

# Khung chính sách tiền tệ của Việt Nam năm 2012 và những gợi ý chính sách

PGS.TS. LÊ THỊ TUẤN NGHĨA - THS. CHU KHÁNH LÂN

Học viện Ngân hàng

*Khung chính sách tiền tệ (CSTT) của ngân hàng trung ương một quốc gia phản ánh việc lựa chọn mục tiêu cuối cùng, mục tiêu trung gian, chỉ tiêu hoạt động của CSTT và sử dụng các công cụ để đạt các mục tiêu đó. Năm 2012 đánh dấu những điểm thay đổi đáng ghi nhận trong khung CSTT của Ngân hàng Nhà nước (NHNN) Việt Nam.*

## 1. Khung chính sách tiền tệ năm 2012

**Mục tiêu cuối cùng: Ưu tiên kiểm soát lạm phát**

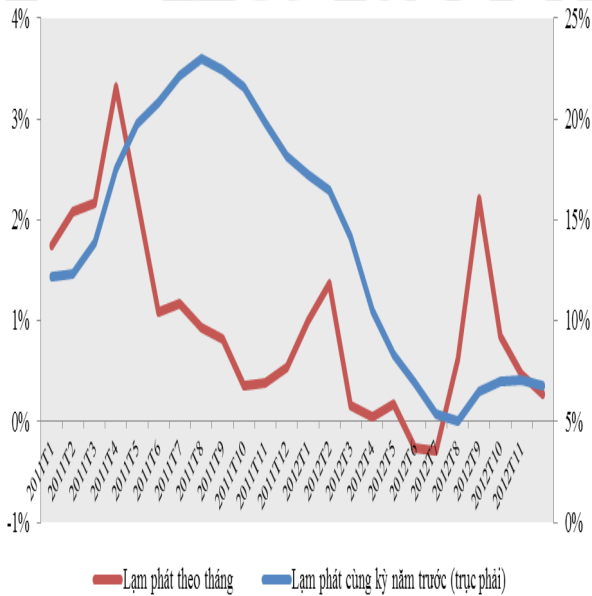
**H**ướng tới mục tiêu kiềm chế lạm phát và ổn định kinh tế vĩ mô, NHNN Việt Nam đã điều hành CSTT chặt chẽ, thận trọng trong hai năm 2011 và 2012. Điểm nhấn của công tác điều hành CSTT trong suốt năm 2012 là NHNN theo đuổi mục ổn định giá trị tiền đồng. Trong cả năm 2012, NHNN đã thể hiện rõ cam kết duy trì lạm phát thấp không chỉ trong ngắn hạn mà cho thấy mục tiêu duy trì lạm phát ổn định trong cả trung và dài hạn, khắc phục được tình trạng theo đuổi các mục tiêu ngắn hạn như tăng trưởng kinh tế và bỏ rơi mục tiêu dài hạn. Lạm phát so với cùng kỳ năm trước đã liên tục giảm từ mức 18,1% cuối năm 2011 xuống còn 6,81% vào cuối năm 2012, đảm bảo

chỉ tiêu dưới 10% đề ra từ đầu năm. Mục tiêu tăng trưởng kinh tế phần nào phải “hi sinh”, đạt 5,03%, thấp hơn so với chỉ tiêu ban đầu là 6- 6,5% (Hình 1).

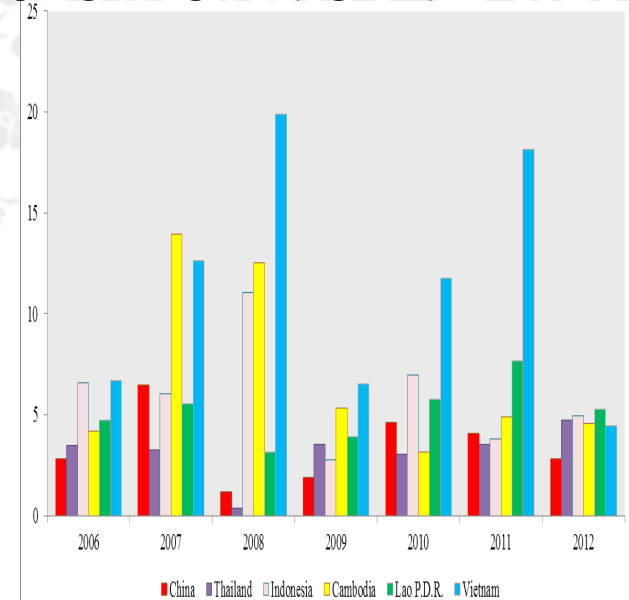
Sự thay đổi tích cực trong quan điểm, định hướng điều hành CSTT của NHNN có thể bắt nguồn từ những bài học kinh nghiệm về điều hành chính sách trong quá khứ. CSTT đa mục tiêu của Việt Nam trong suốt một thời gian dài với kỳ vọng vừa đẩy nhanh tốc độ tăng trưởng, vừa kiểm soát lạm phát ở mức vừa phải, đồng thời góp phần ổn định ngân sách, xóa đói giảm nghèo, bảo đảm an sinh xã hội... đã bộc lộ rất nhiều hạn chế, mức lạm phát ở của Việt Nam trong những năm trước luôn cao nhất so với các nước trong khu vực (Hình 2).

**Mục tiêu trung gian: Hướng vào mục tiêu giảm lãi suất thị trường**

**Hình 1. Diễn biến lạm phát năm 2011 và 2012**



**Hình 2. Tỷ lệ lạm phát của Việt Nam và một số quốc gia trong khu vực giai đoạn 2006 - 2012**



Nguồn: Tổng cục Thống kê, World Economic Outlook, October 2012

Mục tiêu trung gian được lựa chọn trong điều hành CSTT nhiều năm trước đây là tốc độ tăng mức cung tiền M2 (chỉ tiêu chính) và chỉ tiêu bổ sung là tốc độ tăng trưởng tín dụng hàng năm. Song nếu nhìn vào thực tế điều hành CSTT năm 2012, có thể thấy NHNN đã đưa ra mục tiêu giảm lãi suất từ đầu năm và thực hiện giảm lãi suất gần như theo đúng lộ trình với kết quả là mặt bằng lãi suất cho vay đã giảm từ khoảng trên dưới 20% cuối năm 2011 xuống còn trên 10% cuối năm 2012 tùy theo từng đối tượng và loại cho vay. Mặc dù lãi suất danh nghĩa (cả lãi suất huy động và cho vay) giảm, nhưng lãi suất thực vẫn tăng nên không gây áp lực lạm phát. Trong khi đó các chỉ tiêu về tăng trưởng cung tiền và tín dụng liên tục được điều chỉnh vào nhiều thời điểm trong năm. Nếu so với chỉ tiêu tăng M2 vào

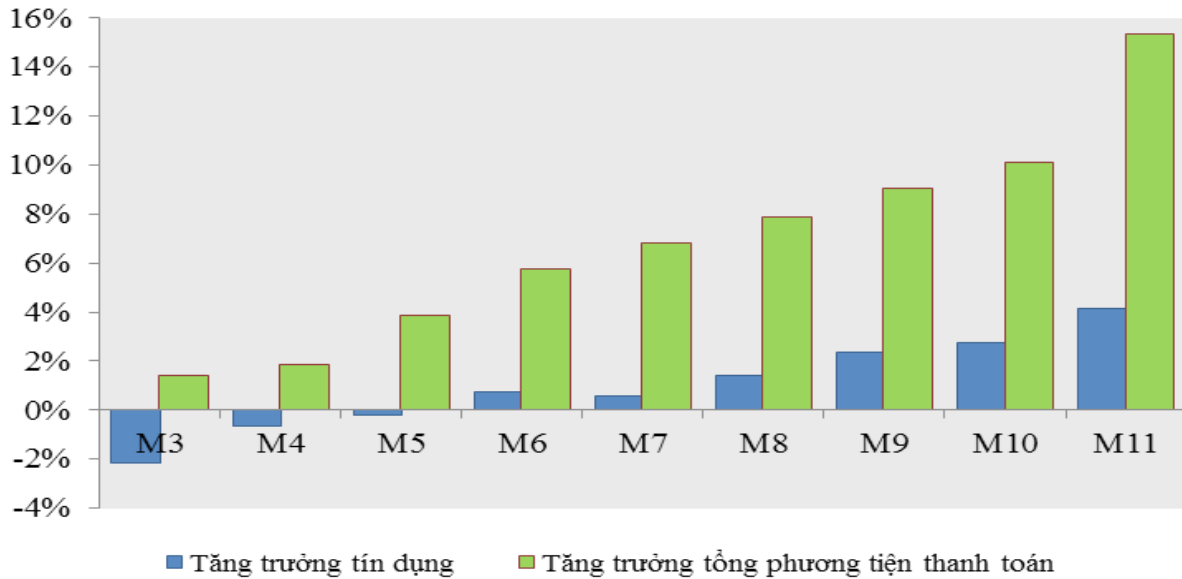
đầu năm là 14- 16%, mức tăng cung tiền cuối năm 2012 đã tăng vượt chỉ tiêu 6% (22,4%). Ngược lại, chỉ tiêu tăng dư nợ đưa ra đầu năm là 15- 17% (được điều chỉnh xuống còn 8- 10%), thực tế cuối năm đạt 8,91%, thấp hơn so với chỉ tiêu ban đầu khoảng 8%. Lần đầu tiên diễn biến dư nợ tín dụng và mức cung tiền không tương đồng. M2 tăng không chỉ qua cung ứng tín dụng mà một phần lớn qua mua ngoại tệ và trái phiếu Chính phủ.

Chỉ tiêu tín dụng không phải là chỉ tiêu NHNN nhất thiết phải thực hiện. Trước áp lực mở rộng tín dụng từ nhiều phía để thúc đẩy nền kinh tế Việt Nam thoát khỏi suy thoái, NHNN vẫn định hướng tăng trưởng tín dụng theo hướng thận trọng nhằm đáp ứng nhu cầu vốn của nền kinh tế theo nguyên tắc bảo đảm chất lượng tín dụng, hạn chế phân bổ vốn

vào khu vực không khuyến khích có nguy cơ gây ra lạm phát cao trong tương lai. Ngay từ đầu năm, NHNN Việt Nam đã tiến hành giao chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng đối với bốn nhóm ngân hàng (nhóm 1, 2, 3, 4 lần lượt được phép tăng trưởng tín dụng tối đa 17%, 15%, 8% và không được tăng trưởng). Trong quá trình kiểm soát tăng trưởng tín dụng, NHNN đã thực hiện cấp thêm chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng trên cơ sở xem xét đề nghị của các ngân hàng, tình hình hoạt động, mức độ lành mạnh về tài chính và khả năng mở rộng tín dụng của các ngân hàng.

Song song với việc kiểm soát tăng trưởng tín dụng, NHNN đã thực hiện các giải pháp: Tạo điều kiện thuận lợi cho các NHTM chuyển dịch cơ cấu tín dụng theo hướng ưu tiên tập trung vào lĩnh vực nông nghiệp, nông thôn, sản xuất

**Hình 3. Diễn biến tăng trưởng tín dụng và tổng phương tiện thanh toán năm 2012**



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước, Vietinbank Capital

hàng xuất khẩu...; điều chỉnh giảm lãi suất cho vay ngắn hạn tối đa bằng VND đối với bốn lĩnh vực ưu tiên gồm nông nghiệp nông thôn, xuất khẩu, doanh nghiệp nhỏ và vừa, và ngành công nghiệp hỗ trợ; kiểm soát tỷ trọng dư nợ cho vay đối với các lĩnh vực không khuyến khích so với tổng dư nợ cho vay không quá 16%.

Nhờ thực hiện đồng loạt các biện pháp trên, mặc dù tăng trưởng tín dụng không đạt chỉ tiêu đề ra nhưng cơ cấu tín dụng lại có những chuyển biến tích cực: Nhiều gói tín dụng quy mô lớn hỗ trợ khách hàng tốt đã được ngân hàng cung cấp để phục vụ sản xuất kinh doanh thuộc các lĩnh vực ưu tiên với lãi suất thấp, khoảng 9- 10%, đáp ứng kịp thời nhu cầu vốn của nền kinh tế; lãi suất cho vay các lĩnh vực nông nghiệp nông thôn, xuất khẩu, công nghiệp hỗ trợ, doanh nghiệp nhỏ và vừa đã giảm

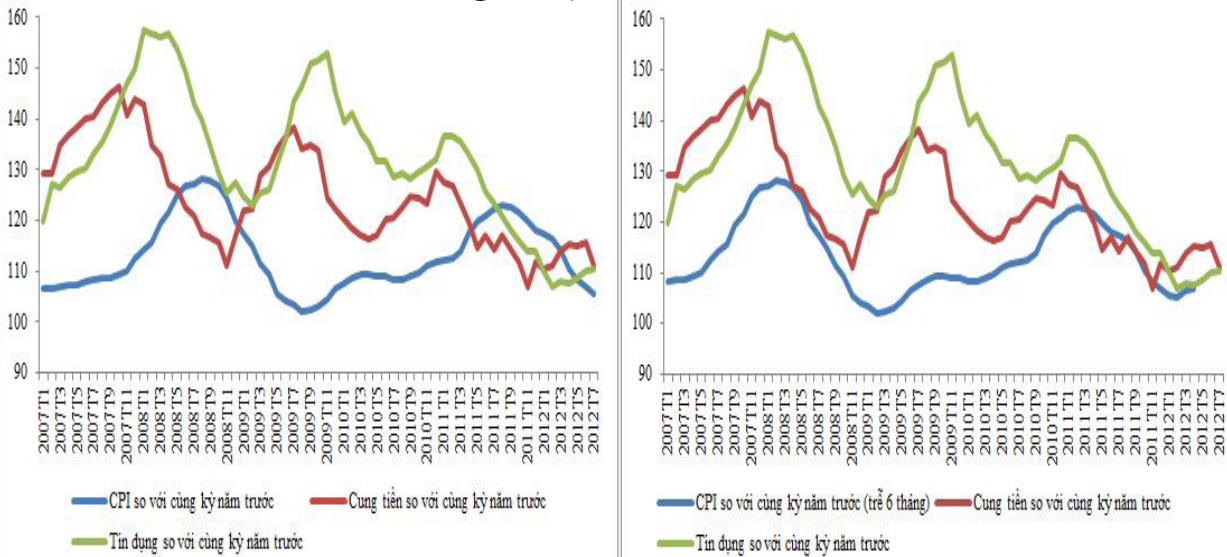
đáng kể so với thời điểm đầu năm, phổ biến ở mức 10- 13%, thấp nhất là 8,95%; cơ cấu tín dụng đã có sự chuyển biến tích cực khi tỷ trọng tín dụng đối với ngành nông nghiệp, lâm nghiệp và thủy sản trên tổng dư nợ tín dụng đã tăng lên so với thời điểm cuối năm 2011. Tính đến tháng 10/2012, dư nợ tín dụng của lĩnh vực nông nghiệp, lâm nghiệp và thủy sản đã tăng 17,39% so với cuối năm 2011. Đây cũng là khu vực duy nhất có mức độ đóng góp đáng kể vào việc duy trì tốc độ tăng trưởng kinh tế trong suốt năm 2012. Về mặt dài hạn, đây là giải pháp phù hợp, tạo ra tác động tích cực mang tính bền vững cho tăng trưởng kinh tế, góp phần vào quá trình tái cấu trúc nền kinh tế.

Việc hướng vào mục tiêu lãi suất thị trường dần thay cho mục tiêu mức cung tiền và tín dụng là phù hợp khi nhìn vào mối quan hệ giữa mức cung

tiền, dư nợ tín dụng và lạm phát trong những năm gần đây. Lạm phát cao đã là hệ quả của việc lạm dụng tín dụng và tăng mức cung tiền trong quá khứ để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Đồng thời việc giảm tốc độ tăng mức cung tiền cũng không ngay lập tức cải thiện tình hình lạm phát và thường có độ trễ 6 tháng.

Nhìn ngược lại nền kinh tế Việt Nam giai đoạn 2006-2011, tăng trưởng chủ yếu dựa vào đầu tư, đặc biệt thông qua nơi lòng CSTT và tài khóa trong khi cơ cấu đầu tư bất hợp lý và hiệu quả đầu tư thấp khiến lạm phát rất dễ bùng nổ. Diễn biến cung tiền, tín dụng và lạm phát trong mười năm trở lại đây đã chỉ ra thực trạng này. Trong giai đoạn 2002- 2006, tốc độ tăng trưởng cung tiền và tín dụng bình quân đạt 27,07% và 29,76% thì lạm phát chỉ ở mức bình quân 6,30%; trái lại, trong giai đoạn 2007- 2011, tốc

**Hình 4. Diễn biến tăng trưởng chỉ số giá tiêu dùng, cung tiền và tín dụng giai đoạn 2007 – 2012**



Nguồn: Tổng cục thống kê, International Financial Statistics

độ tăng trưởng cung tiền và tín dụng bình quân đạt 27,80% và 32,01% thì lạm phát tăng hơn gấp đôi, bình quân đạt 13,78%. Mức chênh lệch lớn giữa lạm phát mục tiêu và lạm phát thực tế đã đặt ra áp lực cao cho điều hành CSTT khi NHNN buộc phải thực hiện những biện pháp có tác động sốc tới nền kinh tế, gây ra căng thẳng thanh khoản, nợ xấu phát sinh cho các tổ chức tín dụng; chi phí lãi vay cao và thiếu hụt nguồn vốn sản xuất kinh doanh cho hệ thống doanh nghiệp; khiến tăng trưởng kinh tế sụt giảm...

**Sử dụng công cụ CSTT: Thiên về các công cụ hành chính, trực tiếp**

Công cụ được sử dụng rõ ràng nhất trong năm 2012 là qui định trần lãi suất huy động cùng với sự kiểm soát gắt gao việc thực hiện qui định này. NHNN Việt Nam đã lần lượt triển khai các quy định áp dụng

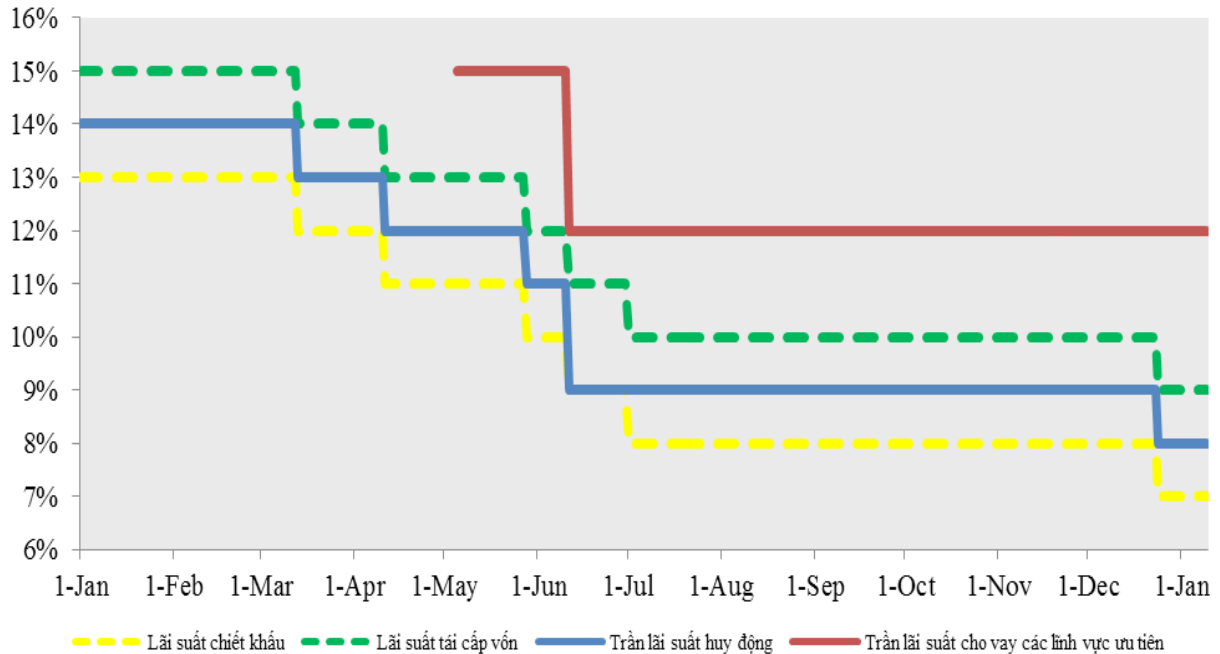
trần lãi suất huy động đối với tiền gửi bằng đồng Việt Nam của tổ chức, cá nhân tại tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài và sau đó là đối với tiền gửi bằng đồng Việt Nam có kỳ hạn từ 1 tháng đến dưới 12 tháng, chi trả nổi lãi suất tiền gửi bằng đồng Việt Nam có kỳ hạn từ 12 tháng trở lên. Khi xác định được rõ thực trạng thiếu hụt vốn của hệ thống ngân hàng là tại nguồn vốn ngắn hạn, việc áp dụng trần lãi suất đối với khoản tiền gửi ngắn hạn và thả nổi lãi suất có kỳ hạn từ 12 tháng trở lên là quyết định điều hành hoàn toàn hợp lý.

Việc ổn định mặt bằng lãi suất, đặc biệt là lãi suất ngắn hạn, đã tạo điều kiện để NHNN áp dụng trần lãi suất cho vay đối với bốn nhóm đối tượng ưu tiên và kêu gọi các tổ chức tín dụng đưa lãi suất các khoản vay cũ về mức 15%. Nhờ thực hiện các biện pháp này, điều

hành CSTT đã đạt được những thành công như giao dịch trên thị trường liên ngân hàng đi vào ổn định (đặc biệt là sau khi NHNN ban hành Thông tư 21/2012/TT-NHNN); lượng tiền gửi của công chúng trong hệ thống ngân hàng trở nên ổn định hơn, giúp bảo đảm an toàn cho hệ thống ngân hàng; mặt bằng lãi suất cho vay giảm dần, bước đầu tạo điều kiện cho các doanh nghiệp tiếp cận hiệu quả hơn với nguồn vốn ngân hàng.

Trong bối cảnh lạm phát tháng 9 và tháng 10/2012 tăng trở lại và nguy cơ lạm phát trong năm 2013 vẫn tiềm ẩn, NHNN Việt Nam vẫn thận trọng trong điều hành CSTT khi không tiếp tục giảm trần lãi suất huy động và cho vay. Khi các chỉ số về nền kinh tế trong tháng 11 và 12/2012 cho thấy đã đạt các điều kiện giảm lãi suất thì NHNN mới ban hành Thông tư 32/2012/

**Hình 5. Diễn biến lãi suất chiết khấu, lãi tái cấp vốn, lãi suất huy động tối đa, lãi suất cho vay tối đa các lĩnh vực ưu tiên**



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước

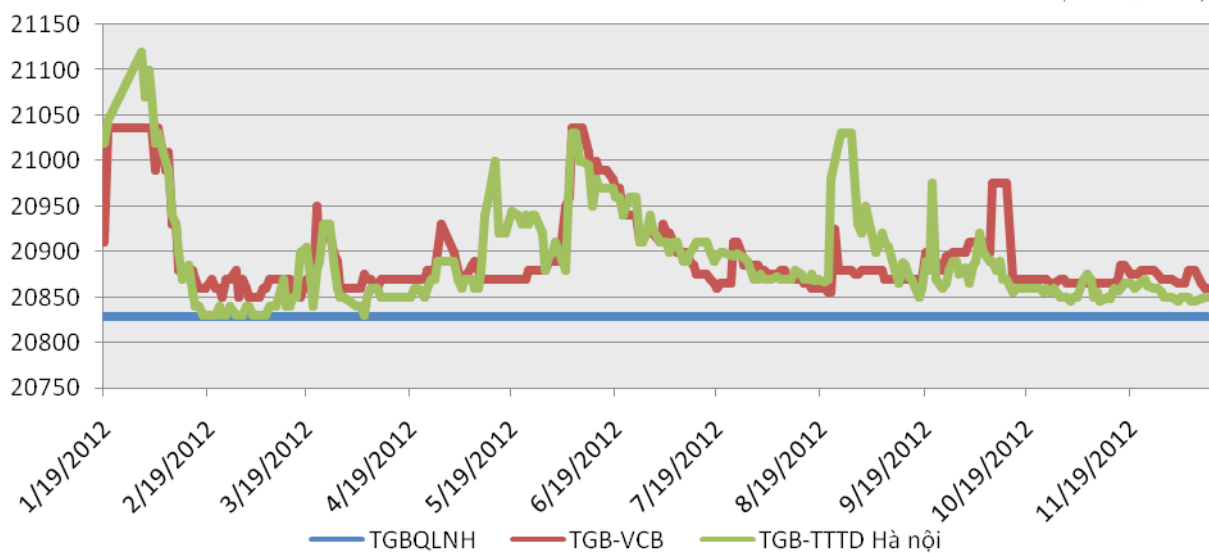
TT-NHNN và Thông tư 33/TT-NHNN về giảm mức trần lãi suất huy động và trần lãi suất cho vay lần lượt về mức 8% và 12%. Đây là mức lãi

suất huy động và cho vay hợp lý khi mà tỷ lệ lạm phát trong năm 2012 là 6,81% và chỉ tiêu trong năm 2013 vào khoảng 6- 6,5%. Trong thời gian tới,

khi diễn biến thanh khoản hệ thống ngân hàng và nền kinh tế đi vào ổn định hơn, NHNN có thể giảm dần các quy định hành chính trong điều hành lãi

**Hình 6. Tỷ giá chính thức và tỷ giá bán trên thị trường tự do năm 2012**

(Đơn vị: VND)



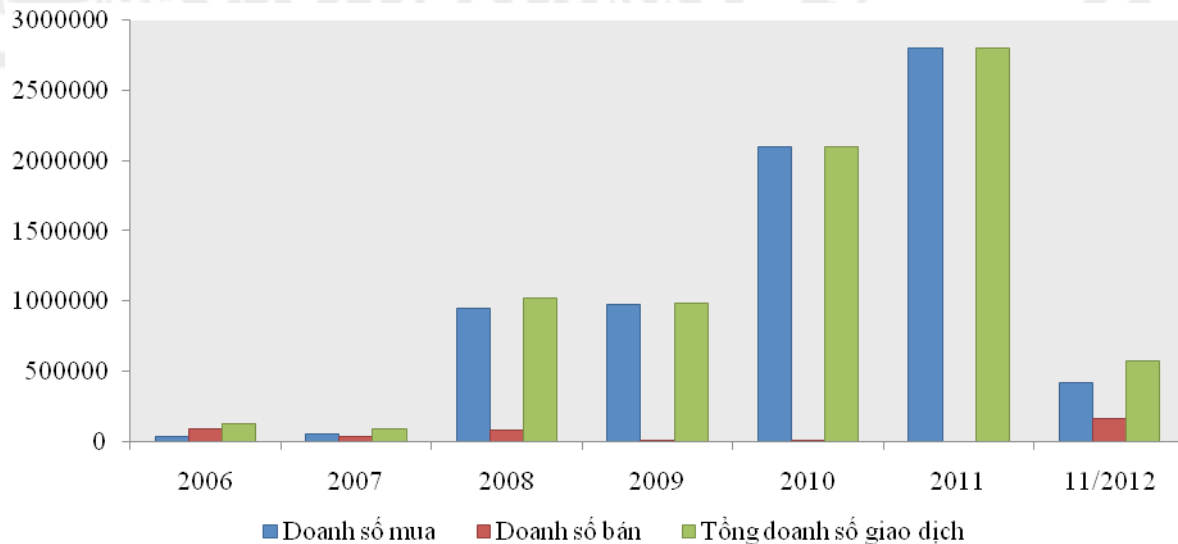
Nguồn: www.sbv.gov.vn, www.vietcombank.com.vn

TGBQTTLNH: Tỷ giá bình quân thị trường liên ngân hàng

TGB- VCB: tỷ giá bán VIETCOMBANK,

TGB- TTĐ: tỷ giá bán trên thị trường tự do năm 2012

Hình 7. Doanh số giao dịch trên thị trường mở từ năm 2006 - 2012



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

suất.

Các mức lãi suất chỉ đạo gắn với công cụ tái cấp vốn là lãi suất tái cấp vốn, lãi suất chiết khấu cũng liên tục được điều chỉnh giảm trong năm 2012. Tuy nhiên, mặt bằng lãi suất cho vay giảm chủ yếu là do các quy định về trần lãi suất hơn là sự chi phối của lãi suất chỉ đạo đến lãi suất thị trường.

Để đạt được mục tiêu ổn định tỷ giá như công bố từ đầu năm, NHNN đã sử dụng các biện pháp quản lý thị trường ngoại hối với hàng loạt các quy định về trạng thái ngoại tệ, về đối tượng được vay bằng ngoại tệ, trần lãi suất USD... Kể từ lần điều chỉnh tỷ giá bình quân liên ngân hàng vào tháng 02/2011 đến cuối năm 2012, mức độ biến động tỷ giá USD/VND cũng như mức độ chênh lệch giữa tỷ giá chính thức và tỷ giá trên thị trường tự do đã có sự thu hẹp đáng kể, áp lực giảm giá đồng nội tệ như các năm trước đây không còn. Các hoạt

động gửi và vay ngoại tệ được chuyển sang hoạt động mua bán giúp hệ thống ngân hàng mua được một lượng ngoại tệ từ công chúng để bán lại cho NHNN. Thành công trong việc giảm thiểu tình trạng đô la hóa đã giúp cho công tác kiểm soát và điều hành cung tiền của NHNN trở nên thuận lợi hơn, góp phần vào thực hiện mục tiêu cuối cùng là bình ổn giá cả.

Bên cạnh việc sử dụng công cụ mang tính hành chính, trực tiếp, NHNN đã sử dụng khá hiệu quả nghiệp vụ thị trường mở để tác động đến lãi suất thị trường. Tuy nhiên, qui mô hoạt động thị trường mở đã giảm hẳn so với năm 2011, thấp hơn cả năm 2008 khi bắt đầu chịu ảnh hưởng của khủng hoảng toàn cầu (Hình 7).

Công cụ dự trữ bắt buộc không được sử dụng trong năm 2012 với việc giữ nguyên các mức tỷ lệ dự trữ bắt buộc các thời hạn đối với cả nội tệ và

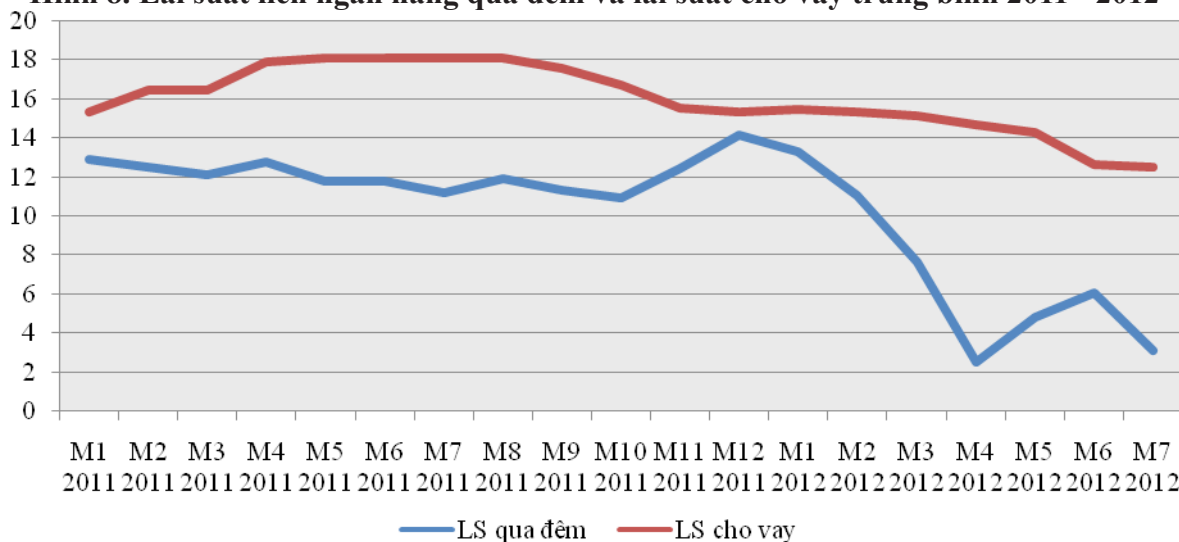
ngoại tệ.

Thực tế điều hành CSTT năm 2012 cho thấy, trong bối cảnh kinh tế trong nước và quốc tế khó khăn, những biến động của nền kinh tế rất khó lường, nền kinh tế không vận hành hoàn toàn theo cơ chế thị trường, NHNN đã sử dụng chủ yếu các công cụ hành chính, trực tiếp để đạt mục tiêu giảm lãi suất, kiềm chế lạm phát và ổn định tỷ giá, đồng thời góp phần tăng trưởng kinh tế ở mức chấp nhận được. Tuy nhiên, việc sử dụng các công cụ hành chính, trực tiếp chỉ là biện pháp tình thế, không phải là giải pháp lâu dài.

**Mục tiêu hoạt động: Không xác định rõ ràng**

Việc xác định chỉ tiêu hoạt động là cần thiết khi NHTW sử dụng các công cụ gián tiếp để tác động đến mục tiêu trung gian. Ngược lại, việc sử dụng công cụ trực tiếp sẽ tác động thẳng vào mục tiêu trung gian như lãi suất thị trường hoặc

**Hình 8. Lãi suất liên ngân hàng qua đêm và lãi suất cho vay trung bình 2011 - 2012**



Nguồn: Thống kê tài chính quốc tế của IMF

mức cung tiền.

Trong những năm trước đây, NHNN đã lựa chọn chỉ tiêu hoạt động là lượng tiền trung ương (MB) và dự trữ ngân hàng (R) như một sự kết nối từ các công cụ CSTT với mức cung tiền M2 là mục tiêu trung gian của CSTT. Lãi suất liên ngân hàng với ý nghĩa là lãi suất mục tiêu chưa được xác định. Trong năm 2012 mối liên hệ giữa lãi suất liên ngân hàng với lãi suất cho vay chưa rõ ràng (Hình 8). Với việc thiên về sử dụng công cụ hành chính như trong năm 2012, mục tiêu hoạt động không được xác định rõ là có thể hiểu được.

## 2. Gợi ý khung chính sách tiền tệ năm 2013

Theo dự báo của nhiều tổ chức quốc tế, kinh tế Việt Nam sẽ tiếp tục phải đối mặt với những khó khăn trong năm 2013. Cơ cấu kinh tế thiếu hợp lý, hiệu quả đầu tư thấp, vốn đầu tư khó khăn, hàng tồn kho ứ đọng, tỷ lệ nợ xấu vẫn ở mức cao... sẽ là những lực cản đáng

kể cho quá trình phục hồi của nền kinh tế. Trong khi đó, kinh tế toàn cầu chưa thể hiện dấu hiệu phục hồi rõ nét, nền kinh tế Mỹ phục hồi chậm chạp, nợ công tại Châu Âu chưa được giải quyết ổn thỏa, các đầu tàu kinh tế tại Châu Á tăng trưởng chậm lại vẫn tiếp tục ảnh hưởng tới nền kinh tế Việt Nam thông qua hoạt động xuất khẩu. Bên cạnh đó, lạm phát có khả năng tăng trở lại trong năm 2013 do tiềm ẩn nhiều yếu tố như: Áp lực tăng trưởng kinh tế vẫn được đặt ra ở mức 5,5% cho năm 2013; lạm phát năm 2012 thấp là do giá lương thực thực phẩm giảm, nhưng có thể tăng mạnh trở lại và biến động khó lường trong năm 2013; giá cả nhiều mặt hàng thiết yếu đã được điều chỉnh tăng mạnh trong năm 2012; hiệu quả đầu tư của nền kinh tế còn thấp; độ mở của nền kinh tế Việt Nam và giá hàng hóa nhập khẩu có xu hướng tăng trong thời gian tới... Một lượng lớn trái phiếu Chính phủ được các

TCTD mua trong năm 2012 sẽ có thể được sử dụng để chiết khấu hoặc bán lại cho NHNN trong tương lai, tiềm ẩn tăng cung tiền và gây ra lạm phát. Như vậy, kiểm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô làm tiền đề để thực hiện tái cơ cấu nền kinh tế theo hướng phát triển bền vững sẽ là nhiệm vụ chính của NHNN nói riêng và của ngành Ngân hàng nói chung trong năm 2013.

Tiếp nối những thành công của năm 2012, trên cơ sở những dự báo kinh tế trong nước và quốc tế năm 2013 và kế hoạch phát triển kinh tế-xã hội 5 năm (2011- 2015). Khung CSTT mà nhóm tác giả đề xuất là:

### **Thứ nhất, tiếp tục ưu tiên kiểm soát lạm phát ở mức thấp và ổn định<sup>1</sup>**

NHNN cần lượng hóa mục tiêu lạm phát trong năm 2013

<sup>1</sup> Nghị quyết số 10/2011/QH13 về Kế hoạch phát triển kinh tế-xã hội 5 năm 2011-2015: "Tiếp tục kiên trì kiểm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, ổn định giá trị sức mua đồng tiền..."