77241	4.492442	17.24583	7.559984	1.821493	3.107839
7	0.029800	63.97122	4.887827	18.61255	7.326469	2.189724	3.012208
8	0.030182	62.91579	5.657546	18.49265	7.305534	2.670884	2.957602
9	0.030594	61.97024	5.714648	19.60863	7.216713	2.603536	2.886238
10	0.030821	61.09862	5.636151	20.66688	7.133772	2.591108	2.873467

Cholesky Ordering: DLCPI DLGDPR DLM2 DLCRE DLE DLR

Nguồn: Kết quả mô hình

Tính chất dai dẳng của lạm phát giải thích phần lớn sự biến thiên của lạm phát. Tiếp đến là cung tiền từ quý 3 giải thích được trên 10% sự biến thiên của CPI, từ quý 6 giải thích được gần 20% sự biến thiên của CPI; Tín dụng từ quý 2 giải thích được gần 10% sự biến thiên của lạm phát; Sản lượng, tỷ giá và lãi suất giải thích được khoảng 10% sự biến thiên của lạm phát (Bảng 4.5).

4.2.2. Một số vấn đề đặt ra trong điều hành CSTT của NHNN Việt Nam nhìn từ kết quả của mô hình VAR

L luận án đã sử dụng mô hình VAR để đánh giá tác động của CSTT đến nền kinh tế cũng như vai trò của các nhân tố quyết định đến lạm phát, tăng trưởng, ổn định kinh tế vĩ mô tại Việt Nam. Dữ liệu theo quý trong giai đoạn quý I/2005 – quý IV/2017 được sử dụng để phân tích.

Kiểm định Granger, hàm phản ứng, phân rã phương sai cũng đã ủng hộ cho thấy có những tác động nhất định từ CSTT đến biến sản lượng, giá cả trong nền kinh tế. Việc tăng cung tiền sẽ làm lãi suất giảm, đồng tiền mất giá trong quý đầu phù hợp với lý thuyết. CPI không đổi trong quý đầu sau đó mới tăng ở quý tiếp theo, sản lượng giảm nhẹ trong quý đầu rồi tăng trong quý tiếp theo, sau đó đảo chiều và biến động không lớn. Điều này có thể lý giải do độ trễ trong việc thực thi chính sách.

Kết quả cho thấy CPI phản ứng tương đối giống như chúng ta kỳ vọng sau những cú sốc về CSTT bao gồm cung tiền, tín dụng, lãi suất và tỷ giá. Cung tiền, tín dụng là những nhân tố quan trọng giải thích sự biến thiên của CPI. Kết quả cũng cho thấy vai trò của CSTT với tư cách quan trọng để kiểm soát lạm phát ở Việt Nam.

Kết quả mô hình cũng xác nhận ở Việt Nam lạm phát quá khứ đóng vai trò quan trọng trong việc xác định lạm phát hiện tại. Điều này hàm ý rằng để chống lạm phát, Chính phủ, NHNN trước hết cần giữ được mức lạm phát thấp ít nhất trong vòng 1 quý, qua đó lấy được niềm tin của công chúng về một môi trường giá cả được kiểm soát ổn định và giúp giảm kỳ vọng về lạm phát trong tương lai. Điều này cũng đồng nghĩa với việc Chính phủ, NHNN cần phải kiên trì mục tiêu kiểm soát lạm phát qua đó góp phần ổn định kinh tế vĩ mô, hỗ trợ tăng trưởng hợp lý.

Kết quả mô hình cho thấy lãi suất tăng CPI giảm trong quý đầu phù hợp với lý thuyết, nhưng sau đó CPI tăng trong 3 quý tiếp theo trước khi giảm xuống và đi vào thế ổn định, có thể giải thích bằng chính sách lãi suất thích ứng của NHNN để ổn định kinh tế vĩ mô, tức là lãi suất được điều chỉnh theo diễn biến của lạm phát. Mô hình cũng cho thấy lãi suất tăng sản lượng tăng trong quý 1 có thể lý giải do độ trễ chính sách, nhưng sau đó giảm trong 3 quý rồi mới đảo chiều. Vì thế, CSTT của Việt Nam trong thời gian tới cần tiếp tục theo đuổi mục tiêu kiểm soát lạm phát ở mức vừa phải để duy trì ổn định kinh tế vĩ mô cùng với việc giữ lãi suất trong nền kinh tế ở mức thấp, qua đó hỗ trợ cho các doanh nghiệp trong nền kinh tế có thể tiếp cận với dòng vốn rẻ, hỗ trợ ổn định kinh doanh tăng mức sản lượng.

Việc tăng trưởng tín dụng đối với nền kinh tế cũng là một trong những nhân tố quan trọng giải thích phần sự biến động của CPI sau nhân tố tự thân CPI và cung tiền

M2. Và tăng tín dụng cũng là nhân tố quan trọng giải thích sự biến động của GDP sau yếu tố tự thân GDP và CPI. Tín dụng tăng ban đầu sản lượng tăng trong 2 quý sau đó sản lượng giảm và đảo chiều liên tục. Tuy nhiên việc tăng trưởng tín dụng cũng làm CPI tăng trong quý đầu, trước khi giảm trong 2 quý tiếp theo, sau đó đảo chiều liên tục với biên độ giao động không lớn. Vì vậy, cần kiểm soát quy mô tín dụng phù hợp với chỉ tiêu định hướng, tiếp tục theo phương châm mở rộng tín dụng đi đôi với an toàn, nâng cao chất lượng, hiệu quả, đảm bảo an toàn hệ thống và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế hợp lý.

Ngoài ra, trong mô hình VAR cũng chỉ ra rằng, khi có cú sốc làm tăng lạm phát trong nền kinh tế sản lượng giảm sút trong quý đầu và đảo chiều liên tục. Trong khi đó sản lượng tăng làm CPI tăng trong quý đầu và mạnh trong quý tiếp theo, từ quý 5 đảo chiều và biên độ giao động giảm ở những quý sau. Trên thực tế, lạm phát trong nền kinh tế biến động tăng mạnh sẽ dẫn đến những bất ổn kinh tế vĩ mô đi theo sau đó. Sẽ có sự đánh đổi giữa tăng trưởng và ổn định kinh tế vĩ mô. Nhìn lại nền kinh tế Việt Nam năm 2008, 2011 với tỷ lệ lạm phát cao, bất ổn kinh tế diễn ra. Trong giai đoạn 2012 – 2017, CSTT đã để lại những điểm nhấn lớn như duy trì ổn định kinh tế vĩ mô thông qua việc kiểm soát lạm phát ở mức hợp lý, ổn định tỷ giá, giảm tình trạng đô la hóa, và thúc đẩy việc tăng trưởng tín dụng vào khu vực ưu tiên, chúng ta thấy một bức tranh kinh tế trong đó tăng trưởng ở mức khá trong khi mặt bằng giá cả ổn định. Điều này cũng đồng nghĩa với việc Chính phủ, NHNN cần phải kiên trì mục tiêu kiểm soát lạm phát qua đó góp phần ổn định kinh tế vĩ mô, hỗ trợ tăng trưởng hợp lý để thực hiện nhiệm vụ trọng tâm, cấp bách là tập trung kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, bảo đảm an sinh xã hội.

4.3. ĐÁNH GIÁ CHUNG TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ ĐẾN KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM

4.3.1. Những tác động tích cực

Giai đoạn 2005 – 2010, đặc biệt sau khủng hoảng kinh tế - tài chính toàn cầu nền kinh tế Việt Nam có những biến động phức tạp. Nền kinh tế đã phải đối mặt với tình trạng lạm phát cao, thị trường bất động sản và thị trường chứng khoán giảm sút và đóng băng, hoạt động sản xuất kinh doanh đình đốn, tình trạng nợ xấu gia tăng. Đối mặt với những mất cân đối lớn, nền kinh tế bộc lộ những yếu kém, hiệu quả đầu tư thấp, thị trường tài chính nhiều bất ổn. NHNN đã chủ động thực thi CSTT linh hoạt, quyết đoán trong việc kiểm soát cung tiền, lãi suất, tỷ giá, giá vàng. Từ năm 2012 CSTT đã để lại những điểm nhấn lớn như duy trì ổn định kinh tế vĩ mô thông qua việc kiểm soát lạm phát ở mức hợp lý, ổn định tỷ giá, giảm tình trạng đô la hóa, và thúc đẩy

việc tăng trưởng tín dụng vào khu vực ưu tiên. Như vậy, thực hiện mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô và kiểm soát lạm phát ở mức hợp lý có sự đóng góp quan trọng của CSTT trên nhiều khía cạnh.

4.3.1.1. Kiểm soát lạm phát, giữ lạm phát ở mức thấp

Việt Nam đối mặt với áp lực lạm phát từ năm 2004, và bùng phát ở mức cao vào các năm 2008, 2011. Diễn biến lạm phát (theo chỉ số CPI) diễn ra không đều giai đoạn 2005 - 2011, phản ánh những bất ổn của nền kinh tế. Nguyên nhân của lạm phát Việt Nam cao trong giai đoạn này là do mất cân đối trong cơ cấu kinh tế, đầu tư phát triển vượt mức tiềm năng của nền kinh tế, chất lượng đầu tư kém hiệu quả, dòng vốn đầu tư nước ngoài vào nhiều vượt khả năng hấp thụ của nền kinh tế. Đặc biệt, năm 2007 theo WB mức tăng trưởng tiền gửi cao ước đạt trung bình hơn 50%. Lạm phát tăng cao là do cung tiền tăng mạnh đi liền với chất lượng đầu tư kém hiệu quả.

Năm 2008, lạm phát tăng cao, CPI ở mức rất cao 122,97 trước bối cảnh đó NHNN đã kịp thời thực hiện CSTT thắt chặt và linh hoạt đúng với chỉ đạo của Chính phủ. Năm 2008, NHNN đã tập trung vào 2 mục tiêu chủ yếu là kiểm soát tổng phương tiện thanh toán ở mức hợp lý và kiểm soát dư nợ tín dụng và tính đến hết tháng 10/2008 các chỉ tiêu này lần lượt đạt là 10,59% (cùng kỳ năm 2007 tăng 32%) và 19,6% (cùng kỳ năm 2007 tăng 37%). Từ việc kiểm soát 2 chỉ tiêu chủ yếu này, NHNN đã rút về một lượng lớn tiền mặt khỏi lưu thông và từ đó giảm bớt áp lực của sự tăng lạm phát.

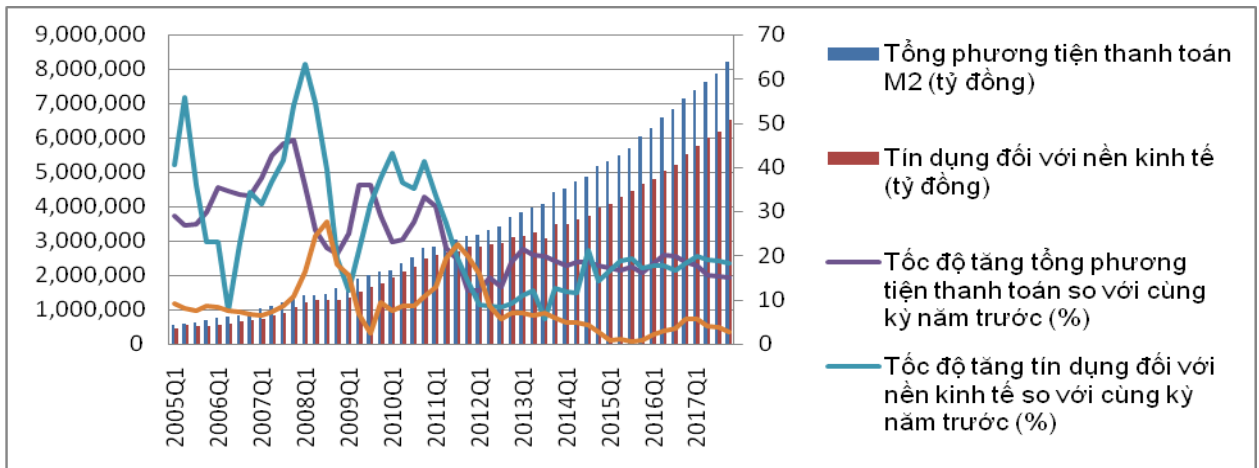
Tháng 9/2010 lạm phát có dấu hiệu gia tăng cùng với áp lực giảm giá VNĐ. Ngày 5/11/2010, NHNN bắt đầu thực hiện CSTT thắt chặt bằng cách nâng thêm 1% các mức lãi suất chủ chốt, cụ thể lãi suất cơ bản 9%/năm, lãi suất tái chiết khấu 7%/năm, lãi suất tái cấp vốn 9%/năm. Năm 2011, NHNN đã 2 lần điều chỉnh tăng lãi suất tái chiết khấu lần thứ nhất lên 12% và lần thứ 2 lên 13%. Đồng thời 5 lần điều chỉnh tăng lãi suất tái cấp vốn lên đến mức 15%.

Giai đoạn 2012-2017 với mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô và hỗ trợ DN, NHNN đã thực hiện đồng bộ các công cụ CSTT nhằm kiểm soát cung tiền, kiềm chế tăng trưởng tín dụng ở mức hợp lý, tác động điều chỉnh cơ cấu tín dụng theo hướng tập trung vốn cho sản xuất kinh doanh và nâng cao hiệu quả sử dụng vốn, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.

NHNN sử dụng công cụ tiền tệ trực tiếp, có tác động mạnh đến việc hạn chế tăng khối lượng tiền trong nền kinh tế. Điều hành tín dụng nhưng các quy định này không mang tính cứng nhắc, mà có sự ứng biến, điều chỉnh, bám sát tình hình diễn biến của thị trường. Trước tình hình tín dụng của hệ thống đầu năm 2012 diễn ra ảm đạm, tăng trưởng tín dụng quý I/2012 là -0,92% so với cùng kỳ năm trước (*Biểu đồ*

4.8). NHNN đã lập tức có những điều chỉnh chính sách để tháo gỡ khó khăn cho cả doanh nghiệp và ngân hàng, tạo điều kiện để có thể khơi thông tín dụng của nền kinh tế. Mức tăng trưởng tín dụng đã được cải thiện hơn kể từ quý II/2012, tăng trưởng tín dụng 9 tháng đầu năm 2013 tăng hơn 9 tháng đầu năm 2012 và tăng trưởng tín dụng hàng quý của năm 2014 đều đạt giá trị dương.

Biểu đồ 4.8. Một số chỉ tiêu tiền tệ, tín dụng và tốc độ tăng CPI giai đoạn 2005 – 2017



Nguồn: Tổng hợp số liệu từ IFS & NHNN Việt Nam

Mặt khác, NHNN hướng các NHTM lựa chọn những dự án hiệu quả, giảm tỷ trọng tín dụng trong lĩnh vực bất động sản, chứng khoán và hoạt động tín dụng có mức rủi ro cao, góp phần hạ nhiệt lãi suất. Thực tế giai đoạn gần đây, các mức lãi suất đều có xu hướng giảm, lãi suất tái chiết khấu, lãi suất tái cấp vốn từ ngày 18/3/2014 đến tháng 7/2017 ổn định ở mức 4,5% và 6,5%. Từ ngày 10/7/2017 các mức lãi suất điều hành này được điều chỉnh giảm xuống còn 4,15% và 6,25%. Mức lãi suất giảm cùng đồng thời với tỷ lệ lạm phát cũng có xu hướng giảm, được kiểm soát là một trong những thành công trong việc điều hành CSTT của NHNN Việt Nam. Việc hạ thấp và kiểm soát lạm phát nhằm mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô theo đúng tinh thần chỉ đạo của Nghị quyết số 11/NQ-CP.

4.3.1.2. Lãi suất giảm, hỗ trợ hợp lý cho khu vực sản xuất, tăng trưởng kinh tế

Kiểm soát được lạm phát ổn định ở mức hợp lý là một điều kiện quan trọng để ổn định thị trường tiền tệ. NHTW là cơ quan có trách nhiệm chính, đảm bảo cho thị trường tiền tệ phát triển ổn định. Vai trò của CSTT đối với sự ổn định thị trường tiền tệ được thể hiện ở khía cạnh điều tiết lãi suất, tính thanh khoản của thị trường.

Thị trường tiền tệ Việt Nam giai đoạn 2005 – 2011 có nhiều dấu hiệu bất ổn. Đặc biệt vào những tháng đầu năm 2008, trên thị trường tiền tệ các ngân hàng đua nhau tăng lãi suất huy động vốn, lãi suất trên thị trường liên ngân hàng trong thời gian này có thời điểm lên đến 35-40%/năm. Năm 2008, để tránh sự đổ vỡ của hệ thống,

NHNN đã bơm mạnh tiền qua nghiệp vụ OMO, chuyển từ đầu thầu lãi suất sang đầu thầu khối lượng nhằm bình ổn lãi suất thị trường. Đồng thời qui định trần lãi suất huy động tiền gửi của các NHTM không được vượt quá 12%. Giải pháp trên đã có tác động tích cực “giảm sốc” thị trường ngay lập tức. Đồng thời trong năm 2008, NHNN thực hiện cơ chế điều hành lãi suất mới, theo đó qui định các NHTM cho vay không vượt quá 150% lãi suất cơ bản, NHNN đã phải điều chỉnh mức lãi suất cơ bản đến 16 lần. Mức lãi suất cơ bản cao nhất trong năm 2008 là 14%, những tháng cuối năm NHNN đã 4 lần hạ lãi suất cơ bản xuống còn 8,5%.

Tiếp đến tháng 7/2008, NHNN đã nâng lãi suất tín phiếu bắt buộc từ 7,5% lên đến 13%/năm và từ 1/9/2008, NHNN trả lãi cho tiền gửi dự trữ bắt buộc bằng VND từ 1,2%/năm lên 3,6%/năm và từ tháng 10/2008 nâng tiếp lên 5%/năm, từ tháng 11/2008 nâng lên 10%/năm. Qui định này đã có tác động tích cực đến ổn định lãi suất và hạn chế tăng trưởng tín dụng của các NHTM.

Nhờ các biện pháp CSTT, đầu năm 2009 lãi suất huy động đã bắt đầu giảm xuống ở mức khá ổn định đến tận quý III/2010, sau đó lãi suất huy động lại tăng cao trở lại, phần lớn các NHTM tăng lãi suất huy động lên mức 12%/năm. Ngày 14/12/2010, Hiệp hội ngân hàng tiếp tục đưa ra một lãi suất đồng thuận, theo đó biên độ lãi suất huy động được nâng lên là 14% kể cả các hình thức khuyến mãi. Nguyên nhân của tình trạng này là do: (i) lạm phát gia tăng cao cùng với CSTT thắt chặt, đồng thời tăng trưởng tín dụng lớn; (ii) gia tăng mức độ cạnh tranh để giành giật thị phần của các TCTD bằng hình thức cạnh tranh lãi suất làm méo mó giá cả của tiền tệ, lãi suất kỳ hạn ngắn cao hơn lãi suất kỳ hạn dài.

Trước tình hình đó, NHNN giảm lãi suất cơ bản từ 8,5% xuống còn 7% từ tháng 1/2009 đến tháng 12/2009 mới tăng mức lãi suất cơ bản lên 8%. Lãi suất tái cấp vốn giảm từ 9,5% xuống 7%, giảm lãi suất tái chiết khấu từ 7,5% xuống 5% từ tháng 1/2009 đến tháng 11/2009. Tiếp đến NHNN chào mua thành công 961.773 tỷ đồng giấy tờ có giá trên thị trường mở (kỳ hạn 7 ngày và 14 ngày), chào bán thành công 102 tỷ đồng (kỳ hạn 91 ngày và 182 ngày); giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc VND từ 6% (12/2008) xuống còn 3% (từ tháng 3 đến tháng 12/2009) đối với tiền gửi có kỳ hạn dưới 12 tháng, và từ 2% xuống 1% đối với tiền gửi có kỳ hạn từ 12 tháng trở lên. Hành động này nhằm tạo sự hợp lý giữa các công cụ CSTT, giảm một phần chi phí hoạt động cho các NHTM để các NHTM có điều kiện hạ lãi suất cho vay đối với một số lĩnh vực sản xuất, dự án có hiệu quả. Các động thái nới lỏng CSTT hơn mức đầu năm vào những tháng cuối năm 2008, năm 2009 đã góp phần ngăn chặn được đà suy giảm kinh tế. Việc giảm lãi suất, tăng lượng tiền cung ứng đã tạo cho thị trường tín dụng ở

Việt Nam không bị “đóng băng” như các nước trong thời kỳ khủng hoảng, nó có tác động tạo nguồn vốn cho tăng trưởng kinh tế.

Trong năm 2010, NHNN duy trì các lãi suất chủ chốt ổn định từ đầu năm 2010 đến đầu tháng 11/2010 (lãi suất cơ bản ở mức 8% năm, lãi suất tái chiết khấu 6%/năm, lãi suất tái cấp vốn 8%). Từ ngày 5/11/2010, NHNN bắt đầu nâng thêm 1% các mức lãi suất chủ chốt này.

Trong những tháng đầu năm 2011, NHNN tiếp tục thực hiện các giải pháp bình ổn và hạ dần lãi suất trên thị trường tiền tệ để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế, như hỗ trợ vốn thanh khoản qua nghiệp vụ OMO, cho vay tái cấp vốn. Tuy nhiên, với dấu hiệu lạm phát gia tăng ngày 3/3/2011, NHNN đưa ra thông báo quy định mức lãi suất huy động tối đa ở các TCTD là 14%/năm; lãi suất cơ bản tăng lên 9%, lãi suất tái chiết khấu tăng lên 13%, lãi suất tái cấp vốn tăng lên 14%.

Trong những tháng cuối năm 2011, tình hình thanh khoản của một số TCTD bị thiếu hụt lớn và nằm trong tình trạng báo động, thị trường tiền tệ tiềm ẩn nhiều rủi ro bất ổn, lãi suất cho vay ở mức cao, lên đến 20-25%/năm. Trước tình hình này, NHNN đã tăng lãi suất tái chiết khấu lên đến 13% vào 5/2011, lãi suất tái chiết khấu được điều chỉnh tăng 5 lần mức cao nhất vào tháng 10/2011 là 15%. Từ năm 2012, khi lạm phát đã được kiểm soát và giảm dần, để hỗ trợ sản xuất, kinh doanh, NHNN đã điều chỉnh giảm các mức lãi suất tái chiết khấu, lãi suất tái cấp vốn, lãi suất cơ bản từ 5/11/2010 ổn định ở mức 9%. NHNN đã kết hợp với điều hành cung ứng tiền để điều tiết thanh khoản, tạo điều kiện cho các TCTD giảm lãi suất.

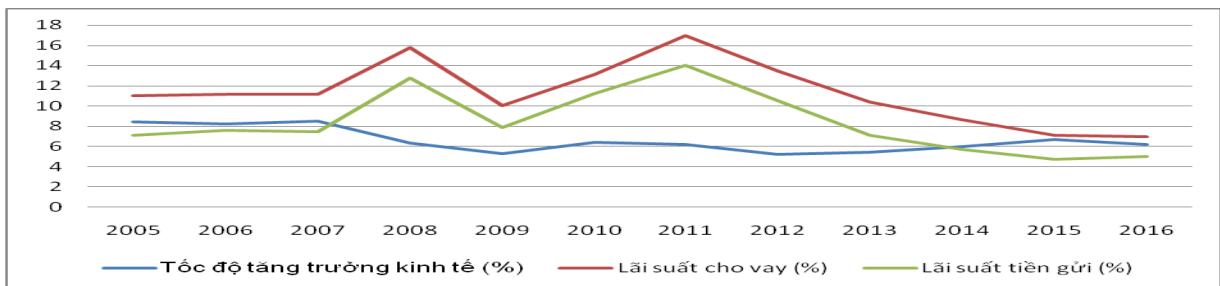
Đồng thời, NHNN tiến hành dỡ bỏ trần lãi suất tiền gửi có kỳ hạn trên 12 tháng vào tháng 6/2012 và lãi suất tiền gửi kỳ hạn trên 6 tháng từ tháng 6/2013. Từ tháng 5/2012, quy định trần lãi suất cho vay ngắn hạn bằng VNĐ đối với 4 lĩnh vực: Nông nghiệp nông thôn, xuất khẩu, doanh nghiệp nhỏ và vừa, công nghiệp hỗ trợ; 12/2012, bổ sung thêm doanh nghiệp ứng dụng công nghệ cao. Các mức trần lãi suất huy động và cho vay cũng được điều chỉnh giảm phù hợp với mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô của CSTT. Tính đến cuối năm 2015, trần lãi suất cho vay bằng VNĐ đối với các lĩnh vực ưu tiên thấp hơn khoảng 2-3%/năm so với lãi suất cho vay thông thường và điều chỉnh giảm từ mức 15% xuống còn 7%/năm; giảm trần lãi suất huy động bằng VNĐ, trần lãi suất tiền gửi bằng VNĐ không kỳ hạn và có kỳ hạn dưới 1 tháng là 1%/năm, đối với tiền gửi có kỳ hạn từ 1 tháng đến dưới 6 tháng giảm từ 14%/ năm xuống còn 5,5%/năm.

Có thể thấy, giai đoạn 2011 – 2017 thị trường tiền tệ đã dần ổn định, điều này được thể hiện ở khía cạnh điều tiết lãi suất, tính thanh khoản của thị trường. Các mức lãi suất điều hành được điều chỉnh giảm, đồng thời lãi suất tiền gửi và lãi suất cho vay

ngắn hạn trên thị trường tiền tệ cũng giảm. Hiện nay, mặt bằng lãi suất huy động phổ biến ở mức 0,8-1%/năm đối với tiền gửi không kỳ hạn và có kỳ hạn dưới 1 tháng; 4,5-5,4%/năm đối với tiền gửi có kỳ hạn từ 1 tháng đến dưới 6 tháng; 5,4-6,5%/năm đối với tiền gửi có kỳ hạn từ 6 tháng đến dưới 12 tháng; kỳ hạn trên 12 tháng ở mức 6,4-7,2%/năm. Mặt bằng lãi suất cho vay phổ biến ở mức 6-7%/năm đối với các lĩnh vực ưu tiên, lãi suất cho vay các lĩnh vực sản xuất kinh doanh thông thường ở mức 6,8-9%/năm đối với ngắn hạn; 9,3-11%/năm đối với trung và dài hạn. Đối với nhóm khách hàng tốt, tình hình tài chính lành mạnh, minh bạch, lãi suất cho vay ngắn hạn từ 4-5%/năm.

NHNN đã chỉ đạo các TCTD cân đối vốn giữ ổn định lãi suất huy động, tiết giảm chi phí hoạt động và nâng cao hiệu quả kinh doanh để có điều kiện giảm lãi suất cho vay nhằm chia sẻ khó khăn với khách hàng vay nhưng đảm bảo an toàn tài chính trong hoạt động... Mặt bằng lãi suất giảm, nguồn vốn huy động vẫn tăng. Tính đến ngày 21/12/2015, nguồn vốn huy động tăng 13,59% so với cuối năm trước, tạo điều kiện cho các TCTD cung ứng vốn tín dụng cho nền kinh tế. Với mức độ và tần suất điều chỉnh giảm lãi suất như trên, mặt bằng lãi suất huy động và cho vay đã giảm đáng kể, góp phần hỗ trợ các doanh nghiệp giảm chi phí vốn vay, góp phần hỗ trợ hợp lý cho khu vực sản xuất, ổn định thị trường tiền tệ, giúp cho nền kinh tế phục hồi.

Biểu đồ 4.9. Lãi suất cho vay, lãi suất tiền gửi và tốc độ tăng trưởng kinh tế giai đoạn 2005 - 2017



Nguồn: IFS, Tổng cục thống kê

Với việc điều hành CSTT chặt chẽ, thận trọng có linh hoạt của NHNN đã góp phần vào kiềm chế lạm phát từ mức hai con số đặc biệt vào các năm 2008, 2011 xuống mức thấp một con số từ năm 2012. Cũng trong điều kiện đó tăng trưởng kinh tế chậm lại, nhất là trong điều kiện nền kinh tế thế giới đối mặt với khủng hoảng kinh tế - tài chính toàn cầu năm 2008, rồi cuộc khủng hoảng nợ công của Châu Âu 2010 làm suy giảm kinh tế toàn thế giới.

Trong giai đoạn 2005 - 2017, nền kinh tế đạt tốc độ tăng trưởng bình quân 6,56% là thành tựu hết sức quan trọng, xét trong điều kiện rất khó khăn thiên tai, dịch bệnh, sự biến động giá cả thế giới và khủng hoảng tài chính - kinh tế toàn cầu, khủng

hoảng nợ công Châu Âu,... Đặc biệt, từ năm 2012 đến nay tình hình kinh tế được cải thiện, tốc độ tăng trưởng kinh tế đã được khởi sắc hơn khi các mức lãi suất cho vay và tiền gửi giảm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Có thể nói, đây là thành công trong điều hành chính sách kinh tế vĩ mô nói chung và CSTT nói riêng của Việt Nam giai đoạn vừa qua.

4.3.1.3. Tỷ giá, thị trường ngoại hối ổn định

Theo Quyết định số 65/QĐ-NHNN ngày 26/2/1999 (và Quyết định 64) của Thống đốc NHNN, NHNN lấy tỷ giá bình quân giao dịch của phiên giao dịch gần nhất trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng làm tỷ giá trung tâm và công bố. Các NHTM được phép yết giá mua bán USD trong phạm vi biên độ cho phép (+/- % so với tỷ giá). Lúc đầu biên độ khá hẹp “+/- 1%” đã có thời kỳ biên độ này lên đến “+/- 7%” sau đó có thời kỳ giảm xuống mức khá thấp, hiện nay biên độ này là “+/- 3%”. Cơ chế tỷ giá này đã tồn tại đến nay là khoảng 15 năm, NHNN cũng đã điều hành tỷ giá có lên, có xuống theo cơ chế thị trường và qua đó đã phần nào khắc phục được hiện tượng đầu cơ của thời kỳ trước.

Giai đoạn 2011 - 2017, NHNN đã rất linh hoạt và thành công trong sử dụng tín phiếu để can thiệp chống hiệu ứng lạm phát, đồng thời duy trì được giá trị VND và tăng dự trữ ngoại hối; đây là điều mà trước năm 2011, không có được và nhất là giai đoạn 2007 khi dự trữ ngoại hối tăng lên 23 tỷ USD thì ngay sau đó là tình trạng lạm phát tương đối trầm trọng... Đồng thời những năm gần đây, NHNN thường có cam kết đảm bảo Việt Nam Đồng (VND) không mất giá quá 2 - 3% so với năm trước. Nhờ đó thị trường ngoại hối đã có kỳ vọng về tỷ giá và mức rủi ro được xác định trước; các thông điệp được phát đi liên tục cùng với việc NHNN hấp thụ một lượng dự trữ ngoại hối lớn, VND được ổn định hóa cùng với uy tín của NHNN được khẳng định.

Tuy nhiên, trong thời kỳ NHNN có thành tích duy trì được tỷ giá ổn định, kiểm soát được lạm phát thì phần trả lãi tín phiếu của NHNN đã tăng một cách đáng kể. Bởi vì: khi NHNN can thiệp ngoại hối (*mua/ bán ngoại tệ*), mà không sử dụng biện pháp can thiệp trung hòa (*sử dụng tín phiếu NHNN*), chắc chắn sẽ tác động đến cung tiền (tăng/giảm); Khi có can thiệp ngoại hối (*mua/ bán ngoại tệ*), nếu NHNN muốn kiểm soát cung tiền, kiểm soát lạm phát thì NHNN sẽ tổn kém chi phí liên quan đến phát hành tín phiếu để hút tiền nội tệ về đảm bảo duy trì tỷ giá ở mức mục tiêu.

Theo đánh giá của Ngân hàng Thế giới (WB), tháng 8/2015 tỷ giá có những biến động trước việc Fed tăng lãi suất và khi đồng Nhân dân tệ (CNY) phá giá, Việt Nam đã thành công trong việc linh hoạt điều hành chính sách tỷ giá, dữ liệu thống kê cho thấy VND vẫn trong tầm kiểm soát.

Ngày 31/12/2015, NHNN đã ban hành Quyết định số 2730/QĐ-NHNN về việc công bố tỷ giá trung tâm của Đồng Việt Nam với Đô la Mỹ, tỷ giá chéo của Đồng Việt Nam với một số ngoại tệ khác. Như vậy, cùng với kinh nghiệm và uy tín của mình NHNN đã chuyển sang một cơ chế điều hành tỷ giá mới. Theo cơ chế này, tỷ giá trung tâm của VND với USD do NHNN công bố hàng ngày là cơ sở để các NHTM xác định tỷ giá mua, tỷ giá bán của VND với Đô la Mỹ.

Tỷ giá trung tâm của Đồng Việt Nam với Đô la Mỹ được xác định trên cơ sở tham chiếu diễn biến tỷ giá bình quân gia quyền trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng, diễn biến tỷ giá trên thị trường quốc tế của một số đồng tiền của các nước có quan hệ thương mại, vay, trả nợ, đầu tư lớn với Việt Nam, các cân đối kinh tế vĩ mô, tiền tệ và mục tiêu chính sách tiền tệ. “Tỷ giá trung tâm của Đồng Việt Nam với Đô la Mỹ” tại Quyết định này là “Tỷ giá giao dịch bình quân trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng của Đồng Việt Nam với Đô la Mỹ”. Cách thức điều hành tỷ giá mới cho phép tỷ giá biến động linh hoạt hàng ngày theo diễn biến cung cầu ngoại tệ trong nước, biến động trên thị trường thế giới, nhưng vẫn đảm bảo vai trò quản lý của NHNN theo định hướng điều hành chính sách tiền tệ.

Từ năm 2016, cơ chế điều hành tỷ giá đã có dấu hiệu linh hoạt hơn, có tính thị trường hơn. Lý do chính có thể kể đến: (i) cơ chế tỷ giá trung tâm đã linh hoạt hơn, có lên có xuống nên cũng hạn chế một phần yếu tố tâm lý và đầu cơ; (ii) Công tác tuyên truyền thông tin cũng đã có những cải thiện trước mỗi cú sốc để trấn an thị trường; (iii) cán cân thanh toán được cải thiện đáng kể, cung thị trường ngoại hối dồi dào, NHNN đã tăng được dự trữ ngoại hối.

4.3.2. Những hạn chế và nguyên nhân

Mặc dù đã đạt được những kết quả tích cực trong điều hành CSTT trong thời gian gần đây. Tuy nhiên, trong quá trình điều hành CSTT của NHNN Việt Nam có thời điểm vẫn thiếu tính đồng bộ, thị trường tiền tệ, thị trường ngoại hối vẫn còn nhiều biến động gây tình trạng khó khăn cho hoạt động sản xuất kinh doanh trong nước. Trong điều kiện tái cơ cấu còn chậm, nợ công còn cao, chất lượng dịch vụ ngân hàng còn nhiều bất cập, điều hành CSTT giai đoạn 2005 – 2017 vẫn bộc lộ nhiều tồn tại, điều này ảnh hưởng đến việc đạt mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô do Chính phủ và NHNN Việt Nam đề ra.

Thứ nhất, tín dụng mặc dù đã tăng trưởng trở lại từ tháng 2/2013 nhưng tốc độ tăng vẫn còn thấp so với mục tiêu. Một trong những nguyên nhân của thực trạng này do cầu tín dụng thấp, tổng cầu yếu, vốn khả dụng của các TCTD luôn dư thừa. Dòng vốn vẫn “tắc nghẽn” trong hệ thống ngân hàng, nợ xấu vẫn ở mức cao; Quá trình tái cơ cấu các TCTD diễn ra chậm. Như vậy, cần có những biện pháp để tháo được nút thắt

quan trọng: Giải quyết nợ xấu, tăng tổng cầu, hỗ trợ thị trường, hỗ trợ tiêu thụ sản phẩm đầu ra cho doanh nghiệp, giải quyết nợ đọng của ngân sách, thực hiện cơ chế hỗ trợ cho doanh nghiệp tiếp cận với nguồn vốn vay của các TCTD.

Thứ hai, việc phối hợp CSTT và CSTK tuy đã đạt những kết quả nhất định nhưng vẫn tồn tại một số hạn chế: (i) Chưa có cơ chế phối hợp để giải quyết đồng bộ tất cả các mục tiêu vĩ mô, hiện sự phối hợp mới hướng tới từng mục tiêu kinh tế vĩ mô ưu tiên trong từng thời điểm; (ii) Chưa xây dựng được cơ sở khoa học trong việc quyết định lựa chọn CSTT hay CSTK là công cụ sẽ phát huy được tác động nhiều nhất đến tổng cầu, cũng như chưa có cơ sở xác định liều lượng tác động của từng công cụ đến tổng cầu bao nhiêu là hợp lý trong từng bối cảnh kinh tế cụ thể.

Thứ ba, NHNN hiện vẫn sử dụng một số công cụ điều hành trực tiếp có tính hành chính như quy định trần lãi suất tiền gửi, quy định hạn mức tín dụng cho các ngân hàng thương mại. Việc vẫn duy trì trần lãi suất huy động và cho vay sẽ can thiệp vào sự vận hành của thị trường, gây trở ngại cho công việc giám sát cũng như tạo ra nhiều rủi ro, ảnh hưởng đến ổn định kinh tế vĩ mô... Việc bỏ trần lãi suất sẽ không giúp nền kinh tế tăng trưởng mạnh hơn, nhưng giúp định giá tiền tệ tốt hơn. Đây sẽ là cơ hội để các ngân hàng lớn được quản lý tốt có thể huy động thêm tiền gửi, trong khi các ngân hàng nhỏ sẽ phải trả chi phí vốn cao hơn. Điều này có thể đẩy nhanh tốc độ tái cơ cấu trong hệ thống ngân hàng. Đây là một bài toán đặt ra cho NHNN trong việc xác định thời điểm dỡ bỏ trần lãi suất đưa hoạt động ngân hàng tiệm cận hơn với cơ chế thị trường.

Thứ tư, lãi suất cơ bản chưa thể hiện rõ tính định hướng thị trường, còn mang nặng tính hình thức, chưa phản ánh đầy đủ mối quan hệ cung - cầu về vốn. Năm 2016, trong bối cảnh áp lực lạm phát tăng cao hơn 2015 cả về lạm phát tiền tệ (tăng phương tiện thanh toán và nở lỏng tín dụng), lạm phát chi phí đẩy (tăng lương, giá dịch vụ công...) và lạm phát cầu kéo. Trong khi CSTT được điều chỉnh linh hoạt qua các chu kỳ nở lỏng và thắt chặt, đồng thời, lãi suất kinh doanh của các TCTD cũng đã thay đổi khá nhiều, nhưng lãi suất cơ bản vẫn giữ nguyên mức 9%/năm từ năm 2010 đến nay. Luật NHNN Việt Nam năm 2010 (Điều 12) quy định lãi suất cơ bản được sử dụng nhằm điều hành CSTT nhưng trên thực tế hầu như không có tác động đến thị trường tiền tệ.

Thứ năm, nợ xấu chưa được xử lý triệt để, rủi ro nợ xấu rất có thể sẽ tăng trở lại nếu như quá trình cơ cấu lại nợ xấu không phát huy tác dụng trong những năm tới. Mặc dù NHNN công bố nợ xấu trong toàn hệ thống giảm xuống dưới 3% tổng dư nợ tính tới cuối năm 2016, theo đúng yêu cầu mà Chính phủ đã đặt ra nhưng kết quả này là do: (i) Tổng tín dụng của nền kinh tế đã tăng trong năm 2016; (ii) Nợ xấu được

chuyên sang cho Công ty Quản lý tài sản của các tổ chức tín dụng Việt Nam (VAMC). Tuy nhiên, chất lượng xử lý nợ xấu vẫn còn nhiều hạn chế, VAMC chưa giải quyết dứt điểm được nợ xấu đã mua, bởi thị trường mua bán nợ xấu còn chưa đi vào hoạt động và còn vướng mắc trong hàng lang pháp lý để vận hành thị trường. Thêm vào đó, nguồn nhân lực và tài chính thực để xử lý nợ xấu còn hạn chế.

Thứ sáu, nợ công của Việt Nam hiện đang ở mức cao. Theo chiến lược nợ công và nợ nước ngoài của quốc gia giai đoạn 2011-2020 và tầm nhìn đến năm 2030 đã chỉ rõ: Giảm mức bội chi NSNN xuống dưới 4% GDP trong giai đoạn 2016-2020, giai đoạn sau năm 2020 bình quân khoảng 3% GDP. Nợ công (*bao gồm nợ chính phủ, nợ được Chính phủ bảo lãnh và nợ chính quyền địa phương*) đến năm 2020 không quá 65% GDP; dư nợ nước ngoài quốc gia không quá 50% GDP; dư nợ Chính phủ không quá 55% GDP. Trong khi đó tính đến năm 2016 theo con số báo cáo của Chính Phủ trình Quốc hội nợ công so với GDP đã lên đến 63,6%, năm 2017 nợ công so với GDP có giảm nhẹ ước tính còn 62,6%, tuy nhiên con số này vẫn ở mức cao (*Bảng 4.10*).

Bảng 4.6. Một số chỉ tiêu về nợ công và nợ nước ngoài của quốc gia giai đoạn 2011 - 2017

Chỉ tiêu	2011	2012	2013	2014	2015	2016*	2017*
Nợ công so với GDP (%)	54,9	50,8	54,5	58,0	61,3	63,6	62,6
Nợ nước ngoài của quốc gia so với GDP (%)	41,5	37,4	37,3	38,3	42,0	44,7	45,2
Thâm hụt NSNN (% GDP)	-4,9	-5,36	-5,45	-5,7	-4,3	-4,3	-3,5

Nguồn: Bản tin số 5 – Bản tin nợ công - Bộ tài chính, UBGSTCQG, Tổng cục thống kê

Mặc dù giá dầu thô được dự báo cải thiện, nhưng thu NSNN trong năm 2018 và những năm tiếp theo dự báo vẫn còn khó khăn do thực hiện cam kết quốc tế về cắt giảm thuế nhập khẩu và thuế thu nhập doanh nghiệp theo lộ trình. Chi ngân sách năm 2016, 2017 tăng để khắc phục hậu quả của thiên tai, hạn hán. Tình hình trên cho thấy cân đối ngân sách trong năm 2018 sẽ vẫn còn nhiều khó khăn. Dự kiến năm 2018 nợ công so với GDP là 61,4%, thâm hụt ngân sách dưới 3,7%. Nợ công của Việt Nam hiện đang ở mức cao, nhưng cũng phải nhận thấy việc quản lý nợ công đang theo chiều hướng cải thiện hơn so với trước. Chính phủ cần phải tiếp tục thực hiện kế hoạch kiểm soát nợ công theo định mức Quốc hội quy định đến năm 2020 không vượt quá 65% GDP, tiếp tục kiểm soát sử dụng nguồn vốn để đảm bảo không vượt ngưỡng.

Từ những vấn đề đặt ra ở trên đòi hỏi trong thời gian tới CSTT phải phát huy hơn nữa với vai trò là một công cụ điều hành kinh tế vĩ mô góp phần vào ổn định kinh tế Việt Nam và hỗ trợ tăng trưởng hợp lý đảm bảo phát triển bền vững.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 4

Trong chương 4, luận án đưa ra mô hình cơ chế truyền dẫn tác động của CSTT đến nền kinh tế Việt Nam, đây là cơ sở để đánh giá cả định tính và định lượng tác động của CSTT đến hai biến mục tiêu: Tăng trưởng và lạm phát. Qua đánh giá định tính, luận án xem xét sự thay đổi của cung tiền, lãi suất đến các cấu thành của tổng cầu và sự biến động của tỷ giá đến xuất nhập khẩu, sản lượng của nền kinh tế. Bên cạnh đó, luận án cũng xem xét sự thay đổi của cung tiền đến lạm phát và biến động của tổng cầu, tỷ giá đến lạm phát của nền kinh tế. Đồng thời, luận án cũng sử dụng mô hình VAR với 6 biến CPI, GDP, M2, CRE, R, E là các biến nội sinh trong mô hình, biến P_w là biến ngoại sinh nhằm: (i) Xem xét sự tăng lên của cung tiền đến các biến nội sinh còn lại trong mô hình; (ii) Xem xét phản ứng của lạm phát và tăng trưởng kinh tế trước các cú sốc cung tiền, lãi suất, tín dụng cấp cho nền kinh tế và tỷ giá. Với kết quả nghiên cứu cả định tính và định lượng tác giả đi vào đánh giá chung tác động của CSTT đến kinh tế vĩ mô Việt Nam, trong điều hành CSTT của NHNN Việt Nam đã có những tác động tích cực đến kinh tế vĩ mô: (i) Kiểm soát lạm phát, giữ lạm phát ở mức thấp; (ii) Lãi suất giảm, hỗ trợ hợp lý cho khu vực sản xuất; (iii) Tỷ giá, thị trường ngoại hối ổn định. Tuy nhiên, bên cạnh những tác động tích cực luận án cũng chỉ ra sáu vấn đề còn tồn tại trong điều hành CSTT của NHNN trong giai đoạn 2005 – 2017.

CHƯƠNG 5: ĐỊNH HƯỚNG ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VÀ MỘT SỐ KHUYẾN NGHỊ CHÍNH SÁCH NHẪM HƯỚNG ĐẾN MỤC TIÊU ỔN ĐỊNH KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM

5.1. CHIẾN LƯỢC PHÁT TRIỂN KINH TẾ - XÃ HỘI, PHÁT TRIỂN NGÀNH NGÂN HÀNG VÀ QUAN ĐIỂM, ĐỊNH HƯỚNG ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

5.1.1. Chiến lược phát triển kinh tế - xã hội

Trong chiến lược phát triển kinh tế - xã hội 2011 – 2020 đã chỉ rõ: “Quan điểm phát triển nhanh gắn liền với phát triển bền vững, phát triển bền vững là yêu cầu xuyên suốt trong Chiến lược. Phải phát triển bền vững về kinh tế, giữ vững ổn định kinh tế vĩ mô, bảo đảm an ninh kinh tế. Đẩy mạnh chuyển dịch cơ cấu kinh tế, chuyển đổi mô hình tăng trưởng, coi chất lượng, năng suất, hiệu quả, sức cạnh tranh là ưu tiên hàng đầu, chú trọng phát triển theo chiều sâu, phát triển kinh tế tri thức. Phát triển mạnh mẽ lực lượng sản xuất, xây dựng quan hệ sản xuất phù hợp, hình thành đồng bộ thể chế kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa. Chuyển đổi mô hình tăng trưởng từ chủ yếu phát triển theo chiều rộng sang phát triển hợp lý giữa chiều rộng và chiều sâu, vừa mở rộng quy mô vừa chú trọng nâng cao chất lượng, hiệu quả, tính bền vững. Thực hiện cơ cấu lại nền kinh tế, trọng tâm là cơ cấu lại các ngành sản xuất, dịch vụ phù hợp với các vùng; thúc đẩy cơ cấu lại doanh nghiệp và điều chỉnh chiến lược thị trường; tăng nhanh giá trị nội địa, giá trị gia tăng và sức cạnh tranh của sản phẩm, doanh nghiệp và của cả nền kinh tế; phát triển kinh tế tri thức. Gắn phát triển kinh tế với bảo vệ môi trường, phát triển kinh tế xanh.”

Trong giai đoạn 2016 - 2020, Quốc hội khóa XIII đã thông qua Nghị quyết số 142/2016/QH13 về Kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội 5 năm 2016 - 2020. Trong đó nêu rõ:

Mục tiêu tổng quát

Bảo đảm ổn định kinh tế vĩ mô, phấn đấu tăng trưởng kinh tế cao hơn 5 năm trước. Đẩy mạnh thực hiện các đột phá chiến lược, cơ cấu lại nền kinh tế gắn với đổi mới mô hình tăng trưởng, nâng cao năng suất, hiệu quả và sức cạnh tranh. Phát triển văn hoá, thực hiện dân chủ, tiến bộ, công bằng xã hội, bảo đảm an sinh xã hội, tăng cường phúc lợi xã hội và cải thiện đời sống nhân dân.

Chủ động ứng phó với biến đổi khí hậu, quản lý hiệu quả tài nguyên và bảo vệ môi trường. Tăng cường quốc phòng, an ninh, kiên quyết, kiên trì đấu tranh bảo vệ

vững chắc độc lập, chủ quyền, thống nhất toàn vẹn lãnh thổ quốc gia và bảo đảm an ninh chính trị, trật tự, an toàn xã hội.

Nâng cao hiệu quả công tác đối ngoại và chủ động hội nhập quốc tế. Giữ gìn hòa bình, ổn định, tạo môi trường, điều kiện thuận lợi để xây dựng và bảo vệ đất nước. Nâng cao vị thế của nước ta trên trường quốc tế. Phấn đấu sớm đưa nước ta cơ bản trở thành nước công nghiệp theo hướng hiện đại.

Đối với kinh tế, các chỉ tiêu chủ yếu như sau:

Tổng sản phẩm trong nước (GDP) bình quân 5 năm giai đoạn 2016- 2020 là 6,5 - 7%/năm. GDP bình quân đầu người năm 2020 khoảng 3.200 - 3.500 USD. Tỷ trọng công nghiệp và dịch vụ trong GDP năm 2020 khoảng 85%. Tổng vốn đầu tư toàn xã hội bình quân 5 năm khoảng 32-34% GDP. Bội chi ngân sách nhà nước năm 2020 dưới 4% GDP. Năng suất các nhân tố tổng hợp (TFP) đóng góp vào tăng trưởng khoảng 30 - 35%. Năng suất lao động xã hội bình quân tăng khoảng 5%/năm. Tiêu hao năng lượng tính trên GDP bình quân giảm 1 - 1,5%/năm. Tỷ lệ đô thị hóa đến năm 2020 đạt 38 - 40%.

Những nhiệm vụ chủ yếu được đặt ra là:

Căn cứ các mục tiêu trên, Chính phủ đã đề ra 12 nhiệm vụ trọng tâm cần thực hiện trong Chương trình hành động triển khai thực hiện nghị quyết của Quốc hội về Kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội 5 năm 2016 - 2020, cụ thể:

- Phát triển kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa, tạo môi trường và động lực cho phát triển kinh tế - xã hội.
- Ổn định kinh tế vĩ mô và các cân đối lớn của nền kinh tế.
- Đẩy mạnh cơ cấu lại nền kinh tế gắn với đổi mới mô hình tăng trưởng, nâng cao năng suất, hiệu quả và sức cạnh tranh của nền kinh tế.
- Đẩy mạnh thực hiện đột phá chiến lược về xây dựng hệ thống kết cấu hạ tầng đồng bộ phát triển kinh tế - xã hội.
- Tiếp tục hoàn thiện môi trường đầu tư kinh doanh, hỗ trợ thúc đẩy doanh nghiệp phát triển.
- Phát triển các vùng kinh tế, khu kinh tế, kinh tế biển.
- Huy động và sử dụng có hiệu quả các nguồn lực của nền kinh tế.
- Nâng cao chất lượng nguồn nhân lực và tăng cường tiềm lực khoa học, công nghệ.
- Phát triển văn hóa, xã hội, xóa đói giảm nghèo và nâng cao đời sống nhân dân.

- Chủ động ứng phó với biến đổi khí hậu, phòng, chống thiên tai, tăng cường quản lý tài nguyên và bảo vệ môi trường.

- Phòng, chống tham nhũng, thực hành tiết kiệm, chống lãng phí; nâng cao hiệu lực, hiệu quả quản lý nhà nước và bảo đảm quyền tự do, dân chủ của người dân trong phát triển kinh tế - xã hội.

- Tăng cường quốc phòng, an ninh; kiên quyết, kiên trì đấu tranh bảo vệ vững chắc độc lập, chủ quyền, thống nhất và toàn vẹn lãnh thổ của Tổ quốc; giữ vững môi trường hòa bình, ổn định để phát triển đất nước; bảo đảm an ninh quốc gia, giữ gìn trật tự, an toàn xã hội. Nâng cao hiệu quả hoạt động đối ngoại, chủ động hội nhập quốc tế, giữ vững môi trường hòa bình và tạo điều kiện thuận lợi để phát triển đất nước.

5.1.2. Chiến lược phát triển ngành ngân hàng

Trải qua hơn 20 năm đổi mới và phát triển, ngành ngân hàng Việt Nam mặc dù đã đạt được những kết quả nhất định, song trong giai đoạn phát triển tới, cần phải tập trung phấn đấu nâng cao năng lực tài chính và năng lực hoạt động bắt kịp tốc độ phát triển của ngân hàng một số nước phát triển trong khu vực. Việt Nam đến năm 2025 phải đảm bảo phát triển một hệ thống ngân hàng vững mạnh, cạnh tranh và năng động, hỗ trợ và đóng góp tích cực vào sự phát triển của nền kinh tế. Đồng thời, phải hướng tới một nền tảng công nghệ ngân hàng sẵn sàng đối mặt với những thách thức của tự do hóa và toàn cầu hóa.

Hệ thống ngân hàng ổn định, vững mạnh và an toàn, đó là hệ thống có thể chịu được những cú sốc đột ngột bất lợi về kinh tế và tài chính xảy ra từ bên trong và bên ngoài hệ thống mà không gây ảnh hưởng đáng kể các chức năng trung gian và chức năng của nền kinh tế. Có một hệ thống ổn định, thì phải có các định chế tài chính hoạt động vững mạnh, hiệu quả và có hiệu lực, có các qui định quản lý thận trọng, có hệ thống thanh tra giám sát mạnh mẽ và cơ sở hạ tầng tài chính đáng tin cậy.

Định chế tài chính vững mạnh, đó phải là một định chế tài chính có năng lực quản lý rủi ro, kỹ năng tín dụng cũng như quản trị doanh nghiệp vững mạnh. Quản trị doanh nghiệp sẽ được tăng cường thông qua việc cải thiện trong chất lượng và tính chịu trách nhiệm trong quản lý của ban giám đốc điều hành.

Khu vực ngân hàng sẽ phát triển ổn định, lành mạnh và đa dạng, phát triển theo chiều sâu, nâng cao vị thế, vai trò và tầm ảnh hưởng của khu vực ngân hàng trong nền kinh tế quốc dân, trong hệ thống tài chính của khu vực và thế giới nhằm đáp ứng đầy đủ nhu cầu đa dạng của nền kinh tế, của xã hội về các sản phẩm và dịch vụ tài chính.

Chiến lược phát triển ngành ngân hàng Việt Nam đến năm 2025, định hướng đến năm 2030 tại Quyết định số 986/QĐ-TTg ngày 08/8/2018, đã chỉ rõ:

Mục tiêu tổng quát nhằm hiện đại hóa Ngân hàng Nhà nước Việt Nam theo hướng: có mô hình tổ chức hợp lý và cơ chế vận hành đồng bộ, hiệu lực và hiệu quả, phù hợp với cơ chế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa, có đầy đủ vị thế pháp lý và trách nhiệm giải trình; thực hiện mục tiêu ưu tiên là kiểm soát lạm phát, góp phần ổn định kinh tế vĩ mô, thúc đẩy tăng trưởng bền vững; bảo đảm an toàn, lành mạnh hệ thống các tổ chức tín dụng, giữ vai trò chủ chốt bảo đảm ổn định tài chính; thực thi vai trò giám sát các hệ thống thanh toán, là trung tâm thanh toán và quyết toán cho các hệ thống thanh toán và hệ thống giao dịch tài chính, tiền tệ trong nền kinh tế...

Mục tiêu cụ thể tăng dần tính độc lập, chủ động và trách nhiệm giải trình của Ngân hàng Nhà nước về mục tiêu điều hành chính sách tiền tệ, kiểm soát lạm phát ở mức phù hợp với định hướng phát triển kinh tế xã hội trong từng thời kỳ, hỗ trợ ổn định kinh tế vĩ mô, thúc đẩy mục tiêu tăng trưởng kinh tế bền vững.

Như vậy, hệ thống ngân hàng Việt Nam đến 2025 tiếp tục tạo ra những bước đột phá mới, xây dựng một hệ thống ngân hàng phát triển ổn định bền vững với qui mô ở mức trung bình thế giới và khu vực, đảm bảo sự ổn định thị trường tài chính.

- NHNN tập trung xây dựng và phát triển thành một NHTW với tầm nhìn, triển vọng vì lợi ích của khu vực tài chính, củng cố và nâng cao niềm tin của dân chúng đối với những động thái chính sách của NHNN; thực thi CSTT hiệu quả, chủ động với các công cụ CSTT (lãi suất, tỷ giá) mang tính thị trường; từng bước tiến tới tự do hóa thị trường tài chính; nâng cao năng lực thanh tra giám sát ở một cấp độ mới;

- Các TCTD, nhất là các NHTM trong nước, có những đổi mới mạnh mẽ trong mô hình tổ chức, mở rộng các hoạt động xuyên quốc gia và nếu đủ mạnh có thể từng bước thành lập một số tập đoàn tài chính; đổi mới và nâng cao năng lực cạnh tranh, năng lực quản trị kinh doanh, quản trị rủi ro, năng lực tài chính; xây dựng những điều kiện tín dụng mới, tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp, nhất là các doanh nghiệp vừa và nhỏ tiếp cận nguồn vốn; phát triển tín dụng vi mô, các phương thức ngân hàng mới để đáp ứng tốt hơn nhu cầu vốn và những những dịch vụ tài chính của nền kinh tế. Điều này vừa nâng cao hiệu quả hoạt động của hệ thống tài chính vừa điều chỉnh được cấu trúc của thị trường tài chính.

Một số chỉ tiêu đã được cụ thể hóa và nêu ra trong chiến lược phát triển ngành ngân hàng Việt Nam đến năm 2025, định hướng đến năm 2030 tại quyết định số 986/QĐ-TTg ngày 08/08/2018. *Bao gồm:*

- Giảm dần tỷ lệ tín dụng ngoại tệ/tổng tín dụng, phân đầu tỷ lệ tiền gửi ngoại tệ/tổng phương tiện thanh toán đạt mức dưới 7,5% vào năm 2020 và mức 5% vào năm

2030; tiến tới ngừng cho vay ngoại tệ để chậm nhất đến năm 2030 cơ bản khắc phục tình trạng đô la hóa trong nền kinh tế.

- Đẩy mạnh phát triển thanh toán không dùng tiền mặt, tối ưu hóa mạng lưới ATM và POS. Đến cuối năm 2020, tỷ trọng tiền mặt trên tổng phương tiện thanh toán ở mức dưới 10%; đến cuối năm 2025, tỷ trọng tiền mặt trên tổng phương tiện thanh toán ở mức dưới 8%.

- Phấn đấu đến cuối năm 2020, các ngân hàng thương mại cơ bản có mức vốn tự có theo chuẩn mực của Basel II, trong đó ít nhất 12 - 15 ngân hàng thương mại áp dụng thành công Basel II phương pháp tiêu chuẩn trở lên; có ít nhất từ 1 đến 2 ngân hàng thương mại nằm trong top 100 ngân hàng lớn nhất (về tổng tài sản) trong khu vực châu Á.

- Tăng tỷ trọng thu nhập từ hoạt động dịch vụ phi tín dụng trong tổng thu nhập của các ngân hàng thương mại lên khoảng 12 - 13%; hoàn thành việc niêm yết cổ phiếu của các ngân hàng thương mại cổ phần trên thị trường chứng khoán Việt Nam; nâng mức vốn pháp định đối với quỹ tín dụng nhân dân;

- Phấn đấu đến cuối năm 2025, có ít nhất từ 2 - 3 ngân hàng thương mại nằm trong top 100 ngân hàng lớn nhất (về tổng tài sản) trong khu vực châu Á và 3 - 5 ngân hàng niêm yết cổ phiếu trên thị trường chứng khoán nước ngoài. Tất cả các ngân hàng thương mại áp dụng Basel II theo phương pháp tiêu chuẩn, triển khai thí điểm áp dụng Basel II theo phương pháp nâng cao tại ngân hàng thương mại Nhà nước nắm cổ phần chi phối và ngân hàng thương mại cổ phần có chất lượng quản trị tốt đã hoàn thành áp dụng Basel II theo phương pháp tiêu chuẩn; tăng tỷ trọng thu nhập từ hoạt động dịch vụ phi tín dụng trong tổng thu nhập của các ngân hàng thương mại lên khoảng 16 - 17%; nợ xấu của toàn hệ thống các tổ chức tín dụng dưới 3%.

Những đặc trưng cơ bản của khu vực ngân hàng trong tương lai

Cấu trúc khu vực ngân hàng trong hơn 10 năm tới khó có thể xác định một cách chính xác, nhưng với những thực trạng hiện nay, khu vực ngân hàng phải làm thế nào để đáp ứng được với những thách thức mà nền kinh tế phải đối mặt. Khu vực ngân hàng trong tương lai cần đạt được với những đặc trưng sau:

- Tăng tính đa dạng của khu vực ngân hàng đáp ứng được những yêu cầu ngày càng đa dạng trong cấu trúc kinh tế.

- Môi trường cạnh tranh trong khu vực ngân hàng ngày càng tăng có khả năng đưa các định chế tài chính đến với những chiến lược chiếm lĩnh những mảng thị trường riêng biệt, tạo ra một sức mạnh thị trường thích hợp với họ.

- Trong cấu trúc của khu vực ngân hàng sẽ hình thành các định chế tài chính có qui mô lớn có thể hoạt động xuyên quốc gia, bên cạnh đó, là các định chế có qui mô

vừa chủ yếu đáp ứng nhu cầu dịch vụ tài chính trong nước và phát triển các tổ chức tài chính vi mô nhằm góp phần tích cực cho công cuộc xóa đói giảm nghèo của quốc gia.

- NHNN thực sự là người cầm lái trên thị trường tiền tệ, chủ động trong các quyết sách của mình, tạo dựng môi trường pháp lý thuận lợi cho các TCTD phát triển.

- Hệ thống thanh tra, giám sát ngân hàng được hoàn thiện theo hướng hợp nhất, mở rộng hợp tác và liên kết với các cơ quan thanh tra giám sát các bộ phận của thị trường tài chính trong nền kinh tế, trong khu vực và quốc tế. Trong đó, năng lực thanh tra giám sát được nâng cao lên một cấp độ mới đảm bảo sự ổn định và an toàn hệ thống trong bối cảnh hội nhập và hợp tác quốc tế ngày càng sâu rộng; các qui định thanh tra, giám sát thận trọng cần tuân thủ các nguyên tắc và chuẩn mực quốc tế phù hợp với điều kiện phát triển của hệ thống; thanh tra, giám sát trên cơ sở dự báo và định lượng rủi ro, ứng dụng mô hình cảnh báo sớm để kịp thời ngăn chặn những bất ổn có thể xảy ra. Song, điều này cũng cần thiết phải tạo ra môi trường thuận lợi cho sự phát triển của hệ thống tài chính năng động, hiệu quả.

- Những yếu tố then chốt của hạ tầng tài chính sẽ được cấu trúc hoàn chỉnh và vận hành hiệu quả có thể tạo điều kiện cho sự tiếp cận thuận lợi hiệu quả nguồn tài chính, cải thiện tính minh bạch và năng lực điều hành, cũng như đảm bảo cho sự ổn định khu vực tài chính.

Với một cơ sở hạ tầng tài chính vững mạnh sẽ là nền tảng đảm bảo sự ổn định của cả hệ thống ngân hàng, cùng với sự vững mạnh của các định chế tài chính chủ đạo trong nước sẽ hình thành nên xương sống của hệ thống tài chính.

5.1.3. Quan điểm, định hướng điều hành chính sách tiền tệ

Quan điểm điều hành chính sách tiền tệ

Quan điểm điều hành của Đảng và Chính phủ trong những năm gần đây đã có nhiều đổi mới trong việc nhìn nhận mối quan hệ giữa tăng trưởng và lạm phát – chúng ta không thể tăng trưởng bằng mọi giá, chống lạm phát đòi hỏi phải có sự đánh đổi. Nghị quyết 11 của Chính phủ đã khẳng định kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, bảo đảm an sinh xã hội là mục tiêu, nhiệm vụ trọng tâm cấp bách hàng đầu. Trên cơ sở chủ trương của Quốc hội, chỉ đạo của Chính phủ và các đánh giá, nhận định về tình hình kinh tế vĩ mô, tiền tệ, quan điểm của NHNN là kiên định mục tiêu ổn định vĩ mô, kiểm soát lạm phát, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế ở mức hợp lý.

CSTT phải chủ động và linh hoạt thúc đẩy tăng trưởng bền vững, kiểm soát lạm phát, ổn định giá trị đồng tiền. Hình thành đồng bộ khuôn khổ pháp lý về hoạt động ngân hàng. Mở rộng các hình thức thanh toán qua ngân hàng và thanh toán không dùng tiền mặt. Điều hành chính sách lãi suất, tỉ giá linh hoạt theo nguyên tắc thị

trường. Đổi mới chính sách quản lý ngoại hối và vàng; từng bước mở rộng phạm vi các giao dịch vốn; tăng cường kiểm tra, kiểm soát tiến tới xoá bỏ tình trạng sử dụng ngoại tệ làm phương tiện thanh toán trên lãnh thổ Việt Nam. Tăng cường vai trò của NHNN trong việc hoạch định và thực thi CSTT. Kết hợp chặt chẽ CSTT với CSTK. Kiện toàn công tác thanh tra, giám sát hoạt động tài chính, tiền tệ.

CSTT quốc gia 5 năm (2016-2020), tầm nhìn 2025 cần bám sát và hỗ trợ thực hiện các mục tiêu mà Đại hội XII của Đảng đã xác định. Đặc biệt, NHNN cần tiếp tục đẩy mạnh cơ cấu lại thị trường tài chính với trọng tâm là hệ thống NHTM và các tổ chức tài chính; cơ cấu lại và giải quyết có kết quả vấn đề nợ xấu; hiện đại hóa ngành ngân hàng, đa dạng hóa và nâng cao hiệu quả hoạt động của thị trường tài chính, tiền tệ và loại bỏ nguy cơ mất an toàn hệ thống; bảo đảm nguyên tắc thị trường gắn với tăng cường quản lý, kiểm tra, kiểm soát của Nhà nước và giám sát của xã hội; phát triển thị trường mua bán nợ, thị trường các công cụ phái sinh, cho thuê tài sản, mở cửa thị trường tín dụng và dịch vụ ngân hàng đáp ứng yêu cầu phát triển KT-XH và phù hợp với các cam kết quốc tế.

Định hướng điều hành chính sách tiền tệ

Trong tiến trình hội nhập AEC và các FTA thế hệ mới như CPTPP, cùng nhiều biến chuyển mới trên thế giới cả về tài chính - tiền tệ đang và sẽ làm gia tăng các áp lực cạnh tranh thị trường tự do các dịch vụ tài chính - tiền tệ và những tác động trực tiếp tới việc điều hành tiền tệ và tỷ giá.

NHNN định hướng sẽ tiếp tục điều hành CSTT chủ động, linh hoạt phù hợp với diễn biến trên thị trường thế giới, trong nước và phối hợp chặt chẽ với CSTK và các chính sách kinh tế vĩ mô khác để thực hiện mục tiêu CSTT. Trong đó, tập trung thực hiện các giải pháp trọng tâm như: Nâng cao chất lượng công tác thống kê, dự báo, theo dõi sát diễn biến thị trường trong nước và quốc tế để chủ động phân tích tình hình, dự báo kinh tế vĩ mô, tiền tệ; Triển khai đồng bộ, linh hoạt các công cụ CSTT nhằm ổn định thị trường tiền tệ, bảo đảm thanh khoản hệ thống; Ổn định tỷ giá và thị trường ngoại tệ phù hợp với các cân đối vĩ mô và mục tiêu CSTT.

Phát huy vai trò của CSTT trong việc kiềm chế lạm phát, ổn định giá trị đồng tiền, đưa thị trường tiền tệ vào vận hành đúng kỷ cương theo đúng thông lệ quốc tế và thực tiễn Việt Nam sẽ là một trong những nhiệm vụ trọng tâm. Để thực hiện được mục tiêu này thì cần từng bước đổi mới khuôn khổ điều hành CSTT theo cơ chế thị trường và thông lệ quốc tế phù hợp với điều kiện thực tiễn thị trường tiền tệ và hệ thống TCTD của Việt Nam. Trong đó, mục tiêu cuối cùng là kiểm soát chỉ số giá tiêu dùng hàng năm ở mức phù hợp với mục tiêu trong trung hạn, việc thực hiện các giải pháp hỗ

trợ tăng trưởng kinh tế triển khai theo hướng không làm ảnh hưởng tới mục tiêu kiểm soát lạm phát.

Trong giai đoạn 2016 - 2020, khuôn khổ CSTT chuyển hướng chủ yếu điều hành theo lãi suất, giảm điều hành theo khối lượng để tiến tới kiểm soát hoàn toàn theo giá sau năm 2020. Về dài hạn, NHNN tập trung điều hành CSTT nhằm kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô. Chuyển dần sang cơ chế điều hành CSTT lấy lạm phát làm mục tiêu, đòi hỏi NHNN phải lựa chọn thực thi một khuôn khổ CSTT dựa trên cơ sở thị trường: (i) Từng bước thiết lập những điều kiện cần thiết để có thể chuyển đổi cơ chế điều hành CSTT đa mục tiêu sang CSTT theo đuổi một mục tiêu duy nhất là ổn định giá; Xác định được rõ cơ chế truyền tải CSTT trong từng giai đoạn phát triển kinh tế - xã hội; (ii) Chuyển điều tiết bằng khối lượng sang điều tiết giá cả, xây dựng những điều kiện cần thiết để thực thi được khuôn khổ CSTT “lạm phát mục tiêu” và tiến tới thực hiện khuôn khổ CSTT lạm phát mục tiêu khi các điều kiện cho phép; (iii) Thực hiện nâng cao tính minh bạch, phát triển hệ thống thanh toán, thúc đẩy và hoàn thiện khuôn khổ pháp lý và các quy định về an toàn. Đồng thời thực hiện cả ba chiến lược này để đảm bảo sự vững chắc, thuận lợi cho việc đưa khuôn khổ CSTT lấy lạm phát làm mục tiêu trong điều hành CSTT trong tương lai của NHNN Việt Nam.

Đồng thời, cũng cần xây dựng mô hình đánh giá cơ chế truyền tải CSTT đến các mục tiêu hoạt động, mục tiêu trung gian và mục tiêu cuối cùng. Kết hợp đồng bộ các công cụ CSTT, điều tiết chủ yếu qua kênh nghiệp vụ thị trường mở (OMO) và kênh lãi suất, xem xét bỏ cơ chế trần lãi suất huy động và cho vay bằng VND vào thời điểm thích hợp để tạo điều kiện cho thị trường tiền tệ phản ánh đúng quan hệ cung - cầu vốn là những bước quan trọng tiến đến các công cụ CSTT chủ yếu là công cụ gián tiếp. Bên cạnh đó, cần thiết phải xây dựng cơ chế kiểm soát dòng tiền luân chuyển trong nền kinh tế, xây dựng và thực hiện cơ chế phối hợp giữa CSTT với các chính sách vĩ mô. Công tác phân tích, dự báo cần được nâng cao.

5.2. MỘT SỐ KHUYẾN NGHỊ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ NHẪM HƯỚNG ĐẾN MỤC TIÊU ỔN ĐỊNH KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM

5.2.1. Khuyến nghị trong việc lựa chọn mục tiêu điều hành CSTT

Luật NHNN Việt Nam (2010) quy định: “*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*” (Điều 3). Và: “*Hoạt động của Ngân hàng Nhà nước nhằm ổn định giá trị đồng tiền; bảo đảm an*

toàn hoạt động ngân hàng và hệ thống các tổ chức tín dụng; bảo đảm sự an toàn, hiệu quả của hệ thống thanh toán quốc gia; góp phần thúc đẩy phát triển kinh tế - xã hội theo định hướng xã hội chủ nghĩa” (Điều 4). Để thực hiện đa mục tiêu như trên, trong điều hành CSTT, NHNN lựa chọn mục tiêu điều hành là vừa kiểm soát khối lượng tiền tệ và kiểm soát lãi suất, với mục tiêu trung gian là kiểm soát tốc độ tăng cung tiền M_2 , tín dụng và lãi suất. Việc thực hiện mục tiêu điều hành trên của NHNN nhằm góp phần đạt được mục tiêu cuối cùng là lạm phát và tăng trưởng kinh tế.

Quan điểm trong điều hành chính sách kinh tế vĩ mô của Việt Nam đã có nhiều thay đổi về mối tương quan giữa mục tiêu lạm phát và mục tiêu tăng trưởng kinh tế trong thời gian gần đây. Chúng ta không thể tăng trưởng kinh tế cao bằng mọi giá, chống lạm phát đòi hỏi phải có sự đánh đổi và Nghị quyết 11 của Chính phủ đã khẳng định kiểm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô là mục tiêu ưu tiên hàng đầu. Luật Ngân hàng Nhà nước năm 2010 đã làm rõ hơn vấn đề này, trong giai đoạn vẫn thực hiện CSTT đa mục tiêu thì phải xác định thứ tự ưu tiên, trong đó kiểm chế lạm phát, duy trì lạm phát ở mức thấp và ổn định là mục tiêu số một.

NHNN Việt Nam trong dài hạn cần xác định khuôn khổ cho CSTT, để đạt được mục tiêu duy trì mức lạm phát thấp và ổn định hỗ trợ tăng trưởng kinh tế cần từng bước chuyển dần sang cơ chế điều hành CSTT với khuôn khổ CSTT lạm phát mục tiêu. Trong một nghiên cứu của Ủy ban kinh tế của quốc hội và UNDP tại Việt Nam đã chỉ ra một nước muốn áp dụng khuôn khổ CSTT lạm phát mục tiêu khả thi và ít thách thức hơn phải đáp ứng các điều kiện sau: (i) *Ổn định giá cả là mục tiêu bao trùm của CSTT*; (ii) *Sự tiếp cận của chính phủ đối với nguồn tài chính của NHTW đã bị cấm hoặc bị hạn chế*; (iii) *NHNN độc lập trong việc sử dụng các công cụ của mình*; (iv) *Đồng thuận cao ở trong nước về tầm quan trọng của mục tiêu lạm phát*; (v) *Sự hiểu biết cơ bản về cơ chế truyền tải CSTT và khả năng phù hợp nhằm tác động đến lãi suất ngắn hạn*; và (vi) *Hệ thống tài chính và các thị trường hoạt động tốt* [35,tr136].

Hiện nay, NHNN Việt Nam chưa có đủ điều kiện để chuyển đổi ngay sang điều hành CSTT theo khuôn khổ lạm phát mục tiêu. Vì vậy trước mắt, chúng ta cần phải nhất quán trong việc lựa chọn mục tiêu ưu tiên hàng đầu trong điều hành CSTT nói riêng và chính sách vĩ mô nói chung là ổn định giá trị đồng tiền, kiểm soát lạm phát. Đồng thời, xét điều kiện thị trường tiền tệ Việt Nam hiện nay NHNN chưa đủ các điều kiện để chuyển hoàn toàn sang khuôn khổ CSTT điều tiết lãi suất. Trước mắt, NHNN cần tiếp tục lựa chọn mục tiêu điều hành theo khối lượng kết hợp với việc điều tiết lãi

suất, đồng thời chuẩn bị các điều kiện để có thể chuyển dần sang điều tiết lãi suất. Việc chuyển sang khuôn khổ CSTT điều tiết lãi suất sẽ giúp nâng cao hiệu quả và minh bạch trong điều hành CSTT đây là một trong những điều kiện quan trọng để có thể tiến tới thực hiện khuôn khổ CSTT lạm phát mục tiêu qua đó thực hiện được mục tiêu ưu tiên hàng đầu trong điều hành CSTT là kiểm chế lạm phát, duy trì lạm phát ở mức thấp và ổn định.

Việc áp dụng khuôn khổ CSTT lạm phát mục tiêu của các nước thường bắt nguồn từ một cú sốc/ khủng hoảng, hoặc từ kỳ vọng một khuôn khổ CSTT mới hiệu quả hơn của NHNN. Thời điểm áp dụng CSTT lạm phát mục tiêu thường là khi nền kinh tế đang có mức lạm phát thấp hoặc lạm phát đang được kiểm soát và các thể chế liên quan cho phép NHNN thực hiện CSTT lạm phát mục tiêu hiệu quả. Từ năm 2011, với việc đưa ra thông điệp mạnh mẽ cùng các nhóm giải pháp đồng bộ nhằm kiểm soát lạm phát, tăng cường ổn định vĩ mô, qua đó đảm bảo các cân đối lớn của nền kinh tế, Chính phủ đã nhấn mạnh đến tầm quan trọng của việc phối hợp chặt chẽ giữa các chính sách vĩ mô, đặc biệt là giữa CSTT và CSTK để đảm bảo kiểm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Cũng theo Nghị quyết 11, Chính phủ xác định kiểm soát lạm phát là nhiệm vụ ưu tiên số một trong nhóm giải pháp nhằm ổn định kinh tế vĩ mô. Qua đó, trong điều hành CSTT cần phải đảm bảo chủ động, linh hoạt và thận trọng, CSTK thắt chặt, kết hợp hài hòa giữa CSTT và CSTK để kiểm soát tốc độ tăng của tổng phương tiện thanh toán, tín dụng, bảo đảm lãi suất ở mức hợp lý, và đảm bảo thanh khoản cho nền kinh tế. Hiện nay trong điều hành CSTT, chỉ tiêu lạm phát hàng năm (31/12 năm sau so với 31/12 năm trước) do Quốc hội thông qua được xem như một mức trần được phép về lạm phát của năm đó. Trong nhiều năm liên tục từ 2005 - 2011, chỉ số lạm phát thực tế thường thoát ly ở mức cách biệt khá lớn so với mức trần Quốc hội cho phép, lạm phát thực tế thường cao hơn nhiều so với lạm phát mục tiêu, cụ thể: Năm 2005: lạm phát thực tế là 8,4%, lạm phát mục tiêu là 6,5%; Năm 2006: lạm phát thực tế là 6,6%, lạm phát mục tiêu là < tăng trưởng GDP; Năm 2007: lạm phát thực tế là 12,63%, lạm phát mục tiêu là < tăng trưởng GDP; Năm 2008: lạm phát thực tế là 22,97%, lạm phát mục tiêu là < tăng trưởng GDP; Năm 2009 lạm phát thực tế là 6,88% lạm phát mục tiêu < 15%; Năm 2010 lạm phát thực tế là 11,75%, lạm phát mục tiêu là < 7%; Năm 2011 lạm phát thực tế: 18,52%, lạm phát mục tiêu: < 7%; Từ năm 2012, khi Chính phủ tập trung mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô, kiểm soát lạm phát thì mặt bằng giá đã có xu hướng giảm cụ thể: Năm 2012: lạm phát thực tế là 6,81%, lạm phát mục tiêu là < 10%; năm 2013: lạm phát thực tế là 6,6%,

lạm phát mục tiêu là 6 – 6,5%; năm 2014 lạm phát thực tế là 1,84%, lạm phát mục tiêu là 7%; năm 2015 lạm phát thực tế: 0,63%, lạm phát mục tiêu: 5%; năm 2016 lạm phát thực tế: 4,74%, lạm phát mục tiêu: <5%; năm 2017 lạm phát thực tế: 3,53% lạm phát mục tiêu đặt ra là: 4%; Năm 2018 lạm phát mục tiêu: 4% (*Nguồn: Tổng cục thống kê*).

Như vậy, với việc thực hiện đồng bộ, hiệu quả các chính sách kinh tế vĩ mô, thời gian vừa qua chúng ta đã đạt được các mục tiêu đề ra và đem lại niềm tin cho nhà đầu tư và dân chúng. Có thể thấy, những tiền đề cơ bản ban đầu đang dần hình thành để chúng ta có thể tiến đến một khuôn khổ mới CSTT lạm phát mục tiêu trong điều hành CSTT của NHNN Việt Nam.

Vì vậy, trong thời gian tới cần tiếp tục thực hiện mục tiêu ổn định lạm phát, hạn chế các tín hiệu méo mó về giá cả giúp nguồn lực phân bổ hiệu quả. Kiểm soát và duy trì được lạm phát ở mức thấp và ổn định trong một biên độ nhất định đây phải được xác định là vấn đề trung tâm, là mục tiêu hàng đầu của CSTT. Thông qua việc thực hiện mục tiêu này, CSTT sẽ góp phần thực hiện tốt mục tiêu tăng trưởng kinh tế ít nhất là trong ngắn hạn, đồng thời góp phần bảo đảm mục tiêu ổn định tỷ giá và an toàn hệ thống ngân hàng.

5.2.2. Nâng cao hiệu quả các công cụ chính sách tiền tệ

Để CSTT tiếp tục với vai trò là một công cụ mạnh trong kiểm soát lạm phát, bình ổn thị trường tiền tệ, thị trường ngoại hối, ổn định kinh tế vĩ mô, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế hợp lý, đảm bảo an toàn hệ thống, trong điều hành CSTT cần nâng cao hiệu quả các công cụ CSTT. Điều hành CSTT bằng các công cụ gián tiếp, hạn chế dần và tiến tới chấm dứt việc can thiệp vào thị trường bằng các công cụ trực tiếp, các biện pháp hành chính, mệnh lệnh tạo điều kiện cho thị trường tiền tệ, thị trường liên ngân hàng vận hành theo quy luật thị trường, phản ánh khách quan quan hệ cung – cầu vốn trên thị trường.

5.2.2.1. Công cụ nghiệp vụ thị trường mở

Nghiệp vụ OMO là công cụ quan trọng trong điều hành CSTT, điều tiết cung tiền hợp lý, kiểm soát lạm phát, giữ ổn định tỷ giá. Việt Nam đang từng bước xây dựng và hoàn thiện nghiệp vụ OMO gắn với quá trình đổi mới CSTT. Theo định hướng điều hành CSTT của NHNN Việt Nam, trong thời gian tới nghiệp vụ OMO tiếp tục là công cụ quan trọng để điều tiết cung tiền, kiểm soát lạm phát, giữ ổn định tỷ giá... đảm bảo ổn định kinh tế vĩ mô.

Để nghiệp vụ OMO phát huy hiệu quả trong quá trình điều hành cần:

Thứ nhất, đa dạng loại hàng hoá giao dịch trên thị trường. Hiện nay, hàng hóa của thị trường mở còn khá nghèo nàn, chủ yếu là tín phiếu ngân hàng. Các phương tiện giao dịch như các loại trái phiếu thời hạn ngắn, chứng khoán do bản thân các ngân hàng phát hành... vẫn chưa giao dịch trên thị trường này. Việc tăng khối lượng hàng hóa giao dịch nhằm thu hút nhiều TCTD tham gia thị trường mở;

Thứ hai, NHNN cần hoàn thiện các quy định lưu ký giấy tờ có giá. NHNN đã tiến hành việc đặt thầu, xét thầu và thông báo qua mạng nhưng việc theo dõi, lưu ký giấy tờ có giá của NHNN thì vẫn thủ công bằng văn bản. Do đó, thời gian giao nhận giấy tờ có giá giữa NHNN và các TCTD bị kéo dài khi thực hiện các giao dịch thị trường mở. Cho nên, việc theo dõi lưu ký giấy tờ có giá bằng phần mềm, tiến hành cải tiến các chương trình phần mềm ứng dụng về lưu ký GTCG tại Sở Giao dịch NHNN sẽ góp phần khắc phục hạn chế này;

Thứ ba, nghiên cứu tăng thêm số phiên giao dịch để tăng cường khả năng đáp ứng nhu cầu thị trường đồng thời tăng thêm mức độ can thiệp của NHNN đến thị trường. Hiện, số phiên giao dịch mỗi ngày là 2, với kỳ hạn giao dịch là 14 ngày và 28 ngày, việc gia tăng tần suất giao dịch của thị trường mở là hết sức cần thiết, đồng nghĩa với việc tăng thời gian tiếp xúc của các TCTD với NHNN, nâng cao vai trò của NHNN với tư cách là người cho vay cuối cùng;

Thứ tư, tiếp tục gia tăng số lượng thành viên tham gia thị trường mở về cả số lượng và đa dạng về loại hình. Hiện, thị trường mở có sự tham gia của các NHTM nhà nước và cả các chi nhánh ngân hàng nước ngoài tại Việt Nam, ngân hàng liên doanh, NHTM cổ phần... Nhưng, còn một bộ phận không ít các NHTM cổ phần do quy mô vốn bé, trình độ nghiệp vụ chưa đáp ứng việc tham gia đấu thầu tại thị trường tiền tệ thứ cấp này;

Thứ năm, hiện đại hoá công nghệ ngân hàng và hệ thống thanh toán, tạo điều kiện thuận lợi cho việc phát triển thị trường thứ cấp về GTCG. Hệ thống công nghệ thông tin cần phải không ngừng cải tiến nhằm hỗ trợ NHNN nắm bắt kịp thời các thông tin thị trường, thông tin về nhu cầu vốn của nền kinh tế, khả năng thanh khoản của các NHTM... để đưa ra các quyết định nhanh chóng, chính xác, kịp thời; Hơn nữa, cần chú trọng độ an toàn, chuẩn xác trong các hoạt động giao dịch tiền tệ, nâng cao hiệu quả hoạt động của nghiệp vụ OMO.

5.2.2.2. Công cụ lãi suất

Cần thực hiện chính sách lãi suất thay đổi linh hoạt và kịp thời, theo sát cung - cầu vốn. Tính thanh khoản của thị trường tiền tệ cần được tăng lên. NHNN cần chú

động sử dụng các công cụ CSTT theo nguyên tắc thị trường và áp dụng các biện pháp thích hợp để định hướng và ổn định lãi suất, duy trì lãi suất thấp để hỗ trợ các doanh nghiệp khôi phục hoạt động sản xuất kinh doanh, xử lý tình trạng nợ xấu trong hệ thống ngân hàng.

Với yêu cầu hội nhập ngày càng mạnh mẽ NHNN cần cụ thể hóa lộ trình tiến tới lựa chọn lãi suất liên ngân hàng làm mục tiêu điều hành CSTT. Để lãi suất liên ngân hàng phản ánh đúng diễn biến thị trường tiền tệ, NHNN cần thúc đẩy sự phát triển thị trường tiền tệ, thị trường liên ngân hàng, với nhóm giải pháp cụ thể: (i) Tiếp tục hoàn thiện môi trường pháp lý cần thiết cho thị trường tiền tệ, thị trường liên ngân hàng; (ii) Nâng cao vai trò tham mưu, thực hiện tốt công tác quản lý giám sát của các cơ quan thanh tra, giám sát ngân hàng; (iii) Đa dạng hóa theo hướng mở rộng, phát triển các loại công cụ tài chính trên thị trường liên ngân hàng, thị trường tiền tệ; (iv) Nâng cấp, hoàn thiện và phát triển hơn hệ thống công nghệ thông tin hiện đại phục vụ nhanh chóng, kịp thời và an toàn nhu cầu thanh khoản trên thị trường tiền tệ.

Cùng với yêu cầu hội nhập thì quá trình tự do hoá lãi suất cần phải có những bước đi thận trọng phù hợp với điều kiện của Việt Nam, đồng thời phải có sự phối hợp nhịp nhàng với các công cụ khác. Quá trình tự do hoá lãi suất chỉ được xem là thành công khi NHNN tiến hành tự do hoá lãi suất mà hệ thống tiền tệ vẫn được ổn định, lãi suất trên thị trường tiền tệ không có những biến động lớn. Quá trình tự do hoá lãi suất có thể dẫn đến sự cạnh tranh quá mức của các trung gian tài chính dẫn đến sự bất ổn của hệ thống tiền tệ, làm ảnh hưởng đến sự ổn định kinh tế vĩ mô, đến lợi ích của các nhà đầu tư, đến lợi ích của người gửi tiền và của các trung gian tài chính. Trong điều kiện hiện nay khi đồng Việt Nam còn yếu thì cần thiết phải điều hành lãi suất VND cao hơn so với lãi suất quốc tế, đặc biệt phải cao hơn mức lãi suất USD nhằm hạn chế tình trạng đô la hoá trong nền kinh tế. Bên cạnh đó, trong điều chỉnh tỷ giá hối đoái cần phải điều hành một cách linh hoạt và ổn định, ngăn chặn tình trạng đầu cơ, tích trữ ngoại tệ và giảm thiểu rủi ro hối đoái cho các doanh nghiệp, nền kinh tế, tạo lập những điều kiện cần thiết cho ổn định kinh tế vĩ mô Việt Nam.

5.2.2.3. Công cụ tỷ giá

Với bối cảnh nền kinh tế Việt Nam như hiện nay, NHNN cần tăng cường khả năng kiểm soát toàn bộ các luồng tiền tệ trong nền kinh tế, kể cả luồng ngoại tệ, các khoản thu chi ngân sách. Tỷ giá phải được điều hành theo quan hệ cung - cầu và diễn biến của thị trường nhằm đảm bảo khuyến khích phát triển sản xuất, xuất khẩu, kiểm

soát nhập khẩu, ổn định tiền tệ, không gây biến động trong đời sống kinh tế xã hội, góp phần làm lành mạnh cán cân thanh toán.

Việc điều hành tỷ giá cần phải cân nhắc kết hợp hài hoà lợi ích giữa hoạt động xuất khẩu và nhập khẩu, lợi ích của các nhóm dân cư, góp phần thúc đẩy quá trình chuyển dịch cơ cấu kinh tế theo hướng có lợi cho sự tăng trưởng chung của nền kinh tế.

Việc điều hành tỷ giá phải đặt trong mối quan hệ hữu cơ với các chính sách kinh tế khác, đặc biệt là chính sách tài chính – tiền tệ. Bên cạnh đó, trong điều hành tỷ giá cần phải đảm bảo ưu tiên cho việc thiết lập và duy trì ổn định các mối quan hệ bên ngoài, qua đó tạo thêm những điều kiện để đạt được sự cân bằng bên trong của nền kinh tế. Để thực hiện được điều này đòi hỏi trong điều hành tỷ giá cần phải hạn chế dần các biện pháp can thiệp hành chính ép buộc, thay vào đó cần tăng cường sử dụng các biện pháp kinh tế trên cơ sở tôn trọng các yếu tố và quy luật thị trường. Có thể thấy, một trong những nguyên nhân chính đẩy nền kinh tế của nhiều nước rơi vào suy thoái và khủng hoảng là do đã lựa chọn một chính sách tỷ giá mà không có khả năng che chắn cho nền kinh tế trước các cú sốc bên ngoài.

Điều hành tỷ giá có ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động kinh tế đối ngoại và hoạt động xuất khẩu nói riêng. Hiện nay, Việt Nam vẫn tiếp tục lựa chọn mô hình tăng trưởng kinh tế hướng đến xuất khẩu, việc điều chỉnh tỷ giá cần đảm bảo khuyến khích xuất khẩu, giảm nhập siêu và tăng cường dự trữ ngoại hối cho đất nước. Đồng thời, việc điều hành tỷ giá phải hướng đến việc nâng cao uy tín cho VND trên cơ sở ổn định giá trị đối nội, đối ngoại của VND.

Ngày 31/12/2015, NHNN đã ban hành Quyết định số 2730/QĐ-NHNN về việc công bố tỷ giá trung tâm của Đồng Việt Nam với Đô la Mỹ, tỷ giá tính chéo của Đồng Việt Nam với một số ngoại tệ khác. Việc áp dụng cơ chế tỷ giá mới sẽ giúp việc giảm giá VND trong thời gian tới diễn ra tuần tự, NHNN sẽ hạn chế được việc phải sử dụng dự trữ ngoại hối để bình ổn thị trường. Với tỷ giá trung tâm, tỷ giá giao dịch hàng ngày sẽ biến động phù hợp hơn với cung cầu thị trường, khó xảy ra trường hợp điều chỉnh mạnh. Việc tính toán tỷ giá trung tâm dựa trên những biến số khó xác định, bản thân NHNN cũng chưa cung cấp rõ cách tính toán, trọng số của từng chỉ tiêu. Vì vậy, bản thân các doanh nghiệp cũng sẽ khó khăn hơn trong việc dự báo tỷ giá để đưa ra kế hoạch kinh doanh phù hợp. Do đó, các doanh nghiệp có tỷ lệ vay nợ ngoại tệ cao, doanh nghiệp sản xuất kinh doanh phụ thuộc phần lớn vào nguyên liệu nhập khẩu từ nước ngoài, doanh nghiệp gặp khó khăn về nguồn ngoại tệ trả nợ do thị trường xuất

khẩu gập biến động hoặc không có thị trường xuất khẩu nếu như trước đây không chịu ảnh hưởng nhiều khi tỷ giá hối đoái ổn định thì hiện nay sẽ là những đối tượng chịu rủi ro về tỷ giá.

Nhìn chung cơ chế tỷ giá trung tâm là một bước tiến mới của NHNN trong việc điều hành thị trường ngoại hối theo diễn biến thị trường để dần hướng đến một cơ chế tỷ giá thả nổi. Cho nên, NHNN trong điều hành chính sách tỷ giá đã điều hành linh hoạt theo diễn biến thị trường, nhưng việc còn yêu cầu một biên độ điều chỉnh tỷ giá (qua giá bán ngoại tệ kỳ hạn cho các NHTM) cũng như những quy định thắt chặt tại Thông tư 24, Thông tư 15 là một việc làm cần thiết.

Cần phải xác định được mỗi cơ chế điều hành tỷ giá chỉ thực sự phù hợp với những điều kiện và hoàn cảnh cụ thể trong từng giai đoạn. Vì vậy, nó phải được thay đổi và điều chỉnh phù hợp với từng giai đoạn cụ thể. NHNN phải dự kiến được các nhân tố cơ bản sẽ ảnh hưởng đến tỷ giá trong tương lai và xu hướng vận động của chúng để có những biện pháp điều chỉnh kịp thời mà vẫn tạo ra sự ổn định tương đối cho tỷ giá hối đoái.

5.2.2.4. Công cụ dự trữ bắt buộc

Công cụ dự trữ bắt buộc với lịch sử hình thành là để sử dụng nhằm đảm bảo khả năng thanh khoản của các NHTM, đây là công cụ để các NHTW hút tiền về khi lạm phát gia tăng. Cùng với sự phát triển của thị trường tiền tệ, các công cụ CSTT không ngừng đổi mới và hoàn thiện, công cụ dự trữ bắt buộc cũng cần được hoàn thiện, phối hợp đồng bộ với các công cụ của CSTT nhằm nâng cao hiệu quả điều hành CSTT.

Vừa qua, NHNN đã ban hành Thông tư 23/2015/TT-NHNN nhằm “sửa đổi bổ sung một số điều của Quy chế dự trữ bắt buộc đối với tổ chức tín dụng ban hành kèm Quyết định 581 ngày 9-6-2003 của Thống đốc NHNN”. Có thể thấy, thông tư này là hợp lý và cần thiết để góp phần hỗ trợ cho công cuộc tái cơ cấu, củng cố hệ thống ngân hàng Việt Nam. Bên cạnh đó, cũng cần xem xét một số khía cạnh: (i) Việc hạ tỷ lệ dự trữ bắt buộc một số ngân hàng thuộc diện được “ưu tiên”, có thể thấy đây là động thái nói lòng CSTT, có thể gây áp lực lên tỷ giá; (ii) Việc giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc một số ngân hàng sẽ tạo thêm khó khăn cho các ngân hàng không thuộc diện ưu tiên theo thông tư này; (iii) Gây ra khó khăn (một cách gián tiếp) cho NSNN, cho công quỹ ở dưới dạng giảm thu từ dự trữ bắt buộc.

Tuy nhiên, trước tình trạng lạm phát thấp như hiện nay NHNN cũng nên cân nhắc việc tiếp tục giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc không chỉ đối với các TCTD ưu tiên. Việc

giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc trong giai đoạn hiện nay sẽ hỗ trợ thêm nguồn vốn cho các TCTD. Mặt khác, sự gia tăng tổng phương tiện thanh toán và tỷ lệ lạm phát ở mức kiểm soát sẽ hỗ trợ cho tăng trưởng kinh tế. Việc quy định tỷ lệ dự trữ bắt buộc vẫn cần tiếp tục chú ý tới quy mô hoạt động của các TCTD sao cho hợp lý.

Ngoài ra, để đảm bảo khả năng thanh toán của các tổ chức tín dụng, cần xử lý kỷ luật việc thực hiện dự trữ bắt buộc của các TCTD. Ngoài việc phạt nặng các TCTD bằng hình thức lãi suất, ban thanh tra NHNN và các vụ liên quan của NHNN cần tăng cường kiểm tra việc thực hiện chế độ dự trữ bắt buộc của các NHTM và các TCTD khác.

5.2.2.5. Linh hoạt, phối hợp đồng bộ các công cụ CSTT

Chủ động điều hành linh hoạt, phối hợp đồng bộ các công cụ CSTT theo phương châm nâng cao vị thế đồng Việt Nam. Tập trung vào điều hành lãi suất chủ động, linh hoạt để điều tiết lãi suất thị trường ở mức hợp lý, góp phần ổn định thị trường tiền tệ và hoạt động ngân hàng. Chỉ thị số 04/CT-NHNN về một số giải pháp điều hành chính sách tiền tệ và hoạt động ngân hàng những tháng cuối năm 2016 để góp phần thực hiện các mục tiêu của Chính phủ tại Nghị quyết số 01/NQ-CP, Nghị quyết số 33/NQ-CP, Nghị quyết số 35/NQ-CP. Việc điều hành CSTT của NHNN phải bám sát diễn biến kinh tế vĩ mô, tiền tệ và hoạt động ngân hàng để điều hành đồng bộ, linh hoạt các công cụ CSTT; điều tiết chủ yếu thông qua nghiệp vụ thị trường mở (OMO), tái cấp vốn có thời hạn, khối lượng và lãi suất hợp lý để hỗ trợ thanh khoản và nguồn vốn cho các TCTD nhưng đảm bảo mục tiêu kiểm soát lạm phát. Đồng thời, tiếp tục công bố tỷ giá trung tâm hàng ngày phù hợp với mục tiêu điều hành CSTT, thực hiện các giải pháp nhằm ổn định tỷ giá và thị trường ngoại tệ; triển khai đồng bộ các giải pháp nhằm quản lý có hiệu quả thị trường ngoại hối, đảm bảo phù hợp với diễn biến kinh tế vĩ mô, tiền tệ và mục tiêu chống đô la hóa của Chính phủ. Các đơn vị chức năng kiểm soát chặt chẽ tăng trưởng tín dụng của toàn hệ thống cũng như từng tổ chức tín dụng; tập trung tín dụng vào lĩnh vực sản xuất, nhất là các lĩnh vực nông nghiệp, nông thôn, xuất khẩu, công nghiệp hỗ trợ, doanh nghiệp nhỏ và vừa, doanh nghiệp ứng dụng công nghệ cao, khởi sự doanh nghiệp. Bên cạnh đó, tăng cường công tác thanh tra, giám sát thị trường tiền tệ và hoạt động ngân hàng, xử lý nghiêm những trường hợp vi phạm theo quy định của pháp luật. Ngân hàng Nhà nước chi nhánh tỉnh, thành phố phối hợp chặt chẽ với chính quyền địa phương triển khai có hiệu quả chương trình kết nối ngân hàng - doanh nghiệp để kịp thời nắm bắt và tháo gỡ khó khăn, tạo điều kiện thuận lợi trong tiếp cận nguồn vốn tín dụng.

5.2.3. Hoàn thiện cơ chế điều hành chính sách tiền tệ

5.2.3.1. Tăng cường công tác phân tích, thống kê, dự báo

NHNN cần phải coi trọng công tác dự báo, đây là cơ sở quan trọng để điều hành các công cụ CSTT, là khâu quyết định đến hiệu quả điều hành và tính chủ động của NHNN trong điều hành CSTT. Các công cụ của điều hành CSTT luôn có tác động trễ đến mục tiêu điều hành, việc dự báo trước được những thay đổi trong điều kiện kinh tế luôn biến động là cơ sở để đưa ra các quyết định trong điều hành CSTT của NHNN Việt Nam. Hiện nay, trong bối cảnh kinh tế - chính trị toàn cầu vẫn tiềm ẩn nhiều yếu tố bất định, cần theo dõi sát diễn biến kinh tế vĩ mô, thị trường tiền tệ trong và ngoài nước, tăng cường công tác phân tích, thống kê, để kịp thời có các đối sách phù hợp. Việc đảm bảo mục tiêu phát triển kinh tế - xã hội được Quốc hội, Chính phủ đề ra: “Tổng sản phẩm trong nước (GDP) bình quân 5 năm 6,5 - 7%/năm. GDP bình quân đầu người năm 2020 khoảng 3.200 - 3.500 USD. Tỷ trọng công nghiệp và dịch vụ trong GDP năm 2020 khoảng 85%. Tổng vốn đầu tư toàn xã hội bình quân 5 năm khoảng 32-34% GDP. Bội chi ngân sách nhà nước năm 2020 dưới 4% GDP. Năng suất các nhân tố tổng hợp (TFP) đóng góp vào tăng trưởng khoảng 30 - 35%. Năng suất lao động xã hội bình quân tăng khoảng 5%/năm. Tiêu hao năng lượng tính trên GDP bình quân giảm 1 - 1,5%/năm. Tỷ lệ đô thị hóa đến năm 2020 đạt 38 - 40%” trong giai đoạn 2016 - 2020 là một thách thức không hề nhỏ đối với công tác điều hành CSTT.

Có thể thấy, thời gian qua NHNN đã thực hiện nhiều biện pháp nâng cao chất lượng cho công tác dự báo. Để đạt hiệu quả hơn nữa trong điều hành CSTT, cần thực hiện đồng bộ các biện pháp sau: (i) NHNN cần trang bị các phần mềm chuyên biệt để phục vụ công tác thống kê và dự báo; (ii) Thực hiện việc xây dựng hệ thống kho dữ liệu để phục vụ công tác dự báo, thường xuyên cập nhật thông tin, những biến động trên thị trường tiền tệ phục vụ cho công tác dự báo; (iii) Nâng cao trình độ đội ngũ cán bộ thực hiện công tác dự báo, thường xuyên tiến hành đào tạo về kiến thức tài chính - tiền tệ và kiến thức dự báo; (iv) Thiết lập hệ thống mạng để có thể theo dõi kịp thời và chính xác các diễn biến trên thị trường tiền tệ, diễn biến kinh tế vĩ mô trong và ngoài nước từ đó làm cơ sở cho việc phân tích, điều chỉnh, cập nhật các dự báo về tiền tệ, vĩ mô.

5.2.3.2. Kiểm soát quy mô tín dụng

Thực hiện kiểm soát quy mô tín dụng phù hợp với chỉ tiêu định hướng, tiếp tục theo phương châm mở rộng tín dụng đi đôi với an toàn, nâng cao chất lượng, hiệu quả, đảm bảo an toàn hệ thống và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế hợp lý. Tiếp tục tập trung

nguồn vốn tín dụng vào các lĩnh vực sản xuất kinh doanh, nhất là các lĩnh vực ưu tiên theo chủ trương của Chính phủ. Trong bối cảnh hiện nay, Chính phủ, NHNN và các Bộ, ngành có liên quan cần phải có các giải pháp đồng bộ cả về chính sách kinh tế vĩ mô và CSTT, tín dụng ngân hàng.

- *Thực hiện chính sách hỗ trợ tăng trưởng kinh tế vĩ mô:*

(+) Trước hết cần kích cầu tiêu dùng, chính sách hỗ trợ lãi suất vay tiêu dùng hay giảm thuế thu nhập cá nhân lúc này là không còn phù hợp. Vì hiện tại, mặt bằng lãi suất đã ở mức hợp lý và ngân sách nhà nước đang mất cân đối về nguồn thu. Để kích cầu tiêu dùng trong giai đoạn hiện nay, Nhà nước và doanh nghiệp cần tập trung giải quyết tốt các vấn đề sau: *Thứ nhất*, tạo lập và củng cố lòng tin của người lao động về sự ổn định của kinh tế vĩ mô và cải thiện khả năng tăng trưởng kinh tế; *Thứ hai*, cam kết chắc chắn rằng việc làm và thu nhập của người lao động sẽ ổn định; *Thứ ba*, giảm giá bán và đa dạng hóa các hình thức bán hàng. Hiện tại, một bộ phận lớn dân cư có tích lũy đáng kể, nhưng họ chưa mạnh dạn mua sắm, vì họ còn lo sợ về sự không ổn định về việc làm và thu nhập trong tương lai. *Thứ tư*, điều chỉnh chính sách thuế theo hướng vừa kích cầu tiêu dùng, vừa phù hợp với xu hướng hội nhập và bảo đảm an toàn, an sinh xã hội.

(+) Tiết giảm chi phí sản xuất, tăng năng xuất lao động, chất lượng sản phẩm. Giá cả và chất lượng sản phẩm quyết định sự lựa chọn của người tiêu dùng. Nếu hàng nội có giá cả cao và chất lượng sản phẩm quá kém so với hàng ngoại, thì mọi tuyên truyền về người Việt dùng hàng Việt cũng chỉ là khẩu hiệu. Bài toán cho giá cả và chất lượng sản phẩm luôn khó. Nhưng nó quyết định thành công của mọi doanh nghiệp sản xuất – kinh doanh cũng như của các quốc gia. Với nước ta, để tăng chất lượng sản phẩm, giảm giá bán, phải giải quyết tốt các vấn đề về công nghệ, chất lượng nguồn nhân lực, tổ chức sản xuất và tiêu thụ.

(+) Khai thác thị trường xuất khẩu mới. Tích cực triển khai các chương trình xúc tiến thương mại, xúc tiến đầu tư, tìm kiếm, mở rộng thị trường ra nước ngoài. Cục diện thế giới đã có sự biến đổi lớn trong những năm gần đây về kinh tế, chính trị và quân sự. Kéo theo nó là sự thay đổi khá rõ nét về trật tự kinh tế và thị trường. Từ diễn biến chính trường Ukraina, kéo theo các lệnh trừng phạt và trả đũa kinh tế lẫn nhau, các nước thuộc EU và Nga mới thấy được mức độ nghiêm trọng của việc lệ thuộc vào thị trường lớn.

(+) Tăng cường đầu tư công có hiệu quả. Vốn ngân sách nhà nước được xem như là vốn môi để định hướng phát triển kinh tế - xã hội của mọi quốc gia. Nhiệm vụ của

vốn đầu tư công là tạo ra được sự lan tỏa trong nền kinh tế. Chỉ số ICOR của Việt Nam đang ở mức cao so với các nước Châu Á thời kỳ công nghiệp hóa, điều này cho thấy hiệu quả đầu tư thấp, trong đó có sự kém hiệu quả của đầu tư công. Vốn ngân sách cần tập trung cho phát triển cơ sở hạ tầng, kinh tế nông thôn theo hướng chuyên môn hóa có trọng tâm trọng điểm, các khu công nghiệp, ngành công nghệ có giá trị gia tăng cao.

- Về chính sách tiền tệ - tín dụng ngân hàng:

(+) Có chính sách đột phá về hoạt động cấp và xử lý tín dụng: *Thứ nhất*, có cơ chế chính sách cấp tín dụng mới đối với những khách hàng có nợ xấu, nhưng có có phương án sản xuất - kinh doanh có hiệu quả. *Thứ hai*, có chính sách tín dụng phục vụ phát triển nông nghiệp, nông thôn mới phù hợp để khuyến khích phát triển sản xuất nông nghiệp theo hướng gia tăng chuỗi giá trị sản phẩm, hàng hóa có nguồn gốc từ nông sản, thực phẩm.

(+) Xử lý nợ xấu quyết liệt, đồng bộ, đúng lộ trình. *Một là*, tiếp tục đẩy mạnh hoạt động mua, bán nợ xấu cho Công ty VAMC. Với những khách hàng có nợ xấu bán cho VAMC, cần tạo cơ chế thuận lợi để khách hàng được xem xét cấp tín dụng mới. *Hai là*, tạo điều kiện thuận lợi để các tổ chức, cá nhân nước ngoài tham gia mua nợ xấu của các TCTD. Quyết định 59/2006/QĐ-NHNN là cơ sở pháp lý cho việc bán nợ các TCTD Việt Nam cho người nước ngoài. *Ba là*, khẩn trương đánh giá, nghiên cứu và kiến nghị việc kiện toàn hành lang pháp lý đủ thông thoáng cho quá trình xử lý nợ. Hiện tại, qui chế về mua bán nợ, xử lý tài sản bảo đảm tiền vay đối với các khoản nợ bán cho VAMC đang từng được hoàn thiện, phù hợp với thực tiễn.

(+) Tiếp tục đẩy mạnh quá trình mua bán, sáp nhập (M&A) các TCTD. Ưu tiên bán, sáp nhập các TCTD yếu kém vào TCTD tốt để bảo đảm có đủ năng lực tài chính xử lý nợ xấu. Bởi, với những ngân hàng yếu kém, năng lực tài chính đã suy kiệt, thì càng để lâu, nợ xấu càng trầm trọng. Hơn nữa, với năng lực quản trị rủi ro của những TCTD yếu kém, nếu không được M&A vào TCTD tốt, thì có được trợ giúp xử lý nợ xấu, nguy cơ tái lập nợ xấu mới là hiện hữu. Mặt khác, thông quan M&A ngân hàng, những ung nhọt của nợ xấu, nợ nhóm khách hàng nhạy cảm, sở hữu chéo sẽ lộ diện, qua đó ngân hàng sau mua bán, sáp nhập sẽ có phương án xử lý tối ưu với sự trợ giúp của NHNN. Tăng trưởng tín dụng với chất lượng tốt chỉ có được khi nền kinh tế trở lại quỹ đạo tăng trưởng lành mạnh và thực hiện có hiệu quả quá trình tái cấu trúc hệ thống các TCTD.

5.2.3.3. Chống tình trạng đô la hóa, vàng hóa trong nền kinh tế

Việc thay đổi cách thức điều hành tỷ giá là bước đi tiếp theo trong lộ trình chống đô la hóa, dần xóa bỏ quan hệ huy động – cho vay bằng ngoại tệ sau các giải pháp như thu hẹp đối tượng được vay vốn bằng ngoại tệ bằng Thông tư 24/2015, ban hành Thông tư 15/2015 khuyến khích NHTM sử dụng công cụ phái sinh kỳ hạn trong giao dịch với khách hàng, giảm lãi suất tiền gửi ngoại tệ xuống mức 0% với cả tổ chức kinh tế và dân cư.

Trong bối cảnh hiện nay, NHNN nên tiếp tục kiên định với các giải pháp chống tình trạng đô la hóa, vàng hóa trong nền kinh tế, cần chủ động và khẳng định vai trò là người tạo lập thị trường về các công cụ phòng tránh rủi ro hối đoái. Tiếp tục giải quyết các vấn đề sau:

(i) *Giữ ổn định kinh tế vĩ mô, kiểm soát lạm phát, tạo niềm tin cho các nhà đầu tư và công chúng vào VND.* Ổn định vĩ mô được coi là điều kiện tiên quyết, nền tảng cho việc chống “đô la hóa”. Chính phủ cần đảm bảo điều hành chủ động và linh hoạt nhằm kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, cũng chính là đang thực hiện mục tiêu giảm “đô la hóa” trong nền kinh tế. Bên cạnh đó, đảm bảo sự phối hợp đồng bộ, chặt chẽ, linh hoạt giữa các bộ, ngành liên quan trong việc thực hiện các CSTK, CSTT, chính sách đầu tư, chính sách thương mại nhằm thực hiện mục tiêu ưu tiên kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, ổn định giá trị đồng tiền, tăng cường niềm tin và lợi ích của người dân, nhà đầu tư khi nắm giữ; Ngoài ra, cần tiếp tục phát triển thị trường các công cụ phái sinh giúp phòng ngừa rủi ro tỷ giá...

(ii) *Chú trọng đến các biện pháp quản lý và kiểm soát sự biến động của luồng vốn ngắn hạn mà không ảnh hưởng đến luồng vốn dài hạn.* Nâng cao hiệu lực pháp lý của các quy định về quản lý ngoại hối. Các biện pháp quản lý ngoại hối phải được sử dụng một cách có lựa chọn và thận trọng hỗ trợ các chính sách kinh tế vĩ mô khác, góp phần ổn định kinh tế vĩ mô. Bên cạnh đó, phải hoàn thiện hệ thống quản lý ngoại hối bằng cách tăng cường giám sát chặt chẽ các giao dịch ngoại hối. Chú trọng công tác thống kê, điều tra, kiểm soát chặt chẽ các giao dịch ngoại hối trong và ngoài hệ thống ngân hàng. Các hoạt động liên quan đến ngoại hối cần yêu cầu đăng ký giao dịch ngay từ ban đầu nhưng phải đảm bảo tính hiệu quả và linh hoạt, thận trọng trong công tác kiểm tra giám sát;

(iii) *Xử lý nghiêm các trường hợp vi phạm về chủ trương và các quy định hiện hành về chống “đô la hóa” nền kinh tế.* NHNN cần yêu cầu cơ quan thanh tra, giám sát ngân hàng và NHNN chi nhánh tỉnh, thành phố chủ động theo dõi, nắm bắt thông tin và giám sát, tăng cường công tác thanh tra, kiểm tra việc chấp hành lãi suất huy

động của các TCTD thuộc chức năng quản lý trên địa bàn; Xử lý nghiêm theo quy định đối với những trường hợp vi phạm, quy trách nhiệm cụ thể đối với cá nhân, tổ chức liên quan; tích cực phối hợp với cơ quan công an trong công tác phòng chống buôn lậu và phát hiện xử lý kinh doanh và thu đổi ngoại tệ trái phép...

Bên cạnh đó, trong bối cảnh hội nhập quốc tế việc điều hành tỷ giá cần thiết phải được thực hiện theo hướng linh hoạt hơn. Hiện nay, việc chuyển sang neo giữ theo một giỏ tiền tệ giúp giữ ổn định tỷ giá và đảm bảo tính linh hoạt của chính sách. Đặc điểm của kinh tế Việt Nam là có quy mô nhỏ nhưng độ mở lớn, không bị phụ thuộc lớn vào một đối tác lớn nào, vì vậy việc neo theo một giỏ tiền tệ giúp Việt Nam tránh được những cú sốc bất lợi từ thị trường hàng hóa và tiền tệ thế giới.

5.2.3.4. Nâng cao tính độc lập tương đối của NHNN Việt Nam

Cần nâng cao tính độc lập tương đối của NHNN Việt Nam, tách bạch rõ vai trò, cũng như tác động của CSTT và CSTK đến mục tiêu kiềm chế lạm phát và mục tiêu hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Trên cơ sở đó, tăng cường sự phối hợp đồng bộ giữa CSTT, CSTK, chính sách thương mại và đầu tư đến mục tiêu tổng thể là ổn định kinh tế vĩ mô. CSTT là một bộ phận của chính sách kinh tế vĩ mô, CSTT và các chính sách khác có mối quan hệ chặt chẽ, bổ sung, hỗ trợ cho nhau cùng hướng đến mục tiêu ưu tiên hàng đầu trong bối cảnh hiện nay là kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô. Sự phối hợp này theo Quy chế phối hợp về quản lý và điều hành kinh tế vĩ mô giữa NHNN với Bộ Kế hoạch và Đầu tư, Bộ Công thương, Bộ Tài chính. Cụ thể, cần giải quyết các vấn đề sau:

- *Thứ nhất*, xác định mục tiêu, trọng tâm phối hợp. Bộ Tài chính và NHNN nên có sự phối hợp trong việc xác định mục tiêu vĩ mô ưu tiên và trọng tâm phối hợp trong từng thời kỳ và phải tuân thủ điều phối chung cho mục tiêu đó.

- *Thứ hai*, xây dựng kịch bản phối hợp chính sách. Tùy vào từng bối cảnh cụ thể, trên cơ sở thực trạng nền kinh tế trong nước và thế giới cũng như các kết quả phân tích dự báo cần thiết phải xây dựng các kịch bản phối hợp chính sách để chủ động hơn trong việc ứng phó với những diễn biến kinh tế của thế giới và trong nước trong điều hành kinh tế vĩ mô.

- *Thứ ba*, xác định thời điểm phối hợp, can thiệp chính sách. Mỗi chính sách đưa ra đều có độ trễ nhất định mới phát huy tác dụng, vậy khi nào cần can thiệp thị trường, khi nào cần thoái lui cũng là vấn đề cần được nghiên cứu kỹ.

- *Thứ tư*, bảo đảm tính nhất quán giữa các mục tiêu chính sách ngắn hạn và dài hạn trong phối hợp CSTK và CSTT. Về ngắn hạn, CSTK và CSTT cần phối hợp chặt

chẽ nhằm đạt được mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô, kiểm soát lạm phát ở mức dưới một con số và hỗ trợ tăng trưởng, đồng thời tháo gỡ khó khăn cho doanh nghiệp, thúc đẩy sản xuất kinh doanh, ngăn chặn tình trạng phá sản của doanh nghiệp. Về dài hạn, CSTK nên hướng tới việc sử dụng hiệu quả các nguồn lực cho phát triển kinh tế - xã hội, hỗ trợ tăng trưởng bền vững; trong khi đó, CSTT kiên trì mục tiêu ổn định lạm phát không chỉ trong thời kỳ có lạm phát cao mà ngay cả thời kỳ lạm phát thấp nhằm tạo lập niềm tin cho thị trường, xây dựng môi trường kinh tế vĩ mô ổn định.

Xây dựng NHNN đủ độ tin cậy và hoạt động tương đối độc lập để chủ động, linh hoạt và thận trọng trong điều hành CSTT. Tránh việc gây sức ép cho NHNN phải tăng cung tiền để tăng sản lượng, hỗ trợ thị trường bất động sản, trợ cấp cho các DNNN hoạt động kém hiệu quả... vì hệ lụy của việc bơm tiền vào nền kinh tế sẽ dẫn đến sức ép tăng giá, gây bất ổn kinh tế vĩ mô. Khi NHNN thực hiện minh bạch trong điều hành CSTT, tính chủ động, sẵn sàng can thiệp và can thiệp có hiệu quả trên thị trường tiền tệ, sẽ đảm bảo thực hiện được các mục tiêu đề ra của CSTT qua đó sẽ làm tăng lòng tin của doanh nghiệp, công chúng đối với NHNN.

Tạo lập mối quan hệ với các bộ, ngành đặc biệt là với Bộ tài chính, Bộ kế hoạch và Đầu tư, Bộ Công thương, Tổng cục Thống kê, Tổng cục Hải quan trong việc ban hành hệ thống thông tin liên bộ nhằm thu thập, cung cấp và trao đổi thông tin cũng như cung cấp thông tin cho công chúng.

Bộ tài chính và NHNN cần phối kết hợp chặt chẽ trong điều hành CSTT và CSTK. Đảm bảo sự phối hợp tích cực đồng bộ giữa NHNN với Bộ tài chính để kiểm soát lượng trái phiếu Chính phủ, trái phiếu kho bạc Nhà nước được phát hành; Bộ tư pháp tham khảo các nội dung liên quan đến luật; Bộ kế hoạch và đầu tư dự báo tình hình kinh tế - xã hội; Các phương tiện thông tin đại chúng hỗ trợ NHNN trong việc tuyên truyền, hướng dẫn các thành viên thực hiện nghiêm túc pháp luật.

Đảm bảo cơ sở pháp lý chặt chẽ cho NHNN theo hướng tăng cường tính độc lập. Hiện tại, theo Luật Ngân hàng & các TCTD thì NHNN vẫn được coi là một cơ quan ngang Bộ của Chính phủ nên NHNN vẫn phụ thuộc về tài chính của Chính phủ, nên cách tốt nhất là NHNN cần có một cơ chế tài chính đặc thù, phù hợp ở mức có thể và được Chính phủ cho phép, hạn chế phát sinh sức ép của Chính phủ và Bộ Tài chính đối với hoạt động của Ngân hàng Nhà nước. Đồng thời, cần tăng cường vai trò của NHNN trong hoạt động giám sát, xử lý các TCTD lâm vào tình trạng khó khăn để tránh hiện tượng mất an toàn hệ thống, theo hướng tăng cường tính độc lập cho NHNN là một vấn đề cấp thiết.

5.2.3.5. *Thiết lập hệ thống cung cấp thông tin, định hướng tâm lý thị trường*

Thiết lập hệ thống cung cấp thông tin, thực hiện minh bạch đối với các kỳ vọng chính sách cũng như trách nhiệm giải trình của các cơ quan hoạch định và thực thi chính sách. Phối hợp của các cơ quan truyền thông để định hướng tâm lý thị trường, hạn chế tâm lý bất lợi không đáng có, ảnh hưởng đến niềm tin của thị trường vào điều hành chính sách vĩ mô nói chung và điều hành CSTT nói riêng. Có thể thấy giai đoạn 2011 – 2017 nhiều sóng gió và thách thức trong công cuộc tái cơ cấu hệ thống ngân hàng, điều hành CSTT trong bối cảnh kinh tế thế giới nhiều khó khăn, hình ảnh ban lãnh đạo của NHNN Việt Nam luôn gắn liền với tư tưởng minh bạch, tính quyết đoán và đầy bản lĩnh. Chính điều này đã giúp người dân giữ vững được niềm tin vào quá trình điều hành CSTT của NHNN, góp phần củng cố uy tín của Chính phủ, Nhà nước.

Trong thời gian tới cần phải tiếp tục nâng cao hiệu quả của công tác này, NHNN cần thiết phải xác định nội dung truyền tải, cách thức truyền tải, và các cam kết khi công bố nội dung truyền tải nhằm định hướng được thị trường.

- Về nội dung truyền tải cần thể hiện được: (i) Quan điểm của NHNN Việt Nam về việc thực hiện mục tiêu ưu tiên là kiểm soát lạm phát; (ii) Diễn biến lạm phát thực tế so với lạm phát mục tiêu đề ra; (iii) Những biện pháp NHNN Việt Nam sẽ thực hiện nhằm đạt được mục tiêu trong điều hành; (iv) Các giải trình khi NHNN phải điều chỉnh mục tiêu trong điều hành CSTT.

- Về cách thức truyền tải có thể áp dụng các kênh thường xuyên, định kỳ (tháng, quý) thông qua các ấn phẩm như báo cáo thường niên, báo cáo định kỳ về lạm phát; Thực hiện giải trình định kỳ của Thống đốc NHNN trên truyền hình. Khi cần thiết thì tiến hành tổ chức họp báo, trả lời báo chí và công chúng một cách công khai, minh bạch.

- Về các cam kết khi truyền tải cần phải đảm bảo các ấn phẩm - báo cáo, trả lời báo chí của NHNN phải chính xác, rõ ràng, và đảm bảo là đã được Thống đốc NHNN xác thực. Thống đốc NHNN cũng cần phải thể hiện rõ các cam kết với cơ quan có thẩm quyền cao hơn gồm Quốc hội, Thủ tướng Chính phủ và Chủ tịch nước bằng thư hoặc các văn bản cam kết. NHNN cần công bố các báo cáo về tình hình điều hành CSTT, bao gồm cả dự báo về tỷ lệ lạm phát và tốc độ tăng trưởng kinh tế cho các năm tiếp theo, và trình Quốc hội phê duyệt. Trong những trường hợp không đạt được mục tiêu theo hoạch định, thống đốc NHNN phải báo cáo lên Quốc hội, chính phủ giải trình nguyên nhân và kế hoạch điều chỉnh.

Trong bối cảnh hiện nay, NHNN cần tăng cường sự rõ ràng, tính nhất quán, tin cậy của CSTT và các điều kiện khác nhằm thực hiện mục tiêu ưu tiên số một kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô. NHNN Việt Nam phải tăng cường công tác truyền thông trong điều hành CSTT, các thông tin cần được cung cấp một cách đầy đủ, đảm bảo tính minh bạch, đảm bảo sao cho tất cả các thành viên trên thị trường tiền tệ đều có khả năng truy cập và nắm bắt thông tin kịp thời. Công bố các báo cáo điều hành CSTT của Ngân NHNN theo định kỳ, các phân tích và dự báo triển vọng kinh tế vĩ mô, lạm phát, tài chính tiền tệ và định hướng điều hành đều cần minh bạch, rõ ràng. Cần xây dựng và hoàn thiện môi trường pháp lý đồng bộ tạo điều kiện cho hoạt động của NHNN nói chung và hoạt động điều hành CSTT nói riêng. Định hướng xây dựng NHNN Việt Nam thành một ngân hàng Trung ương hiện đại, có sự độc lập nhất định để chủ động và chịu trách nhiệm cao trong điều hành CSTT.

Chuẩn hóa công tác quản lý thông tin kinh tế. Thông tin kinh tế có ý nghĩa đặc biệt quan trọng trong điều hành CSTT. Trấn an dư luận khi có những thông tin thất thiệt gây hoang mang trong công chúng, gây ảnh hưởng xấu đến hoạt động quản lý, điều hành của NHNN. Do đó, cần có những quy định rõ ràng trong việc quản lý thông tin, có chế tài xử lý những trường hợp vi phạm một cách thích đáng, nghiêm minh.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 5

Chương 5, luận án chỉ ra kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội giai đoạn 2011 – 2020, chiến lược phát triển ngành ngân hàng đến 2020 tầm nhìn 2025 và quan điểm, định hướng điều hành CSTT của NHNN Việt Nam. Trên cơ sở đó, chương 5 cũng đưa ra một số khuyến nghị đối với CSTT nhằm hướng đến mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô Việt Nam: Khuyến nghị trong việc lựa chọn mục tiêu trong điều hành CSTT; Nâng cao hiệu quả các công cụ chính sách tiền tệ; Và hoàn thiện cơ chế điều hành CSTT. Để hoàn thiện cơ chế điều hành CSTT cần: Tăng cường công tác phân tích, thống kê, dự báo; Kiểm soát quy mô tín dụng; Chống tình trạng đô la hóa, vàng hóa trong nền kinh tế; Nâng cao tính độc lập tương đối của NHNN Việt Nam; Thiết lập hệ thống cung cấp thông tin, định hướng tâm lý thị trường.

KẾT LUẬN

Kinh tế Việt Nam 2008 – 2011 cho thấy nền kinh tế đã chịu ảnh hưởng lớn bởi cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu cũng như những biến động phức tạp của nền kinh tế thế giới. Nền kinh tế đã phải đối mặt với tình trạng lạm phát cao, những mất cân đối lớn, nền kinh tế bộc lộ những yếu kém, hiệu quả đầu tư thấp, thị trường tài chính nhiều bất ổn. NHNN đã chủ động thực thi CSTT linh hoạt, quyết đoán trong việc kiểm soát cung tiền, lãi suất, tỷ giá, giá vàng. Giai đoạn 2012 - 2017 CSTT đã để lại những điểm nhấn lớn như duy trì ổn định kinh tế vĩ mô thông qua việc kiểm soát lạm phát ở mức hợp lý, ổn định tỷ giá, giảm tình trạng đô la hóa, và thúc đẩy việc tăng trưởng tín dụng vào khu vực ưu tiên.

Việc thực hiện mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô và kiểm soát lạm phát ở mức hợp lý có sự đóng góp quan trọng của CSTT. Nhưng việc duy trì tính ổn định của nền kinh tế trong những năm tiếp theo tạo điều kiện tốt cho sự phát triển kinh tế Việt Nam vẫn là một bài toán khó đối với các nhà hoạch định chính sách. Trong khuôn khổ luận án đã hệ thống hóa và làm rõ hơn cơ sở lý thuyết về CSTT và tác động của CSTT đến tăng trưởng và lạm phát – hai biến số quan trọng của kinh tế vĩ mô. Làm rõ các vấn đề về ổn định kinh tế vĩ mô, những nhiệm vụ của CSTT khi mục tiêu chính sách là ổn định kinh tế vĩ mô, là luận cứ quan trọng để đưa ra các khuyến nghị cho CSTT của Việt Nam. Luận án cũng tiến hành nghiên cứu kinh nghiệm điều hành CSTT của Ngân hàng nhân dân Trung Quốc, NHTW Thái Lan, NHTW Nhật Bản, NHTW Anh, NHTW Châu Âu, Cục dự trữ liên bang Mỹ (Fed), và đưa ra những định hướng, các bài học kinh nghiệm phù hợp với điều kiện bối cảnh của Việt Nam. Đồng thời, luận án đã tổng hợp và phân tích diễn biến điều hành CSTT Việt Nam trong một khoảng thời gian dài từ 2005 – 2017 và những kết quả đạt được trong điều hành CSTT của NHNN Việt Nam khi mục tiêu chính sách hướng đến mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô bằng cả định tính và định lượng đã chỉ ra: Ở Việt Nam lạm phát quá khứ đóng vai trò quan trọng trong việc xác định lạm phát hiện tại. CSTT với tư cách quan trọng để kiểm soát lạm phát ở Việt Nam; Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy có những tác động nhất định từ CSTT đến sản lượng; Lãi suất trong nền kinh tế ở mức thấp sẽ hỗ trợ cho các doanh nghiệp trong nền kinh tế có thể tiếp cận với dòng vốn rẻ, hỗ trợ ổn định kinh doanh tăng mức sản lượng. Cần kiểm soát quy mô tín dụng phù hợp với chỉ tiêu định hướng, tiếp tục theo phương châm mở rộng tín dụng đi đôi với an toàn, nâng cao chất lượng, hiệu quả, đảm bảo an toàn hệ thống và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế hợp lý; Kết quả cho thấy giá tăng chậm không có nghĩa là tổng cầu tăng chậm, hay nền kinh tế trì trệ; Hay, kiểm soát lạm phát, duy trì ổn định kinh tế vĩ mô sẽ góp phần hỗ trợ tăng trưởng kinh tế, đảm bảo phát triển bền vững. Trên cơ sở phân tích, đánh giá tác động CSTT đến nền kinh tế luận án cũng đề xuất các khuyến nghị, bao gồm: Khuyến nghị trong việc lựa chọn mục tiêu trong điều hành CSTT; Khuyến nghị nâng cao hiệu quả các công cụ CSTT; Và các khuyến nghị hoàn thiện cơ chế điều hành CSTT. Những khuyến nghị đưa ra nhằm giúp cho NHNN trong điều hành CSTT thực hiện được mục tiêu ưu tiên ổn định kinh tế vĩ mô, hướng tới tăng trưởng ổn định, phát triển bền vững kinh tế - xã hội.

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

Tiếng Việt

1. Báo cáo thường niên NHNN từ 2004 – 2016.
2. Baodatviet.vn, “*Đồng NDT vào giỏ tiền tệ IMF: Trung Quốc nuôi tham vọng*”, truy cập ngày 3/5/2017, <<http://baodatviet.vn/kinh-te/tai-chinh/dong-ndt-vao-gio-tien-te-imf-trung-quoc-nuoi-tham-vong-3319935>>
3. Bộ tài chính, Bản tin nợ công – số 4.
4. Bnew.vn (2016), “*IMF chính thức đưa đồng NDT vào giỏ tiền tệ quốc tế*”, ngày truy cập 5/5/2017.
<<http://bnews.vn/imf-chinh-thuc-dua-dong-ndt-vao-gio-tien-te-quoc-te/25227.html>>
5. Bùi Duy Phú (2008), “*Phân tích định lượng về tác động của chính sách tiền tệ tới một số nhân tố vĩ mô Việt Nam trong thời kỳ đổi mới*”. Luận án tiến sỹ kinh tế, trường Đại học kinh tế quốc dân.
6. Chu Khánh Lâm, “*Nghiên cứu thực nghiệm về truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh tín dụng tại Việt Nam*”. Tạp chí ngân hàng số 5 tháng 3/2013.
7. Đặng Ngọc Tú, “*Dự báo kinh tế Việt Nam năm 2017*”. Tạp chí tài chính kỳ 1 tháng 2/2017.
8. Đỗ Hoàng Toàn, Mai Văn Bru (2002), “*Giáo trình quản lý học kinh tế quốc dân (tập II)*”. NXB Khoa học và Kỹ thuật.
9. Finance.tvsi, “*Điều hành chính sách tiền tệ: Học được gì từ Ngân hàng Trung ương Nhật Bản*”, ngày truy cập 10/5/2017,
<<http://finance.tvsi.com.vn/News/2012810/213909/dieu-hanh-chinh-sach-tien-te-hoc-duoc-gi-tu-ngan-hang-trung-uong-nhat-ban.aspx>>
10. Frederic S. Mishkin (2001), “*Tiền tệ, ngân hàng và thị trường tài chính*”. Nhà xuất bản Khoa học và kỹ thuật Hà Nội.
11. Hà Quỳnh Hoa (2008), “*Câu về tiền và hệ quả đối với chính sách tiền tệ ở Việt Nam*”. Luận án tiến sỹ kinh tế, Đại học Kinh tế quốc dân Hà Nội.
12. John Maynard Keynes (1994), “*Lý thuyết tổng quát về việc làm, lãi suất và tiền tệ*”. Nhà xuất bản giáo dục

13. Khuất Duy Tuấn (2012), “*Điều hành chính sách tiền tệ nhằm kiểm soát lạm phát trong quá trình chuyển đổi nền kinh tế ở Việt Nam*”. Luận án tiến sỹ kinh tế, Trường Đại học Kinh tế quốc dân Hà Nội.
14. Lê Xuân Sang (2013), “*Trung Quốc quốc tế hóa đồng nhân dân tệ và vấn đề chính sách tiền tệ lạm phát mục tiêu ở Việt Nam*”. Bài viết kỷ yếu hội thảo - Chính sách tiền tệ lạm phát mục tiêu, do NHNN tổ chức.
15. Luật ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2011), NXB Lao động.
16. Nguyễn Khắc Việt Trung, “*Hoàn thiện cơ chế truyền dẫn nâng cao hiệu lực điều hành chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam*”. Tạp chí ngân hàng, số 17/2006.
17. Nguyễn Phi Lâm, “*Cơ chế truyền dẫn tiền tệ dưới góc độ phân tích định lượng*”. Tạp chí ngân hàng số 18 tháng 9/2010.
18. Nguyễn Tấn Bình, Lưu Đức Thịnh, “*Chính sách tiền tệ của Ngân hàng Trung Ương Châu Âu (ECB) và Cục dự trữ liên bang Mỹ (FED) trong giai đoạn khủng hoảng đã được thực hiện như thế nào?*”. Tạp chí khoa học Đại học Văn hiến, số 5 tháng 11/2014.
19. Nguyễn Thị Hồng - Phó thống đốc NHNN, “*Thành công trong điều hành chính sách tiền tệ 2015, triển vọng và định hướng giải pháp năm 2016*”. Tạp chí ngân hàng (Số 3+4/2016).
20. Nguyễn Thị Kim Thanh (2008), “*Hoàn thiện cơ chế truyền tải chính sách tiền tệ của NHNN Việt Nam trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế*”. Luận án tiến sỹ kinh tế, Học viện Ngân hàng.
21. Nguyễn Thị Thái Hưng (2012), “*Chính sách tỷ giá của Việt Nam nhằm góp phần ổn định kinh tế vĩ mô trong điều kiện hội nhập*”. Luận án tiến sỹ kinh tế, Học viện Ngân hàng.
22. Nguyễn Thị Thu Hằng, Nguyễn Đức Thành (2010), “*Các nhân tố vĩ mô quyết định lạm phát ở Việt Nam giai đoạn 2000 – 2010: các bằng chứng và thảo luận*”. VERP, Trường Đại học Kinh tế - Đại học Quốc gia Hà Nội.
23. Nguyễn Thị Thúy Vinh (2015), “*Nghiên cứu vai trò của các kênh trong truyền dẫn chính sách tiền tệ tới tăng trưởng và lạm phát ở Việt Nam*”. Tạp chí Kinh tế & Phát triển số 214(II) tháng 4/2015.

24. Nguyễn Văn Công (2012), “*Giáo trình kinh tế học vĩ mô*”. NXB Lao động.
25. Nguyễn Văn Dân (2009), “*Giáo trình kinh tế học vĩ mô I*”. NXB Tài chính.
26. Nguyễn Văn Tiến (2010), “*Giáo trình kinh tế tiền tệ ngân hàng*”. NXB Thống kê.
27. Nguyễn Xuân Thạch (2015), “*Điều hành chính sách tiền tệ của Ngân hàng Trung Ương*”. NXB Đại học Quốc Gia Hà Nội
28. Nguyễn Việt Lợi – Viện trưởng Viện chiến lược & Chính sách tài chính, “*Phối hợp chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ ở Việt nam giai đoạn 2011 – 2015 và giải pháp đến năm 2020*”. Tạp chí tài chính, kỳ 1+2 tháng 1/2016.
29. Phạm Đỗ Chí, Đào Văn Hùng (2012), “*Ổn định và phát triển kinh tế phân tích chính sách vĩ mô*”. NXB Khoa học và kỹ thuật Hà Nội.
30. Phan Nữ Thanh Thủy (2007), “*Hoàn thiện chính sách tiền tệ Việt Nam trong quá trình hội nhập quốc tế*”. Luận án tiến sỹ kinh tế, Đại học Kinh tế TP HCM.
31. Sbv.gov.vn, “*Vai trò của Ngân hàng Trung ương với ổn định tài chính*”, truy cập ngày 11/9/2016,
<<https://www.sbv.gov.vn/webcenter/portal/vi/menu/trangchu/hdk/odtc/gtodtc/odtcvtco>>
32. Sbv.gov.vn, “*Kinh nghiệm điều hành chính sách tiền tệ của Trung Quốc*”, truy cập ngày 12/3/2016,
<http://www.sbv.gov.vn/webcenter/portal/vi/menu/fm/ddnhnn/nctd/nctd_chitiet>
33. Tạp chí ngân hàng, “*Tuyển tập bài viết về tiền tệ - Ngân hàng Việt Nam năm 2013*”. Nhà xuất bản Văn hóa – Thông tin.
34. Tapchitaichinh.vn, “*Nhìn lại chính sách tiền tệ nói lỏng của Nhật Bản*”, ngày truy cập 8/7/2017, <<http://tapchitaichinh.vn/tai-chinh-quoc-te/tin-tuc/nhin-lai-chinh-sach-noi-long-tien-te-cua-nhat-ban-84867.htm>>
35. Tô Kim Ngọc (2003), “*Các giải pháp nhằm tăng cường hiệu lực của chính sách tiền tệ Việt Nam thông qua cơ chế điều chỉnh lãi suất*”. Luận án tiến sỹ, Học Viện Ngân hàng.
36. Tổng cục thống kê: Niêm giám thống kê các năm 2010 – 2015.
37. Trần Bình Trọng (2003), “*Giáo trình lịch sử các học thuyết kinh tế*”. NXB Thống Kê.

38. Trần Thọ Đạt, Ngô Quang Thắng (2017), “*Kinh tế Việt Nam 2016 – Tái cơ cấu nền kinh tế gắn với đổi mới mô hình tăng trưởng và vai trò Nhà nước kiến tạo phát triển*”. NXB Đại học Kinh tế quốc dân.
39. Trường Đại học kinh tế quốc dân, Ban kinh tế Trung ương, “*Kinh tế Việt Nam năm 2015 cơ hội và thách thức trước thêm hội nhập mới*”. Kỷ yếu hội thảo quốc gia, NXB Đại học kinh tế quốc dân.
40. Ủy ban giám sát tài chính quốc gia, “*Báo cáo tổng quan thị trường tài chính 2016*”, ngày truy cập <http://nfsc.gov.vn>
41. Ủy ban kinh tế của quốc hội và UNDP tại Việt Nam (2012), “*Lạm phát mục tiêu và hàm ý với khuôn khổ chính sách tiền tệ ở Việt Nam*”. NXB Tri Thức.
42. Viện chiến lược và chính sách tài chính (2013), “*Bộ chiến lược tài chính Việt Nam*”. NXB Tài chính.
43. Vnba.org.vn, “*Chính sách tiền tệ của Ngân hàng Trung ương Thái Lan*”, ngày truy cập 10/6/2017,
http://vnba.org.vn/?option=com_content&view=article&id=1487&catid=43&Itemid=90
44. Vũ Xuân Dũng (2012), “*Giáo trình nhập môn tài chính – tiền tệ*”. NXB Thống Kê.
- Tiếng Anh**
45. Aleem, Abdul (2010), “*Transmission Mechanism of Monetary Policy in India*”, *Journal of Asian Economics*. Vol. 21, pp, 186 – 197
46. Bankofengland.co.uk, “*Monetarypolicy*”, ngày truy cập 28/8/2016
<http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/framework/framework.aspx>
47. Bank of Japan, “*Bank of Japan Act*”, ngày truy cập 9/6/2017,
<https://www.boj.or.jp/en/about/boj_law/index.htm/>
48. Bank of Thailand, “*MonetaryPolicy*”, ngày truy cập 11/6/2017,
<<https://www.bot.or.th/English/MonetaryPolicy/MonetPolicyKnowledge/Pages>>
49. Bank of Thailand, “*Monetary Operations Framework at the Bank of Thailand*”, 10 October 2015, ngày truy cập 10/6/2017, <<https://www.newyorkfed.org>>
50. Ben S C Fung (2002), “*A Var analysis of the effects of monetary policy in east asia*”, BIS Working Papers.

51. Dabla-Norris, Era, & Holger Floerkemeier (2006), “*Transmission Mechanisms of Monetary policy in Armenia. Evidence from VAR Analysis*”, IMF Working Paper 06/248.
52. Ecb.europa.eu, “*Monetary Policy*”, ngày truy cập 11/11/2016, <<https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/html/index.en.html>>
53. Fabio Canova, Evipappa, Luca Gambetti (2008), “*The Structural Dynamics of U.S. Output and Inflation: What Explains the Changes?*”, Journal of Money, Credit and Banking.
54. Fed, “*Monetary policy*”, truy cập ngày 11/11/2016, <<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy.htm>>
55. Frederic S. Mishkin (1990), “*Current Readings on Money, banking, and Financial Markets*”, school of business administration university of California at Berkeley, U.S.A.
56. Friedman, M. (1970), “*The Counter-Revolution in Money Theory*”, Institute of Economic Affairs, Occasional Paper, No 33.
57. Friedman, M. (1968), “*The Role of Monetary Policy*, *The American Economic Review*”, No. 1, Vol. LVIII.1968.
58. Friedman, M. and Meiselman, D. (1963), “*The Relative Stability of Money Velocity and the Investment Multiplier in the United States 1898 – 1958*”, in Commission on Monetary and Credit: Stabilization Policies, Prentice Hall, Englewood Cliffs, N.J.
59. Geoff Riley FRSA (2009), “*Macroeconomic stability*”, ngày truy cập 12/9/2016, <<http://www.tutor2u.net>>
60. Hung, L. V. & Wade, D. P (2008), “*VAR analysis of the monetary transmission mechanism in Viet Nam*”. February, State Bank of Vietnam, Hanoi, Vietnam and National Graduate Institute for Policy Studies, Tokyo, Japan.
61. IMF Country Report No. 03/382, Washington DC
62. IMF Country Report No. 05/148, Washington DC
63. IMF Country Report No. 07/386, Washington DC
64. IMF Country Report No. 10/281, Washington DC
65. IMF Country Report No. 12/165, Washington DC

66. IMF Country Report No. 16/240, Washington DC
67. John Maynard Keynes (1936), *"General Theory of Employment, Interest and Currency"*. Published: Macmillan Cambridge University Press, for Royal Economic Society in 1936.
68. Kenneth N Kuttner and Patricia C Mosser (2002), *"The monetary transmission mechanism in the United States: some answers and further questions"*, Federal Reserve Bank of New York.
69. Lixin Sun (2010), *"Monetary Transmission Mechanisms and the Macroeconomy in China –VAR/VECM Approach and Bayesian DSGE Model Simulation"*, Doctor of Philosophy.
70. N. Gregory Mankiw (2009), *"Macroeconomics"*, 7th Edition, Worth Publishers.
71. PBC and IMF Joint Conference (2014), *"New Issues in Monetary Policy International Experience and Relevance for China"*, Editors Kai Gou and Alfred Schipke.
72. Presented to Parliament by the Chancellor of the Exchequer by Command of Her Majesty, *"Review of the monetary policy framework"*, ngày truy cập 10/8/2016, <<http://www.gov.uk>>
73. Shujie YAO, Dan LUO and Lixia LOH (2011), *"On China's monetary policy and asset prices"*, China Policy Institute.
74. The Reut Institute, *"Macroeconomic Stability"*, 12/2006, truy cập ngày 8/10/2015, <<http://www.reut-institute.org>>
75. UN system task team on the post 2015 un development agenda, *"Macroeconomic stability, inclusive growth and employment"*, ILO, UNCTAAD, UNDESA, WTO (2012).
76. Vanessa Zammit (2010), *"Asymmetries in the monetary transmission mechanism in the Euro Area! The case of the Housing market"*, Bank of Valletta Review.
77. Vo Tri Thanh (2000), *"Exchange rate arrangement in Viet Nam: Information content and Policy option"*, truy cập ngày ..., <<http://www.eadnwp18.pdf>>
78. Yi Gang, *"The monetary policy transmission mechanism in China"*, truy cập ngày 22/7/2016, <<http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap35h.pdf>>

DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH ĐÃ CÔNG BỐ

1. Nguyễn Thị Vân Anh, *Chính sách tiền tệ với mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô Việt Nam*, Tạp chí Kinh tế Châu Á – Thái Bình Dương, Số cuối tháng 7 năm 2016.
2. Nguyễn Thị Vân Anh, *Kinh nghiệm điều hành chính sách tiền tệ của một số nước*, Tạp chí Tài chính, Kỳ 1 – Tháng 12/2016 (646).
3. Nguyễn Thị Vân Anh, *Về công tác điều hành chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước*, Tạp chí Kinh tế và dự báo, 06/2017 số 17.
4. Nguyễn Thị Vân Anh, Trần Văn Thời, *Đánh giá tác động của chính sách tiền tệ đến lạm phát ở Việt Nam giai đoạn 2008 – 2017*, Tạp chí Khoa học Công Đoàn, Số 11 – 2018.
5. Hoang Thanh Tung, Nguyen Thi Van Anh, *Discussion on the Impact of Money Policy to Growth and Inflation in Vietnam in the Period 2008 – 2017 from the Results of the Var Model*, Baasana – Vietnam chapter international conference 2018 globalization, innovation, governance and sustainable development.

PHỤ LỤC 1: KIỂM TRA TÍNH DỪNG

Null Hypothesis: LGDPR has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.944139	0.1585
Test critical values:		
1% level	-4.161144	
5% level	-3.506374	
10% level	-3.183002	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(LGDPR)
 Method: Least Squares
 Date: 05/17/18 Time: 09:32
 Sample (adjusted): 2006Q1 2017Q4
 Included observations: 48 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LGDPR(-1)	-0.352690	0.119794	-2.944139	0.0051
C	4.544259	1.538528	2.953642	0.0050
@TREND(2005Q1)	0.005127	0.001738	2.950458	0.0050
R-squared	0.162483	Mean dependent var		0.014992
Adjusted R-squared	0.125260	S.D. dependent var		0.005523
S.E. of regression	0.005166	Akaike info criterion		-7.632983
Sum squared resid	0.001201	Schwarz criterion		-7.516033
Log likelihood	186.1916	F-statistic		4.365131
Durbin-Watson stat	2.003879	Prob(F-statistic)		0.018508

Null Hypothesis: D(LGDPR) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-8.283105	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.577723	
5% level	-2.925169	
10% level	-2.600658	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(LGDPR,2)
 Method: Least Squares
 Date: 05/17/18 Time: 09:33
 Sample (adjusted): 2006Q2 2017Q4
 Included observations: 47 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LGDPR(-1))	-1.227537	0.148198	-8.283105	0.0000
C	0.018431	0.002338	7.883754	0.0000
R-squared	0.603908	Mean dependent var		0.000235
Adjusted R-squared	0.595105	S.D. dependent var		0.008618
S.E. of regression	0.005484	Akaike info criterion		-7.532412
Sum squared resid	0.001353	Schwarz criterion		-7.453683
Log likelihood	179.0117	F-statistic		68.60983
Durbin-Watson stat	2.087230	Prob(F-statistic)		0.000000

Null Hypothesis: LCPI has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.040702	0.9946
Test critical values:		
1% level	-4.148465	
5% level	-3.500495	
10% level	-3.179617	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(LCPI)
 Method: Least Squares
 Date: 05/17/18 Time: 09:35
 Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4
 Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LCPI(-1)	-0.001618	0.039762	-0.040702	0.9677
C	0.038452	0.162811	0.236174	0.8143
@TREND(2005Q1)	-0.000440	0.000890	-0.494843	0.6230
R-squared	0.099598	Mean dependent var		0.019468
Adjusted R-squared	0.062081	S.D. dependent var		0.022400

S.E. of regression	0.021694	Akaike info criterion	-4.766568
Sum squared resid	0.022590	Schwarz criterion	-4.652931
Log likelihood	124.5475	F-statistic	2.654762
Durbin-Watson stat	1.550041	Prob(F-statistic)	0.080626

Null Hypothesis: D(LCPI) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.074275	0.0001
Test critical values:		
1% level	-3.568308	
5% level	-2.921175	
10% level	-2.598551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(LCPI,2)
 Method: Least Squares
 Date: 05/17/18 Time: 09:37
 Sample (adjusted): 2005Q3 2017Q4
 Included observations: 50 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LCPI(-1))	-0.699222	0.137797	-5.074275	0.0000
C	0.013578	0.004100	3.311856	0.0018
R-squared	0.349137	Mean dependent var	-0.000130	
Adjusted R-squared	0.335578	S.D. dependent var	0.026751	
S.E. of regression	0.021805	Akaike info criterion	-4.774138	
Sum squared resid	0.022823	Schwarz criterion	-4.697657	
Log likelihood	121.3534	F-statistic	25.74827	
Durbin-Watson stat	1.997429	Prob(F-statistic)	0.000006	

Null Hypothesis: LR has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.853409	0.6637
Test critical values:		
1% level	-4.148465	

5% level	-3.500495
10% level	-3.179617

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(LR)

Method: Least Squares

Date: 05/17/18 Time: 09:40

Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4

Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LR(-1)	-0.117820	0.063570	-1.853409	0.0700
C	0.326339	0.171804	1.899481	0.0635
@TREND(2005Q1)	-0.002128	0.001236	-1.721952	0.0915

R-squared	0.077652	Mean dependent var	-0.007449
Adjusted R-squared	0.039221	S.D. dependent var	0.107007
S.E. of regression	0.104887	Akaike info criterion	-1.614835
Sum squared resid	0.528066	Schwarz criterion	-1.501198
Log likelihood	44.17830	F-statistic	2.020559
Durbin-Watson stat	1.136166	Prob(F-statistic)	0.143705

Null Hypothesis: D(LR) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.451171	0.0008
Test critical values:		
1% level	-3.568308	
5% level	-2.921175	
10% level	-2.598551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(LR,2)

Method: Least Squares

Date: 05/17/18 Time: 09:41

Sample (adjusted): 2005Q3 2017Q4

Included observations: 50 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
----------	-------------	------------	-------------	-------

D(LR(-1))	-0.586196	0.131695	-4.451171	0.0001
C	-0.004234	0.014107	-0.300115	0.7654

R-squared	0.292170	Mean dependent var	0.000689
Adjusted R-squared	0.277424	S.D. dependent var	0.116991
S.E. of regression	0.099447	Akaike info criterion	-1.739198
Sum squared resid	0.474710	Schwarz criterion	-1.662717
Log likelihood	45.47995	F-statistic	19.81292
Durbin-Watson stat	1.577497	Prob(F-statistic)	0.000051

Null Hypothesis: LE has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.855260	0.9531
Test critical values:		
1% level	-4.148465	
5% level	-3.500495	
10% level	-3.179617	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(LE)
 Method: Least Squares
 Date: 05/17/18 Time: 09:43
 Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4
 Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LE(-1)	-0.038618	0.045153	-0.855260	0.3967
C	0.379849	0.434755	0.873708	0.3866
@TREND(2005Q1)	0.000285	0.000402	0.708839	0.4819

R-squared	0.017990	Mean dependent var	0.006878
Adjusted R-squared	-0.022927	S.D. dependent var	0.011997
S.E. of regression	0.012134	Akaike info criterion	-5.928563
Sum squared resid	0.007067	Schwarz criterion	-5.814926
Log likelihood	154.1784	F-statistic	0.439664
Durbin-Watson stat	1.253680	Prob(F-statistic)	0.646822

Null Hypothesis: D(LE) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=0)

t-Statistic Prob.*

Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.755688	0.0003
Test critical values:	1% level	-3.568308	
	5% level	-2.921175	
	10% level	-2.598551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(LE,2)
 Method: Least Squares
 Date: 05/17/18 Time: 09:45
 Sample (adjusted): 2005Q3 2017Q4
 Included observations: 50 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LE(-1))	-0.641914	0.134978	-4.755688	0.0000
C	0.004464	0.001871	2.385665	0.0210
R-squared	0.320273	Mean dependent var		-3.42E-05
Adjusted R-squared	0.306112	S.D. dependent var		0.013705
S.E. of regression	0.011417	Akaike info criterion		-6.068308
Sum squared resid	0.006256	Schwarz criterion		-5.991827
Log likelihood	153.7077	F-statistic		22.61657
Durbin-Watson stat	1.947416	Prob(F-statistic)		0.000018

Null Hypothesis: LM2 has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.556591	0.7962
Test critical values:	1% level	-4.148465
	5% level	-3.500495
	10% level	-3.179617

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(LM2)
 Method: Least Squares
 Date: 05/17/18 Time: 09:46
 Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4
 Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LM2(-1)	-0.050736	0.032595	-1.556591	0.1261
C	0.756153	0.436665	1.731654	0.0898
@TREND(2005Q1)	0.001718	0.001707	1.006638	0.3192
R-squared	0.258178	Mean dependent var		0.052824
Adjusted R-squared	0.227269	S.D. dependent var		0.028858
S.E. of regression	0.025368	Akaike info criterion		-4.453672
Sum squared resid	0.030889	Schwarz criterion		-4.340035
Log likelihood	116.5686	F-statistic		8.352794
Durbin-Watson stat	1.817696	Prob(F-statistic)		0.000771

Null Hypothesis: D(LM2) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.125588	0.0001
Test critical values:		
1% level	-3.568308	
5% level	-2.921175	
10% level	-2.598551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(LM2,2)
 Method: Least Squares
 Date: 05/17/18 Time: 09:47
 Sample (adjusted): 2005Q3 2017Q4
 Included observations: 50 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LM2(-1))	-0.709538	0.138431	-5.125588	0.0000
C	0.037481	0.008361	4.482643	0.0000
R-squared	0.353724	Mean dependent var		-0.000194
Adjusted R-squared	0.340260	S.D. dependent var		0.034698
S.E. of regression	0.028183	Akaike info criterion		-4.261012
Sum squared resid	0.038126	Schwarz criterion		-4.184531
Log likelihood	108.5253	F-statistic		26.27165
Durbin-Watson stat	1.982069	Prob(F-statistic)		0.000005

Null Hypothesis: LCRE has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.356044	0.8619
Test critical values:		
1% level	-4.148465	
5% level	-3.500495	
10% level	-3.179617	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(LCRE)
 Method: Least Squares
 Date: 05/17/18 Time: 09:47
 Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4
 Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LCRE(-1)	-0.055336	0.040807	-1.356044	0.1814
C	0.807157	0.539155	1.497077	0.1409
@TREND(2005Q1)	0.001894	0.002123	0.891989	0.3768
R-squared	0.120917	Mean dependent var		0.052136
Adjusted R-squared	0.084288	S.D. dependent var		0.046664
S.E. of regression	0.044654	Akaike info criterion		-3.322713
Sum squared resid	0.095712	Schwarz criterion		-3.209076
Log likelihood	87.72918	F-statistic		3.301162
Durbin-Watson stat	1.719489	Prob(F-statistic)		0.045365

Null Hypothesis: D(LCRE) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.019072	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.568308	
5% level	-2.921175	
10% level	-2.598551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(LCRE,2)
 Method: Least Squares
 Date: 05/17/18 Time: 09:49

Sample (adjusted): 2005Q3 2017Q4
 Included observations: 50 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LCRE(-1))	-0.902112	0.128523	-7.019072	0.0000
C	0.044129	0.008992	4.907433	0.0000
R-squared	0.506515	Mean dependent var		-0.002899
Adjusted R-squared	0.496234	S.D. dependent var		0.059750
S.E. of regression	0.042408	Akaike info criterion		-3.443776
Sum squared resid	0.086326	Schwarz criterion		-3.367295
Log likelihood	88.09440	F-statistic		49.26737
Durbin-Watson stat	1.412560	Prob(F-statistic)		0.000000

Null Hypothesis: LPW has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.314977	0.0064
Test critical values:		
1% level	-4.148465	
5% level	-3.500495	
10% level	-3.179617	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(LPW)
 Method: Least Squares
 Date: 05/17/18 Time: 09:49
 Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4
 Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LPW(-1)	-0.572177	0.132603	-4.314977	0.0001
C	2.523796	0.582552	4.332311	0.0001
@TREND(2005Q1)	0.005607	0.001305	4.294830	0.0001
R-squared	0.280288	Mean dependent var		0.009630
Adjusted R-squared	0.250300	S.D. dependent var		0.008283
S.E. of regression	0.007172	Akaike info criterion		-6.980360
Sum squared resid	0.002469	Schwarz criterion		-6.866723
Log likelihood	180.9992	F-statistic		9.346694
Durbin-Watson stat	2.086997	Prob(F-statistic)		0.000373

Null Hypothesis: D(LPW) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-10.24913	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.568308	
5% level	-2.921175	
10% level	-2.598551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(LPW,2)
 Method: Least Squares
 Date: 05/17/18 Time: 09:50
 Sample (adjusted): 2005Q3 2017Q4
 Included observations: 50 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LPW(-1))	-1.372708	0.133934	-10.24913	0.0000
C	0.013211	0.001702	7.763687	0.0000
R-squared	0.686366	Mean dependent var		-1.40E-05
Adjusted R-squared	0.679832	S.D. dependent var		0.013863
S.E. of regression	0.007844	Akaike info criterion		-6.818930
Sum squared resid	0.002953	Schwarz criterion		-6.742449
Log likelihood	172.4733	F-statistic		105.0447
Durbin-Watson stat	2.138364	Prob(F-statistic)		0.000000

Nguồn: Kết quả mô hình

PHỤ LỤC 2: XÁC ĐỊNH ĐỘ TRỄ TỐI ƯU

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: DLCPI DLGDPR DLM2 DLCRE DLE DLR

Exogenous variables: C DPW

Date: 05/17/18 Time: 10:06

Sample: 2005Q1 2017Q4

Included observations: 45

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	656.6272	NA	1.45e-20	-28.65010	-28.16832*	-28.47050
1	713.6159	93.71474	5.85e-21	-29.58293	-27.65582	-28.86452
2	769.8927	77.53697	2.64e-21	-30.48412	-27.11168	-29.22691
3	823.5236	59.58983*	1.58e-21*	-31.26771*	-26.44995	-29.47170*

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Nguồn: Kết quả mô hình

PHỤ LỤC 3: KIỂM ĐỊNH NHÂN QUẢ GRANGER

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 05/17/18 Time: 10:15

Sample: 2005Q1 2017Q4

Lags: 3

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
DLGDPR does not Granger Cause DLCPI	45	1.25051	0.30505
DLCPI does not Granger Cause DLGDPR		0.28008	0.83942
DLM2 does not Granger Cause DLCPI	48	3.14578	0.03520
DLCPI does not Granger Cause DLM2		1.39951	0.25664
DLCRE does not Granger Cause DLCPI	48	4.08921	0.01251
DLCPI does not Granger Cause DLCRE		2.10485	0.11441
DLE does not Granger Cause DLCPI	48	0.26354	0.85125
DLCPI does not Granger Cause DLE		0.67527	0.57218
DLR does not Granger Cause DLCPI	48	0.58337	0.62931
DLCPI does not Granger Cause DLR		5.51025	0.00284
DPW does not Granger Cause DLCPI	48	1.13176	0.34749
DLCPI does not Granger Cause DPW		0.72690	0.54182
DLM2 does not Granger Cause DLGDPR	45	0.21546	0.88507
DLGDPR does not Granger Cause DLM2		0.39787	0.75528
DLCRE does not Granger Cause DLGDPR	45	1.94520	0.13873
DLGDPR does not Granger Cause DLCRE		0.68831	0.56480
DLE does not Granger Cause DLGDPR	45	0.06688	0.97715
DLGDPR does not Granger Cause DLE		0.56082	0.64416
DLR does not Granger Cause DLGDPR	45	2.89213	0.04781
DLGDPR does not Granger Cause DLR		0.48390	0.69545
DPW does not Granger Cause DLGDPR	45	0.34108	0.79573
DLGDPR does not Granger Cause DPW		0.00868	0.99887
DLCRE does not Granger Cause DLM2	48	1.05699	0.37781
DLM2 does not Granger Cause DLCRE		6.18283	0.00145
DLE does not Granger Cause DLM2	48	1.43448	0.24661
DLM2 does not Granger Cause DLE		1.79766	0.16272
DLR does not Granger Cause DLM2	48	0.54918	0.65154
DLM2 does not Granger Cause DLR		4.33866	0.00958

DPW does not Granger Cause DLM2	48	1.30696	0.28512
DLM2 does not Granger Cause DPW		1.67480	0.18734
<hr/>			
DLE does not Granger Cause DLCRE	48	0.04096	0.98878
DLCRE does not Granger Cause DLE		1.80903	0.16061
<hr/>			
DLR does not Granger Cause DLCRE	48	3.07740	0.03799
DLCRE does not Granger Cause DLR		7.72531	0.00033
<hr/>			
DPW does not Granger Cause DLCRE	48	2.56014	0.06806
DLCRE does not Granger Cause DPW		2.20828	0.10164
<hr/>			
DLR does not Granger Cause DLE	48	0.82064	0.49000
DLE does not Granger Cause DLR		2.33602	0.08784
<hr/>			
DPW does not Granger Cause DLE	48	5.85383	0.00201
DLE does not Granger Cause DPW		3.04910	0.03922
<hr/>			
DPW does not Granger Cause DLR	48	0.06071	0.98014
DLR does not Granger Cause DPW		0.73723	0.53590
<hr/>			

Nguồn: Kết quả mô hình

PHỤ LỤC 4: KIỂM ĐỊNH TƯƠNG QUAN CHUỖI

VAR Residual Serial Correlation LM Tests

H0: no serial correlation at lag order h

Date: 05/17/18 Time: 15:43

Sample: 2005Q1 2017Q4

Included observations: 45

Lags	LM-Stat	Prob
1	35.21176	0.5059
2	24.07348	0.9356
3	20.15748	0.9847
4	46.91869	0.1052
5	29.70051	0.7614
6	31.36812	0.6885
7	33.47349	0.5894
8	22.34604	0.9635
9	27.97776	0.8280
10	26.63841	0.8721
11	44.23291	0.1630
12	32.66405	0.6281

Probs from chi-square with 36 df.

Nguồn: Kết quả mô hình

PHỤ LỤC 5: KIỂM ĐỊNH TÍNH ỔN ĐỊNH CỦA MÔ HÌNH

Roots of Characteristic Polynomial

Endogenous variables: DLCPI DLGDPR DLM2 DLCRE DLE
DLR

Exogenous variables: C DPW

Lag specification: 1 3

Date: 05/17/18 Time: 15:38

Root	Modulus
0.919157	0.919157
-0.301469 + 0.863830i	0.914924
-0.301469 - 0.863830i	0.914924
0.195774 + 0.826395i	0.849268
0.195774 - 0.826395i	0.849268
0.832228	0.832228
-0.804291	0.804291
0.653604 - 0.448114i	0.792467
0.653604 + 0.448114i	0.792467
-0.772542	0.772542
0.073332 + 0.656874i	0.660954
0.073332 - 0.656874i	0.660954
-0.382472 - 0.467526i	0.604041
-0.382472 + 0.467526i	0.604041
0.252066 + 0.348984i	0.430496
0.252066 - 0.348984i	0.430496
-0.337503 + 0.208365i	0.396641
-0.337503 - 0.208365i	0.396641

No root lies outside the unit circle.

VAR satisfies the stability condition.

Nguồn: Kết quả mô hình

PHỤ LỤC 6: KẾT QUẢ ƯỚC LƯỢNG MÔ HÌNH VAR

Vector Autoregression Estimates
 Date: 05/17/18 Time: 15:47
 Sample (adjusted): 2006Q4 2017Q4
 Included observations: 45 after adjustments
 Standard errors in () & t-statistics in []

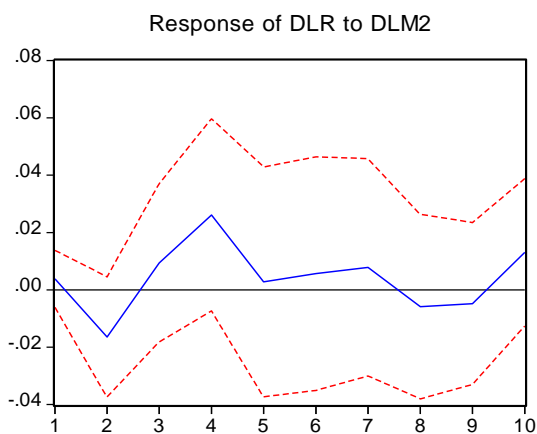
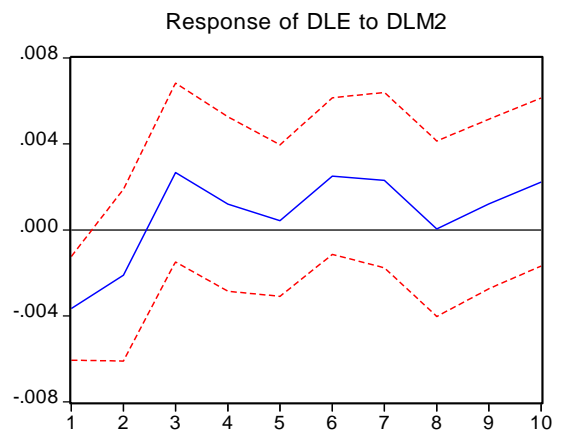
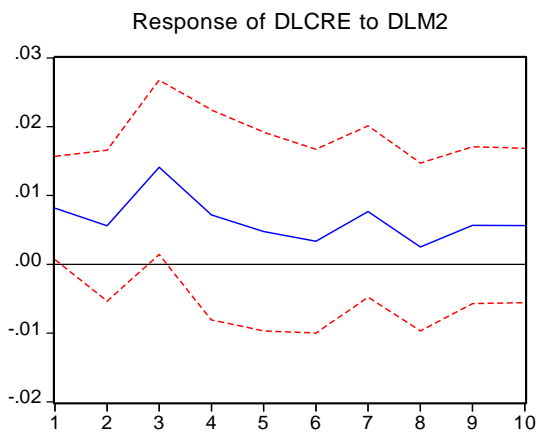
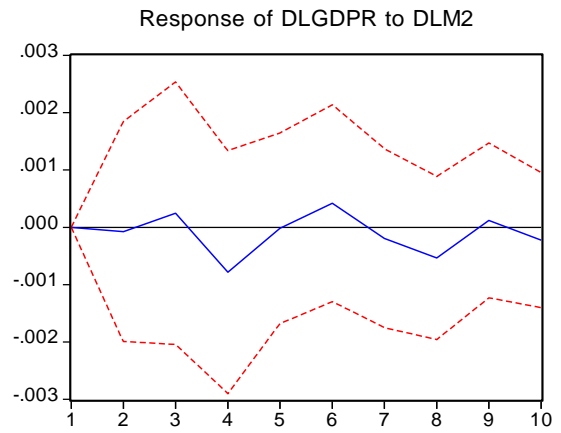
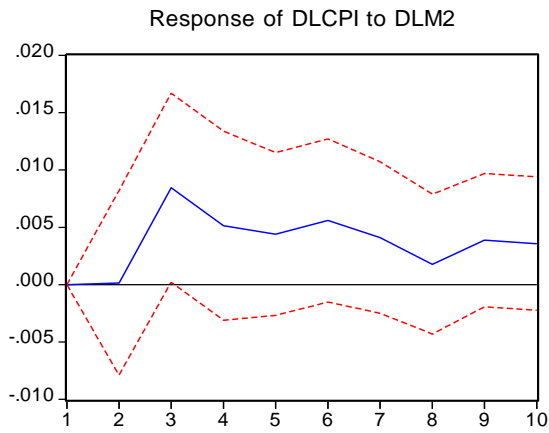
	DLCPI	DLGDPR	DLM2	DLCRE	DLE	DLR
DLCPI(-1)	0.297168 (0.26051) [1.14070]	-0.110710 (0.06322) [-1.75122]	-0.425440 (0.34914) [-1.21853]	-0.566503 (0.36761) [-1.54106]	-0.226717 (0.13127) [-1.72713]	0.919573 (0.57576) [1.59715]
DLCPI(-2)	0.223144 (0.23619) [0.94478]	-0.083695 (0.05732) [-1.46025]	-0.238227 (0.31654) [-0.75260]	-0.173512 (0.33328) [-0.52062]	0.077245 (0.11901) [0.64906]	-1.233870 (0.52200) [-2.36376]
DLCPI(-3)	-0.404925 (0.28730) [-1.40943]	0.030634 (0.06972) [0.43939]	0.827550 (0.38504) [2.14926]	0.061997 (0.40540) [0.15293]	-0.173582 (0.14476) [-1.19907]	-2.204003 (0.63496) [-3.47111]
DLGDPR(-1)	0.156917 (0.96208) [0.16310]	-0.642317 (0.23347) [-2.75117]	-0.313330 (1.28940) [-0.24301]	0.761137 (1.35758) [0.56066]	-0.011544 (0.48478) [-0.02381]	-2.819376 (2.12630) [-1.32595]
DLGDPR(-2)	-1.799232 (1.00792) [-1.78509]	-0.613798 (0.24459) [-2.50946]	-0.043734 (1.35083) [-0.03238]	-1.869044 (1.42226) [-1.31413]	-0.578000 (0.50787) [-1.13808]	-7.216805 (2.22761) [-3.23971]
DLGDPR(-3)	-0.172162 (0.80189) [-0.21469]	-0.284900 (0.19460) [-1.46406]	-0.949159 (1.07470) [-0.88318]	-2.561609 (1.13153) [-2.26384]	-0.577105 (0.40406) [-1.42827]	-1.615510 (1.77225) [-0.91156]
DLM2(-1)	-0.060320 (0.21144) [-0.28528]	-0.034986 (0.05131) [-0.68184]	0.535939 (0.28338) [1.89123]	0.356715 (0.29837) [1.19556]	-0.025890 (0.10654) [-0.24300]	-1.501502 (0.46731) [-3.21305]
DLM2(-2)	0.114132 (0.26879) [0.42461]	0.048150 (0.06523) [0.73818]	0.184264 (0.36024) [0.51150]	0.634944 (0.37929) [1.67403]	0.112390 (0.13544) [0.82981]	0.260141 (0.59406) [0.43790]
DLM2(-3)	-0.084762 (0.23082) [-0.36722]	-0.013141 (0.05601) [-0.23461]	0.046445 (0.30935) [0.15014]	-0.034180 (0.32571) [-0.10494]	0.055874 (0.11631) [0.48040]	-0.515055 (0.51014) [-1.00963]
DLCRE(-1)	0.224384 (0.15307) [1.46593]	0.016975 (0.03714) [0.45700]	-0.183515 (0.20514) [-0.89458]	-0.147018 (0.21599) [-0.68067]	-0.044987 (0.07713) [-0.58328]	1.557241 (0.33829) [4.60325]
DLCRE(-2)	0.322660 (0.16850) [1.91492]	0.003137 (0.04089) [0.07672]	-0.021811 (0.22582) [-0.09658]	0.454472 (0.23776) [1.91143]	0.091461 (0.08490) [1.07725]	0.812517 (0.37240) [2.18186]
DLCRE(-3)	0.013843 (0.18988) [0.07290]	-1.29E-05 (0.04608) [-0.00028]	-0.022585 (0.25448) [-0.08875]	0.214866 (0.26793) [0.80194]	0.159242 (0.09568) [1.66439]	0.703457 (0.41965) [1.67630]
DLE(-1)	-0.037522 (0.40946) [-0.09164]	-0.106016 (0.09936) [-1.06695]	0.634328 (0.54876) [1.15593]	0.244902 (0.57778) [0.42387]	0.312790 (0.20632) [1.51606]	-0.703774 (0.90494) [-0.77770]

DLE(-2)	0.002283 (0.51377) [0.00444]	0.072633 (0.12468) [0.58257]	0.387861 (0.68855) [0.56330]	1.063427 (0.72497) [1.46686]	-0.125293 (0.25888) [-0.48399]	-0.436776 (1.13547) [-0.38466]
DLE(-3)	-0.131567 (0.39577) [-0.33243]	-0.026716 (0.09604) [-0.27817]	-0.880992 (0.53042) [-1.66095]	-0.721614 (0.55847) [-1.29214]	0.336470 (0.19942) [1.68723]	1.639308 (0.87469) [1.87416]
DLR(-1)	-0.137519 (0.08733) [-1.57476]	0.039149 (0.02119) [1.84737]	0.140130 (0.11704) [1.19733]	0.010139 (0.12323) [0.08228]	-0.011932 (0.04400) [-0.27117]	0.124653 (0.19300) [0.64587]
DLR(-2)	0.062942 (0.07450) [0.84487]	0.008833 (0.01808) [0.48859]	-0.078228 (0.09984) [-0.78349]	-0.164255 (0.10512) [-1.56247]	0.002652 (0.03754) [0.07065]	-0.152282 (0.16465) [-0.92488]
DLR(-3)	0.069727 (0.05362) [1.30038]	0.022068 (0.01301) [1.69599]	0.026543 (0.07186) [0.36936]	0.126404 (0.07566) [1.67063]	0.024758 (0.02702) [0.91632]	0.329332 (0.11851) [2.77903]
C	0.017057 (0.03578) [0.47677]	0.041157 (0.00868) [4.74069]	0.029477 (0.04795) [0.61479]	0.033258 (0.05048) [0.65881]	0.015950 (0.01803) [0.88479]	0.148405 (0.07907) [1.87694]
DPW	0.122625 (0.45297) [0.27071]	-7.47E-05 (0.10992) [-0.00068]	0.934154 (0.60708) [1.53877]	0.403272 (0.63918) [0.63092]	-0.703966 (0.22824) [-3.08426]	-0.424669 (1.00111) [-0.42420]
R-squared	0.540632	0.525744	0.442583	0.674462	0.589743	0.902574
Adj. R-squared	0.191513	0.165309	0.018946	0.427052	0.277948	0.828531
Sum sq. resids	0.011380	0.000670	0.020440	0.022659	0.002889	0.055585
S.E. equation	0.021335	0.005177	0.028594	0.030106	0.010750	0.047153
F-statistic	1.548559	1.458638	1.044722	2.726096	1.891442	12.18978
Log likelihood	122.5060	186.2281	109.3288	107.0098	153.3496	86.81931
Akaike AIC	-4.555823	-7.387914	-3.970168	-3.867103	-5.926649	-2.969747
Schwarz SC	-3.752862	-6.584953	-3.167206	-3.064142	-5.123688	-2.166786
Mean dependent S.D. dependent	0.019795	0.014966	0.051032	0.051502	0.007506	-0.009170
Determinant resid covariance (dof adj.)		1.74E-22				
Determinant resid covariance		5.12E-24				
Log likelihood		823.5236				
Akaike information criterion		-31.26771				
Schwarz criterion		-26.44995				

Nguồn: Kết quả mô hình

PHỤ LỤC 7: TÁC ĐỘNG CỦA CÚ SỐC CUNG TIỀN M2 ĐẾN CÁC BIẾN NỘI SINH KHÁC

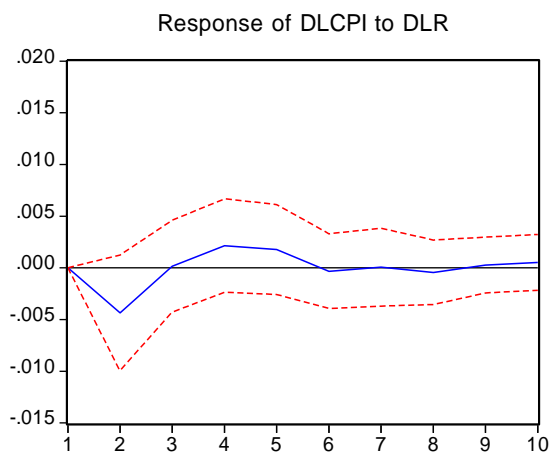
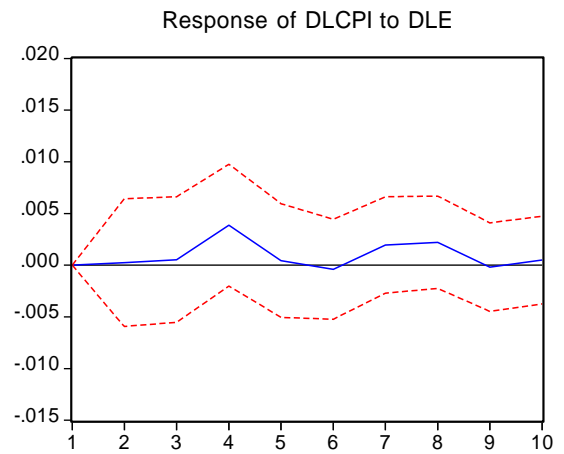
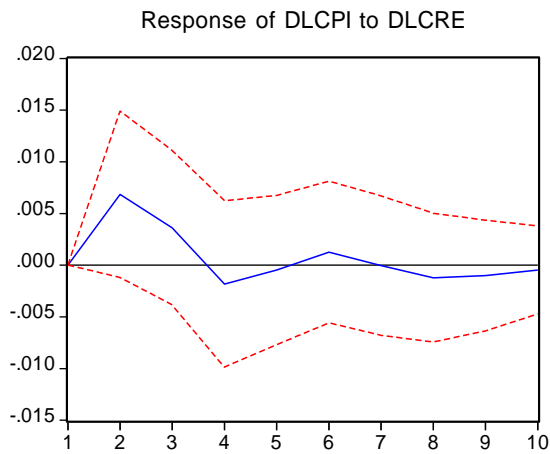
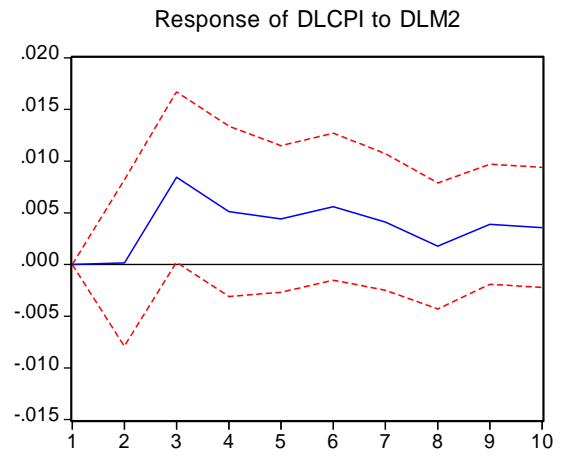
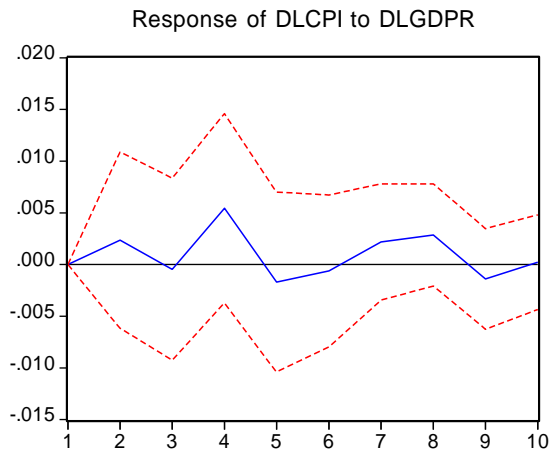
Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



Nguồn: Kết quả mô hình

PHỤ LỤC 8: TÁC ĐỘNG CỦA CÁC CÚ SỐC ĐẾN LẠM PHÁT

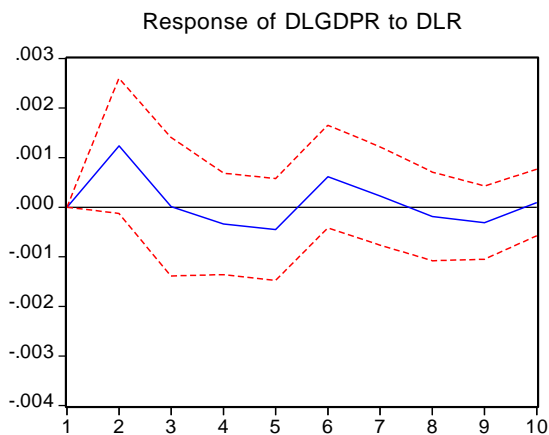
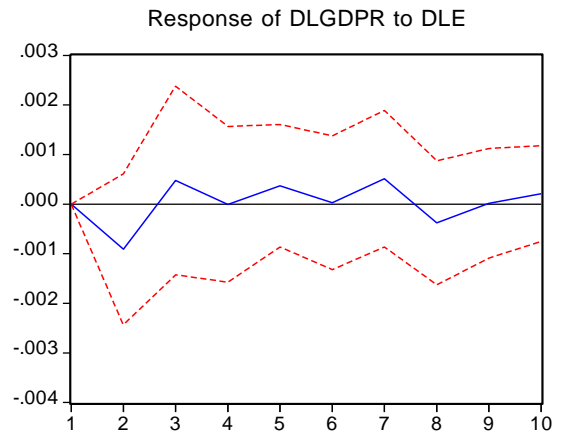
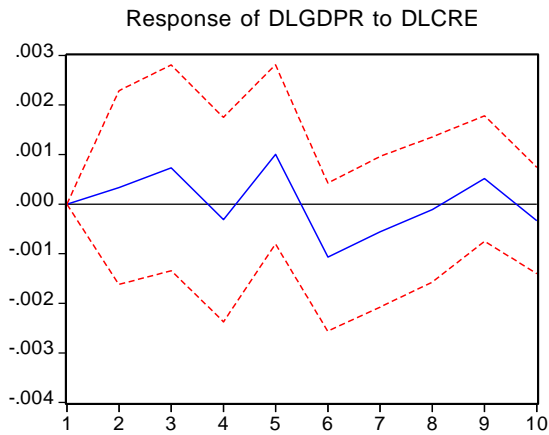
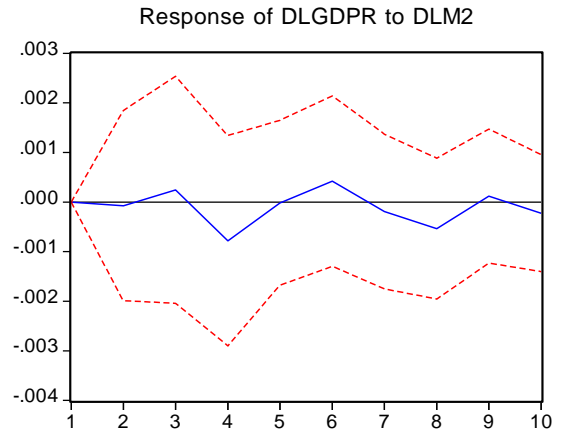
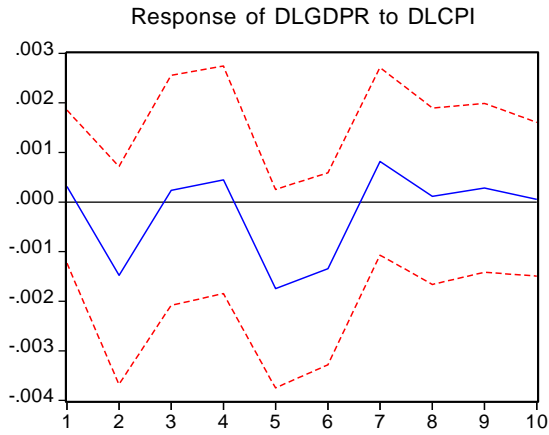
Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



Nguồn: Kết quả mô hình

PHỤ LỤC 9: TÁC ĐỘNG CỦA CÁC CÚ SỐC ĐẾN SẢN LƯỢNG

Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



Nguồn: Kết quả mô hình