



KINH NGHIỆM ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ CỦA MỘT SỐ NƯỚC

ThS. NGUYỄN THỊ VÂN ANH - Đại học Lao động – Xã hội

Hiện nay nhiều quốc gia trên thế giới đều hướng vào hình thành các điều kiện ổn định kinh tế vĩ mô thông qua chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ. Trong đó, chính sách tiền tệ chủ yếu tập trung ổn định tiền tệ (kiểm soát lạm phát), kết hợp mục tiêu tăng trưởng kinh tế, tạo việc làm và cân bằng cán cân thanh toán. Bài viết đề cập tới kinh nghiệm điều hành chính sách tiền tệ của một số nước trên thế giới, từ đó rút ra những bài học cho Việt Nam.

Từ khóa: Ngân hàng trung ương, chính sách tiền tệ, dự trữ bắt buộc

Chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc

Theo Luật Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc (PBoC), chức năng nhiệm vụ của ngân hàng này là hoạch định và thực thi chính sách tiền tệ (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. PBoC đặt ra mục tiêu hoạt động, mục tiêu trung gian và mục tiêu cuối cùng trong việc điều hành CSTT của mình:

- *Về mục tiêu hoạt động:* Từ năm 1998, 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, 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, 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, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Các công cụ PBoC sử dụng để điều hành CSTT của Trung Quốc đang được chuyển dần từ trực tiếp sang gián tiếp:

- *Công cụ dự trữ bắt buộc:* 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%. Ngày 1/3/2016, PBoC tiếp tục một lần nữa hạ tỷ lệ dự trữ bắt buộc 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):* Tín phiếu được PBoC phát hành trên cơ sở thị trường trái phiếu liên ngân hàng. Tín phiếu ngân hàng trung ương (NHTW) được sử dụng vào mục đích chính là hút về phương tiện thanh toán 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. 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 tổ chức tín dụng (TCTD).

- *Công cụ tái cấp vốn:* PBoC thực hiện cho vay tái cấp vốn đối với các ngân hàng thương mại (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 2 loại lãi suất trên.

- *Công cụ lãi suất:* PBoC 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. 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.

- *Công cụ tỷ giá:* Theo quan điểm của PBoC, tỷ giá cũng là một kênh quan trọng trong cơ chế truyền dẫn và có tác động qua lại với các kênh khác. 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 và được coi là 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.

Chính sách tiền tệ của Ngân hàng Trung ương Thái Lan

Ngân hàng Trung ương Thái Lan (BOT) áp dụng cơ chế điều hành CSTT lấy lạm phát làm mục tiêu. Nhiệm vụ chủ yếu và mục tiêu quan trọng nhất của CSTT là ổn định giá cả, tức là kiềm 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. Hội đồng CSTT 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 mà 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 trở đi, 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.

- *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.

- *Cơ chế truyền tải CSTT:* 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. Từ đó, làm thay đổi tổng cầu trong và ngoài nước đối với hàng hóa và dịch vụ của Thái Lan, ảnh hưởng trực tiếp đến giá cả trong nước và tác động đến

lạm phát. Theo ước tính của BOT, đối với Thái Lan, phải mất từ 4-8 quý, CSTT mới phát huy tác dụng đầy đủ lên nền kinh tế. Do đó, việc hoạch định CSTT cần phải có khả năng đi trước, đón đầu, dự báo về triển vọng của nền kinh tế và thị trường tài chính, tiền tệ trong thời gian tới.

Chính sách tiền tệ 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 CSTT cho các nước thành viên trong khu vực châu Âu. ECB được quyền ấn định các mức lãi suất cho khu vực châu Âu với mục tiêu 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 tỷ lệ lạm phát gần 2%. Bên cạnh đó, 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.

Trong chức năng duy trì ổn định của hệ thống tài chính, ECB đã can thiệp vào cuộc khủng hoảng tài chính 2007-2008, bơm vào hệ thống tài chính hàng tỷ Euro. Tháng 12/2007, ECB đã kết hợp với Fed thành lập ra Chương trình đấu giá cho vay kỳ hạn (TAF) nhằm cải thiện tính thanh khoản của đồng USD trong khu vực châu Âu và ổn định thị trường tiền tệ.

- *Cơ chế truyền dẫn CSTT của 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 NHTM. Như vậy, 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, 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. Với sự giảm đi về giá cả và tiền lương, giá hàng nhập khẩu giảm sẽ giúp giảm áp lực lạm phát trong nền kinh tế.

Chính sách tiền tệ của Cục Dự trữ liên bang Mỹ

Cục Dự trữ liên bang Mỹ (Fed) đóng vai trò ngân hàng trung ương 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. Fed kiểm soát cung tiền để tác động đến lãi suất và các điều kiện kinh tế bằng những cách thức sau:

- *Các hoạt động thị trường mở*: Khi Fed mua trái phiếu thông qua các nhà môi giới trái phiếu chính phủ, số dư tài khoản ngân hàng của các nhà môi giới tăng lên và vì thế tổng số tiền gửi tại hệ thống ngân hàng tăng lên. Sự tăng cung tiền tạo áp lực giảm đối với lãi suất quỹ liên bang. Fed tăng tổng số tiền tại các ngân hàng của các nhà môi giới cho đến khi lãi suất quỹ liên bang giảm đến mức mới mong muốn. Hoạt động này do chỉ thị chính sách của Ủy ban thị trường mở liên bang khởi động.

Kinh nghiệm điều hành chính sách tiền tệ của các nước cho thấy, cần nâng cao tính độc lập tương đối cho Ngân hàng Nhà nước, tách bạch rõ vai trò, các giải pháp cũng như tác động của chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa đến mục tiêu kiểm chế lạm phát và mục tiêu hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.

- *Điều chỉnh tỷ lệ dự trữ bắt buộc*: Các thể chế nhận tiền gửi phải có một tỷ lệ dự trữ bắt buộc và là một phần các tài khoản tiền gửi của họ cần phải được giữ lại như một khoản dự trữ cần thiết. Tỷ lệ này được xác định bởi Hội đồng thống đốc. Vào năm 1992, Fed giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với các tài khoản giao dịch từ 12% xuống 10% và tồn tại đến ngày nay.

- *Điều chỉnh lãi suất cho vay*: Fed vẫn cung cấp các khoản vay ngắn hạn cho các thể chế nhận tiền gửi. 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. 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.

- *Các phương tiện do Fed tạo ra 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 lo ngại về việc thiếu 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 công cụ này

bao gồm: Công cụ hỗ trợ tín dụng cho các công ty chứng khoán hàng đầu; Chương trình đấu giá cho vay kỳ hạn; Chương trình đấu giá cho vay chứng khoán có kỳ hạn; Chương trình cấp vốn tín phiếu thương mại...

Bài học cho Việt Nam

Qua nghiên cứu kinh nghiệm điều hành CSTT của một số nước trong việc thực hiện mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô, có thể rút ra một số bài học cho Việt Nam trong điều hành CSTT như sau:

Một là, để thực thi có hiệu quả chính sách tiền tệ quốc gia cần phải “ổn định giá trị đồng tiền biểu hiện bằng chỉ tiêu lạm phát”; thực hiện nghiêm túc và coi đó mục tiêu quan trọng trong việc thực hiện CSTT.

Hai là, cần nâng cao tính độc lập tương đối cho Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, tách bạch rõ vai trò, các giải pháp cũng như tác động của CSTT và chính sách tài khóa đến mục tiêu kiểm 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, chính sách tài khóa, chính sách thương mại và đầu tư... đến mục tiêu tổng thể là ổn định kinh tế vĩ mô.

Ba là, chủ động điều hành linh hoạt, phối hợp đồng bộ các công cụ CSTT, 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.

Bốn là, 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.

Năm là, 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.



Tài liệu tham khảo:

1. Nguyễn Tấn Bình, Lưu Đức Thịnh (2014), *Chính sách tiền tệ của NHTW châu Âu và Cục Dự trữ liên bang Mỹ trong giai đoạn khủng hoảng đã được thực thi như thế nào?*, Tạp chí khoa học Đại học Văn hiến số 05 tháng 11/2014;
2. Shujie YAO, Dan LUO and Lixia LOH (2011), *On China's monetary policy and asset prices*, China Policy Institute;
3. Một số trang web như: bankcofengland.co.uk, sbv.gov.vn...