

Công cụ lãi suất cơ bản trong điều hành chính sách tiền tệ, những vấn đề lý luận và kinh nghiệm các nước

KIỀU HỮU THIỆN

*L*ãi suất cơ bản của ngân hàng trung ương (NHTW) là một công cụ quan trọng của chính sách tiền tệ quốc gia, nhằm đến những mục tiêu kinh tế vĩ mô như thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, ổn định giá cả... và là công cụ để định hướng tín dụng cho hệ thống ngân hàng. Bài viết này đề cập những vấn đề lý luận về lựa chọn và điều hành lãi suất cơ bản thông qua nghiên cứu kinh nghiệm từ một số NHTW các nước, đồng thời đưa ra một số vấn đề trong sử dụng lãi suất cơ bản tại Việt Nam.

1. Lãi suất cơ bản - một công cụ quan trọng trong điều hành chính sách lãi suất của NHTW

Trong kinh tế thị trường, lãi suất là một loại công cụ kinh tế có vai trò và vị trí rất quan trọng, có quan hệ mật thiết đến lợi ích kinh tế của mọi tổ chức và cá nhân trong xã hội và vì thế mỗi một sự thay đổi của lãi suất sẽ tác động đến mỗi tổ chức và cá nhân trong các quyết định tiết kiệm, tiêu dùng hay đầu tư, thông qua đó, sẽ ảnh hưởng quyết định đến xu hướng và mức độ phát triển kinh tế của từng ngành, vùng và toàn bộ nền kinh tế. Chính vì tầm quan trọng của biến số này, nên các NHTW đều rất chú trọng quản lý và điều hành nhằm mục tiêu hướng sự vận động của lãi suất theo các định hướng mà NHTW mong muốn, qua đó tác động tích cực đến sự phát triển ổn định và lành mạnh của nền kinh tế xã hội. Có nhiều loại lãi suất khác nhau, trong đó, loại lãi suất mà các NHTW thường đặc biệt quan tâm là lãi suất cơ bản – là loại lãi suất được NHTW sử dụng làm cơ sở để qui định các mức lãi suất kinh doanh hợp lý trong nền kinh tế. Như vậy, xác định lãi suất cơ bản phải dựa trên cơ sở tình hình thực tế và mục tiêu của chính sách tiền tệ quốc gia. Các NHTW tùy thuộc vào tình hình thực tiễn mà

xác định mức lãi suất cơ bản cho phù hợp nhằm đạt được các mục tiêu mong muốn trong thực thi chính sách tiền tệ.

Trên cơ sở xác định lãi suất cơ bản của NHTW, các tổ chức tín dụng (TCTD) sẽ phải ấn định lãi suất kinh doanh tuân thủ đúng giới hạn qui định so với mức lãi suất cơ bản.

Sự tiếp cận như vậy khiến chúng ta hiểu rằng có vẻ như các mức lãi suất cơ bản hoàn toàn dựa trên ý chí chủ quan của các NHTW qui định?. Thực tế thì cho dù NHTW lựa chọn lãi suất cơ bản nhằm hướng tới thực thi mục tiêu thế nào chẳng nữa, nó vẫn căn bản phải được hình thành dựa trên nguyên tắc thị trường và phải hết sức thận trọng, bởi nếu xác định lãi suất cơ bản không phù hợp, chủ quan duy ý chí, thì sẽ dẫn tới các hậu quả rất không mong muốn, đó là:

(i) Làm lãi suất kinh doanh do các TCTD đưa ra vận động lệch lạc, bóp méo thị trường tiền tệ và thị trường vốn. Hậu quả tất yếu là các nguồn lực của nền kinh tế sẽ không được khơi thông, cản trở sự phát triển của nền kinh tế - xã hội;

(ii) Làm mất tác dụng của lãi suất cơ bản nếu như NHTW thiếu sự kiểm tra, giám sát tuân thủ của các TCTD. Điều này cũng đồng

Kiều Hữu Thiện, TS., Học viện Ngân hàng.

nghĩa với việc tự làm suy yếu đi vị trí và vai trò của NHTW đối với các TCTD nói riêng và toàn bộ nền kinh tế nói chung; gây khó khăn, thậm chí mất tác dụng của công cụ chính sách tiền tệ – một loại công cụ kinh tế vĩ mô quan trọng trong nền kinh tế

Trong thực tế, có rất nhiều cách khác nhau để xác định lãi suất cơ bản:

1.1. Xác định lãi suất cơ bản trên cơ sở lãi suất tái cấp vốn hay lãi suất tái chiết khấu. Các NHTW lựa chọn lãi suất tái cấp vốn hoặc tái chiết khấu làm lãi suất cơ bản khi họ cần can thiệp trực tiếp vào thị trường tiền tệ, qua đó tác động vào các quyết định lãi suất kinh doanh của các TCTD dựa trên tương quan cung – cầu về vốn trong nền kinh tế. Tuy nhiên, lựa chọn loại lãi suất này làm lãi suất cơ bản chỉ có hiệu quả khi thị trường tiền tệ phát triển.

1.2. NHTW sẽ lựa chọn và ấn định mức lãi suất tiền gửi tối đa làm mức lãi suất cơ bản nếu như trong nền kinh tế đang xuất hiện cuộc chạy đua về lãi suất giữa TCTD. Lãi suất tiền gửi tối đa sẽ được xác định dựa vào tỷ lệ lạm phát dự tính cộng với lãi thực mà người gửi tiền nhận. NHTW chỉ công bố và kiểm soát lãi suất tiền gửi tối đa, trong khi đó tự do hóa lãi suất cho vay. Có nghĩa là, từ lãi suất cơ bản có thể hình thành nhiều khu vực lãi suất theo quan hệ cung cầu vốn và chi phí, chẳng hạn: khu vực nông thôn lãi suất có thể cao hơn khu vực thành thị, lãi suất cho vay của các TCTD nhỏ có thể cao hơn tổ chức có qui mô lớn... Với cách lựa chọn này sẽ bảo đảm lãi suất thị trường có sự linh hoạt nhất định, tạo ra môi trường cạnh tranh giữa các TCTD.

Tuy nhiên, do NHTW ấn định mức lãi suất tiền gửi tối đa và cho tự do hóa lãi suất cho vay, nên để điều hành lãi suất cho vay một cách hiệu quả thông qua việc khống chế lãi suất tiền gửi tối đa, thì NHTW phải kết hợp hiệu quả giữa điều hành trực tiếp và điều hành gián tiếp. Cụ thể:

NHTW có thể điều chỉnh lãi suất cho vay thông qua trực tiếp nâng hoặc hạ lãi

suất tiền gửi tối đa tương ứng. Chẳng hạn: NHTW muốn hạ thấp mức lãi suất cho vay trên thị trường thì sẽ hạ thấp mức lãi suất tiền gửi tối đa (điều hành bằng mệnh lệnh hành chính).

NHTW cũng có thể điều hành gián tiếp bằng việc sử dụng các công cụ chính sách tiền tệ nhằm tác động vào khối tiền trên thị trường. Chẳng hạn: NHTW mua/bán các giấy tờ có giá ngắn hạn của các TCTD; thông qua “cửa sổ chiết khấu” bằng việc thực hiện tái chiết khấu các giấy tờ có giá với các TCTD. Tuy nhiên, muốn điều hành bằng công cụ gián tiếp một cách hiệu quả thì đòi hỏi các cá nhân phải mở và sử dụng tài khoản một cách phổ biến, qua đó giúp NHTW có thể kiểm soát được tổng phương tiện thanh toán trong nền kinh tế.

Nếu thiếu sự phối hợp hiệu quả của các công cụ gián tiếp, thì việc nâng hay hạ lãi suất huy động tiền gửi tối đa có thể gây ra những tác động nghịch không mong muốn. Chẳng hạn: việc hạ lãi suất huy động tối đa có thể khiến các TCTD khó khăn trong công tác huy động vốn, khi ấy thì vốn tín dụng sẽ trở nên ‘khan hiếm’, lãi suất cho vay sẽ trở nên đắt đỏ hơn...

Có thể thấy rằng, việc lựa chọn lãi suất huy động vốn tối đa làm lãi suất cơ bản phải trên cơ sở có sự phối kết hợp hiệu quả giữa công cụ điều hành trực tiếp và gián tiếp. Nếu chưa hội đủ các điều kiện này thì có thể dẫn tới những bất cập:

i) Các TCTD sẽ nâng lãi suất cho vay nhằm tối đa hóa lợi nhuận, trong khi NHTW sẽ rất khó khống chế xu thế này do NHTW chỉ có thể sử dụng biện pháp giảm lãi suất tiền gửi tối đa, nhưng hiệu lực sẽ rất kém.

ii) Trong điều kiện thị trường vốn chưa phát triển, hoạt động chưa hoàn hảo, cung cầu về vốn luôn bất cập, thì việc các TCTD tăng lãi suất cho vay nhưng khách hàng vẫn phải chấp nhận do thiếu vốn. Nguy cơ tiềm ẩn rủi ro tín dụng sẽ rất cao.

iii) Hình thành nhiều mức lãi suất cao, thấp khác nhau trong nền kinh tế theo cung

cầu vốn, chi phí huy động vốn và cho vay của mỗi TCTD. Điều này có thể là cản trở lớn cho việc thực thi các chính sách hỗ trợ về tín dụng cho những vùng nông thôn, vùng sâu, vùng xa có nhiều khó khăn. Lại càng khó khăn hơn với các quốc gia luôn muốn tạo ra một sự “đồng thuận” trong lãi suất.

1.3. NHTW sẽ ấn định lãi suất cho vay tối đa làm mốc lãi suất cơ bản, nếu như họ muốn bảo vệ lợi ích của các khách hàng đi vay (các doanh nghiệp, tổ chức, cá nhân). Lãi suất cơ bản loại này có thể nhiều hình thức:

- Lãi suất cơ bản là lãi suất trần cho vay.

Lãi suất cơ bản là lãi suất cho vay trung bình của các TCTD trong điều kiện bình thường, đủ bù đắp chi phí, có lợi nhuận được cộng/trừ với một biên độ nhất định để các TCTD hoạt động trong điều kiện khó khăn/thuận lợi hơn so với mức bình thường.

Lãi suất cơ bản là mức lãi suất cho vay tối thiểu đủ bù đắp chi phí và có lợi nhuận cộng thêm biên độ giao động để TCTD ấn định lãi suất tiền gửi và cho vay cụ thể.

Trong các loại lãi suất trên đây, thì lãi suất cơ bản là lãi suất trần cho vay có tính ưu việt hơn, do: (i) tùy theo đặc điểm về qui mô, chi phí khác nhau, cung cầu vốn từng vùng miền khác nhau mà NHTW có thể qui định nhiều mức lãi suất trần cho phù hợp. Các TCTD khi ấy sẽ căn cứ theo lãi suất trần của NHTW để ấn định các mức lãi suất tiền gửi và cho vay cho phù hợp; (ii) giúp NHTW kiểm soát được lãi suất cho vay của TCTD, bảo vệ được lợi ích của người đi vay; (iii) tạo môi trường cạnh tranh lành mạnh giữa các TCTD trong khuôn khổ trần lãi suất, trong khi vẫn bảo đảm được sự an toàn hoạt động của toàn hệ thống. Tuy nhiên, phải có ‘trần’ đủ rộng để đáp ứng được các yêu cầu: lãi suất linh hoạt; tăng cường sự cạnh tranh giữa các TCTD; phản ánh được quan hệ cung – cầu về tín dụng giữa các vùng, miền, nhu cầu khách hàng khác nhau.

1.4. NHTW có thể lựa chọn lãi suất liên ngân hàng mục tiêu làm lãi suất cơ

bản. Để đạt được mong muốn của mình, NHTW sẽ sử dụng các công cụ chính sách tiền tệ để tác động tới nhu cầu vốn của các TCTD, qua đó sẽ gián tiếp điều chỉnh lãi suất cho vay lẫn nhau giữa các TCTD. Từ đó, nó sẽ tạo hiệu ứng tác động làm thay đổi các loại lãi suất trên thị trường.

1.5. NHTW cũng có thể lựa chọn lãi suất LIBOR hoặc SIBOR làm lãi suất cơ bản. Khi đó, các TCTD được cộng theo biên độ giao động do NHTW qui định để ấn định lãi suất cho vay bằng ngoại tệ; hoặc NHTW cũng có thể ấn định lãi suất cơ bản bằng ngoại tệ là trần lãi suất và khống chế các mức lãi suất tiền gửi tối đa bằng ngoại tệ. Đối với các nền kinh tế có mức độ đôla hóa cao, thì việc lựa chọn này là hợp lý nhằm kiểm soát chặt chẽ hoạt động tín dụng bằng ngoại tệ.

2. Kinh nghiệm điều hành lãi suất cơ bản từ NHTW một số nước

2.1. Kinh nghiệm từ Mỹ

Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (FED) điều hành chính sách lãi suất thông qua công cụ lãi suất vốn liên bang mục tiêu (FED Fund Target Rate - FFTR), là loại lãi suất được FED đặt ra với mục tiêu định hướng cho lãi suất vốn liên bang hay lãi suất cho vay bù đắp dự trữ bắt buộc (FED Fund Rate - FFR) thường được quan niệm là loại lãi suất cơ bản. Sau khi công bố FFTR, như là một sự thông báo đối với thị trường, FED sẽ sử dụng các công cụ của chính sách tiền tệ (thị trường mở (OMO), tái chiết khấu...) để điều chỉnh thị trường đi theo đúng định hướng. Theo định kỳ 6 tuần/lần, Hội đồng Thị trường mở Liên bang sẽ nhóm họp để đưa ra các quyết sách về tiền tệ và mục tiêu cho FFR trong tương lai ngắn hạn trên cơ sở xác định FFTR theo Quy tắc Taylor. Để áp dụng Quy tắc này, FED sẽ phải xác định một mức lãi suất thực ngắn hạn dựa trên 3 yếu tố: lạm phát thực tế so với lạm phát mục tiêu; chênh lệch giữa sản lượng thực tế so với sản lượng tiềm năng; mức lãi suất ngắn hạn tại đó nền kinh tế đạt mức toàn dụng nhân công.

Qui tắc Taylor có thể được mô tả theo phương trình sau đây:

$$i_t = \delta_t + r_t^* + \alpha \delta (\delta_t - \delta_t^*) + \alpha y (\overline{y_t} - y_t)$$

Trong đó:

i_t : lãi suất danh nghĩa ngắn hạn mục tiêu

δ_t : tỷ lệ lạm phát thực tế

δ_t^* : tỷ lệ lạm phát mục tiêu của NHTW

r_t^* : lãi suất thực tại điểm cân bằng của thị trường

y_t : logarit của GDP thực

$\overline{y_t}$: logarit của GDP tiềm năng

FFTR có các đặc điểm: (i) chỉ có các TCTD mới bị tác động bởi loại lãi suất này; (ii) loại lãi suất này chỉ mang tính mục tiêu và FED phải can thiệp để đạt cho được mục tiêu đã công bố thông qua sử dụng các công cụ OMO (FED mua bán các giấy tờ có giá trên OMO với các định chế tài chính), tái chiết khấu (FED xây dựng lãi suất tái chiết khấu, 2 tuần công bố 1 lần. Thường loại lãi suất này diễn biến cùng chiều với FFTR và mang ý nghĩa thông báo tình hình biến động của FFR).

Vấn đề là FFTR tác động thế nào đến lãi suất thị trường? Câu trả lời cho vấn đề chính là sự khẳng định tầm quan trọng của nó đối với nền kinh tế. Có thể khẳng định rằng FFTR đóng một vai trò rất to lớn đối với nền kinh tế Mỹ, nó chính là kim chỉ nam cho FFR và với mỗi một sự thay đổi, cho dù là nhỏ nhất của FFR, cũng tạo sự tác động mạnh mẽ tới các loại lãi suất khác trên thị trường và từ đó tác động tới các biến số kinh tế vĩ mô.

Có thể khái quát cơ chế tác động như sau: các TCTD Mỹ phải mở tài khoản thanh toán với FED và phải duy trì một lượng tiền nhất định (trên tổng tiền gửi không kỳ hạn) trên tài khoản này (FED Fund FF). Số tiền duy trì trên FF ít nhất phải bằng tỷ lệ dự trữ bắt buộc (Rd). Vì tiền gửi trên FF không được trả lãi, nên các TCTD thường duy trì chúng ở sát mức dự trữ bắt buộc. Khi một TCTD có

nguy cơ không đảm bảo được Rd, thì phải vay trên thị trường liên ngân hàng lượng FF dư thừa của các TCTD khác với lãi suất FFR. Nếu vì lý do nào đó mà cung không đủ cầu và FFR có nguy cơ vượt FFTR, thì FED (tại Newyork) sẽ can thiệp ngay lập tức qua OMO, bằng việc mua lại các trái phiếu chính phủ để bơm thêm FF vào hệ thống ngân hàng. Việc mua lại các trái phiếu với mức tái chiết khấu đúng bằng FFTR đã được công bố, nên sẽ không có TCTD nào lại đi vay trên thị trường liên ngân hàng với mức lãi suất cao hơn FFTR để duy trì Rd cả! Như vậy, FFR là lãi suất trần trên thị trường liên ngân hàng nếu các TCTD tham gia vào thị trường này chỉ để đảm bảo tỷ lệ Rd. Bên cạnh nhu cầu đảm bảo duy trì FF, các TCTD cũng có nhu cầu quản lý thanh khoản. Khi các TCTD có nhu cầu thanh khoản, họ có thể được đáp ứng từ các nguồn: cửa sổ chiết khấu của FED hoặc từ thị trường liên ngân hàng. Về cơ bản, FED ấn định lãi suất cho vay tái chiết khấu thường cao hơn FFTR khoảng 0,5% – 1%. Với mức lãi suất như vậy sẽ bảo đảm FED thực hiện tốt chức trách “người cho vay cuối cùng” Còn nếu các TCTD vay trên thị trường liên ngân hàng thì lãi suất là sự thỏa thuận 2 bên và lãi suất trung bình trên thị trường này hàng ngày sẽ được 16 NHTM lớn nhất nước Mỹ báo cáo cho BBA (British Banker Association) để tổ chức này tính lãi suất liên ngân hàng cho ngày hôm đó rồi công bố trên thị trường tài chính với tên gọi LIBOR (tên đầy đủ là USD LIBOR Fixing). Về nguyên lý thì LIBOR cho thị trường liên ngân hàng của Mỹ phải thấp hơn lãi suất tái chiết khấu của FED (vì nếu cao hơn thì các TCTD sẽ quay về cửa sổ của FED). Nhưng trên thực tế thì các TCTD thường né tránh vay từ cửa sổ của FED, vì không muốn bị mang tiếng xấu về thanh khoản và rủi ro tín dụng. Bởi vậy, trong các giai đoạn khủng hoảng thì LIBOR cao hơn lãi suất tái chiết khấu, nhưng nhìn chung thì loại lãi suất này thường là thấp hơn lãi suất tái chiết khấu và vì thế có thể coi DR là lãi suất trần của

LIBOR trên thị trường liên ngân hàng. Ngược lại, LIBOR thường cao hơn FFR, vì các NHTM khi cho vay lẫn nhau trên thị trường liên ngân hàng luôn tính đến rủi ro tín dụng khi đối tác của mình không trả được nợ. Chính khoản chênh lệch giữa LIBOR và FFR là phần bù rủi ro tín dụng mà các NHTM cộng thêm vào khi cho các NHTM khác vay để xử lý khó khăn tạm thời về thanh khoản. Nhưng khi cho vay FF (sẽ được giữ trên tài khoản tại FED các NHTM sẽ không phải lo lắng về nguy cơ rủi ro tín dụng, bởi vì các đối tác không được rút FF về cho các mục đích thanh khoản, nên kể cả khi phía đối tác bị phá sản thì số tiền cho vay dưới dạng FF cũng không bị mất. Điều này có nghĩa là FFR là lãi suất sàn cho LIBOR trên thị trường liên ngân hàng.

FFTR tác động thế nào đến nền kinh tế? Khi FED đưa ra quyết định đối với FFTR thì quyết định này sẽ tác động lên DR và bằng các công cụ thị trường mở để tác động tới FFR cũng như nền kinh tế. Chẳng hạn: nếu FED giảm FFTR sẽ khiến nền kinh tế phát triển nhanh hơn, nhưng nếu tăng FFTR sẽ làm nền kinh tế phát triển chậm lại.

Trong giai đoạn khủng hoảng tài chính năm 2007, FED đưa ra 2 công cụ điều hành tiền tệ mới là TAF (Term Auction Facility) và TSLF (Term Securities Lending Facility), với kỳ vọng cho phép các TCTD lớn được phép dùng các loại trái phiếu thương mại để vay tiền hoặc trao đổi trái phiếu thương mại lấy trái phiếu chính phủ từ FED. Nhưng mục đích chính là để ổn định tính thanh khoản trong hệ thống tài chính và bảo vệ FFR và DR trên thị trường liên ngân hàng khi hệ thống tài chính bị khủng hoảng.

2.2. Kinh nghiệm của Trung Quốc

Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc (PBC) sử dụng 2 loại lãi suất chính là lãi suất cho vay 1 năm đối với các TCTD và lãi suất tiền gửi 1 năm của các TCTD tại PBC làm công cụ chính trong điều hành chính sách tiền tệ của mình và chúng được coi là loại lãi suất cơ bản. Tuy nhiên, đối với nước này thì để

điều chỉnh lãi suất cơ bản phải được sự chấp thuận của Nhà nước. Chính sự phụ thuộc này nên lãi suất cơ bản do PBC công bố kém tính linh hoạt, không sát với diễn biến cung - cầu thực của thị trường. Để giảm thiểu những bất cập này, PBC áp dụng lãi suất cơ bản có cộng/trừ thêm một biên độ nhất định tùy theo diễn biến thực của nền kinh tế. Trong thực tiễn điều hành chính sách tiền tệ tại nước này cho thấy rằng lãi suất cơ bản có vai trò và vị trí rất quan trọng: một sự thay đổi nhỏ trong lãi suất cơ bản do PBC công bố sẽ có tác động mạnh tới các loại lãi suất khác trên thị trường và cuối cùng tác động sâu sắc tới các biến số kinh tế vĩ mô. Theo qui định của PBC từ năm 2004, thì các NHTM và Quỹ tín dụng hợp tác đô thị sẽ áp dụng trần lãi suất cho vay là 170% và Quỹ tín dụng nông thôn là 200% lãi suất cơ bản; trong khi đó, sàn lãi suất cho vay sẽ được áp dụng chung cho tất cả các TCTD ở mức bằng 90% so lãi suất cơ bản. Từ tháng 10-2004 đến nay, trần lãi suất cho vay áp dụng với các NHTM và Quỹ tín dụng đô thị được bãi bỏ và các Quỹ tín dụng nông thôn tăng lên không quá 230%, nhưng đối với sàn lãi suất cho vay vẫn được giữ nguyên ở mức 90% cho tất cả các TCTD.

Các kết quả nghiên cứu thực tiễn cho thấy rằng: giữa lãi suất cho vay 1 năm của PBC (lãi suất cơ bản) và lãi suất liên ngân hàng diễn biến luôn theo nhau, cụ thể: khi lãi suất cơ bản tăng 100 điểm thì lãi suất liên ngân hàng bình quân tăng 75 điểm; trong khi đó, giữa lãi suất tiền gửi 1 năm của TCTD tại PBC luôn diễn biến ngược chiều với lãi suất liên ngân hàng, cụ thể: lãi suất tiền gửi 1 năm tăng 100 điểm sẽ làm lãi suất liên ngân hàng bình quân giảm 43 điểm.

Sử dụng công cụ lãi suất cơ bản giúp Trung Quốc thực thi hiệu quả chính sách tiền tệ nhằm kiểm soát lạm phát, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế cao trong những năm qua. Trong suốt giai đoạn 2003 - 2008, vai trò của lãi suất cơ bản luôn phát huy hiệu quả tích cực trong việc kiểm soát lạm phát,

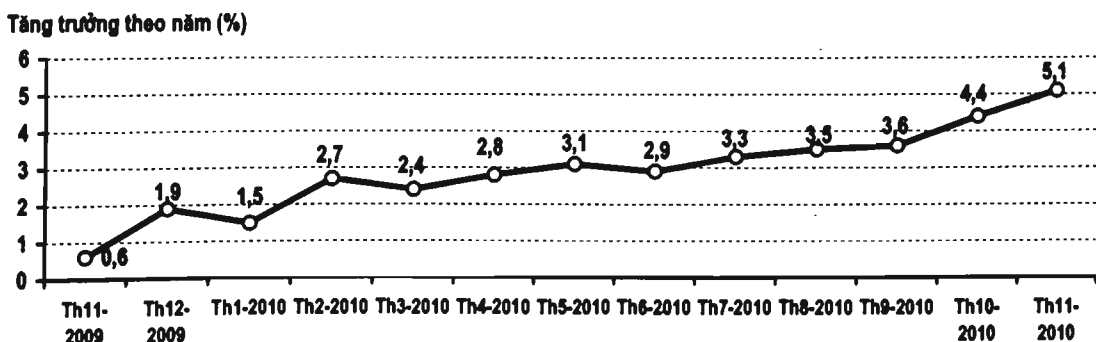
thúc đẩy tăng trưởng kinh tế cao của nước này. Cụ thể: kể từ sau năm 2004, áp lực lạm phát luôn gia tăng và để ứng phó, bên cạnh việc sử dụng các công cụ tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc, PBC thực hiện tăng lãi suất cơ bản, tạo tín hiệu thắt chặt chính sách tiền tệ đối với nền kinh tế. Trong năm 2007, đối phó với cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, PBC 6 lần tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc và 6 lần tăng lãi suất cơ bản (tháng 3 tăng 0,27%, tháng 5 tăng 0,18%, tháng 7 tăng 0,27%, tháng 8 tăng 0,18%, tháng 9 tăng 0,27%, tháng 12 tăng 0,18%). Nhờ vậy mà mặc dù cung tiền của nước này tăng mạnh (18,5% M2, tăng 2,5% so mục tiêu đặt ra cho cả năm), nhưng lạm phát vẫn duy trì ở mức 4,8%, trong khi tăng trưởng GDP đạt kỷ lục 13%. Đây rõ ràng là kết quả điều hành chính sách tiền tệ rất hiệu quả của PBC. Tuy nhiên, từ cuối năm 2008, trước những tác động bất lợi của khủng hoảng tài chính toàn cầu, tốc độ tăng trưởng kinh tế Trung Quốc có chiều hướng suy giảm.

Nhằm đối phó với cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu và đưa đất nước thoát khỏi suy thoái kinh tế, cuối năm 2008, PBC đã điều chỉnh chính sách tiền tệ từ "siết chặt" sang "nới lỏng vừa phải" và triển khai gói kích thích kinh tế trị giá 4 nghìn tỷ Nhân dân tệ (CNY) (tương đương khoảng 585 tỷ USD). PBC đã giảm lãi suất cho vay 1 năm từ mức 7,47%/năm xuống còn 7,2%/năm, được áp dụng từ ngày 15-9-2008. Tuy nhiên, sự cắt giảm lãi suất cho vay nhỏ hơn đối với

các khoản vay có thời hạn dài, điển hình là lãi suất cho vay 6 tháng của PBC giảm 0,36 điểm phần trăm so với 0,18 điểm phần trăm cho khoản vay từ 3 đến 5 năm và 0,09 điểm phần trăm cho những khoản vay trên 5 năm. Đây được xem là động thái kịp thời của PBC để tránh bất kỳ sự bất ổn nào của thị trường và hỗ trợ các tổ chức tài chính, các doanh nghiệp nhỏ và vừa tránh khỏi nguy cơ sụp đổ do tác động của khủng hoảng tài chính toàn cầu. Đồng thời, ngày 29-10-2008, PBC cũng quyết định cắt giảm lãi suất tiền gửi và cho vay 1 năm, theo đó, lãi suất tiền gửi 1 năm giảm từ 3,87%/năm xuống còn 3,6%/năm và lãi suất cho vay 1 năm giảm từ 6,93%/năm xuống còn 6,66%/năm. Tuy nhiên, khác với việc cắt giảm của lãi suất cho vay, sự cắt giảm của lãi suất tiền gửi đối với các loại tiền gửi kỳ hạn giảm lớn hơn, cụ thể: lãi suất đối với những khoản tiền gửi có kỳ hạn dưới 5 năm giảm 0,36 điểm phần trăm, trong khi đó, đối với những khoản tiền gửi có kỳ hạn trên 5 năm giảm 0,45 điểm phần trăm. Chính sự thay đổi này giúp kiểm soát tốt lạm phát, duy trì tỷ lệ lạm phát cả năm 2008 của Trung Quốc ở mức 5,9%, trong khi vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng kinh tế của năm ở mức 9%.

Trong năm 2009, PBC tiếp tục thực thi chính sách tiền tệ nới lỏng, "bơm" tổng cộng 9,6 nghìn tỷ CNY cho nền kinh tế dưới dạng các khoản vay mới, tăng gần gấp đôi so với năm trước đó, nhờ đó các chỉ số kinh tế vĩ mô tiếp tục được duy trì ở mức độ lành mạnh tích cực trong suốt cả năm này.

HÌNH 1: Xu hướng chỉ số giá tiêu dùng



Nguồn: Tổng cục Thống kê nước Cộng hòa nhân dân Trung Hoa.

Tuy nhiên, bước sang năm 2010, Trung Quốc phải đối mặt với những khó khăn thách thức mới: lạm phát tăng cao và bong bóng bất động sản. Để ứng phó hiệu quả trước những thách thức này, bên cạnh thực thi chính sách nâng giá CNY, PBC đã tăng lãi suất cơ bản nhằm làm nguội bớt sự phát triển quá nóng của thị trường bất động sản, kiểm soát lạm phát.

3. Thực tiễn và những vấn đề đặt ra trong sử dụng lãi suất cơ bản tại Việt Nam

Bắt đầu từ tháng 8-2000, NHNN đã chuyển hướng từ điều hành lãi suất thông qua qui định trần và sàn sang điều hành thông qua lãi suất cơ bản đối với VND, theo đó: (i) NHNN công bố lãi suất cơ bản trên cơ sở tham khảo mức lãi suất cho vay thương mại đối với khách hàng tốt nhất của nhóm các TCTD được lựa chọn theo quyết định của Thống đốc trong từng thời kỳ; (ii) các NHTM chuyển từ áp dụng trần lãi suất cho vay sang cho vay theo lãi suất cơ bản cộng biên độ (cho vay ngắn hạn là 0,3%/tháng, cho vay trung dài hạn là 0,5%/tháng); (iii) danh sách các TCTD được lựa chọn để cung cấp thông tin tham khảo cho NHNN trong việc xác định mức lãi suất cơ bản ban đầu gồm 15 tổ chức, trong đó có 4 NHTM nhà nước, 5 NHTM cổ phần đô thị, 2 NHTM cổ phần nông thôn, 2 ngân hàng liên doanh và 2 chi nhánh ngân hàng nước ngoài tại Việt Nam. Thực tế diễn biến cho thấy rằng, kể từ khi áp dụng lãi suất cơ bản trong điều hành lãi suất của NHNN cho đến giữa năm 2002, lãi suất cho vay của các TCTD luôn thấp hơn giới hạn biên độ cho phép.

Ngày 30-5-2002, NHNN ban hành Quyết định số 546/QĐ-NHNN, theo đó, không áp dụng lãi suất cơ bản cộng biên độ, mà cho phép các TCTD áp dụng lãi suất thỏa thuận với khách hàng bằng VND trên cơ sở cung cầu thị trường, NHNN vẫn công bố lãi suất cơ bản, nhưng nó chỉ đóng vai trò tham khảo định hướng đối với các mức lãi suất thị trường. Thực chất thì các TCTD đã được tự

do hóa lãi suất, kể cả huy động và cho vay. Tuy nhiên kể từ đó, lãi suất thị trường có xu hướng gia tăng dần, các cuộc chạy đua tăng lãi suất huy động trong một số thời kỳ diễn biến phức tạp, khó kiểm soát, tín dụng tăng trưởng khá nóng, tiềm ẩn nguy cơ rủi ro tín dụng là rất cao. Bắt đầu từ năm 2008, dưới áp lực của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, buộc NHNN phải áp dụng chính sách thắt chặt tiền tệ (tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc) để chống lạm phát, khiến các TCTD phải liên tục tăng lãi suất huy động, hệ quả tất yếu là cuộc chạy đua tăng lãi suất huy động tiếp tục diễn biến phức tạp. Lãi suất huy động tăng khiến lãi suất cho vay cũng tăng mạnh (có thời điểm lãi suất cho vay cộng thêm các khoản phí lên tới 23% – 24%/năm). Để kiềm chế tăng trưởng tín dụng nóng, giảm bớt cung tiền trong lưu thông, NHNN đã quay lại thực hiện cơ chế điều hành lãi suất cơ bản giống thời kỳ đầu những năm 2000 theo hướng thắt chặt tiền tệ bằng quyết định số 16/QĐ-NHNN (ngày 16-5-2008), theo đó, lãi suất kinh doanh của các TCTD không được vượt quá 150% so với lãi suất cơ bản do NHNN công bố. Để xác định mức lãi suất cơ bản phù hợp hơn với thực tế, NHNN công bố danh sách 25 TCTD cung cấp thông tin cho NHNN, bao gồm 20 NHTM cổ phần, 2 ngân hàng liên doanh và 3 ngân hàng 100% vốn nước ngoài tại Việt Nam. Với quyết định này thì gần như ngay lập tức thị trường tiền tệ được thiết lập lại trật tự: lãi suất huy động và cho vay được ổn định. Để ứng phó với các tác động bất lợi của lạm phát trên toàn cầu, trong năm 2008, NHNN đã liên tục tăng lãi suất cơ bản và mốc cao nhất lên tới 14%/năm. Bên cạnh đó, lãi suất tái cấp vốn và tái chiết khấu cũng liên tục tăng cao (tới 15%/năm với lãi suất tái chiết khấu và 13%/năm với lãi suất tái chiết khấu). Tuy nhiên, vào những tháng cuối năm 2008, kinh tế toàn cầu bắt đầu có dấu hiệu suy thoái mạnh, để ứng phó, NHNN đã có động thái điều chỉnh giảm lãi suất. Các mức lãi suất vào ngày 1-2-2009 như sau: lãi suất cơ bản là 7%/năm; lãi suất

tái cấp vốn là 8%/năm; lãi suất tái chiết khấu là 6%/năm. Tuy nhiên, đến những tháng cuối năm 2009 và đầu năm 2010, nguy cơ tiềm ẩn lạm phát lại hiện hữu và để ứng phó thì NHNN tiếp tục tăng dần các loại lãi suất, cụ thể: lãi suất cơ bản ở mức 8%/năm; lãi suất tái cấp vốn: 8%/năm; lãi suất tái chiết khấu: 6%/năm.

Ngày 26-2-2010, NHNN ban hành Thông tư số 07/2010/TT-NHNN, theo đó, cho phép các TCTD được áp dụng cơ chế lãi suất thỏa thuận với khách hàng trong cho vay trung, dài hạn nhằm đáp ứng nhu cầu vốn cho sản xuất kinh doanh và đầu tư phát triển. Cơ chế này cũng được áp dụng trong cho vay cá nhân và hộ gia đình. Thông tư trên cho phép lãi suất được điều chỉnh theo thị trường, nằm trong lộ trình từng bước tự do hóa lãi suất một cách thận trọng.

Tại kỳ họp thứ 7 khóa XII ngày 16-6-2010, Quốc hội đã thông qua Luật Ngân hàng nhà nước sửa đổi, có hiệu lực thi hành bắt đầu từ ngày 1-1-2011, trong đó tại Điều 12 có qui định: 1) NHNN công bố lãi suất tái cấp vốn, lãi suất cơ bản và các loại lãi suất khác để điều hành chính sách tiền tệ, chống cho vay nặng lãi; 2) trong trường hợp thị trường tiền tệ có diễn biến bất thường, NHNN qui 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.

Như vậy, với qui định mang tính chất pháp lý cao nhất này thì điều hành chính sách lãi suất của NHNN sẽ trên cơ sở lãi suất cơ bản, bên cạnh việc sử dụng đồng bộ với các công cụ khác.

Tại Hội nghị triển khai nhiệm vụ ngân hàng năm 2011, Thống đốc NHNN đã có ý kiến chỉ đạo các đơn vị trong toàn ngành tập trung vào các nhiệm vụ:

(i). Tiếp tục hoàn thiện cơ chế điều hành các mức lãi suất chính sách (chủ đạo) của NHNN, trong đó, lãi suất nghiệp vụ thị trường mở đóng vai trò chủ chốt để điều tiết lãi suất thị trường tiền tệ, lãi suất tái cấp vốn được điều chỉnh sát với lãi suất thị

trường để phục vụ cho tái cấp vốn, đảm bảo khả năng thanh khoản của các TCTD, áp dụng mức lãi suất tái cấp vốn thấp hơn đối với một số lĩnh vực tín dụng phù hợp với chỉ đạo của Chính phủ.

(ii). Lãi suất cơ bản được qui định theo hướng là công cụ quản lý nhà nước, làm căn cứ để các cơ quan chức năng xử lý việc cho vay nặng lãi theo các bộ luật có liên quan.

(iii). Trong trường hợp lãi suất kinh doanh của TCTD biến động bất thường, nguy cơ bị rủi ro kinh doanh, làm thị trường tiền tệ mất ổn định, NHNN sẽ qui định cơ chế điều hành lãi suất áp dụng trong hoạt động kinh doanh của TCTD, các quan hệ tín dụng khác.

(iv). Đối với việc quản lý, giám sát thực hiện mức lãi suất huy động vốn tối đa bằng VND 14%/năm.

Có thể nói rằng, việc sử dụng công cụ lãi suất cơ bản trong điều hành chính sách lãi suất của NHNN những năm qua đã đạt được những kết quả rất quan trọng, thể hiện ở những góc độ chính sau đây:

Thứ nhất, lãi suất cơ bản mà NHNN đang áp dụng về căn bản là phù hợp với điều kiện hiện nay của Việt Nam đặt trong lộ trình tự do hóa lãi suất. Đặc biệt là trong những điều kiện nền kinh tế đối mặt với khủng hoảng nghiêm trọng do sự tác động từ bên ngoài, thì thông qua điều chỉnh lãi suất cơ bản kết hợp chặt chẽ với việc vận dụng linh hoạt các công cụ chính sách khác như dự trữ bắt buộc, lãi suất tái cấp vốn, tái chiết khấu, thị trường mở, kể cả công cụ mang tính chất qui định hành chính, sự ổn định của thị trường tài chính Việt Nam đã nhanh chóng được thiết lập.

Thứ hai, lãi suất cơ bản phân nào đã thể hiện được là một công cụ tạo tín hiệu cho nền kinh tế. Hoạt động điều hành của NHTW về cơ bản phải trên cơ sở tạo ra các “thông điệp” cho nền kinh tế, trong đó phải tỏ rõ quan điểm về chính sách kinh tế của mình, qua đó, hướng các định chế tài chính hoạt động theo các mục tiêu mà NHTW

mong muốn. Nếu xét trên góc độ như vậy thì những năm qua, NHNN đã và đang tiếp tục làm tốt vai trò này thông qua công cụ lãi suất cơ bản.

Bên cạnh những kết quả trên đây, công cụ lãi suất cơ bản vẫn còn một số hạn chế, bất cập, cần có sự điều chỉnh:

Thứ nhất, ít nhiều vẫn còn có sự “lỗi nhịp” so với thị trường. Có một số giai đoạn, lạm phát của nền kinh tế đã “hạ nhiệt”, song lãi suất cơ bản không được điều chỉnh kịp thời, thậm chí còn tăng lên. Chẳng hạn những tháng đầu năm 2008, lãi suất cơ bản lúc đầu được ấn định ở mức 8,25%/năm, sau đó tăng lên 8,75%/năm và đến trung tuần tháng 5, khi lạm phát đạt mức 15,69% thì lãi suất cơ bản tăng vọt lên 12%/năm. Sang tháng 6, khi lạm phát đã “hạ nhiệt” mạnh so với tháng 5 (2,14% so với 3,91%) nhưng lãi suất cơ bản vẫn tiếp tục được đẩy thêm lên mức 14%/năm kể từ ngày 11-6-2008.

Thứ hai, điều hành lãi suất có xu hướng bị “hành chính hóa”. Trong thực tế, có một số giai đoạn lãi suất cơ bản đóng vai trò khá mờ nhạt, thậm chí có vẻ còn bị lạc lõng, biến động trái chiều so với lãi suất kinh doanh của các TCTD. Điều này khiến cho lãi suất cơ bản không có vai trò đối với thị trường.

Điều này đã thu hút khá nhiều ý kiến tranh luận về xem xét lại cách xác định lãi suất cơ bản của các chuyên gia kinh tế trong nước. Rõ ràng là điều hành lãi suất cơ bản rất cần có một sự linh hoạt, muốn vậy phải luôn bám sát diễn biến của thị trường, mà tốt nhất phải tăng cường công tác dự báo nhằm lường trước những bất cập có thể diễn biến trong tương lai để NHNN có những giải pháp ứng phó chủ động và hiệu quả./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. The Monetary Transmission Mechanism: Some Answer and Further Question. Kenneth N. Kuttner and Patricia C. Mosser.
2. The Federal Reserve and Monetary Policy. The Fed in the 21 st Century Conference
3. Financial Turmoil and the Economy – Federal Reserve Bank of San Francisco Annual Report 2008
4. Instruments of monetary policy in China and their effectiveness: 1994 – 2006 – Michael Geiger
5. China Macroeconomy and Monetary Policy – Dr. Yi Gang Deputy Governor, The People’s Bank of China.
6. An Huy: Mười con số đáng nhớ về kinh tế Trung Quốc – Vneconomy.vn, ngày 17-1-2011.
7. Luật Ngân hàng nhà nước và Luật các Tổ chức tín dụng (2010). Nxb Chính trị - Hành chính.
8. Website NHNN Việt Nam.