

# Thị trường tiền tệ Việt Nam: lý luận và thực tiễn

TÔ ÁNH DƯƠNG

*Th*oàn thiện và phát triển thị trường tiền tệ là yêu cầu cấp bách trong bối cảnh tái cấu trúc thị trường tài chính nói riêng và tái cơ cấu nền kinh tế Việt Nam nói chung. Bài viết phân tích những vấn đề lý luận cơ bản về thị trường tiền tệ, làm rõ thực trạng và những vấn đề đặt ra của thị trường tiền tệ Việt Nam hiện nay và đề xuất một số giải pháp nhằm tiếp tục phát triển thị trường tiền tệ trong bối cảnh tái cấu trúc nền kinh tế.

## 1. Những vấn đề cơ bản về thị trường tiền tệ

### 1.1. Khái niệm thị trường tiền tệ

Theo cuốn từ điển chuyên ngành McGraw Hill Dictionary of Modern Economics: “Thị trường tiền tệ là thuật ngữ dùng để chỉ nơi các tổ chức tài chính thực hiện việc mua, bán và chuyển giao những công cụ tín dụng ngắn hạn. Thị trường tiền tệ liên quan chủ yếu đến nhu cầu kinh doanh về vốn lưu động, vay mượn của các cá nhân, trách nhiệm nợ ngắn hạn của chính phủ và bao gồm toàn bộ cơ chế truyền dẫn vốn ngắn hạn. Thị trường tiền tệ được phân biệt với thị trường vốn hay thị trường dài hạn là thị trường chỉ dành cho việc mua bán các trái phiếu, cổ phiếu công ty, và tín dụng thế chấp”.

Cùng với quá trình tự do hóa kinh tế - tài chính, gia tăng các hoạt động đổi mới tài chính và công nghệ thông tin - truyền thông, các bộ phận của thị trường tài chính ngày càng đan xen nhau chặt chẽ, ranh giới giữa thị trường tiền tệ và thị trường chứng khoán truyền thống trong một nước hay giữa thị trường vốn nội địa với thị trường vốn quốc tế đang bị mờ dần. Bởi vậy, Luật Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2010) quy định “Thị trường tiền tệ là nơi giao dịch ngắn hạn về vốn”.

### 1.2. Cấu trúc và phân loại thị trường tiền tệ

Cấu trúc của thị trường tiền tệ được phân theo một số tiêu thức chủ yếu sau: (i) căn cứ vào giao dịch là phát hành lần đầu hay mua, bán lại các các công cụ tài chính; (ii) căn cứ

vào tính chất của các công cụ nợ (giấy tờ có giá); (iii) căn cứ vào hình thức tổ chức thị trường; (iv) căn cứ vào tính chất các giao dịch trên thị trường; và (v) căn cứ vào đồng tiền giao dịch. Ngoài ra còn có những cách phân loại khác, tuy nhiên cần lưu ý rằng mỗi cách phân loại chỉ mang tính chất tương đối do có sự đan xen và quan hệ mật thiết giữa các bộ phận của thị trường tiền tệ.

### 1.3. Vai trò, chức năng của thị trường tiền tệ trong thị trường tài chính

Thị trường tiền tệ có những vai trò, chức năng chủ yếu sau:

(i) Thực hiện phân bổ có hiệu quả các nguồn lực của xã hội. Đảm bảo cân đối, điều hòa khả năng chi trả giữa các ngân hàng và là thị trường mà ngân hàng trung ương có thể sử dụng để điều hành chính sách tiền tệ thông qua các công cụ của mình để thực hiện “bơm” hoặc “hút” tiền nhằm thực hiện mục tiêu của chính sách tiền tệ;

(ii) Lãi suất hình thành trên thị trường tiền tệ được coi là lãi suất tham chiếu cho nền kinh tế. Như vậy, nếu ngân hàng trung ương kiểm soát được lãi suất thị trường tiền tệ thì có thể định hướng và kiểm soát được các mức lãi suất khác của nền kinh tế.

### 1.4. Đặc trưng của thị trường tiền tệ

Thị trường tiền tệ có những đặc trưng sau: (i) thị trường tiền tệ chủ yếu là thị trường bán buôn; (ii) thị trường tiền tệ diễn ra chủ yếu thông qua hoạt động của hệ thống ngân

Tô Ánh Dương, TS., Viện Kinh tế Việt Nam.

hàng, vì thế các ngân hàng là chủ thể quan trọng nhất trong việc cung cấp và sử dụng vốn ngắn hạn; (iii) thời hạn giao dịch trên thị trường tiền tệ thường ngắn, từ qua đêm cho đến dưới 1 năm, trong đó thời hạn giao dịch dưới 3 tháng là chủ yếu; (iv) thị trường tiền tệ là một thị trường phi tập trung, sôi động và mang tính toàn cầu và (v) thị trường tiền tệ linh hoạt (tính “lỏng” cao) và nhạy cảm.

**1.5. Các chủ thể tham gia thị trường tiền tệ và các công cụ tài chính giao dịch trên thị trường tiền tệ**

Các thành viên tham gia thị trường tiền tệ bao gồm Chính phủ, ngân hàng trung ương, chính quyền trung ương, các tổ chức tín dụng, các nhà kinh doanh chuyên nghiệp, các nhà môi giới và các thành viên khác.

Các công cụ tài chính giao dịch trên thị trường tiền tệ bao gồm: (i) các công cụ nợ của Chính phủ (trái phiếu, tín phiếu kho bạc): là công cụ nợ do Chính phủ phát hành nhằm bổ sung nguồn thu của ngân sách nhà nước và tạo công cụ cho thị trường; (ii) tín phiếu ngân hàng trung ương: là công cụ nợ do ngân hàng trung ương phát hành nhằm thực hiện mục tiêu của chính sách tiền tệ; (iii) trái phiếu chính quyền địa phương: là giấy nhận nợ dài hạn do chính quyền địa phương phát hành. Thông thường, trái phiếu chính quyền địa phương khác với trái phiếu chính phủ về các điều kiện ưu đãi về thuế thu nhập và thường do các chính quyền địa phương lớn phát hành; (iv) các hợp đồng mua lại (Repurchase Agreements – Repos): là giao dịch bán giấy tờ có giá kèm theo cam kết mua lại vào một thời điểm nào đó trong tương lai; (v) chứng chỉ tiền gửi (Negotiable Certificates of Deposit – CD): là giấy nhận nợ của ngân hàng hay các định chế tài chính phi ngân hàng phát hành, xác nhận một món tiền gửi vào ngân hàng trong một kỳ hạn và lãi suất nhất định. Chứng chỉ tiền gửi có thể

chuyển nhượng được sử dụng khá phổ biến trên thị trường tiền tệ do nhà đầu tư có thể dễ dàng chuyển đổi thành tiền khi cần thiết mà không phải rút tiền trước hạn; (vi) thương phiếu (Commercial Paper – CP): là công cụ nợ do doanh nghiệp phát hành nhằm tài trợ cho hoạt động thương mại hoặc huy động vốn ngắn hạn cho doanh nghiệp; (vii) chấp phiếu ngân hàng (Banker's Acceptances – BA): là thương phiếu có kỳ hạn được ngân hàng chấp nhận thanh toán vô điều kiện cho người thụ hưởng tại thời điểm đáo hạn. Thực chất, chấp phiếu ngân hàng là giấy tờ có giá ngắn hạn được ngân hàng cam kết bảo lãnh thanh toán. Chấp phiếu ngân hàng đặc biệt có ý nghĩa quan trọng trong việc thúc đẩy các thương mại quốc tế.

**1.6. Các điều kiện cho sự ổn định và phát triển của thị trường tiền tệ**

Các điều kiện cho sự ổn định và phát triển của thị trường tiền tệ bao gồm:

*Thứ nhất*, các chủ thể chính tham gia thị trường tiền tệ như các ngân hàng và các tổ chức tài chính khác phải hoạt động trên cơ sở cạnh tranh thương mại. *Thứ hai*, ngân hàng trung ương phải chuyển từ những biện pháp can thiệp trực tiếp sang các biện pháp can thiệp gián tiếp khi thực thi chính sách tiền tệ. *Thứ ba*, Chính phủ phải có một cơ chế quản lý tiền ngân sách một cách hữu hiệu, theo đó trao cho ngân hàng trung ương quyền tự quyết lớn hơn trong việc thực hiện mục tiêu chính sách tiền tệ. Sự không phối hợp tốt giữa chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ sẽ làm triệt tiêu mục đích của từng chính sách. *Thứ tư*, sự hoạt động suôn sẻ của các chủ thể tham gia thị trường tiền tệ phải được dựa trên cơ sở niềm tin hợp lý. *Thứ năm*, Nhà nước đóng một vai trò then chốt trong việc điều tiết thị trường để giảm thiểu những rủi ro có tính hệ thống. Duy trì sự ổn định của thị trường tiền tệ cần thiết lập một khung khổ giám sát từ xa hiệu quả.

quản lý được những rủi ro tiềm ẩn trong hệ thống.

### **1.7. Vai trò của ngân hàng trung ương đối với thị trường tiền tệ**

Nội dung kiểm soát thị trường tiền tệ của ngân hàng trung ương thể hiện ở những khía cạnh sau:

- Xây dựng và thực thi chính sách tiền tệ linh hoạt, hiệu quả và phù hợp với đặc điểm kinh tế của mỗi quốc gia: thị trường tiền tệ đóng vai trò chuyển tải những tác động của chính sách tiền tệ tới các mục tiêu cuối cùng. Vì vậy, ngân hàng trung ương phải căn cứ vào đặc điểm của nền kinh tế, mức độ phát triển của thị trường tài chính - tiền tệ và định hướng điều hành kinh tế của Chính phủ trong từng thời kỳ để xây dựng và áp dụng một mô hình kiểm soát tiền tệ phù hợp với quốc gia của mình. Hiện nay trên thế giới có ba mô hình đang được áp dụng để điều hành chính sách tiền tệ, đó là: (i) sử dụng các công cụ điều hành trực tiếp; (ii) sử dụng các công cụ điều hành gián tiếp; và (iii) kết hợp sử dụng cả công cụ điều hành trực tiếp và điều hành gián tiếp. Ngân hàng trung ương phải căn cứ vào đặc điểm của nền kinh tế, mức độ phát triển của thị trường tài chính - tiền tệ và định hướng điều hành kinh tế của Chính phủ trong từng thời kỳ để xây dựng và áp dụng mô hình kiểm soát tiền tệ phù hợp với quốc gia của mình.

- Kiểm tra, giám sát hoạt động của thị trường tiền tệ: căn cứ vào các quy định đã ban hành, ngân hàng trung ương thực hiện việc giám sát hoạt động của các thành viên tham gia thị trường và có những biện pháp xử lý kịp thời đối với các thành viên vi phạm những quy định của ngân hàng trung ương.

Thu thập, phân tích và dự báo các thông tin của thị trường để phục vụ cho điều hành chính sách tiền tệ và kiểm soát thị trường: để nắm bắt được thực trạng hoạt động của thị trường nhằm đưa ra các

quyết định can thiệp và bình ổn thị trường đòi hỏi ngân hàng trung ương phải tiến hành thu thập, phân tích thông tin của thị trường cập nhật và đưa ra các dự báo về diễn biến của thị trường tiền tệ trong tương lai.

## **2. Thị trường tiền tệ Việt Nam: thực trạng và những vấn đề đặt ra**

### **2.1. Thị trường giao dịch giữa hệ thống ngân hàng thương mại với nền kinh tế (thị trường I)**

Huy động và cho vay của ngân hàng phản ánh năng lực hoạt động của hệ thống ngân hàng với vai trò là trung gian tài chính, là kênh dẫn vốn từ khu vực tiết kiệm đến khu vực đầu tư. Trên phương diện kinh tế vĩ mô và điều kiện của Việt Nam khi thị trường chứng khoán còn ở giai đoạn đầu của sự phát triển thì khu vực ngân hàng thương mại trong nước có vai trò đặc biệt quan trọng trong tăng trưởng kinh tế. Có thể nói, nhu cầu vốn của một nền kinh tế với tốc độ tăng trưởng cao đang là một sức ép đáng kể lên các ngân hàng thương mại (NHTM).

*Huy động vốn theo loại tiền tệ và vấn đề đôla hóa:* trong những năm qua, huy động vốn của hệ thống ngân hàng Việt Nam đã tăng đáng kể, tỷ trọng ngoại tệ có chiều hướng gia tăng ở tiền gửi ngoại tệ điều này phản ánh ứng xử của dân chúng và doanh nghiệp trước xu thế mất giá của đồng Việt Nam so với đôla Mỹ mà người ta kỳ vọng.

Bảng 1 cho thấy mức độ đô la hóa ở Việt Nam. Ở một nước có tình trạng đôla hóa như Việt Nam, độ rủi ro ngoại hối và tỷ giá, rủi ro về thanh khoản nội tệ và ngoại tệ của khu vực tài chính và các doanh nghiệp sẽ lớn lên (làm cho việc chuyển đổi từ tài sản nội tệ sang ngoại tệ hoặc ngược lại diễn ra dễ dàng, nhanh chóng), làm giảm tác dụng của các biện pháp kiểm soát vốn, và hiệu quả của các biện pháp vĩ mô của Nhà nước, từ đó khu vực tài chính dễ bất ổn hơn.

**BẢNG 1: Mức độ đôla hóa ở Việt Nam, giai đoạn 2001-2011**

Đơn vị: %

	T12-2001	T12-2003	T12-2006	T12-2007	T12-2008	T12-2009	T12-2010	T9-2011
Tiền gửi ngoại tệ/M2	32	23,6	21,58	19,13	21,68	20,41	18,5	17,6
Tiền gửi ngoại tệ/Tổng tiền gửi	41	30	26,05	22,89	23,82	23,74	21,06	19,85

*Nguồn:* Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, GTZ.

Dưới tác động của hiện tượng đôla hóa, việc xây dựng và điều hành chính sách tiền tệ cũng như quản lý nhà nước đối với tiền tệ, tín dụng và hoạt động ngân hàng trở nên phức tạp và khó khăn hơn phản ánh trên các khía cạnh sau: (i) khi còn tình trạng đôla hóa bằng tiền mặt, việc đo lường tổng phương tiện thanh toán trong nền kinh tế sẽ bị thiếu chính xác, bởi vì không thể tính được lượng ngoại tệ tiền mặt tham gia vào lưu thông với chức năng phương tiện thanh toán như đồng bản tệ; (ii) khi tồn tại tình trạng đôla hóa cả bên tài sản nợ (tiền gửi ngoại tệ) và bên tài sản có (tín dụng ngoại tệ) của hệ thống ngân hàng thì dễ dẫn đến những mất cân đối về loại tiền, luôn có sự dịch chuyển giữa đồng nội tệ và ngoại tệ, đặc biệt khi lãi suất và tỷ giá có nhiều thay đổi. Trong bối cảnh này, thị trường tiền tệ và ngoại hối có nhiều biến động, gây khó khăn trong việc ổn định tiền tệ và kiểm soát lạm phát, đảm bảo an toàn hệ thống ngân hàng; (iii) trong điều kiện nền kinh tế còn bị đôla hóa, hiệu quả của các công cụ chính sách tiền tệ bị hạn chế và tác động hết sức phức tạp, làm cho việc thiết lập cơ chế chuyển tải chính sách tiền tệ khó khăn hơn; (iv) tâm lý găm giữ ngoại tệ tồn tại, luồng ngoại tệ không thông suốt giữa các khu vực nền kinh tế dẫn đến những áp lực trong việc điều hành ngoại hối của ngân hàng trung ương.

Tuy nhiên, cũng phải ghi nhận là nhờ các biện pháp điều hành chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước, mức độ đôla hóa ở Việt Nam có xu hướng giảm xuống. Cụ thể, năm 2012, Ngân hàng Nhà nước điều hành chính sách tiền tệ chặt chẽ, duy trì lãi suất VND

cao tương đối so với USD, ấn định trần lãi suất USD ở mức 2%/năm (sau đó ấn định trần lãi suất USD xuống còn 1,25% trong năm 2013), cũng như thực hiện các biện pháp quản lý ngoại hối chặt chẽ hơn như giảm trạng thái ngoại tệ, thu hẹp đối tượng cho vay bằng ngoại tệ đã góp phần hạn chế tình trạng găm giữ, đầu cơ ngoại tệ, hạn chế tình trạng đôla hóa<sup>1</sup> (tỷ lệ đôla hóa giảm từ mức 15,8% cuối năm 2011 xuống còn 12,3% cuối năm 2012), từ đó, hướng dòng ngoại tệ lưu thông tự do vào hệ thống ngân hàng, tăng dự trữ ngoại hối nhà nước (đạt khoảng 21 tỷ USD vào tháng 7-2012<sup>2</sup>).

*Huy động vốn theo sở hữu:* cùng với sự tăng trưởng cao trong huy động vốn, thị phần huy động vốn của các khu vực sở hữu cũng có sự thay đổi, với sự giảm mạnh thị phần của các NHTM nhà nước, trong khi đó, thị phần của các NHTM cổ phần trong nước tăng mạnh.

Điều đáng chú ý là sự gia tăng huy động vốn của hệ thống ngân hàng đã tăng cùng với sự gia tăng của Tổng phương tiện thanh toán (tỷ lệ M2/GDP đã tăng từ mức 0,97 lần năm 2006 lên đến 1,34 lần năm 2010 - mức cao so với các nước trong khu vực; tỷ lệ tín dụng/GDP đã tăng từ 0,71 lần năm 2006 lên mức 1,16 lần năm 2010<sup>3</sup>). Điều này có nghĩa là khi mức độ tiền tệ hóa nền kinh tế lớn hơn và sự phát triển của hệ thống ngân hàng sâu rộng hơn, thị trường tài chính phát triển hơn

1. Mức độ đôla hóa được đo lường bởi tiền gửi ngoại tệ/tổng phương tiện thanh toán.  
 2. Nguồn: Thống kê Tài chính quốc tế của IMF, Báo cáo nợ nước ngoài số 7, Bộ Tài chính  
 3. Nguồn: Ủy ban Giám sát tài chính quốc gia

thì khả năng huy động của các ngân hàng tăng lên, mức độ cạnh tranh cũng trở nên quyết liệt hơn.

*Cho vay theo sở hữu:* cũng như thị phần huy động, các NHTM nhà nước vẫn còn đóng vai trò chủ đạo trong cho vay nền kinh tế, tuy nhiên thị phần cho vay của các NHTM nhà nước có xu hướng giảm xuống. Thị phần của khối các NHTM cổ phần có xu hướng tăng lên, trong khi đó, thị phần cho vay của khối ngân hàng nước ngoài dao động ở mức trên dưới 11%.

Trong những năm gần đây, trong khi huy động vốn của hệ thống ngân hàng Việt Nam tăng khá ổn định và dao động ở mức trên dưới 20%, thì tăng trưởng tín dụng lúc “thăng” lúc “trầm”. Cụ thể, theo thống kê của Ngân hàng Nhà nước, mức độ tăng trưởng tín dụng trung bình trong giai đoạn 2000 – 2010 là 29,4%/năm, nếu tính riêng trong 5 năm 2006-2010 thì tốc độ tăng trưởng tín dụng bình quân lên tới 33,5%/năm, trong đó cá biệt năm 2007, tổng tín dụng tăng trưởng tới 53,89%. Tuy nhiên, năm 2011, với mục tiêu kiềm chế lạm phát, tổng tín dụng chỉ tăng khoảng 12% so với cùng kỳ năm 2010, góp phần quan trọng trong việc giảm dần tốc độ tăng chỉ số CPI. Tăng trưởng tín dụng thậm chí chuyển sang âm trong 5 tháng đầu năm 2012, và tính đến cuối năm 2012 chỉ tăng 6,45% so với năm 2011, mức thấp nhất trong vòng nhiều năm trở lại đây. Trong khi đó, lượng vốn huy động vẫn đứng ở mức cao (tăng 20,29%, gấp đôi so với cùng kỳ năm 2011). Điều này thể hiện rõ sự ách tắc tín dụng trong hệ thống ngân hàng. Những nguyên nhân lý giải cho vấn đề tăng trưởng tín dụng thấp được cho là tổng cầu (cả trong và ngoài nước) trì trệ, dẫn đến lượng hàng tồn kho lớn, góp phần làm gia tăng nợ xấu của các ngân hàng.

Dấu hiệu rõ nét của sự “bất bình thường” của thị trường tiền tệ năm 2012 là, tín dụng tăng trưởng chậm trong khi nhiều ngân hàng dư thừa vốn và chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng năm 2012 được Ngân hàng Nhà nước giao không sử dụng hết. Những ngân hàng bị “bế tắc” “đầu ra” trên thị trường 1 (và cả trên thị

trường 2), buộc phải tìm đến kênh đầu tư trái phiếu chính phủ và các loại giấy tờ có giá khác.

## 2.2. Thị trường cho vay, gửi tiền giữa các tổ chức tín dụng (thị trường nội tệ liên ngân hàng)

Thời kỳ trước tháng 9-2012, thị trường cho vay, gửi tiền đã có những bước tiến đáng kể, quy mô giao dịch ngày càng tăng qua các năm. Hoạt động cho vay, gửi tiền giữa các tổ chức tín dụng đã góp phần quan trọng giúp các tổ chức tín dụng điều hòa vốn khả dụng. Giao dịch gửi tiền chiếm khoảng 80%-90% trong tổng doanh số giao dịch cho vay, gửi tiền hàng tháng của các tổ chức tín dụng. Thị trường cho vay, gửi tiền Việt Nam mang tính mùa vụ cao, đặc biệt là vào các dịp cuối năm. Các đối tượng đi vay, nhận tiền gửi trên thị trường chủ yếu là các tổ chức tín dụng nhỏ (các tổ chức tín dụng cổ phần). Một số tổ chức tín dụng lớn (Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam, Vietinbank,...), có khả năng và uy tín trên thị trường đã trở thành những “trung tâm” cung ứng nguồn vốn khả dụng thông qua việc nhận tiền gửi, đi vay từ tổ chức tín dụng với lãi suất thấp và sau đó gửi tiền hoặc cho vay lại thành viên khác với lãi suất cao hơn để hưởng chênh lệch lãi. Các tổ chức tín dụng nhà nước chiếm đến 70-80% thị trường tiền gửi, tuy nhiên, có những thời điểm, các ngân hàng này không cho vay trên thị trường liên ngân hàng. Các tổ chức tín dụng nhỏ buộc phải nâng lãi suất huy động VND để thu hút vốn do không tìm được nguồn vay trên thị trường liên ngân hàng và không có giấy tờ có giá để tham gia nghiệp vụ thị trường mở. Tình trạng này dẫn đến cuộc đua lãi suất giữa các tổ chức tín dụng, làm xáo trộn thị trường tiền tệ.

Một điểm đáng lưu ý là, từ cuối năm 2008 đến quý 3-2012, thị trường cho vay, gửi tiền trên thị trường liên ngân hàng khá sôi động. Số liệu Báo cáo tài chính hợp nhất bán niên soát xét của 8 ngân hàng niêm yết trên sàn chứng khoán Hà Nội và Tp. HCM trong giai đoạn từ tháng 6-2011 đến tháng 6-2012 cho thấy, tổng lượng tiền các ngân hàng gửi tại

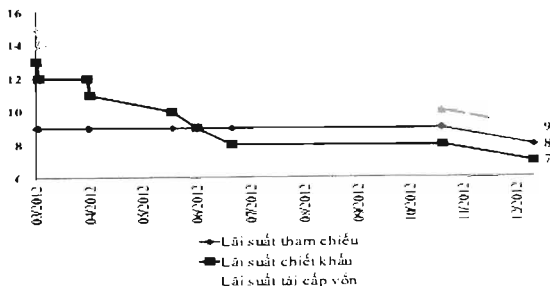
các tổ chức tín dụng khác đạt 285.267 tỷ đồng, tăng 25,7% so với cùng kỳ. Hoạt động cho vay lẫn nhau cũng tăng hơn 8 lần so với cùng kỳ năm 2011, đạt hơn 44.173 tỷ đồng. So với cuối năm 2011, dư nợ cho vay này cũng tăng 11%.

Do chức năng thị trường liên ngân hàng là điều tiết vốn ngắn hạn để giải quyết thanh khoản, tuy nhiên, một số ngân hàng (đặc biệt là ngân hàng nhỏ) lại sử dụng nguồn vay này để đầu tư gây ra rủi ro rất lớn cho cả bên bán lẫn bên mua vốn. Do vậy, để giảm rủi ro hệ thống, Ngân hàng Nhà nước đã ban hành Thông tư 21 có hiệu lực từ ngày 1-9-2012. Thông tư 21 quy định các ngân hàng chỉ được phép cho vay và vay lẫn nhau, không được gửi và nhận tiền gửi của nhau trừ khi tiền đó gửi để phục vụ mục đích thanh toán.

Năm 2012, lãi suất điều hành (hình 1), lãi suất huy động và lãi suất cho vay giảm

manh. Trên thị trường liên ngân hàng, lãi suất liên ngân hàng cũng giảm mạnh từ mức 14-15%/năm vào đầu năm 2012, đến cuối năm 2012 lãi suất giảm xuống chỉ còn khoảng 3-4%/năm, cho thấy thanh khoản của hệ thống ngân hàng đã được cải thiện. Tuy nhiên, một điểm đáng chú ý là cho dù lãi suất liên ngân hàng giảm nhưng khối lượng giao dịch cũng sụt giảm mạnh, đồng thời số lượng tham gia vào thị trường liên ngân hàng cũng rất hạn chế. Trong khi đó một số ngân hàng thương mại (NHTM) lại có xu hướng nâng cao lãi suất huy động (kỳ hạn trên 12 tháng), điều này cho thấy vẫn còn một bộ phận NHTM gặp vấn đề về thanh khoản nhưng do không đủ điều kiện để tham gia vào thị trường liên ngân hàng nên phải tiếp tục nâng lãi suất huy động trên 12 tháng lên cao để đẩy mạnh huy động tại thị trường<sup>14</sup> nhằm giải quyết vấn đề thanh khoản.

HÌNH 1: Lãi suất điều hành năm 2012



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước

### 2.3. Thị trường ngoại hối và thị trường ngoại tệ liên ngân hàng

Kể từ khi thị trường ngoại tệ liên ngân hàng được thành lập (1994), thị trường đã không ngừng phát triển về quy mô giao dịch và loại hình giao dịch. Cho tới nay, quy mô giao dịch của thị trường ngoại hối trung bình đạt mức 500-600 triệu USD/ngày và thường xuyên biến động tùy thuộc theo cung cầu

ngoại hối trên thị trường. Vào những thời điểm sôi động, quy mô giao dịch ngoại hối có thể đạt mức cao nhất là 1,2 tỷ USD/ngày và vào thời điểm thị trường "đóng băng", quy mô giao dịch ngoại hối chỉ đạt mức vài chục triệu USD/ngày.

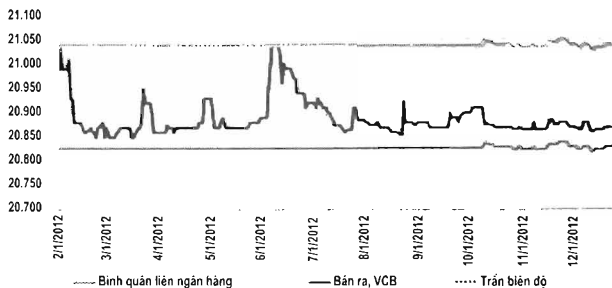
4. Thị trường 1 là thị trường giao dịch giữa ngân hàng với nền kinh tế.

Trong những năm gần đây, Ngân hàng Nhà nước kiên trì chính sách ổn định đồng tiền Việt Nam so với đồng đô la Mỹ. Năm 2012, nhờ một loạt các biện pháp can thiệp của Ngân hàng Nhà nước, trong đó có quy định trần lãi suất huy động USD (2%),

cùng như duy trì mức trần lãi suất huy động VND (kỳ hạn dưới 1 năm) hấp dẫn hơn so với lãi suất USD, hơn nữa cân thương mại năm 2012 thặng dư đã làm cho tỷ giá hối đoái USD/VND trên thị trường luôn ổn định (hình 2).

**HÌNH 2: Tỷ giá hối đoái USD/VND năm 2012**

*Đơn vị: VND*



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước, Vietcombank.

#### **2.4. Thị trường trái phiếu chính phủ**

Một nghiệp vụ quan trọng của thị trường tiền tệ là chiết khấu ngắn hạn các giấy tờ có giá. Một trong những loại giấy tờ có giá quan trọng nhất, chiếm quy mô lớn nhất, được hệ thống ngân hàng nắm giữ chủ yếu chính là trái phiếu chính phủ (TPCP) – loại giấy tờ có giá, về lý thuyết, có mức độ rủi ro thấp nhất (rủi ro tín dụng trong nước bằng 0) với tính thanh khoản rất cao. Mỗi khi có phiên đấu thầu TPCP diễn ra, thị trường tiền tệ chịu tác động lớn bởi các yếu tố quy mô khối lượng và mức lãi suất chào thầu, dự thầu và trúng thầu TPCP<sup>5</sup>. Đường cong lãi suất chuẩn được hình thành tại đây và là một chỉ báo quan trọng cho thị trường tiền tệ.

Vài năm trở lại đây, ngân hàng vẫn luôn là thành viên chủ chốt nhất tham gia thị trường trái phiếu. Cuối năm thường là thời điểm các ngân hàng dồn nguồn tiền lo thanh khoản nên hạn chế tham gia mua trái phiếu. Vậy mà năm 2012, thị trường giao dịch trái phiếu vẫn sôi

động trong những tháng cuối. Nguyên nhân do một số ngân hàng lớn có tốc độ tăng trưởng huy động cao thừa thanh khoản tạm thời, trong khi lượng cho vay ra thấp. Vì vậy, để đảm bảo lợi nhuận và cân bằng chi phí vốn, các ngân hàng này tăng cường mua TPCP cho dù các ngân hàng phải mua trái phiếu với chi phí cao hơn trần lãi suất huy động 9%. Số liệu từ HNX cho biết lãi suất trái phiếu 2 tháng cuối năm 2012 là từ 9,35% đến 10%.

Theo Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX), tính đến ngày 21-11-2012 đã có 132.274 tỷ đồng trái phiếu trúng thầu. Trong đó, 89% trái phiếu phát hành của năm 2012 đang thuộc sở hữu của các ngân hàng. Nhóm

5. Vì lý do này dẫn đến đòi hỏi cán bộ sự phối hợp chặt chẽ giữa Bộ Tài chính với Ngân hàng Nhà nước trong hoạt động phát hành TPCP. Bộ Tài chính không thể đơn phương hành động bảo đảm thành công nếu không có sự phối hợp ăn ý của Ngân hàng Nhà nước. Ngược lại, Ngân hàng Nhà nước cũng không thể điều hành tốt chính sách tiền tệ thông qua thị trường tiền tệ nếu thiếu sự hợp tác tích cực của Bộ Tài chính

ngân hàng đã mua tổng cộng 117.775 tỷ đồng trái phiếu – gấp rưỡi lượng đạt được cả năm 2011, và gấp nhiều lần năm 2010. Phần trái phiếu Chính phủ còn lại rất nhỏ do các công ty chứng khoán và một số tổ chức tài chính khác sở hữu.

Một điểm đáng lưu ý là hệ thống ngân hàng hiện đang nắm giữ khoảng 89% tổng lượng TPCP đang lưu hành. Điều này có hai hàm ý: (1) Chính phủ đã động viên một nguồn tài lực lớn từ hệ thống NHTM, thay vì từ các tổ chức kinh tế và dân cư, để đầu tư cho khu vực công, làm cho nguồn vốn tín dụng dành cho khu vực tư nhân bị thu hẹp<sup>6</sup>; (2) Ngân hàng Nhà nước, ở một mức độ nhất định, thực chất đã phải tài trợ gián tiếp cho thâm hụt ngân sách nhà nước (thông qua việc cho vay cầm cố, chiết khấu TPCP,... cho các NHTM).

### 2.5. Đánh giá chung thị trường tiền tệ Việt Nam

Trong thời gian qua, Ngân hàng Nhà nước đã chú trọng đến phát triển thị trường tiền tệ thông qua việc ban hành một số văn bản nhằm hỗ trợ và thúc đẩy sự phát triển của thị trường tiền tệ. Mặc dù mới phát triển nhưng về cơ bản, thị trường tiền tệ Việt Nam đã hình thành tương đối đồng bộ. Hệ thống công cụ tài chính của thị trường đã được hình thành tương đối đầy đủ. Các thành viên của thị trường ngày càng đông đảo về số lượng, đa dạng về loại hình và tính chuyên nghiệp được nâng lên. Các nghiệp vụ cơ bản của thị trường tiền tệ đã từng bước được đưa vào áp dụng tại Việt Nam. Các thị trường cấu thành thị trường tiền tệ đều có sự cải thiện đáng kể về quy mô giao dịch. Thị trường tiền tệ Việt Nam đang tiến gần hơn với các thông lệ quốc tế. Đồng thời, Ngân hàng Nhà nước đã điều hành tương đối linh hoạt và đưa ra các phản ứng chính sách kịp thời nhằm điều tiết hoạt động của thị trường tiền tệ, giám sát động tiêu cực của các cú sốc do các nguyên nhân nội tại của nền kinh tế cũng như các diễn biến từ bên ngoài, góp phần đảm bảo an toàn hệ thống ngân hàng.

Tuy nhiên, thị trường tiền tệ Việt Nam còn phát triển ở trình độ thấp so với khu vực và thế giới. Thị trường tiền tệ bị phân khúc, manh mún, chia nhóm. Nguyên nhân của tình trạng trên là do chênh lệch trình độ, công nghệ, khả năng tài chính giữa các ngân hàng nước ngoài và trong nước. Bên cạnh đó, còn do sự thiếu hợp tác giữa các tổ chức tín dụng trên thị trường liên ngân hàng, nhất là khi có tổ chức tín dụng tạm thời thiếu vốn.

Mặc dù cơ chế chính sách, cơ sở hạ tầng công nghệ thông tin,... hiện tại đã tạo nền tảng cơ bản cho hoạt động thị trường tiền tệ, tuy nhiên, thị trường tiền tệ Việt Nam vẫn phát triển ở trình độ thấp, các giao dịch trên thị trường tiền tệ, nhất là giao dịch repo vẫn chưa thực sự sôi động; việc theo dõi, xử lý thông tin thị trường tiền tệ còn nhiều bất cập, ảnh hưởng không nhỏ đến thực hiện chức năng giám sát thị trường tiền tệ và điều hành chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước. Bên cạnh đó, hoạt động của thị trường tiền tệ Việt Nam chưa mang tính chuyên nghiệp cao. Các tổ chức tín dụng tham gia thị trường chủ yếu nhằm mục đích bảo đảm tính thanh khoản, chưa quan tâm nhiều đến nhu cầu kinh doanh sinh lời trên thị trường vì thế chưa đảm bảo vai trò là người tạo lập thị trường. Quy mô của thị trường còn nhỏ.

Năng lực cân đối nguồn vốn và sử dụng vốn của nhiều tổ chức tín dụng còn yếu: Một số tổ chức tín dụng sử dụng quá mức vốn huy động ngắn hạn (trong đó có nguồn huy động trên thị trường tiền tệ liên ngân hàng) để cho vay trung, dài hạn, do đó, khi có sự thay đổi chính sách tiền tệ đã gặp rủi ro kỳ hạn, ảnh hưởng tới khả năng thanh khoản. Điều này là do trình độ, khả năng tài chính của hệ thống tổ chức tín dụng tại Việt Nam còn cách biệt.

Thị trường thứ cấp giấy tờ có giá chưa phát triển. Các sản phẩm giao dịch trên thị trường tiền tệ còn nghèo nàn. Các công cụ tài chính tuy đã được mở rộng nhưng vẫn chưa

6. Gọi là "hiệu ứng tiền tệ"

đa dạng. Thị trường tiền tệ liên ngân hàng của Việt Nam chưa thực sự liên thông với thị trường tiền tệ liên ngân hàng quốc tế, các giao dịch liên ngân hàng chủ yếu diễn ra giữa các ngân hàng tại Việt Nam. Bên cạnh đó, điều hành chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước vẫn còn một số hạn chế, nhất là trong việc dự báo tình hình vốn khả dụng.

### **2.6. Giải pháp hoàn thiện, phát triển thị trường tiền tệ**

Để án Tái cơ cấu hệ thống các tổ chức tín dụng đang được Ngân hàng Nhà nước thực thi và mang lại kết quả ban đầu. Vấn đề cần thiết là giảm thiểu nợ xấu hiện hữu và hạn chế tối đa các khoản nợ quá hạn mới, đồng thời, nỗ lực hạn chế mức chênh lệch quá mức về kỳ hạn và loại tiền trên bảng cân đối tài sản của các ngân hàng. Điều này không chỉ là kết quả của việc nâng cao năng lực quản trị rủi ro, tăng cường áp lực cạnh tranh đối với các ngân hàng, mà còn phụ thuộc rất nhiều vào tiến trình áp dụng các chuẩn mực kế toán-tài chính tiên tiến, tiến độ cải cách doanh nghiệp nhà nước, việc thay đổi cách thức lựa chọn đầu tư và sự can thiệp vào thị trường tài chính của Nhà nước.

Cần chú trọng đến việc hoàn thiện thị trường tiền tệ và lành mạnh hóa hệ thống ngân hàng, nhất là các NHTM nhà nước do yêu cầu tái cấu trúc hiện nay và vì đây cũng chính là cơ sở cho sự phát triển thị trường tài chính nói chung và các thị trường vốn nói riêng. Cần nhấn mạnh rằng, một thị trường tiền tệ hoàn thiện hơn sẽ góp phần đẩy nhanh việc chuyển sang sử dụng có hiệu quả các công cụ chính sách tiền tệ gián tiếp nhằm vừa đảm bảo khả năng kiểm soát cung tiền, vừa góp phần hạn chế những rủi ro tài chính có thể phát sinh, nhất là trong bối cảnh hội nhập kinh tế quốc tế ngày càng sâu rộng. Cần phát triển đồng bộ thị trường tiền tệ và tăng cường mối liên kết trong điều hành, quản lý giữa thị trường tiền tệ với thị trường chứng khoán và các thị trường tài sản khác như thị trường bất động sản, thị

trường vàng, ngoại hối, thúc đẩy các thị trường vận hành trôi chảy. Muốn thực hiện được nhiệm vụ này cần có những nhóm giải pháp sau:

**2.6.1. Đối với Ngân hàng Nhà nước: Ngân hàng Nhà nước cần nâng cao năng lực quản lý, giám sát thị trường tiền tệ** thông qua thực thi chính sách tiền tệ linh hoạt, chủ động kiểm soát lạm phát, ổn định giá trị đồng tiền, thúc đẩy tăng trưởng bền vững. Hình thành và hoàn thiện khuôn khổ pháp lý cho hoạt động ngân hàng trên cơ sở Luật Ngân hàng Nhà nước năm 2010. Điều hành chính sách lãi suất, tỷ giá linh hoạt theo nguyên tắc thị trường. Tiếp tục đổi mới chính sách quản lý ngoại hối, thu hẹp dần và tiến tới khắc phục cơ bản tình trạng đô la hóa nền kinh tế. Kiện toàn công tác thanh tra, giám sát ngân hàng, bảo đảm hoạt động an toàn, lành mạnh của hệ thống ngân hàng. Xây dựng khuôn khổ chính sách tiền tệ phù hợp với điều kiện và trình độ phát triển của thị trường. Xây dựng và hoàn thiện hệ thống mục tiêu của chính sách tiền tệ: Điều hành chính sách tiền tệ trên nguyên tắc hỗ trợ phát triển nền kinh tế Việt Nam nhằm nâng cao khả năng chuyển đổi của đồng tiền Việt Nam. Thu thập thông tin thị trường tiền tệ cần thiết kịp thời và chính xác. Nâng cao trình độ cán bộ trong phân tích, dự báo và năng lực ra quyết định kịp thời, chính xác. Thiết lập khuôn khổ pháp lý phù hợp trên nguyên tắc tạo điều kiện thuận lợi cho mọi loại hình tổ chức tín dụng hoạt động kinh doanh được cạnh tranh bình đẳng và đảm bảo an toàn hệ thống. Hỗ trợ và khuyến khích tổ chức tín dụng phát triển các sản phẩm, dịch vụ mới.

**2.6.2. Đối với hệ thống các tổ chức tín dụng:** cần thực thi đồng bộ các giải pháp sau:

- Điều chỉnh cấu trúc của hệ thống ngân hàng theo hướng hoạt động đa năng, đa dạng về loại hình, quy mô và hình thức sở hữu, bổ sung lẫn nhau, duy trì tính chuyên sâu trong hoạt động của một số nhóm ngân hàng, phân bổ hợp lý mạng lưới ngân hàng

trên từng địa bàn, từng khu vực và trong toàn quốc.

- Đối mới mạnh mẽ mô hình tổ chức và phương thức hoạt động trong từng tổ chức tín dụng, nâng cao năng lực tài chính và trình độ quản trị kinh doanh; Đáp ứng đủ các quy định về tỷ lệ an toàn vốn trong hoạt động; hoạt động an toàn, hiệu quả, làm tốt vai trò trung gian tài chính, phân bổ vốn và nguồn lực hợp lý với chi phí thấp, giúp các doanh nghiệp, nhất là các doanh nghiệp vừa và nhỏ ngày càng dễ tiếp cận tín dụng, tận dụng tốt các thời cơ kinh doanh, nâng cao hiệu quả và mở rộng nhanh hoạt động nhờ được đáp ứng nhanh nhu cầu vay vốn và lãi suất hợp lý; đa dạng hóa sản phẩm và dịch vụ ngân hàng, đáp ứng tốt nhu cầu ngày càng tăng lên của nền kinh tế.

Hiện đại hóa công nghệ, tăng cường năng lực và trình độ cán bộ trong quản trị rủi ro; tăng cường nghiên cứu và áp dụng các chuẩn mực quốc tế phù hợp với điều kiện kinh tế - xã hội đặc thù của nước ta;

- Chủ động, tích cực hội nhập quốc tế, tận dụng tốt thời cơ, lợi thế, vượt qua thách thức khó khăn, rút ngắn khoảng cách phát triển để tiến kịp với hệ thống ngân hàng các nước trong khu vực;

- Tăng cường các biện pháp tự kiểm tra, giám sát, tuân thủ các quy chế thận trọng theo thông lệ quốc tế, tăng cường mối liên kết trên thị trường tiền tệ, tín dụng và tự điều hòa trong hệ thống, nâng cao khả năng ứng phó với những biến động và những cú sốc tài chính trên thị trường trong nước và quốc tế.

### 2.6.3. Các nhóm giải pháp phát triển và hoàn thiện thị trường tiền tệ

Để phát triển, hoàn thiện và duy trì sự ổn định của thị trường tiền tệ nhằm thúc đẩy tái cơ cấu hệ thống ngân hàng nói riêng, tái cơ cấu nền kinh tế nói chung, cần xử lý đồng thời các nhóm giải pháp sau: (1) Hoàn thiện khuôn khổ pháp lý. (2) Tăng cường nghiệp vụ thị trường mở: nghiệp vụ thị trường mở cần được tiếp tục hoàn thiện để đóng vai trò là

công cụ điều tiết chủ yếu của Ngân hàng Nhà nước, được sử dụng một cách thường xuyên và linh hoạt nhất. Cần tăng thêm hàng hóa sử dụng trong nghiệp vụ thị trường mở bằng cách mở rộng giao dịch giấy tờ có giá với nhiều kỳ hạn trong cùng một phiên giao dịch mua và bán trên thị trường mở. Điều này sẽ tạo ra nhiều lựa chọn cho các chủ thể tham gia thị trường, nhờ đó khuyến khích họ tham gia nhiều hơn, kết quả là phân ánh tốt hơn cung cầu vốn trên thị trường. (3) Phát triển thị trường repo: để phát triển thị trường repo, trước hết cần xây dựng một hợp đồng chuẩn áp dụng thống nhất cho các giao dịch mua lại giấy tờ có giá với tất cả các thành viên thị trường. Việc áp dụng các hợp đồng một cách riêng rẽ không theo một chuẩn nhất định như hiện nay làm tăng thêm sự phát triển mạnh mẽ của thị trường tiền tệ Việt Nam. Hợp đồng chuẩn này cần áp dụng các thông lệ quốc tế và cần nhắc đến tính phù hợp với điều kiện Việt Nam. Cần xây dựng một khung khổ pháp lý cho hoạt động của thị trường repo liên ngân hàng với mục tiêu bảo đảm sự an toàn cho các thành viên tham gia và khuyến khích sự tham gia rộng rãi không những của các tổ chức tín dụng mà còn cả các định chế khác như công ty chứng khoán, bảo hiểm, các quỹ đầu tư... Việc phát triển thị trường repo đòi hỏi phải có sự phối hợp chặt chẽ của Ngân hàng Nhà nước. Bộ Tài chính. Bởi vậy, sẽ tránh được những chồng chéo và quá nhiều can thiệp một cách không cần thiết, tăng cường khả năng quản lý có hiệu quả của cơ quan giám sát. (4) Xây dựng hạ tầng công nghệ thông tin và thanh toán điện tử: cơ sở hạ tầng thông tin hiện đại là nhân tố cốt lõi cho sự phát triển và cạnh tranh của hệ thống ngân hàng hiện đại. Bên cạnh đó, hệ thống thông tin hiện đại và kết nối thành một mạng thông nhất cho tất cả các giao dịch của thị trường tiền tệ sẽ là điều kiện thuận lợi cho sự tham gia của các thành viên thị trường và đảm bảo thực hiện vai trò giám sát và quản lý của Ngân hàng Nhà nước. (5) Tăng thêm hàng hóa cho thị trường

tiền tệ: Việc đa dạng hóa và chuẩn hóa các công cụ tài chính bao gồm đa dạng chủng loại, kỳ hạn và chuẩn hóa theo quốc tế sẽ là những yếu tố cần chú ý thực hiện để góp phần phát triển thị trường tiền tệ, đặc biệt là để phát triển các thị trường thứ cấp của các giấy tờ có giá, khuyến khích sử dụng các công cụ chuyển nhượng. Ngân hàng Nhà nước phối hợp với Bộ Tài chính xây dựng đường cong lãi suất làm cơ sở tham chiếu cho thị trường thông qua việc phát hành trái phiếu đa dạng về kỳ hạn: đặc biệt là phát hành các loại tín phiếu Kho bạc ngắn hạn hơn. (6) Khuyến khích phát triển các tổ chức chuyên nghiệp trên thị trường: hỗ trợ thành lập hệ thống môi giới tiền tệ tại Việt Nam. Phối hợp với các đơn vị liên quan nghiên cứu, thành lập các công ty xếp hạng tín nhiệm để giúp cho việc định giá giấy tờ có giá được chính xác và hạn chế rủi ro hoạt động của các thành viên thị trường. Phối hợp với các cơ quan chức năng hỗ trợ, tạo điều kiện thuận lợi phát triển các nhà tạo lập thị trường và có những chính sách ưu đãi đối với nhà tạo lập thị trường. (7) Tăng cường sự liên kết hoạt động và quản lý, điều hành giữa các thị trường tiền tệ cấu thành, giữa thị trường tiền

tệ và thị trường chứng khoán và các thị trường tài sản khác (bất động sản, vàng, ngoại hối). Giảm thiểu các can thiệp hành chính vào hoạt động của thị trường tiền tệ./.

#### TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam - Báo cáo thường niên các năm từ 2004-2010.
2. Ủy ban Kinh tế Quốc hội và UNDP tại Việt Nam, tháng 5-2012 - Báo cáo kinh tế vĩ mô Việt Nam năm 2012: "Bất ổn vĩ mô: cơ hội tái cơ cấu nền kinh tế".
3. Tô Ánh Dương và các cộng sự, "Phát triển thị trường tài chính Việt Nam nhằm thúc đẩy tái cơ cấu nền kinh tế giai đoạn 2011-2020", Đề tài NCKH cấp bộ năm 2011-2012.
4. Nghị quyết số 11/2011/NQ-CP ngày 24-2-2011 của Chính phủ về Những giải pháp chủ yếu tập trung kiểm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, bảo đảm an sinh xã hội.
5. Kết luận của Hội nghị Trung ương 3, Khóa XI họp từ ngày 6-10-10-2011 tại Hà Nội và Nghị quyết số 11/2011/QH13 của Quốc Hội về Kế hoạch phát triển KT-XH năm 2012.
6. Nghị quyết số 13/2012/NQ-CP ngày 24/2/2011 của Chính phủ về Một số giải pháp tháo gỡ khó khăn cho sản xuất kinh doanh và hỗ trợ thị trường.
7. Đề án Cơ cấu lại hệ thống các tổ chức tín dụng giai đoạn 2011-2015 ban hành kèm theo QĐ số 254/QĐ-TTg ngày 01-03-2012 của Thủ tướng Chính phủ.