



STATE BANK OF VIETNAM
INTERNATIONAL CO-OPERATION DEPT.



STATE BANK OF VIETNAM
BANKING ACADEMY

INTERNATIONAL CONFERENCE PROCEEDINGS

EVOLUTION OF MONETARY POLICY FRAMEWORK

AFTER THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS



LABOUR PUBLISHER

2017



NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC VIỆT NAM
VỤ HỢP TÁC QUỐC TẾ



NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC VIỆT NAM
HỌC VIỆN NGÂN HÀNG

KỶ YẾU HỘI THẢO QUỐC TẾ

NHỮNG THAY ĐỔI TRONG KHUNG CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

SAU KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH TOÀN CẦU



NHÀ XUẤT BẢN LAO ĐỘNG
2017

CONFERENCE STEERING COMMITTEE

No	Full name (title) - Workplace	In charge
1	Dr. Bui Tin Nghi President of Banking Academy	Chair
2	Dr. Nguyen Van Thanh Director General of Personnel Department – State Bank of Vietnam	Co-chair
3	Dr. To Huy Vu Director General of International Cooperation Department – State Bank of Vietnam	Co-chair

ORGANISING COMMITTEE

No	Full name (title) - Workplace	In charge
1	Assoc.Prof., Dr. Do Thi Kim Hao Vice President, Banking Academy	Chief
2	Tran Huu Thang MSc Deputy Director General, Personnel Department – State Bank of Vietnam	Co-chief
3	Hoang Thi Phuong Hanh MSc Deputy Director General, International Cooperation Department – State Bank of Vietnam	Co-chief
4	Assoc.Prof., Dr. Pham Thi Hoang Anh Director of Research Institute for Banking – Banking Academy	Member

EDITORIAL BOARD

No	Full name (title) - Workplace	In charge
1	Assoc.Prof., Dr. Do Thi Kim Hao Vice President, Banking Academy	Chief
2	Dr. Nguyen Tu Anh Deputy Director General, Monetary Policy Department , State Bank of Vietnam	Co-chief
3	Assoc.Prof., Dr. Mai Thanh Que Vice President, Banking Academy	Member
4	Assoc.Prof., Dr. Nguyen Duc Trung Deputy Director General, Monetary Forecasting and Statistics Department, State Bank of Vietnam	Member
5	Pham Xuan Hoe MSc Deputy Director, Banking Strategy Institute, State Bank of Vietnam	Member
6	Dr. Nguyen Thi Hien Deputy Director, Banking Strategy Institute, State Bank of Vietnam	Member
7	Assoc.Prof., Dr. To Kim Ngoc Finance Faculty, Banking Academy	Member
8	Assoc.Prof., Dr. Le Thi Tuan Nghia Banking Faculty, Banking Academy	Member
9	Dr. Ha Thi Sau Banking Faculty, Banking Academy	Member
10	Dr. Nguyen Thanh Nhan Banking Faculty, Banking Academy	Member
11	Assoc.Prof., Dr. Pham Thi Hoang Anh Director of Research Institute for Banking, Banking Academy	Member
12	Assoc.Prof., Dr. Nguyen Trong Tai Deputy Director, Research Institute for Banking, Banking Academy	Member
13	Dr. Chu Khanh Lan Research Institute for Banking, Banking Academy	Member
14	Nguyen Thi Minh Nguyet MSc Research Institute for Banking, Banking Academy	Member
15	Pham Duc Anh MSc Research Institute for Banking, Banking Academy	Member
16	Pham Manh Hung MSc Research Institute for Banking, Banking Academy	Member
17	Tran Huy Tung MSc Research Institute for Banking, Banking Academy	Member
18	Truong Hoang Diep Huong MSc Research Institute for Banking, Banking Academy	Member
19	Dao Bich Ngoc MSc Research Institute for Banking, Banking Academy	Member

SECRETARY BOARD

No	Full name (title) - Workplace	In charge
1	Assoc.Prof., Dr. Nguyen Trong Tai Deputy Director, Research Institute for Banking, Banking Academy	Chief
2	Assoc.Prof., Dr. Truong Quoc Cuong Deputy Director, Research Institute for Banking, Banking Academy	Co-chief
3	Dr. Chu Khanh Lan Research Institute for Banking, Banking Academy	Member
4	Dr. Phan Anh Research Institute for Banking, Banking Academy	Member
5	Nguyen Thi Minh Nguyet MSc Research Institute for Banking, Banking Academy	Member
6	Pham Duc Anh MSc Research Institute for Banking, Banking Academy	Member
7	Pham Manh Hung MSc Research Institute for Banking, Banking Academy	Member
8	Tran Huy Tung MSc Research Institute for Banking, Banking Academy	Member
9	Truong Hoang Diep Huong MSc Research Institute for Banking, Banking Academy	Member
10	Dao Bich Ngoc MSc Research Institute for Banking, Banking Academy	Member
11	Pham My Linh MA Research Institute for Banking, Banking Academy	Member
12	Vu Huong Quynh MSc Research Institute for Banking, Banking Academy	Member
13	Bui Doan Mai Phuong MSc Research Institute for Banking, Banking Academy	Member
14	Phan Thi Kim Oanh Research Institute for Banking, Banking Academy	Member

TABLE OF CONTENTS
PART I: PAPERS IN ENGLISH

No.	Paper title - Authors	Page
1.	<p>THE EFFECTIVENESS OF THE INTEREST RATE CHANNEL IN VIETNAM AND RECOMMENDATIONS ON THE INTEREST RATE TARGETING OF MONETARY POLICY FRAMEWORK</p> <p><i>Bui Quoc Dzung MSc</i> <i>Central Economic Committee</i></p> <p><i>Assoc. Prof., Dr. Nguyen Duc Trung - Hoang Viet Phuong MA</i> <i>State Bank of Vietnam</i></p>	1
2.	<p>EFFECTIVENESS OF TRANSMISSION MECHANISM OF MACROPRUDENTIAL POLICY: THE CASE OF VIETNAM</p> <p><i>Assoc. Prof., Dr. Pham Thi Hoang Anh</i> <i>Banking Academy of Vietnam</i></p>	19
3.	<p>THE EFFECT OF NEGATIVE INTEREST RATE POLICY ON EXPORT IN SWITZERLAND</p> <p><i>Pham Thi Lam Anh MSc</i> <i>Banking Academy of Vietnam</i></p>	39
4.	<p>MONETARY POLICY GOVERNANCE OF PEOPLE'S BANK OF CHINA AFTER THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS</p> <p><i>Dr. Phan Anh</i> <i>Banking Academy of Vietnam</i></p>	51
5.	<p>CONDUCTING MONETARY POLICY IN VIETNAM AFTER THE CRISIS: ASSESSMENTS AND RECOMMENDATIONS</p> <p><i>Vu Mai Chi MSc</i> <i>Banking Academy of Vietnam</i></p>	67
6.	<p>VIETNAM'S MONETARY POLICY: A MULTI-OBJECTIVE FRAMEWORK IN 2018</p> <p><i>Huynh Ba Thuy Dieu MBA - Dr. Le Thi Minh Duc</i> <i>Korea - Vietnam Friendship Information Technology College</i></p>	81
7.	<p>MOVING TOWARDS MARKET-BASED MONETARY POLICY INSTRUMENTS AFTER GLOBAL FINANCIAL CRISIS: THE CASE OF ASIAN ECONOMIES AND IMPLICATIONS FOR VIETNAM</p> <p><i>Luong Minh Ha MSc</i> <i>Banking Academy of Vietnam</i></p>	95
8.	<p>HELICOPTER MONEY - A NEWLY UNCONVENTIONAL MONETARY POLICY: SHOULD STRUGGLING JAPAN PURSUE?</p> <p><i>Ngo Thi Hang MSc</i> <i>Banking Academy of Vietnam</i></p>	103
9.	<p>UNCONVENTIONAL MONETARY POLICY TOOLS: A COMPREHENSIVE REVIEW AND POSSIBLE APPLICATION IN VIETNAM</p> <p><i>Hoang Thi Hong Hanh MSc - Assoc. Prof., Dr. Dao Thi Minh Thanh</i> <i>Academy of Finance</i></p>	115

10.	THE CHANGE OF TRANSPARENCY OF CENTRAL BANK FROM FEDERAL RESERVE SYSTEM PERSPECTIVE <i>Than Thi Vi Linh MA - Nguyen Thi Quynh Huong MA</i> <i>Banking Academy of Vietnam</i>	127
11.	TIME-VARYING COINTEGRATION ANALYSIS FOR MONEY DEMAND IN VIETNAM <i>Pham Dinh Long - Bui Quang Hien</i> <i>Ho Chi Minh City Open University</i> <i>Pham Thi Bich Ngoc</i> <i>Hoa Sen University</i>	135
12.	TIME-VARYING COINTEGRATION ANALYSIS OF INFLATION IMPACT ON GOLD PRICES AND EXCHANGE RATES <i>Pham Dinh Long - Bui Quang Hien</i> <i>Ho Chi Minh City Open University</i> <i>Pham Thi Bich Ngoc</i> <i>Hoa Sen University</i>	145
13.	AN OVERVIEW OF THE EXTANT LITERATURE ON THE IMPLEMENTATION AND EFFECTIVENESS OF MONETARY TRANSMISSION POLICIES BY THE FEDERAL RESERVE IN RESPONSE TO THE GREAT RECESSION OF 2007-2009 <i>Dr. Everett E. Myers</i> <i>New York University</i> <i>Dr. Nguyen Phu Ha</i> <i>VNU - University of Economics and Business</i>	157
14.	SETTING UP MACROPRUDENTIAL POLICY FRAMEWORK: VIETNAM'S EXPERIENCES <i>Dr. Le Thi Minh Ngoc</i> <i>Banking Academy of Vietnam</i> <i>Le Cong Hoi MSc</i> <i>State Bank of Vietnam</i>	173
15.	MACROPRUDENTIAL POLICY AND SYSTEMIC RISK: A REVIEW <i>Du Thi Lan Quynh - Ho Tran Hung</i> <i>Banking University Ho Chi Minh City</i>	183
16.	PROMOTING THE EFFECTIVENESS OF OPEN MARKET OPERATIONS IN MONETARY POLICY IMPLEMENTATION OF THE STATE BANK OF VIETNAM <i>Dr. Doan Phuong Thao - Ngo Thanh Xuan MBA</i> <i>National Economics University</i>	195
17.	SOLUTIONS TO MANAGE GOLD MARKET EFFECTIVELY IN VIETNAM <i>Dr. Dang Thu Thuy</i> <i>Banking Academy of Vietnam</i>	207
18.	AN EMPIRICAL ANALYSIS OF THE RISK-TAKING CHANNEL IN VIETNAM <i>Tran Huu Tuyen MSc</i> <i>Banking Academy of Vietnam</i>	215

19.	<p>THE ADVENT OF DIGITAL CURRENCY AND REGULATIONS AROUND THE WORLD</p> <p><i>Dinh Thi Thanh Van</i> <i>VNU - University of Economics and Business</i></p> <p><i>Le The Trung</i> <i>Hanoi University of Science and Technology</i></p>	225
20.	<p>EMPIRICAL EXCHANGE RATE MODELS REVISITED</p> <p><i>Chu Tuan Vu MSc</i> <i>National Economics University</i></p> <p><i>Vu Huong Quynh MSc</i> <i>Banking Academy of Vietnam</i></p>	239
21.	<p>THRESHOLD EFFECTS OF GOVERNMENT'S EXTERNAL DEBT FOR EMERGING COUNTRIES</p> <p><i>Vu Hai Yen MSc - Dr. Nguyen Thanh Nhan - Nguyen Thi Thu Trang MSc - Pham Thi Lam Anh MSc</i> <i>Banking Academy of Vietnam</i></p>	255

PART II: PAPERS IN VIETNAMESE

TT	Tên bài viết - Tác giả	Trang
22.	TÍN DỤNG, TỶ GIÁ CỦA TRUNG QUỐC SAU KHỦNG HOẢNG <i>ThS. Nguyễn Ngọc Cảnh</i> <i>Ngân hàng Nhà nước Việt Nam</i>	267
23.	ĐIỀU HÀNH, THỰC THI CHÍNH SÁCH AN TOÀN VĨ MÔ: KINH NGHIỆM QUỐC TẾ VÀ KHUYẾN NGHỊ CHO VIỆT NAM <i>ThS. Đỗ Việt Hùng - ThS. Nguyễn Vũ Phương - ThS. Nguyễn Thu Hương</i> <i>Ngân hàng Nhà nước Việt Nam</i>	275
24.	CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ HẬU KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH <i>ThS. Nguyễn Đức Long</i> <i>Ngân hàng Nhà nước Việt Nam</i>	291
25.	MÔ HÌNH GIÁM SÁT TÀI CHÍNH – XU HƯỚNG THẾ GIỚI, THỰC TIỄN VIỆT NAM VÀ MỘT SỐ KHUYẾN NGHỊ <i>TS. Nghiêm Xuân Thành</i> <i>Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam</i>	303
26.	ẢNH HƯỞNG CỦA MÔ HÌNH GIÁM SÁT TÀI CHÍNH ĐẾN HIỆU QUẢ ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ <i>ThS. Nguyễn Thị Hòa</i> <i>Ngân hàng Nhà nước Việt Nam</i>	319
27.	CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ SAU KHỦNG HOẢNG: DIỄN BIẾN QUỐC TẾ VÀ THỰC TẾ ĐIỀU HÀNH CỦA VIỆT NAM GIAI ĐOẠN 2011-2015 <i>ThS. Phạm Xuân Hòe - ThS. Nguyễn Thu Trang - ThS. Nguyễn Hoài Nam - ThS. Nguyễn Thị Minh Ngọc</i> <i>Ngân hàng Nhà nước Việt Nam</i>	331
28.	ĐÁNH GIÁ TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH LÃI SUẤT ÂM ĐỐI VỚI THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH QUỐC TẾ <i>ThS. Nguyễn Ngọc Minh</i> <i>Ngân hàng Nhà nước Việt Nam</i>	351
29.	KHUÔN KHỔ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ NÀO CHO VIỆT NAM TRONG TƯƠNG LAI? <i>TS. Nguyễn Thị Kim Thanh</i> <i>Ngân hàng Nhà nước Việt Nam</i>	363
30.	ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ PHI TRUYỀN THỐNG TẠI ANH NHẪM ỨNG PHÓ VỚI KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH TOÀN CẦU <i>ThS. Phạm Đức Anh - ThS. Nguyễn Thị Thùy Dương</i> <i>Học viện Ngân hàng</i>	371
31.	XÂY DỰNG KHUNG CHÍNH SÁCH AN TOÀN VĨ MÔ - KINH NGHIỆM QUỐC TẾ VÀ KHUYẾN NGHỊ CHO VIỆT NAM <i>ThS. Tô Thị Hồng Anh - ThS. Lê Công Hội</i> <i>Ngân hàng Nhà nước Việt Nam</i>	387

32.	<p>ẢNH HƯỞNG CỦA CẠNH TRANH ĐẾN SỰ ỔN ĐỊNH CỦA CÁC NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI Ở VIỆT NAM</p> <p>ThS. Hoàng Thị Phương Anh - ThS. Vũ Minh Hà</p> <p><i>Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh</i></p> <p>TS. Đinh Thị Thu Hà</p> <p><i>Đại học Nha Trang</i></p>	399
33.	<p>CHÍNH SÁCH TỶ GIÁ TẠI CÁC NƯỚC ASEAN-5 SAU KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH TOÀN CẦU VÀ BÀI HỌC CHO VIỆT NAM</p> <p>Trung tâm Nghiên cứu BIDV</p> <p><i>Ngân hàng TMCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam</i></p>	413
34.	<p>HOÀN THIỆN PHÁP LUẬT VỀ THỰC HIỆN CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ QUỐC GIA CỦA NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC VIỆT NAM</p> <p>ThS. Phan Đăng Hải</p> <p><i>Học viện Ngân hàng</i></p>	423
35.	<p>TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ ĐẾN THANH KHOẢN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN: NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM TẠI VIỆT NAM</p> <p>PGS.TS. Lê Thị Tuyết Hoa - ThS. Đặng Thị Quỳnh Anh</p> <p><i>Đại học Ngân hàng TP. Hồ Chí Minh</i></p>	433
36.	<p>ĐIỀU HÀNH THÀNH CÔNG CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ TRONG SỰ PHỐI HỢP ĐỒNG BỘ VỚI MỘT SỐ BIỆN PHÁP HÀNH CHÍNH SAU KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH TOÀN CẦU</p> <p>PGS.TS. Nguyễn Đức Hưng</p> <p><i>Ngân hàng Nhà nước Việt Nam</i></p> <p>TS. Lương Văn Hải</p> <p><i>Viện Đại học Mở Hà Nội</i></p>	455
37.	<p>TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ LÊN VỐN ĐẦU TƯ TƯ NHÂN TẠI VIỆT NAM: NGHIÊN CỨU GIAI ĐOẠN TRONG VÀ SAU KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH</p> <p>TS. Phan Thị Quốc Hương - ThS. Lê Việt An</p> <p><i>Đại học Quy Nhơn</i></p>	471
38.	<p>TÁC ĐỘNG CỦA TÍN DỤNG TỐI TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ VÀ GỢI Ý CHÍNH SÁCH CHO VIỆT NAM</p> <p>TS. Chu Khánh Lâm - Nguyễn Thu Huyền</p> <p><i>Học viện Ngân hàng</i></p>	491
39.	<p>MỘT SỐ MÔ HÌNH GIÁM SÁT TÀI CHÍNH GIAI ĐOẠN SAU KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH THẾ GIỚI VÀ HÀM Ý CHO VIỆT NAM</p> <p>ThS. Tạ Nhật Linh - ThS. Khúc Thế Anh</p> <p><i>Đại học Kinh tế Quốc dân</i></p>	507
40.	<p>CÁC NHÂN TỐ GÂY BIẾN ĐỘNG LẠM PHÁT Ở VIỆT NAM TRONG BỐI CẢNH HỘI NHẬP QUỐC TẾ VÀ MỘT SỐ KHUYẾN NGHỊ</p> <p>ThS. Nguyễn Hữu Mạnh - ThS. Nguyễn Văn Trường</p> <p><i>Ngân hàng Nhà nước Việt Nam</i></p>	523

41.	<p>ẢNH HƯỞNG CỦA CÚ SỐC DẦU LÊN TỶ GIÁ HỐI ĐOẠI Ở CÁC QUỐC GIA ĐÔNG NAM Á - TIẾP CẬN THEO MÔ HÌNH CHUYỂN ĐỔI TRẠNG THÁI MARKOV-SWITCHING</p> <p>ThS. Lê Thị Hồng Minh - ThS. Hoàng Thị Phương Anh - Nguyễn Bích Ngọc</p> <p><i>Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh</i></p>	537
42.	<p>THỊ TRƯỜNG CÔNG CỤ PHÁI SINH NGOẠI HỐI TẠI VIỆT NAM VÀ NHỮNG THAY ĐỔI TRONG CHÍNH SÁCH QUẢN LÝ CỦA NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC</p> <p>TS. Nguyễn Thị Quỳnh Nga</p> <p><i>Đại học Ngoại thương - Cơ sở II tại TP. Hồ Chí Minh</i></p>	553
43.	<p>CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ PHI TRUYỀN THỐNG CỦA FED VÀ ECB - BÀI HỌC CHO VIỆT NAM</p> <p>TS. Nguyễn Thanh Nhân - ThS. Vũ Ngọc Hương</p> <p><i>Học viện Ngân hàng</i></p>	569
44.	<p>ĐIỀU HÀNH CÔNG CỤ LÃI SUẤT Ở VIỆT NAM TỪ KHI XẢY RA KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH TOÀN CẦU ĐẾN NAY</p> <p>TS. Trần Thế Sao</p> <p><i>Đại học Mở TP. Hồ Chí Minh</i></p>	585
45.	<p>ÁP DỤNG CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ PHI TRUYỀN THỐNG TẠI MỘT SỐ NƯỚC VÀ VẤN ĐỀ ĐỐI VỚI VIỆT NAM</p> <p>PGS.TS. Nguyễn Trọng Tài</p> <p><i>Học viện Ngân hàng</i></p> <p>ThS. Nguyễn Thị Huyền Trang</p> <p><i>Đại học Lao động - Xã hội</i></p>	599
46.	<p>HỆ LỤY CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ PHI TRUYỀN THỐNG</p> <p>ThS. Vũ Xuân Thanh</p> <p><i>Ngân hàng Nhà nước Việt Nam</i></p>	619
47.	<p>CHÍNH SÁCH LÃI SUẤT ÂM TẠI MỘT SỐ QUỐC GIA TRÊN THẾ GIỚI VÀ BÀI HỌC KINH NGHIỆM</p> <p>ThS. Phan Thị Hồng Thảo - ThS. Trần Thị Thắng</p> <p><i>Học viện Ngân hàng - Phân viện Bắc Ninh</i></p>	629
48.	<p>THỰC TRẠNG VÀ PHƯƠNG HƯỚNG HOÀN THIÊN PHÁP LUẬT VỀ GIÁM SÁT THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VIỆT NAM</p> <p>PGS.TS. Nguyễn Trường Thọ - Phạm Minh Duyên</p> <p><i>Học viện An ninh nhân dân</i></p>	647
49.	<p>GIÁM SÁT NGÂN HÀNG TRÊN NỀN TẢNG STRESS TEST - KINH NGHIỆM QUỐC TẾ VÀ BÀI HỌC CHO VIỆT NAM</p> <p>ThS. Nguyễn Thị Thu Trang</p> <p><i>Học viện Ngân hàng</i></p>	665
50.	<p>KINH NGHIỆM SỬ DỤNG CÔNG CỤ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ PHI TRUYỀN THỐNG CỦA NHẬT BẢN VÀ BÀI HỌC CHO VIỆT NAM</p> <p>ThS. Trần Huy Tùng</p> <p><i>Học viện Ngân hàng</i></p>	675

51.	MỨC ĐỘ ĐỘC LẬP CỦA NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG NHẬT BẢN VÀ TRUNG QUỐC VÀ GỢI Ý CHO VIỆT NAM <i>ThS. Đặng Thế Tùng</i> <i>Học viện Ngân hàng</i>	687
52.	ĐIỀU HÀNH TỶ GIÁ TRUNG TÂM CỦA NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC VIỆT NAM - MỘT NĂM NHÌN LẠI <i>TS. Nguyễn Tường Vân</i> <i>Học viện Ngân hàng</i>	705
53.	ĐO LƯỜNG ỔN ĐỊNH TÀI CHÍNH CÁC QUỐC GIA - KINH NGHIỆM QUỐC TẾ VÀ BÀI HỌC CHO VIỆT NAM <i>ThS. Vũ Hải Yến</i> <i>Học viện Ngân hàng</i>	717

PREFACE

Distinguished Guests and Conference Participants,

The suitable framework for the conduct of monetary policy has been a major issue confronted by many central banks since the global financial crisis. The conventional monetary policy has been challenged due to the disruption of interbank market in particular and financial market in general as well as the zero lower bound for interest rate. In response to these problems, major central banks have adopted a wide range of unconventional monetary policy measures, in an effort to stimulate the declining economic activity. Challenges for central banks in emerging countries are even more acute due to the pressure from exchange rate, volatile capital flows, structural economic reform and so on.

In an effort to provide a dynamic environment for academics and experts to discuss and exchange their views of monetary policy framework evolution, Banking Academy and International Cooperation Department under State Bank of Vietnam are hosting international conference “*Evolution of Monetary Policy Framework after the Global Financial Crisis*”. The conference is held at Banking Academy (Hanoi - Vietnam) on 15th December, 2017.

This volume aims to provide readers with a selection of refereed papers prepared by academics and experts from Vietnam and across the world. The proceedings consist of 53 full-text papers (21 papers in English and 32 in Vietnamese), selected from a total of 70 submissions, all of which are peer-reviewed and cover the following topics:

- *Unconventional monetary policy tools*
- *New monetary policy transmission channels*
- *Negative interest rate policy*
- *Financial supervision models*
- *Macro-prudential policy framework*
- *Newly developed models for financial and monetary forecasting*
- *Experiences on monetary policy implementation of the central banks.*

We would like to thank the Board of Directors of Banking Academy of Vietnam and International Cooperation Department under State Bank of Vietnam for their endorsement in organising the conference and hope that this conference will lay a sound foundation for future cooperation between organisations. Last but not least, we would be grateful to all keynote speakers, authors and referees for contribution of their wisdom, all participants, reporters, media representatives and to those who go unnamed for their relentless support and inspiration.

We wish you all the success, happiness and joy in life !

Hanoi, 15th December, 2017

Chairman



Dr. Bui Tin Nghi

President of Banking Academy of Vietnam



Part I
PAPERS IN ENGLISH

THE EFFECTIVENESS OF THE INTEREST RATE CHANNEL IN VIETNAM AND RECOMMENDATIONS ON THE INTEREST RATE TARGETING OF MONETARY POLICY FRAMEWORK

Bui Quoc Dzung MSc

Central Economic Committee

Assoc. Prof., Dr. Nguyen Duc Trung - Hoang Viet Phuong MA

State Bank of Vietnam

Abstract

In the current tendency, when exchange rate and monetary targeting policy have revealed many shortcomings, central banks have switched to monetary policy framework under the short-term interest rate target in order to fulfill the ultimate goal of price stability. Accordingly, the central banks compile the interest rate corridor that directs the interbank interest rate, then transmits to the market and finally affects to the macroeconomic variables such as GDP growth or inflation rate. This is true for central banks pursuing either inflation targeting or flexible inflation targeting. The primary principle to implement the regulatory framework for interest rate targeting is that the economy would be sensitive to interest rates operating policy of central banks. This paper examines the sensitivity of the economy to State Bank of Vietnam's operating interest rates through the VAR model with 2 periods (before and after the year of 2011). Besides, we also use the DSGE model for simulating the responses of economic subjects with the operating interest rate when the economy hits shocks. As a result, the research will provide policy implications for the State Bank of Vietnam (SBV) in transiting from a quantity-based monetary policy to an interest rate-based monetary policy within the flexible inflation targeting framework. In addition, monetary policy framework is recommended to conduct in the appropriate manner in term of operational and final objectives selection, and interest rate target – based transmission mechanism.

Keywords: *monetary policy, interest rate targeting, dynamic stochastic general equilibrium (DSGE), vector autoregressive (VAR).*

1. Introduction

Central bank reforms its monetary policy framework when the old framework has weakened or failed to cope with the crisis. On the history of the development of the operational framework, the first objective of the monetary policy was the exchange rate management established after World War II, known as the Bretton Woods Treaty of fixed exchange rates. Accordingly, The US dollar was the anchor currency and the other currencies, intervened by central banks, had to remain within narrow exchange rate bands ($\pm 1\%$) against USD. In this regime, the well-controlled exchange rate fluctuation played an important role of nominal anchor for the market expectation, a key condition for inflation management, equilibrium balance of payments and macroeconomic stability. However, The Bretton Woods system of monetary management was collapsed due to the disagreement among countries on maintaining the equilibrium balance of payments. Since the collapse of the Bretton Woods system, many countries move into the quantity-based monetary policy framework when they faced to the rising inflation. However, since the late 1980s, the international financial market has grown rapidly with the trend of increasingly capital flows liberalization. De Grauwe and Polan (2005) shows that in the increasingly capital flows liberalization condition, central banks were faced to control their money supply target and the relationship between money supply and price stability was weakening. As a result, central banks changed from the quantity-based monetary policy framework to the interest rate-targeting monetary policy framework. Under the interest rate-targeting monetary policy framework, the central banks conduct the monetary policy by regulating the short-term interest rate to meet the inflation target or the flexible inflation target (*the ultimate goal is inflation control considering to other macroeconomic indicators such as GDP growth, employment rate, etc.*). Thus, the monetary policy history has progressed through three periods: exchange rate target, monetary target and short-term interest rate target. However, Vavra et al. (2016), the three above operating frameworks can be broken down into five regulatory frameworks: (1) exchange rate targeting, (2) quantity-based monetary targeting, (3) advanced quantity-based monetary targeting, (4) basic inflation targeting and (5) fully inflation targeting. Accordingly, the third and fourth frameworks will be transitional from the quantity-based monetary targeting to the inflation targeting framework, these transitional frameworks can be chosen by emerging countries with the same conditions as Vietnam. These are transitional processes for the fully implementation of the interest rate-targeting monetary policy framework.

Table 1: Classification of monetary policy frameworks

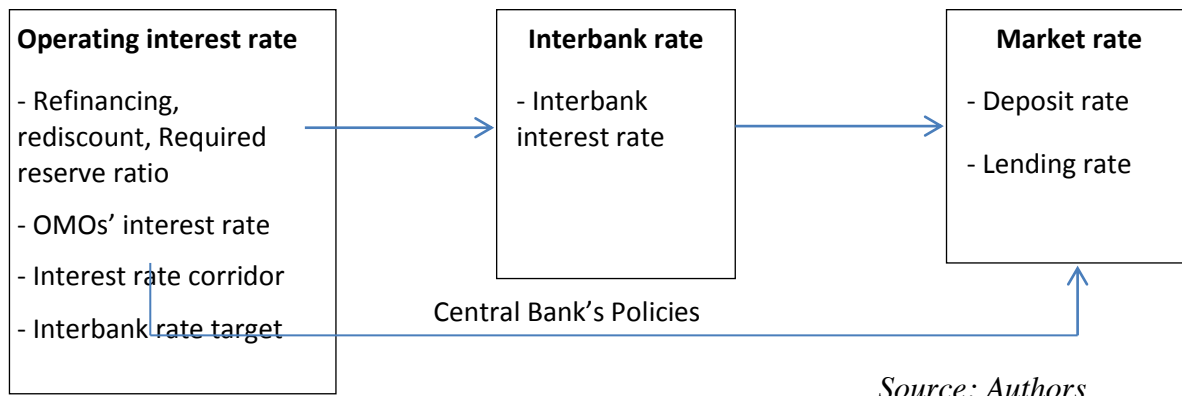
	Monetary policy framework	Intermediate target	Operating target
1	<i>Exchange rate</i>	Exchange rate	Exchange rate/interest rate
2	<i>Quantity-based monetary</i>	Quantity of money	Monetary base
3	<i>Advanced quantity-based monetary</i>	<i>Quantity of money</i>	<i>Short-term interest rate</i>
4	<i>Basic inflation targeting</i>	Expected inflation	Short-term interest rate
5	<i>Fully inflation targeting</i>	Expected inflation	Short-term interest rate

Source: Vavra et al. (2016)

Thus, in the third and fourth frameworks, countries can be pursued the following monetary policy objectives: (1) The ultimate objective is flexible inflation targeting; (2) The intermediary objective is the quantity of money and gradually the direction of expected inflation; (3) The operating target is short-term interest rates. With the specific objectives mentioned above, the interest rate-targeting monetary policy mechanism is based on the tools of the interest rate system. Accordingly, the central bank is needed to set an appropriate operating interest rate to create a leading indicator for the market in the monetary policy direction. In addition, the interest rate corridor should also be designed and the policy rate is in the middle of this policy corridor. The policy rate and the policy corridor will be periodically published by the central bank whereby policy rates are announced lower than ceiling rates and higher than floor rates. Basically, the interest rate corridor must be wide enough to motivate credit institutions (CIs) dealing amongst themselves rather than approaching to the central bank, but should not be too wide, limiting the fluctuation in interest rates. Moreover, according to the experience of many countries (Maehle, 2014), the too wide interest rate corridor could result in high day-to-day interbank rate volatility and CIs would tend to increase their liquidity buffers to prevent liquidity shortages instead of engaging in overnight interbank trade. In the equilibrium, CIs borrow from others in the interbank market at the market interest rate sticking basically to the policy rate; in other cases (excessive or insufficient disposable capital), CIs can borrow from the central bank at policy rates in the open market operations (OMOs) (insufficient disposable capital) or buy central bank's securities at periodic OMOs sessions (excessive disposable capital). However, due to the lack of automatic mechanisms, the OMOs channel, in many cases, does not fully meet the demand for capital of CIs (e.g., possibly CIs do not hold enough necessary securities or their demands are not at the central bank's OMOs sessions, etc). In that case, CIs need to borrow from the central bank as refinancing loans with the interest rate ceiling or deposit at the central bank with the interest rate floor, CIs accept the loan with the higher interest rate or the deposit at lower interest rates than market rates. By this mechanism, CIs are encouraged to proactively manage their liquidity, participate in the interbank market and OMOs (with the conditions of holding sufficient qualified securities). For the interbank interest rate to be fluctuated within the band, the central bank must be proactive and flexible in monetary injection or withdrawal. Accordingly, the central bank would inject (or withdraw) money in the case of a capital shortage (or redundancy) to impact the market interest rates along with the policy rate. These operations are an expression of its commitment for stabilizing the monetary market and creating the confidence of CIs in the central bank. Operating experiences have shown that one of the key elements in building an interbank market linked to the regulatory framework of the interest rate corridor is to create market confidence in the central bank's commitment. As a result, CIs would actively trade in the market and the depth of the market will be expanded, consequently, the market interest rate would be difficult to fluctuate extremely when there is a shock and it will help the central bank not to intervene severely with a costly expense. By achieving the interest rate targets through mentioned tools and operations, the policy rate will

transmit to interbank interest rates, then affect to market interest rates and finally, acquire price stabilization as well as other macroeconomic objectives.

Figure 1: Interest rate operating mechanism of the Central Bank



However, in order to effectively operate the interest rate targeting policy framework, the important condition is that the economy would be sensitive to the central bank's policy rate, or in other words, the effectiveness of interest rate transmission channel should be confirmed.

This study focuses on assessing the sensitivity of the Vietnam's economy to the SBV's policy rate through Vector Autoregression model (VAR model) with two periods (before and after 2011) and the Dynamic Stochastic General Equilibrium model (DSGE model). From the results, we offer policy implications for the SBV in the process of changing to the interest rate targeting monetary policy framework. These implications include selecting of the monetary policy objective, setting up mechanisms to manage interest rates consistent with the target in an appropriate monetary policy framework in Vietnam.

2. Literature review

In the monetary policy operating mechanism researches, although the operational evolution has been less popular than a subject of academic research, it has been examined by specialists in the central banking community. Ho (2008) reviews comprehensively the interest rate management mechanisms of 17 countries to find out the reasons and conditions to implement monetary policy under corridor operating framework, and he also considers construction procedures of interest rate targeting operating framework. After considering to countries' management practices, Ho (2008) concludes that whenever implementing the interest rate operating framework, countries are constantly supplementing and adjusting to improve the framework in line with their specific conditions. In other research, Bindseil (2016) reviews the development process of the operating framework for monetary policy in the world and summarizes the common regulatory viewpoints of central banks before the global financial crisis. After that, the author gives lessons of monetary policy operation after the crisis such as requirements along with low inflation, higher financial stability, and proposes methods to financial market management including the interest rate corridor, short-term interest rate policy.

In Vietnam, researches on the monetary policy implementation framework generally and the interest rate-targeting monetary policy operating mechanism especially are not plentiful, the researches basically only give some general insights and almost do not give suggestions practically to develop an interest rate-targeting operating framework. To Anh Duong (2015) gives an overview of the monetary policy operating framework in Vietnam through periods, especially, the 2011-2015 period, she concludes that the role of policy rates tends to increase in the transmission mechanism of monetary policy and investors were more sensitive to policy rates. However, policy recommendations in this paper are general and impractical. The study by the Duma and Ha Nga (2013) presents more specific empirical results: the effectiveness of the interest rate channel is still weak in Vietnam but lending rate is more responsive to the SBV's interest rate policy. The study also suggests that the SBV should use the interest rate tools to support for anchoring the exchange rate, reduce the administrative regulations on interest rates and implement the interest rate operating corridor.

For investigating the sensitivity of the economy to the central bank's policy rates, the most common quantitative methods are VAR models such as standard VAR, structural VAR, FAVAR... The selection of quantitative method depends on the economic development of each country and the technical option of researchers. For countries with short or inadequate data, researchers often choose SVAR (or FAVAR) because these models can be more effectively. In addition, these models allow us to impose constraints on the relationship among variables to interpret the macroeconomic situation and operating practices of the studied country. However, some researchers prefer to use the standard VAR model because they assume that the imposition of constraints will affect the objectivity of the results. Disyatat and Vongsinsirikul (2003) estimates two VAR models with different periods based on fundamental variables as output, inflation, policy rate, exchange rates quarterly from 1993 to 2001 and from 1993 to 1999 to highlight the changing effect of monetary policy since the 1998 Asian crisis¹. The study also finds out the price puzzle problem, a common phenomenon in developing countries when the central bank tightens or loosens monetary policy, exchange rates and interest rates do not move according to the economic rule². In addition, the Federal Reserve Bank of San Francisco's researchers use the FAVAR model to estimate the effect of Chinese monetary policy during the period 2000-2011. The authors use a broad set of Chinese economic indicators instead of single variables to measure economic activities. This approach is aimed to avoid dependence on China's main (but unreliable) variables and to allow the simultaneous applicability of multiple data series with different lengths and frequencies. The flexible combinations of variable groups used in the model result in the high transmission effect of required reserve and interest rate channels, while credit, M2 channels have low effects, even against with the economic theory.

1 If we estimate VAR model only from 1993 to 1999, the effectiveness of interest rate to GDP growth and CPI was higher than the effectiveness of interest rate in recent years. This reveals the reduction in effectiveness of the monetary policy in 1999-2001 due to the difficulty of the banking system and business operation (P. Disyatat, P. Vongsinsirikul / *Journal of Asian Economics* 14, 2003, p. 399).

2 For example, the higher policy rate, the higher inflation rate.

In Vietnam, the researches generally showed the limited effect of the interest rate channel and the interest rate operation did not have significant impact on the monetary policy objectives. Le and Pfau (2008) constructed a VAR model based on variables representing the characteristics of an open economy. They concludes that the interest rate channel does not have impact on the monetary policy objectives and the monetary quantity affects significantly to the output. In other research, Camen (2006) uses the Bayesian VAR model for inflation, exchange rates, money supply (M2), credit growth, interest rates, world prices, US money supply to test the effectiveness of monetary policy in three small periods (1996-2003; 1996-2004; 1996-2005). The result reveals that credit growth is an important factor influence to inflation but with a long lag length (24 months), while M2 and interest rate has no effect statistically to inflation. However, these two models uses many variables, authors should eliminate the rice price (using only oil price) and replace the US M2 with the Fed's interest rate. Recently, the study by Bhattacharya (2012) applies the SVAR model in examining the key drivers of inflation and the role of monetary policy in Vietnam from 2004 to 2012. The result is that interest rate interest rates does not have a significant impact on headline inflation and there is a “price puzzle”, that means there is high persistence of expected inflation and the central bank is passive rather than forward-looking in responding to inflation. Accordingly, the author also proposes that Vietnam would establish an interest rate corridor, incorporating both a lending rate and a deposit rate, as an important tool of monetary policy to improve the control ability in market rates. However, some of the conditions imposed by the study may not be consistent with Vietnam’s management practices. N. L. Hoa and D. T. Dzung (2013) examine the causes of inflation in Vietnam, using the same approach as Bhattacharya (2012), and conclude that the inflation is affected weakly by exchange rate and interest rate, strongly by the money supply (M2) with a 6-months lag. Nonetheless, some conditions in the model are not really relevant to Vietnam’s practices and the using of many variables could reduce the model efficiency due to the possibility of high correlation among variables such as import prices and exchange rates or CPI and PPI. Finally, the result of the research by B. V. Hai and T. M. Trang (2015) using VAR model shows that interest rates and demand for money are two important factors effecting to output. However, the conclusions of the research are quite fuzzy, not fulfilling the requirement to understand the transmission mechanism of monetary policy through the interest rate channel in Vietnam. Therefore, the existing studies have not analyzed the mechanism of interest rate operating framework in the Vietnam economy’s practical context (economic conditions, financial and capital markets). The policy recommendations are only in general principles and have little value in practice, especially, in implementing the interest rate targeting monetary policy framework.

Based on the review of domestic and international researches, the objective in this study is proposing the interest rate-target operating framework in order to improve the effectiveness of monetary policy in Vietnam. We carry out through two steps: (i) Assessing the sensitivity of the economy to the SBV’s policy rate in recent years; (ii) Providing

recommendations in implementing the interest rate-target operating framework to enhance the effectiveness of monetary policy.

3. Methodology and Quantitative Modeling Discussion

3.1. VAR Model and the effect of interest rate channel in Vietnam

3.1.1. Model structure and Data description

This research uses VAR estimation approach of Rina Bhattacharya (2013) which incorporates interest rate and asset price channels to fulfill the entire monetary transmission mechanism of Vietnam, as follows:

$$X_t = \Gamma_0 + \sum_k \Gamma_k X_{t-k} + \xi_t$$

In which:

$X_t = (i_t, cr_t, lr_t, fx_t, vni_t, inf_t)$ is endogenous variables vector, i is the policy interest rate (VNIBOR overnight), cr is growth rate of credit for the economy (credit channel), lr is the lending interest rate (interest rate channel), fx is the annual percentage change in the nominal exchange rate of VND/USD (exchange rate channel), vni is the annual percentage change of the VN Index (asset price channel), and inf is the headline inflation rate, Γ_k is the matrix of the parameters, and $\xi_t \sim N(0, \Omega)$ is the vector of the random error (with the covariance matrix Ω).

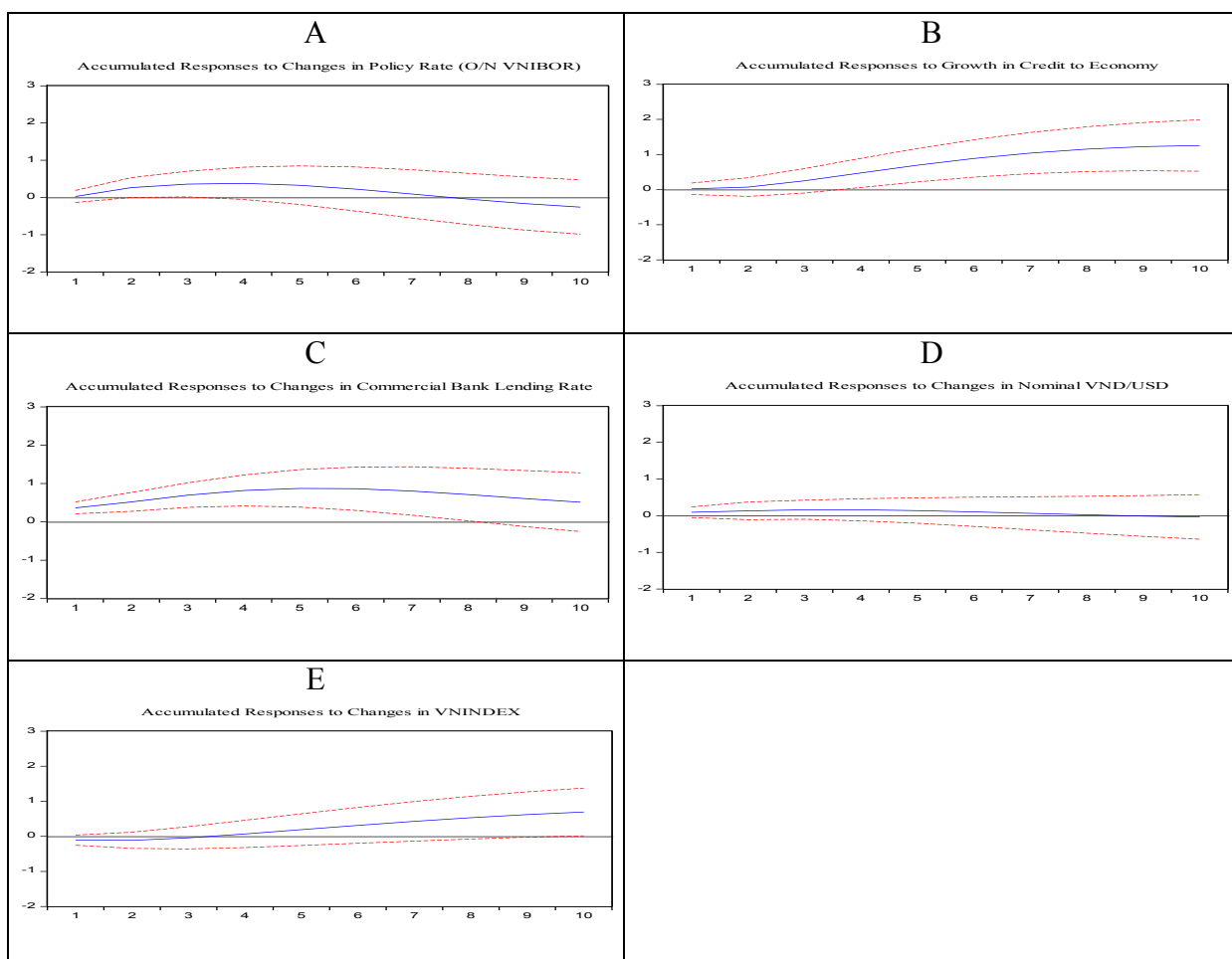
The VAR models that investigate the change of monetary policy transmission mechanism in Vietnam in term of interest rate channel are estimated in monthly basis for two periods of 2002 to 2010 (Phase 1) and 2011 to 2017 (Phase 2). We select the models of two lag for the first period and one lag for the last one based on Schwarz Information Criterion (SCI) method of selecting the optimal lag length. The robustness of two models is checked by AR characteristic polynomial function. As the result, all the roots lie in the unit circle (less than 1) implying the stability condition satisfied.

The order of the variables is set by Cholesky decomposition as follows: Policy rates, Credit for the economy, Lending rates, Exchange rate, Stock index, and Inflation rate. It is implied policy rate affect all other endogenous variables in the short-term VAR model while the credit growth does not affect the policy rate at the same time but the four remaining variables. Meanwhile, lending rate only impacts on the exchange rate, stock price and inflation rate. The movement of the VND/USD nominal exchange rate has a simultaneous effect on both the percentage change in the VN Index and headline CPI but the stock price index only has an impact on inflation. Finally, inflation in the short run is influenced by all macro variables in the model without adverse effect on those variables contemporaneously.

3.1.2. Results and discussion

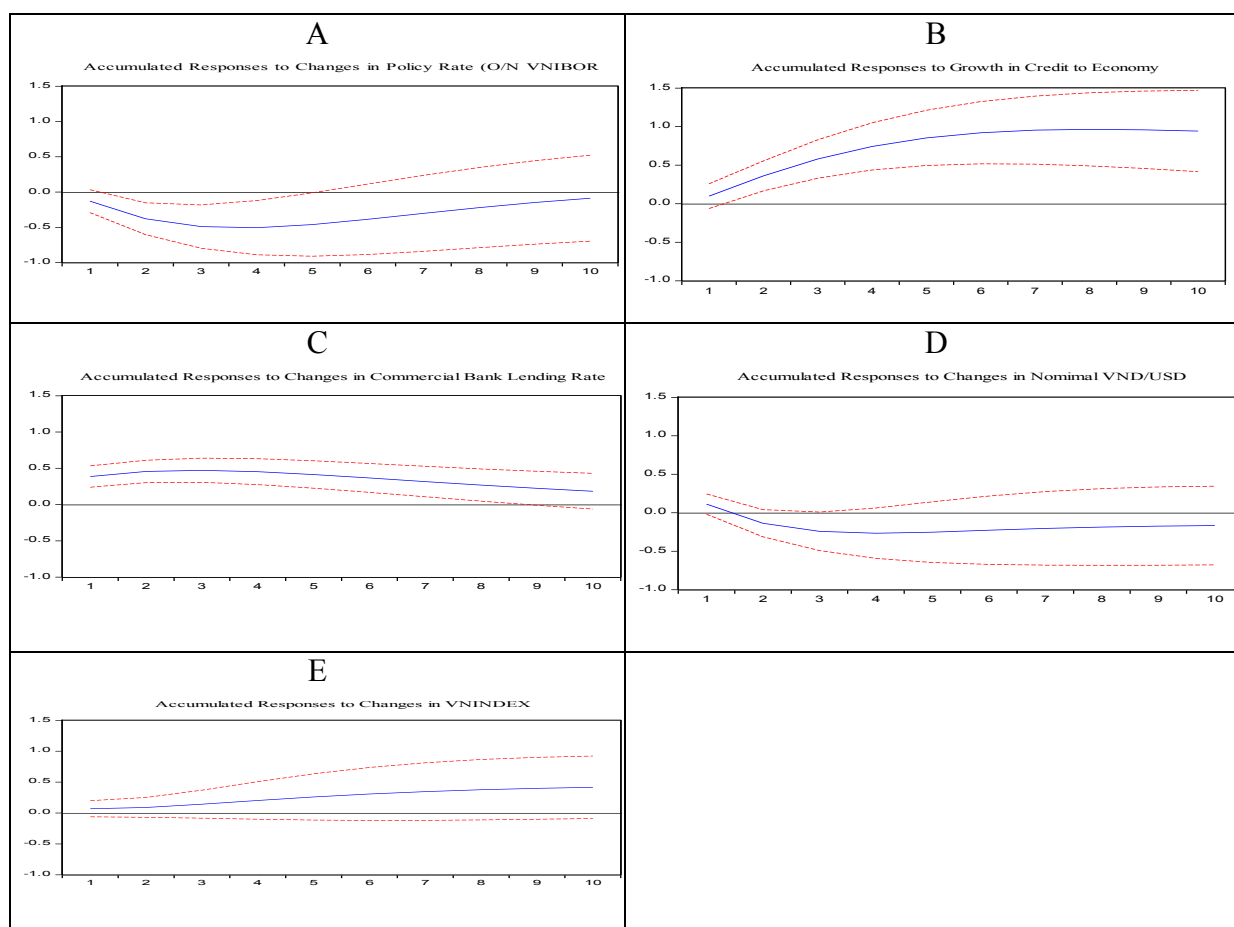
The response of inflation to the shocks of the remaining endogenous variables is shown in the figures 2. **For the Phase 1 (March 2002 - December 2010)**, the results indicate that commercial bank lending rate affects to inflation in short term (less than 3 months) while the impacts of credit and the stock price shock were transmitted to headline CPI in longer term (6 months). The responses of Inflation are positively significant with the impulses of overnight interbank rates, credit for the economy and lending rate. This implies once the SBV increases policy rate, lending rate increases and hence the inflation. In the other words, tightening monetary policy is ineffective in curbing inflation in the period of March 2002 and December 2010. This phenomenon is so-called "*price puzzle*" describing how price responds to central bank policy unusually.

Figure 2. The responses of Vietnam's inflation to the shocks of other endogenous variables in the phase 1 (March 2002- December 2010)



Whereas the model for phase 2 (January 2011 – July 2017) reveals the different results that major macroeconomic variables affecting inflation in short term (less than 3 months) include policy rate, average lending rate of commercial banks, credit for economy and VN Index. Especially, Inflation responds negative and significant with overnight interbank rates and exchange rate. Interest rate and exchange rate channels are implied playing a role in curbing inflation in the period from 2011 to 2017.

Figure 3: The responses of Vietnam's inflation to the shocks of other endogenous variables in the phase 2 (January 2011- July 2017)

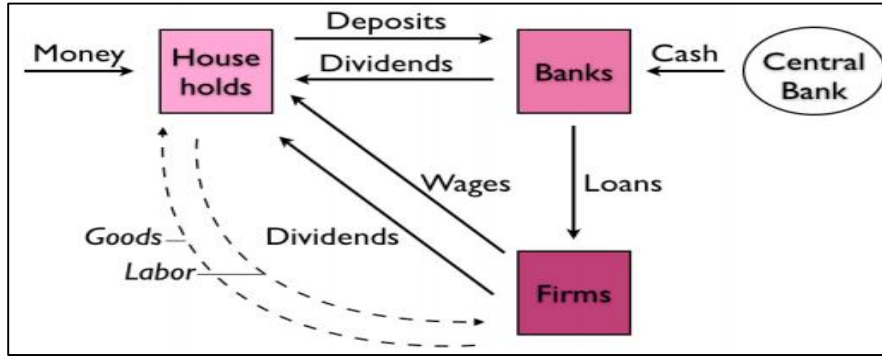


In summary, the evidences from the VAR models suggest that policy rate has had no effect on controlling inflation in Vietnam between the years of 2002 and 2010. However, from 2011 onwards, the situation changes as the SBV started to consider interest rate to be an important instrument for conducting monetary policy beside credit and money supply. Meanwhile, inflation becomes more sensitive to the change of policy rate.

3.2. DSGE model and interest rate channel

Dynamic Stochastic General Equilibrium (DSGE) model is applied for policy analysis based on interrelated relationships among aggregate supply, aggregate demand and monetary policy reaction (Sbordone, A. M, et al., 2010). The equation for identifying these blocks is derived from a micro foundation based on an assumption of maximizing utilities of economic entities, including households, firms, and later banking system as intermediary (Gambacotta, L & Signoretti, FM, 2013). These entities interact together and then turn the economy into a general equilibrium. In this system, the response of the monetary policy is presented through interest rate movement that aims to maximize the welfare of society. The shocks are gradually stabilized and the whole economy return to a state of equilibrium over time showing the effectiveness of interest rate channel. Finally, the expectation of the market is anchored on the central bank's ultimate goal of stabilizing prices and output in the economy.

Figure 4: DSGE model with the participation of the Central Bank



Source: Schorfheide (2000), Tommaso Mancini Griffoli (2008).

In this research, we apply the works of Laurence M. Ball (1999) and Jordi Gali (2015) for evaluating the effectiveness of the interest rate channel of Vietnam. The simulation result from DSGE model indicates the response of interest rates in the banking system to the changes in macroeconomic variables such as output, inflation and exchange rate.

3.2.1. Structure and model data

There are 4 basic equations:

(i) The aggregate demand equation - IS equation:

$$y = \rho_y * y (+1) + (1 - \rho_y) * y (-1) - 1 / \sigma * (r_n - \pi (+1)) - \delta * e (-1) + z_u;$$

(ii) Phillips Curve (the relationship between inflation and GDP):

$$\pi = \beta * (\rho_\pi * \pi (+1) + (1 - \rho_\pi) * \pi (-1)) + \kappa * y - \gamma * (e (-1) - e (-2)) + z_p;$$

(iii) The equation of interest rate rules:

$$r_n = \rho_{r_n} * r_n (-1) + (1 - \rho_{r_n}) * (\psi_{ip} * \pi + \psi_{iy} * y + z_r);$$

(iv) The exchange rate equation:

$$e = \lambda * (r_n - \pi (+1)) + z_e;$$

In which:

y is the output gap; π is the inflation gap (between actual inflation and target inflation); r_n is the policy rate gap (between VNIBOR overnight and its mean); e is the real effective exchange rate (REER).

Parameters of the model are related as follows:

$$\beta = (1 + \text{piss} / 100) / (1 + \text{rnss} / 100);$$

$$\kappa = (1 - \theta) * (1 - \theta * \beta) / \theta * (\sigma + \eta);$$

Estimated errors are not white noises but AR 1:

$$z_u = \rho_u * z_u (-1) + e_u;$$

$$z_p = \rho_p * z_p (-1) + e_p;$$

$$z_r = \rho_r * z_r (-1) + e_r;$$

$$z_e = \rho_e * z_e (-1) + e_e;$$

where e_u, e_p, e_r, e_e are white noises.

The initial assumptions (priors) of the model parameters are:

Parameter	Distribution function	Prior Mean	Standard Deviation
Sigma	Gamma	1,5	0,2
Theta	Beta	0,5	0,1
Psip	Gamma	1,2	0,1
Psiy	Gamma	0,12	0,05
Delta	Gamma	0,2	0,1
Gamma	Gamma	0,2	0,1
Lamda	Gamma	0,3	0,1
Piss	Gamma	1,43	0,1
Rnss	Gamma	2,19	0,1
rho_u	Beta	0,5	0,1
rho_p	Beta	0,5	0,1
rho_r	Beta	0,5	0,1
rho_e	Beta	0,5	0,1
rho_y	Beta	0,5	0,1
rho_pi	Beta	0,5	0,1
rho_rn	Beta	0,5	0,1

Data for estimating model from 2011 first quarter to 2017 thirteenth quarter is collected from the State Bank of Vietnam and General Statistic Office.

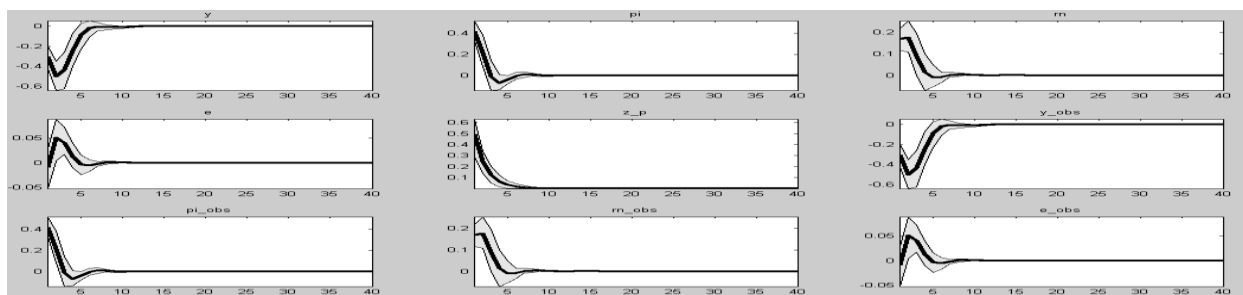
3.2.2. Results and discussion

Using the Bayesian estimation technique, the parameters of the model are re-estimated on the basis of the initial assumptions and the actual data sample from the first quarter of 2011 to the third quarter of 2017. The posterior results are as follows:

Parameter	Distribution function	Prior Mean	Standard Deviation
Sigma	Gamma	1,6148	0,2
Theta	Beta	0,972	0,1
Psip	Gamma	1,0454	0,1
Psiy	Gamma	0,0486	0,05
Delta	Gamma	0,0094	0,1
Gamma	Gamma	0,1050	0,1
Lamda	Gamma	0,0943	0,1
Piss	Gamma	1,3228	0,1
Rnss	Gamma	2,0534	0,1
rho_u	Beta	0,3715	0,1
rho_p	Beta	0,3576	0,1
rho_r	Beta	0,2887	0,1
rho_e	Beta	0,6117	0,1
rho_y	Beta	0,5256	0,1
rho_pi	Beta	0,2960	0,1
rho_rn	Beta	0,5543	0,1

Thus, the estimated value of the parameters has changed from the original assumption. These values are more reliable considered the relationship of variables in the model. Based on the re-estimated parameters (as above), the impulse - response functions of the DSGE model are as follows:

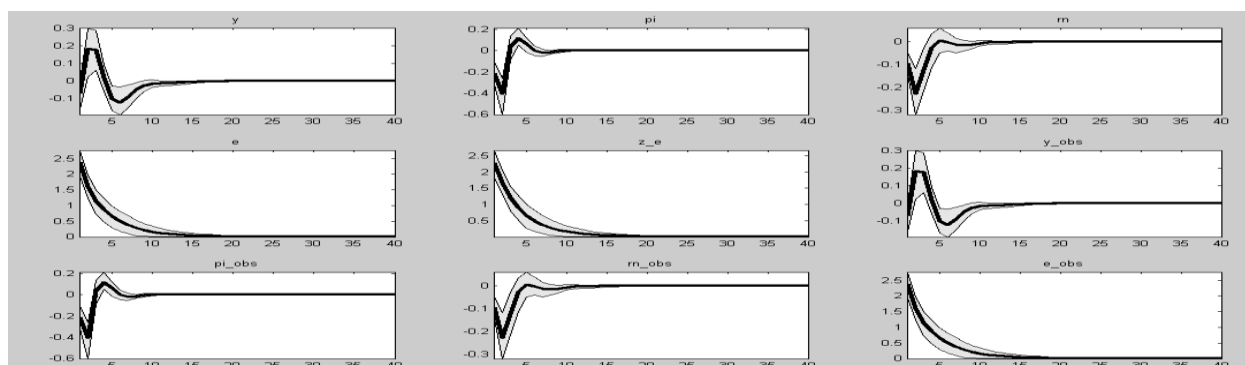
Figure 5: Impulse - response function when the shock of price occur



Price level of Vietnam’s economy is assumed to rise by 0.4% over the previous month by a sudden rise in global commodity prices. The simulation of DSGE model shows that policy rate increase by 0.2% to react to the upward trend of the inflation. The VND interest rate increases, making the Dong value more attractive, raising the real exchange rate between VND and basket of major trading partners’ currencies. In the opposite direction, the fluctuations of the nominal interest rate together with the increase of real effective exchange rate causes the output decreasing. This helps to reduce the pressure on prices from the demand side. As a result, inflation tends to decrease and return to equilibrium level after 7 quarters. Other macroeconomic variables also diminish volatility and stabilized over time.

Another assumption is that foreign capital inflows unexpectedly surge in Vietnam’s financial market that make the real effective exchange rate increasing by 2.5%. The simulation of DSGE model presents an immediately output reduction and inflation decline, reaching the bottom level of -0.4% after two quarter. With the downward spiral of aggregate demand and prices, policy rate reacts in a downward direction (down about 0.2%) to stimulate the economy recovery. As a result, output and inflation rise again and the economy reach equilibrium after about 10 quarters (2.5 years).

Figure 6: Impulse - response function when the shock of exchange rate occur



In summary, the transmission mechanism from the DSGE model shows that the interest rate channel is becoming more useful in curbing inflation when there are abnormal shocks in the economy since 2011 to present. This demonstrates that the application of price-setting mechanism for conducting monetary policy is becoming feasible and can be better achieved when the behaviors of economic entities (households, businesses) are more sensitive with the change in interest rates of Vietnam’s banking system.

4. Conclusion and policy implications

Based on the quantitative results, the VAR model shows that since 2011, inflation has been more sensitive to the SBV's operating rates. In addition, the DSGE model has simulated the responses of economic agents to the changes in interest rates, so that the economy quickly returns to equilibrium if the shocks occur. As such, the condition for the SBV to conduct the target of interest rate emerges. In this mechanism, the SBV's administration plays a key role in the stabilization of price level in the economy.

However, by revising of current practices and regulations, objectives of monetary policy in Vietnam are still mainly monetary quantity. Accordingly, based on the GDP growth and inflation plans of the Government, the SBV determines annual money supply growth rate to submit to the Prime Minister for approval. On quarterly basis, the SBV calculates the amount of money supplied to each operation such as buying foreign currencies, refinancing loans (including OMOs, discounting, mortgage secured loans, foreign exchange currency). Therefore, the amount of money injected by the SBV through the OMOs is limited in the scope of approval. From 2008 onwards, quantity-based monetary policy has obtained some remarkable achievements. However, from 2008 to present, the limitation of setting money supply target has struggled SBV on regulating the money market. This led to fluctuations in interest rates when the amount of money injected by SBV could not cover the shortage of market liquidity. On the other hand, international integration has made it more difficult to predict the supply and demand of available capital of credit institutions (CIs). Therefore, the controlling money base (MB) could lead to large fluctuations in short-term interest rates. This does not increase the ability to control M2, which in turn causes instability in the currency market. According to the “monetary policy framework classification standard” of Vavra et al. 2016, Vietnam has fulfilled the second framework and formed conditions to move to the third and fourth framework. In order to achieve these levels, we propose a framework for conducting monetary policy in accordance with interest rate target as follows:

Related to the final goal: The SBV should speed up the project of "Developing a monetary policy framework for implementing flexible inflation target" (current deadline is 2019) under the "Action Plan of the Banking system" 2016-2020 "issued together with Decision No. 02/QD-BCS dated 6/7/2016. With this project, the SBV would overcome the weakness of the regulatory framework on inflation target (SBV will propose and publish the medium-term inflation target (a number or a range), thereby actively managing the monetary policy). At the same time, it still operates in accordance with the Law on the State Bank of Vietnam (the final goal of the central bank is to stabilize prices). Accordingly, the flexible inflation targeting mechanism is focused on the inflation target but still takes into account other macroeconomic objectives.

Related to the operational objectives: With the final goal as above, the SBV can gradually move from the quantitative targeting to the interest rate targeting. Accordingly, in order to transform to this new mechanism, the SBV should develop a suitable interest rate operating framework.

Related to the interest rate framework: Based on the above-mentioned clearing system, the SBV should develop a mechanism for operating appropriate tools in which the system of interest rates plays a key role as follows:

First, for policy rates, according to the State Bank of Vietnam's Law, the SBV issues some types of operating interest rates, including prime rate, refinancing rate, rediscount rate, OMOs interest rate, , the overnight lending rate in the inter-bank electronic payment to offset the capital shortfall in clearing payment of the Central Bank for Commercial Banks. In particular, only OMO interest rates are regular and have a direct impact on market liquidity. Therefore, the SBV can choose the 7-day OMO interest rate as the policy rate since this term is the main source of liquidity for commercial banks borrowing fund from the SBV. Thanks to this policy, the SBV can have effect on interest rates in the currency market, especially overnight lending rates.

Second, for the interest rate corridor, with policy rate as the prime rate for OMOs, the SBV will regulate liquidity mainly via the OMOs that aims to direct interbank rates fluctuating closely with policy rate. On that basis, the SBV needs to set an interest rate corridor with the aim of creating an automatic mechanism for interbank rates to fluctuate within this range under the influence of market supply and demand as well as SBV's regulation. Accordingly, ceiling and floor of the corridor, respectively, are the interest rates applicable to standing liquidity absorbing facility and standing liquidity providing facility of the SBV. This standing liquidity facility allows CIs to take the initiative to borrow or lend money to the SBV.

In addition, the regulation must be transparent and favorable, the conditions such as authorized securities must be specific, not dependent on the approval of the SBV, specifically:

- For margin ceiling, the refinancing interest rate, rediscount interest rate or overnight lending interest rate can be used in the inter-bank electronic payment to offset the current capital shortage in clearing payment. However, the refinancing rate is the most appropriate because it is not too high and more frequent.

- For margin floor: At present, the SBV does not have a standing deposit facility for CIs. When excess liquidity, CIs can only deposit in the form of payment balance at the SBV's account or buy bills issued by the SBV. Therefore, the SBV should establish a standing deposit facility for CIs to be able to deposit money that forming the margin trading floor. Although formally, the CIs' purchases of bills or deposit are the form of money withdrawal by the SBV, the issue of bills by the SBV (whether issued or not and issuance time) is different from standing deposit facility where CIs actively decide to deposit at the SBV.

In the first phase of application, the interest rate corridor may be relatively broad to ensure: (i) Facilitate credit institutions to become acquainted with the new interest rate regime; (ii) Ensure flexibility for market interest rate in the first stage that is not stable; (iii) Build up market confidence in the SBV's regulatory capacity, avoiding interest rate fluctuations outside the corridor. In the following stages, the SBV may consider narrowing

the corridor when the market stabilizes and credit institutions are familiar with the new mechanism.

Table 2: Typical interest rate structure of a central bank

Interest rates of central bank	
Highest	<i>Penalty interest rate for overdraft</i>
	<i>Penalty interest rate for shortfall</i>
	<i>Refinancing rate (automatic mechanism)</i>
<i>Interest rates for deposits (automatic mechanism)</i>	
	Interest rate paid to the requirement reserve
Lowest	Interest paid for excess reserve

Source: Balino and Sundararajan (1997)

Third, related to the other interest rates of SBV charged for credit institutions such as discount rate, overnight lending rate in the interbank e-payment to offset the shortfall in capital clearing are currently ineffective when interest corridor mechanism depends on specific conditions that SBV may consider to set level of these interest rates appropriately. The principle is that these rates must be higher than the interbank interest rate ceiling in order not to affect the established corridor and encourage credit institutions to borrow from automatic liquidity regulation first; These mechanisms only support rather than compete with the lending mechanism within the interest rate corridor framework. The interest rates that the SBV pays to CIs with the balance at the SBV exceeding the reserve requirement, also be based on the specific conditions to determine the appropriate level in each period. This interest rate is lower than the floor of the interest rate corridor so that these mechanisms complement rather than compete with the interest rate floor as the deposit mechanism has just established. However, the interest paid on these balances should also be considered more flexible to further enhance the role of regulating liquidity in support of the interest rate corridor framework, especially in excess liquidity.

And fourth, related to CIs' interest rate for customers: Currently, according to the Law on the SBV and the Law on Credit Institutions, mobilizing and lending interest rates of CIs are established under the market mechanism. Clause 2 of Article 12 of the SBV's Law and Clause 3, Article 91 of the Law on Credit Institutions stipulate that in the case of an abnormal money market, the SBV shall apply the mechanism for administering interest rates applicable to the relationship among CIs, relationship between CIs and customers, and other credit relations. Accordingly, in the end of 2010, high inflation, liquidity difficulties, currency market turmoil, forced the SBV to regulate deposit ceiling interest rates to prevent interest rate race. But since the end of 2011 to present, the SBV has gradually relaxed this regulation, reducing the deposit rate ceiling to 5.5% (six-months term) in line with the reduction of inflation. In terms of lending interest rates, CIs agree on interest rates with customers by

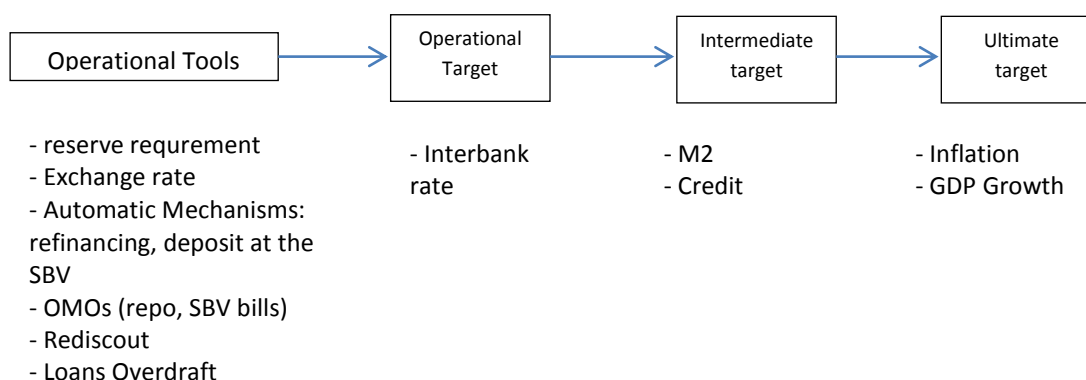
themselves except maximum short-term lending rates in VND for priority sectors under the Government's guidelines, but borrowers must have a transparent and robust financial position.

In general, the interest rates of credit institutions have basically been liberalized in the last 6 years. The current ceiling interest rate plays a minor role in terms of coverage (mobilization of less than 6 months and short-term lending in a narrow economic sectors), thus acting as a nominal anchor and an indicator of interest rate stance of the SBV (in recent years, whenever the SBV changes policy rates, it also often changes interest rates for mobilizing and short-term loans). From the regulatory standpoint, the SBV also determines that it would move towards full abolition of administrative regulations on interest rates when maturity.

In the coming time, when the interest rate mechanism comes into stability, the monetary market interest rate may be more stable and the ability to transfer interest rates to the customers is strengthened, the nominal interest cap will no longer be needed. At the same time, the SBV may consider abolishing these administrative regulations, ending the ceiling interest rate policy that has been maintained since 2010.

In summary, the SBV's targets system and tools are as follows.

Figure 7: The operation of the SBV's objectives and tools



Source: Authors (2017)

References

- [1] Balino, T. J. & Sundararajan, V., 1997, “Instruments of Monetary Management: Issues, and Country Experiences”, International Monetary Fund, September 7th, 1997.
- [2] Bindseil, 2016, “Evaluating monetary policy operational frameworks”, Economic Policy Symposium, August 31.
- [3] BIS, 2008, “Transmission mechanisms for monetary policy in emerging market economies”, Monetary and Economic Department, BIS Papers No.35.
- [4] B. V. Hai, T. T. M. Trang, 2015, “The Transmission Mechanism of Monetary Policy in Vietnam: A VAR Approach”, Graduate Institute of International and Development Studies, Working Paper Series 15-2015.
- [5] Corrinne Ho, 2008, “Implementing monetary policy in the 2000s: operating procedures in Asia and beyond”, BIS Working Papers No 253 (October 2007 <http://www.bis.org/publ/work253.pdf>).
- [6] Fed, 2014, “Monetary Policy Effectiveness in China: Evidence from a FAVAR Model”, Working Paper Series 2014-07, February, 2014.
- [7] Gambacorta, L. & Signoretti, F. M., 2013, “Should monetary policy lean against the wind? An analysis based on a DSGE model with banking”, BIS Working Papers, No 418. July 2013.
- [8] Haehle, 2014, “Monetary Policy Implementation: Operational Issues for Countries with Evolving Monetary Policy Regimes”, IMF Working Paper, September 2014.
- [9] Hung, Le Viet & Wade D. Pfau, 2008, “VAR analysis of the Monetary Transmission Mechanism in Vietnam”, February, State Bank of Vietnam and National Graduate Institute for Policy Studies.
- [10] Jordi Galí, 2015, “Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle- An Introduction to the New Keynesian” - Center for Research in International Economics.
- [11] Laurence M. Ball, 1999, “Policy Rules for Open Economies”, NBER Working Paper No.6760.
- [12] N. L. Hoa & D. T. Dzung, 2013, “Nghiên cứu lạm phát tại Việt Nam theo phương pháp SVAR”, Journal of Development and Integration, No. 10, May - June (2013).
- [13] N. D. Luan, 2013, “Cơ chế điều hành lãi suất của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam và đề xuất các chính sách”, Journal of Development and Integration, Số 11(21) (2013).
- [14] P. Disyatat, P. Vongsirikul, 2003, “Monetary policy and the transmission mechanism in Thailand”, Journal of Asian Economics 14 tr. 390.
- [15] P. De Grauwe & M. Polan, 2005, “Is Inflation Always and Everywhere a Monetary Phenomenon?”, Scandinavian Journal of Economics, Vol. 107, Issue 2, 239-259.
- [16] Rina Bhattacharya, 2013, “Inflation Dynamics and Monetary Policy Transmission in Vietnam and Emerging Asia”, IMF Working Paper, No. 13/155, July 3rd, 2013.
- [17] Sbordone, A. M., Tambalotti, A., Rao, K., Walsh, K. J., 2010, “Policy analysis using DSGE models: an introduction”, Economic Policy Review, October, p. 23-43.

- [18] T. T. A. Duong, 2015, “Áp dụng chính sách lạm phát mục tiêu: Lý luận và thực tiễn”, Vietnam Institution of Economics.
- [19] T. Poddar, R. Sab, H. Khachatryan, 2006, “The Monetary Transmission Mechanism in Jordan”, IMF Working Paper No. 06/48, 23rd March, 2006.
- [20] U. Camen, 2006, “Monetary Policy in Vietnam: The Case of a Transition Country”, BIS Working, Paper No. 31, Bank for International Settlement, Basel.
- [21] Xuan Vinh Vo, Phuc Canh Nguyen, 2012, “Monetary Policy Transmission in Vietnam: Evidence from a VAR Approach”, Australian Economic Papers.
- [22] Thomas Winberry & Joseph Vavra, 2016, “Investment, Price Changes, and Monetary Policy: Models and Micro Data”, Society for Economic Dynamics, Meeting Papers.

EFFECTIVENESS OF TRANSMISSION MECHANISM OF MACROPRUDENTIAL POLICY: THE CASE OF VIETNAM¹

Assoc Prof., Dr. Pham Thi Hoang Anh
Banking Academy of Vietnam

Abstract:

The study aims to evaluate effectiveness of lending standards and foreign exchange related instruments in macro-prudential policy transmission mechanism in Viet Nam during 2000-2016. By employing the OLS model, the paper suggested that restrictions on institutional entities that could borrow FC denominated loans from banks and ceiling interest rate on USD deposit were the most effective MaPP instruments in Viet Nam. In details, the former caused a significantly negative impact on credit growth at 1 percent of significant level in Viet Nam, while the later had significantly negative impact on parallel market premium at 5 percent level. Second, activation of surrender requirements were found to be effective in stabilizing FOREX market in Viet Nam, but insignificantly. Third, others such as (i) ceiling credit growth rate for each or group of commercial banks, (ii) higher risk weights to loans, (iii) limits on loans per total deposit ratio; (iv) net open position, and (v) reserve requirements on foreign currency deposits seemed to be ineffective instruments in transmission mechanism of MaPP because they led unexpected reverse impacts on financial stability..

***Keywords:** Macro-prudential policy, transmission mechanism, lending standard, foreign exchange related instruments*

1. Introduction

Macro-prudential policy (MaPP) can be defined as the application of a set of prudential instruments whose aim is to reduce systemic risks and the vulnerability of the financial system. Furthermore, macro-prudential policy is expected to help predict and cope with sudden financial instability, thereby minimize serious macroeconomic consequences. The study aims to analyze and evaluate the effectiveness of lending standards and foreign exchange related instruments in macro-prudential policy transmission mechanism in Viet Nam during 2000-2016.

The recent global financial crisis has shown the financial regulation and supervision are not only based on the micro approach but also the macro approach. Although the term "macro-prudential policy" has been used for a long time since the late 1970s (Clement, 2010), but it is used more popular considerably with the rapid increase of the policy research since the global financial crisis (Galati and Moessner, 2011). However, there exist many points of view leading to a lack of consensus on issues related to macro-prudential policy.

¹ This research is funded by Vietnam National Foundation for Science and Technology Development (NAFOSTED) under grant number 502.99 - 2016.01.

The general view of macro-prudential policy is to limit systemic risks and costs of the system crises. However, different studies have differences in language and emphasis. According to the Bank of England (2009), the MaPP should aim at the stable provision of financial intermediation services in a stable manner to the economy, trying to avoid the type of boom-bust cycles in the supply of credit. Borio and Drehmann (2009) argued that objectives of MaPP are to limit the risk of episodes of system-wide distress that have significant macroeconomic costs. Second, in the time dimension, MaPP aims to limit the increase the systemic weaknesses over time by reducing the pro-cyclical reaction between asset prices and credit, and to curb the unsustainable increase in financial leverage and the funding instability. Third, in cross-sectional dimension, the MaPP aims to control increasing the vulnerability of the financial system caused by the interlinkages between the financial intermediaries and the essential role of financial institutions in key markets and can help individual institutions too important to fail. Three goals are due to the existence of three groups of systemic externalities generated by (i) trends amplify the negative shocks of the financial system, (ii) a feedback mechanism between financial system and macro-economy leading to an increase in risks of the financial systems from macroeconomic shocks, and (iii) the linkages in the financial system increases the vulnerability of financial systems from non-systemic and systemic shocks. IMF (2013) also noted that MaPP should aim to curb the systemic weaknesses rather than other goals of macroeconomic management as manage the level and composition of aggregate demand.

Overall, there are many different approaches. IMF (2013) suggested MaPP instruments which may include preventive and counter-cyclical capital buffers, the sectorial capital requirements, liquidity measures, limits on Loan-to-Value ratio, limits on Debt-to-Income ratio, ... and even using the traditional tools of other policies such as monetary policy (reserve requirement), fiscal policy (charge levied on wholesale loans), and competition policy (acquisition policy). Commission on Global Financial System (2010) classified MaPP instruments based on the vulnerability of the financial system (the financial leverage, liquidity risk and market risk, and the linkages between financial intermediaries) and financial system components (banks and deposit-taking institutions, non-bank investors, the stock market and financial infrastructure).

Meanwhile, a research of the Bank of England (2011) had a different approach by dividing MaPP instruments into three groups including: (i) the instruments affecting the balance sheet of the financial institutions; (ii) the instruments influencing the conditions and terms of loans and other financial transactions, and (iii) the instruments influencing the market structure. Cerutti et al. (2015) relied on the impact objects to classify MaPP instruments into: foreign exchange related MaPP instruments, borrower targeted MaPP instruments, and financial institutions targeted MaPP instruments.

Other than the above approaches, the study by Zhang and Zoli (2014) classified MaPP instruments based on intermediate target of housing price. Accordingly, MaPP instruments including 2 groups: (i) housing related measures such as loan to value ratio (LTV), debt to

income ratio (DTI), risk weights on mortgage, loan loss provisions on mortgage loans, allowance ...); and (ii) non-housing related measures, including instruments related to capital measures, credit limits, liquidity ...). There are many different approaches, but in general, MaPP instruments are quite varied and consensus with the IMF (2013). So far, most of instruments applied mainly to the banking system are micro-prudential instruments which are adjusted to suitable with macroeconomic objectives (Claessens, 2014).

In fact, it seem to be that the comprehensive studies of the MaPP transmission mechanism are still limit, most of the studies only refer to one or a few channels but unclear. Whatever any approach, most of studies evaluate the effectiveness of macro-prudential policy transmission mechanism to intermediate targets such as credit growth and an increase in housing prices, and the stabilization on the foreign exchange market which will minimize the probability of systemic risks - which is considered as the main objectives of this policy. These include the studies of Aiyar et al (2014); Cerutti et al (2015); Vandebussche et al (2015); Hartmann (2015); Tresel and Zhang (2016).

Impact on credit growth: Aiyar et al (2014) suggested that the tightening of the minimum capital requirements or monetary policy will reduce the supply of credit, thereby reduce the risk of hot credit growth, and help the economy to achieve financial stability objective. Conclusions about the positive impact of the application of minimum capital requirements to credit growth is also confirmed in studies of Labonne et al. (2014), Gambacorta et al. (2016).

Besides the instrument of minimum capital requirements, Tresel and Zhang (2016) has estimated the impact of the change in lending standards, the shocks from the balance sheet of commercial banks to credit growth in the region of European currency countries. Keys et al. (2009) showed that in US the states have stricter laws on mortgages real estate broker, the lending standards were less loosened by securitization. Analysis of Nadauld and Sherlund (2009) on the securitization business of subprime real estate mortgages in the United States supposed that the increase in regulation on capital requirements could help to limit the growth of the bubble. That study also pointed out that the lack of proven models of the interaction between the financial system and macro economy also been amplified by the difficulty in collecting data related to macro-prudential policy; and proposed the establishment of specialized agencies to collect data for macro-prudential policy analysis (Lo, 2009; Sibert, 2010).

Caruana (2005) and Saurina (2009a) studied the effect of the regulations on risk provision in Spain and showed that the risk provision only has small impact on credit growth, while very useful in building counter-cyclical buffers, helps strengthen the solvency of the bank. Saurina (2009b) also found empirical evidence which shows that although the dynamic risk provisioning could not response to all of the credit losses in recession period, but was quite useful in increasing strengthen the resilience of individual banks and the banking system in Spain during the last financial crisis. Lim et al. (2011) pointed out that the various instruments of macro-prudential policy reduced the cyclical nature of credit growth by reducing the correlation between credit growth and GDP growth. Especially, the minimum

capital requirement and reserve requirement limits credit growth, but the effect is different in periods of boom and credit crunch.

Impact on the stability of the foreign exchange market: It can be seen there is no previous study on impact of macro-prudential policy on the stability of foreign exchange market. Some researchers such as Ostry et al (2011), Zhang and Zoli (2014) mentioned the macro-prudential policy instruments related to foreign currency but only refers to evidence that these instruments (combined with other instruments of capital control) have the effect on reducing the proportion of foreign currency credit in total domestic credit.

Unlike to previous studies on MaPP, the research will contribute to literature review on MaPP and its effectiveness in some novel ways. *First*, the paper assesses effectiveness of each MaPP instruments separately instead of the MaPP index. *Second*, it, therefore, could find out the most effective instruments of macro-prudential policy in Viet Nam. *Third*, according to my best knowledge, this is the first and comprehensive research on evaluating effectiveness of lending standards and foreign exchange related instruments in macro-prudential policy transmission mechanism in Viet Nam

There are some main findings as follows. *First*, restrictions on institutional entities that could borrow FC denominated loans from banks and ceiling interest rate on USD deposit were the most effective MaPP instruments in Viet Nam. In details, the former caused a significantly negative impact on credit growth at 1 percent of significant level in Viet Nam for period 2000-2016, while the later had significantly negative impact on parallel market premium at 5 percent level. *Second*, activation of surrender requirements were found to be effective in stabilizing FOREX market in Viet Nam, but insignificantly. *Third*, others such as (i) ceiling credit growth rate for each or group of commercial banks, (ii) higher risk weights to loans, (iii) limits on loans per total deposit ratio; (iv) net open position, and (v) reserve requirements on foreign currency deposits seemed to be ineffective instruments in transmission mechanism of MaPP because they caused a unexpected reverse impact. For example, an increase in risk weights on loans to securities and housing sectors led to a higher domestic credit growth rate in Viet Nam.

The remainder of the paper is organized in four parts. Part 2 will review macro-prudential policy and its instruments in Viet Nam during 2000-2016. In the part 3, the paper employs OLS model to assess effectiveness of lending standards and foreign exchange related instruments in macro-prudential policy transmission mechanism in Viet Nam. The last part will suggest policy recommendations for the SBV to enhance effectiveness of macro-prudential policy in Viet Nam.

2. Overview of macro-prudential policy in Vietnam

Table 1: Implementation of Macro-Prudential Instruments related to Lending Standards in Viet Nam

	Instrument	Background	Time and degree of activation	Expected results
1	Ceiling credit growth rate for each or group of commercial banks	There were weaknesses/problems in Vietnamese banking system: (i) Non-performing loan rate was too high (17-18 percent) (ii) Many banks faced with shortage of liquidity; (iii) Profit of Vietnamese banks decreased	- January, 2012: The State Bank of Vietnam divided banks into four groups, which have maximum loan growth rates of 17 percent, 15 percent, 8 percent and zero respectively in the year of 2012 - January 2013: The State Bank of Vietnam divided banks into four groups, which have maximum loan growth rates of 12 percent, 9 percent, 5 percent and 23% (SCB and navibank) respectively in the year of 2013.	- Maintain a reasonable credit growth rate in order to promote economic growth and ensure financial stability; - Restrict weak banks in overexpanding lending activities
2	Restrictions on institutional entities that could borrow foreign currency denominated loans from banks (only for entities having revenues in foreign currencies)	- Foreign currency loan growth rate increased significantly at rate of 48,45% (in 2010) and 18,7% (year 2011) in compared with local current loan growth rate of 10,2%. → led to high pressure on devaluation of local currency → unexpected fluctuations in foreign exchange market → financial instability	- Legal framework: + Circular 07, dated 24, March, 2011 (came into effect 9 May, 2011); + Circular 03/2012/TT-NHNN (dated 08 March, 2012); + Circular 37/2012/TT-NHNN (dated 28 December, 2012) + Circular 29/2013/TT-NHNN (dated 06 December, 2013); + Circular 24/2015/TT-NHNN (dated 08 December, 2015) (Replaced for Circular 29) + Circular 31/2016/TT-NHNN (dated 15 November, 2016).	- Decrease in Foreign currency loan growth rate → decrease in loan dollarization → low pressure on devaluation of local currency → stability in foreign exchange market → financial stability
3	Limits on loans per total deposit ratio (LDR)	There were weaknesses/problems in Vietnamese banking system: (i) Non-performing loan rate was too high (17-18 percent) (ii) Many banks faced with shortage of liquidity; (iii) Profit of Vietnamese banks decreased	- Circular 36/2014/TT-NHNN (came into effect 1 st February 2015)	- Maintain a reasonable credit growth rate in order to promote economic growth and ensure financial stability
4	Applying higher risk weights on loans to securities and housing sectors	- Loans to securities and housing sectors increased significantly → bubbles in securities and housing markets → financial instability	- Decision 03/2007/QD-NHNN (dated 19 January, 2007) applied the risk weight of 150% to securities loans - Circular 13/2010/TT-NHNN (dated 20 May, 2010) applied the risk weight of 250% to securities and housing loans; - Circular 36/2014/TT-NHNN: The State Bank of Vietnam reduced the risk weights for credit facilities extended to the real estate and securities sectors from 250% to 150%.	- Giving directions to loans into priority fields; - Credit growth rate in risky sectors such as securities and real estate market should decrease → systemic risks should be eliminated → financial stability

	Instrument	Background	Time and degree of activation	Expected results
5	Loan to value ratio (LTV)		<p>Circular 41 (dated 31st December, 2016); (However, it will come into effect in 2020). The SBV should not impose a maximum of Loan to Value ratio. SBV will impose different risk weights for different LTV ratio, as follows:</p> <p>a./ Collateral is real estate for non-business purposes</p> <p>+ LTV <40%: risk weight is 30%</p> <p>+ 40% < LTV < 60%: risk weight is 40%</p> <p>+ 60% < LTV < 80%: risk weight is 50%</p> <p>+ 80% < LTV < 90%: risk weight is 70%</p> <p>+ 90% < LTV < 100%: risk weight is 80%</p> <p>+ LTV>100%: risk weight is 100%</p> <p>b./ Collateral is real estate for business purposes</p> <p>+ LTV <60%: risk weight is 75%</p> <p>+ 60% < LTV < 75%: risk weight is 100%</p> <p>+ LTV>75%: risk weight is 120%</p>	
6	Debt to Income ratio (DTI or) DSC)		<p>Circular 41 (dated 31st December, 2016); (However, it will come into effect in 2020). SBV should not impose a maximum of DTI ratio. SBV will impose different risk weights for different combination of DTI and LTV ratio.</p>	

Source: Author's compilation from www.sbv.gov.vn

Table 2: Implementation of Macro-Prudential Instruments related to Capital Requirements in Viet Nam

	Instruments	Background	Time and degree of activation	Expected results
1	Capital Adequacy Requirements		<ul style="list-style-type: none"> - Decision 96/1999, and Decision 297/1999: CAR was set at 8% - Decision 457/2005: CAR was set at 8% - Decision 03/2007: applied the risk weight of 150% to securities loans - Circular 13/2010: CAR was set at 9% and applied the risk weight of 250% to securities and housing loans - Circular No. 36/2014/TT-NHNN dated November 20, 2014: CAR was set at 9% - Circular No. 06/2016/TT-NHNN dated May 27, 2016 (amended Circular 36): CAR was set at 8% 	<ul style="list-style-type: none"> - Ensuring a certain level of capital for absorbing the potential losses from the books of bank → maintaining stability in financial market in general, and in banking system in particular

	Instruments	Background	Time and degree of activation	Expected results
2	Limit on capital contribution and stock purchase of commercial banks and financial companies	- Cross ownership was increasingly widespread among the Vietnam banking system that led to negative impacts on safety and soundness of banks.	- The amount of capital contribution and stock purchase of a commercial bank, its subsidiaries and associate firms (except for the case in which these subsidiaries and associate firms are in charge of managing contributed capital funds and using capital sources derived from funds managed by such companies to purchase stocks) into an enterprise working in sectors regulated in Clause 4 Article 103 of the Law on Credit Institutions <i>does not exceed</i> : + 10% of charter capital of the enterprise that receives contributed capital (Decision 107/QĐ-NH, dated 9 June 1992) + 11% of charter capital of the enterprise that receives contributed capital (Decision 34/2008, dated 20 December 2008) + 11% of charter capital of the enterprise that receives contributed capital (Circular No. 36/2014/TT-NHNN, dated 20 November, 2014) - Total amount of capital contribution and stock purchase of a commercial bank into enterprises, inclusive of allocated and contributed capital amounts granted to subsidiaries and associate firms of that commercial bank <i>does not exceed</i> + 50% of charter capital and reserve funds of that commercial bank (Decision 107/QĐ-NH, dated 9 June 1992) + 40% of charter capital and reserve funds of that commercial bank (Decision 34/2008, dated 20 December 2008) + 25% of charter capital and reserve funds of that commercial bank (Circular 13/2010) + 40% of charter capital and reserve funds of that commercial bank (Law on Credit Institutions, Circular No. 36/2014/TT-NHNN)	- Cross ownership should be decreased in Vietnam banking system

Source: Author's compilation from www.sbv.gov.vn

Table 3: Implementation of Macro-Prudential Instruments related to FX in Vietnam

	Instruments	Background	Time and degree of activation	Expected results
1	Net open positions	- Exceed demand for foreign currency → high pressure on devaluation of VND → unexpected fluctuations in FOREX market - Speculation in FOREX	- Impose daily foreign exchange position to bank's equity: (i) (+-) 30% (September, 1998) (ii) (+-) 20% (Circular 07/TT-NHNN, dated 20 March 2012)	- Speculation was limited in FOREX → decrease in FX risk → low pressure on devaluation of local currency → stability foreign exchange market → financial stability
2	Surrender requirements	- Exceed demand for foreign currency → high pressure on devaluation of VND → unexpected fluctuations in FOREX market - Speculation in FOREX	- 1998-2003: Surrender requirements were 80% - 50% - 40% - 30% - 0% (dated 2 April 2003) - 2011: Reimposed to seven state-owned cooperation	- Speculation was limited in FOREX → decrease in FX risk → low pressure on devaluation of local currency → stability

			(Circular 13/2011, dated 31 st May 2011)	foreign exchange market→financial stability
3	Reserve requirements on foreign currency deposits	Foreign currency loan growth rate increased significantly at rate of 48,45% (in 2010) and 18,7% (year 2011) in compared with local current loan growth rate of 10,2%. → led to high pressure on devaluation of local currency →unexpected fluctuations in foreign exchange market → financial instability - Deposit dollarization ratio (FCD/M2) was still high during 2008-2012 (around 15 percent)	- Áp dụng từ năm 2003 theo Quyết định số 581/2003/QĐ-NHNN ngày 9/6/2003 - Tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc từ 4% lên 6% (9/4/2011); và 7% (1/6/2011)	- Cost of mobilizing FC deposits→banks might not want to borrow in FC→interest rate for FC deposit might reduce→residents might not want to deposit in FC→deposit dollarization might be lower→ low pressure on devaluation of local currency→stability foreign exchange market→financial stability
4	Restrictions on institutional entities that could borrow foreign currency denominated loans from banks	- Foreign currency loan growth rate increased significantly at rate of 48,45% (in 2010) and 18,7% (year 2011) in compared with local current loan growth rate of 10,2%. → led to high pressure on devaluation of local currency →unexpected fluctuations in foreign exchange market → financial instability	- Legal framework: + Circular 07, dated 24, March, 2011 (came into effect 9 May, 2011); + Circular 03/2012/TT-NHNN (dated 08 March, 2012); + Circular 37/2012/TT-NHNN (dated 28 December, 2012) + Circular 29/2013/TT-NHNN (dated 06 December, 2013); + Circular 24/2015/TT-NHNN (dated 08 December, 2015) (Replaced for Circular 29) + Circular 31/2016/TT-NHNN (dated 15 November, 2016).	- Decrease in Foreign currency loan growth rate →decrease in loan dollarization→low pressure on devaluation of local currency→stability in foreign exchange market→financial stability
5	Celling interest rate for USD deposits	- Exceed demand for foreign currency →high pressure on devaluation of VND →unexpected fluctuations in FOREX market - Interest rate diferentials (between FC and local currency) were not large enough→FC deposits increased→deposit dollarization went up. - Foreign currency loan growth rate increased significantly at rate of 48,45% (in 2010) and 18,7% (year 2011) in compared with local current loan growth rate of 10,2%. → led to high pressure on devaluation of local currency →unexpected fluctuations in foreign exchange market → financial instability.	- Celling interest rate for US dolar deposit was set at: (i) 3% (dated 9/4/2011); (i) 2% (2/6/2011); (iii) 1,25% (28/6/2013); (iv) 1% (18/3/2014); (v) 0,25% for institutions and 0,75% for individuals (29/10/2014); (vi) 0% for institutions and 0,25% for individuals (29/9/2015); 0% for institutions and individuals (17/12/2015)	- Decrease in Foreign currency deposits→decrease in deposit dollarization→low pressure on devaluation of local currency→stability in foreign exchange market→financial stability

Source: Author's compilation from www.sbv.gov.vn

3. Evaluation of effectiveness of transmission of macro-prudential policy in Viet nam

3.1. Effectiveness of transmission mechanism of macro-prudential policy through lending standard channel

3.1.1. Model specification

The paper applied the simple OLS model suggested by Cerutti et al (2015) for evaluating effectiveness of transmission mechanism of macro-prudential policy through lending standard channel. The evaluation framework is set as follows:

(i) Through intermediate objectives: Lending standards \uparrow (Tighten lending standard) \rightarrow credit supply \downarrow \rightarrow mortgage loans \downarrow \rightarrow domestic credit growth \downarrow

(ii) Through ultimate objectives: Lending standards \uparrow (Tighten lending standard) \rightarrow credit supply \downarrow \rightarrow mortgage loans \downarrow \rightarrow housing price \downarrow \rightarrow risk of housing bubble \downarrow \rightarrow risks and instability of financial system \downarrow .

However, due to unavailability of historical housing prices, the paper will focus on only the first stage of evaluation framework. In other words, it will assess impacts of activation of lending related MaPP instruments on credit growth. Therefore, model is set as follows:

$$DC_G = \alpha + \beta_1 DC_G_{t-1} + \beta_2 CPI_t + \beta_3 GDP_t + \beta_4 IR_t + \beta_5 MAPP1_t + \beta_6 MAPP2_t + \beta_7 MAPP3_t + \beta_8 MAPP4_t + u_t$$

In which: DC_G: Domestic credit growth (in percent).

IR: Lending interest rate (in percent)

CPI: Inflation rate (in percent)

GDP: GDP growth rate (in percent)

The first two variables are collected from the International Financial Statistics (IMF) and is calculated based on q-o-q basis. The last two are collected from the General Statistics Office of Viet Nam. All variables are quarterly basis for period Q1/2000-Q4/2016, giving the total of 84 observations.

MaPP: Vector of macro-prudential policy instruments related to lending activities imposed by the State Bank of Viet Nam, including:

+ *MaPP1* (Ceiling credit growth rate for each or group of commercial banks): The State Bank of Vietnam classified commercial banks into four groups (from 1 to 4) based on their performance and soundness. The monetary authority assigned different ceiling credit growth rate for different groups on the sense that the better the bank performance is, the higher the credit growth rate is assigned. This MaPP instrument was applied for the year of 2012 and 2013. Therefore, MaPP1 will be 1 for these years; others will be zero (0).

+ *MaPP2*: Restrictions on institutional entities that could borrow foreign currency (FC) denominated loans from banks (Circular 07, dated 24, March, 2011-came into effect 9 May, 2011):

(i) Q1/2000 - Q1/2011: MaPP2 = 0

(ii) Q2/2011 – Q 4/2016: MaPP2= 1

+ *MaPP3*: Limits on loans per total deposit ratio (LDR) (Circular 36, dated 20, November, 2014 - came into effect 1 February, 2015)

(i) Q1/2000 – Q1/2015: MaPP3=0

(ii) Q2/2015 – Q 4/2016: MaPP3=1

+ *MaPP4*: Applying higher risk weights on loans to securities and housing sectors (Decision 03/2007). This variable could be coded in two ways:

(i) Option 1: Q1/2000 – Q4/2006: MaPP4=0

Q1/2007 – Q 4/2016: MaPP4=1

(ii) Option 2: Q1/2000 – Q4/2006: MaPP4a=1

Q1/2007 – Q2/2010: MaPP4a=1.5

Q3/2010 – Q4/2014: MaPP4a=2.5

Q1/2015 – Q4/2016 MaPP4a=1.5

3.1.2. Findings and comments

All variables are stationary at level (domestic credit growth and inflation), or first difference level (GDP growth rate and interest rate). All diaganosis tests are checked to illustrate that the model is suitable for evaluating effectiveness of transmission mechanism of macro-prudential policy through lending standard channel.

Table 4: Effectiveness of MaPP instruments related to lending standards on credit growth in Viet Nam

Variables	Expected sign	Model 1		Model 2	
		Coefficients	P-value	Coefficients	P-value
C		42.833***	0.0001	39.816***	0.0001
DC_G(-1)	+	0.7050***	0.0000	0.773498***	0.0000
D(GDP_G)	+	0.644080	0.2612	0.106645	0.8587
CPI2	-	-0.3253***	0.0062	-0.3487***	0.0031
D(IR)	-	0.348676	0.3824	0.199226	0.6358
MaPP1	-	0.413525	0.7905	-1.207343	0.5031
MaPP2	-	-9.3951***	0.0000	-8.2816***	0.0032
MaPP3	-	1.110918	0.7166	5.419671	0.1765
MaPP4	-	4.5065***	0.0020		
MaPP4a	-			3.797803**	0.0313

Note: *** indicates coefficient is significant at the 1% level.

Based on results of OLS model, there are some key findings as follows:

First, the model reveals a very interesting finding that restrictions on institutional entities that could borrow FC denominated loans from banks (as one of MaPP instruments) resulted in a significantly negative impact on credit growth at 1 percent of significant level in Viet Nam for period 2000-2016 (for both models) (Table 4). In other words, this could be considered as an effective instrument in decreasing pressure on “hot” credit growth in Viet Nam. This finding is consistent with those of as Ostry et al (2011), Zhang and Zoli (2014). In practice, the country has been witnessed a larger interest rate differential (between foreign and domestic currency loans) leading to a high FC loan growth rate. For example, in 2010, while interest rate for dong denominated loans was high (around 14-18 percent per year), those of the US dollar denominated loans was relatively low (about 6-7.5 percent per year). It, therefore, led to a fact that institutions preferred to borrow in foreign currency (especially in the

US dollar) (Pham Thi Hoang Anh, 2011). At the end of the first quarter in 2010, domestic currency denominated loans grew at rate of 0.57 percent, while USD denominated loans reached at the top of 14.07 percent. That performance could lead to some negative consequences as follows:

(i) Hot credit growth led to unexpected turbulences in financial market in general, and in foreign exchange market in particular. In practice, FC loans would create an “unreal” supply of foreign currency (usually the US dollar) at the time of loan disbursement. In this case, exceed supply of US dollar led to revaluation pressure on dong and devaluation of US dollar that could be harmful to Viet Nam’s competitiveness for export. However, we could observe a reverse performance in the FOREX at the maturity date of loans (usually at the end of the year). At that time, borrowers should buy the US dollar back leading to exceed demand and causing pressure on devaluation of dong and unexpected fluctuations on the FOREX. Therefore, by imposing restrictions on institutional entities that could borrow FC denominated loans from banks, such negative consequences could be eliminated in Viet Nam.

(ii) Hot credit growth in terms of FC loans could lead to high loan dollarization ratio that could be harmful to effectiveness of monetary policy and distort the financial market.

Second, an instrument of applying risk weights on loans to securities and housing sectors at a higher rate than other sectors is found to have significantly positive impact on credit growth at 1 percent level. The finding is inconsistent with conventional expectation from the monetary authority (the higher the risk weights imposed, the lower the domestic credit grew). In other words, even though the State Bank of Viet Nam imposed a higher risk weights on securities and housing loans (from 100 percent to 150 percent in 2007, and 250 percent in 2010), domestic credit still increased significantly. For example, since the country’s accession to WTO in 2007, there has been a rise in investment activities in the country which led to a strong credit growth of average lending growth of 33% from 2004 to 2011. This finding could be explained by speculating psychology and the retail banking strategy among small commercial banks in Viet Nam as follows:

(i) During 2007-2011, there were bubbles in securities and housing markets, but no one realized their seriously potential consequences on the Viet Nam economy in general, and in financial market in particular. Speculating psychology among individuals and institutions spreaded nationwide. It means that speculators seemed to not much care about potential consequences, they borrowed a lot to put in securities and housing bubbles.

(ii) After accession to the WTO in 2007, number of commercial banks increased significantly in Viet Nam that led to a fierce competitive environment among banks in providing financial services (e.g. mobilizing funds, making loans, etc). Some of them were rural banks in transformation process to “urban” or “standard” commercial banks. In this case, new small banks with low reputation might not care about higher risk weights and loosen their lending activities.

Third, other two instruments (ceiling credit growth rate for each or group of commercial banks and limits on loans per total deposit ratio) were found to have insignificant

impacts on credit growth in Viet Nam during 2000-2016. It means that these instruments were not effective in transmitting to intermediate and ultimate objectives of macro-prudential policy. In practice, in 2012 and 2013, the SBV classified the banking system into 4 groups with different maximum level of credit growth. This measure aimed at maintaining a reasonable credit growth rate in order to promote economic growth and ensure financial stability. In addition, it could prevent weak banks in overexpanding lending activities. However, in practice, it could cause unexpected issues: (i) some commercial banks want to expand loan at a lower rate than their room; (ii) while other banks could expand their lending activities in spite of low ceiling credit growth rate. In order to solve these problems, the SBV should loosen the targeted credit growth rate.

Forth, the OLS model reveals an empirical finding that there was a negative association between inflation rate and lending activities in Viet Nam during 2000-2016. In details, if inflation increases by 1 percent, domestic credit growth rate might decrease by 0.26 percent (for model 1), and 0.35 percent (for model 2) at 1 percent level of significance. In conventional theory, inflation is a key determinant in the commercial bank lending volumes. Huybens et al. (1998, 1999) and Boyd et al. (2000) asserts that inflation has adverse impact on long term lending and the movements in open market interest rates are fully and quickly transmitted to commercial loan to customers, furthering suggests that the amount of bank lending declines with inflation.

Other variables such as GDP growth and lending interest rate are found to be positive but insignificant, showing a positive relationship between these variables and domestic credit growth. The positive sign of beta coefficient shows that an increase in GDP growth rate and lending interest rates determines a rise in credit growth. This result, however, is not in line with other studies in this field, showing that lower interest rates should promote credit to the private sector, implying a negative sign for this variable. The opposite finding in Vietnam can be accounted for by several reasons:

(i) During 2007-2011, there were bubbles in securities and housing markets. It, therefore, led to a fact that individuals and institutions still want to borrowed money to speculate in that two markets in spite of higher interest rate.

(ii) The country fell into recession since late 2011. The SBV lowered lending rates to overcome economic difficulties, but it failed because of both lower supply and demand of loans. Due to high non-performing loan ratio, banks were not willing to make loans by tightening their own lending requirements. On the other side, enterprises were not willing to invest or not looking for effective projects during the economic recession.

3.2. Effectiveness of transmission mechanism of macro-prudential policy through foreign exchange related instruments

3.2.1. Model specification

Similar to the part 3.1, the paper also applied the simple OLS model suggested by Cerutti et al (2015) for evaluating effectiveness of transmission mechanism of macro-

prudential policy through foreign exchange related instruments. The evaluation framework is set as follows:

Foreign exchange related instruments were tightened → Decrease in demand and increase in supply for foreign currency in FOREX market → Low pressure on devaluation of local currency → Stability in FOREX market → Financial stability

Therefore, model is set as follows:

$$PMP_t = \alpha + \beta_1 PMP_{t-1} + \beta_2 CPI_t + \beta_3 TB_t + \beta_4 RES_t + \beta_5 MAPP2_t + \beta_6 MAPP5_t + \beta_7 MAPP6_t + \beta_8 MAPP7_t + \beta_9 MAPP8_t + u_t$$

In which:

- PMP: Parallel market premium (in percent) – a proxy for fluctuations in FOREX: This variable is calculated by differences between parallel market rate and official/central exchange rate. Data on exchanges rate are collected on monthly basis from www.sbv.gov.vn and www.vangsaigon.com

$$PMP = \frac{Parallel\ ER_i - Official\ ER_i}{Official\ ER_i} * 100$$

- CPI: Inflation rate (in percent)

- RES: Foreign exchange reserves (in million of USD)

- TB: Trade balances (in million of USD)

All variables are collected from the International Financial Statistics, www.gso.gov.vn on monthly basis for period of January, 2007-December, 2017, giving the total of 120 observations. The last two variables are taken in the form of first difference.

MaPP: Vector of macro-prudential policy instruments related to lending activities imposed by the State Bank of Viet Nam, including:

+ *MaPP2*: Restrictions on institutional entities that could borrow foreign currency (FC) denominated loans from banks (Circular 07, dated 24, March, 2011 - came into effect 9 May, 2011):

(i) Jan, 2007-April 2011: *MaPP2*=0

(ii) May, 2011-December, 2016: *MaPP2*=1

+ *MaPP5*: Net open positions:

(i) Jan, 2007-February, 2012: *MaPP5*=0.3 (or 30 percent)

(ii) Mar, 2012- December, 2016: *MaPP5*=0.2 (or 20 percent)

+ *MaPP6*: Surrender requirements

(i) Jan, 2007-May, 2011: *MaPP6*= 0

(ii) Jun, 2011-December, 2016: *MaPP6*=1

+ *MaPP7*: Reserve requirements on foreign currency deposits

(i) January 1/2007-Mar, 2011: *MaPP7*=0.04 (or 4 percent)

(ii) April, 2011-May, 2011: *MaPP7*=0.06 (or 6 percent)

(iii) Jun, 2011-December, 2016: *MaPP7*=0.07 (or 7 percent)

+ *MaPP8*: Ceiling interest rate for USD deposits

(i) January, 2007-Mar, 2011: *MaPP8*=0

(ii) April, 2011-Dec, 2016: *MaPP8*=1

3.2.2. Findings and comments

All variables are stationary at level (inflation and parallel market premium), or first difference level (foreign exchange reserves and trade balance). All diagnostic tests are checked to show that the model is suitable for evaluating effectiveness of transmission mechanism of macro-prudential policy through foreign exchange related instruments.

Based on results of OLS model, there are some key findings as follows:

First, the model suggests empirical evidence that imposing ceiling interest rate on USD deposit had significantly negative impact on parallel market premium at 5 percent level. In other words, this MaPP instrument was effective in stabilizing foreign exchange market in particular and financial markets in general, in Viet Nam during 2007-2016. This finding is explained as follows:

Table 4: Effectiveness of MaPP instruments related to foreign exchange on FOREX stability in Viet Nam

Variables	Expected signs	Coefficients	Std. Error	P-value
C		3.482606	17.38739	0.8416
PMP(-1)	+	0.8073***	0.059800	0.0000
D(TB)	-	-2.01E-05	0.000201	0.9208
D(TB(-1))	-	-0.000189	0.000198	0.3399
D(LNRE)	-	-9.098***	2.711981	0.0011
D(LNRE(-1))	-	4.080975	2.899221	0.1621
CPI	-	-0.027346	0.174223	0.8756
MAPP2	-	3.175765	1.991497	0.1137
MAPP5	-	0.242940	5.105746	0.9621
MAPP6	-	-0.400005	1.497880	0.7899
MAPP8	-	-3.1777**	1.465382	0.0323

Note: ***, ** indicates coefficient is significant at the 1%, and 5% level, respectively.

(i) Maintaining higher returns on Vietnam dong denominated deposit rate in compared with foreign currency ones. By imposing a ceiling rate on foreign currency deposits (US dollar in this case) at a lower rate than market rate² and announcing a commitment in maximum rate of dong's devaluation, the SBV made domestic assets become more attractive than foreign assets. Moreover, whenever the SBV reduces the ceiling rate for dong deposit, it also makes US dollar deposit rate become smaller so that the SBV maintains attractiveness of dong deposits (Figure 1). In other words, the SBV give directions to residents moving from foreign assets to domestic ones. It, therefore, could reduce pressure on dong devaluation in both official and parallel market in Viet Nam.

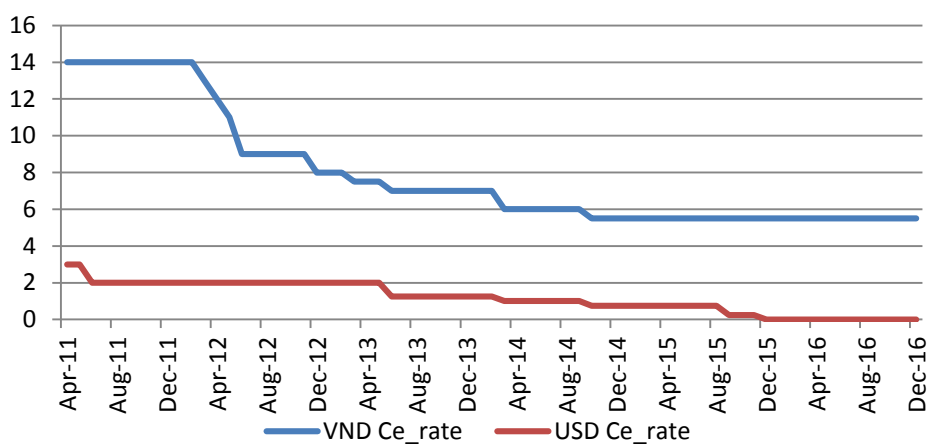
(ii) Preventing from interest rate races (namely interest rate war) among commercial banks in Viet Nam. According to the conventional theory, beside safety reason, interest rate is considered as a very important determinant of deposit inflows into a bank. After accession to the WTO in 2007, number of commercial banks increased significantly in Viet Nam that led to a fierce competitive environment among banks in providing financial services. Small

² On 9th April 2011, it was the first time the SBV imposed a ceiling rate of 3 percent for US dollar deposit. At that time, market rates for US dollar deposits were 5-6 percent.

commercial banks with low reputation had to increase deposit rate at a higher level than large banks. By doing this, they could attract depositors for (i) their business and (ii) meeting liquidity ratios imposed by the SBV. In this case, depositors tend to withdraw their money from bank offered lower rate to the bank with higher rate. Larger banks have no way other than increasing their deposit rates. In turn, once again, small banks should increase their rate in order to maintain their advantages. If this is a case, an interest rate race happened that led to instability in the money market.

(iii) Ceiling interest rate is considered as one of fundamentals for reducing lending interest rate in the banking system, the promoting economic growth.

Figure 1: Ceiling interest rates for dong and USD deposit in Viet Nam, 2011-2016 (in percent)

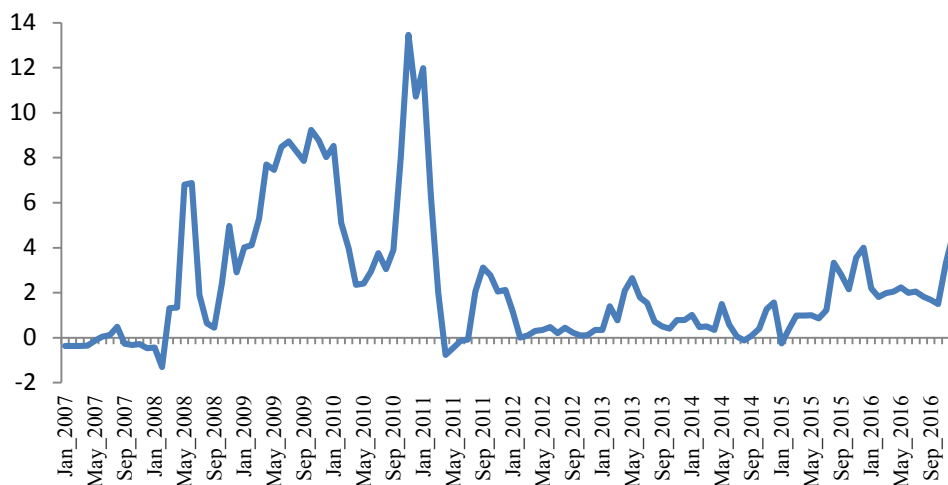


Source: Data collected from legal documents posted in www.sbv.gov.vn

Second, surrender requirements were found to be effective in stabilizing FOREX market, but insignificantly. In practice, the SBV had to activate this instrument twice in period that suffered from FOREX turbulences including: (i) August, 1998-March, 2003; and (ii) June, 2011-up to now. The figure 2 illustrates that downward trend in parallel market premium after the activation because of low pressure on speculation. Other MaPP instruments such as limits on restrictions on institutional entities that could borrow foreign currency (FC) denominated loans from banks, net open positions, and reserve requirements on foreign currency deposits were found to be ineffective in stabilizing foreign exchange market in Viet Nam. However, Takagi and Pham (2011) suggested that combination of all instruments, especially foreign exchange related measures, in one time should be better in stabilizing the FOREX market.

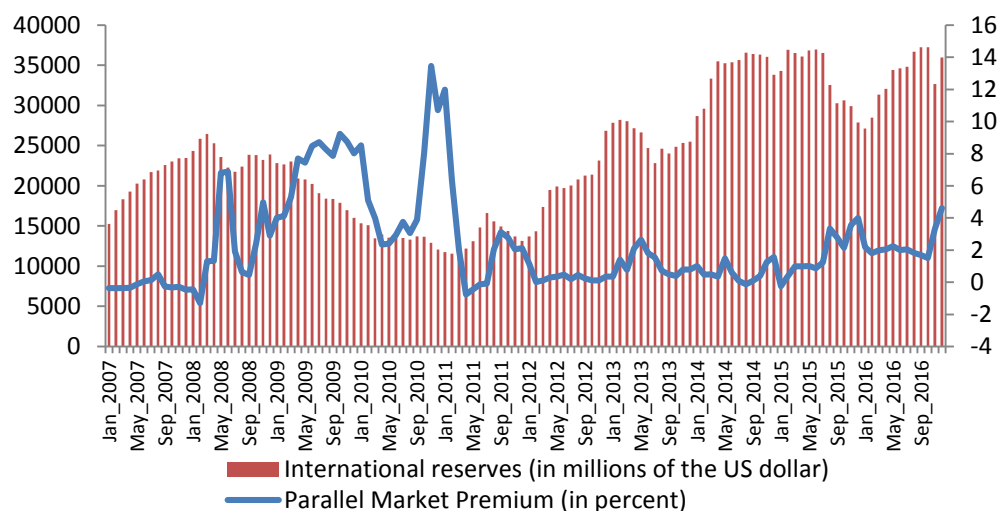
Third, besides MaPP instruments, the model provided an empirical evidence that foreign exchange reserves had significantly negative impact on parallel market premium at 1 percent level. In other words, the higher the international reserves maintains, the lower the parallel market premium is (Figure 3). In addition, parallel market premium expectation is found to be significantly positive effect on themselves in future at 5 percent level.

Figure 2: Developments of parallel market premium, 2007-2016 (in percent)



Source: www.sbv.gov.vn; www.vangsaigon.com; and author's calculation

Figure 3: International reserves (in millions of the US dollar - the left axis) and parallel market premium (in percent – the right axis)



Source: International Financial Statistics, www.sbv.gov.vn, www.vangsaigon.com and author's calculations

4. Concluding remarks

The study aims to analyze and evaluate the effectiveness of lending standards and foreign exchange related instruments in macro-prudential policy transmission mechanism through lending standard channel in Viet Nam during 2000-2016. By employing a simple OLS model for quarterly data (for lending standard channel) and monthly data (for foreign currency related instruments), the paper reveals some findings as follows.

First, restrictions on institutional entities that could borrow FC denominated loans from banks and ceiling interest rate on USD deposit were the most effective MaPP instruments in Viet Nam. In details, the former caused a significantly negative impact on credit growth at 1 percent of significant level in Viet Nam for period 2000-2016, while the later had significantly negative impact on parallel market premium at 5 percent level.

Second, activation of surrender requirements were found to be effective in stabilizing FOREX market in Viet Nam, but insignificantly.

Third, others such as (i) ceiling credit growth rate for each or group of commercial banks, (ii) higher risk weights to loans, (iii) limits on loans per total deposit ratio; (iv) net open position, and (v) reserve requirements on foreign currency deposits seemed to be ineffective instruments in transmission mechanism of MaPP because they caused an unexpected reverse impact. For example, an increase in risk weights on loans to securities and housing sectors led to a higher domestic credit growth rate in Viet Nam.

References

- [1] Aiyar, S., Calomiris, C. and Wieladek, T., (2014), “How does credit supply respond to monetary policy and bank minimum capital requirements?,” BoE Working Papers 508 (London: Bank of England).
- [2] Ahuja, A. and Nabar M. 2011. Safeguarding Banks and Containing Property Booms: Cross-Country Evidence on Macroprudential Policies and Lessons from Hong Kong SAR. *IMF Working Paper* No. 11/284.
- [3] Bank of England (2009), “The role of macroprudential policy,” Bank of England Discussion Paper, November.
- [4] _____ (2011), “Instruments of Macroprudential Policy,” Bank of England Discussion Paper, December.
- [5] Borio, C and M Drehmann (2009), “Towards an operational framework for financial stability: ‘fuzzy’ measurement and its consequences,” BIS Working Papers, no 284, June.
- [6] Caruana, J (2005), “Monetary policy, financial stability and asset prices,” Occasional Papers, 0507, Bank of Spain.
- [7] Cerutti, E., Classens, S., Laeven, L., (2015), “The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence”. IMF Working Paper, WP/15/61.
- [8] Claessens, S (2014), “An Overview of Macroprudential Policy Tools,” IMF Working Paper WP/14/214.
- [9] Clement, P (2010), “The term “macroprudential”: origins and evolution,” BIS Quarterly Review, March.
- [10] Committee on Global Financial System (2010), “Macroprudential instruments and frameworks - A stocktaking of issues & experiences,” CGFS Papers No 38.
- [11] Crowe, C., Dell'Ariccia, G., Igan, D., and Rabanal, P., (2011), “How to Deal with Real Estate Booms: Lessons from Country Experiences,” IMF Working Paper No. 11/91 (Washington: International Monetary Fund).
- [12] De Bandt, O and Hartmann, P (2000), “Systemic Risk: A Survey,” ECB Working Paper No. 35.

- [13] Financial Stability Board, International Monetary Fund, and Bank for International Settlements, 2011, “Macroprudential Policy Tools and Frameworks,” Progress Report to G-20.
- [14] Galati, G and Moessner, R (2011), “Macroprudential Policy – A Literature Overview,” BIS Working Papers No 337.
- [15] Gambacorta, L. and Shin, Huyn Song (2016) “Why bank capital matters for monetary policy”, BIS working paper Bo 558.
- [16] Hannoun, H (2010), “Towards a global financial stability framework”. Speech at the 45th SEACEN Governors' Conference, Siem Reap province, Cambodia, 26-27 February 2010.
- [17] Igan, Deniz, và Heedon Kang, (2011), "Do Loan-to-Value and Debt-to-Income Limits Work? Evidence from Korea," IMF Working Papers No. 11/297 (Washington: International Monetary Fund).
- [18] International Monetary Fund (2011), “Macroprudential Policy: An Organizing Framework”.
- [19] Kuttner, K. and Shim I. 2012. Taming the Real Estate Beast: The Effects of Monetary and Macroprudential Policies on House Prices and Credit. In A. Heath, F. Packer and C. Windsor (ed.) *Property Markets and Financial Stability*. Reserve Bank of Australia, pp.231-259.
- [20] Lo, A. (2009), “The Feasibility of Systemic Risk Measurements”, written testimony for the House Financial Services Committee on Systemic Risk Regulation, October.
- [21] Lim, C., Columba, F., Costa, A., Kongsamut, P., Otani, A., Saiyid, M., Wezel, T., and Wu, X., 2011, “Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences,” IMF Working Paper No. 11/238 (Washington: IMF).
- [22] Hartmann, Phillip (2015), “Real estate markets and macroprudential policy in Europe” – Working paper series, European central bank, No.1796
- [23] Nadauld, T, and S Sherlund (2009), “The role of the securitization process in the expansion of subprime credit,” Finance and Economics Discussion Series 2009-28. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, April.
- [24] Ostry, J.D., Ghosh, A.R., Habermeier, K., Laeven, L., Chamon, M., Qureshi, M.S., và Kokenyne, A., (2011), “Managing capital inflows: What tools to use?”. IMF staff discussion note, SDN/11/06, April 5,2011.
- [25] Perotti E and J Suarez (2009), “Liquidity insurance for systemic crises”, Testimonial at the Select Committee on Economic Affairs for Banking Regulation and Supervision, House of Lords, February 24 <http://www.publications.parliament.uk/pa/ld200809/ldselect/ldconaf/101/9022405.htm>).
- [26] Rogers, Lamorna (2013), “Unpacking the toolkit: the transmission channels of macroprudential policy in New Zealand”

- [27] Saurina, J (2009a), “Loan loss provisions in Spain. A working macroprudential tool,” Bank of Spain Financial Stability review No. 17, p. 11-26.
- [28] Saurina, J (2009b), “Dynamic Provisioning. The experience of Spain,” Crisis Response. Public Policy for the Private Sector. Note Number 7. July. The World Bank.
- [29] Se, H. 2013. Loan-to-Value as Macro-Prudential Policy Tool: Experiences and Lessons of Asian Emerging Countries. *DSF Policy Paper*, No. 33.
- [30] Sibert, A (2010), “A systemic risk warning system,” VoxEU, 16 January 2010 (<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/4495>).
- [31] Tillmann, P. 2014. *Estimating the Effects of Macroprudential Policy Shocks*. Center for Economic Research of Korea, Sungkyunkwan University, and the Korea Economic Research Institute.
- [32] Tresel, T., và Zhang, Y. S. (2016). “Effectiveness and Channels of Macroprudential Instruments: Lesson from thr Euro Area”. IMF Working Paper, WP/16/4.
- [33] Turner, P (2000), “Procyclicality of regulatory ratios?”, Center for Economic Policy Analysis Working Paper No. 13.
- [34] Turner, P. 2010. Macroprudential policies and the cycle. In S Griffith-Jones, S, E Helleiner and Ngaire Woods (eds): *The Financial Stability Board: An Effective Fourth Pillar of Economic Governance?* CIGI Special Report, June.
- [35] Vandebussche, J., Vogel, U., và Detragiache, E., (2015), “Macro-prudential Policies and Housing Prices: A New Database and Empirical Evidence for Central, Eastern, and Southeastern Europe,” *Journal of Money, Credit and Banking*, Volume 47, Issue S1, pp. 343–77, March/April 2015.
- [36] Wong, and others, (2011), “Loan-to-value ratio as a macroprudential tool – Hong Kong's experience and cross- country evidence,” HKMA Working Paper (Hong Kong: Hong Kong Monetary Authority).
- [37] Zhang, L. và Zoli, E. (2014), “Leaning against the wind: macroprudential policy in Asia”, IMF working paper, WP/14/22.

THE EFFECT OF NEGATIVE INTEREST RATE POLICY ON EXPORT IN SWITZERLAND

Pham Thi Lam Anh MSc
Banking Academy of Vietnam

Abstract

After 2008 financial crisis and Eurozone public debt crisis is over, the global economy, particularly advanced economies have been facing to other threats - weak growth and low inflation expectations. To jumpstart moribund economies and avoid potential deflation, series of the central banks including the ECB, the Swedish Risk bank, the Bank of Japan, the Central Bank of Hungary, the Denmark National bank and the Swiss National Bank implemented the negative interest rate policy (NIRP). The goal of these central banks is to stabilize inflation expectations, support growth and prevent the appreciation of these currencies. Among these countries, Switzerland is a country that its export accounts more than 60% of GDP, thus, the main target of NIRP in Switzerland is to respond to currency appreciation in order to prevent the negative impact of the export. Whether this policy could support the export of Switzerland is a big question. Through employing ARDL (p, q) model to examine the effect of NIRP on export in Switzerland, this research would like to answer this question. The result of estimation points out that currently, NIRP has not shown the clear impact on export in this country yet.

Key words: *Negative interest rate policy, Switzerland export, ARDL models*

1. Introduction

Since 2008, the world economy has experienced the decades of crisis from the global financial crisis of 2008, the European debt crisis and the low- inflation decades in advanced economies. Facing this circumstance, while the traditional tools have not been effective, the central banks have implemented a series of unconventional monetary tools in order to recover the economies in the world. Although the quantitative easing (QE) was quite successful in US and England, this could not assist the governments to be against a background of persistently weak growth and low inflation expectations, particularly in Euro and Japan. Thus, to jumpstart moribund economies and avoid potential deflation, the European Central Bank (ECB), the Bank of Japan (BOJ) and several smaller European monetary authorities (Denmark, Switzerland, and Sweden) have conducted unprecedented ultra-low interest rate policies (ULIRP) and negative interest rate policy (NIRP). The NIRP is unconventional monetary policy, which promotes commercial banks more loans at lower rates to businesses and households through discouraging them from keeping their money within the central bank. This should ultimately boost private consumption, investment, and gross domestic product

(GDP) growth as well as inflation. In particular, the main motivation for the implementation of NIRP by the ECB, the Swedish Risk bank, the Bank of Japan, and the Central Bank of Hungary was the need to stabilize inflation expectations and support growth. In the case of the Denmark National bank and the Swiss National Bank, an immediate motivation was the need to respond to currency appreciation and capital inflow pressures (Arteta et.al, 2016).

For the transmission channels of monetary policy under NIRP, Arteta et.al, (2016) refers that the interest rate, credit, portfolio, and exchange rate channels are the main channels to transmit the effects of NIRP to inflation and GDP growth. However, these researchers also argue that “complications associated with these channels under NIRP could limit policy effectiveness, particularly if they have adverse effects on the financial sector”. Agree with Arteta et.al, (2016) Josh and Lin (2016) also indicate that sticky deposits under NIRP may reduce bank profitability or diminish monetary transmission. For the exchange rate channels, NIRP is expected to cause domestic currencies depreciate, which could assist promote export (Arteta et.al, 2016). The effect of NIRP on the exchange rate is very important for the economies highly dependent on exports such as the Switzerland’s.

According to IMF (2016), the total export from Switzerland amounted US\$303.1 billion in 2016, accounting for about 61.3% of total Swiss economic output. Furthermore, since the Euro zone’s debt crisis, the Swiss franc and Swiss assets have become one of the most favorite currencies and assets for global investors. This caused Swiss franc appreciates sharply against the euro over 5 years. Thus, when Swiss central bank started implementing NIRPs in 2015, they expected that utilizing NIRPs would lead to the depreciation of Swiss Franc, which would enhance this country’s export. However, the effectiveness of this unconventional monetary policy on the export of this country is still a question for both authorizes and academic researchers.

This reason promotes the author to examine the impact of NIRPs on Swiss export to resolve the question that whether the NIRP has an effect as Swiss central bank has expected.

To reach the final answer, firstly, this research will summarize some empirical studies on the relationship between monetary policy particularly NIRP and export. The next part will focus on estimating VAR model. Based on the result of the previous part, the last part will give some recommendations and end with some concluding points.

2. Literature review

Firstly, in theory, according to Mishkin (2011:654), interest rate affects international trade through exchange rate channel. Mishkin (2011) refer that the decrease of domestic real interest rate would support export and reduce import through the depreciation of domestic currency. This would lead to the increase in net export then promoting the growth of GDP.

The empirical studies have also proved for this theory. Vespignani (2015) employed SVAR to examine the influence of monetary aggregate shocks in the US, China, and Japan on European area from 1999 to 2012. The results point out that the increase in monetary aggregates in Japan is associated with the significant appreciation of the Euro and decreases

in Euro zone industrial production, and export. The findings indicate that the increase in monetary aggregates in China will follow by the rise in the world price of commodities, Euro area inflation, industrial production, and exports. Le (2006) applied VAR model to assess the effectiveness of monetary transmission mechanism in Vietnam over the period from 1996 Q1 to 2005 Q4. The finding reveals that the exchange rate channel is one of the most powerful channels to transmit the monetary policy effect. Samkharadze (2008) studied the role of different channels of the monetary transmissions mechanism in Georgia. Analyzing monthly data between June 2002 to May 2007 and employing VAR model, the research indicates that the exchange rate channel plays an important role in determining the inflation level and the significant interest rate pass through to the real GDP and inflation.

For the relationship between interest rate and monetary policy with net export, Li et.al (2011) studied the effect of monetary policy on net export in China. Using SVAR model and data from August 2005 to August 2010, this study suggests that the trend of net export different from the pattern of interest rate, exchange rate, and shock. M2 is likely to be the best choice of financial policy to realize internal and external equilibrium. Yasunobu and Hiroshi (2015) study the artificially low-interest rates as an export promotion policy. This policy involves both setting an interest rate ceiling and rationing rule. The result indicates that this policy was successful to promote export and improve national income and welfare. Ravi and Hamid (2013) investigated the link between US trade deficit and the rate of interest since 1982 to 2011. Normally, a nation with high trade deficits would have higher interest rates than those with surplus or balance trade. However, this study shows that different from other economies, the increase in trade deficit itself causes the interest rate in US lower. This is because of the world strong interest in maintaining the high value of the dollar.

For the studies on NIRP, although the NIRP has been introduced recently, there are some researchers such as Hameed and Rose (2016), Arteta et.al, (2016) , Jobst and Lin (2016), Bech and Malkhozov (2016) and Feldkircher et.al (2017) studying some aspects of this policy. For transmission of NIRP, Arteta et.al, (2016) investigated the impact of NIRP on emerging economies through various transmissions channels. The findings refer that this unconventional monetary policy spills over to these countries through the portfolio re-balancing channel because investors look for higher yields. Jobs and Lin (2016) researched the association of the transmissions of the NIRP and bank profitability in the euro- area. In the same topic, Feldkircher et.al (2017) also studied the transmission of interest rate hocks to Asia to find out whether its effects are different with below the zero lower bond environments. The results indicate that there is no difference when interest rate already decreases below zero at the time monetary policy turns out to be expansionary. Hameed and Rose (2017) analyzed the effect of NIRP on the real effective exchange rate and bilateral rates in Denmark, the EU, Japan, Sweden, and Switzerland. The findings refer that NIRP has the marginal effect on the exchange rate.

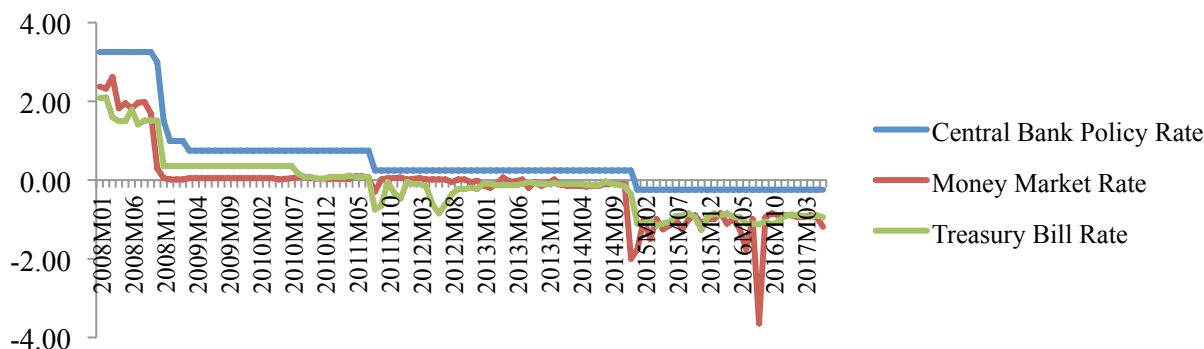
It can be seen that until now there are numerous studies on exchange rate channel, the link between interest rate and export-import, and the implication of NIRP. However, the

effect of NIRP on export has not been investigated yet. Thus, this research finding will contribute the empirical evidence for both academic and political field.

The export and NIRP in Switzerland

Following ECB, Switzerland started implementing negative interest rate since January 2015 to respond to currency appreciation and capital inflow pressures. However, before Swiss Central Bank launching NIRP, the main interest rate in the Swiss money market had begun to be down under zero since August 2011 with Treasury bill rate. Then, in August 2012, money market rate in Switzerland also became negative. Thus, the impact of negative interest rate policy on Swiss economy had occurred before it was officially announced.

Figure 1: The Swiss interest rate 2008-2017



Source: IFS 2017

Switzerland export

According to Global EDGE (2017), The export of Switzerland is about US\$ 304.7 billion in 2016, increasing 75.5% since 2009 and it accounts for 61.3% of total GDP. The top export partners of Switzerland are European countries, US and Asia (Japan, China, and India). Among these countries, European countries and US account for more than 50% of total Switzerland' export. The main export products of Switzerland are gems, precious metals; pharmaceuticals, machinery including computers; clocks, watches including parts; organic chemicals; optical, technical, medical apparatus and electrical machinery, equipment.

3. Empirical analysis

3.1. Data and choice of variables

The NIRP was officially implemented in January 2015 when the Swiss central bank downed their central bank policy rate to -0.25% and it has been unchanged until now. Thus, to assess the effect of NIRP on export, besides the central bank policy rate, this study employs a dummy variable (NIR) with NIR = 1 with central bank policy rate being negative, and = 0 when this rate is positive or zero. To find out the effect of NIRP on the export, according to Mishkin (2011) the effects of the shocks of monetary policy would transmit to export through the exchange rate. Therefore, to find out the impact of NIRP on export, besides the central bank policy rate, this research uses exchange rate as endogenous variables. For exchange rate, the nominal effective exchange rate (NEER) is picked instead of REER. Besides the domestic

factors, export is also influenced by international factors that are represented by US consumer sentiment index, and European consumer confident index variables. Therefore, the ARDL (p, q) will consist six variables including: dependent variable - Switzerland export; independent variables: US consumer sentiment index, and European consumer confident index, Swiss central bank policy rate, exchange rate, and a dummy variable: negative interest rate policy.

The data for these variables are collected from International Financial Statistics (IFS), Euro Stat, European Central Bank and Federal Reserve Bank of St Louis. The research period is from January 2011 to June 2017. This period is chosen to make sure that NIRP is the unique shock economic affecting the world and Swiss economy

All the variables, with the only exception of the central bank rate, European consumer confident index and dummy variables are log-transformed. Before estimating the model, all variables excepting dummy are also tested for the unit root to make sure that they are stationary. All variables have unit root and are stationary at the first level so all variables are transformed to the first differencing.

Variables	Explanation
EXPT	D(log(the amount of Switzerland export))
EURO	D(European consumer confident index)
US	D(log(US consumer sentiment index))
IR	D(Swiss central bank policy rate)
EXR	D(log(nominal effective exchange rate))
NIR	= 1 if central bank rate is negative and otherwise

Table 1: The summarization of statistic variables

	EURO	EXPT	EXR	IR	NIR	US
Mean	0.138961	0.001164	0.000617	-0.012987	0.402597	0.003223
Median	0.100000	-0.001176	-0.000725	0.000000	0.000000	0.004914
Maximum	3.000000	0.080043	0.079874	0.000000	1.000000	0.100769
Minimum	-4.400000	-0.203757	-0.081807	-0.500000	0.000000	-0.138150
Std. Dev.	1.367591	0.044721	0.017298	0.080050	0.493637	0.048851
Observations	77	77	77	77	77	77

Source: Eviews result

3.2. Model

The ARDL consists of two parts,- AR part containing the regression of the dependent variable on the lagged values of itself, and DL including the independent variables and the distributed lag of them (Hill, Griffiths, Lim (4thed), chap9, p.365-366).

$$EXPT_t = \beta_1 + \beta_2 EURO_t + \beta_3 US_t + \beta_4 IR_t + \beta_5 EXR_t + \beta_6 NIR + \beta_7 NIR * IR_t + \sum_{q=1}^m \alpha_1 * IR_{t-q} + \sum_{q=1}^m EXR_{t-q} + \sum_{p=1}^n EXPT_{t-p}$$

The most appropriate ARDL model(p,q) will be chosen through the economic theory, the hypotheses tests and other factors. Furthermore, to make sure that this estimation is trustworthy, others test are also conducted, which includes Ramsey test for the adequacy of the model, normality of residuals with Jarque- Bera test , Heterokedasticity with Breusch-Pagan test , Autocorrelation test with residual correlogram, Durbin Watson and LM test, and Multicollinearity with correlation coefficients between variables.

4. Results

4.1. The result of estimating the model

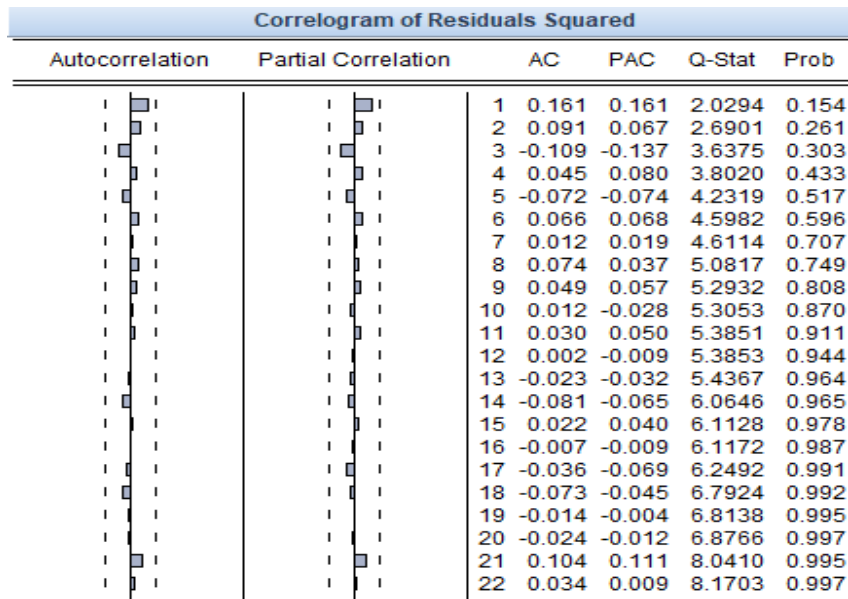
The most appropriate ARDL (p,q) model is chosen through indicators including AIC and SC, free of autocorrelation as well as economic theories. Furthermore, according to the Friedman's conclusion (1961) that "monetary action affect economic conditions only after a lag", the lags of exogenous variables are also necessary to add in the model. Based on these criteria, the model ARDL (2, 1) is chosen and the result of estimation.

Table 2: The result of estimation

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000301	0.005050	-0.059623	0.9526
EURO	0.003842	0.003032	1.267164	0.2097
US	0.190932	0.088749	2.151378	0.0352
IR	0.005464	0.090249	0.060542	0.9519
NIR	0.004917	0.007621	0.645091	0.5212
EXR	-0.654163	0.336342	-1.944932	0.0562
IR*NIR	0.011614	0.117343	0.098971	0.9215
EXPT(-1)	-0.858531	0.106874	-8.033141	0.0000
EXPT(-2)	-0.449723	0.117472	-3.828351	0.0003
IR(-1)	-0.043380	0.067343	-0.644173	0.5218
EXR(-1)	-0.692097	0.311728	-2.220193	0.0300
R-squared	0.589729	Mean dependent var		0.001130
Adjusted R-squared	0.525624	S.D. dependent var		0.044986
S.E. of regression	0.030984	Akaike info criterion		-3.975955
Sum squared resid	0.061441	Schwarz criterion		-3.636057
Log likelihood	160.0983	Hannan-Quinn criter.		-3.840238
F-statistic	9.199456	Durbin-Watson stat		2.049282
Prob(F-statistic)	0.000000			

Source: *Eviews*

Figure 2: Correlogram of Residual



The significant of model with F- statistic= 9.199 > F crit(0.95, 10,77)= 1.99 → at least one coefficient is significant at the 5% level of significance

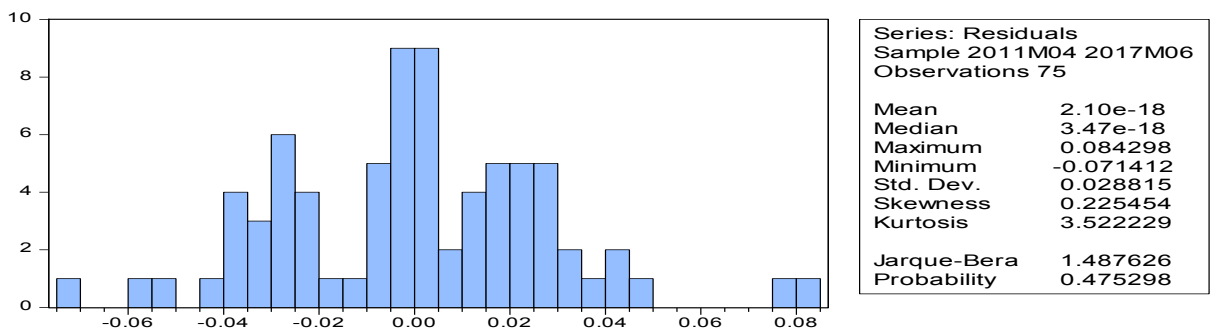
Table 3: Ramsey – Reset Test result

Ramsey RESET Test			
Equation: UNTITLED			
Specification: EXPT C EURO US IR NIR EXR IR*NIR EXPT(-1) EXPT(-2) IR(-1) EXR(-1)			
Omitted Variables: Squares of fitted values			
	Value	df	Probability
t-statistic	2.456826	63	0.0168
F-statistic	6.035995 (1, 63)		0.0168
Likelihood ratio	6.861999	1	0.0088

Source: Eviews result

The result of test shows that as t-test= 2.456 > t-crit= 2.00 → this result refers that model may lack or omit variables.

Table 4: Jarque- Bera test result



Source: Eviews result

Jarque- Bera test shows that with Probability =0.475 > 0.05 → at the 5% level of significance, the residuals are normally distributed

Table 5: Breusch- Pagan test for Heterokedasticity

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-statistic	2.042356	Prob. F(10,64)	0.0430
Obs*R-squared	18.14384	Prob. Chi-Square(10)	0.0526
Scaled explained SS	16.66177	Prob. Chi-Square(10)	0.0822

Source: Eview

With $\chi^2 (0.95, 11) = 19.68 > 18.14 \rightarrow$ Breusch- Pagan test result refers that at 5% of the level of significance , there is no heterokedasticity in ARDL(2,1) model.

Durbin Watson and LM test for autocorrelation

Table 6: LM test

<i>Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:</i>			
F-statistic	2.282773	Prob. F(1,63)	0.1358
Obs*R-squared	2.622560	Prob. Chi-Square(1)	0.1054

Source: Eviews

As LM= 2.622 < $\chi^2 (0.95, 1) = 3.84 \rightarrow$ This refers that at 5% of the level of significant, there is no autocorrelation .

From the table 2 Durbin Watson statistic = 2.049, this implies that the model ARDL (2, 1) does not have autocorrelation.

Table 7: Correlation between variables

	EURO	EXPT	EXR	IR	NIR	US
EURO	1.000000	0.094430	0.130352	0.172948	-0.002101	0.229557
EXPT	0.094430	1.000000	-0.324036	0.124366	0.058587	0.260896
EXR	0.130352	-0.324036	1.000000	-0.598358	0.085071	-0.242078
IR	0.172948	0.124366	-0.598358	1.000000	-0.032433	0.154608
NIR	-0.002101	0.058587	0.085071	-0.032433	1.000000	-0.108869
US	0.229557	0.260896	-0.242078	0.154608	-0.108869	1.000000

Source: Eviews

The table shows that correlation between each pair of independence variables is all below 0.8. Thus, there is no collinearity in the regression model

Based on the estimation and test result, the ARDL (2, 1) is the most appropriate model and the estimated model form as:

$$\begin{aligned}
EXPT_t = & -0.000301 + 0.003842EURO_t + 0.190932 US_t + 0.005464IR_t \\
& - 0.654163EXR_t + 0.00049NIR + 0.011614NIR * IR_t - 0.04338 IR(-1) \\
& - 0.692097EXR(-1) - 0.858531EXPT(-1) - 0.449723EXPT(-2) +
\end{aligned}$$

The estimation result refers that if the European consumer confidence index rise 1 point, the Switzerland export will increase approximately 0.004% . For the US consumer sentiment index, if this indicator rise 1%, this will lead the export of Switzerland to rise 0.19%. A 1% increase in central bank policy rate at the preset may lead to 0.005% in the export but it will cause the export in the next period decrease 0.043%. For exchange rate, 1% increase in the normal effective exchange rate will cause the export of Swiss decrease about 0.65% at the present and 0.69% in the next period. Regarding the expectation of export, the increase in amount of export at the present will not push the export in the next period, by contract; it will cause the next two months export decline 0.85 and 0.45%. In terms of negative interest rate policy, when Swiss central bank implemented this policy, it is likely to push this country export increase more about 0.016% compared to without NIRP. With the R-squared valued is about 0.6, this refers that 60% of the change in export of Switzerland since the January 2011 to June 2017 can be explained by the change in US consumer sentiment index, and European consumer confident index, Swiss central bank policy rate, exchange rate, negative interest rate policy.

4.2. Discuss and implication

The R-square of the model is about 60%, which is quite low. Furthermore, although the hypothesis test on overall model indicates that the model is significant, the test on individual coefficient shows that there is still some explanatory variables that is not significance. The estimation output shows that while US consumer sentiment index, exchange rate, one-and second period lag of export, and one period lag of exchange rate variable has significant impact on the change in export of Switzerland. By contrast, European consumer confident index, Swiss central bank policy rate and negative interest rate policy do not show their effect on the export of this country.

In term of the sign of coefficient, the coefficient of IR, US and EURO are positive, while the coefficient of EXR, EXPT(-1), EXPT(-2), IR(-1) and EXR(-1) is negative. This result indicates both similarity and difference to the economic theories. Firstly, the sign of coefficient of IR and IR (-1) is following the economic theories that refer that monetary policy has the lag. Thus, when Swiss central bank decides to increase the policy rate, after one month it may lead to the decrease in export of this country. The positive coefficient of EURO and US also follows the economic theories that indicate that when the consumer confident index of import goes up, which is likely to lead to the increase for the import products. The coefficient of EXR and EXR (-1) is also similar to economic theories that indicate that the increase in exchange rate will lead to the decline in the amount of export. However, the negative coefficient of EXPT(-1) and EXPT(-2) is different from economic theories and this phenomenon needs to be investigated further.

The purpose of this study is to examine the effect of NIRP on the export of Switzerland. Thus, the insignificance of the coefficient of NIR and NIR*IR indicates that for the research period, NIRP has not shown its apparent influence on the export in Switzerland. One reason to explain this result is that this policy had just started to implement since January 2015, which causes the database may be not enough long to shows the clear relationship between NIRP and export. Inspire of unclear direct relationship in the study period, the indirect relationship maybe still exist through the effect of exchange rate variable as the estimation points out that exchange rate has significant impact on the change of export in Switzerland. Furthermore, Hameed and Rose (2017) find out that NIRP has the marginal effect on the exchange rate. Thus, the further study with longer time series data should be done to find out the link between NIRP and export. Although this result does not so the link between NIRP and export, it implies that the Switzerland central bank should continue to implement this policy to gain the apparent effect on economic variables.

The result of Ramsey Rest test and the insignificant coefficient of some variables refer that other variables should be added in the model in the further study.

5. Conclusion

This paper has revealed the relationship between negative interest rate policy and export in Switzerland from 2011 to 2017. Through estimating ARDL model with the 4 independent variables and a dummy variable, the study finds out NIRP does not shows the direct impact on export in this country. However, the export is impacted by exchange rate, the lag of central bank policy rate as well as US consumer index. This study's findings contribute more empirical evidence for the impact of NIRP in practice for both academic researchers and policymakers to consider.

References

- [1] Arteta, Carlos, Kose, M. A yhan, Stocker, Marc, and Taskin, Temel. (2016). Negative interest rate policies: Sources and implications (Discussion Paper No. DP11433). London: Centre for Economic Policy Research.
- [2] Batra.R , Beladi.H (2013).The US Trade Deficit and the Rate of Interest, Review of International Economics, September 2013, Vol.21(4), pp.614-626
- [3] Bech, M. L., and A. Malkhozov (2016): “How have central banks implemented negativepolicy rates?,” BIS Quarterly Review
- [4] Feldkircher, M., F. Huber, P. Chantapacdepong, and M Punzi (2017) The Transmission of Interest Rates Hocks to Asia – Are Effects Different below the Zero Lower Bound. ADBI Working Paper 690. Tokyo: Asian Development Bank Institute. Available: <https://www.adb.org/publications/transmission-Interest-rates-shocks-asi>
- [5] Hameed, A., and A. K. Rose (2016). Exchange Rate Behavior with Negative Interest Rates: Some Early Negative Observations,. Discussion Paper 11498, CEPR.
- [6] IMF.(2017). World Economic Outlook updated to April 2017.
- [7] Insights, G. (2017). Switzerland: Trade Statistics. [online] Globaledge.msu.edu. Available at: <https://globaledge.msu.edu/countries/switzerland/tradestats> [Accessed 4 Dec. 2017].
- [8] Joaquin L.Vespignani - International transmission of monetary shocks to the Euro area: Evidence from the U.S., Japan and China -Volume 44, January 2015, Pages 131-141 Economic Modelling
- [9] Jobst, Andreas, and Lin, Huidan. (2016) , Negative Interest Rate Policy (NIRP): Implications for Monetary Transmission and Bank Profitability in the Euro Area”, Working Paper No. WP/16/172, Washington, DC: International Monetary Fund.
- [10] Le ,V. H. (2012) . A Vector Autoregression (VAR) Analysis of the Monetary Transmission Mechanism in Vietnam” , GRIP Working Paper, Available at : <http://www.grips.ac.jp/vietnam/VDFTokyo/Doc/35LVHung18Aug07Paper.pdf>
- [11] Li. J; Li.Y ; Dong.Q,(2011), How Does Monetary Policy Affect Net Export in China?, Management & Engineering, Aug 2011, Issue 4, pp.118-122
- [12] Mishkin, Frederic S. (2011) The economics of money, banking and financial markets / Frederic S. Mishkin, Apostolos Serletis. 4th Canadian ed
- [13] R. Carter Hill, William E. Griffiths and Guay C. Lim,2011, Principles of Econometrics, Fourth Edition, JOHN WILEY & SONS, INC
Samkharadze. B(2008). Monetary Transmission Mechanism in Georgia:Analyzing Pass-Through of Different Channels. Nation Bank of Georgia working paper . Available at <https://www.nbg.gov.ge/uploads/workingpaper/nbgwp02.08.pdf>
- [14] Sims, C. A. (1980), Macroeconomics and Reality, Econometrica 48, 1–48.

- [15] Tomoda. Yasunobu, Kurata. Hiroshi,(2015) Artificially Low Interest Rates as Export Promotion Policy, Japanese Economic Review, December 2015, Vol.66(4), pp.550-565[Peer Reviewed Journal]
- [16] Workman.D, (2017), Switzerland's Top 10 Exports, World Top Exports website, available at <http://www.worldstopexports.com/switzerlands-top-10-exports/>

MONETARY POLICY GOVERNANCE OF PEOPLE'S BANK OF CHINA AFTER THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS

Dr. Phan Anh

Banking Academy of Vietnam

Abstract

In the context of globalization where economies are all connected to each other, a shift in a large-scale economy, such as China, will affect other economies in the world. The devaluation of the CNY against the USD or the internationalization of the Renminbi could have significant impacts on the monetary policies of the economies having close partnership with China, including Vietnam. This raises the need for a comprehensive study on the conduct of China's monetary policy after the global financial crisis, in order to select appropriate and effective monetary policy in the context of such volatile economies and while Vietnam is in the process of restructuring its economy and financial system. This paper consists of two main parts: (i) The monetary policy governance of People's Bank of China after the global financial crisis; (ii) Some comments on the monetary policies of People's Bank of China after the global financial crisis.

Key words: *Governance, monetary policy, global financial crisis, People's Bank of China.*

1. The monetary policy governance of PBoC after the global financial crisis

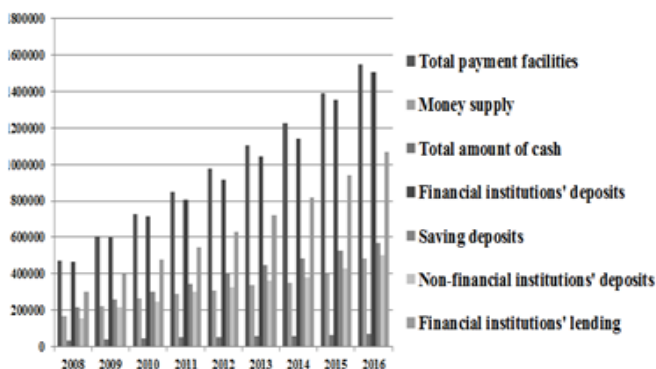
1.1. The status of money supply

As of December 31, 2008, total payment facilities (M2) of China reached 47.5 trillion CNY, increased 17.8% over the same period last year. Money supply (M1) was CNY 16.6 trillion, increased 9.1% over the same period last year. The total amount of cash (M0) was 3.4 trillion CNY, increased 12.7% over the same period last year. M2 increased rapidly in late 2008, M2 and M1 growth in December 2008 increased by 3.0 and 2.3 percentage points respectively compared to November 2008. By the end of 2008, financial institutions' deposits were 47.8 trillion CNY, increased 19.3 percent year-on-year, 4.1 percentage points higher than 2007, increased 7.7 trillion CNY. Comparing to the beginning of 2008, in particular, domestic currency deposits amounted to 46.6 trillion CNY, increased 19.7 percent, is equivalent to 3.7 percentage points higher than the previous year, and foreign currency deposits amounted to 179.1 billion dollars, increased to 12.0 percent. CNY deposits from financial institutions and residents is CNY 22.2 trillion, increased 26.3%, higher than the same period last year higher than the beginning of the year CNY 4.6 trillion, increased more than 3.5 trillion CNY, 19.5 percentage points, nonfinancial deposits was at 21.7 trillion CNY, increased 15.2 percent. In the first nine months of 2010, total liquidity tended to decline;

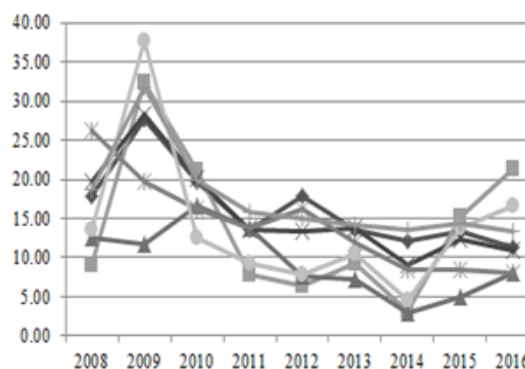
however, after credit growth continued to increase rapidly and cash inflows also increased, total liquidity was restored. By 12/2010, M2 was CNY 72.6 trillion, M1 was CNY 26.7 trillion, M0 in circulation was CNY 4.5 trillion, increased 19.7%, 21.2% and 16.7 respectively, compared with 12/2009. Deposits from financial institutions stood at 73.3 trillion CNY, increased 19.8 percent year-on-year, decreased to 8.1 percentage points in 2009, 8 trillion CNY, increased 20.2%, foreign currency deposits of 228.7 billion USD, increased 9.5% over the same period in 2009.

In 2012 with the priority of stability and soundness of the financial system, since September 2012, the monetary policy has tended to become more loosening. The year 2011 experienced 6 times of raising the required reserve ratio to repress inflation while in 2012, M2 increased by 13.8% with total M2 in 2012 of CNY 97.4 trillion. In the first six months of 2012, credit growth in CNY reached 59,640 billion CNY, increased 16%. By the end of June 2013, the total M2 level of China reached 105,450 billion CNY. In order to stimulate the economy, PBoC has had to reduce required reserve ratio and interest rate twice. In the first half of 2013, the total outstanding loans in CNY reached 68.080 billion, increased 14.2% (decreased 1.8 percentage points over the same period last year). Of which, the additional credit reached 5.070 billion. While M2 supply growth remained robust, industrial output growth declined, and the lack of correlation between the two growth rates indicates a target goal of improving the efficiency of credit utilization and lending. It was the top priority of China's financial and monetary system Open Market Operations - OMO. Compared to the second half of 2012, China's open market activity has shifted from a mainly bought-to-repurchase status. For the first half of 2013, repo sold over 173 billion CNY. PBoC's shift from net pumping to net lending to tighten credit and enhance risk control, forcing commercial banks to face greater pressure from structural adjustment. Although the neutralization pressure in the first half was not tense due to a trade surplus of \$ 27 billion, FDI disbursed \$ 14 billion, foreign net withdrawals in June remained high at CNY 41 billion and first net withdrawal happened from the beginning of the year.

Chart 1: Key monetary index and growth rates of these indicators of China in the period 2008-2016



Unit: Hundred Million CNY,%



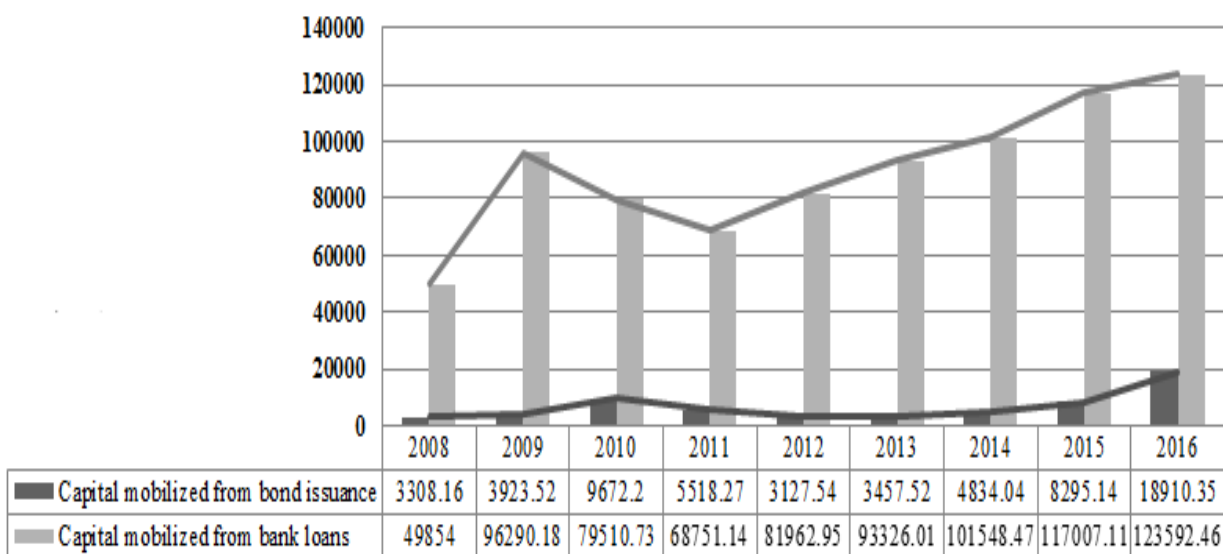
Source: PBoC

By the end of 2014, M2 would grow up to 122.8 trillion CNY, a growth of 12.2 percent, 1.4 percentage points lower than the growth rate in 2013. M1 is 34.8 trillion CNY, increased 3.2%, the growth rate was 6.1 percentage points lower than that of 2013. M0 was 6.0 trillion CNY, increased 2.9%, the growth rate lower than that of 2013 was 4.3 percentage points. Growth in M2 in 2014 was still higher than nominal GDP growth of about 3 percentage points. Deposits of financial institutions reached 117.4 trillion CNY, increased 9.6 percent, lower than the growth rate of 3.9 percent in 2013, deposits in residents and non-financial institutions. Growth slowed while deposits from financial institutions rose sharply. At the end of 2014, household deposits stood at 50.3 trillion CNY, increased 8.9 percent from 2013, non-financial institutions deposits were at 37.8 trillion CNY, increased 4.6% compared to 2013.

By 30/12/2016, M2 is CNY 155.0 trillion, increased 11.3% over the same period in 2015, 2 percentage points lower than the growth of 2015. M1 is 48.7 trillion CNY, an increase of 21.4% over the same period in 2015, an increase of 6.2 percentage points over the growth of 2015. M0 was 6.8 trillion CNY, growing 8.1% and higher than the previous year. 3.2 percentage points. Net cash infusion was 508.7 billion CNY, an increase of 213.0 billion CNY over the same period in 2015. The growth rate of M2 at the end of 2016 was higher than the GDP growth rate, compared with the actual demand of growth. Economic growth was high. Supply channels are also relatively diversified, from bank loans, bond issuance, equity and other investments, up 5.67 trillion CNY and 7.15 trillion CNY from the beginning of 2016 and 358 billion CNY and 583.7 billion CNY through the year.

Figure 1: Capital mobilization through domestic stock channel and through China's bank credit channel for the period 2008-2016

Unit: Hundred million CNY



Source: PBoC and State Securities Commission of China

Table 1: Share value of stock market gross domestic product in the period 2008-2016*Unit: Hundred Million CNY, %*

Year	GDP	Total value Market	ratio	GDP	Circulation	ratio
2008	300670	121366	40.4%	300670	45214	15.0%
2009	335353	243939	72.7%	335353	151259	45.1%
2010	397983	265422	66.7%	397893	193110	48.5%
2011	397983	265422	66.7%	397893	193110	48.5%
2012	471564	214758	45.5%	471564	164921	35.0%
2013	568845	239077	42.0%	568845	199580	35.1%
2014	636463	372547	58.5%	636463	315624	49.6%
2015	676708	531304	78.5%	676708	417925	61.8%
2016	744127	508245	68.3%	744127	393266	52.8%

Source: State Securities Commission of China

By the end of 2016, the growth rate of M1 fell slightly from the highest level during five consecutive months of the year, decreased 4.0 percentage points from the end of July. The base currency surplus was 30.9 trillion CNY, increased 10.2 percent from 2015, increased 16.2 percentage points from 2015. In 2016, the base currency accelerated, mainly due to the change in the liquidity provision of the central bank. In 2015, liquidity was mainly provided through the reduction of the required reserve ratio. In 2016, liquidity was provided through instruments such as open market repo, medium-term loan facilities and this would directly increase the total base amount and lead to faster growth of the base currency. The monetary multiplier at the end of 2016 was 5.02, slightly lower than the end of 2015 at 0.02. By the end of 2016, domestic deposits of financial institutions reached 155.5 trillion CNY, increased 11.3 percent from the same period of last year, downdecreased 1.1 percentage points from a year earlier. Domestic deposits were 150.6 trillion CNY, increased 11.0 percent and foreign currency deposits was 711.9 billion USD.

1.2. Interest rate policy

In the first eight months of 2008, the local currency lending rate showed a stable upward trend. In August 2008, the weighted average interest rates on loans were 8.19%, 0.30 percentage points compared with 1/2008. Since September 2008, PBoC has continued to reduce lending interest rates, the weighted average interest rate of local currency loans by financial institutions was 6.23%, fell by 1.96 percentage points compared with August 2008 (4 required reserve ratios with a total reduction of 4%, then fixed the required reserve ratio for large financial institutions was 15.5%, with small-scale financial institutions at 13.5% during 2009). The weighted average interest rate on loans from financial institutions fell slightly. In

December 2008, the average lending rate of non-financial institutions and other sectors was 5.27%, not much changed, compared with December 2007. The average interest rate on loans was 5.44%, decreased 0.20 percentage points from December 2007, and the average lending rate was 3.90%, increased 0.58% percentage points compared with December 2007. At the end of 2008, the 1-year and 3-month CBRs fell by 180 basis points and 240 basis points respectively. The 28-day swap contract rate dropped by 230 basis points compared to the peak in 2008. In 2008, PBoC begin allowing interest rate swaps, there by diversifying instruments and enhancing liquidity in the money market. Deposits of State Treasuries at central banks to time deposit accounts at commercial banks in order to simultaneously increase efficiency of State Treasury and increase the liquidity of the banking system in 2008 CNY 170 billion). In 2009, the lending rate in the residential sector tended to stabilize, from July 2009, to prevent as the economy grew again, PBC issued 1-year CBs to lower its liquidity in the long run (short-term loans of less than 3 months and 3 months were pushed up in the first half of 2009) 28-day repo rate and 3-month CB credit note increased by 1.18% and 1.3280% respectively (increased 28% and 36% respectively from the beginning of the year). The 1-year central bank's issue rate was 1.7605, increased 26 basis points. The weighted average interest rate in December 2009 was 4.52%, decreased 0.18 percentage point compared to December. 2008. The proportion of floating-rate loans accounted for 28.22% of total outstanding loans, an increase of 6.77 percentage points over December 2008. The ratio of loans at standard interest rates accounted for 19, 05% of total outstanding loans, increased 0.46 percentage points compared to December 2008. The growth rate of floating-rate loans was 52.73%, decreased 7.23 percentage points from 2008. Affected by fluctuations in international financial market interest rates and changes in supply and demand. The foreign currency demand of domestic money funds makes the interest rates on foreign currency deposits and loans generally increase slightly. The weighted average interest rates on USD deposits decreased by 0.02 and 0.32 percentage points respectively compared to 2008. Thus, from September 2008 and the whole of 2009, the standard interest rate for dong loans The one-year term deposit rate has fallen from 4.14% to 2.25% (corresponding to 1.89 percentage points reduction), the benchmark one-year deposit rate has decreased from 7.47% to 5.31% % (corresponding to a decrease of 2.16 percentage points), the interest rate on compulsory deposits decreased from 1.89% to 0.99%, the deposit reserve ratio fell from 1.62% to 0, 72%, the discounted interest rate decreased from 4.32% to 1.80%, and the refinancing rate decreased from 4.68% to 3.33%. In 2010, the lending interest rates of corporate financial institutions generally increased slightly, in December 2010, the weighted average interest rates on loans were about 6.34%, an increase of 0.46 percentage points with the beginning of the year. The weighted average interest rate on savings deposits was 5.49%, increased 2.75 percentage points from the beginning of the year. The interest rate for home mortgages increased steadily, with the average interest rate for December 2010 at 5.34%, increased 0.92% over January 2010. Floating rates and floating interest rates as of December 2010 were 27.80% and 29.16%,

respectively, decreased 5.39% and 1.10% over the beginning of the year. Floating-rate lending was at 43.04%, increased 6.49 percentage points.

In 2010, due to changes in the supply and demand of funds in the domestic market and the impact of interest rate fluctuations on the international financial market, interest rates on foreign currency deposits and loans tended to increase. In December 2010, the weighted average interest rates on USD deposits in 3-6 month terms were 0.33% and 1.84%, respectively, 0.16% and 1.38% respectively. in early 2010. The weighted average interest rates on loans in USD 3-6 months were respectively 2.57% and 2.85%, respectively increased 0.98 and 1.19 percentage points. Between January 2010 and September 2010, interest rates remained unchanged since October 2010 in order to stabilize expected inflation and hold back the rapid growth of money supply, credit and bubbles, real estate, PBoC China raised the benchmark deposit and lending rates. In particular, the benchmark one-year deposit rate rose to 2.25%, 2.75%, a total increase of 0.5 percentage points; Standardized one-year lending rates rose 5.81% to 5.31%, increased 0.5 percentage points. At the same time, increasing the lending interest rate of PBOs to financial institutions, the working capital refinancing rate increased from 3.33% to 3.85%, raising the lending interest rate for rural credit cooperatives to 2,88%, discount rate from 1.80% to 2.25%.

Table 2: The basic interest rates of PBoC for the period 2002-2016 (%)

Adjusted	Within six months (including six months)	Six months to a year (including one year)	From one to three years (including three years)	From three to five years (including five years)	From three to five years (including five years)
2002.02.21	5,04	5,31	5,49	5,58	5,76
2004.10.29	5,22	5,58	5,76	5,85	6,12
2006.04.28	5,40	5,85	6,03	6,12	6,39
2006.08.19	5,58	6,12	6,30	6,48	6,84
2007.03.18	5,67	6,39	6,57	6,75	7,11
2007.05.19	5,85	6,57	6,75	6,93	7,20
2007.07.21	6,03	6,84	7,02	7,20	7,38
2007.08.22	6,21	7,02	7,20	7,38	7,56
2007.09.15	6,48	7,29	7,47	7,65	7,83
2007.12.21	6,57	7,47	7,56	7,74	7,83
2008.09.16	6,21	7,20	7,29	7,56	7,74
2008.10.09	6,12	6,93	7,02	7,29	7,47
2008.10.30	6,03	6,66	6,75	7,02	7,20
2008.11.27	5,04	5,58	5,67	5,94	6,12
2008.12.23	4,86	5,31	5,40	5,76	5,94

Adjusted	Within six months (including six months)	Six months to a year (including one year)	From one to three years (including three years)	From three to five years (including five years)	From three to five years (including five years)
2010.10.20	5,10	5,56	5,60	5,96	6,14
2010.12.26	5,35	5,81	5,85	6,22	6,40
2011/02/09	5,60	6,06	6,10	6,45	6,60
2011.04.06	5,85	6,31	6,40	6,65	6,80
2011/07/07	6,10	6,56	6,65	6,90	7,05
2012.06.08	5,85	6,31	6,40	6,65	6,80
2012.07.06	5,60	6,00	6,15	6,40	6,55
2014.11.22	5,60		6,00		6,15
2015.03.01	5,35		5,75		5,90
2015.05.11	5,10		5,50		5,65
2015.06.28	4,85		5,25		5,40
2015.08.26	4,60		5,00		5,15
2015.10.24	4,35		4,75		4,90

Source: PBoC

In 2013, noted the 5/2013 month, PBoC stopped money supply, pushing the interest rate on repo for 7 days and the Shibor up record high. To, 6/2013, overnight interbank interest rate (Shibor) has dramatically increased high level history, marking more than a week to the Bank of China appeared liquidity shortfall (from 20/6 when the repo interest rate 7 days increased to the highest level of 12% The sudden rise also Shibor, the highest level in the history of previous transactions, along with interest rates overnight, Shibor duration 3 months also unexpectedly turned up nearly 6%). Not only that, while the banking liquidity shortages, unexpected PBoC sold bonds having duration of 3 months, and as a result to 23-24/6/2013 money transfer system and automatic withdrawals of BoC and ICBC are deactivated. By the year 2014, the implementation of the State Council, the PBoC has combined with the relevant ministries to use different measures, using the synthesis tools reviews based on quantified to reduce interest rates to support the area of grass. To 12/2014, the average lending rate of non-financial institutions was 6.77%, decreased 0.42 percentage points, with 1/2014. In it, the average weighted interest rate of the loan was generally 6.92%, decreased 0.22 percent from points a year. Personal loan interest rates also tend to decrease, the average interest rate 12/2014 to his right was 6.25%, decreased 0.29 percentage point compared with the first months of the year. Loans with floating interest rates and standard rates constitute 13.10% 67.26% and respectively, increased 0.63 point 3.86 percent and respectively in comparison with the beginning of the year. Interest rates of deposits and loans in foreign currency has

fallen since the beginning of the year 2014 due to the volatility of interest rates on international financial markets and the changing supply and demand of domestic currency funds. The average weighted interest rate of the deposit in USD on March 12/2014 and March 3-6 term in turn were 0.14 percent and 0.64 percent, respectively falling 0.04 and 1.34 percentage point early in 2014. The average lending rate weighted by the term 3-6 may turn the USD down 2.29% and 2.22%, decreased n 0.37 point and 0.60 percentage point compared with the beginning of the year 2014.

In 2015, the standard lending rate continued to cut 0.25 percentage point to 4.35%, interest rate 1 year term with standard mobilization was 0.25 percentage point up 1.5%. Reserve ratio also decreased 0.5%, at the same time to strengthen financial support for "Tam Nong" and for small and micro businesses, PBoC rising more deposit reserve rate 0.5 percentage point for this Organization as if to meet the criteria. By the year 2016, the average weighted interest rate of loans of the financial institutions, relief, 12/2016, the average lending rate of non-financial institutions and the other industry was 5.27%, unchanged compared with October 12/2015. In it, the average interest rate of the loan was 5.44%, falling 0.20 percentage point in comparison with 12/2015. Lending interest rates stable in the last 3 months of the year 2016, to May 12/2016 rate of loans with floating interest rates constitute 28.22%, increased 6.77 points, the percentage of loans with interest standard was 0.46 points, increased 19.05% in comparison with 12/2015. Capture of 52.73% lending rate, rising 7.23 percentage points in comparison with 12/2015. In 2016, affected by the volatility of the interest of the international financial market and the changing supply and demand of domestic currency funds meant that interest rates of deposits and loans in foreign currency generally increased slightly. The average weighted interest rate of the deposit equal to the U.S. dollar term, 3-6 in turn was 0.14% and 0.88%, in turn reducing 0.02 and 0.32 percentage point compared to the year 2015. The average lending rate on average for loans in USD, 3-6 term were 1.89% and 2.26 percent respectively, increased 0.46 points and 0.24 percent respectively in comparison with 12/2015.

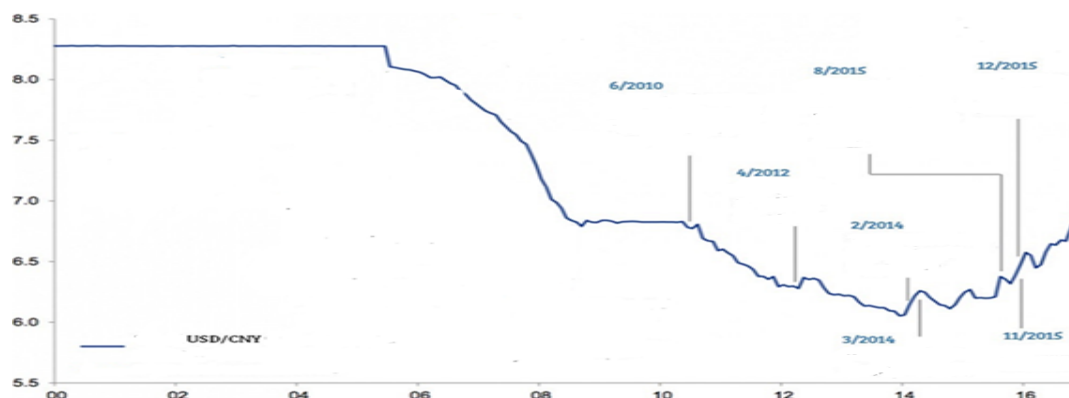
1.3. The reality of rate policy

The history of China's exchange rate policy was that the CNY whose value less than its actual value in exchange with the US Dollar was tied up. This has helped China gain a competitive advantage in international export activities; however, after the global financial crisis causing the decrease of the import market, the Chinese tend to change into the consuming- oriented economy model with the hope to make up the decline of exporting – oriented economy model. One of the key advantages of the consuming-oriented economy model was the position of CNY in international trade; thus, China promoted the internationalization of CNY in order for CNY to participate in the "Monetary Unit" of the International Monetary Fund (IMF) with special drawing rights. In December 2008, the exchange rate between CNY and USD was \$ 1 = 6.8346 CNY. Compared with the last time in 2007, there had been increase of 4700 base points since 12/2007, increased 6.88%. The

exchange rate with the euro increased 3.68%, with JPY decreased 3.42%. In 2008, record of a maximum inflation of USD / CNY was 1USD = 7,2996CNY. The maximum price up per day was 0.37% (255 basics) and a maximum price decreased was 0.23% (162 basics). Trading Forex on interbank trading was 246 days, in that transaction number when the exchange rate increase is 130 days, devaluation is 114 days. From 9/2008 to 9/2010, rates of USD / CNY agitated at rates from 6.8245 to 6.8424. Rate almost pegged USD, while the value of the USD continued decline on the world market has continued to help the Chinese exporters remain strong on the price. Besides, the PBoC also conducted many activities aimed at improving the quality of operations in foreign currency trading centre, promote and create favorable conditions for foreign currency transactions. From the end of the year 2010, the rate was 1USD = \$ 6,6227CNY CNY, the higher 12/2009 is the basic point of 2055, the speed increase is 3%. The lowest rate was 1USD = 6.8284 CNY. Especially in the year 2010, to fit in with the economic situation, domestic and foreign financial and balance of payments in China, PBoC continued to promote reform of the exchange rate formation mechanism CNY by focusing on the supply and demand market, adjusting the reference to a basket of currencies, increasing the flexibility of the CNY. To the first half of 2013 to continue witnessing continuous price increase trend of the CNY with work to exchange rate fluctuations with amplitude planar 1%, he exchanges rate has brought the computer in the market than before, though that gap to the floating exchange rate was still far away.

Box 1: Benchmarks for exchange rate policy of PBoC for the period 2008-2016

- 6/2010: China got rid of the fixed exchange rate at 6.83 to back to “floating exchange rate”
- 4/2012: China loosened the range to $\pm 1\%$.
- 2/2014: China took actions to reduce the price of CNY
- 3/2014: China loosened the range to $\pm 2\%$.
- 8/2015: China reformed its exchange rate formation mechanism, reduced the price of CNY so that the market could self - adjust
- 11/2015: IMF introduced CNY to participate in the "Monetary Unit"
- 12/2015: Commercial CNY Index was introduced



In 2014, the exchange rate of CNY fell slightly, the characteristics of the two-way exchange rate is clearer, the flexibility of the exchange rate has been significantly enhanced, the exchange rate in the year generally stable. At the end of 2014, the CNY against the USF

was 61190 CNY, devaluing 221 basis points by the end of 2013, with a depreciation of 0.36%. Since the reform of the CNY exchange rate mechanism in 2005, the exchange rate between the CNY and the US dollar has increased 35.26% since the end of 2014. According to BIS calculations, CNY's appreciation was 6.41% and the real exchange rate increased by 6.24% in 2014 and since the CNY formation mechanism in 2005 and December 2014, the nominal effective exchange rate CNY rose from 40.51% to 51.04%. From 11/8/2015, China changed the way the exchange rate in the currency market, whereby PBoC set the reference rate at the beginning of each session based on the previous day's interbank Forex rate and based on the supply and demand on the currency market and the evolution of key currencies, the range was $\pm 2\%$. This shows that China tends to move from adjusting the adjusted exchange rate to the adjusted exchange rate, moving to a controlled drop. The PBoC will set the reference level the next day to reflect the market supply and demand at the close of the previous day combined with the movement of the major currencies, helping the exchange rate to find itself. New equilibrium in the market. Based on the previous day's closing rates, the USD/CNY reference rate of the next day can be predicted. By December 2016, the CNY exchange rate in the CFETS basket of currencies was 94.83, decreased 6.05 percent year-on-year. In the basket of currencies of the BIS and basket of currencies SDR has the exchange rate index of 96.24 and 95.50 respectively. By the end of 2016, USD/CNY remained 6.9370, compared to the end of 2015, decreased 4434 basis points. Since the reform of the exchange rate regime in 2005, CNY has risen 19.31% against the dollar for a 10 year period.

Figure 2: Correlation between USD/CNY in the period 2008-2016



Source: Investing.com

2. A number of assessment on the operation of the PBoC's monetary policy after the global financial crisis

First, it is recommended to implement monetary policies in a flexible way, in order to maintain economic growth prudentially as well as to solve intrinsic problems of the economy.

Firstly to flexible monetary policy, China did not officially declare the monetary policy as inflation rate or exchange rate, despite crawling peg (CNY is always kept stable and its value is lower than that of USA dollar). However, in fact, the operation of the PBoC's

monetary policy is always focus on stabilizing the value of money, thereby promoting price stability. As the global financial crisis broke out in September 2008, PBoC quickly shifted its monetary policy from tightening to loosening, to maintain liquidity in the banking system, with Credit growth aims to provide financial support for economic development. The loosening of the monetary policy to support economic growth maintained by PBoC for nearly two years will not only help China's economy maintain steady growth but will also help raise China's CNY position in the market. The international financial arena, taking an important step in the internationalization of CNY. As of July 2009, in order to prevent the risk of inflation from occurring as the economy grows, PBoC has taken caution and tends to tighten credit to limit real estate price bubbles. This is quite right, because many studies have suggested that Chinese-style inflation was due to real estate price bubbles that amplify demand. However, credit tightening caused the underground banking system to develop and trade in the gloomy real estate market, so starting from 2014 to now, PBoC has step by step loosened monetary policy to support the market, formal credit, capital for businesses, growth support for the real estate market and the hindering of credit growth in the banking system.

In summary, PBoC's monetary policy after the global financial crisis can be divided into three main phases: Loosening - Tightening - Loosening. With the flexible adjustment of PBoC, monetary policy is not only considered as an effective tool to help the Chinese economy overcome the global financial crisis but also effectively assist in transforming the economic growth model from exports to the domestic credit growth model.

Table 3: Main economic indicators of China for the period 2008-2016

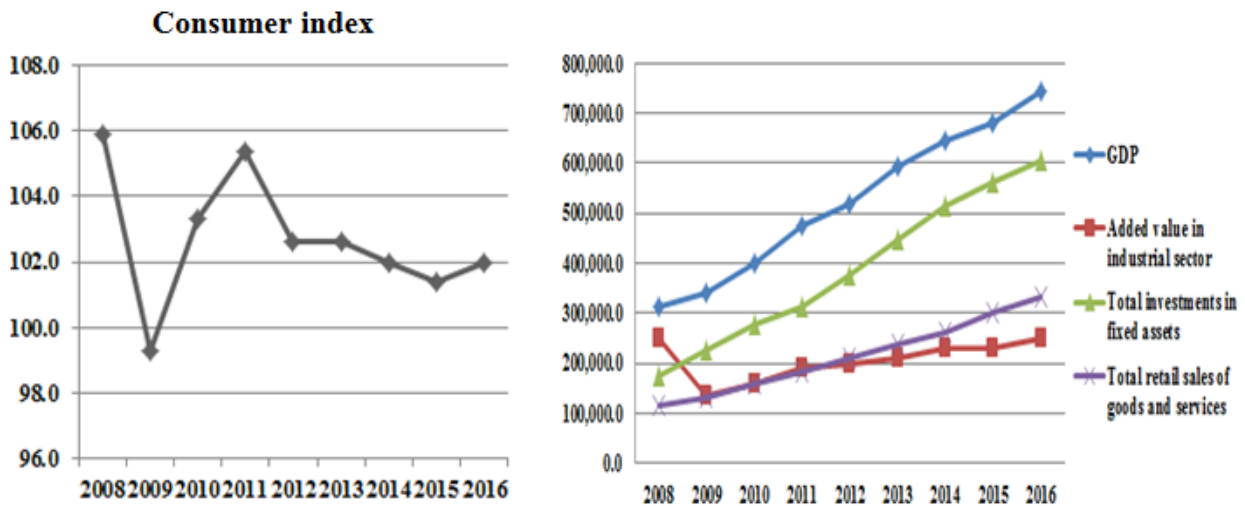
Year	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
GDP (CNY hundred million)	314045	340903	401513	473104	519322	595244	643974	679052	744127
Value added industry	129112	134625	160030	188572	199860	210689	227991	228974	247860
Total investment in fixed assets (hundred million CNY)	172828	172828	278122	311485	374676	447074	512761	562000	606466
Total retail sales of goods and Revenue from consumer services (hundred million CNY)	114830	132678	156998	183919	210307	237810	262394	300931	332316
Total exports and imports (hundred million USD)	25616	22072	29728	36421	38668	41600	264334	245741	243386
Export	14285	12017	15779	18986	20489	22096	143912	141255	138455
Import	11331	10056	13948	17435	18178	19504	120423	104485	104932
Difference	2955	1961	1831	1551	2311	2592	23489	36770	33523
Foreign Direct Investment (hundred million USD)	924	900	1057	1160	1117	1176	1196	1263	1260
Foreign exchange reserves (hundred million USD)	19460.3	23991.5	28473.4	31811	33116	38213	38430	33304	30105
Consumer Price Index	105.9	99.3	103.3	105.4	102.6	102.6	102	101.4	102
Budget revenue (CNY hundred million)	61316.9	68476.9	83080.3	103740	117210	129143	140350	152217	159552
Budget spending (CNY hundred million)	62427	75873.6	89575.4	108930	125712	139744	151662	175768	187841

Source: China General Statistics Office, PboC

China's gross domestic product as of December 2016 increased 2.4 compared to December 2008, with industry added value doubled, total investment fixed assets and total retail sales of goods and services have increased three during this period.

Chart 4: Consumer index, GDP growth, industry value, investment in assets fixed, total retail sales of consumer goods and services for the period 2008-2016

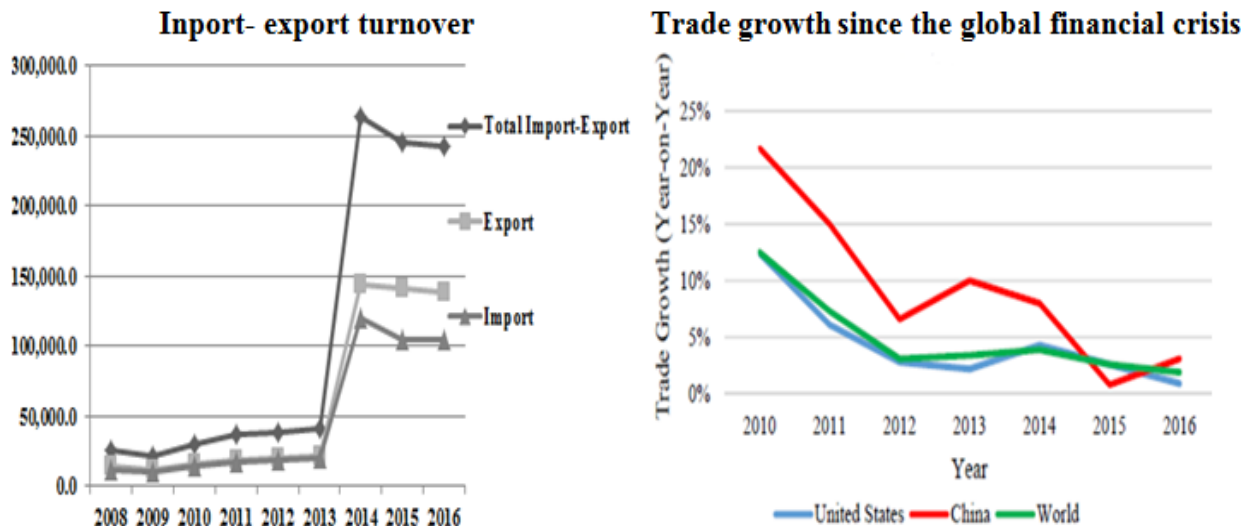
Unit: Hundred million CNY



Source: General Statistics Office of China

Total import- export and consumption index remained stable, with export activity almost unaffected by the global financial crisis and impressive growth from 2013.

Chart 5: Total import- export of China and trade growth since the global financial crisis in the period 2008- 2016



Source: General Statistics Office of China, OECD

Maintaining the momentum of economic growth in the context of the global financial crisis, however, the implementation of PBoC's monetary policy is relatively cautious and has a suitable roadmap, not to cause tardiness. The reduction of interest rates stick with the downward trend of inflation to adjust the real interest rate rather than the signal is relaxed and

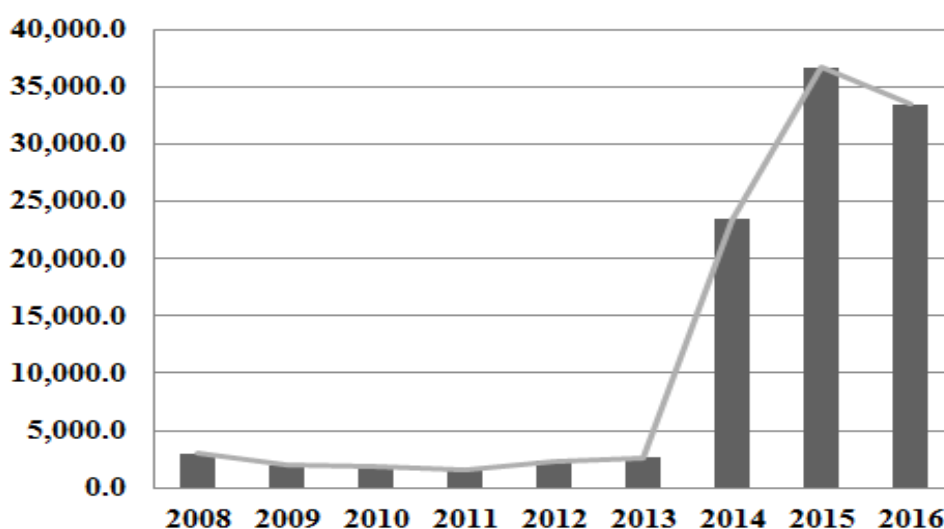
must be approved by the Government. The reduction of the required reserve ratio is to stabilize liquidity in the banking system as capital flows tend to withdraw from the economy. Implement reforms in the banking sector in order to approach international standards and research through regulations that allow banks to enter the derivatives market. Towards a longer-term goal is to adjust the economic structure, adjusting the leverage of the economy.

Second, combining traditional and non-traditional monetary policy instruments

Control at the appropriate level, the growth in total payment struments and credit will support monetary policy in the direction of instability in macroeconomic conditions. Operating rates between CNY and the US dollar anchored stable below the actual value of support for Chinese exports, pulling China's trade surplus. For the 2008-2013 period, China's highest trade surplus was in 2008 at \$ 295.5 billion. In the period 2014-2016, the trade surplus has increased by more than 10 times.

Chart 6: China's trade surplus for the period 2008-2016

Unit: Hundred million USD



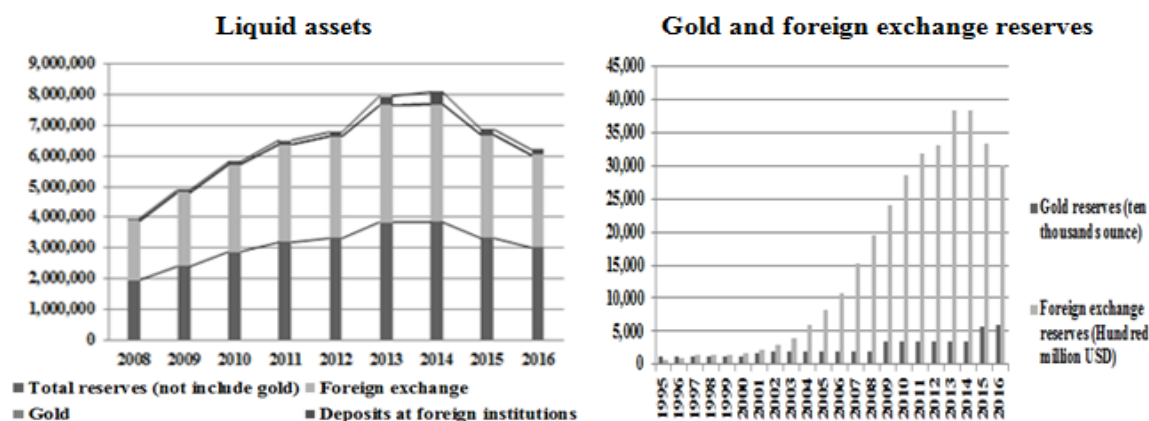
Source: General Statistics Office of China

Maintaining the policy of stabilizing the foreign exchange market contributes to macroeconomic stability, ensuring inflation under the government's objectives, in addition to replenishi gold reserves and enhancing foreign exchange reserves to a high level with a view to create a policy geography to cope with the shocks from the international financial markets.

Lowering the CNY to its true value will help improve China's competitive position in the international financial market. However; the downside was creating expectations of further devaluation leading to higher prices. Like capital flows out of the domestic market, the consequence is the risk of raising interest rates in the country. Exchange rate control also means that accepting interest rates can hardly be lowered to support the business. Emerging market credit risks have boosted the money supply to credit growth for economic growth, but this has led to an increase in bad loans and tightening by reducing money supply, bad debt handling and economic restructuring. Based on that, PBoC manages monetary policies

through traditional tools to create harmony, balance between growth and reform, while maintaining economic growth during the financial crisis. It also ensures sustainable economic growth, is not dependent on on the hot growth of credit policy in the long term. Since 2008, PBoC immediately loosened its credit policy by cutting the benchmark interest rate by the end of 2014 (decreased 25% from GDP to 70% by 2014). the prime rate with the deposit interest rate, decreased 40 basis points with lending interest rates), this is one of the signals of PBoC emitted to the market, It is a prerequisite for 2015 to lower the required reserve ratio for all types of credit institutions (bringing this ratio down to 18.5% and cutting the reference rate for both deposit rates and borrowing 25 basis points). With traditional monetary policy instruments, PBoC has tightened its monetary position. This is reflected in the narrowing of central bank/GDP assets, the credit status of the central bank's assets. China has nearly doubled in the period 2012-2016, causing the wide expansiono in the proportion of assets of banks/GDP.

Figure 7: China's international gold and foreign exchange reserves, 2008-2016 (Hundred million USD)



Sources: PboC

Table 4: Total assets of Chinese financial system for the period 2012-2016 (CNY billion)

Years	2012	2013	2014	2015	2016
Central bank	29.45	31.73	33.82	31.78	34.37
Banking Sector	133.62	151.35	172.34	199.35	232.25
Securities sector	1.11	1.52	2.86	4.4	4.48
Insurance sector	7.35	8.29	10.16	12.36	15.12
Total financial system assets	171.53	192.89	219.18	240.36	286.22

Sources: PboC

This shows that in the period 2012-2016, PBoC must manage the policy of maintaining credit expansion in the context of tightened monetary policy. It is not enough to use the traditional monetary policy tool to maintain credit extension in tight monetary conditions because of the time lag in implementation, PBoC has implemented monetary policy instruments. Non-traditional to solve this problem, PBoC pumped capital into the China Development Bank to finance projects approved by the government, approving the

assurances that the bonds were locally-enforced, encouraging banks to buy debt as bonds. This. Study to develop and implement a market-based yield curve and interest rate liberalization, namely the "Flexible Interest Rate Corridor and Medium-Term Policy Interest Rates" as the operating framework.

References

- [1] China's Monetary Policy Report for 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017.
- [2] China Financial Stability Report for 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017.
- [3] Do Thi Bich Hong (2017), Crisis and Economic Slowdown - Changing the Approach to the Role of the Central Bank.
- [4] Hong Minh (2015), monetary policy of China: flexible, prudent to overcome difficulties.
- [5] Nguyen Thi Kim Thanh (2010), China Banking System - Reform and Development.
- [6] VCES (2014), Change in Macroeconomic Administration - Launch of China's Quantitative Easing Program.
- [7] Website: <http://www.cei.gov.cn>; <http://www.mof.gov.cn>; <http://cafef.vn>;
<http://www.pbc.gov.cn>; <http://www.safe.gov.cn>; <http://www.csrc.gov.cn>;
<https://www.investing.com>

NON-TRADITIONAL MONETARY POLICY TO ENHANCE THE EFFECTIVENESS OF INTEREST RATE TRANSMISSION CHANNEL, IMPLICATION FOR VIETNAM TO IMPROVE MONETARY POLICY

Vu Mai Chi MSc

Banking Academy of Vietnam

Abstract

Interest rate is of the most important monetary policy transmission channels. After the financial crisis, countries have been using non-traditional monetary measures to improve the impact of the interest rate channel on macroeconomic variables due to zero lower bound problem or nominal interest rate could not be lower than zero, which one again show the importance of the interest rate channel. SBV's recent monetary policy has achieved certain positive results. With the normalization of monetary policy trend in the world and its effects, relative stability of the economy as well as banking system in Vietnam now, SBV should considerably adjust monetary policy in order to improve its efficiency, especially move forward using interest rates as a monetary policy target like most central banks. This research focuses on reviewing, analyzing SBV's monetary policy in the post-crisis period, using the VAR model to examine the limited impact of the interest rate channel on macroeconomic variables, explain and finally suggest some solutions.

Keywords: *Financial crisis, non-traditional monetary policy, zero low bound, monetary policy transmission mechanism, interest rate channel, credit channel, the SBV.*

1. Introduction

In the economic theory, there is a consensus that components of aggregate demand such as investment or consumption are sensitive to changes in long term interest rates rather than short term interest rates. Most central banks use interest rates as intermediate target to manage monetary policy and interest rate is a basic and most important monetary policy transmission channel. By increasing money supply, nominal short term interest rate will reduce due to the liquidity effect, with assumption that inflation is fixed in short term, lower real short term interest rate will reduce real long term interest rate, then have effect on investment and consumption behavior of the economy. Monetary policy will be effective if it is able to control long term interest rates as central bank desires. The 2007-2008 financial crises has had a severe impact on the financial systems and led to economic depression in many countries. Traditional monetary policy by cutting key short term interest rates were fail to maintain low long term interest rates to stimulus investment and consumption due to zero lower bound or nominal interest rate could not be lower than zero. In this circumstance, central banks had tried to improve the mechanism transmission from short term interest rates

to long term interest rates as efforts to recover economies. Besides cutting key short term interest rates to zero, central banks have been using nontraditional monetary policy to maintain low long term interest rates such as forward guidance policy to control low long term interest rate expectation, operation twist by selling short term bonds and buying long term bonds to drag long term yields or interest rates, widening central bank's balance sheets by large scale through buying not only government bonds but also corporate bonds, asset backed securities... to provide ample liquidity to financial system and help lowering almost asset's yields or interest rates. Central banks such as ECB, BOJ, Swiss National Bank even applied negative interest rate policy on deposits in their accounts. These nontraditional monetary policies have effectively influenced the world economy not only in developed countries but also in the emerging countries. In the developed countries, the financial systems are gradually stable, economic growth recovers, unemployment rate reduces, inflation tends to rebound, and their central's banks are gradually normalizing monetary policy through the narrowing of non-traditional support measures, step by step raising interest rate or signaling raising interest rates. In emerging countries, nontraditional monetary policy in advanced countries has provided some benefits which could help to stabilize economies such as easier to attract foreign investment thanks to interest rate gap with advanced countries, enterprises are able to borrow foreign currencies with low interest rates, asset prices such as real estate or stocks go up, weak USD would reduce FX pressure in some countries. With the monetary policy normalization trend, however these benefits will change and monetary policy should be considerably adjusted to adapt with these changes.

Nontraditional monetary policy showed the importance of managing interest rates and the measures to control the long-term interest rates desired by central banks to achieve monetary policy objectives. Vietnam hadn't experienced financial crisis, but internal difficulties such as high inflation, current account deficit, pressure on FX market has put SBV to adjust its monetary policy and achieve certain results. With the normalization of monetary policy and its effects, relative stability of the economy as well as banking system in Vietnam now, SBV should considerably adjust monetary policy in order to improve its efficiency, especially move forward using interest rates as a monetary policy target like most central banks. This research focuses on reviewing, analyzing SBV's monetary policy in the post-crisis period, using the VAR model to examine the limited impact of the interest rate channel on macroeconomic variables, explain and finally suggest some solutions.

2. Macroeconomic and credit Institutions operation backgrounds, changes in the State bank of Vietnam's monetary policy

Since the end of 2010, the Vietnam economic situation is extremely difficult by macro-economic risks and uncertainties. At that time, inflation was high at double digits, economic growth slowed down and the deficit balance of payments; the liquidity of credit institutions (CIs) has been deficient making the risk of system collapses, bad debts of CIs have been accumulated for many years at high levels after the credit expansion period and the

CIs' management capacity was very weak; the average lending interest rate was high (around 20-25%/year) and the deposit interest rates was over 14% per year; the exchange rate was fluctuated and VND was under depreciation pressure, the low foreign exchange reserve limited the State Bank of Vietnam's ability to exert some control over exchange rates; the highly fluctuation of the gold market as well as the increase of the gold speculation and smuggling had a negative impact on the exchange rate, the foreign exchange market and destabilize the macroeconomic conditions.

In the face of weak macroeconomic conditions, the difficulties of the CIs system, based on the Politburo's Conclusion No. 02-KL/TW (dated 16th March, 2011) on the socio-economic situation in 2011 and the Resolution No. 11/NQ-CP (dated 24th February, 2011) of the Government on major measures to curb inflation, stabilize macro-economy and ensure to the social security. The State Bank of Vietnam (SBV) had major changes in the monetary policy operation, including:

(i) Conducting monetary policy in a proactive, cautious and flexible manner in order to control inflation, stabilize macro economy. Policies supporting the economy should be implemented only on the basic of controlling inflation and did not create a lag effect of these supporting policies to inflation expectations;

(ii) The monetary policy framework pursued the goal of stabilizing the currency value, controlling inflation. Since the second half of 2011, the SBV has step-by-step tested the combination of interest rates as an intermediate target, along with the quantity-based monetary policy (monetary supply, M2 and credit growth targets). At the beginning of the year, at the Instruction No. 01, the SBV has introduced a plan to M2 and credit growth. The governor also announced targets for lowering deposit rates and lending rates. These consistent performance indicators have created and reinforced the confidence of the market - a very important factor for the central bank's policy execution. In order to execute an effective operation, the SBV has strengthened its research and forecasting capabilities, including the financial programming methodology, to provide appropriate indicators to anchor market expectations as well as used monetary policy instruments directly and indirectly to achieve this target.

(iii) Using operational instruments in terms of interest rates to regulate the interest rate of the economy during high inflation periods and support for stabilizing the exchange rate, such as setting the interest rate ceiling of CIs from the end of 2011 to the end of 2012, when the interest rates are relatively stable and the liquidity of CIs has improved, the SBV gradually loosened the ceiling regulation and changed to the interest rate operation along with market signals to ensure compliance with international practices. Currently, the deposit interest rate ceiling has been applied for less than 6-months terms; the deposit interest rate in USD also fell sharply with the VND interest rates. At the end of 2015, the interest rate was 0%/year and the lending rate ceiling for some priority production sectors was 2-3% lower than the normal lending rate to support the economy from May 2012.

(iv) Operating a more flexible exchange rate regime, after the sharp correction of exchange rate in February 2011 (average interbank exchange rate was 9.3%, narrowing the trading band from $\pm 3\%$ to $\pm 1\%$), The SBV has set the annual exchange rate target at around 1-2% and synchronously implemented monetary policy instruments to support the exchange rate stability in line with the target; At the same time, the SBV continues to sell foreign currency to intervene and taking measures to stabilize the gold market, thereby limits the negative impact of the gold market on the foreign currency market, creates the basis for exchange rate stability and positively supports for the implementation of inflation control. From 2016, the SBV has made significant changes in the exchange rate management, implemented a flexible exchange rate mechanism and followed closely with changes in the US dollar on the international market as well as the supply-demand sides of foreign markets in accordance with the macroeconomic, monetary balances and monetary policy operating objectives.

(v) Strengthening the management of supervision and inspection of credit institutions through the gradual issuance of legal documents on the classification of credit risk provisions in addition to monetary policy measures, regulations on compliance with prudential ratios in the operations of CIs with a view to enhancing the management capacity of credit institutions and gradually approaching international standards, restructure CIs associated with dealing with bad debts.

Table 1. Macroeconomic and monetary indicators for the period 2010-2016

Unit: % per annum

Years	CPI (%)		Economic growth (%)		Monetary indicators (%, Performed)		BOP (USD million)	State budget deficit/GDP (%)
	Target	Performed	Target	Performed	%M2	% Credit		
2010	<7%	11.75	6.5	6.8	33.3	32.43	-1,770	5.50
2011	<7	18.13	7-7.5	5.9	12.07	14.31	1,150	4.40
2012	<10	6.81	6-6.5	5.25	18.46	8.76	11,900	5.36
2013	<8	6.04	5.5	5.42	18.85	12.74	560	6.60
2014	~5,8	1.84	~7	5.98	17.69	13.83	8,400	6.33
2015	~5	0.63	~6.2	6.68	16.23	18.82	-6,030	6.28
2016	<8	4.74	~6.7	6.21	18.38	18.8	8,400	5.52

Source: SBV and other official sources.

3. The results of monetary policy operations and emerging problems

The consistent monetary policy of prudent and flexible manners to control inflation, stabilize macro economy, and the coordination of monetary policy instruments have made some remarkable success:

Firstly, the harmonious combination of volume and price management (between the supply of money and interest rates) has contributed to control and stabilize the monetary

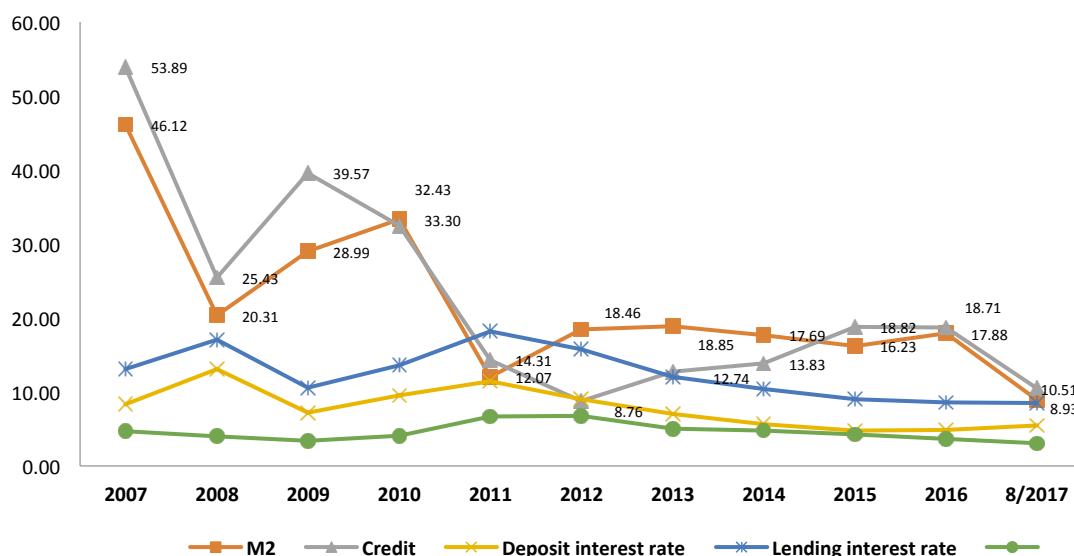
market, ensuring liquidity for CIs, contributing to control inflation and macroeconomic stability. M2 has been controlled at relative low level, which have a significantly contribution to curb and control inflation from the double digits of 18.13% (in 2011) to 6.81% (in 2012), 6.04% (in 2013), and it is expected to be around 4% for this year. The reduction in inflation expectation shows that individuals and investors have more confident in the SBV's effort of controlling inflation. The liquidity of credit institution system is improving and guaranteed, and repelling systematic collapse risk, banking system's operations are more sound and effective. In previous years, interbank interest rates at a high level (above 30%) but fell sharply, in some period of 2016-2017, the overnight rate is below 1%, and 1-month term is less than 2%.

Secondly, the combination of using market and administrative mechanisms on the interest rate operation has achieved the objective of reducing the interest rate to deal with difficulties of high borrowing cost for businesses, but still ensured inflation control and monetary market stabilization. The lending interest rate is currently at 6-11%/year, equals to about 40% of the interest rate level at the end of 2011 and equivalent to the interest rate of the 2005-2006 periods when the macro economy was stable. The yield curve has gradually formed with lower short term and higher long term which facilitate CIs to mobilize long term deposit to reduce the maturity mismatch. Remarkably, since June 2013, the SBV has liberated the deposit interest rate for the maturity over 6-months and the interest rates remained stable without any disturbance as well there is no unfair competition among CIs as in the past.

Thirdly, the credit growth is lower than its in previous years but the economic growth remains stable, the efficiency of the credit flow into the economy has been improved and focused on priority sectors. This shows that the monetary policy is in line with the transformation of the economic growth model towards the quality, efficiency and competitiveness promotion of the economy, which is also in line with the Communist Party's policy to gradually reduce banking system's share of lending for the economy.

Fourthly, the exchange rate and FX market has positively significant movements after the interbank devaluation of VND about 9.3% in February 2011 in the case of high gold price and inflation, since the end of 2011 until now, the exchange rate fluctuates within 1-2% per year, except the year of 2015 when the exchange rate increased by about 5% due to devaluation of the CNY and strong volatility of the international market. From 2016, the SBV managed the more flexible exchange rate by announcing the daily central rate which can be increased or decreased. This regime helps creating market confidence and reducing expectation and so far, the SBV has reduced the pressure to use interest rates to support the exchange rate. In fact, in 2016 and the first 10 months of 2017, the SBV has allowed interbank interest rates at a low level to support lower lending rates and the FX market still stable. The confidence in VND gradually strengthened, businesses and individuals increasingly sell foreign currencies to banking system, so the State Bank has purchased foreign currency to increase foreign currency reserves to the highest level at 45 billion dollars.

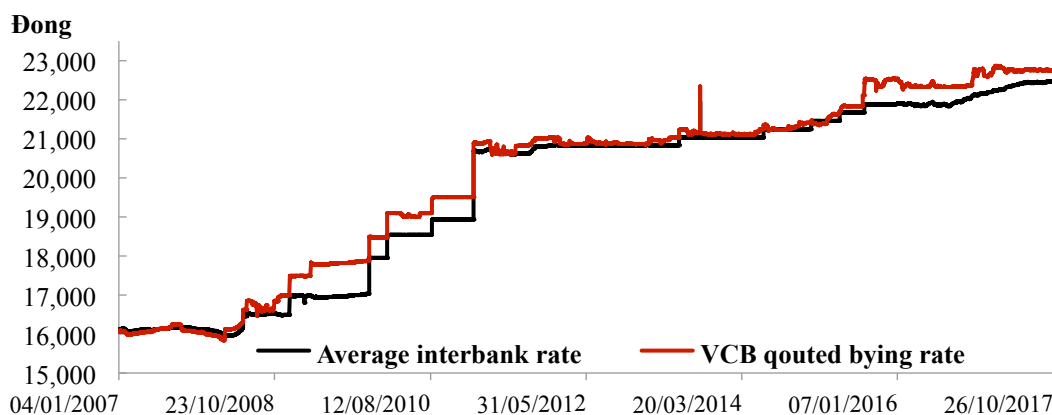
Figure 1: Growth of M2, credit and interest rates (% yoy)



Source: SBV and other official sources.

The SBV's monetary policy operation has basically achieved its objectives; however by analyzing more detail, we can see that SBV's monetary policy has some limitations need to focus such as still using a number of administrative measures like allocation of credit growth targets, caps on VND deposit and lending rates. The use of such administrative measures will limit the market-driven capacity of the money market where transmitted operating rates to interbank rates, deposit and lending rates of CIs. The monetary policy framework still relies on monetary supply, M2 and credit growth as intermediate targets. There is no clear sign that the monetary policy truly using price likes interest rate or exchange rate as intermediate targets to enhance the monetary policy's effective influences on macro-economic variables. Most centrals have been using interest rates as an intermediate target, even after the financial crisis, non-traditional monetary policy has been widely used to improve transmission efficiency of interest rate channel. The following section will evaluate and show the limitations of the interest rate channel in Vietnam by using vector auto regression model (VAR).

Figure 2: USD/VND exchange rate developments



Source: SBV and other official sources.

4. Using VAR to analyze the effectiveness of the interest rate channel

The interest rate channel is the most basic monetary policy transmission channel. After the financial crisis, countries have been using non-traditional monetary measures to support the impact of the interest rate channel on macroeconomic variables such as GDP, inflation or unemployment. In this section, the study uses the Var model to evaluate the effectiveness of the interest rate channel in comparison with the credit channel. The study uses the VAR model with exogenous variables as US's GDP, US's federal funds rate, international oil and rice prices, endogenous variables include gross domestic product, consumer price index, money supply, credit growth when analyzing credit channel, lending interest rate of CIs (R) when analyzing interest rate channel. Quarterly data are for period of 2000Q1-2016Q4.

Table 2: Data in the models

Y	Vietnam's GDP
LP	Vietnam's Consumer Price Index
M2	Vietnam's Money supply
R	Vietnam CI's lending interest rates
CRE	Vietnam's credit growth
GDP US	US's GDP
Ffr	US's federal funds rate
Oil	International oil price
Rice	International rice price

Table 3: Lag length choice

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
VAR for interest rate channel						
0	-384.8336	NA	92.46657	15.87583	16.63341	16.16532
1	-364.0801	34.18218	77.69916	15.68942	17.05306	16.21051
2	-307.5012	84.31373	16.32259	14.09809	16.06779*	14.85077
3	-291.3040	21.59630	17.19753	14.09035	16.66612	15.07463
4	-256.6208	40.80370*	9.151599*	13.35768*	16.53951	14.57355*
VAR for credit channel						
0	-404.3091	NA	320.2488	17.11016	18.32229	17.57335
1	-341.5249	96.02276	52.45309	15.27549	17.09368*	15.97027
2	-314.3692	37.27263*	35.66154	14.83801	17.26226	15.76439
3	-293.7715	25.04030	32.58049	14.65771	17.68802	15.81568
4	-269.0381	26.18827	26.72534*	14.31522*	17.95160	15.70479*

The data series are collected from GSO, IMF, and St. Louis Federal Reserve. Advanced Dickey-Fuller (ADF) test shows that all series are non-stationary and I(1) so we difference log of variables to transform variables into percent change and get stationary. ADF test shows that all data are stationary at 5%. Different information criteria in table 3 suggest different lags for VAR models. However, most of the criteria suggest 4 lags, so we apply a lag

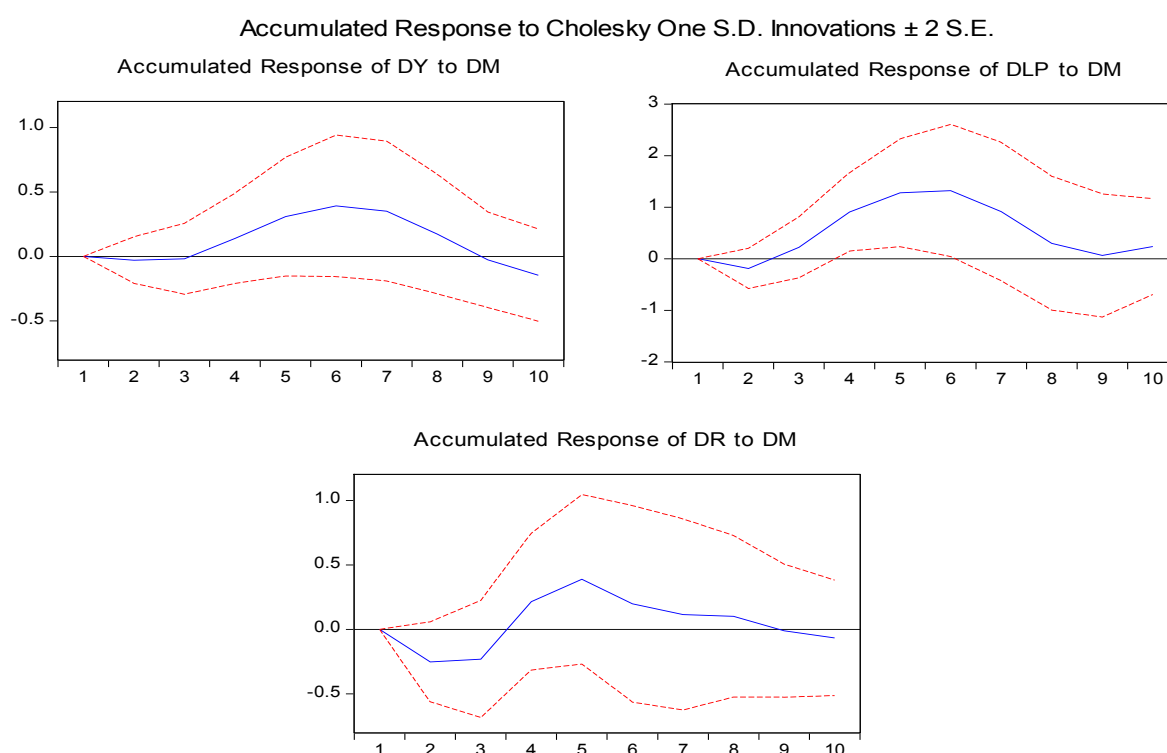
of 4 for the interest rate channel model, increasing lag of 5 for the credit channel. In the evaluating interest rate channel, The Cholesky order represents the slow reaction of macro variables (GDP and inflation) to changes in interest rates as well as money supply; the response of interest rates to changes in money supply with lags; and money supply reacts immediately to these variables. The same Cholesky order is applied for in the evaluating credit channel.

Empirical results

For the interest rate channel model

Figure 3: Response in GDP growth, inflation and interest rate to money supply shocks

(in percentage point)



According to economic theory, expansionary monetary policy will increase the reserves and CI's liquidity, leading to a reduction in as interest rates. The accumulated response function (Figure 3) shows that the increase in money supply caused interest rates to drop by 0.25 percentage points in the first three quarters, rising again from the fourth quarter onwards with a gradual decline after nearly three years. GDP and inflation have positive response to expansion monetary policy, both GDP and inflation increase in medium long term and the effect tends to reduce after 2 years. Keynesian economists argue that the increase in interest rates increases the cost of capital as well as the opportunity cost of consumption, which creates pressure to reduce investment and consumption. This has negatively effects on output and tends to reduce prices or inflation. The results in Fig. 4 show a positive shock in interest rates that reduced GDP growth rate with a 3-4-quarter lag, with a maximal impact at -0.2 percentage points after six quarters. The results also show that a positive shock in interest

rate lead to the increase in inflation and peak after one year with a value of 0.68 percentage points. Surprisingly, even in the medium term, the VAR model did not show a decline in inflation after a positive interest rate shock. These results indicate that the interest rate channel is quite weak and SBV could not use only increasing interest rate to control inflation. In fact, during period of high inflation such as 2008 or 2011, SBV could not raise interest rate high enough so that inflation continue went up even after increasing interest rates. The uses of administrative measures like allocation of credit growth targets, caps on VND deposit and lending rates also could be factors reducing the effectiveness of interest rate channel.

Figure 4: Response in GDP growth, inflation to interest rate shocks

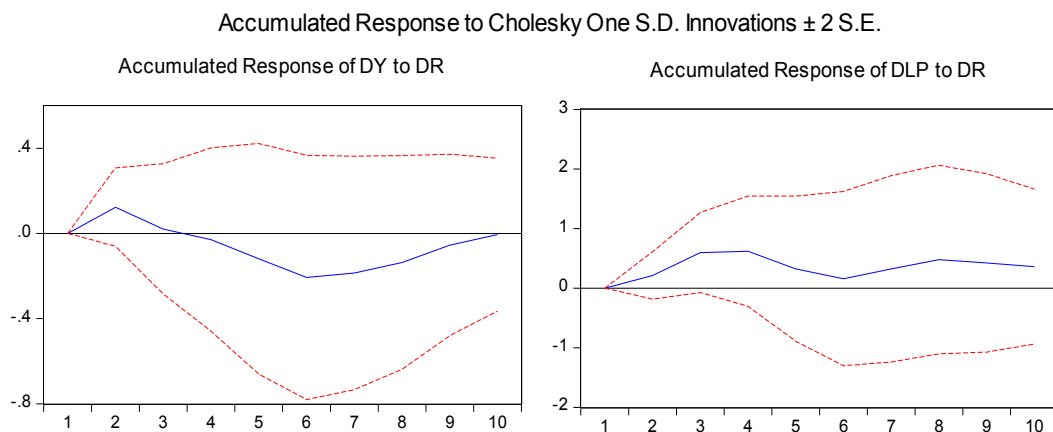
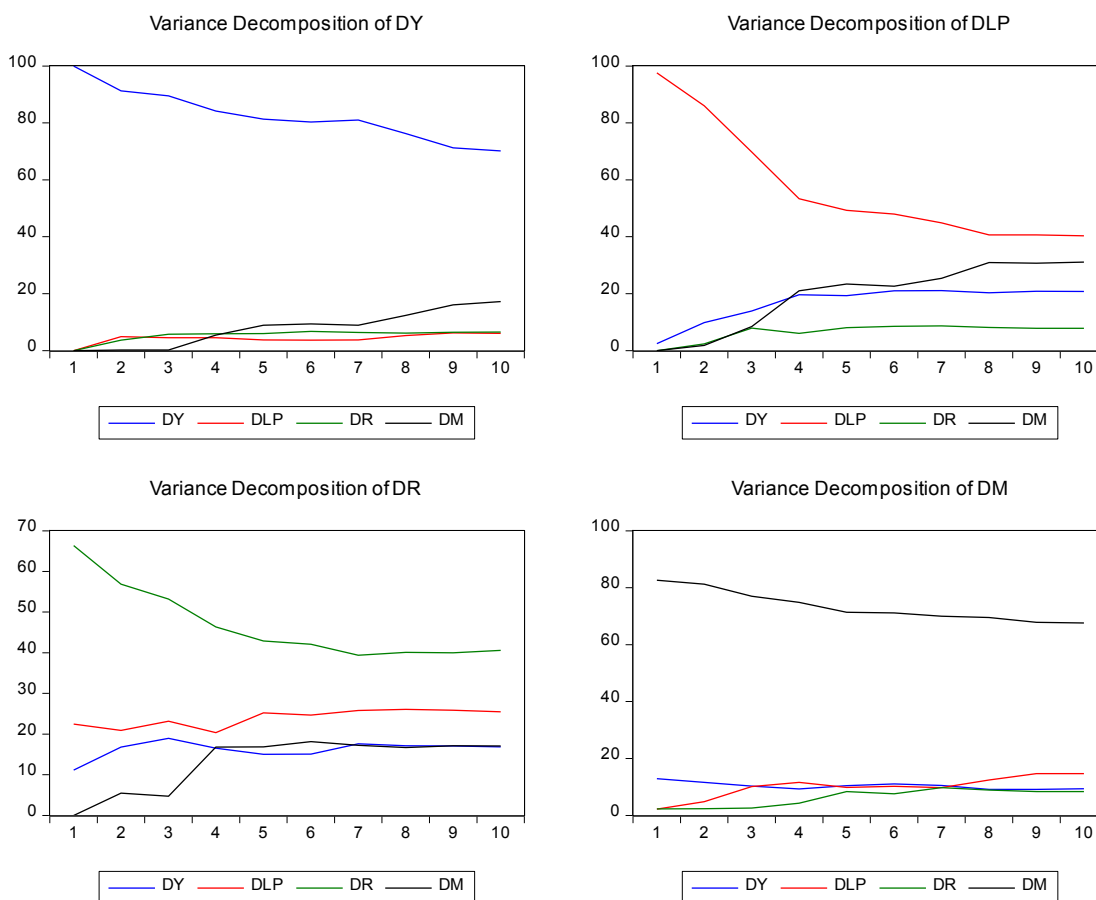


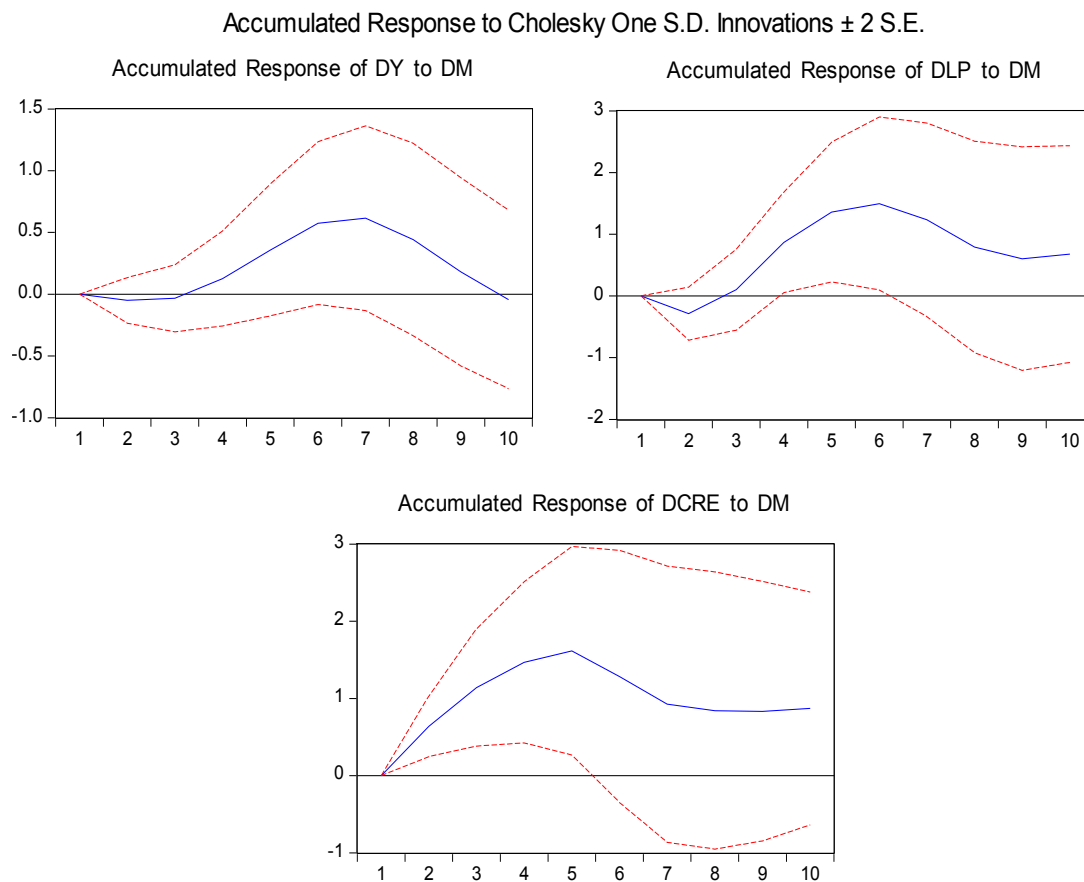
Figure 5: Variance decomposition of GDP growth, inflation



The variance decomposition also shows that interest rate shocks do not play a significant role in explaining output fluctuations (only 6% after 10 quarters) and prices (nearly 8% after 10 quarters). With the presence of interest rates in this VAR model, money supply still plays an important role, explaining 17% of output fluctuations and 31% price fluctuations after 10 quarters. Meanwhile, the results show that the money supply explained relatively small interest rate fluctuations (17% after 10 quarters). This again reflects the relatively low efficiency of the interest rate channel.

For credit channel model

Figure 6: Response in GDP growth, inflation and credit growth to money supply shocks
(in percentage point)



The accumulated response function reported in Figure 6 shows that the response of GDP growth and inflation to a money supply shock is clear. According to traditional economic theory, increasing money supply increases CI's liquidity, while reducing lending costs, as a result, banks will increase their lending activities, boosting credit growth. In particularly, credit growth reacted aggressively and quickly with a positive currency shock, peaking near 1.5 percentage point in 4-5 quarters and falling back to below 1% in the long run, which confirms the close correlation between M2 and credit. As shown in Figure 7, GDP growth and inflation responded sharply and quickly to credit growth shocks, in which GDP growth get the peak of 0.7% over five quarters and inflation get the peak of over 1% after 4- 5 quarters. This result is in line with economic theory and the reality that Vietnam's GDP growth depends on credit expansion due to the less development of financial market.

The variance decomposition shows that the credit growth shock explains 26% (after 10 quarters) of output fluctuations and 23% (after 10 quarters) of price fluctuations. With the presence of credit growth in this VAR model, money supply explains 25% fluctuation in GDP growth and 25% fluctuations in inflation after 10 quarters. Meanwhile, money supply explained 28% of credit growth (after 10 quarters). This result further demonstrates that credit is one of the most important channel for monetary policy in Vietnam.

Figure 7: Response in GDP growth, inflation to credit growth shocks

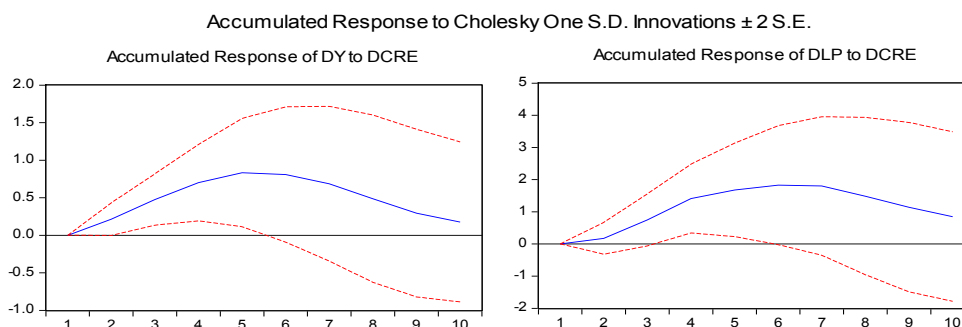
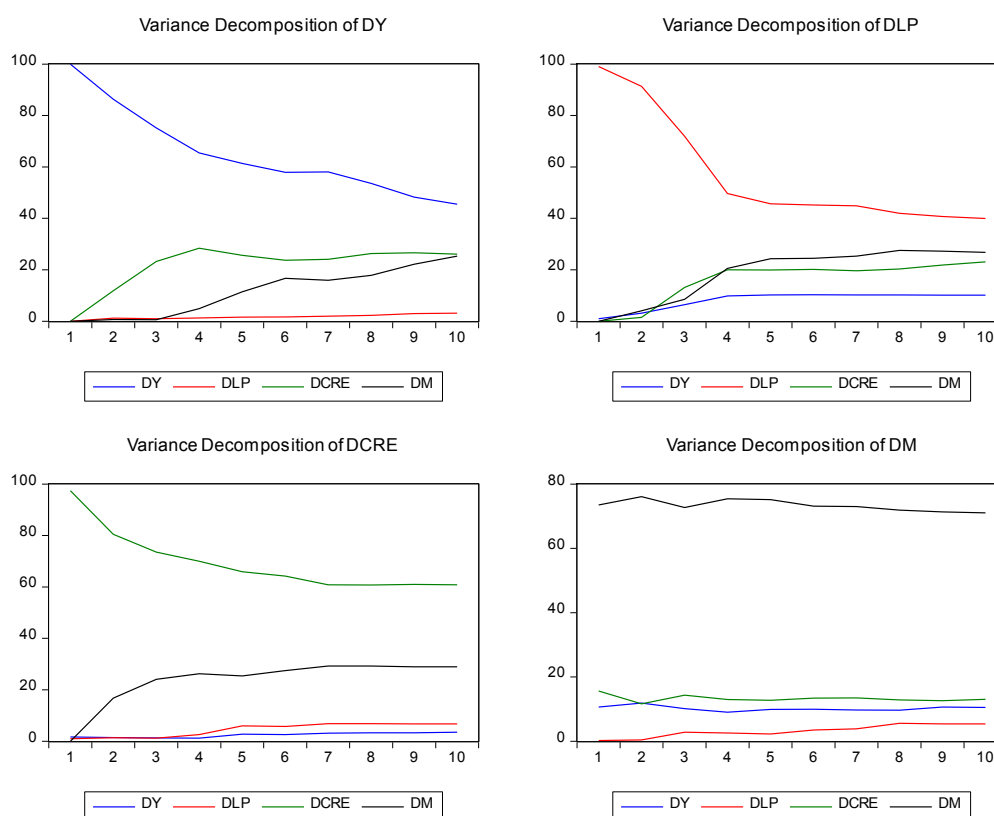


Figure 8: Variance decomposition of GDP growth, inflation



5. Suggestions for monetary policy operations of the SBV

In the context of normalization monetary policy in advanced countries, the favorable conditions (weak USD, ample liquidity on international market, low inflation, low interest rate environment, high prices of assets...) for emerging countries like Vietnam tend to reduce, which will create challenges for Vietnam to manage monetary policy effectively to control inflation and maintain macroeconomic stability. The weak of interest rate channel address a task for SBV to find the way to gradually improve as an effort to enhance the effectiveness

monetary policy in market manner. Some suggestions for monetary policy operations of the SBV are:

- The SBV should analyze and apply monetary policy framework which is currently adopted in many countries, inflation targeting, in which the interest rate is chosen as the target. Therefore, the SBV should improve monetary policy instruments including open market operations, refinancing, requirement reserve and new instruments such deposit facility. Set up the system of monetary policy targets, identify the appropriate monetary policy transmission channels to ensure the effectiveness of the monetary policy and increase the SBV's ability to intervene in the financial market.

- The SBV should gradually reduce the use of M2 and credit growth as intermediate targets, switch to using interest rate as a target, which is a step to go to inflation targeting monetary policy.

- The SBV should gradually reduce administrative measures as considering the removal of the cap on deposit and lending rates, which will be favorable conditions for efficient transmission of interest rates. Consider to remove the direct control on credit institution's credit growth and allow credit institutions to decide their own growth rate.

In order to remove effectively these administrative measures, the SBV needs to innovate and apply the risk-based monitoring and surveillance system. Ensuring the credit institutions meet capital adequacy regulations in accordance with the common international practice, for the time being is the Circular No. 41/2016/TT-NHNN on capital adequacy ratio for banks, which comes into effective from 1/1/2020.

- Combined with the synchronous implementation of measures to develop and improve the operation of the monetary market in order to promote liquidity and short-term capital flows, enhance the role and conditions for the money market to become a place to transfer effective monetary policy signal through the interest rate channel. Which help SBV to actively control, direct and guide the monetary market and make any appropriate adjustment in line with the market. These are necessary when Vietnam's financial and money markets are deeply integrated with the international financial market.

- Implementing effectively the plan of restructuring credit institution for period 2016-2020 in combination with speeding up the process of dealing with bad debt in order to consolidate and develop the system of credit institutions. Improve credit institution's management capacity, financial capacity, operational capacity, technology modernization and service development to meet the needs of the economy. Through which credit institutions can increase financial intermediate role to transmit the operating signals of the SBV, especially signals of interest rates.

References

- [1] Mishkin, Frederic S. 2016. “The Economics of Money, Banking and Financial Markets”, 11th Edition, (Addison-Wesley-Longman, Reading, Mass.)
- [2] Implementing Monetary Policy through an Operating Interest Rate Target, the Inflation Report July- September 2007 of Bancomexico
- [3] Enzo Croce and Mohsin S. Khan 2000, Monetary Regimes and Inflation Targeting
- [4] Adrian, Tobias, & Shin, Hyun Song 2010, Banking and the monetary policy transmission mechanism. Handbook of Monetary Economics, forthcoming.
- [5] Bhattacharya R, 2014, Inflation dynamics and monetary policy transmission in Vietnam and emerging Asia, Journal of Asian Economics, Volume 34, pp. 16-26.
- [6] Hung LV, Pfau WD, 2009, VAR Analysis of the Monetary Transmission Mechanism in Vietnam, Applied Econometrics and International Development, Vol. 9, No. 1, pp. 165-179.
- [7] Peter Morgan, 2013, Monetary Policy Frameworks in Asia: Experience, Lessons, and Issues, ADBI Working Paper 435, Asian Development Bank Institute
- [8] Pham CQ, et.al, 2006, Monetary Transmission Mechanism in Vietnam: A VAR Approach in The Period of 1990-2004, EADN working paper.
- [9] Thơ TN, Tuấn NH, 2013, Cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ ở Việt Nam tiếp cận theo mô hình SVAR, Tạp chí Phát triển và Hội nhập, pp. 8-16.
- [10] Vo xv, Nguyen PC, 2016, Monetary Policy Transmission in Vietnam: Evidence from a VAR Approach, Australian Economic Papers, Wiley Online Library.

VIETNAM'S MONETARY POLICY: A MULTI-OBJECTIVE FRAMEWORK IN 2018

Huynh Ba Thuy Dieu MBA - Dr. Le Thi Minh Duc

Korea - Vietnam Friendship Information Technology College

Abstract

In the aftermath of the global financial crisis, which broke-out in 2007, the state banks started implementing the monetary policy measures and they had significant negative effects on Viet Nam. The aim of this paper is to show the methods that the central bank has used the monetary policy in Vietnam for the last 10 years and it also distinguishes between an acute initial phase of financial crises and a subsequent recovery phase. We studied the macroeconomic effects of monetary policy during financial crises using a fundamentally qualitative methodology. The results showed that an expansionary monetary policy shock has strong positive effects on output and inflation during the acute phase of a financial crisis. These effects are stronger than those during non-crisis periods. This is the way to regulate the economy through monetary tools such as required reserve ratio, Prime Interest Rate, Money supply, open market operations. Furthermore, the article provides details of the significant changes after global financial crisis on the macroeconomic. Rate of economic growth, inflation and unemployment rate are the criteria for evaluation. Finally, this study proposes some solutions in the use of monetary policy to get the multi-objectives in 2018.

Keywords: *global financial crisis, monetary policy, macroeconomic, impact.*

1. Introduction

With the 2008 global financial crisis followed soon by a new sovereign debt crisis in Europe, central banks need to adapt to a less stable global financial environment. The inflation targeting paradigm that shaped the institutional design of central banks over the last two decades remains relevant but perhaps not sufficient for this more challenging environment. A number of central banks at the epicenter of the 2008 crisis adopted some radical innovations in the conduct of monetary policy that contain lessons for the redesign of monetary policy frameworks going forward. While central banks in Asia and Latin America emerging markets generally escaped the worst of the global financial crisis, they can benefit from the lessons learned by these other central banks in developing their frameworks to cope with future crises.

Under the impact of the financial crisis, Vietnam sank in a slow growth as large export markets were affected, and domestic purchasing power declined. With continuous efforts, the central bank of Vietnam has used appropriate monetary tools to help the

government regulate the economy to achieve its goals. The objective of the article will be to show the situation of the Vietnamese economy over the past 10 years as well as the use of central bank monetary instruments.

The question is whether monetary policy should be altered to contain financial stability risks. Should it lend a hand by temporarily raising interest rates more than warranted by price and output stability objectives? Keeping rates persistently higher is also possible, but more costly. On the basis of the economic forecasts of the World Post will suggest to the Central Bank some solutions in the use of monetary policy to achieve its goals in 2018.

2. Vietnam's monetary policy after the global financial crisis

2.1. The economic situation of Vietnam after the impact of the global financial crisis

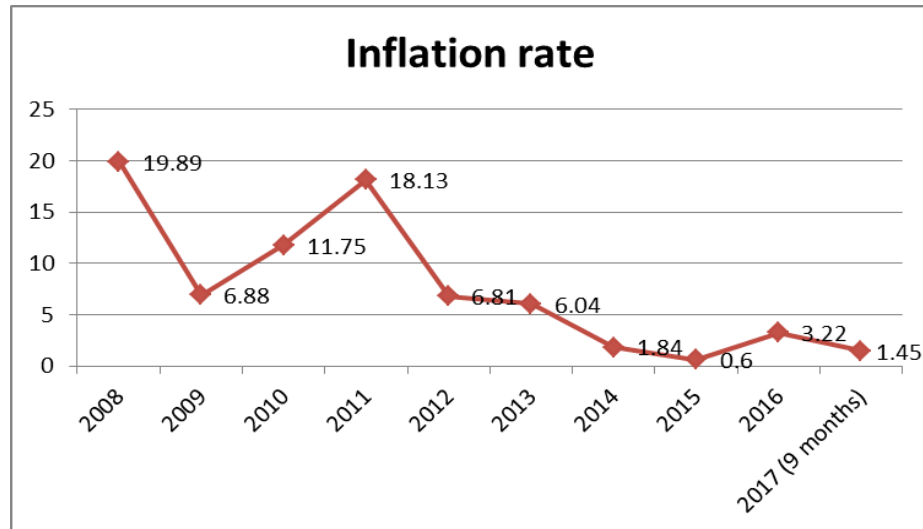
The year 2017 marks the 10th anniversary of the global financial crisis which has affected most economies all over the world, especially those of the most severely affected developing countries, including Vietnam. In the past time, Vietnam has been able to flexibly coordinate fiscal and monetary policies to help Vietnam overcome the difficulties of stabilizing its macro economy.

Table 1. Major macroeconomic developments of Vietnam in the period 2008-2017 (%)

Year	Inflation Rate	Economic growth	Unemployment rate	Export (Bil.US\$)	Import (Bil.US\$)	Net Export (Bil.US\$)
2008	19,89	6,7	2,38	62,69	80,71	-18,02
2009	6,88	5,32	2,9	57,1	69,95	-12,85
2010	11,75	6,78	2,88	72,24	84,82	-12,58
2011	18,13	5,89	2,27	96,91	106,75	-9,84
2012	6,81	5,03	1,99	114,53	113,78	0,75
2013	6,04	5,42	2,18	132,03	132,03	0
2014	1,84	5,98	2,1	150,22	147,85	2,37
2015	0,6	6,68	2,31	162,02	165,57	-3,55
2016	3,22	6,21	2,3	176,63	174,11	2,52
2017	1,45	6,41	2,28	154,32	153,99	0,33

Source: General Statistics Office of Vietnam 2008, 09, 10, 11, 12, 13, 14, 15, 16, 17

Figure 1. Inflation rate from 2008 to 2017



One of the most damaging effects of the global financial crisis has been the influx of inflation in Vietnam (ie double or higher inflation) in 2008. with the rate of 19.8%, 2010 was 11.75% and 2011 was 18.13%. Since 2012, the State Bank has made appropriate adjustments in the use of monetary and fiscal instruments to control inflation and has achieved the objective of ensuring inflation, shown in Figure 1. These are great efforts of Vietnam by adjusting prices accordingly to avoid causing inflation.

Figure 2. Vietnam's Growth rate and unemployment rate

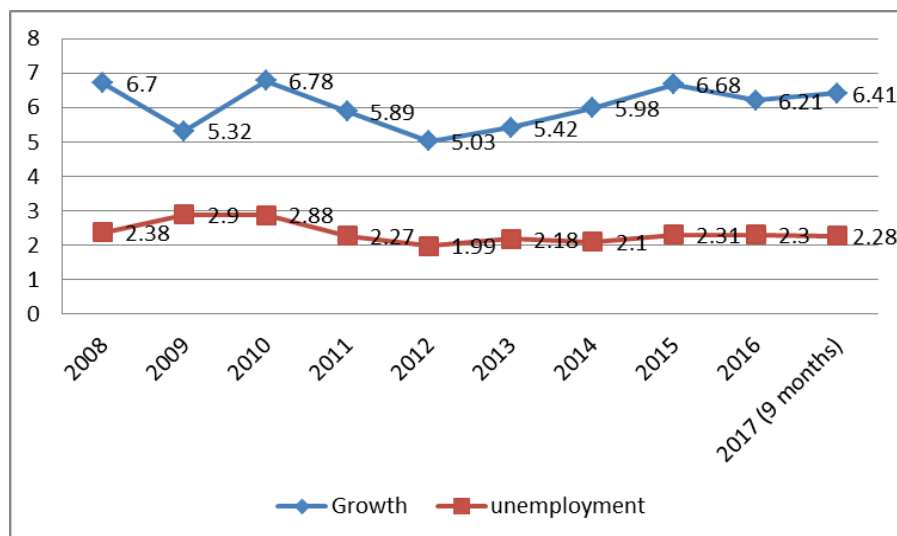
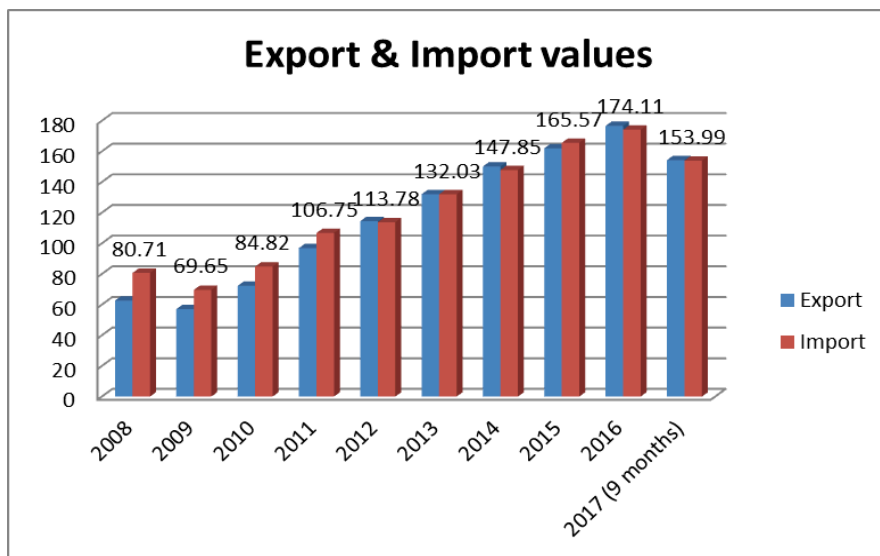


Figure 2 reflects Vietnam's growth rate and the unemployment rate over the 10 years from 2008 to 2017. After the financial crisis, with appropriate measures, Vietnam has achieved a growth rate not really high but suitable for the conditions as well as the target. Over the past 10 years, the highest growth rate has been 6.78% in 2011, 6.68% in 2015. In 2008, although the GDP growth rate was 6.7%, this is a sign of a slump decrease, because in previous years in 2006 and 2007 the growth rate of Vietnam was over 8%. In the period of

2011-2014, the fluctuation of petrol price, education, and medical expenses caused the growth rate to slow down and reach the value ranging from 5.03% to 5.98%.

The unemployment rate in Vietnam has also fluctuated slightly. In this period, the highest unemployment rate was 2.9% in 2009. It is also appropriate that this year the rate of economic development is reduced to only 5.32%. A matter of concern in the relationship between Vietnam's economic growth rate and the unemployment rate does not follow a uniform law. Typically, in 2012, Vietnam has a desirable unemployment rate for all countries in the world at just 1.99% unemployment rate, but this does not reflect that the health status of the economy is good. And in the remaining years, the unemployment rate is under control at less than 4%, in line with the annual target.

Figure 3. Vietnam’s trade in goods from 2008-2017



Vietnam’s trade in goods from 2008-2017 was put in a tumultuous global market which was affected by the continuing modest tempo of the growth rate in Eurozone and Japan, finance crisis, the tumbling crude oil price, the downturn in the price of raw materials, agriculture as well as other products.

From 2008 to 2012 Vietnam is in a trade deficit and this has led to a trade deficit in this period. In 2008, the trade deficit was the worst with a deficit of \$ 18.02 billion. However, the sign of optimism has come to us as the trade deficit is reduced and by 2012 the deficit is only \$ 9.84 billion.

In 2013, it marked the first time that export value exceeded 114 billion USD and surpassed the import value of over 113 billion USD. For the first time, the trade balance of Vietnam surged to a value of \$ 0.75 billion. And this is also the beginning of the period series from 2012 to 2014 balance of trade successively surplus in 03 years. By 2015, the trade deficit will return and cause a trade deficit to fall, but this has improved in 2016 and the import and export value in the first nine months of 2017 is good trade balance surplus of \$ 0.33 billion.

2.2. Monetary policies in Vietnam from 2008 to 2017

2.2.1. Required reserve ratio

The required reserve ratio was used flexibly by the SBV in the 2007-2010 period to prevent excessive credit growth and curb inflation. Of which, in the period 2007 - 2008, the compulsory reserve ratio was adjusted quite sharply (from 5% to 10% and 11% in early 2008), and the next time the adjustment was flexible and prudent. to match the objectives of the monetary policy.

However, after 2011, required reserves ratio become gradually forgotten in monetary policy instruments. Should the SBV need to further clarify the important role of compulsory reserve and carefully exploit it to improve the efficiency of monetary policy. Table 2 presents the timeline for the changing of the required reserve ratio

Table 2. The changing of the required reserve ratio

Document	Demand deposits and under 12 months (VND)	Term deposits for 12 months or more (VND)
QĐ 187/QĐ-NHNN, 16/1/2008	11%	5%
QĐ 2560/QĐ-NHNN, 03/11/2008	10%	4%
QĐ 2811/QĐ-NHNN, 20/11/2008	8%	2%
QĐ 2951/QĐ-NHNN, 03/12/2008	6%	2%
QĐ 3158/QĐ-NHNN, 19/12/2008	5%	1%
QĐ 370/QĐ-NHNN, 24/02/2009	3%	1%
QĐ 74/QĐ-NHNN, 01/02/2010	4%	2%
QĐ 750/QĐ-NHNN, 09/04/2011	3%	1%
QĐ 1209/QĐ-NHNN, 01/06/2011	3%	1%
QĐ 1925/QĐ-NHNN, 26/08/2011	3%	1%

Source: State Bank of Vietnam 2008, 2009, 2010, 2011

In 2016, the SBV intent to further reduce its compulsory reserve ratio to 1%, 2% or even 0%, but this will lead to an inability to make capital flows. If the reserve ratio is reduced to the same level, the anti-dollarization task will also disappear. As a result, the required reserve ratio remains stable to this point.

2.2.2. Open-market operation (OMO)

The open-market operation is increasingly being finalized by the Central Bank in line with international practice to become an important monetary policy tool, which has a regular and widespread impact on the market, thus enhancing State Bank's regulatory capacity to maintain stability. The development of the monetary market through the completion of the legal framework with no time limit on trading in technology, investment in innovation and improvement of technology infrastructure in the technology and shortening the transaction time.

Flexible daily execution of the tender offer/offer of valuable papers, combined with the adjustment of volume, interest rates and trading terms on open market operations has helped the State Bank regulate To help stabilize the monetary market and achieve the objective of operating monetary policy in each period.

Table 3. Open market transactions for the period 2008-2017.

Unit: Bill VND

Year	Purchase Turnover	Sales	Sessions	Members
2007	61.133	356.844	355	650
2008	947.206	88.860	402	3.280
2009	966.980	102	329	3.121
2010	2.101.420	7.295	491	6.106
2011	2.801.253	0	431	8.469
2012	449.922	174.000	378	2.434
2013	179.386	254.863	418	1.251
2014	101.200	353.616	484	1.903
2015	403.490	233.350	388	1.023
2016	576.215	306.520	425	1.256
2017 (9 months)	351.891	186.523	315	963

Source: State Bank of Vietnam

In the period of 2007-2008, the world commodity prices tend to increase, the economy fluctuates, domestic inflation rises to double digits, credit and total means of payment (M2) increased, so the State Bank has implemented a tight monetary policy to control inflation, macroeconomic stability. In addition to the tightening measures such as the increase of Required reserve ratio, the issuance of compulsory bills, the Central Bank has flexibly managed the banking system in order to achieve the goal of controlling inflation and stabilizing the currency for credit institutions.

In the period of 2009-2011, with the policy of loosening the policy of anti-economic depression in the liquidity of credit institutions is difficult and uneven because after a period of hot credit growth. Accordingly, the State Bank of Vietnam mainly conducts tender sessions for the purchase of valuable papers to make money with short terms (7, 14, 21, 28 days). With liquidity situation and market movements in order to support the liquidity of credit institutions, to reduce the mobilizing and lending interest rates, stabilize the monetary market and ensure inflation control and target monetary targets

In the period from 2012 to 2015, real estate continues to be the main tool to help SBV regulate currency and stabilize market interest rates. In the context of improved liquidity and excess liquidity of credit institutions, interest rates in the interbank market fell from the previous period as credit growth was controlled according to objectives, the foreign exchange market and stable exchange rates, people tend to switch to VND, creating favorable conditions for the State Bank of Vietnam to give money to purchase large amounts of foreign currency to increase the state foreign exchange reserves, accordingly, the bank The Government has flexibly managed the open market operation in both buying and selling of valuable papers daily to help stabilize the monetary market, control inflation, and support exchange rate stability.

In 2016, the State Bank of Vietnam (SBV) continued to operate flexibly and closely with the daily movements of the monetary market, macroeconomic developments to ensure monetary regulation in accordance with the objectives of the Government and the SBV. In the first three months of the year, capital mobilization increased slowly, while credit rose at the beginning of the year, the liquidity of credit institutions was shortage, level of interbank interest rate increased high near the ceiling 5 The mobilizing interest rate tends to increase slightly by 0.2-0.3% per year, creating pressure for increasing the lending interest rate. Accordingly, the State Bank of Vietnam (SBV) has actively provided liquidity support Credit institutions through the transfer of a large amount of money through the channel for buying technology in order to stabilize the interbank interest rate, thereby supporting interest rates in the market 1. Results, from the end of April, mobilize VND tended to increase, along with the amount of money the SBV raised from buying foreign currencies, the liquidity of credit institutions became surplus, the interest rates in the market fell sharply. In the first 9 months of 2017, with the loosening of monetary policy, the open market operation was more active.

The open market tools have been flexibly managed by the State Bank, closely monitoring the supply and demand of credit institutions and increasingly play an important role in the regulation of currency and interest rates in order to achieve the objective of operating flexible monetary policy in each period.

2.3. Money supply and interest rates

Since the financial crisis, Vietnam has coordinated fiscal policy and monetary policy in a flexible way to achieve its objectives. And sometimes monetary policy has good effect to

the economy. After the financial crisis, one of the seven measures decided to control inflation that was to implement tightening monetary policy by Prime Minister Nguyen Tan Dung. From 2008 to 2010, this policy has done. For example, the money supply growth rate has continuously increased and reached a high level as in 2008 was 20.31 %, 2009 was 28.99% and the peak was 33.3% in 2010. Besides controlling inflation, Vietnam still wants to reach the goal of economic growth and solve unemployment, so on February 15, 2009, the Government decided to implement the stimulus package with the value of 9 billion dollars. Therefore, this is the reason for the inflation of Vietnam in that period quite high. Starting in 2011, 2012, Vietnam has really focused on its main goal of controlling inflation. Thus, the growth rate of the M2 money supply has decreased and this number is under 20% during the remaining period.

Corresponding to the growth rate of M2, the credit growth, and deposit growth rate is also divided into two phases from 2008-2010 with a high growth rate and control over the period 2011-2017.

From 2009 to 2010, this period also saw the expansion of commercial banks in Vietnam. At the same time, the interest rate race of commercial banks has become fiercer than ever. And to manage this problem the base rate has been adjusted accordingly to the table below. In addition, regulations on interest rate ceilings for commercial banks have also been issued.

Table 4. Money supply and interest rates for the period 2008-2017

Year	M2 (%)	Credit growth	Deposit growth	Prime rate	Discount Rate	Refinance Rate
2008	20,31	23,38	22,84	8,5	7,5	9,5
2009	28,99	39,57	29,88	8	6	8
2010	33,3	32,43	36,24	9	7	9
2011	12,07	14,7	12,39	9	13	15
2012	18,46	8,85	17,87	9	7	9
2013	18,51	12,51	19,78	9	7	5
2014	17,69	14,16	15,15	9	6,5	4,5
2015	16,23	17	16,25	9	6,5	4,5
2016	18,38	16,46	18,25	9	6,5	4,5
2017 (9 months)	9,59	11,02	10,08	8,5	6	4,25

Source: National Financial Supervisory Commission – NFSC, 2008-2017

Particularly for the first nine months of 2017 saw the economic growth target, in line with the inflation rate is quite low so the expert said that should use monetary policy to expand to Prefer to grow better through increased money supply, growth and lower interest rates. Explaining for these reasons, Dr. Dao Van Hung, director of the Institute for Policy and Development, stated that in the first 6 months, the new money supply was 5.69%, lower than Target year is 16 - 18%. Therefore, there is still room to increase the money supply to promote economic growth in 2017.

3. Multi-objective monetary policy applying in Vietnam in 2018

3.1. Vietnam's Multi-objective framework in 2018

- The world economic trends

The world economy in 2017 and 2018 is forecasted to recover positively due to strong recovery prospects in the manufacturing sector of some major economies, positively impacted by the fourth industrial revolution, the rising The rise of world commodity prices in the control of increased consumption in many countries. The latest IMF report (7/2017) forecasts that global economic growth will reach 3.5% in 2017 and increase to 3.6% in 2018. The growth momentum of the world economy in the next two years is the growth of global trade, political stability in Europe and international financial markets are also more stable.

Table 5. Forecasts for world growth and some water blocks in 2018 (%)

	IMF	National Center for Socio-Economic Information and Forecasting (NCIF)
World	3,6	3,57
America	2,1	2,3
Eurozone	1,7	1,8
Japan	1,6	1,0
China	6,4	6,37
The Oil's price (USD/barrel)	52	49,88

Source: IMF, NCIF 08/2017

With an update of world economic developments to the end of July 2017 and using the NiGEM V3.17-b global econometric model, the National Center for Socio-Economic Information and Forecasting (NCIF) forecasts for world economic growth in 2018 reached 3.57%. Growth in key markets such as the United States, Japan, and the EU are major partners of Vietnam will be favorable for the goal of increasing exports and investment of Vietnam in the future.

- Multi- Objective framework in 2018

Table 6. Vietnam's Multi-objective framework in 2018

	IMF	Targets
1. The Growth of GDP	%	6,71
Agriculture, forestry, and fisheries		3,12
Industry and construction		7,21
Service		7,75
Product tax minus product subsidies		6,3
2. The Structure of GDP	%	
Agriculture, forestry and fisheries		14,45
Industry and construction		32,67
Service		42,66
product tax minus product subsidies		10,22
3. Net Export		
Total Export	Billion USD	244,41
Export growth	%	14,51
Total Import	Billion USD	245,7
Import Growth	%	13,52
Net Export	%	-0,53
4. Investment capital/ GDP	%	33,3
5. Average inflation rate	%	5
6. Final consumption structure	%	
Private consumption		91,57
Government consumption		8,43
7. Unemployment rate	%	2,4
8. State budget deficit	%	3,7

Source: Ministry of Planning and Investment, 08/2017

- Economic growth: with a good foundation in 2017, will be the premise and driving force for economic growth in 2018. So the government has set a target for economic growth in 2018. 6.71%. It will focus on the service sector, which is the strength of Vietnam in the hope of growth in the coming year of this sector is 7.75% and the industry - construction with speed growth rate was 7.21%. Corresponding to the growth rate, the share of GDP in service sector and industry-construction is 42.66 and 32.67 respectively. These two sectors account for the GDP of the whole country.

- Inflation: With the inflation target for 2017 expected to reach below 4%, the government has set a target for inflation to be 5% in 2018. This is the inflation rate that

Vietnam has. The price of goods, as well as with this figure, will have appropriate measures to stimulate economic growth more. However, there is no bright spot in employment growth for the economy, so the unemployment rate in 2018 is expected to be 2.4%

- Trade balance: For this indicator, Vietnam's goal is to balance exports and imports to avoid high trade deficit at \$ 245.7 billion, while exports to achieve a value of \$ 244.41 billion. Thus, in 2018 the trade deficit is projected to be in deficit, but the government's target is only a deficit of \$ 1.29 billion.

With the main goal of economic growth, the government is expected to implement stimulus packages and this will lead to budget overspending and the government's goal of keeping the deficit at 3.7% in 2018.

3.2. Monetary policy applying to achieve multi-objective in 2018

- Interest rate liberalization

Interest rate liberalization is a fundamental part of financial liberalization, ie interest rates are freely variable to respond to market forces of supply and demand, eliminating imposing Main up the formation of interest rates. Determining a reasonable interest rate will be the lever that drives production and circulation of goods and vice versa. In order to achieve economic targets in 2018, it is important for Vietnam to implement a rapid liberalization of interest rates. Because of the following advantages, the liberalization of interest rates. There are some benefit of interest rate liberalization:

+ Interest rate liberalization will help the market automatically adjust to the supply-demand rule, thereby reducing the risk of policy mistakes.

+ Interest rate liberalization will ensure the optimal allocation of currency and credit on the basis of interest rates, relative risk and return.

+ Ensure consistency between monetary policy, budget, and exchange rate.

+ Make the money market pressures evident immediately.

+ Assist and complement the management of exchange rates.

+ Reduce political sensitivity to interest rate changes.

+ Allowing the central bank to withdraw capital from the market without losing control.

Central Bank should set up a system of interbank market control indicators to promptly monitor the interest rate movements on the interbank market as the basis for promulgating the refinancing rate. At present, the State Bank of Vietnam (SBV) is implementing a limited direct operating mechanism for mobilizing and lending interest rates of commercial banks, which makes the interest rates of commercial banks unsuitable to the market. Use of refinancing rate instruments, discount rates.

SBV forecast the interest rate fluctuations in accordance with the economic situation: The forecast of interest rate fluctuations according to the economic situation in and outside

the country, thereby applying measures to orient interest rates in line with the reality of the economy. Because interest rates are an important regulator of monetary policy, especially in the course of our country's integration.

Amendments and supplements to the regulations on refinancing, discounting and rediscounting. Accordingly, the State Bank of Vietnam needs to study, amend and supplement the regulations on refinancing, discount and rediscount of the State Bank of Vietnam to credit institutions towards more favorable conditions of loans, limit loans for The commercial banks.

SBV perfect regulations on interest rates and regulations on foreign exchange management according to international practices. The SBV should improve the regulations on interest rates in line with international practices, improve and develop the inter-bank domestic currency market, the government bond auction market and open market operations in order to obtain interest rates. This is the basis for determining the base interest rate in VND. At the same time, it is necessary to announce the interest rates on deposits and loans in VND, the specific terms for lending and deposit rates are calculated on the basis of annual interest rates as for foreign currency interest rates in line with international practice.

SBV eliminate forms of preferential lending in the banking system: This is an indispensable requirement in the process of interest rate liberalization. According to the experience of interest rate liberalization in other countries, the issue of eliminating the preferential interest rates in the process of interest rate liberalization in Vietnam is now late. Countries often abolish this control in the early stages of interest rate liberalization. The existence of preferential interest rates affects the commercial lending rates of financial intermediaries.

Implementation of the steering system of the interest rate system directs: If the real money market develops in a stable manner and meets the conditions for full interest rate liberalization, the executive mechanism The basic interest rate will be transferred to the steering mechanism of the SBV's steering interest rate system. After abandoning the interest rate band, implementing the agreed interest rate mechanism, the role of the basic interest rate for dong lending is only guiding and referring to CIs, no longer a role. control and directly affect interest rates in the market. Therefore, when the monetary market develops in a stable manner and meets the conditions for full interest rate liberalization, it should be shifted to the steering mechanism of the SBV's steering system.

SBV is improving the management capacity and supervision role of the SBV: It is necessary to improve the independence of monetary policy and the SBV's autonomy in monetary policy. To renovate the organizational structure of the State Bank system in the direction of concentrating on the management and administration, raising the specialization, clearly defining the functions and tasks and intensifying coordination among the units, reducing the focal points. manage. Continue strengthening SBV's inspection and supervision capacity.

SBV is raising the competitive capacity of commercial banks. The State Bank of Vietnam approves the classification and final settlement of bad debts of commercial banks, the transparency of annual financial reports and the improvement of the quality of assets and credit as well as the improvement of the quality of credit control activities. of commercial banks, meeting the requirements of international integration.

- Increase money supply as well as credit growth

In order to achieve multi-goal in 2018, the central bank needs to loosen its monetary policy, focusing on growth in money supply and credit growth at an appropriate level. In order to achieve the above multi-objective, the growth rate of money supply in 2018 should fluctuate from 18% to 19%. With this growth, the amount of money that will be enough to sustain economic growth will be 6.7%. As for credit growth rate, it should fluctuate from 19% to 20% so as to create favorable conditions for credit activities to promote their functions.

- Choosing the appropriate economic growth model

The XIth National Party Congress proposed a policy of restructuring the economy in line with the reform of the growth model, from the broad development to the rational development of breadth and depth and expansion. The scale is focused on improving quality, efficiency, and sustainability. To restructure the economy, focusing on restructuring production and service sectors in line with regions; speeding up business restructuring and adjusting market strategies; rapid increase in domestic value, added value and competitiveness of products, enterprises and the economy; development of knowledge economy. Linking economic development with environmental protection, green economy development. In the green economy, the growth of income and employment through public and private investment in the economy reduces carbon emissions, minimizes environmental pollution, energy efficiency and Reduce biodiversity loss and ecosystem services, addressing global challenges: climate change, energy crises.

Vietnam is a country with high comparative advantage, important geopolitical location; Objectively, it is becoming a center of Southeast Asia, with diversified natural resources (natural capital) to develop the green economy. Vietnam's labor force is in the period of "golden population", the Vietnamese people have a long tradition of hard-working, simple living and harmony with nature in the Eastern cultural traditions. Collection of management skills to develop high quality human resources associated with modern science and technology as well as the main source of green growth.

4. Conclusions

Monetary policy is one of the two major macroeconomic policies of all countries in the world to achieve their economic goals. There is a need to effectively integrate monetary and macroprudential policies into coherent frameworks. Decisions relating to the expanded range of instruments and institutional reforms outlined above will influence how central banks

use interest rate policy or other monetary measures to contain the build-up of financial imbalances and manage financial crises. A number of principles can help guide debate on these issues:

- Interest rate liberalization to ensure the allocation of scarce capital to competing borrowers, to meet their needs and to be most effective; At the same time, it has the effect of attracting deposits from resources in the economy with the most reasonable costs accepted by both the bank and the sender.

- Central bank will have to play a key role in the development and use of macroprudential policies, whether or not it is the financial supervisor, which will require defining the relationship between the two and State Bank continue to increase money supply as well as credit growth

- Select appropriate growth models to ensure that monetary policy is working.

- Using the monetary policy to institutionalize this capacity to respond effectively to the disruptive effects of a financial crisis remains key challenges for emerging market central banks. The question is what lessons to take away from the experience of the central banks at the epicenter of the crisis.

References

- [1] Carl E. Walsh, 2017, *Monetary Theory and Policy*, MIT Press.
- [2] Frederic Mishkin, 2015, *Monetary Policy Strategy*, MIT Press.
- [3] John E. Floyd, 2016, *Interest Rates- Exchange Rates and World Monetary Policy*, Springer.
- [4] John Fender, 2015, *Monetary Policy*, Cambridge University Press.
- [5] Sylvester Eijffinger and Donato Masciandaro, 2016, *Modern Monetary Policy and Central Bank Governance*, Penguin Random House.
- [6] Ulrich Bindseil, 2016, *Monetary Policy Operations and the Financial System*, Oxford University Press.

MOVING TOWARDS MARKET-BASED MONETARY POLICY INSTRUMENTS AFTER GLOBAL FINANCIAL CRISIS – THE CASE OF ASIAN ECONOMIES AND IMPLICATIONS FOR VIETNAM

Minh Ha Luong MSc
Banking Academy of Vietnam

Abstract

How to choose a right toolkit of monetary policy to cope with the financial crisis consequences might be one of the most important questions. When the financial system of emerging economies has not completed compared with developed, this consideration would be more complex to get the answer. This paper aims to find out the experiences of countries that have similar economic conditions to Vietnam. It is suggested that, in short run, market-based instruments such as reserve requirement seemed to have more effective than the quantitative ones in emerging countries aftermath of financial crisis. The specific market-based instruments were applied differently country by country and depend on the decisions of regulators. Hence, the paper also suggests a few ideas for making policies in Vietnam.

Key words: *monetary policy, market-based instruments, price-based instruments, after crisis, Asia*

1. Introduction

Geiger (2008) categorized monetary tools by three sets: i) the direct instruments, also called quantity-based instruments, ii) the market-based instruments or indirect tools and iii) other non-central bank instrument namely price controls or wage controls. The indirect instruments are also referred as market-based instruments because their use affects the market-determined price of bank reserves set by the central bank. The author defined market-based tools by 4 groups including lending and deposit rate, discount and rediscount rate, reserve requirements and open market operations (OMOs).

The combination of market-based instruments and quantitative-based instruments help policy makers better in administering the economic index. Nevertheless, in specific circumstances, each type of tools tends to be used more than others, depend on economic conditions.

The main discussion of this research follows this section. I conduct a small collection of emerging countries which taken into account the market-based instruments after downturn periods, focus on the 2008 global financial crisis. The story of China, Korea and Malaysia are in this investigation, because of their similar economic conditions to those of Vietnam. The paper ends up with some implications for policy maker in Vietnam.

2. Shifting toward market-based instruments aftermath of global financial downturn in some Asian economies

In this section, we discover the cases of three countries including China, Korea and Malaysia as the remarks of the moving toward price-based monetary instruments.

2.1. China – interest rate targeting

After global financial crisis 2008, China still remained high level of growth, at 9,6% in 2008 and 9,2% in 2009 though the economy hit relatively negative effects from the falls.

Figure 1: China’s GDP growth rate 2005 – 2017F



Data source: IMF

Moreover, when the financial crash occurred in 2007, Chinese stock market was substantially damaged, wiping out more than two-thirds of its market value (Schmidt D., 2009). Besides, the bubble on real estate market also experienced a similar suffering. And although the emerging markets were expected to be less negatively affected by the crisis, China export was strongly impacted due to the falls in the demand of advanced economies, especially Europe and US. In 2008, the export growth rate of China fell sharply by more than 22 percentage points, from 20% to -2,2% within one month (Li, L., Willett, T. D., and Zhang, N. (2012)).

In China, the central bank plays a pivotal role in financial system and in controlling the conditions for economic growth. Although the authorities has launched a set of monetary policy, there were three main conditions for shifting to market based instruments monetary policy in China after 2008 global financial crisis (PBOC Conference, 2014). Firstly, the interest rate volatility has been too high relative to those in other countries. Secondly, there was a decline in correlation between M2 and economy as well as fluctuation of MM rates. Moreover, “the long-term correlation between M3 and the economy is stronger than short-term correlation. This means M3 is still necessary for the economy. Therefore, in short run, policy makers need some kinds of tools that help to curve the macro-economic index more efficiently (Ma Jun, 2013).

The market-based monetary policy is mainly focused on interest rate targeting and other price-based equipments for adjusting the level and structure of interest rate. These tools are employed simultaneously with quantitative tools as well as macro prudential policy measures.

One of the most frequent tools introduced by PBOC is reserve requirements ratio (RRR), especially after the global financial crisis. In 2006-2011 period, there was 35 times of alteration to the RRR, compared to six times in 1984-2003 period. To be more specifically, during two years between 2007 and 2008, it was modified ten time. In June 2011, the rate reached a historical high, at 21%. In China, the higher RRR might squeeze excess reserve of a banks, raise the interest rate on the market and hence, tighten domestic monetary conditions. However, heavy RRR may lead to negative results such as higher volatility of money market interest rates or adding up the ongoing distinternmediation (Ma, G., Xiandong, Y., & Xi, L. (2013)).

The benchmark interest rate has been considered as a key market-based monetary policy in China between 1998 and 2010. After suprime mortgage crisis 2008, the rate climbed by four percent in 2008 and had felt again in 2009. Before 2007, the rate had been around two percent higher than 2007 (He, Q., Leung, P. H., & Chong, T. T. L. (2013)).

In 2010, PBOC shifted the moderately loose monetary policy to prudential policy that moved the target from fighting against crisis to combating inflation. In 2010-2011, it lifted the benchmark deposit and loan rates on five occasions and raised the reserve requirement ratio 12 times to 21.5%. These adjustments might be the major reason that lowered China's CPI in 2011 to 4,1% (Yu. W, 2013). Moreover, the researcher also concluded that China monetary policy in 2009 -2011 is too loose with sharply drop to very low level of benchmark interest rate (Yu. Y, 2009).

Many studies examined effectiveness of the shifting to the prices, focus on housing prices and inflation. Empirical evidence by Zhang, W (2009) indicates that, when the price rule (based on market signals) was employed in China, the economy may experience less fluctuations than quantitative rule. Moreover, the effects on economy of price based instruments seem to have become more significant than those of quantity rule.

One of the most remarkable literature on effectiveness of market-based monetary policy was conducted by Fernald, J. G., Spiegel, M. M., and Swanson, E. T. (2014). Their examination indicates that market-based monetary policies such as interest rates and reserve requirements are more important than quantitative instruments of lendings in China. The study used FAVAR estimation method, on a data set of China during and since the global financial crisis (from January 2000 to September 2013).

Nevertheless, the monetary policy that bases on market also indicates some shadow effects, as examined by He *et. al.* (2013). They also used factor-augmented VAR to determined whether quantitative tools or market-based instruments better and found that market-based monetary policy is among those that had small impact on Chinese economy. In

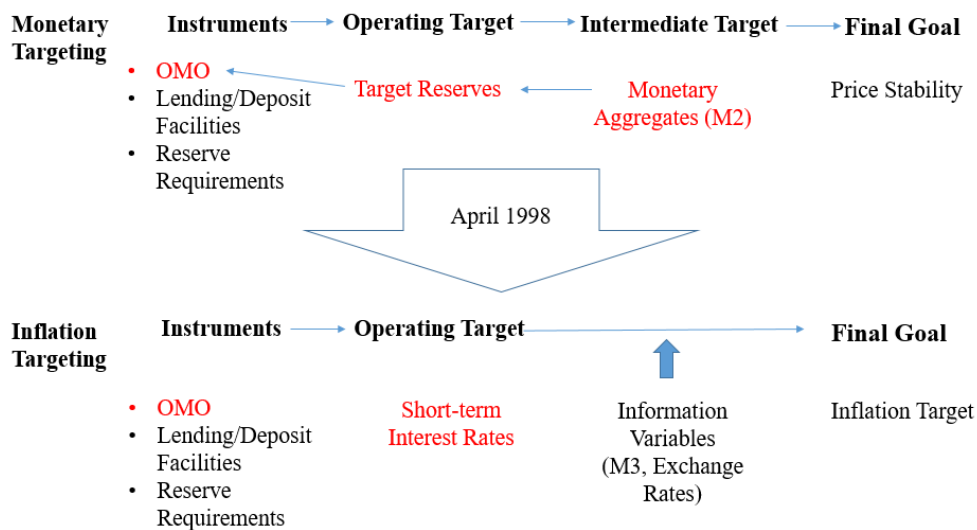
addition, the effectiveness of market-based instruments does not improve under a more flexible exchange rate regime. The study covered 100 monthly data series between 1998 to 2010.

Overall, to enhance the effectiveness of monetary policy, especially market-based tools, the previous studies suggested that China needs to develop the securitization market as well as the derivatives market, improve the liquidity and maturity structure of the government bond market, remove the LDR cap, improve the coordination between MOF’s Treasury and PBOC Monetary Policy Dept. These attempts would help improving the outcomes of mechanisms on the economy when monetary policies employed. This implication might be noteworthy in the case of Vietnam where most of major economic conditions are similar to those of China.

2.2. Korea – the reserve requirement

Since 1980s, market-based monetary policies had been shifted gradually by Bank of Korea. After 1997 Asian financial crisis, along with inflation targeting, the interest rate policy has been one of two major components of monetary policy in South Korea. Nonetheless, the reserves requirement tools seemed not to play an effectively role in financial stability of Korean economy, under the circumstance that the liquidity coverage ratio (by Basel III) is too high. Although it can be set on financial debentures as well as on deposits.

Figure 3: The evolution of BOK’s Policy framework

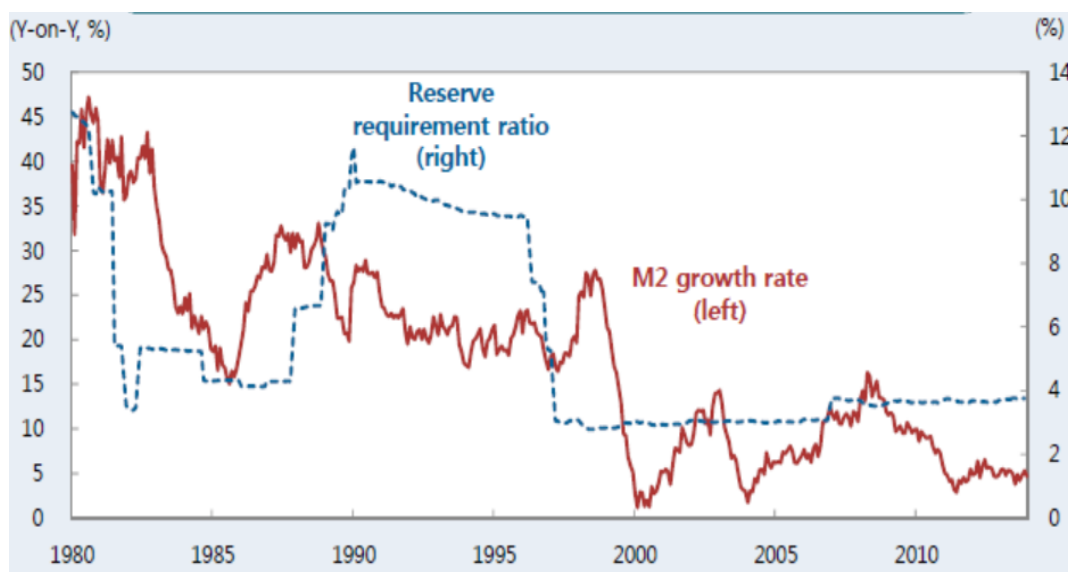


Source: China International Conference on Market-based monetary policy

When the 2008 financial crisis occurred, Korean policy makers adopted indirect instruments and move further to inflation targeting policies. The market friendly policies are emphasized in the BOK Act, under Article 4.2: “In implementing monetary and credit policies, the Bank of Korea shall emphasize the market mechanisms.” This regulation is seemed to be help the authorities to lead and promote financial development, obtain information and signals from the market and response immediately to the complicated fluctuation of the financial market and instability of monetary aggregate. In line of this,

reserve requirement, open market operations, lending and deposit facilities are among the most popular tools in Korea (Woon Gyu Choi, 2013).

Figure 4: Average reserve requirement ratio and money supply in Korea 1980 – 2013



Source: China International Conference on Market-based monetary policy

Under inflation targeting, the BOK’s transition to market-based instruments have been successful in achieving price stability, diminishing the volatility of real economy and supporting the development of financial markets.

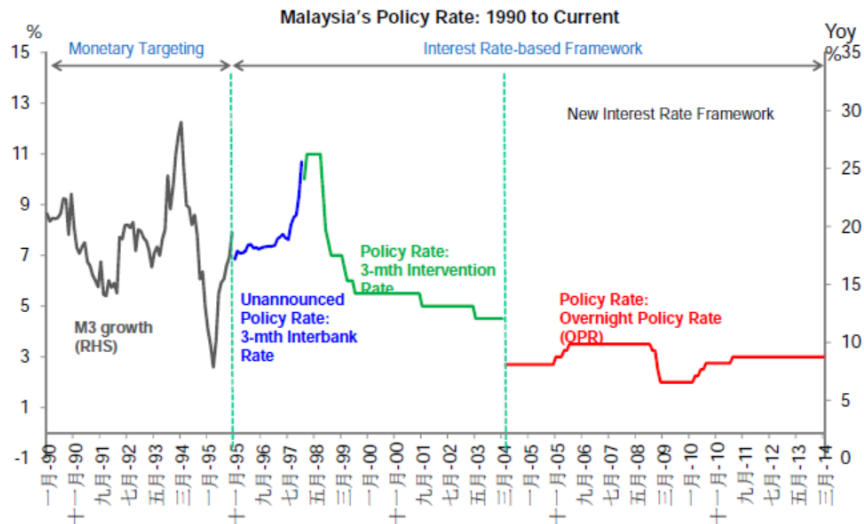
Nonetheless, Korean monetary policy has been some challenges ahead, especially in the case of coordination between Monetary policy and macro-prudential policies. Authorities must decide potential trade off between economic growth and the target of financial stability. Moreover, the regulators also need to deal with developments in domestic and oversea financial markets and real economies. Hence, it could be visible that effectiveness of typical monetary tools in Korea depends on period when they were applied and there’s no one-size-fit-all monetary policy for all the time. The Korean authorities are also suggested to take into account the effects of macroeconomic and financial landscape in regulating the economy.

2.3. Malaysia – the interest rate

After the financial crisis 1997 in Asia, the Malaysian regulators undertook a variety of adjustment of financial system. There are two major official authorities for regulating financial system, including Financial Sector Masterplan and the Capital Masterplan.

And after the 2008 global financial crisis, the Malaysian authorities had to cope with the vulnerability to the external shocks. In line of market-based instruments, the interest rate was used to send the official signals to the market. Moreover, they also allowed the exchange rate to act as a buffer when the fundamentals change. Other market-based monetary instruments were introduced as well.

Figure 2: Malaysia's policy rate 1990 – 2013



Source: China International Conference on Market-based monetary policy

The literature indicates that the deepening of the financial system has contributed to the greater diversity of monetary instrument in Malaysia (Sukudhew, 2013).

It is suggested that a well-functional and developed financial system is necessary for applying the market-based interest rate in Malaysia. In addition, the ability of effectively intermediate financial flows also enhanced the decrease of intervention in markets.

3. Conclusions and implications for Vietnam

The effectiveness of monetary policy largely depend on economic conditions in which it is released. This research suggested that after the 2008 global financial crisis, there are some measures that policy makers could rely on to make choice of launching different monetary instruments. The moving toward market-based monetary instruments has been spread in emerging countries after 2008 global financial crisis due to the lack of efficiency in implementing the quantitative tools. These two types of monetary instruments are used simultaneously to reach complimentary effects in economic instability.

By discovering basically the case of three Asian emerging economies including China, Korea and Malaysia, the paper suggests some implications in macro view to help getting high effectiveness of using market-oriented monetary instruments. Firstly, a completed financial system must be constructed to support the transmission process in introducing the instruments. In this part, it is necessary to build a completed derivatives market which has been an infant in Vietnam recently. While in China, the financial derivatives Trade has been improved in early 1990s, the Malaysian authorities has built derivatives since 1993 and Korea developed this kind of financial market from 1996. The full set of financial mechanism would lead to a more effective market that contributes to the monetary policy implementing process. In addition, the effect of derivatives market could also reduce the capital volume that household raise via the shadow banking system, since this sector including many unregulated activities which are out of regulators' control.

Secondly, policy makers should improve the coordination between government administrators, especially when there are more than one organization which have responsibilities to control the economic indices, such as ministry of finance, central banks and etc. For decades, Vietnam launched monetary policies have been in charge of State Bank of Vietnam. Yet the independence of State Bank of Vietnam has not gone to a mutual agreement among government agencies under the circumstance that it had a very low level of independence indices, in comparison with other central banks in some emerging countries (Nga and Linh, 2014). This weakness of State Bank of Vietnam has been a barrier of monetary policy effectiveness in reaching economic targets. Hence, to make it better in implementing policies of State State Bank of Vietnam, it is necessary to seriously have a look at the role of each agency, especially the Ministry of Finance and The State Securities Commission of Vietnam that in charge of regulating the activities of the insurance sector and the securities markets.

The third implication mentions the need of some strongly tightening mechanisms such as high reserve requirement rate right after the crisis boom occurred. These instruments along with quantitative measures could diminish the escalation of markets' price level in short run then the regulators could manage the indices in time. Right after the damage of 2008 financial crisis, China's authorities applied some kind of market-based instruments that could affect immediately the capital lending ability of banks, including high reserve requirement ratio. As analysis in previous section, China's economy had a significant recovery a few years aftermath of the boom. Therefore, the lesson from Chinese policy makers implies for those in others emerging countries that have similar economic conditions, including Vietnam.

The final insight implies the importance of transparency in emerging market, which could enhance the effect of policies and increase the efficiency of financial market operating. Like many countries in emerging markets, Vietnam has challenged with data transparency – the extent to which believable numbers are produced. This limitation of data released by authorities makes observers difficult to get the real stories about what they concern in the economies. In some situations, they might lower the level of belief in what policy makers introduce to the market. Hence, enhance the transparency of data is crucial to make it better in implementing monetary policy as well as other macro policies.

Of course, Vietnam's financial market is unique in comparison to the others and the implications are also to consider in some suitable circumstances. Looking into a wide range of monetary policies from similar economies might be useful for policy makers in administrative operations.

References

- [1] D. Schmidt, "The Financial Crisis and Its Impact on China," China Analysis Research Group on the Political Economy of China, Trier University, 2009.
- [2] Fernald, J. G., Spiegel, M. M., & Swanson, E. T. (2014). Monetary policy effectiveness in China: Evidence from a FAVAR model. *Journal of International Money and Finance*, 49, 83-103.
- [3] Geiger, M. (2008). Instruments of monetary policy in China and their effectiveness: 1994-2006.
- [4] He, Q., Leung, P. H., & Chong, T. T. L. (2013). Factor-augmented VAR analysis of the monetary policy in China. *China Economic Review*, 25, 88-104.
- [5] Li, L., Willett, T. D., & Zhang, N. (2012). The effects of the global financial crisis on China's financial market and macroeconomy. *Economics Research International*, 2012.
- [6] Ma Jun, China: Moving toward interest rate targeting, Conference Proceedings New issue in monetary policy - International Experience and Relevance for China, *PBC and IMF joint Conference 2013*, pp.61-64
- [7] Ma, G., Xiandong, Y., & Xi, L. (2013). China's evolving reserve requirements. *Journal of Chinese Economic and Business Studies*, 11(2), 117-137.
- [8] Thi Thuy Nga, D., & Van Vinh, D. (2014). Measuring Central Bank Independence for Vietnam. *Journal of Economics and Development*, 16(1), 40.
- [9] Sukudhew, Moving toward market-based monetary policy instruments: the Malaysian Experience, Conference Proceedings New issue in monetary policy - International Experience and Relevance for China, *PBC and IMF joint Conference 2013*, pp.58-60
- [10] Woon Gyu Choi, Korea's Experience with monetary policy instruments, Conference Proceedings New issue in monetary policy - International Experience and Relevance for China, *PBC and IMF joint Conference 2013*, pp.54-57
- [11] Yu, Y. (2010). Asia: China's policy responses to the global financial crisis. *Journal of Globalization and Development*, 1(1), 1-10.
- [12] Yu, W. (2013). The adjustment of China's monetary policy stance in the face of global volatility. *BIS Papers chapters*, 70, 143-148.
- [13] Zhang, W. (2009). China's monetary policy: Quantity versus price rules. *Journal of Macroeconomics*, 31(3), 473-484.

HELICOPTER MONEY- A NEWLY UNCONVENTIONAL MONETARY POLICY: SHOULD STRUGGLING JAPAN PURSUE?

Ngo Thi Hang MSc

Banking Academy of Vietnam

Abstract

Unprecedented movements of global economy in general and monetary policies, especially advanced economies' monetary policies in particular have substantially raised big concerns over the stabilization of the global financial system as well as macroeconomic prospects. With the pivotal position as one of the leading economies in the globe, Japan's economy and its movements in the monetary policy (MP) have attracted widespread attention from researchers, economists, as well as policymakers over the world for years. Recently, they, especially after Japan joined the negative interest rate territory, highly expected that Japan will soon move further in unconventional monetary policy and ratify a policy called "Helicopter Money" to spur economic growth and curb the low inflation phenomenon. So, what is "Helicopter Money"? Why did policy makers, researchers, and economists put the hope of a Helicopter Money policy on Japan? Could and should Japan follow this Helicopter Money as suggested? These interesting questions will be all addressed in this paper.

Keywords: *Unconventional Monetary Policy; Helicopter Money; Japan; Inflation.*

What is Helicopter Money?

"Helicopter money" (HM) is a term that was first introduced by the American economist, Milton Friedman, in 1969 in his book "The Optimum Quantity of Money". To be more specific, he mentioned about helicopter money in the part "The Effect of a Once-and-for-All Change in the Nominal Quantity of Money" as following:

"Let us suppose now that one day a helicopter flies over this community and drops an additional \$1,000 in bills from the sky, which is, of course, hastily collected by members of the community. Let us suppose further that everyone is convinced that this is a unique event which will never be repeated." (Milton Friedman, 1969)

Diagram 1. Helicopter Money Operating Mechanism under Friedman's viewpoint



Source: Author

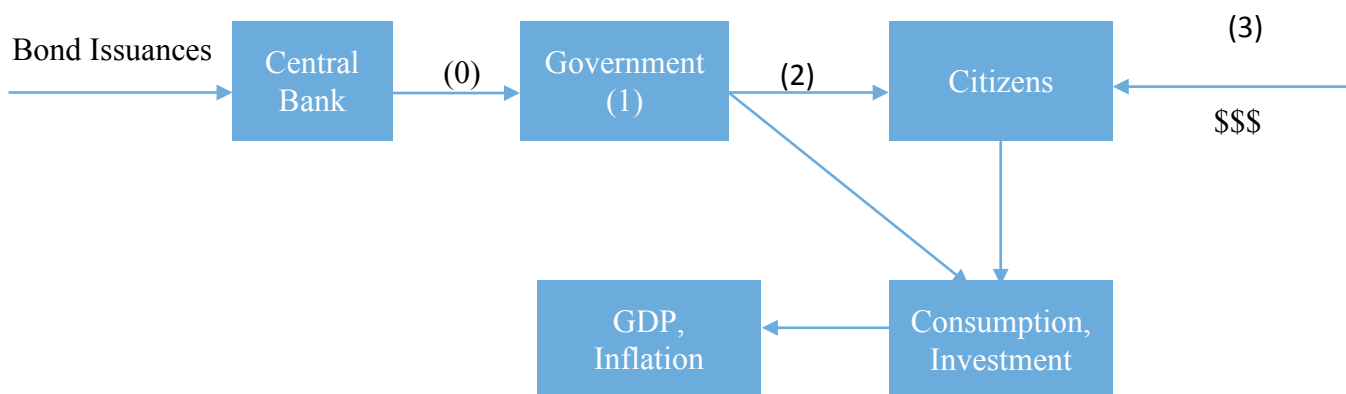
The underlying idea is that given the assumption that a citizen is in his/her stable equilibrium position of cash holding, receiving an additional amount of money transfers directly from the central bank (CB) will encourage him/her to spend that money to keep

his/her cash holding stay unchanged. Hence, Central Bank’s fiscal-stimulus-helicopter in this case eventually could boost demand and raise inflation (Diagram 1).

Subsequently, in 2002, the idea of helicopter money was adopted and developed by Ben Bernanke, the former Federal Reserve Chair, in the form of a “money-financed fiscal expansionary policy”, a collaboration between the monetary and fiscal policies in defeating deflation. He stated:

“A broad-based tax cut, for example, accommodated by a program of open-market purchases to alleviate any tendency for interest rates to increase, would almost certainly be an effective stimulant to consumption and hence to prices. Even if households decided not to increase consumption but instead re-balanced their portfolios by using their extra cash to acquire real and financial assets, the resulting increase in asset values would lower the cost of capital and improve the balance sheet positions of potential borrowers. *A money-financed tax cut is essentially equivalent to Milton Friedman's famous "helicopter drop" of money*” (Ben Bernanke, 2002).

Diagram 2. Helicopter Money Operating Mechanism under Bernanke’s viewpoint



Notes:

- (0): Central Bank finances government’s plans
- (1): Government’s tax cut, spending plans, translated into (2) and (3)
- (2): Transfers for citizen or tax cut, affecting citizens’ consumption and investment behavior
- (3): Government’s spending

Source: Author

In this regard, helicopter money is demonstrated as a “money-financed fiscal expansionary policy” – also known as a monetary finance or debt monetization, a collaboration between the monetary and fiscal policies, rather than directly distributing money to citizens as Friedman’s definition (as illustrated in the following Diagram 2). Particularly, government’s expansionary fiscal policy (a spending increase or a tax cut) is financed by Central Bank’s new money creation, which will be done through governmental issuances of “perpetual and non-marketable zero coupon government bonds” to the central bank. In other words, central bank has to purchase and then keep those non-tradable government bonds

forever (Irwin, 2016; Kinoshita, 2016; Fujioka & Ujikane, 2016), implying no debt burden for the national budget.

Why did people convey strong expectation towards Helicopter-money realization in Japan?

The struggling monetary policy with Quantitative and Qualitative Easing (QQE) and a recent unprecedented Negative Interest Rate Policy (NIRP), aiming at curing low inflation and restore the prosperity of Japanese economy, especially in the wake of the global financial crisis (2007-2008), is a reasonable answer to this question.

Table 1. Bank of Japan’s Quantitative and Qualitative Easing Policies

	QQE1, 2013	QQE2, 2014
Monetary Base Increase	60-70 trillion yen p.a. (~ \$534 - \$623 billion)	80 trillion yen p.a. (~ \$712 billion)
Eligible Assets and Outstanding Purchasing Amount:		
1. Japan Government Bonds (JGBs) <i>Average remaining maturity of JGBs</i>	50 trillion yen p.a. (~ \$445 billion) 3 – 7 years	80 trillion yen p.a. (~ \$712 billion) 7 – 10 years
2. Exchange-Traded Funds’ Shares (ETFs)	1 trillion yen p.a. (~ \$8.9 billion)	3 trillion yen p.a. (~ \$26.7 billion) Including ETFs tracks JPX-Nikkei Index
3. Japan Real Estate Investment Trusts’ Shares (J-REITs)	30 billion yen p.a. (~ \$267 million)	90 billion yen p.a. (~ \$801 million)

Note: “p.a.”: per annum

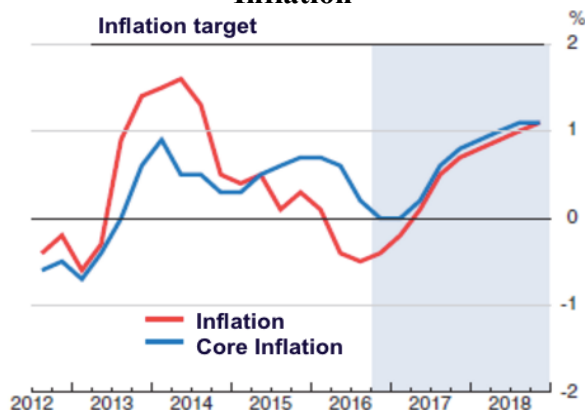
Source: Bank of Japan (2013 & 2014) & <http://finance.yahoo.com/>

Figure 1. Japan’s GDP Growth Rate
(% annual)



Source: World Bank Database

Figure 2. Japan’s Consumer Price Inflation*



*Excluding Tax Hike in 2014

Source: OECD (2016)

In detail, Bank of Japan (BOJ) adopted the first QQE in April 2013 and later expanded to the second QQE in October 2014 with a substantially massive purchase of Japan government bonds as well as other eligible assets (Table 1). It is undeniable that even though BOJ has put drastic efforts in lifting up the economy and inflation for almost 3 years (since

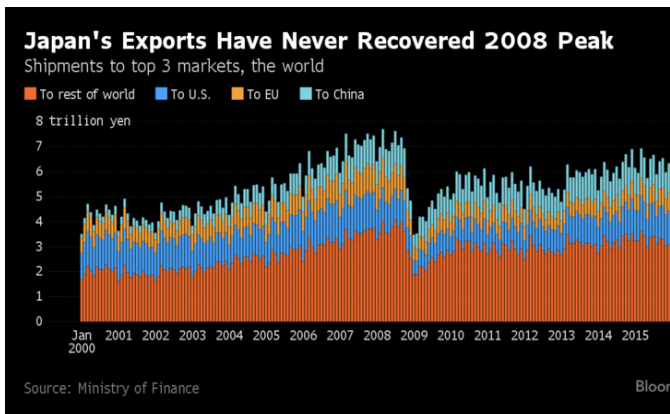
2013), Japan's economy has remained stagnated with low GDP growth rate of around 0.3% to 2% and inflation rate staying far below BOJ's 2% target (Figure 1 & Figure 2).

Figure 3. Exchange Rate JPY:USD, November 2015 – October 2016



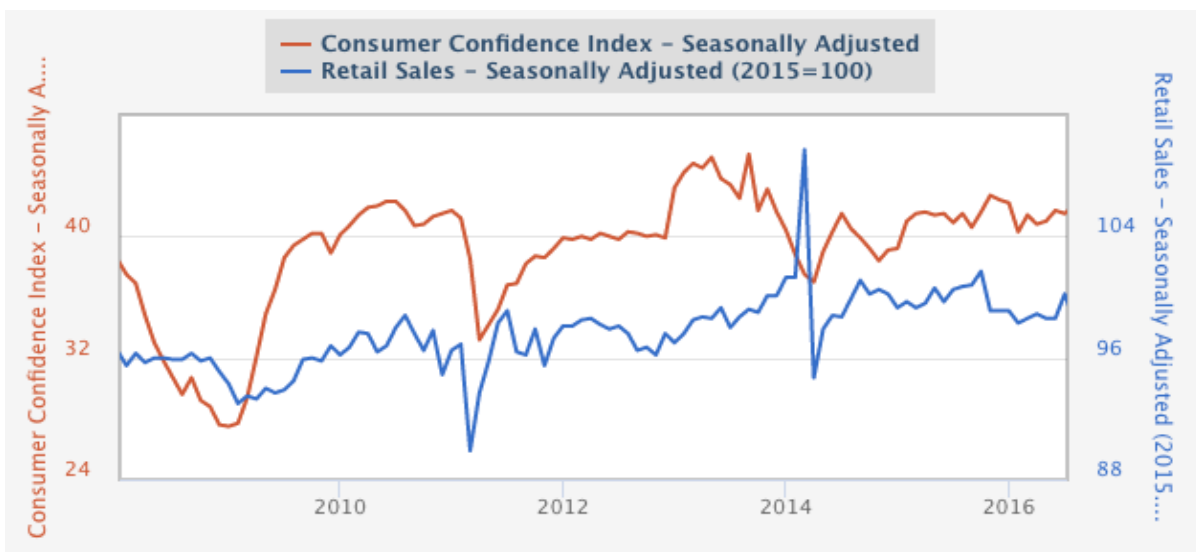
Source: Bloomberg

Figure 4. Japan's Exports



Source: Bloomberg

Figure 5. Japanese Consumer Confidence Index and Retail Sales



Note: If index is greater than 50, people regard circumstances of life is going to be better within coming 6 months.

Source: METI, JMA, Cabinet Office, as cited in Japan Macro Advisors

Then, this undesirable performance has challenged and urged BOJ to move further in unconventional monetary policy by engaging in Negative Interest Rate Policy territory in February 2016. Under negative interest rate policy, BOJ applies -0.1 interest rate to commercial banks' excess reserve at BOJ, aiming at forcing banks to reduce excess reserve and provide more loans, encouraging households and firms to withdraw deposits and put on consumption and investment, weakening Japanese Yen for exports' benefits, etc., and ultimately resulting in higher economic growth and inflation.

Unfortunately, despite considerably aggressive QQEs and uncharted negative interest rate policy, by July 2016, Japanese economy continued witnessing the unwanted performance. Japanese Yen kept appreciating against U.S dollar (Figure 3), damaging Japan's exports with a 10-month-consecutive decline since October 2015, recording the highest falling rate since 2009 (Figure 4). The national core consumer price index fell straightly for 5 months, reaching the largest decrease over last 3 years (-0.5% in July).

The aforementioned unwanted economic performance over past few years following Bank of Japan's enormous efforts with massive QQEs and even negative interest rate could be explained by considerably strong mindset of Japanese households and firms over the low inflation, or even deflation stages as well as their low expectations towards the global as well as Japanese economy's bright future (Figure 5). This mindset has discouraged them to spend and invest more regardless recent favorable (low) interest rate environment resulting from Bank of Japan's QQEs and negative interest rate¹. Therefore, the 2-percent inflation target of BOJ's monetary policies has been not attainable so far.

Apart from weak performance of Japanese economy after QQEs and negative interest rate policy, Mr. Kazuo Momma, a former executive director of BOJ, emphasized the limit of bond purchases under QQEs will be reached soon (Hidaka & Nohara, 2016)-implying the end of QQEs policy will come soon, whereas Ben Bernanke-the father of modern Helicopter money framework, during his Japan visit in July 2016, sent a signal that Japan could adopt Helicopter money idea to seek for better economic recovery. These facts have strengthened economists' and policymakers' criticism on the shrinking effectiveness of Japan's monetary policy and injected them a conjecture of Helicopter Money, a remaining tool in the unconventional monetary policy arsenal.

Could and Should Japan pursue “Helicopter money” policy?

There is an extremely low probability of adopting a Helicopter money policy in Japan at least in the medium run. Some of reasonable explanations for this statement are as following:

(i) Japan COULD NOT conduct this policy due to current legal framework

Helicopter money requires a direct finance from BOJ for the government fiscal stimulus through BOJ's direct purchase of JGBs, which is strictly prohibited under Public

¹ Japanese firms and households' low inflation mindset is elaborated more in the part marked (ii)- paragraph 2, 3 and 4

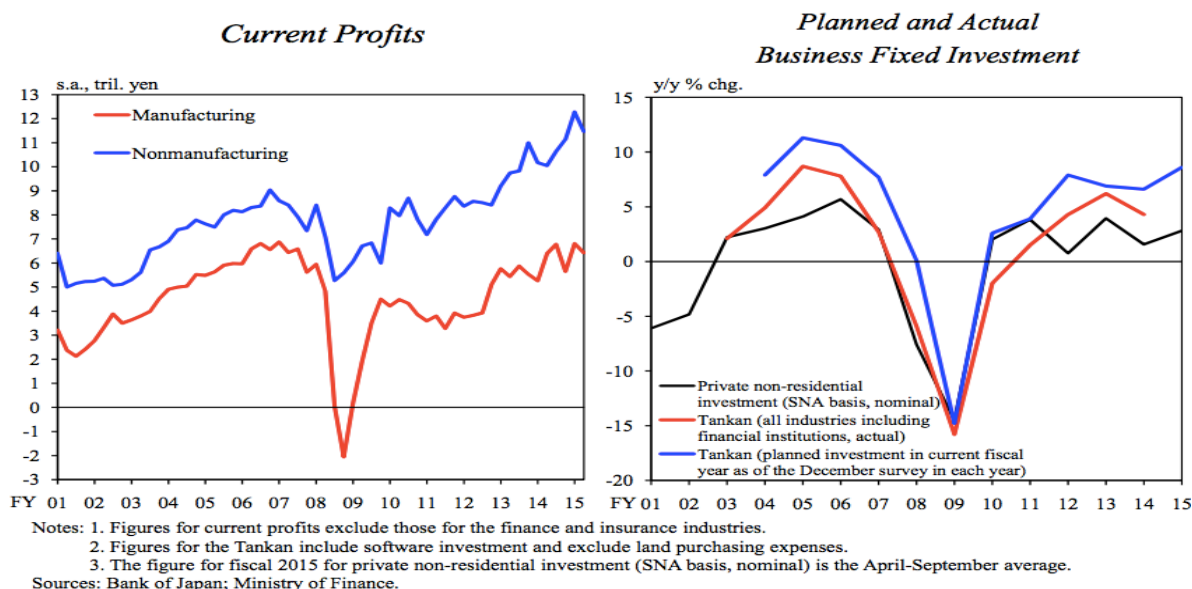
Finance Law (1947), Article 5 “Limitations on issue of public bonds and borrowings” (Brown, 2006; Ministry of Finance, Japan). Furthermore, if it is legal to deliver Helicopter money policy, this policy will require a substantially strong collaboration between BOJ and Government, which is difficult to handle, otherwise, that cooperation could discourage independence of BOJ as well as deteriorate fiscal discipline.

(ii) Japan SHOULD NOT pursue this helicopter money because this measure presents ambiguous positive effects on economic growth and inflation while its potential drawbacks are severe.

General speaking, both conventional and unconventional monetary policies are transmitted to the economy through 2 stages. Central bank’s monetary policy first influences on commercial banks’ cost of borrowing money and public’s expectation towards the future economy, which afterward affects spending decisions of firms and households. Meanwhile, helicopter money, known as a monetary financed fiscal stimulus, is expected to have direct impacts on firms’ and household’s consumption and investment (2nd stage), as well as economy and inflation. Nevertheless, this seems unlikely to happen.

Back to Milton Friedman’s helicopter money, the impacts of Helicopter money will be achieved if citizens are at their cash balance positions which are not the current case of Japanese people. Under unanticipated swings in domestic and international social-economic environment including BOJ’s aggressive monetary policies and pension fund crisis, Japanese public will get more worries about future, become more risk averse, and are inclined to save more in order to ensure their vulnerable future rather than consume or invest.

Figure 6. Firms’ Business Performance



This behavior has been seen in Japanese firms since 2010. Their profits have increased, yet have not been correspondingly allocated to their investment (Figure 6) as well as distributed through increasing wages for workers. Japanese firms’ wage levels have been noticed with a stagnation stage for years, even in March 2017, Japan’s leading and cash-rich

companies, including Toyota and Hitachi, officially announced their lowest wage levels in years, which is quite often blamed for BOJ's desperate monetary policy in pulling up households' and firms' inflation expectations.

Similar to Japanese firms' investing and wage distribution behavior, prolonged-mindset and strong expectations over falling inflation and even deflation phase have caused consumers' spending to be remained tepid as they save more for their unanticipated future and delayed their purchases for future low prices. In May 2017, Japan has witnessed its surprising economic expansion and simultaneously recorded the fifth quarter straight rise with 0.5% quarterly growth rate, taking the 3rd position among top growing economies globally, signaling a promising economic prospects supported by strong exports and investments linked to the Tokyo 2020 Olympics. Despite these promising facts and economic growth achievement, consumer spending stays stagnated, lowering the chances to conquer BOJ's 2 percent-target inflation.

Figure 7. Real/Effective Exchange Rate of Japanese Yen



Source: marketrealist.com, the Statistics Bureau of Japan.

Figure 8. Exchange Rate: JPY: USD



Source: Bloomberg

Equally important, Helicopter money, except BOJ's direct purchase of "perpetual non-tradable JGBs", is not different from a combination of QQEs and fiscal policy which Japan have done for years, referring Helicopter money has already existed. Thus, BOJ obviously

does not need to put HM in their monetary toolkit. Moreover, because Japan’s unconventional MP, particularly massive QQEs, have desperately fought against low inflation and weak economic performance for over 3 years, there is no strong foundation to assure that Helicopter money, alike to a QQEs-fiscal mixture, can realize the hope of dragging Japan out of a prolonged period of low inflation and stranded economy.

It is clear to see that even though depreciation of Yen has been observed in recent months since 2014 (Figure 7 & 8), this movement is more likely resulted from (i) Japanese selection results, (ii) stronger U.S dollar with higher prospect towards the Trump administration’s tax reforms, etc., rather than being achieved by aggressive monetary policy’s effectiveness in defeating Japan’s low inflation and boost economic growth.

Furthermore, apart from Helicopter money policy’s untested and ambiguous advantages, Japan should not implement Helicopter money policy because it can also trigger tremendous negative consequences such as deterioration of public’s confidence, uncontrollable hyperinflation, and political trap.

Figure 8. Forecasts of the Majority of Policy Board Members

	y/y % chg.		
	Real GDP	CPI (all items less fresh food)	Excluding the effects of the consumption tax hike
Fiscal 2017	+1.7 to +2.0 [+1.9]	+0.7 to +1.0 [+0.8]	
Forecasts made in July 2017	+1.5 to +1.8 [+1.8]	+0.5 to +1.3 [+1.1]	
Fiscal 2018	+1.2 to +1.4 [+1.4]	+1.1 to +1.6 [+1.4]	
Forecasts made in July 2017	+1.1 to +1.5 [+1.4]	+0.8 to +1.6 [+1.5]	
Fiscal 2019	+0.7 to +0.8 [+0.7]	+2.0 to +2.5 [+2.3]	+1.5 to +2.0 [+1.8]
Forecasts made in July 2017	+0.7 to +0.8 [+0.7]	+1.4 to +2.5 [+2.3]	+0.9 to +2.0 [+1.8]

Source: Bank of Japan (October 2017)

By shifting from conventional MP to unconventional MP, significantly utilizing QQEs since 4/2013, and roughly 3 years later adding one uncharted policy – Negative interest rate policy, but witnessing not much of desirable outcomes, BOJ has continuously frustrated and shrank public’s expectation and confidence especially when BOJ postponed inflation target of 2% to the year of 2019, 2 years later than planned, and simultaneously Japanese Government decided to delay the consumption tax hike to October 2019 instead of April 2017 to boost the entire economy. If BOJ employs Helicopter money, this movement will simply present for BOJ’s policy exhaustion, which hurts public’s trust more and erode BOJ’s credibility further. This consequence will extremely jeopardize later monetary policy’s transmission mechanism.

Recently, according to BOJ's October Outlook for Economic Activity and Prices, apart from continuing existing monetary policy toolkit of negative interest rate policy, quantitative and qualitative monetary easing (purchase 80 trillion yen of Japanese Government Bonds, 6 trillion yen of Exchange-traded Fund certificates, and 90 billion yen of J-REITs) with yield curve control and inflation target remains at 2%, BOJ's Board Member had executed big changes in their inflation expectations for 2017, from forecasted +1.1% in July 2017 downed to a (+0.8%) expected level made in October 2017 (Figure 9). These big changes could be good signs of BOJ's cooled-down easing monetary policy since they started re-evaluating viable and attainable inflation target, but spontaneously these changes could also prove to the public BOJ's less-effective monetary policy for years since aggressive QQEs. Therefore, adopting new unconventional monetary policy tool – helicopter money – could dampen public's falling trust towards BOJ's policies more.

The political risk is another disastrous threat of Helicopter money. As mentioned earlier, Helicopter money policy implementation requires the strong collaboration between BOJ and the government, which is practically hard to manage. Under that circumstance, government will utilize Helicopter money policy even when the economy reaches its targets, which simultaneously requires Central Bank's substantial money creation, and finally induce another extremely severe problem – uncontrollable hyperinflation that helicopter money practices in Germany (1920s), Zimbabwe (1990s), the United States (1980s), and Japan (1930s) are stark examples (Alexis Gray, 2016).

In conclusion, despite BOJ's depressed monetary policy, helicopter money should not be the next step in BOJ's policy schedule since HM could pose other issues for Japan's economy rather than boosting economy recovery and pick inflation up. Currently, the crucial concern for Japanese economy is restoring and then sustaining public's confidence, which can be obtained through a comprehensively and strongly pension scheme reform, well-designed consumption tax rate for the 2019 plan. In return, these reforms could help strengthen the effectiveness of Bank of Japan's existing monetary policies, and most strongly help Japan achieve sustainable economic growth stage as well as 2-percent inflation target, once citizens' confidence towards BOJ's policies and future well-performing economy rise up.

References

- [1] Adair Turner (2016). *Demystifying Monetary Finance*.
- [2] Alexis Gray (2016). "Helicopter Money" to the rescue?
- [3] OECD (2016). *Economic Outlook November 2016: Economic Forecast Summary for Japan*.
- [4] Milton Friedman (1969). *The Optimum Quantity of Money*.
- [5] Bank of Japan (2013). *Introduction of the "Quantitative and Qualitative Monetary Easing"*.
- [6] Bank of Japan (2014). *Expansion of the Quantitative and Qualitative Monetary Easing*.
- [7] Bank of Japan (January 2016). *Introduction of "Quantitative and Qualitative Monetary Easing with a Negative Interest Rate"*.
- [8] Bank of Japan (July 2016). *Enhancement of Monetary Easing*.
- [9] Bank of Japan (September 2016). *New Framework for Strengthening Monetary Easing: "Quantitative and Qualitative Monetary Easing with Yield Curve Control"*
- [10] Bank of Japan (October 2017). *Outlook for Economic Activity and Prices*
- [11] Ben Bernanke (2002). *Deflation: Making Sure "It" Doesn't Happen Here*. The Federal Reserve Board, Remarks by Governor Ben S. Bernanke Before the National Economists Club, Washington, D.C., November 21, 2002.
- [12] Ben Bernanke (2016). *What Tools Does the Fed Have Left? Part 3: Helicopter Money*.
- [13] Biagio Bossome, Thomas Fazi, Richard Wood (2016). *Helicopter Money: The Best Policy to Address High Public Debt and Deflation*.
- [14] Ellen Brown (2016). *Japan's "Helicopter Money" Play: Road to Hyperinflation or Cure for Debt Deflation*.
- [15] James McCormack (2016). *The False Promise of Helicopter Money*.
- [16] John Cassidy (2016). *Raghuram Rajan and The Danger of Helicopter Money*.
- [17] John Muellbauer (2014). *Quantitative Easing for the People*.
- [18] Koichi Hamada (2016). *Money from Heaven?*
- [19] Masahiro Hidaka, Yoshiaki Nohara (2016). *Bank of Japan Will Need to Slow Bond Purchases, Ex Director Says*. Bloomberg.com
- [20] Michael Collins (2016). *Policy makers Ponder "Helicopter Money"*.
- [21] Michael Heise (2016). *The Unavoidable Costs of Helicopter Money*.
- [22] Ministry of Finance, Japan. *Understanding The Japanese Budget (2002), Appendix K: Public Finance Law (No. 34, Apr. 31, 1947)*
- [23] Neil Irvin (2016). *Helicopter Money: Why Some Economists Are Talking About Dropping Money from the Sky*.
- [24] Nouriel Roubini (2016). *The Return of Fiscal Policy*.
- [25] Robert Barone (2016). *Why Helicopter Money and Unconventional Monetary Policies Won't Help the Economy*.
- [26] Robert Skidelsky (2016). *Helicopter Money is in the Air*.
- [27] Setsuo Otsuka (2016). *The Bank of Japan and Abenomics: The Struggle Has Just Begun*.
- [28] Toby Nangle (2016). *How Helicopter Money Works*. Columbia Threadneedle Investment, Issued code J25287
- [29] Toru Fujioka, Keiko Ujikane (2016). *Bernanke Floated Japan Perpetual Debt Idea to Abe Aide Honda*. Bloomberg.com.

- [30] Stephen Cecchetti, Kim Schoenholtz (2016). *A Primer on Helicopter Money*.
- [31] Spriha Srivastava (2016). *No “Helicopter Money”? Japan Disappoints Markets with New Fiscal Plan*.
- [32] Tomo Kinoshita (2016). *Japan’s Economy: Fiscal Stimulus, Rising Overseas Demand, Labor Shortage, and Yield Curve Control Policy Should Lead to Stable Growth*. Lectures for the course Workshop on Current Topics, Asian Public Policy Program, Hitotsubashi University.
- [33] Willem H. Buiter (2016). *The Simple Analytics of Helicopter Money: Why It Works – Always*. Economics, the Open-Access, Open-Assessment E-Journal.
- [34] Websites:
<https://www.oecd.org/>; <http://data.worldbank.org/>
<https://www.boj.or.jp/>; <http://www.mof.go.jp/>; <https://www.japanmacroadvisors.com>
<http://finance.yahoo.com/>; <http://www.cnbc.com/>; <https://www.bloomberg.com/>
<https://ellenbrown.com/>; <http://www.newyorker.com/>; <https://www.brookings.edu/>
<http://www.nasdaq.com/>; <http://www.forbes.com/>; <https://www.webforum.org/>
<http://www.project-syndicate.org/>
<http://seekingalpha.com/>
<http://www.straitstimes.com/>;

UNCONVENTIONAL MONETARY POLICIES TOOLS: A COMPREHENSIVE REVIEW AND POSSIBLE APPLICATION IN VIETNAM

Hoang Thi Hong Hanh MSc - Assoc. Prof., Dr. Dao Thi Minh Thanh

Academy of Finance

Abstract

The paper aims to provide a comprehensive understanding of unconventional monetary policies tools by exploring the literature and reviewing international experience of these instruments. It is found that the unconventional monetary policies tools have successfully improve the financial and economic conditions of deploying nations, and some of them can be a part of the toolkit that central banks can use to fight recessions. However, as their ultimate effects and results are yet to see, the central bank should implement them with due caution and closely monitor market's indicators to minimize their negative externalities. This paper also assess the possibility of applying the unconventional monetary policies tools in Vietnam. It is argued that credit easing and forward guidance could be favourable while quantitative easing is of little use by the State Bank of Vietnam.

Keywords: *unconventional monetary policy, forward guidance, balance sheet policies, negative interest rate, State Bank of Vietnam.*

1. Introduction

After the financial crisis, the emergence of unconventional monetary policies (UMPs) tools has widespread in the global context. To be accurate, some of these measure had been pioneered by the Bank of Japan roughly a decade earlier to fight against the nation's banking crisis and persistently low inflation. When these interventions were first introduced, it is initially thought to be temporary. However, since central banks would reach the limits of conventional monetary policy easing more often, the use of UMPs could become more likely than in the past. In other words, the unconventional is seemed to increasingly become conventional, and UMPs have established themselves as part of any modern central bank's toolkit for fighting recessions.

This paper reviews the international experience in implementing these instruments with main discussion focusing on common measures, namely: balance sheets policies (largely quantitative easing and credit easing), negative interest rate and forward guidance. Each measure will be analysed and evaluated based on its transmission channels, evidence of effectiveness and its drawbacks. A brief assessment of current strategies and exit considerations is followed. Lastly, a short discussion of UMPs' application in Vietnam will be presented to see whether the State Bank of Vietnam should deploy these measurements in the current situations.

The discussion focuses on mainly five central banks- The Federal Reserve (The USA), the European Central Bank (ECB), the Bank of Japan, the Bank of England and the Bank of Canada. The experience of some central banks in euro area will be examined when addressing the negative interest rate policy.

2. Unconventional monetary policies (UMPs) tools

2.1. Forward guidance

This is the instrument where information is revealed about the future path of nominal interest rate. In practice, interest rate forward guidance is not a post-crisis development. To varying degrees, central banks have traditionally communicated the path of future policy rates indirectly by either explaining the central bank's strategy, ie how it would respond if inflation rose or a recession occurred, or announcing the policy rate's expected path, especially overstated with estimates of the surrounding uncertainty (eg the Reserve Bank of New Zealand or the Swedish Riksbank). In these cases, the central bank indicated that these forecasts depended on the information available at the time, and new information could lead to revisions. With rare exceptions, there was no sense in which the paths could be regarded as unconditional commitments or promises. (Borio & Zabai 2016)

Things changed when policy rates hit the perceived lower bound. At that point, if central banks wished to ease financial conditions further they either had to engage in balance sheet policies or they had to steer expectations more actively. Thus, forward guidance became more common. In this case, the central bank would announce conditional statements about the path of policy that were tied to the inflation outlook or other economic variables. The Bank of Japan is an excellent example practicing this instrument. It had already experimented with various forms of forward guidance around the time it had pushed its nominal interest rate to zero in 1999, well before the Great Financial Crisis. Until now, it has still used this measure very well to communicate to the public and influence the private section's expectation about the future's policy rate.

This measure would probably be greatly beneficial in a very low rate environment. Particularly, statements that provide extraordinary forward guidance allow a central bank to provide additional monetary stimulus by influencing the expected duration of low interest rates and/or providing greater certainty regarding the interest rate outlook. The Bank could also back up these statements with offers of longer-term purchase and resale agreements (PRAs) at rates consistent with its guidance regarding the operating band.

Forward guidance can be distinguished along two dimensions. The guidance may relate to a certain period of time (*calendar-based*) or be conditional on economic conditions (*state-contingent*); and it may contain specific numerical values (*quantitative*) or be expressed in vaguer terms (*qualitative*). For instance, the central bank may state that it will keep the policy rate unchanged for the foreseeable future (calendar-based and qualitative), or until a 2% inflation target is reached (state-contingent and quantitative) or for one year (calendar based and quantitative), or until labour market conditions improve sufficiently (state

contingent and qualitative). In practice, depending on the complexity of the statement, combinations are also possible.

Table 1: Examples of forward guidance by Bank of Japan¹

Bank of Japan		
05.10.2010	CME	APP established: the BOJ will purchase ¥5 trillion in assets (¥3.5 trillion in JGBs and Treasury discount bills, ¥1 trillion in commercial paper and corporate bonds, and ¥0.5 trillion in ETFs and J-REITs).
	State-contingent guidance	The BOJ declares that it will "maintain the virtually zero interest rate policy until it judges [...] that price stability is in sight".
14.02.2012	State-contingent guidance	The BOJ declares that it will conduct "its virtually zero interest rate policy" and asset purchases "until it judges that the 1% goal [y-o-y CPI inflation] is in sight on the condition that the Bank does not identify any significant risk".
22.01.2013	State-contingent guidance	The BOJ declares that it will follow "a virtually zero interest rate policy" aimed at achieving a 2% target for "as long as [it] judges it appropriate to continue".

Source: BIS working papers, No.570 by Claudio Borio and Ana Zabai

The transmission channel of forward guidance is normally through signalling when the central bank seeks to influence the market expectations about the future policy rate path. Credible forward guidance by a central bank to keep short-term rates low for a longer period than expected by the market would lower bond yields throughout the term structure and, in turn, support the prices of other financial assets and the depreciation of the currency—all of which serve to boost aggregate demand, leading to an increase in output and inflation (Bank of Canada 2015).

However, some economists advocated that in order to be effective, it must involve a form of pre-commitment (eg Eggertsson and Woodford (2003), Woodford (2012)). In this case, the central bank promises to implement a policy that, once the times comes, it would not have an incentive to carry through – technically, a “time inconsistent” strategy. For instance, it might promise to keep interest low to raise inflation even beyond the point when, from an ex post perspective, it would be optimal to do so. The idea is that, provided this commitment is credible, it could be optimal ex ante. For example, by lowering expected inflation sufficiently, it could reduce ex ante real interest rates and boost output further. (Borio & Zabai 2016).

The empirical evidence suggests that forward guidance can generally succeed in influencing bond yields in the right direction. The evidence has typically been positive for the United States, a bit more mixed for Japan and, given the very limited studies available, less clear for the euro area and, even more so, for the United Kingdom. In addition, it does appear that guidance can help make markets less responsive to economic news, keeping their focus on the authorities’ charted course.

At least two factors may explain why forward guidance need not be as effective as originally hoped. Firstly, the guidance may not be fully understood. This may be the case, in particular, if it is too complex or state-contingent, as the conditions envisaged may not be expressed very clearly. For instance, such statements using qualifiers like “substantial” or

¹ CME: Comprehensive monetary easing, APP: Asset Purchase Program

“sufficient” are intentionally fuzzy, leading to weakening the force of announcements. Secondly, even if understood, the guidance may not be fully believed. The reason is that the central bank may not be able to guarantee the consistency of future decisions beyond short horizons (eg up to one or two years), especially in committee structures with high turnover. In addition, the market may not share the central bank’s view about the outlook or the mechanism of the economy. For instance, in both the case of the Bank of England and the Federal Reserve, employment objectives were reached considerably faster than policymakers had expected despite subdued inflation. This may undermine the central bank’s credibility and result in unwanted changes in market conditions. The issue is compounded by markets’ natural preference for calendar-based guidance and hence their tendency to translate state-contingent statements into specific time frames (Tucker 2013).

Because of these complications, central banks appear to have less addressed the importance of forward guidance over time. And, there has been a certain shift from the quantitative and state-contingent type to the qualitative variety. If the quantitative elements was retained, the statements would refer directly to the ultimate goals, such as inflation, rather than to intermediate variables with flexibility in light of new information.

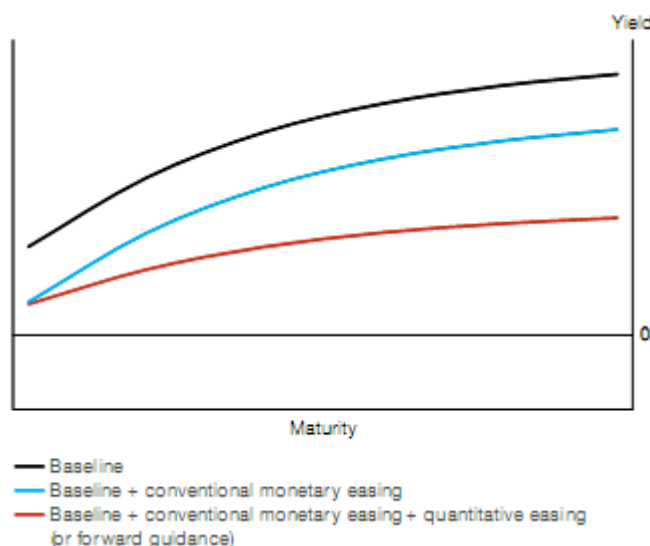
2.2. Balance sheet policies

The balance sheet policies comprises various types of quatitative easing and credit easing policies. The quantitative easing involves the creation of central bank reserves to purchase financial assets (mostly governement securities) while credit easing includes outright purchases of private sector assets (corporate debts, corporate mortgage, etc).

Quantitative easing (QE) increases the money supply by flooding financial institutions with capital in an effort to promote increased lending and liquidity. This unconventional tool is considered when short-term interest rates are at or approaching zero without printing of new banknotes. Its transmission channels are through mainly two mechanisims . First of all, QE pushes up the price of, and reduces the yield on, the purchased assets, thereby lattening the yield curve of the purchased asset class (Figure 1) The resulted lower market interest rates are expected to improve domestic financial and economic conditions through multiple channels. Firstly, financing costs of firms and households are decreased, with lower interest rates providing incentives to increase borrowing. At the same time, lower interest rates are lifting asset prices as investors are encouraged to shift out of government bonds into riskier assets. Higher asset prices can in turn create a wealth effect that boosts spending and condidence. And finally, the exchange rate would typically depreciate in response to lower interest rates, providing momentum to aggregate demand through improved price competitiveness of domestic production (Santor & Suchanek 2016). The second mechanism works by influencing market participants’ views about future monetary policy decisions and/or the state of the economy (*signalling*). For instance, investors may consider a large-scale government bond purchase as a signal that the central bank will keep the policy rate low

for longer, which would naturally lower the yield on the bond. In turn, regardless of the mechanism at work, changes in the yield of the asset in question will ripple through the system as they encourage further portfolio adjustments. For instance, if the yield on government bonds falls, yield-hungry investors may be induced to shift into riskier assets as discussed above.

Figure 1: Quantitative easing flattens the yield curve



Source: Bank of Canada Review by Santor & Suchanek 2016

The second common type of balance sheet policies is credit easing. Credit easing is a strategy that central banks use to ease credit conditions in the economy by buying private sector assets. The aim is to boost liquidity in a troubled market so that the flow of credit and lending increases. Credit easing (CE) does not target the level of reserves as QE. It focuses on expanding the asset side of the balance sheet by extending different kinds of credit. In fact, credit easing has just one aim – to kick-start the credit markets.

The literature on the impact of credit policies implemented through lending facilities is smaller. The measures appear to have helped alleviate liquidity shortages in financial markets. Summarising the Federal Reserve experience, for example, Fleming (2012) argues that these measures improved market functioning while adhering to the general principle of lending against collateral at a penalty rate. The evidence about unconventional policy actions implemented by the ECB also suggests that they helped relieve stress in money markets and ease credit conditions more generally.

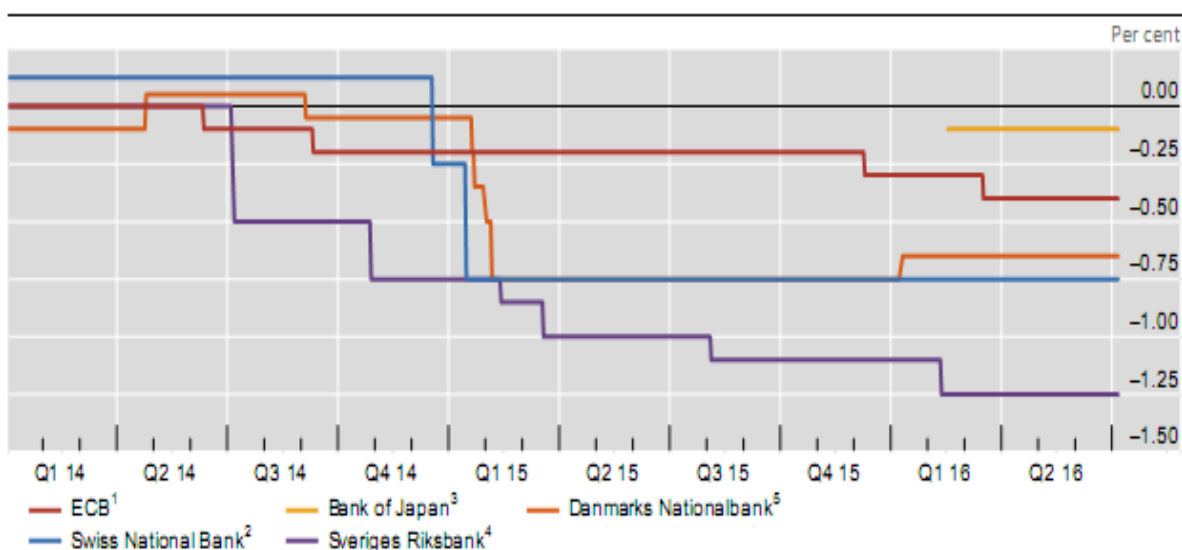
2.3. Negative interest rate

In principle, nominal interest rates cannot fall below zero because investors can always earn a zero nominal return by holding currency. In practice, however, the nominal return for holding currency is negative due to storage, transportation, insurance and other costs associated with securing and storing bank notes, particularly in large quantities. These costs make it possible for nominal interest rates to fall below zero. At the beginning, there was substantial uncertainty about the impact of very low interest rates on market functioning.

Hence, most central banks exercised due caution by setting a slightly positive effective lower bound (ELB). It was believed that a slightly positive ELB would provide lenders and borrowers with the incentive to transact in markets.

Recent international experience has led to a reduction in this uncertainty. Several countries have adopted negative policy rates (Graph 1), and, in these jurisdictions, markets have continued to function effectively. Specifically, the ECB first introduced a negative interest rate on its deposit facility in June 2014, setting it initially to -0.10%. Later, the ECB lowered the deposit facility rate further in three steps to -0.40% by March 2016 and has kept it at that level ever since. Other central banks, including those of Denmark, Switzerland, Sweden and Japan, have also experimented with negative policy rates in recent years.

Figure 2: Central bank deposit rates sink into negative territory

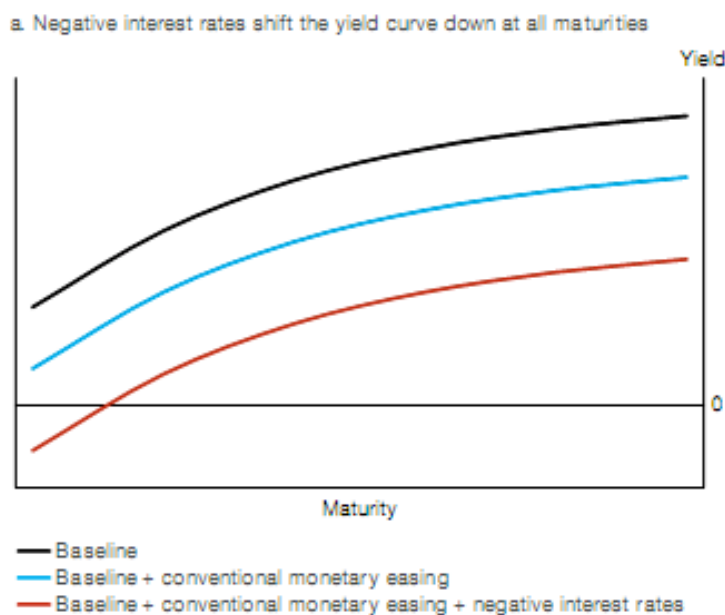


¹ Rate on the ECB deposit facility. ² Interest rate charged by the Swiss National Bank on sight deposits. ³ Interest rate on the third tier of excess reserves held at the Bank of Japan. ⁴ Rate of interest banks receive when they deposit funds at the Riksbank. ⁵ Rate on one-week certificates of deposit.

Sources: Bloomberg; Datastream.

A negative nominal interest rate on the deposit facility means that commercial banks must pay for parking their deposits with the central bank. It is believed to shift the yield curve down at all maturities (Figure 3), rather than primarily at longer maturities as is the case with QE. As a result, incentives credit creation and a greater velocity of circulation of excess reserves held at the central bank. Theoretically, negative rate stimulates the economy via the usual channels: lowering real yields and bank lending rate at various maturities, encouraging borrowing and real activity.

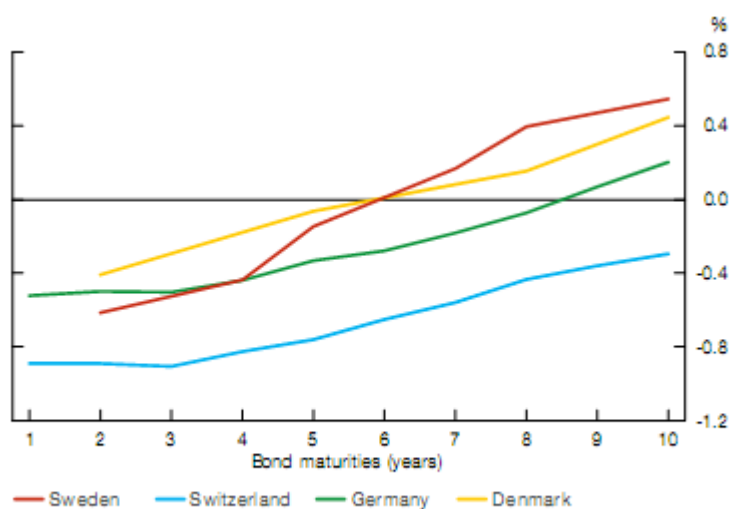
Figure 3: Effect of negative interest rate on yield curve



Source: Bank of Canada Review by Santor & Suchanek 2016

While the experience is much more limited than with QE, the evidence is encouraging: short-term money market rates have declined and easing has been transmitted to assets of longer maturity (Figure 4). In jurisdictions that went negative, for example: the euro area, a significant proportion of the outstanding marketable government debt is now trading at negative interest rates. Yet, the pass-through of negative rates to market rates has been incomplete, suggesting that the monetary policy transmission mechanism may have become weaker (Witmer and Yang 2016). Moreover, the degree to which negative rates will be able to boost economic growth and support inflation has yet to be seen.

Figure 4: Government bond yield curve (as at May 2016)



Source: Bloomberg

The successful use of negative policy rates in the euro area and in other countries suggests that this instrument may become part of the conventional toolkit of central banks for fighting recessions. However, when considering this strategy, the central banks should take

into account the non-trivial costs of storing and handling currency. The presence of these costs means the effective lower bound is already somewhere below zero. Another question should be addressed is that how far below zero the policy rate could go before the market is materially impaired. To mitigate unintended consequences, the central banks should continuously monitor market's indicators and the demand for bank notes as well as clearly communicate their intentions to the public.

2.4. Current practices

There is a doubt that the unconventional monetary policy tools has gradually become “permanent” given the fact that central banks more indulge in using these instruments. In practice, the measures were tailored in their nature, size and vigour to country-specific-conditions in which they are being implemented. Table 2 summarizes the UMPs used by central banks worldwide.

Table 2: Summary of the UMPs used by central banks

Policy	Central banks			
	Fed	BOE	ECB	BOJ
Balance sheet policies				
Credit policy	√	√	√	√
Quasi-debt management policy	√	√	√	√
Bank reserves policy				√
Forward guidance on interest rates				
Calendar-based, qualitative	√ ¹			
Calendar-based, quantitative	√ ²		√ ³	
State-contingent, qualitative	√ ⁴	√ ⁵		√ ⁶
State-contingent, quantitative		√ ⁷		√ ⁸
Negative interest rates				
			√	√

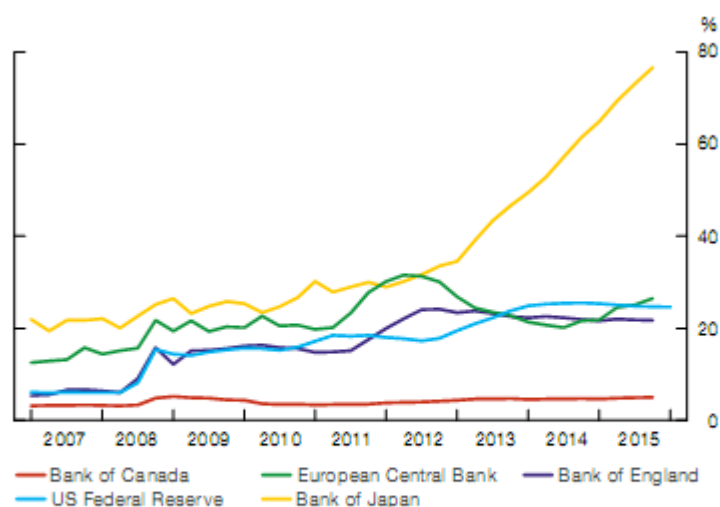
¹ For example, in March 2009 the Fed expected low rates for “an extended period”. ² For example, in August 2011 the Fed expected low rates “at least through mid-2013”. ³ For example, in July 2013 the ECB expected policy rates “to remain at present or lower levels for an extended period of time”. ⁴ For example, in December 2012 the Fed expected low rates to be appropriate while unemployment was above 6.5% and inflation was forecasted below 2.5%. ⁵ For example, in August 2013 the BOE expected not to raise the policy rate at least until unemployment fell below 7%. ⁶ For example, in February 2012 the BOJ expected to maintain its virtually zero interest rate policy until a yearly 2% CPI inflation goal was “in sight”. ⁷ For example, in February 2014 the BOE stated that unemployment needed to fall further before the policy rate would be increased. ⁸ For example, in January 2013 the BOJ expected to keep rates at zero “for as long as it judge[d] appropriate given its inflation objective”.

Source: BIS working papers, No.570 by Claudio Borio and Ana Zabai

Recently, monetary policy stances have begun to diverge: policy normalization has started in the United States with the Federal Reserve raising the policy rate since late 2015, and the Bank of England continues to prepare market participants for an eventual increase as well. They have nevertheless maintained the level of asset holdings and thus the size of their balance sheets in both cases. In contrast, the Bank of Japan, the European Central Bank (ECB) and some other European central banks (such as the Swedish Riksbank) have continued to expand their respective asset purchase programs to provide further monetary accommodation (Figure 5).

Figure 5: Total assets on central bank balance sheets

(as a percentage of GDP, quarterly date)



Sources: Statistics Canada; US Federal Reserve, US Bureau of Economic Analysis; European Central Bank; Bank of Japan, Cabinet Office of Japan; Bank of England, Office for National Statistics; and Bank of Canada calculations

Last observations: United States, 2016Q1; all others, 2015Q4

View regarding unconventional monetary policy tools remains controversial. Some economists and policy makers believe that on balance, unconventional monetary policies have succeeded in influencing financial conditions, probably beyond original expectations. However, by running an economic model, Sheedy suggests that unconventional monetary policy instruments are a poor substitute for the conventional nominal interest rate (Sheedy 2016). While both types of policy instrument have nominal and real effects on the economy, these effects are not equivalent. In particular, the use of unconventional policy to stabilize the economy today has a negative effect on the stability of the economy in the future. Consequently, it is not possible to use unconventional monetary policy to achieve an efficient allocation of resources, unlike conventional policy if it were unconstrained by the lower bound on interest rates. The optimal rule for conventional monetary policy can be expressed as a simple inflation target, but optimal unconventional policy is different and more complicated because of inter-temporal trade-offs.

As the world economy has shown some positive signs of improvement, the question is whether it is the time to exit from these unconventional measurements. The answers are on the hand of central banks' authorities when they assess the effectiveness of its policy measures in terms of the outlook for aggregate demand and inflation as well as achieving their mandated objectives. And if the central bank intends to do so, sound communication to the public is necessary to keep market's expectation well anchored.

3. The possibility of applying UMPs in Vietnam

As can be seen, the UMPs tools could bring about many benefits for the deploying nations' economies in short-term such as depreciation of local currency to boost exports, reduction of interest rates to provide capital and increase asset values, especially in the stock and real estate markets. Considering these benefits, some people have raised the idea of

applying similar policy to stimulate the economy and support the real estate and stock market in Vietnam.

So far, only the credit easing as unconventional monetary policy tool has been used in Vietnam by the State Bank of Vietnam (SBV) (Hằng & Minh 2015). To be more specific, the SOV directly enhances the liquidity of the commercial banks through refinancing, discount rate and re-discount rate policies. In addition, the central bank provides credit accommodations for the market or targeted industries via the commercial banks. These policies target the reduction of specific interest rates for specified borrowers in order to connect bank credit products with industry policies and adjust the credit structure to focus on making loans for those economic sectors a priority. Examples of such expansionary monetary policies include: the home loans support programme under Resolution 02/NQ-CP (07/01/2013), lending programme for fishers in accordance with Decision 67/2014/NĐ-CP or pilot loans for agricultural development. To date, such programmes have brought some positive results, boosting performance of the respective industries. According to The International Monetary Fund, Vietnam is among the fastest expanding economies in the world with GDP growth of 6,4 percent in the third quarter of 2017. The Table 3 summarizes the results of some credit easing programmes in Vietnam till 31/05/2016.

Table 3: Results of some credit support programmes in Vietnam (until 31/05/2016)

Unit: Billion VND

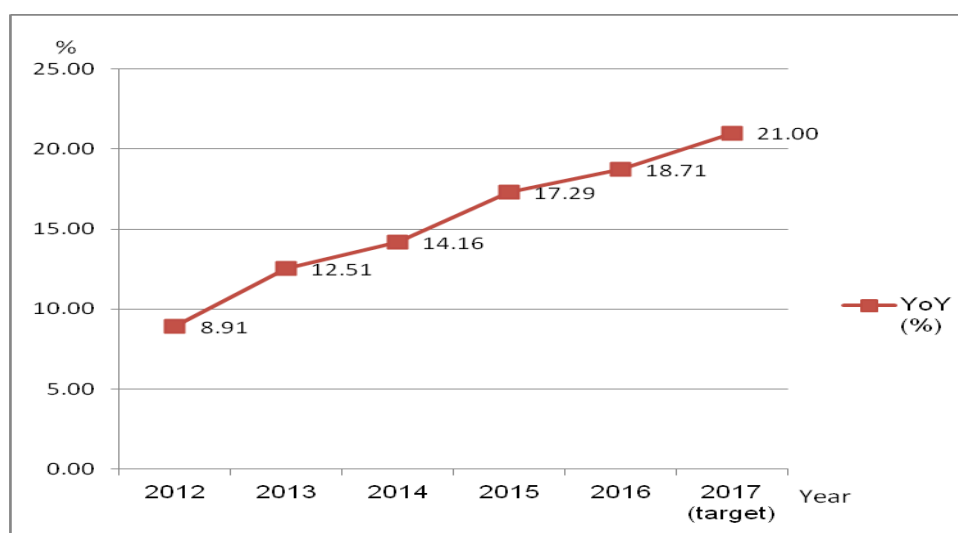
Programme	Commitment amount by banks	Cumulative disbursement amount
Pilot loans for agricultural development	5.627,62	7.333,73
Home loans	35.036,0	28.346,8

Source: The State Bank of Vietnam

The central bank of Vietnam has remained on hold its easing monetary policies for growth. As a result, credit growth has been increasing continuously at a stable pace. At the beginning of 2017, the SBV announced its target for credit growth of 18 percent. Until 11/09/2017, the credit growth of the whole economy reached 11,9 percent, higher than that of same periods in the previous years. Given the fact that the current inflation rate is well under the control², the central bank adjusted its target of credit growth to 21 percent to achieve the government's ambitious economic growth of 6,7 percent in 2017 (Figure 6).

² According to Department of Statistics, annual inflation eased to 2.54 percent in June 2017, the slowest pace in almost a year.

Figure 6: Credit growth in Vietnam



Source: Department of Statistics of Vietnam, SBV

With regards to quantitative easing, the possibility is not high because of the immature bond market and inflation-sensitive economy in Vietnam. Given the fact that the quantitative easing involves the central bank to buy government bonds to increase the money supply, it would lead to a hike in inflation. Consequently, investors would lose confidence in money control of the central bank and the withdrawal of foreign investors would adversely affect the economy. In addition, the central bank's fixed exchange rate management policy with narrow margins also limits the flexibility of the monetary policies. If the floating exchange rate was allowed, it would result in a steep increase in government debts. According to the government's statistics, in case the VND depreciated by one percent against the US dollar, the budget deficit would increase by more than VND10,000 billion (approximately \$465 billion at current rates). Therefore, a fixed exchange rate is still a central goal of government policies, which makes it hard for the SBV to exercise the QE programmes. Another notable reason is that QE was only implemented in the previously mentioned countries when their interest base rates were nearly zero and could not be reduced further. Meanwhile, Vietnam's central bank's short-term rates are currently in the range from 3.49 to 5.25 percent per annum³, significantly higher than these effective low bounces. Taking into account these factors, it could be seen that Vietnamese market would be not ready to implement the quantitative easing.

Nevertheless, forward guidance could be applied in the market. The clear and credible guideline about the future policies would ease the market's tension, boosting the transmission effects of the policies to the market. While the investors well understand the objectives of the central bank, the market expectation and confidence would increase. It would then create stimulus for the economic growth. Yet, the SBV should not pledge itself into any unconditional statements since the economic uncertainty remains. In contrast, conditional statements about future direction of policy rate should be given based on the bank's assessments of economic and financial conditions and the outlook for inflation.

³ Data update till 29/09/2017 from the State Bank of Vietnam

4. Conclusion

The international experience of UMPs has shown that central banks have endured a wide range of “innovative” solutions to cope with the market adversity. Given the limits and potential costs of such measures, it is suggested that making these instrument permanent or using them on a large scale will likely amplify the potential for negative externalities. Therefore, central banks should exercise these measures with due caution. Also, sound communication in implementing these extraordinary tools is primordial to ensure that market participants and the public understand the purpose as well as important aspects of their intended transmission.

Regarding the application of UMPs in Vietnam market, our analysis shows that there is a little room to deploy the quantitative easing whereas forward guidance and credit easing could offer a number of opportunities to ease the market tension and adversity.

References

- [1] BoC, 2015, '*Framework for conducting monetary policy at low interest rates*'.
- [2] Borio, C & Zabai, A 2016, '*Unconventional monetary policies: a re-appraisal*', Working Papers, Monetary and Economic Department, Bank for International Settlement, No. 570.
- [3] Constancio, V 25 May 2017, '*The future of monetary policy frameworks*', Lecture, Vice President of the European Central Bank, Instituto Superior de Economia e Gestao, Lisbon.
- [4] Eggertsson, G & Woodford, M 2003, '*The zero bound on interest rates and optimal monetary policy*', Brookings Papers on Economic Activity, vol 34 (1), pp. 139-233
- [5] Hằng, VT & Minh, HĐ 2015, '*Ứng dụng công cụ phi truyền thống trong điều hành chính sách tiền tệ tại Việt Nam*', Tạp chí Ngân hàng, no. 20, pp. 7-16.
- [6] Santor, E & Suchanek, L 2016, '*A New Area of Central Banking: Unconventional monetary policies*', Bank of Canada Review (Spring), pp. 29-42.
- [7] Sheedy, KD 2016, '*Conventional and Unconventional Monetary Policy Rules*', Paper prepared for the Mercatus Center-Cato Institute Conference on 'Monetary rules for post-crisis world', September 2016.
- [8] Tucker, P 2013, '*Monetary strategy and prospects*', speech by at the Association for Financial Markets in Europe flagship conference on "Financing growth", London, 24 Sep 2013
- [9] Witmer, J & Yang, J 2016, '*Estimating Canada's effective lower bound*', Bank of Canda Review (Spring), pp. 3-14
- [10] Woodford, M 2003, '*Interest and prices: Foundations of a theory of monetary policy*', Princeton University Press: Princeton.

THE CHANGE OF TRANSPARENCY OF CENTRAL BANK FROM FEDERAL RESERVE SYSTEM PERSPECTIVE

Than Thi Vi Linh MA - Nguyen Thi Quynh Huong MA
Banking Academy of Vietnam

Abstract

Before the global crisis happened, the world's economic was very boom with the wide financial market, diversify in new products and services which provided for customer. After the sharply development of global financial market was contained many potential risks and caused serious consequences to the global economic as the crisis in 2008. At that time, many researchers and experts went to find the reasons of crisis and gave the question related to monetary policy of central bank (CB), the quality of the information provided as the role of management agencies and authorities. Especially, the market was care for the transparency and credibility of central bank. After 2008, the policy of central bank was changed following the new trend of global and the view of transparency was also changed, too. In this paper mentions the important role of transparency of the central bank in the first part. The second part, the study will introduce the change in the transparency's view of the largest central bank on the world – Federal Reserve System (Fed).

Key words: central bank, transparency, Fed, FOMC, monetary policy transparency.

1. The importance role of transparency

Transparency means that the monetary authority gives necessary information to the public timely included the monetary policy objectives, knowledge of data, expectation about the inflation future, strategies of policy making.

Central bank transparency has become an important part in the monetary policy institution design processing by two reasons.

The first reason is, the trend central bank independence (CBI) is becoming more popular and become the global trend in some recently decades. The central bank has more independent compared to other parts of the government. “In democratic countries, it means that central banks have a potentially serious legitimacy problem” (B.Hayo, U. Mazhar, 2013). After crisis, the influential commentators as Stiglitz (2010), Alesina and Stella (2011), Benati and Goodhart (2011) begun critic the effectiveness and the relevance of CBI. So, CB has to responsible for their actions by CB accountability. In the fact, many central banks provide information in a cost effective and timely to release amounts of information about their operations.

The second reason is the change in the framework of monetary policy analysis. Between the CB and the private economic agents happen the information asymmetric about monetary policy, therefore, it leads to the expectation inflation of the CB different to the private agents. As the result, real inflation index is not the same estimate inflation index of

central bank. Hence, if the CB may reduce the information asymmetric, highly predictable, private agents' expectation more reasonable with actual monetary policy decisions, the inflation rates will kept in the stable level. To solve this problem, the CB should increase the amounts of information providing to the market, rise communication the financial market information to all sectors with the aims impact sectors' expectation (Blinder et al.2008). Hayo et al.2010 in study shows the impact of communication on the financial market in developed counties as well as in research of Egert 2010 at emerging market.

“In the academic researches analysis the determinants of CB transparency and influence on economic outcomes” (Dincer and Eichengreen 2007, 2010). Geraats (2002). van der Cruijssen and Eijffinger (2008), Dincer and Eichengreen (2007,2010), only focus on analysis institution features of central bank, ignore features related to individuals or committees who make decisions of monetary policy. Thus, other researchers continue study about this blank field. Studies illustrates that, features individual have significant impact to monetary policy. In other words, the transparency of monetary policy committee and their members might bring important information helpful for grow up accountability as well as estimate monetary policy decisions in the future. In general, if we know more about members who make decision, their information socialized, particularly in terms of their education, age, gentle and experiences, we will have consensus view with policy markers in their decisions. Thus, it makes the monetary policy become more effectiveness and better economic outcomes.

Geraats (2002). van der Cruijssen and Eijffinger (2008) observe the change of transparency by the time, focus on benefit economic. The transparency is not only help to solve the legitimacy problem of independent economic institutions in democratic societies, but also help hold expectation inflation. Geraats (2002). van der Cruijssen and Eijffinger (2008) use five aspects to analysis the transparency of an independence institution: political, economic, procedural, policy, and operational. However, the drawn back of the above researches only interested in features of central bank, does not consider the role of decision makers, lack of information processing and communication to the general public.

With the CBs transparency about the features institution, the information provided only useful for policy makers, politicians, highly educated people. The remaining part in society – lower class people may be not understand or not enough ability to fully understand about the policy giving. Thus, the effectiveness of monetary policy is not the same as expectation of central bank.

So, the CB should change the point of view in the way its transparency, should change from give information about institution to provide more information about individual of their members. From that, the CB might change perception of public about the monetary policy.

2. The change of Fed's transparency

The issue of central bank transparency is not separately issue of the United States. The CB in many countries also identified this field from the 20th century and changes the view about transparency follow the development of global economy. In Oceania continents, New Zealand and Australia have in recent years implemented extremely transparent disclosure

policies, and Japan has followed suit, to the point where weekly meetings are held between the head of the Japanese central bank and the press. In Europe, the United Kingdom switched to a more open framework in 1992, citing a need to enhance the credibility of monetary policy. However, both France and the United States refuse to divulge too much information, such as the minutes and transcripts of the most recent policy meetings, citing possible financial sector instability.

In 1976, when a student in Georgetown law university try to access documents of the Federal Reserve protected under the Freedom of Information Act (see Goodfriend 1986), the first time Federal Reserve have to explain security reasons by the court requirement in 1981. The Federal Reserve argued forcefully that making public discussions have effect on the policy making of central bank.

Up to 1979, through the legal case between Merrill and Federal Reserve's Federal Open Market Committee¹ (FOMC), Fed claimed that the keeping secrecy is essential by five reasons:

- First, FOMC secrecy prevents unfair speculation.
- Second, if policy prescriptions were made public, inappropriate market reaction or market overreaction might occur if the public incorrectly anticipated the Fed's reaction to newly released information.
- Third, disclosure of policy and goals might harm the government's commercial interests by raising the cost of borrowing.
- Fourth, the Fed would rather not take a stand, a priori, on policy prescriptions, but would rather have the flexibility to deal with events on a case-by-case basis.
- Fifth, disclosure would make it harder for the Fed to smooth interest rates, as the public would react immediately to key economic indicator announcements.

“Some theoretical papers of Cukierman and Metzler (1986) and also Balke and Haslag (1992) and Haslag (2001) suggest that central bank transparency might not lead to optimally economic outcomes. Cukierman and Metzler (1986) argue that when CB change objective between economic growth and prevent inflation can lead to situation where informational ambiguity is preferred” (Matthew Rafferty and Marc Tomljanovich. 2002). With the unclear information, the CB has greater control ability when happen the monetary shocks although these shocks can increase the credibility of CB by citizens but increase reputation by Government.

We can see that, in the first period Fed was not ready for the transparency information as we know in the present. The FOMC has been cautions about the time when it gives information, the quantity and quality of its information and specially, is what information it release. To explain for this view, FOMC thinks that the desire conduct monetary policy in a way that does not disturb to market and give the information is unnecessarily will have the undesirable consequences to the market as the profit of investors, traders,... Furthermore,

¹ The FOMC is the policymaking arm of the Federal Reserve System. It consists of the seven Governors of the Federal Reserve Board who are permanent members, four rotating Presidents of the twelve regional Federal Reserve Banks, and the President of the Federal Reserve Bank of New York, who is considered a permanent member.

when the information transmitted too fast, central bank do not have any preparation for react of economics as control these reactions, it is “making open market operations more costly and impairing the orderly execution of monetary policy (Goodfriend, 1986)”. From this perspective, FOMC was limit information to public and will reduce negative impacts to expectations and outcomes. Therefore, it is the best benefit for the society.

The interpretation above seems very reasonable, but there is more convincing explanation is in an analysis on the central bank’s objectives. Fed has a degree of budgeting independence different with others Government agencies. As a consequence, Fed cares to reputation and its reputation compared to its budget. “This is not to say that budgetary considerations are unimportant to the Fed, nor is it to say that budgetary considerations have no consequences for monetary policy. The Fed regularly turns over to the Treasury any excess of its revenues over its expenses. This practice, combined with the fact that an open market purchase involves the exchange of an asset that bears no interest (money) for an asset that does bear interest (government securities), gives the Fed an incentive to expand the monetary base and pursue its expense preferences (Toma 1982; Shughart and Tollison 1983)”.

Fed gave little information about the decisions and reason for these decisions, Fed suggested that the monetary policy decisions should be left to policy makers or experts of central bank who has many experiences to might solve complexity problems of current economic conditions. Thus, the important information should only internal circulation in central bank, should not give outside area.

Another reason can explain for Fed’s caution and secrecy is political regime, the harmony benefit between related groups (President, Congress, Government). The underground institution arrangements which bring benefit to the Fed, the executive and legislative branches of the government created. Hence, the Fed’s secrecy is necessary. Politicians can blame for the consequence of the fiscal policy toward an independent central bank, then can accept this pressure to avoid threats to its power.

From 1993, FOMC has become more open and adopting many of the steps toward greater transparency in the monetary policy. L. Randall Wray – a professor of economics at the University of Missouri – Kansas City gave a list including six tenets of policy making of Fed in 1994, the first tenet is transparency. The transparency plays an important role in the increase reputation and trust of all sectors, the economic with central bank. But the transparency of central bank is different in each country because it depends on the development of the economy, history of central bank, the society and the regime of the political state of its country. From the political economy point of view, the higher of transparency, the greater is the democracy regime. Moreover, United State (US) is a country, which is famous for the democracy regime and its freedom.

Over 100 years, US is still the number one of the world in economic which has strong affection to all other countries. Fed is a central bank of US, a independence central bank, it has the biggest financial system, so the transparency of Fed’s policy is always required at a high level and attracted from all central banks. Each movement of Fed doesn't matter small or

big certainly impact on the world economics, since Fed has to deliberate in policy – making and giving information to market.

FOMC's point of view as well as Fed has a plan of all meetings for each year. Of course, FOMC will announce this plan in advance to the public. With this action Fed defines its role in the economy, also Fed is responsible to publish to the market as soon as possible even at a small change in monetary policy. FOMC will announce its monetary policy immediately after each meeting, reports the specific federal fund rate target, the plan of changing its rate, clarify the long term inflation target, economic predicts, and policy scripts using to give policy decision of monetary policy as well as the disclosure of individual voting records. Thus, with above signals we may believe that FOMC or Fed will become more the transparent in the next time.

Blinder in a research 2007 shows that “efforts to teach markets to think like the central bank are now standard operating procedure for monetary policymakers”. The Fed's President – Ben Bernanke (2003) argued that a successful monetary policy has two parts: (i) a policy framework² and (ii) a communications strategy³. When CB can explain policy framework reasonably through communication strategy effectively, it will reduces the uncertainty, hold the expectation of private sector and support for policymaking approach.

For example, in the time as Fed's plan, Fed will to increase or decrease interest rate – federal fund rate (often 25 or 50 basis points), more detail that Fed announces that it will raise the interest rate target of 1% in the next year (precisely saying from 1% to 2%) to keep the price stability. The first action of Fed is creating the expectation in the public about the level of this rate. Fed will make all sectors believe that 2% is the real interest rate – equilibrium rate of the economy. But only the expectation element is not enough, because that the market does not know when the interest rate will increase and how it will increase? So Fed should have a detailed schedule to increase the interest rate (when and how many percentages increased monthly, quarterly?) and have to maintain the expectation. It is remarkable that the detailed schedule will be published to the market.

Fed will announces to the economic through the communication channel as breaking news on television, newspaper, even held a press conference, officially spokesman for Fed will explain for this action and give their expectations after change this rate. If the all sectors believe in the Fed's changing, behavior of sectors will the same with the Fed's script predicted. As the result, the monetary policy objectives achieved and Fed's reputation increased.

The most surprise thing of Fed is “Fed has begun to release edited transcripts of the meeting of the FOMC” (Greta R. Krippner, 2007). The change make the market understand that the market can receive more useful many information, it will change public's behavior following the positive. As the consequence, the low inflation target and price stability are maintained.

² The policy framework is the set of principles by which the monetary policy committee decides how to set its policy instrument.

³ The communications strategy is the set of procedures used by the central bank for communicating regularly with politicians, the financial markets, and the general public.

Conclusion

Many central banks become more open to the demand for transparency over the last decades. Central bank “pays attention to what the public thinks and that it acts on it, even when central bank thinks that action is not needed”(Sylvester C. W. Eijffinger, Edin Mujagic, 2004, p. 203).

The level of transparency of Fed was not high before year 1994, Fed was not publishing many things, but only transferring information which Fed thinks they are important decisions to the market. It seems that it is not right with the definition of “transparency” word. In the past, the relationship between the market and central bank is completely passive. It means that the market will wait and receive Fed’s activities, after that the market will be change to follow. Because of that if Fed’s point of view is wrong in the policy making, the market will operate in wrong direction and cause negative effects on the economy. In terms of investors or sectors’ point of view, the essential information will effect on their decision at current time and plan in the future. From 1994, the Fed’s view about transparency was more open and flexible, toward to the market and the long run objectives. The change is necessary because the world is change, the point of view economy, the structure of the market, knowledge of sectors are too changes.

On the table below, we can brief summary the change of Fed’s transparency on before and after 1994, might see the change significant of Fed in more open the transparency follow the market requirement.

Indicator	Before 1994	1994 to present
Public Institution	Yes	Yes
Public individual information of members	No	Yes
Public action plan (Fed fund rate, plan meeting, notice results of meeting...)	No	Yes
Public edited transcripts of the meeting	No	Yes
Have communication strategy	No	Yes

References

- [1] Andrew, E.L. (July 21, 2004). *Greenspan Says Rates Could Rise Quickly*. New York Times
- [2] Alesina, A., & Sachs, J. (1988). *Political parties and the business cycle in the United States, 1948–1984*. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 20, 63–82.
- [3] Beck, N. (1984). *Domestic political sources of American monetary policy: 1955–1982*. *Journal of Politics*, 46, 786–817.
- [4] Bernhard, W. (2002). *Banking on reform: Political parties and central bank independence in the industrial democracies*. Ann Arbor: University of Michigan Press.
- [5] Bernanke, B. S. (2003). *A perspective on inflation targeting*. *Business Economics*, 38(3), 7–15.
- [6] Blinder, A. S. (2007). *Monetary policy by committee: Why and how?* *European Journal of Political Economy*, 23, 106–123.
- [7] Bernd Hayo & Ummad Mazhar. (2013). *Monetary Policy Committee Transparency: Measurement, Determinants, and Economic Effects*. *Open Economics Review* 25:739-770.
- [8] C. Sardoni and L. R. Wray, “*Monetary Policy Strategies of the European Central Bank and the Federal Reserve Bank of the United States.*”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 2006.
- [9] Chappell, Jr., H. W., & Keech, W. (1988). *The unemployment rate consequences of partisan monetary poli- cies*. *Southern Economic Journal*, 55, 107–122.
- [10] Chappell, Jr., H. W., McGregor, R. R., & Vermilyea, T. A. (2005). *Committee decisions on monetary policy: Evidence from historical records of the Federal Open Market Committee*. Cambridge: MIT.
- [11] Goodfriend, M. (1986). *Monetary mystique: Secrecy and central banking*. *Journal of Monetary Economics*, 17, 63–92.
- [12] Grier, K. (1991). *Congressional influence on U.S. monetary policy: An empirical test*. *Journal of Monetary Economics*, 28, 201–220.
- [13] Greta R. Krippner (2007). *The making of US monetary policy: Central bank transparency and the neoliberal dilemma*. Springer Science +Business Media, 36, 477-513.
- [14] Havrilesky, T. M. (1994). *The political economy of monetary policy*. *European Journal of Political Economy*, 10, 111–134.
- [15] Havrilesky, T. M. (1995). *The pressures on American monetary policy* (2nd ed). Norwell: Kluwer.
- [16] Hibbs, Jr., D. A. (1987). *The American political economy*. Cambridge: Harvard University Press.
- [17] McCallum, B.T.(2001) *Monetary policy analysis in models without money*. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Missouri.
- [18] Matthew Rafferty and Marc Tomljanovich. (2002). *Central Bank Transparency and Market Efficiency: An Econometric Analysis*. *Journal of Economics and Finance*, Vol 26, No. 2, September.

- [19] Manfred J.M.NEUMANN.(2002). *Transparency in Monetary Policy*. Economic Journal, Vol.30, No.4, December, p. 353-363.
- [20] Marc Lavoie and Mario Seccareccia.(2004), *Central Banking in the Modern World: Alternative Perspectives*. Edward Elgar Publishing Limited.
- [21] Mackie, D., Cooper, G., Papakos, V., Mai, N., & Barr, M. (2007). *Central bank communication hits diminishing marginal returns*. London: J.P. Morgan Research, J.P. Morgan Securities, Ltd.
- [22] Meyer, L.H. (2001). *Does Money Matter?* Homer Jones Memorial Lecture, Washington University, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Missouri.
- [23] Poole,W., & Rasche, R. H. (2003). *The impact of changes in FOMC disclosure practices on the transparency of monetary policy: Are markets and the FOMC better “synched”?* Review (Federal Reserve Bank of St. Louis), 85(January/February), 1–9.
- [24] Rob Roy McGregor. (2007). *Federal Reserve transparency: The more things change, the more they stay the same?* Springer Science +Business Media, 133, 269-273
- [25] Shughart, II, W. F., & Tollison, R. D. (1983). *Preliminary evidence on the use of inputs by the Federal Reserve system*. American Economic Review, 73, 291–304.
- [26] Toma, M. (1982). *Inflationary bias of the federal reserve system: A bureaucratic perspective*. Journal of Monetary Economics, 10, 163–190.
- [27] Tootell, G. M. B. (1999). *Whose monetary policy is it anyway?* Journal of Monetary Economics, 43, 217– 235.
- [28] Thornton, D. L. (2007). *The lower and upper bounds of the Federal Open Market Committee’s long-run inflation objective*. Review (Federal Reserve Bank of St. Louis), 89(May/June), 183–193.
- [29] *Transcripts of Telephone Conference Call of October 5*. Federal Reserve Board, Washington, DC, 1993.
- [30] *Transcripts of the Meeting of February 3 – 4*. Federal Reserve Board, Washington, DC, 1994a.
- [31] *Transcripts of the Meeting of March 22*. Federal Reserve Board, Washington, DC, 1994b.
- [32] *Transcripts of the Meeting of May 17*. Federal Reserve Board, Washington, DC, 1994c.

TIME -VARYING COINTEGRATION ANALYSIS FOR MONEY DEMAND IN VIETNAM

Pham Dinh Long - Bui Quang Hien

Ho Chi Minh City Open University

Pham Thi Bich Ngoc

Hoa Sen University

Abstract

The research of demand for money has been attracting policymakers to explore its determinants and validity of model estimation for macroeconomic orientation. Among them, the issue of stability has been recognized complicated due to different opportunity cost variables, transforming economy process, financial innovation regime, model estimation, and so on. This paper focuses on the money demand in Vietnam in the period Dec 2003 to Feb 2016. With time-varying cointegration approach, which is expected to overcome structure change, economic cycle as well as the correct conclusion of its elasticities of money demand. The method evaluates some proxy variables to perform possible model under considering the mentioned cointegration. The main findings figure out income affect positively to money demand even though change the proxy of opportunity cost variables. The shape of elasticity interest rate is overestimated when missing stock price, real exchange rate and consumer price index in model estimation. However, it still confirmed the significant level and is negative with demand money function. A favorable finding is a positive stock price effect and a negative real exchange rate effect on money demand during the examination. The elasticity curve of the stock price is unstable when the model is hidden real exchange rate and consumer price index. In contrast, lacking stock price and consumer price index affect to underestimates regarding on real exchange rate elasticity. By empirical studying, the research recommends time-varying cointegration can extend for the robustness of macro-econometric model in future work.

Keywords: *Time-varying cointegration, money demand stability*

1. Introduction

Over the past decades, the money demand function has been investigating by economists and policymakers. The stability of money demand will help to consider an appropriate money supply quantity. It is adjusted throughout interest rate as a transmission channel of monetary policy in order to reach the final targeting such as inflation targeting, output targeting, and exchange rate targeting. The determinants and stability of the money demand function are important to establish and implement an effective monetary policy. According to Knell & Stix (2005), Kumar (2014), Riyandi (2012), and Sriram (2000), the modeling of

money demand function is formulated by two common variable group. They are scale variables (S) and opportunity cost variables (OC). It combined with a common benchmark model as follow $(m-p) = f(S, OC)$ where $(m-p)$ is real money demand. Second, the elasticity of income on money demand is different between advanced countries and developing countries due to financial reforms and wealth (Kumar, 2014). Moreover, income elasticities of money demand are significantly higher if the model uses broad money supply as the dependent variable. The result is a weakness when confirming some case studies in developing countries. Third, the proxies of opportunity cost of holding money vary for each empirical studying. Fourth, most of the researches case use CUSUM and CUSUM square to identify the stability of demand for money. It rarely demonstrates the stability using others approach. In the other words, the robustness analysis of money demand estimation is hidden as a gray box result for popular stability investigating. Regarding on the macroeconomic field, cointegration models are often used to analyze the long-term relations between variables. Attentionally, the model shows a limitation when estimated coefficients are fixed. This characteristic might not really match with the data properties and the variation of the economy. At present, time-varying cointegration models are applying more and more popular in order to solve the above limitation. However, the researches using time-varying cointegration in economic analyses have still rarely existed in Vietnam.

The checking of robustness is one of a common procedure in econometrics. The researcher carefully scrutinized the regression coefficient estimates when the benchmark model specification is modified by adding or removing variables (Lu & White, 2014). If the coefficients are confident and robust, the validity of the model can be proved as a trustworthy estimation. An obstacle problem is that how it can infer the validity of coefficient robustness. For instance, the elasticity of variable A on variable B is 0.5 in model 1 and 0.65 in model 2 as a extend model by adding some variables. According to Koop, Leon-Gonzalez, & Strachan (2011), if the researcher is too flexible, the model may be inferred robustness. If the researcher is too strictly, the one can be concluded non-robustness. Truly, if not performed properly, robustness checks lead to a contrary inference. A time-varying cointegration can overcome this hard issue by plot the time-varying parameter estimates of each model and conduct confirming the robustness checking (Zuo & Park, 2011). Obviously, the examing the shape of the coefficient estimate is simpler than deciding the gap of key coefficient estimates between among models. With the typical strengths of the model in evaluating coefficients under increasing-decreasing periods, non-separating research data of two regimes, improving the validity of estimates and forecasts (Koop et al., 2011; Miller, Martins, & Gupta, 2017; Zuo & Park, 2011), the study on time-varying cointegration not only apply the modern quantitative technique but estimate the economic models more relevant, especially for a transition economy like Vietnam. Therefore, it stimulus motivates the present paper for studying the money demand in using time-varying cointegration.

Literature reviews are conducted with many arguments. In contrast, there are just a few empirical types of research in Viet Nam (Ha Huynh Hoa, 2008; Nguyen & Pfau, 2010; Nguyen Phi Lan, 2011). For developing countries, the demand for money function is more complicated than developed countries. One of the reason is the opportunity cost of holding money, which changes rely on economic properties of each country. It is not only for transaction purpose but also for precautionary and speculative motivation. Therefore, this studying is extremely necessary, especially in a developing country like Viet Nam. A number of quantitative studies are still limited. One of the main obstacles is estimation method. The method only specified one model to analyze, and propose implication policies (Ha Huynh Hoa, 2008; Nguyen & Pfau, 2010; Nguyen Phi Lan, 2011). The analysis of determinants money demand function is important but the serious problem identifies its stability as well as its robustness. The paper implies that it becomes complicated when facing mention problem discussing. Does it conclude the stable of money demand model estimation over the period 1996-2006, 1999-2010, which only use a simple test like CUSUM and CUSUM square? The purpose of this study focuses on investigating the robustness of demand for money in Vietnam over 2003Dec to 2016Dec. The advantages of time-varying cointegration technique persuade and motivate us to do the objective research. It is a necessary thing to fill the gap when pointing out the determinants which have the actual robust characteristic of Vietnam demand for money.

The paper will present how the stock price and real exchange rate – presenting as two proxies of opportunity cost for holding money show the robustness in estimation model. If the shape of coefficient of these dependent variables does not change much during over the investigating time series, the result can be interpreted as its role in the demand for money, to emphasize the validity of “robustness check”. This section uses time-varying Canonical cointegration as follows the methodology and empirical result of Y Chang & Martinez-Chombo (2003), Yoosoon Chang, Kim, Miller, Park, & Park, (2015), Park & Hahn, (1999), and Zuo & Park, (2011). One interesting result is that the parameters of stock price and real exchange rate have a small gap when checking the shape of time-varying parameters among various models by adding or removing variables in the benchmark model $(m - p) = f(S, OC)$. In addition, the income and interest rate still confirmed the consistency of theoretical conclusion over changing time. The paper figure out the validity of time-varying cointegration better than traditional cointegration with fixed coefficient.

The paper is organized by four sections as follows. Section 1 shows briefly introduction about money demand theory and highlights the current serious issue as well as the motivation of time-varying cointegration and money demand function. Section 2 presents data and methodology using the time-varying cointegration model. Section 3 discusses the result robustness analysis and the predictive validity of demand for money in Viet Nam. The final section gives the conclusion for some remarkable findings and future study.

2. Methodology

2.1. Model

The common benchmark model of money demand includes scale variables (S) and opportunity cost variables (OC) (Knell & Stix, 2005; Kumar, 2014; Zuo & Park, 2011). For empirical analysis, the scale variable is selected domestic industrial value (y_{mj}) and present for income. The opportunity cost is added as group variables including real deposit interest rate (r_{mj}), consumer price index (π_{mj}), stock price (sp_{jm}), and real effective exchange rate (ex_{mj}). The money demand will exams with the proxies of opportunity cost by adding or subtracting.

$$(m - p) = f(S, OC)$$

$$m_{mj} = \tau + \alpha_1 y_{mj} + \alpha_2 r_{mj} + \alpha_3 \pi_{mj} + \alpha_4 sp_{mj} + \alpha_5 ex_{mj} + \mu_t \quad (1)$$

Where m_{mj} denotes real demand for broad money. $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \alpha_4, \alpha_5$ are the elasticity of $y_{mj}, \pi_{mj}, r_{mj}, sp_{mj}, ex_{mj}$.

$$m_{mj} = \tau + \alpha_{1,mj} y_{mj} + \alpha_{2,mj} r_{mj} + \alpha_{3,mj} \pi_{mj} + \alpha_{4,mj} sp_{mj} + \alpha_{5,mj} ex_{mj} + \mu_t \quad (2)$$

Where is $m = 1, 2, K, 12$ and $j = 1, 2, K, T$. The Eq. 2 is re-denoted as follow when all coefficients and independent variables are listed in the matrix $\alpha'_{mj} = (\alpha_{1,mj}, \alpha_{2,mj}, \alpha_{3,mj}, \alpha_{4,mj}, \alpha_{5,mj})$, $x_{mj} = (y_{mj}, r_{mj}, \pi_{mj}, sp_{mj}, ex_{mj})$. The time-varying cointegration is shown by Eq.3.

$$m_{mj} = \tau + \alpha'_{mj} x_{mj} + \mu_t \quad (3)$$

Where is $\alpha_{mj} = \alpha(t/n)$ is supposed to be a smooth function on $[0,1]$ with a number of observation n . The observation in all sample is given by $t=4(j-1)+m$. Following by (Yoosoon Chang, Kim, Miller, Park, & Park, 2015; Park & Hahn, 1999), a time-varying model with an elasticity α_t change over the time is given by equation (4). Denoting $\alpha_t = (t/T)$ is a function of Fourier Flexible Form (FFF). Particularly, it is performed by equation (6).

$$\alpha_{pq}(r) = \lambda_0 + \sum_{j=1}^p \lambda_j r^j + \sum_{j=1}^q (\lambda_{p+2j-1}, \lambda_{p+2j}) \phi_j(r) \quad (4)$$

Where $\phi_j(r) \equiv (\cos 2\pi jr, \sin 2\pi jr)'$, $r \in [0,1]$ is estimated an FFF as p and q increase. Let denote $\lambda_{pq} \equiv (\lambda_0, K, \lambda_{p+2q})'$ and $\phi_{pq}(r) \equiv (1, r, K, r^p, \phi_1'(r), K, \phi_q'(r))$, the model presents the coefficient $\alpha_{pq} = (t/T)x_t$ as $\lambda'_{pq} \phi_{pq}(t/T)x_t$ or $\lambda'_{pq} x_{pqt}$ with $x_{pqt} \equiv \phi_{pq}(t/T)x_t$. To put it in this, this non-linear function can be estimated by a linear function with a regressand x_{pqt} . When $p = q = 0$, this is a special TVC model with $\lambda_0 = \alpha$ which is performed as fixed coefficient cointegration regression.

$$z_{pqt}^* \equiv \begin{bmatrix} \phi_{pq}(t/T) & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 1 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 1 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 1 \end{bmatrix} \begin{pmatrix} x_t \\ p_t \\ z_t \\ k_t \end{pmatrix} - \begin{bmatrix} (\delta_{12}^0, \delta_{12}^0) \Sigma_0^{-1} w_t \\ 0 \end{bmatrix} \quad (5)$$

$$y_t^* \equiv y_t - w_t' \Sigma_0^{-1} (\delta_{12}^0, \delta_{22}^0)' \begin{bmatrix} \phi_{pq}(t/T)' & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 1 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 1 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 1 \end{bmatrix} \theta - \delta_{12}^0 \Sigma_0^{-1} w_{2t}, \quad (6)$$

$$y_t^* = \tau + z_{pqt}^* \theta + u_{pqt}^* \quad (7)$$

The equation (9) is reduced by equation (10) error term with $u_{pqt}^* \equiv u_{pqt} - \delta_{22}^0 \Sigma_0^{-1} w_{2t}$. CCR model can be estimated by OLS but standard errors of these variables are estimated from the variance $\delta_{\theta\theta}^2 \left(\sum_t z_{pqt}^* z_{pqt}^{*'} \right)^{-1}$. Where $\delta_{\theta\theta}^2$ is a consistent by $\delta_{\theta\theta}^2 = \omega_{11} - \omega_{12} \Omega_{22}^{-1} \omega_{21}$ using the variance of previous regression.

2.2. Data source

This study uses monthly times series data from 2003 Dec to 2016 Feb. The data source includes broad money supply, deposits interest rate, consumer price index, industrial production value, stock price, real effective exchange rate. They are collected directly from International Monetary Fund (IMF), General Statistics Office (GSO), and updated data Darvas (Darvas, 2012) until investing period. To standard and adjust data, this paper computes and presents in natural logarithm form for y_{mj} . Then, these variables also are deseasonalized using seasonal dummies.

3. Result

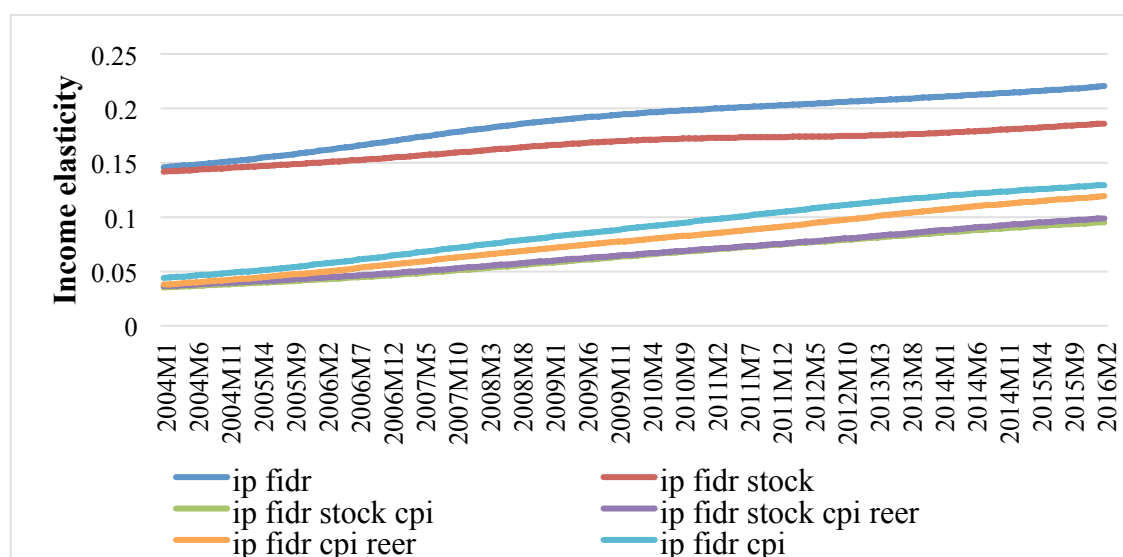
3.1. Cointegration test

Because of examining in long-run equilibrium, the paper put stationary checking as low priority and move on cointegration test. The result of Johansen test is tabulated in Table 1. The critical value (68.52) exceeds the trace test (56.83) at 5% significance level. It implies to reject the null hypothesis. For one cointegration vector, the maximum rank indicates that there are one cointegration equations at 5% significance level. Because all variables are stationary at 5% significance level and have a cointegration relationship respectively, the research continues to analyze the next step.

Table 1: Johansen test for cointegration.

Max rank	Eigen value	Trace statistic	5% critical value
0	-	97.2756	94.15
1	0.24339	56.8339* ⁵	68.52
2	0.12340	37.7369	47.21
3	0.09807	22.7698	29.68
4	0.07242	11.8686	15.41

Figure 1: The income elasticity of money demand.



3.2. Robustness result

First, the time-varying cointegration gives the sign coefficient estimates correctly and same as the sign expectation (Knell & Stix, 2005; Kumar, 2014; Zuo & Park, 2011). In particular, the income has a strongly positive impact on money demand. The interest rate and real effective exchange rate are negative with money demand. While the elasticity of interest rate is small, the real exchange rate elasticity indicates large. For the stock price evaluation, it also affects slightly to the demand for money. Many previous studies mentioned the positive impact on money demand. When the income increase, holding money have a tendency increasing for transaction purpose. Second, the income elasticity has a big gap if the benchmark money demand model does not extend stock price, real exchange rate, and consumer price index (Fig.1). However, the shape of income elasticity does not change much though adding many proxies of opportunity cost. It demonstrates that the robust income variable of money demand is possible. Third, the interest rate elasticity has the same recognition when showing a negative coefficient regression. From this, its coefficient will be overestimated when the model excludes stock price, real exchange rate and consumer price index (Fig.2). Fourth, regarding on stock price and real exchange rate, a hidden of real exchange rate and consumer price index cause the fluctuated of stock price elasticity (Fig.3). It opposes the argument that the stock market proxy is difficult to choose as an opportunity cost of holding money due to its change over the time. In contrast, lacking stock price and consumer price index affect underestimates of real exchange rate elasticity (Fig.4). However, the shape which shows the real exchange rate elasticity, does not change and increased slightly.

Figure 2: The interested rate elasticity of money demand.

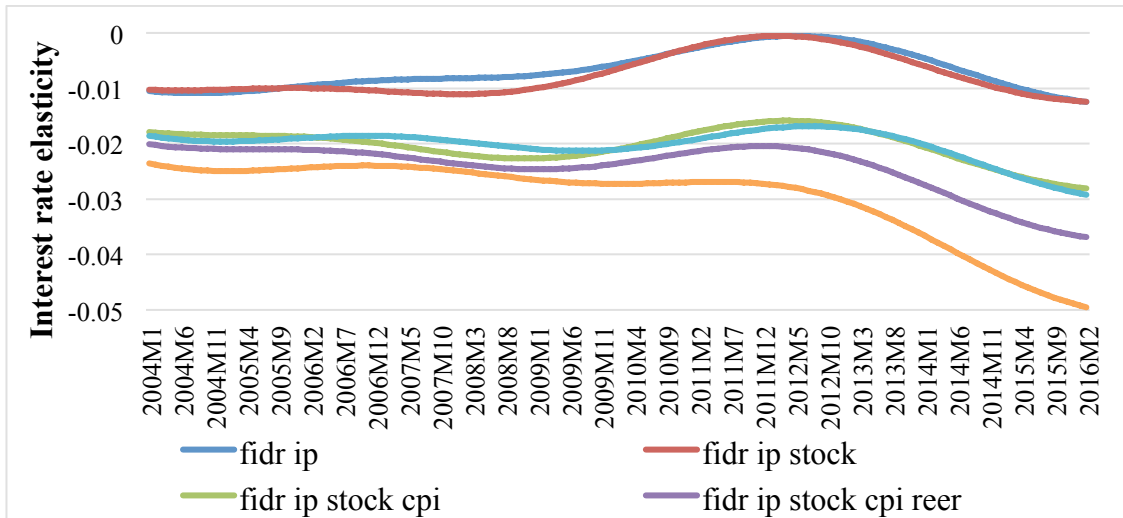


Figure 3: The stock price elasticity of money demand.

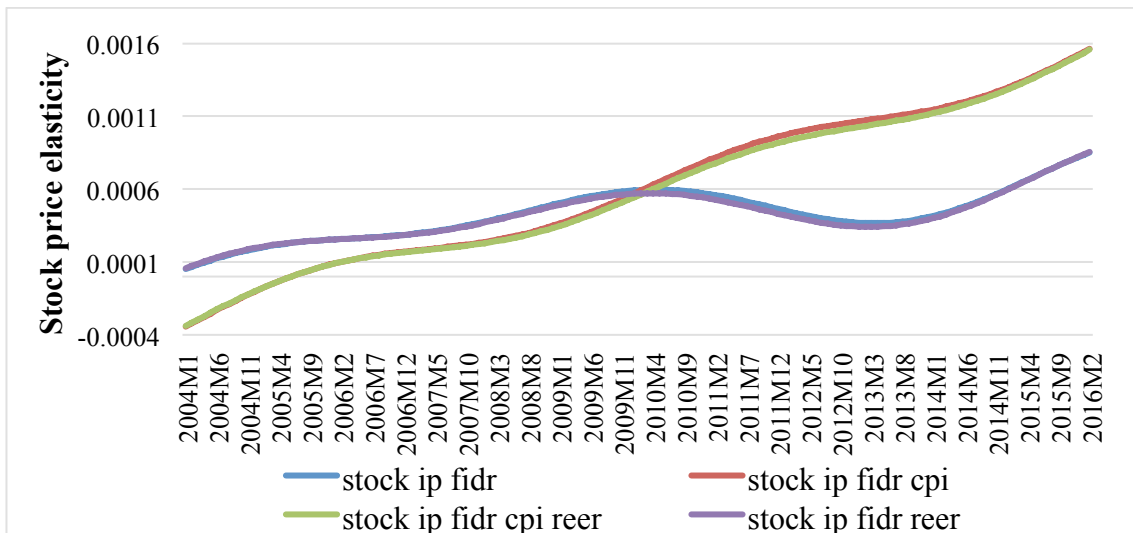
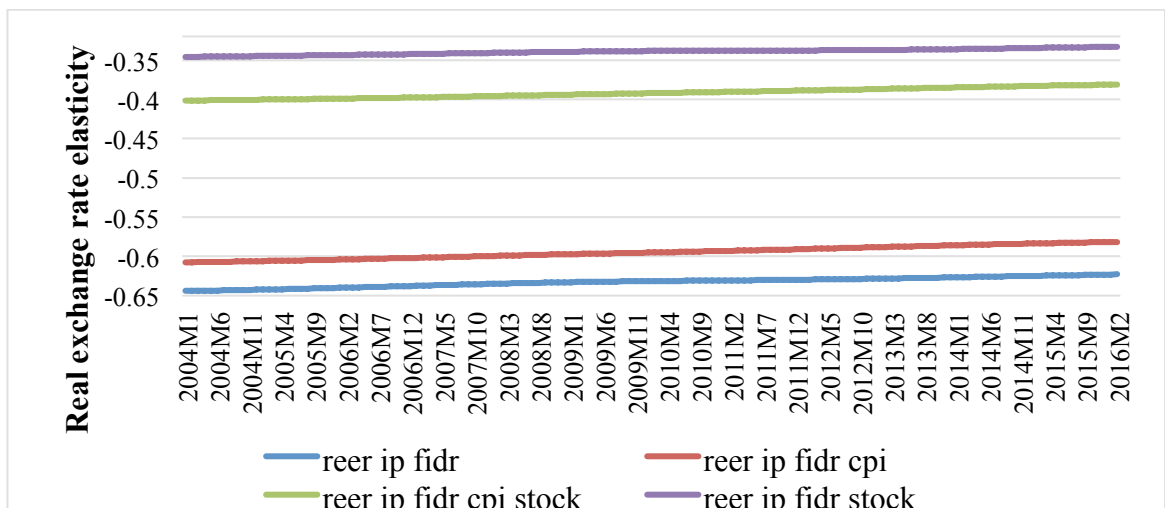
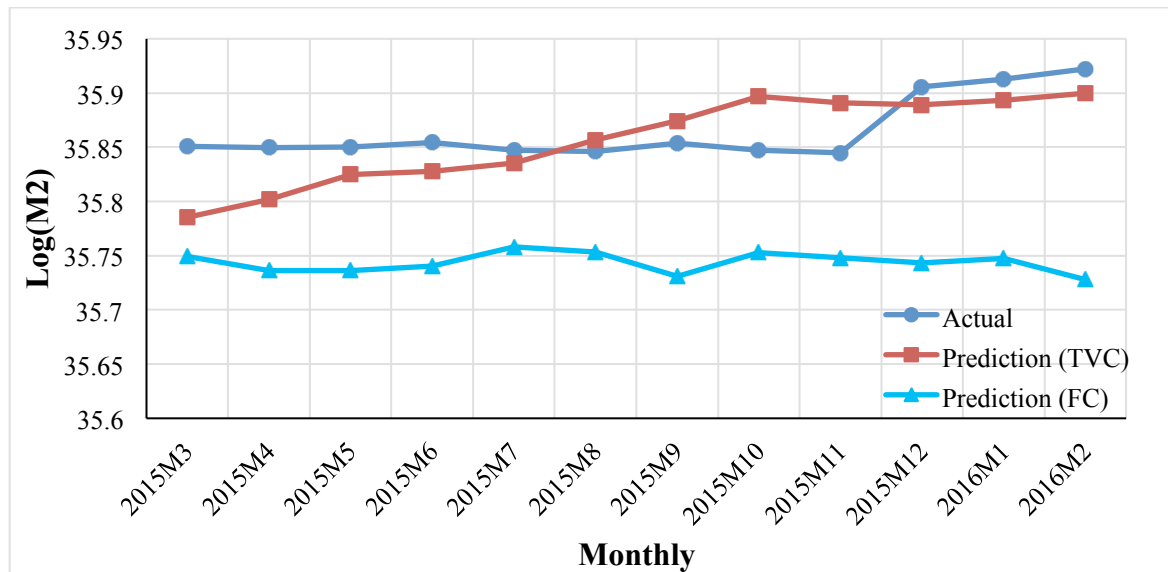


Figure 4: The real exchange rate elasticity of money demand.



3.3. The predictive validity of money demand between time-varying versus fixed coefficient cointegrations

Figure 5: The money demand forecasting between time-varying versus fixed coefficient cointegrations



The paper confirms a model of demand money function using the proxies of interest rate and stock prices as the opportunity cost of holding money. The figure shows the forecasting result of twelve sample including actual broad money demand, prediction of time-varying coefficients, prediction of the fixed coefficient. Obviously, the line prediction of the time-varying coefficient is closely actual broad money demand. In opposite, the line prediction of the fixed coefficient is underestimated in comparison with actual line. On the other hand, a mean absolute parameter error (MAPE) of the time-varying coefficient is smaller than a MAPE of the fixed coefficient ($0.084 < 0.339$). It does not only demonstrate the robust characteristic but also figure out the outcome of money demand forecasting.

4. Conclusion remark

This paper has investigated the robust determinants of money demand which uses time-varying cointegration from 2003 Dec to 2016 Feb. By empirical analysis, we figure out the role of stock price, the exchange rate to construct a robust model. The impacts of scale variable and opportunity cost still point out the influence consistent with money demand theory and previous studies. Obviously, time-varying cointegration technique demonstrates advantages of robustness check confirming though examining time-varying parameter. This valuable result not only contribute to proving the stability of money demand and its determinant but show the ability which can use it to analyze the negative impact, the positive impact, and the magnitude of coefficient estimates as traditional cointegration with a fixed coefficient. Especially, this approach support when interest rate affects negatively with money demand. Some previous explanations consider that the weakness of interest rate in money demand when not prove the statistically significant using fixed coefficient. Besides, the

forecasting outcome of time-varying cointegration is better than fixed coefficient in long-run equilibrium though MAPE criteria. By improving the validity of estimates, the study on time-varying cointegration opens a wide aspect to confirm the robustness as well as the validity of model estimation, especially for a transition economy like Vietnam.

References

- [1] Chang, Y., Kim, C. S., Miller, J. I., Park, J. Y., & Park, S. (2015). Time-varying Long-run Income and Output Elasticities of Electricity Demand with an Application to Korea. *Energy Economics*, 46, 334–347. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2014.10.003>
- [2] Chang, Y., & Martinez-Chombo, E. (2003). Electricity demand analysis using cointegration and error-correction models with time varying parameters: The Mexican case. *Rice University, WP2003-10*, (July), 1–27.
- [3] Darvas, Z. (2012). Real effective exchange rates for 178 countries: a new database. Bruegel Working Paper 2012/06, 15 March 2012.
- [4] Ha Huynh Hoa. (2008). *The demand for money and the consequence of monetary policy in Vietnam*. National Economics University.
- [5] Knell, M., & Stix, H. (2005). The Income Elasticity of Money Demand: A Meta-Analysis of Empirical Results. *Journal of Economic Surveys*, 19(3), 513–533. <https://doi.org/10.1111/j.0950-0804.2005.00257.x>
- [6] Koop, G., Leon-Gonzalez, R., & Strachan, R. W. (2011). Bayesian inference in a time varying cointegration model. *Journal of Econometrics*, 165(2), 210–220. <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2011.07.007>
- [7] Kumar, S. (2014). Money demand income elasticity in advanced and developing countries: new evidence from meta-analysis. *Applied Economics*, 46(16), 1873–1882. <https://doi.org/10.1080/00036846.2014.887195>
- [8] Lu, X., & White, H. (2014). Robustness checks and robustness tests in applied economics. *Journal of Econometrics*, 178(PART 1), 194–206. <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2013.08.016>
- [9] Miller, S. M., Martins, L. F., & Gupta, R. (2017). A Time-Varying Approach of the Us Welfare Cost of Inflation. *Macroeconomic Dynamics*, 1–23. <https://doi.org/10.1017/S1365100517000037>
- [10] Nguyen, H., & Pfau, W. (2010). The Determinants and Stability of Real Money Demand in Vietnam, 1999–2009. *GRIPS Discussion Papers*, 1999–2009.
- [11] Nguyen Phi Lan. (2011). The money in the relationship with the currency of inflation and inflation of Viet Nam. *The Journal of Banking*, 19(19), 1–5.
- [12] Park, J. Y., & Hahn, S. B. (1999). Cointegrating Regressions With Time Varying Coefficients. *Econometric Theory*, 15(5), 664–703. <https://doi.org/10.1017/S0266466699155026>

- [13] Riyandi, G. (2012). Meta-analysis of money demand in Indonesia. *Bulletin of Monetary Economics and Banking*, 15(1), 41–62.
- [14] Sriram. (2000). A survey of recent empirical money demand studies. *IMF Staff Papers*, 47(3), 334–365. <https://doi.org/10.2307/3867652>
- [15] Zuo, H., & Park, S. Y. (2011). Money demand in China and time-varying cointegration. *China Economic Review*, 22(3), 330–343. <https://doi.org/10.1016/j.chieco.2011.04.001>

ANALYSIS OF INFLATION IMPACT ON GOLD PRICE AND EXCHANGE RATE IN VIETNAM: TIME-VARYING COINTEGRATION APPROACH

Pham Dinh Long - Bui Quang Hien

Ho Chi Minh City Open University

Pham Thi Bich Ngoc

Hoa Sen University

Abstract

Gold price and exchange rate fluctuations are always the essential and striking issues attracting economists and policymakers. On the macroeconomic field, cointegration models are often used to analyze the long-term relations between variables. Attentionally, the model shows a limitation when estimated coefficients are fixed. This characteristic might not really match with the data properties and the variation of the economy. At present, time-varying cointegration models are applying more and more popular in order to solve the above limitation. The research use time-varying cointegration in the analysis of inflation impacts on gold price and exchange rate in Vietnam over the period Dec 2003 and Feb 2016. Our main finding is that inflation impact on gold price and exchange rate using time-varying cointegration. This influence does not figure out by fixed cointegration model. An interesting finding is that monetary policy does not only affect to exchange rate directly by its tools such as money supply and interest rate but also impact this channel indirectly by inflation. Moreover, the interest rate is one of a factor which affects the gold price. By empirical studying, the research recommends time-varying cointegration for macro-econometric in future work.

Keywords: *Time-varying cointegration, gold prices, exchange rates.*

1. Introduction

The researches on cointegration had been done a long time ago. However, time-varying cointegration has been concerned and taken in action after the year 2000. The research series which published in the reputation journals show the advantages of time-varying cointegration are better than cointegration regression with a fixed coefficient (S. Y. Park & Zhao, 2010; Zhang, Liu, Hang, & Yao, 2017; Zuo & Park, 2011). Persuaded by the researchers, this approach can get reasonable results and robustness of the quantitative estimated model. Specifically, when studying the relationship among macroeconomic factors, the traditional procedures in the time series analysis are a stationary test, optimal lag selection, cointegration test, regression and post-test performing, result evaluation, and prediction model if possible. The cointegration is usually selected to analyze and evaluate the results for the long run. With fixed coefficients, the model expresses some inconsistencies of data characteristics and the

actual happenings in the economy. For instance, when estimating the money demand function, researchers expect the demand for money and its determinants can be quantified. Based on the result, the researcher would rely on that and suggest recommendations and policy implications to adjust the amount of money supply to be equal to money demand for well-controlling inflation and achieving goals in monetary policy. However, the estimated coefficients are assumed to be constant over the investigation period. This can lead to inconsistent estimates in quantitative models, ineffective expected results of policy implications and recommendations.

In the macroeconomic model, the parameter of each dependent variables may change over the time under re-thinking the actual situation for both theoretical and empirical studies. However, work with cointegration models has largely applied with a fixed coefficient, ignoring this changing for parameters estimates. The mis-specification can occur when executing econometric modeling without considering the changing of these objectives over the time. Moreover, the number of empirical papers that model is fallen in nonlinearity in cointegrating relationships or structure break regime, which is given a failure result like Chow's test when separate the full sample into subsamples (Bierens & Martins, 2010; J. Y. Park & Hahn, 1999). Because of evaluating with time-varying, the current issue has solved and permit continues studying. It can help the researcher reject the debate of some arguments when raising financial liberalization or changes in monetary policy can cause the relationships between macroeconomic variables. However, the researcher still recommends considering a situation in which balance two opposing situations between choosing fixed coefficient or time-varying coefficient. If a constant parameter model is used, then mis-specification may occur if the model uses a constant parameter. However, if the countermeasure of the time-varying parameter is changed easily according to the situation, the implication can be not accurate and less suitable. From mention above, the paper has a clear motivation to use this kind of technique to estimate the model which permits change parameter for analyzing the determinants and believe a successful proposed model.

In general, the cointegration regression with a fixed coefficient which had been proposed in the past, that could be extended to the time-varying cointegration such as VAR-TVP, BVAR-TVP VEC-TVP, CCR-TVP and so on (Bierens & Martins, 2010; Y Chang & Martinez-Chombo, 2003; Koop, Leon-Gonzalez, & Strachan, 2011; Zuo & Park, 2011). Moreover, the researchers in the econometric field indicate that this new model gives out better outcome in terms of robustness tests (Bierens & Martins, 2010; Granger & Lee, 1991; J. Y. Park & Hahn, 1999). In practical, the empirical studies on inflation, exchange rates, money demand function, the price of gasoline, the price of rice and others research using time-varying cointegration have demonstrated the good results in many countries all over the world (Y Chang & Martinez-Chombo, 2003; Yoosoon Chang, Kim, Miller, Park, & Park, 2015; Koop & Korobilis, 2013; Kumar, Srinivasan, & Ramachandran, 2012; Miller, Martins, & Gupta, 2017; C. Park & Park, 2013; S. Y. Park & Zhao, 2010; Zuo & Park, 2011). Unfortu-

nately, the similar research still not found in Vietnam. In addition, while more and more new quantitative model approach is increasingly updated and extended by researchers to identify consistent conclusions and possible forecasting model in the economy, the studies of time series in Vietnam continue to use cointegration regression with fixed coefficient estimates. Hence this gap is necessary to be filled up in the macroeconomic field using time series data. The study focus on time-varying cointegration in the analysis of inflation impact on gold prices and exchange prices.

The paper is organized into five sections as follows. Section 1 highlights briefly the current serious issue of cointegration with fixed coefficient as well as the motivation of time-varying cointegration. Some empirical studies using time-varying approach demonstrate the advantages of this technique for identifying some contemporary issue in macroeconomics, especially financial liberalization period. To catch the chance from improving a new approach, the study conducts its application for examining the inflation impact on gold price and exchange rate in Vietnam, which have a meaningful and do not consider regarding on researchers in Vietnam. Section 2 presents the basic idea of time-varying cointegration which gives some fundamental concepts like “fixed component”, “permanent component”, and some basic step to perform a simple time-varying cointegration model. In addition, a particular model - time-varying canonical cointegration is proposed and describe two models in detail for practical problems. Section 3 makes clear the models, data source and methodology using the time-varying cointegration. The result of empirical studies contains in Section 4 which discusses the outcomes of inflation impact on gold price and exchange rate. In particular, the paper will present the inflation affect to two mentioned dependent variable whether or not using Canonical cointegration with a fixed coefficient and time-varying coefficient. During over the investigating time series, the result can be interpreted as the role of inflation regarding on the modeling of gold price or exchange rate when performing time-varying Canonical cointegration. It follows the methodology and the successful empirical results of Y Chang & Martinez-Chombo (2003), Yoosoon Chang, Kim, Miller, Park, & Park, (2015), Park & Hahn, (1999), and Zuo & Park, (2011). One interesting result is that the parameters of inflation can analyze the coefficients under increasing-decreasing periods. The cointegration with fixed coefficient does not detect this point. In addition, the income and monetary policy proxies (interest rate and broad money supply M2) still confirmed the consistency of theoretical conclusion for both cointegration regression with a fixed coefficient or time-varying coefficient. Another thing is that number of independent variables with a statistical significance of time-varying cointegration are identifies larger than the one with fixed coefficient estimates. The final section gives the conclusion for some remarkable findings and future studying.

2. Literature review

2.1. The idea of time-varying cointegration approach

According to Granger & Lee (1991), the idea of cointegration is expanded by allowing the coefficient in a dynamic model with time-varying. Each variable in the model is nonstationary but can exist a common factor or "fixed component" of the model. A balanced dynamic structure concept is introduced and applied regression model has varying parameters regression in the cointegration regression are developed to test for the existence of this relationship. Some characteristics of the processing cointegration model which time-varying parameter are proposed an estimation procedure.

Suppose constant component m is equal to zero in order to explain TVP cointegration by the simplest way. Base on this assuming, a slope A_t exists so that $q_t = y_t - A_t x_t$ is stationary $I(0)$. The TVP cointegration without constant m is described by the equation (1).

$$y_t = A_t x_t + q_t \quad (1)$$

Where q_t is stationary $I(0)$. There are two notices. First, A_t is a deterministic component such as constant and other components such as $\cos \lambda t$, $t \delta$, some parametric function of time, or a seasonal sequence Second, $A_t = a + b D_t$ với D_t has known an observation variable. From equation (1), it is rewritten equation (2).

$$y_t = a x_t + b \mathcal{A}_t q_t \quad (2)$$

Where is, $\mathcal{A}_t = f(t) x_t$ với $f(t)$ is a deterministic function of t or an observed variable D_t . Assume that time series data have the long length to test stationary easily \mathcal{A}_t is $I(1)$ when D_t stationary $I(1)$. The remaining parameter is constant $a x_t$ and can be estimated following traditional estimation. In this case, the basic test is x_t and y_t check whether the existence of cointegration with fixed coefficient if \mathcal{A}_t (nonstationary $I(0)$). Hence, if D_t stationary $I(0)$ and mean is zero then this case can become very different because \mathcal{A}_t is stationary $I(0)$. As this mention, \mathcal{A}_t will not exist in the equation of cointegration and the series x_t and y_t only have cointegration with a fixed coefficient.

The accuracy of forecast model is estimated from TVP cointegration is compared with the constant parameter, random walk model, other forecast time series model in terms of expected squared forecast errors. If expected squared error is the criterion for the evaluation of two competing forecasts, a valid test of one-step-ahead forecast errors can easily be derived under assumptions such that the individual forecasts are unbiased and the forecast errors are not autocorrelated. The coefficient of correlation between $(e^c + e^t)$ and $(e^c - e^t)$ is described by equation (3).

$$r = \frac{\sum (e_i^c + e_i^t)(e_i^c - e_i^t)}{\sqrt{\sum (e_i^c + e_i^t)^2 (e_i^c - e_i^t)^2}} \quad (3)$$

Where $(e^c + e^t)$ is one-step-ahead forecast errors from the constant parameter model and TVP cointegration model. The expected squared errors will be equal if and only if this pair of random variables are uncorrelated. The test which checks whether correlate or not, often use t statistic and it is described by a test for equality of expected squared forecast errors. If $t > 0$ implies that the TVP model performs better than the constant parameter model.

$$t = \frac{r}{\sqrt{(1-r^2)/(n-2)}} \quad (4)$$

The procedures of time-varying cointegration are summarized include four steps.

- Step 1: Check stationary x_t and y_t whether exist I(1) (general TVP-I(1)) or not.
- Step 2: Perform time-varying cointegration to estimate coefficient.
- Step 3: Select the best forecasts model among cointegration with fix coefficient.
- Step 4: Perform t statistic in time-varying cointegration.

In the 2nd step, coefficient A_t is assume with very slowly change time-varying in random walk model. The process of residual p_t is assumed base on autoregression AR(1). Model AR(1) can be extended easily to other ARIMA model (p,q) with finite level. This thing mentions an actual situation when any ARMA model can be presented by multi AR. Model AR(1) is assumed to give the best result. From this, the expected result of time-varying cointegration also gives the similar result. The distribution of t statistic does not change and same as other models. This implies that the process exists the residual which does not impact on results. In 3rd step, the limitation of fixed coefficient seems to be very strong. Suppose a non-linear relationship between x_t and y_t . Following this, the prediction model which have fixed coefficient is not exact. It leads the losing validity of time-varying cointegration. Hence, the time-varying coefficient will estimate better when using non-linear relationship. However, the coefficient is only exact when estimating the non-linear relationship.

2.2. Time-varying Canonical cointegration

$$y_t = \tau + \alpha x_t + \beta p_t + \gamma z_t + \xi k_t + \mu_t \quad (5)$$

Following by Yoosoon Chang et al. (2015) and J. Y. Park & Hahn (1999), a time-varying model with an elasticity α_t change over the time is given by equation (5). Denoting $\alpha_t = (t/T)$ is a function of Fourier Flexible Form (FFF). Particularly, it is performed by equation (6).

$$\alpha_{pq}(r) = \lambda_0 + \sum_{j=1}^p \lambda_j r^j + \sum_{j=1}^q (\lambda_{p+2j-1}, \lambda_{p+2j}) \phi_j(r) \quad (6)$$

Where $\phi_j(r) \equiv (\cos 2\pi jr, \sin 2\pi jr)'$, $r \in [0,1]$ is estimated an FFF as p and q increase. Let denote $\lambda_{pq} \equiv (\lambda_0, K, \lambda_{p+2q})'$ and $\phi_{pq}(r) \equiv (1, r, K, r^p, \phi_1'(r), K, \phi_q'(r))'$, the model presents the coefficient $\alpha_{pq} = (t/T)x_t$ as $\lambda_{pq}'\phi_{pq}(t/T)x_t$ or $\lambda_{pq}'x_{pqt}$ with $x_{pqt} \equiv \phi_{pq}(t/T)x_t$. To put it in this, this non-linear function can be estimated by a linear function with a regressand x_{pqt} . The TVC is shown by the equation.

$$y_t = \tau + z_{pqt}'\theta + u_{pqt} \quad (7)$$

Where $z_{pqt} \equiv (x_{pqt}, p_t, z_t, k_t)'$ is a matrix of regressors and $\theta \equiv (\lambda_{pq}', \beta, \gamma, \xi)'$ is a matrix of coefficients. The error term $u_{pqt} \equiv u_t + (\alpha(t/T) - \alpha_{pq}(t/T))x_t$ is merged from the original disequilibrium error and an approximation error from fixing p and q. When $p = q = 0$, this is a special TVC model with $\lambda_0 = \alpha$ which is performed as fixed coefficient cointegration regression.

The model assumes that vector cointegration $(y_t, x_t, xd_t)'$ exists. Where matrix xd contains the independent variables which do not include the variable with the elastic of time-varying coefficient such as x_t . Defining $w_t = (u_t, \Delta x_t, \Delta xd_t)' = (w_{1t}, w_{2t})'$, the model supposes that there is no inconsistent of w_t so that $T^{-\frac{1}{2}} \sum_{t=1}^{[Tr]} w_{t \rightarrow d^{B(r)}}$. Where $B = BM(\Omega)$ is the Brownian dynamic component with variance Ω . Where $\Omega = \sum_{k=-\infty}^{\infty} Ew_t w_{t-k}'$. Denoting $\Sigma = Ew_t w_t'$ and $\Delta = \sum_{k=0}^{\infty} Ew_t w_{t-k}'$, the model uses long-run variance $\Omega = \begin{bmatrix} \omega_{11} & \omega_{12} \\ \omega_{21} & \Omega_{22} \end{bmatrix}$. Where ω_{11} is a variance of (u_t) and Ω_{22} is a variance of $(\Delta x_t, \Delta p_t)'$. The matrix of Δ and Σ is separated appropriately.

CCR model can be estimated following two steps. First, the equation (5) is performed by ordinary least square (OLS) and is constructed with a consistent variance. Consistent long-run variance estimators are acceptable. Parzen-window and Andrews lag truncation is used to estimate a nonparametric estimator. By using $\hat{\theta}_0^{\hat{Z}_t}$ and so on to estimate appropriately, the equation (8) of the model shows the CCR construction model with a vector $a(p+2p+3) \times 1$. The model is a formula for equation (9).

$$z_{pqt}^* \equiv \begin{bmatrix} \phi_{pq}(t/T) & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 1 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 1 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 1 \end{bmatrix} \begin{pmatrix} x_t \\ p_t \\ z_t \\ k_t \end{pmatrix} - \begin{bmatrix} (\hat{\theta}_{12}^0, \hat{\theta}_{12}^0) \hat{Z}_0^1 w_t \\ 0 \end{bmatrix} \quad (8)$$

$$y_t^* \equiv y_t - w_t' \Sigma_0^{-1} \left(\begin{matrix} \theta_0 \\ \theta_{12} \\ \theta_{22} \end{matrix} \right)' \begin{bmatrix} \phi_{pq}(t/T)' & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 1 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 1 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 1 \end{bmatrix} \theta_0 - \theta_{12}' \Sigma_{22}^{-1} w_{2t}, \quad (9)$$

$$y_t^* = \tau + z_{pqt}^* \theta + u_{pqt}^*, \quad (10)$$

The equation (9) is reduced by equation (10) error term with $u_{pqt}^* \equiv u_{pqt} - \theta_{12}' \Sigma_{22}^{-1} w_{2t}$. CCR model can be estimated by OLS but standard errors of these variables are estimated from the variance $\hat{\sigma}_0^2 \left(\sum_t z_{pqt}^* z_{pqt}^{*'} \right)^{-1}$. Where $\hat{\sigma}_0^2$ is a consistent by $\hat{\sigma}_0^2 = \omega_{11} - \omega_{12}' \Omega_{22}^{-1} \omega_{21}$ using the variance of previous regression.

3. Methodology

3.1. Model

In order to analyze the impact of inflation on the gold price and exchange rate, this paper considers the previous studies for model 1 (Batten, Ciner, & Lucey, 2014; Lucey, Sharma, & Vigne, 2016; Zhu, Fan, & Tucker, 2017) and model 2 (Adusei & Gyapong, 2017; Kohlscheen, 2014; Prasertnukul, Kim, & Kakinaka, 2010; Saraç & Karagöz, 2016; Yanamandra, 2015). For empirical analysis, the monetary policy is added as group control variables through real deposit interest rate (r_s) and broad money supply M2. It can be presented as monetary policy tools. Moreover, the income is selected by domestic industrial value (Y_p). The consumer price index (π_s) is present the inflation which has a time-varying elasticity α_t . The dependent variables of model 1 and model 2 are real domestic gold price (G_s) and real effective exchange rate ($REER_s$). The research proposes the model by equation (11) and (12).

$$\text{Model 1: } \ln G_s = \tau + \alpha \pi_s + \beta r_s + \gamma \ln M2_r + \xi \ln Y_p + u_t \quad (11)$$

$$\text{Model 2: } REER_s = \tau + \alpha \pi_s + \beta r_s + \gamma \ln M2_r + \xi \ln Y_p + u_t \quad (12)$$

3.2. Method

This study uses quantitative analysis method following some steps. The first step is unit root test and unit root test with breakpoint structure to check the stationary property of all variables. The second step is Johansen's cointegration test to confirm the long-run relationship between these variables. In the third step, model estimation uses different techniques include fixed coefficient cointegration and time-varying cointegration. The difference between two models is the calculated coefficient estimates whether use fixed coefficient or time-varying coefficient. CCR model has a long-run variance to remedy correlation and endogenous phenomenon (Wang & Wu, 2012). Besides, time-varying cointegration permit performs the parameter estimates change over the time.

3.3. Data source

This study uses monthly times series data from 2003 Dec to 2016 Feb. The data source includes broad money supply, deposits interest rate, consumer price index, gold price index, industrial production value, nominal gold price, real effective exchange rate. They are collected directly from International Monetary Fund (IMF), General Statistics Office (GSO), doi.j.com, and updated data Darvas (Darvas, 2012) until investing period. To standard and adjust data, this paper computes and presents in natural logarithm form for $M2_r$, $\ln G_s$, Y_p . Then, these variables also are deseasonalized using seasonal dummies. Other variables ($REER_s$, r_s , π_s) are presented by percentage.

4. Results

4.1. Unit root test with breakpoint structure.

Table 1: The result of unit root test

Variables	Augmented Dickey-Fuller (ADF) test		Augmented Dickey-Fuller (ADF) with breakpoint structure test			
	Level	1st difference	Level	Break date	1st difference	Break date
$\ln M2_r$	-2.2356	-8.8849* ¹	-5.178* ⁵	2006m12	-5.288* ⁵	2007m6
$\ln G_s$	-.9744	-8.602* ¹	-3.645	2013m1	-10.928* ¹	2006m6
$\ln Y_p$	-2.0032	-14.3427* ¹	-5.57	2012m2	-14.746* ¹	2012m2
$REER_s$	-2.3906	-9.273* ¹	-3.735	2010m7	-9.907* ¹	2008m12
r_s	-.0281	-7.7039* ¹	-2.791	2007m11	-8.990* ¹	2009m2
π_s	-1.7062	-4.9474* ¹	-3.650	2010m11	-6.619* ¹	2010m9

Note: (*¹), (*⁵), (*¹⁰) denote the significance at the 1%, 5%, and 10% levels of Zt value.

ADF with breakpoint structure test is selected using the Andrews and Zivot method.

1% = -4,025 (*¹), 5% = -3,445 (*⁵), 10% = -3,145 (*¹⁰)

1% = -5,57 (*¹), 5% = -5,08 (*⁵), 10% = -4,82 (*¹⁰)

Table 1 summarizes the outcomes of ADF and ADF with breakpoint structure unit root tests on the level and first differences of the variables. The null hypothesis cannot reject that all the variables are unit root at zero difference, except broad money supply. However, all of them are stationary with 1% significance level when conducted the first difference. The result suggests that all variables are I(1), which supports the use of the cointegration approach.

4.2. Cointegration test

After investigating the time series properties of all the variables, the research identifies the existence of long-run equilibrium. The result of Johansen test is tabulated in Table 2. The critical value (87.31) exceeds the trace test (79.38) at 5% significance level. It implies to reject the null hypothesis. For one cointegration vector, the maximum rank indicates that there are one cointegration equations at 1% significance level. Because all variables are stationary

at 1% significance level and have a cointegration relationship respectively, the research continues to analyze the next step.

Table 2: Johansen test for cointegration

Max rank	Eigen value	Trace statistic	5% critical value
0	-	119.4666	114.90
1	0.24152	79.3836* ⁵	87.31
2	0.15882	54.3057	62.99
3	0.11284	36.9442	42.44
4	0.10575	20.7375	25.32

4.3. The empirical result of fixed coefficient cointegration and time-varying coefficient cointegration

First, contrary to expectation, there is no existence of inflation impact on gold price (model 1) and exchange rate (model 2) if the study regress using fixed coefficient cointegration Table 3. Basically, when the inflation increase, the gold is an important asset instead of holding money. For model 1, only income variable affects negatively to the gold price in a long-run relationship at 1% significant level. For model 2, the income variable also provided statistically significant and positive effect to exchange rates. *Second*, fortunately, when the study examines model 1 and model 2 using time-varying cointegration Table 4, the result shows better than fixed coefficient cointegration technique. Particularly, the inflation impact effect to gold prices and exchange rates, respectively. Model 1 points out that the impact of inflation has a tendency decreasing (λ_3) and recover increasing (λ_6) afterward. Although, only one time-varying coefficient (λ_4) of inflation influences to exchange rate at 1% significant level, the model 2 demonstrates that its effect really exists. These things can not identify if the model applies fixed coefficient cointegration. *Third*, the control variable groups also give the better outcomes when time-varying can indicate many variables with significance. Regarding on model 1, the interest rate has a negative impact on gold price. One interesting point of model 2, both of interest rate and broad money supply affect to exchange rate. These variables often used to present for evaluation of monetary policy and other factors. This finding has contributed an empirical examination that the exchange rates are not only impacted by inflation but also by monetary policy (Adusei & Gyapong, 2017; Kohlscheen, 2014).

Though two empirical models using time-varying, it implements the alternative method to estimate the model in macroeconomics when policymakers or researchers cannot go ahead due to the fluctuation of key factors in financial markets as well as limitation of lack of time series data in yearly or break structure phenomenon. Hence, the striking issue can be examined and forecast which cointegration with fixed coefficient cannot cover this popular problem. Last but not least, “business cycle” will be identified easily using time-varying cointegration help propose the possible recommendation under considering what happen the economy occurred. From this, the final targeting of some policies can be accelerated smoothly

and gain the intention easily. It leads establish an effective monetary policy when solved some hard issue in econometric modeling.

Table 3: Fixed coefficient cointegration for the gold price and exchange rates

Coefficients	Gold prices		Exchange rates	
	Estimates	t-value	Estimates	t-value
τ	24.8509* ¹	3.0318	94.8905* ¹	32.5734
β	-0.00377	-0.6158	-0.00153	-0.6982
γ	0.17454	0.5397	0.03317	0.2881
ξ	-0.4455* ¹	-2.1478	0.1553* ¹	2.0969
α	0.00281	0.4848	0.00042	0.20348
Long-run variances of the CCR errors				
ω^2	0.10734		0.01442	

Table 4: Time-varying canonical cointegration model for gold price and exchange rates

Coefficients	Gold prices		Exchange rates	
	Estimates	t-value	Estimates	t-value
τ	0.79625	0.1036	108.2861* ¹	39.26852
β	0.01393* ¹	3.2567	-0.00824* ¹	-5.4148
γ	0.30922	1.4187	-0.18964* ¹	-2.4138
ξ	0.11693	1.1105	-0.00331	-0.0874
Time-varying parameter estimates α_t				
$\lambda_0:$	0.00482	0.53	-0.00156	-0.4741
$\lambda_1: (t/T)$	0.0171	0.8535	-0.00761	-1.0536
$\lambda_2: (t/T)^2$	-0.00611	-0.4789	0.00728	1.5734
$\lambda_3: \cos[2\pi(t/T)]$	-0.00367* ¹	-3.4	0.00028	0.7213
$\lambda_4: \sin[2\pi(t/T)]$	0.00039	0.817	0.00039* ¹	2.2371
$\lambda_5: \cos[4\pi(t/T)]$	-0.00043	-1.624	-2.7155e-05	-0.2812
$\lambda_6: \sin[4\pi(t/T)]$	0.00075* ¹	3.3673	-0.00013	-1.5889
Long-run variances of the CCR errors				
ω^2	0.0111		0.0017	

4. Conclusion remark and recommendations

This paper has investigated the factor as inflation to gold price and exchange rate using time-varying cointegration and fixed coefficient cointegration from 2003 Dec to 2016 Feb. By empirical analysis, we figure out the role of monetary policy on the exchange rate and gold price. Obviously, time-varying cointegration technique demonstrates the outcomes better than fixed coefficient in long-run equilibrium. This model is not only figuring out new variable at significant level but also evaluating the impact cycle of independent on the dependent variable. Especially, the impact cycle of inflation on gold price is identified. With

the typical strengths of the model in evaluating coefficients under increasing-decreasing periods, improving the validity of estimates, the study on time-varying cointegration not only apply the modern quantitative technique but estimate the economic models more relevant.

References

- [1] Adusei, M., & Gyapong, E. Y. (2017). The impact of macroeconomic variables on exchange rate volatility in Ghana: The Partial Least Squares Structural Equation Modelling approach. *Research in International Business and Finance*. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.081>
- [2] Batten, J. A., Ciner, C., & Lucey, B. M. (2014). On the economic determinants of the gold-inflation relation. *Resources Policy*, 41(1), 101–108. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2014.03.007>
- [3] Bierens, H. J., & Martins, L. F. (2010). Time-Varying Cointegration. *Econometric Theory*, 26(5), 1453–1490. <https://doi.org/10.1017/S0266466609990648>
- [4] Chang, Y., Kim, C. S., Miller, J. I., Park, J. Y., & Park, S. (2015). Time-varying Long-run Income and Output Elasticities of Electricity Demand with an Application to Korea. *Energy Economics*, 46, 334–347. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2014.10.003>
- [5] Chang, Y., & Martinez-Chombo, E. (2003). Electricity demand analysis using cointegration and error-correction models with time varying parameters: The Mexican case. *Rice University, WP2003-10*, (July), 1–27.
- [6] Darvas, Z. (2012). Real effective exchange rates for 178 countries: a new database. Bruegel Working Paper 2012/06, 15 March 2012.
- [7] Granger, C. W. J., & Lee, H. S. (1991). An introduction to time-varying parameter cointegration. In *Economic Structural Change* (pp. 139–157). Springer.
- [8] Kohlscheen, E. (2014). The impact of monetary policy on the exchange rate: A high frequency exchange rate puzzle in emerging economies. *Journal of International Money and Finance*, 44, 69–96. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2014.01.005>
- [9] Koop, G., & Korobilis, D. (2013). Large time-varying parameter VARs. *Journal of Econometrics*. <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2013.04.007>
- [10] Koop, G., Leon-Gonzalez, R., & Strachan, R. W. (2011). Bayesian inference in a time varying cointegration model. *Journal of Econometrics*, 165(2), 210–220. <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2011.07.007>
- [11] Kumar, S., Srinivasan, N., & Ramachandran, M. (2012). A time-varying parameter model of inflation in India. *Indian Growth and Development Review*, 5(1), 25–50. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1108/17538251211224123>
- [12] Lucey, B. M., Sharma, S. S., & Vigne, S. A. (2016). Gold and inflation(s) - A time-varying relationship. *Economic Modelling*, (June), 1–14. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2016.10.008>

- [13] Miller, S. M., Martins, L. F., & Gupta, R. (2017). A Time-Varying Approach of the Us Welfare Cost of Inflation. *Macroeconomic Dynamics*, 1–23. <https://doi.org/10.1017/S1365100517000037>
- [14] Park, C., & Park, S. (2013). Exchange rate predictability and a monetary model with time-varying cointegration coefficients. *Journal of International Money and Finance*, 37, 394–410. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2013.05.003>
- [15] Park, J. Y., & Hahn, S. B. (1999). Cointegrating Regressions With Time Varying Coefficients. *Econometric Theory*, 15(5), 664–703. <https://doi.org/10.1017/S0266466699155026>
- [16] Park, S. Y., & Zhao, G. (2010). An estimation of U.S. gasoline demand: A smooth time-varying cointegration approach. *Energy Economics*, 32(1), 110–120. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2009.10.002>
- [17] Prasertnukul, W., Kim, D., & Kakinaka, M. (2010). Exchange rates, price levels, and inflation targeting: Evidence from Asian countries. *Japan and the World Economy*, 22(3), 173–182. <https://doi.org/10.1016/j.japwor.2010.03.002>
- [18] Saraç, T. B., & Karagöz, K. (2016). Impact of Short-term Interest Rate on Exchange Rate: The Case of Turkey. *Procedia Economics and Finance*, 38(October 2015), 195–202. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(16\)30190-3](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(16)30190-3)
- [19] Wang, Q., & Wu, N. (2012). Long-run covariance and its applications in cointegration regression. *Stata Journal*, 12(3), 515–542. <https://doi.org/10.1016/j.japwor.2010.03.002>
- [20] Yanamandra, V. (2015). Exchange rate changes and inflation in India: What is the extent of exchange rate pass-through to imports? *Economic Analysis and Policy*, 47, 57–68. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2015.07.004>
- [21] Zhang, X., Liu, X., Hang, J., & Yao, D. (2017). The dynamic causality between commodity prices, inflation and output in China: a bootstrap rolling window approach. *Applied Economics*, 0(0), 1–19. <https://doi.org/10.1080/00036846.2017.1321835>
- [22] Zhu, Y., Fan, J., & Tucker, J. (2017). The impact of monetary policy on gold price dynamics. *Research in International Business and Finance*. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.100>
- [23] Zuo, H., & Park, S. Y. (2011). Money demand in China and time-varying cointegration. *China Economic Review*, 22(3), 330–343. <https://doi.org/10.1016/j.chieco.2011.04.001>

AN OVERVIEW OF THE EXTANT LITERATURE ON THE IMPLEMENTATION AND EFFECTIVENESS OF MONETARY TRANSMISSION POLICIES BY THE FEDERAL RESERVE IN RESPONSE TO THE GREAT RECESSION OF 2007-2009

Dr. Everett E. Myers

New York University (Ret.)

Dr. Nguyen Phu Ha

VNU - University of Economics and Business

Abstract

This paper is a review essay focusing on the Federal Reserve's monetary response to the financial crisis. It draws attention to the traditional and unconventional tools of monetary policy, as well as the literature evaluating their efficacy, during and in the aftermath of the financial crisis and the Great Recession of 2007-2009. The findings from the literature review and empirical evidence suggests unconventional monetary tools were effective in stabilizing financial markets by reducing interest rate spreads however, the efficacy of Quantitative Easing (QE) and its relationship to inflation and GDP growth is mixed. Much has been written about the causes of the financial crisis of 2007-2009 and while researchers may differ on the importance of various factors, there appears to be consensus on four factors that contributed to the crisis: (1) asset price increases that turned out to be unsustainable; (2) credit booms that led to excessive debt burdens; (3) build-up of marginal loans and systemic risk; and (4) the failure of regulation and supervision to keep up with financial innovation (Claessens & Kose, 2013). However, the story is not complete especially since the effects of the FED's USD 4.4 trillion balance sheet unwinding has yet to begin.

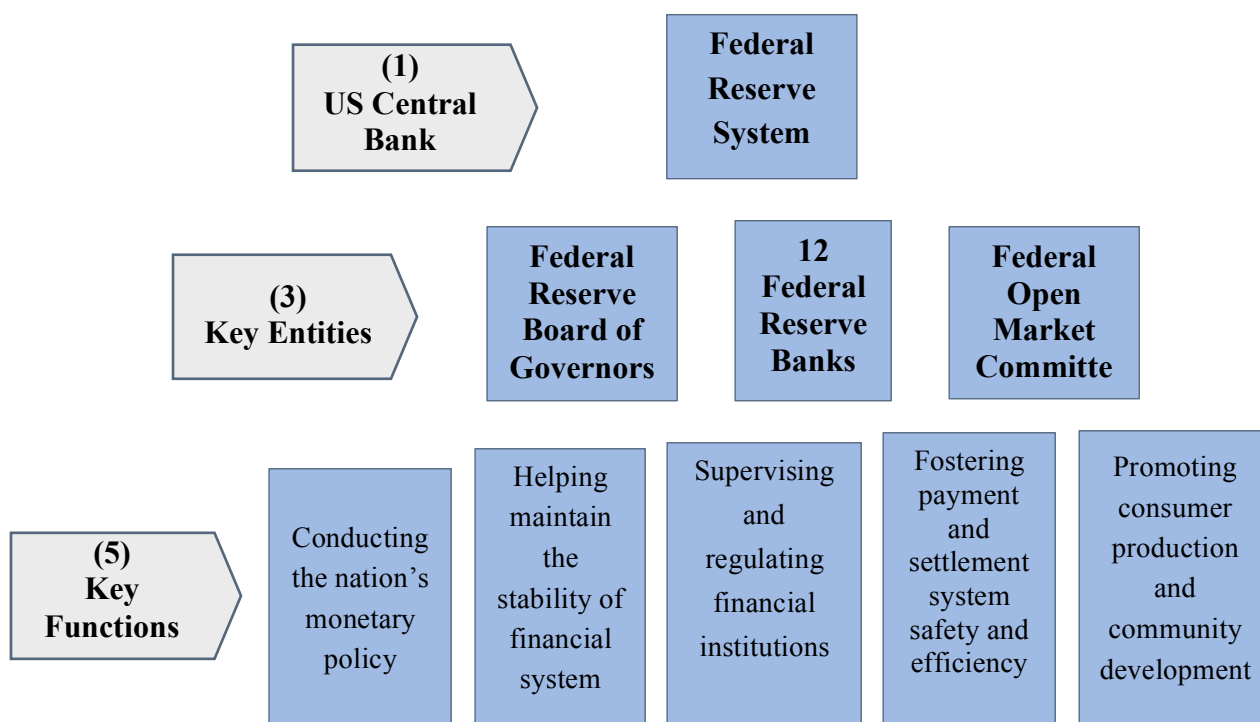
Keywords: *Unconventional Monetary Policy; Federal Reserve; Great Recession; and Financial Crisis 2007-2009.*

1. Introduction and Background to the Problem

This article is a review essay, the purpose of which is to examine the extant literature on the monetary policies adopted by the Federal Reserve in the wake of the financial crisis and Great Recession of 2007-2009. Emphasis is placed on the literature analyzing the "unconventional" monetary tools and their efficacy during and after the financial crisis.

The Federal Reserve is unique among central banks. By statute, the U. S. Congress provided for a central banking system with public and private characteristics. As the central banking institution of the United States, the Federal Reserve has a dual mandate: (1) to maintain price stability and (2) to help the economy remain near maximum sustainable employment.

Figure 1. The Federal Reserve System



Source: Federal Reserve System

As figure 1 illustrates, the Federal Reserve System performs five functions in the public interest: (i) conducts the nation’s monetary policy to promote maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates in the U.S. economy; (ii) promotes the stability of the financial system and seeks to minimize and contain systemic risks through active monitoring and engagement in the U.S. and abroad; (iii) promotes the safety and soundness of individual financial institutions and monitors their impact on the financial system as a whole; (iv) fosters payment and settlement system safety and efficiency through services to the banking industry and the U.S. government that facilitate U.S.-dollar transactions and payments; and (v) promotes consumer protection and community development through consumer-focused supervision and examination, research and analysis of emerging consumer issues and trends, community economic development activities, and the administration of consumer laws and regulations (Federal Reserve Bank, 2017).

While all five functions of the Federal Reserve are important and necessary for sustainable and efficient market behaviors, this paper will focus of the Federal Reserve’s monetary response to the financial crisis and Great Recession of 2007-2009.

The Great Recession began in December 2007 and officially ended in June 2009, which makes it the longest recession since World War II. It began with the rising defaults in the mortgage housing market, specifically the subprime mortgage segment. Some would have us believe the collapse of the subprime mortgage segment was the only cause. However, we will see later there were several contributing factors leading to what would become the largest bailout in U.S history and the worst recession since the Great Depression of the 1930s. At the

beginning of the crisis, The Federal Reserve initially believed reductions in the inter-bank rate would be sufficient to stem the tide. However, a series of financial shocks beginning with the collapse of Lehman Brothers on September 15, 2008, American International Group (AIG) collapse on September 16 and, on the same day, the Reserve Primary Fund “*broke the buck*”, (Net Asset Value fell below \$1.00). The financial shocks from the events of September 2008, originating from the non-bank financial sector, triggered the Federal Reserve to rethink traditional monetary policy and instead embark on a path to developing and employing monetary policies that were indeed unconventional.

To provide context, the magnitude of the financial crisis gripping the U.S and subsequently the global financial system, are summarized in the eight points and tables that follow. What was about to unfold in the financial markets beginning in 2007 was no standard business cycle contraction, but rather the beginnings of what could become a global financial collapse. The financial crisis and Great Recession had an enormous negative impact in several key areas:

First, the U.S. Gross Domestic Product (GDP) fell 4.3 percent from its peak in the later part of 2007 to its trough in the middle of 2009, which made the Great Recession the largest decline in U. S. GDP in the postwar era;

Second, the GDP gap (Potential GDP versus Actual GDP) was also pronounced during the Great Recession and by some estimates exceed 1 trillion USD;

Third, in the early summer of 2007, the LIBOR/OIS spread was just 10 basis points. In August, as a credit crunch got under way, the spread rose quickly. It reached 85 bps on Sept. 14, 2007, when the Bank of England announced the rescue of Northern Rock, a major mortgage lender in the United Kingdom. By the summer of 2008, the LIBOR/OIS spread had settled into what seemed a new normal at around 100 bps. When Lehman Bros. filed for bankruptcy on September 15, 2008, setting off a global bankruptcy crisis, the spread spiked, reaching 365 bps on Oct. 10 of that year.

Figure 2. Change in Real GDP

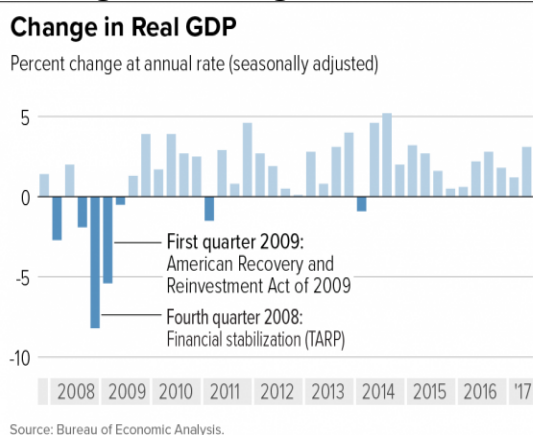
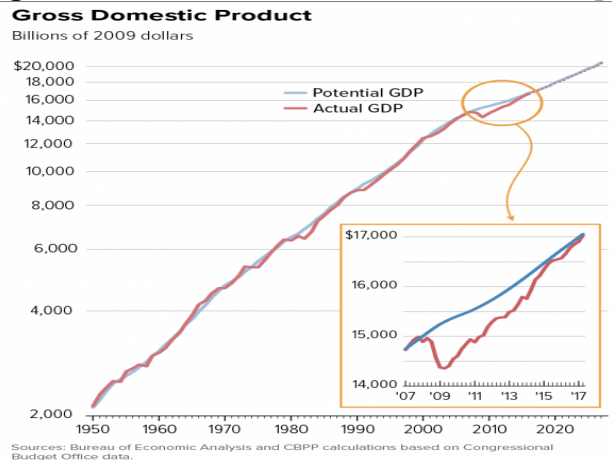


Figure 3. Estimated Gross Domestic Product Gap



Fourth, the “official” unemployment rate, which was approximately 5 percent in December 2007, rose to 9.5 percent in June 2009, and peaked at 10 percent in October 2009. The rate of job losses was unprecedented in the Great Recession and the restoration of jobs slow;

Figure 4. Percentage Change in Employment Since Start of Great Recession

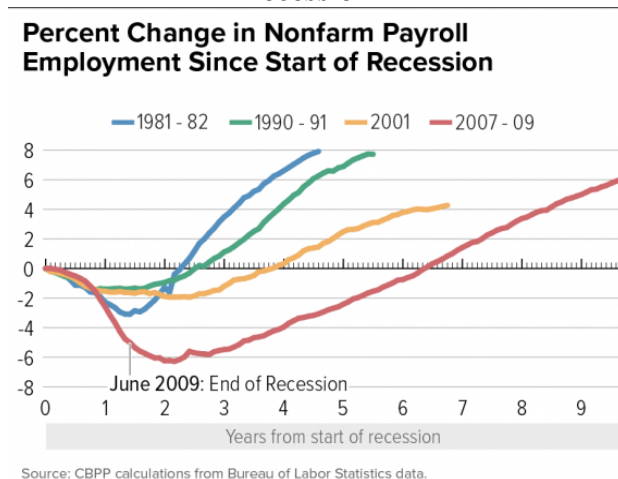
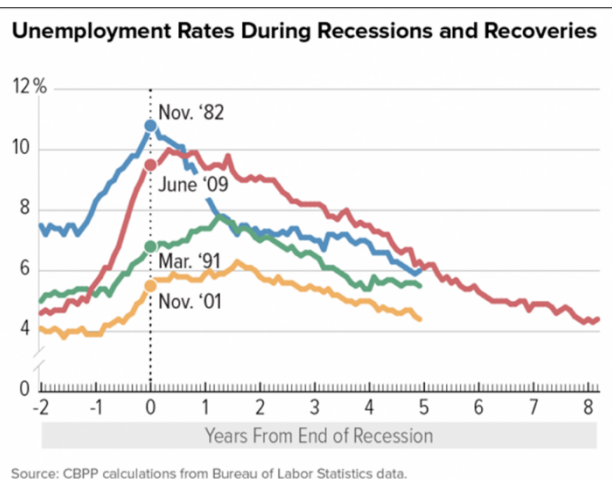


Figure 5. Unemployment Rates During Recessions and Recoveries



CENTER ON BUDGET AND POLICY PRIORITIES | CBPP.ORG

CENTER ON BUDGET AND POLICY PRIORITIES | CBPP.ORG

Fifth, historically, it takes 4-5 years after a recession to normalize employment to pre-recession levels. While the Great Recession technically ended in June 2009, the unemployment rate did not reach pre-recession levels until late 2015 or almost six years later. While the “official unemployment rate” (U-3) has fallen to 4.4%, as of August 2017 U-6, a broader measure of unemployment and under-employment (total unemployed, plus all marginally attached workers, plus total employed part time for economic reasons, as a percent of the civilian labor force plus all marginally attached workers) remains in the 8.6% range.

Sixth, the rise in the unemployment rate and bleak prospects of finding a job began a decline in the percentage of the population in the labor force which resulted in the percentage of the population with a job to decline precipitously and remain low for much of the period. Moreover, long-term unemployment remained high until 2015, six years after the technical end of the Great Recession.

Seventh, average hourly earnings of employees on private payrolls grew modestly through much of the recovery, and to date have averaged 2.2 percent annually. Over much of the economic recovery, real (inflation-adjusted) wages hardly grew and have failed to keep up with increases in workers' productivity (output produced per hour of work). As a result, the share of national income going to profits rose relative to that going to wages (CBPP, 2017).

Eight, the broader monetary effects of the Great Recession were just as devastating: (a) home prices falling approximately 30 percent, on average, from their mid-2006 peak to mid-2009 and foreclosure rates skyrocketed; (b) the S&P 500 index fell 57 percent from its October 2007 peak of 1576 to its trough of 676 in March 2009 and the Dow Jones Industrial Average fell approximately 50% as well; (c) the net worth of US households and nonprofit

organizations fell from a peak of approximately \$69 trillion in 2007 to a trough of \$55 trillion in 2009 (CBPP, 2017).

Figure 6. Historical Unemployment & Long-Term Unemployment Rates

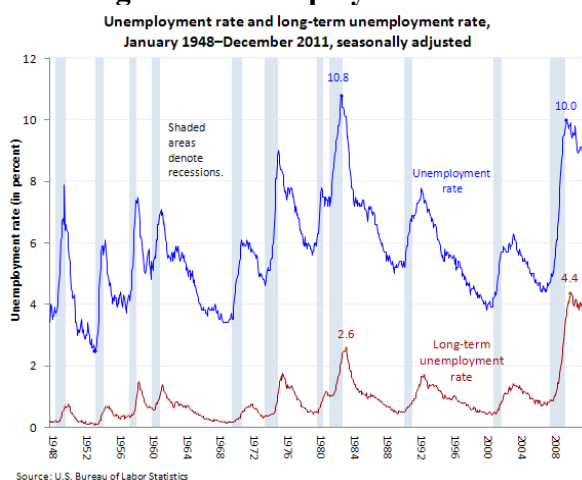
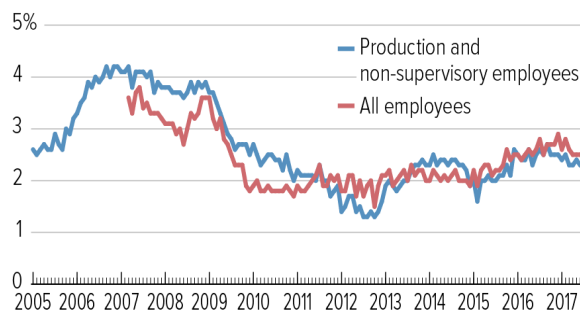


Figure 7. Average Hourly Earnings-Private Sector

Average Hourly Earnings: Private Sector

Change in average hourly earnings from one year earlier



Source: CBPP calculations from Bureau of Labor Statistics Data

The speed and magnitude of the negative effects of the Great Recession and the financial crisis contagion that was gripping the global markets convinced the Fed that this time would indeed be different. The traditional tools of implementing monetary policy heretofore used in prior business cycles would be woefully inadequate in addressing the forces driving a precipitous credit crunch, downturn in the business cycle, and preventing the potential of a global depression.

2. Response of the Central Bank of the United States: The Federal Reserve

As the financial crisis and recession expanded, measures intended to restrain the negative impacts of the financial fallout and resuscitate economic growth were implemented. The United States, like many other nations, enacted monetary and fiscal stimulus programs. However, it became apparent the traditional monetary tools would be insufficient to deal with the scale of the financial crisis and the ensuing Great Recession. Since the 1980s, credit had increasingly been generated outside of the traditional banking system through what is known as the shadow banking system. According to Pozsar, Adrian, Ashcraft, and Boesky (2010), shadow banks are “financial intermediaries that conduct maturity, credit, and liquidity transformation without explicit access to central bank liquidity or public-sector credit guarantees. Examples of shadow banks include insurance companies, asset-backed commercial paper (ABCP) conduits, structured investment vehicles (SIVs), credit hedge funds, money market mutual funds, securities lenders, limited-purpose finance companies (LPFCs), and the government-sponsored enterprises (GSEs).”

The Federal Reserve controls the monetary base (currency plus bank reserves) therefore the traditional or conventional tools of monetary policy (FMOC; Discount Window; and Reserves) would be insufficient in addressing a financial crisis outside the banking sector. Moreover, at the lower bound for interest rates (near zero) conventional monetary tools could do only so much and therefore not adequate to stem the domino-effect of the financial

contagion taking place in the markets. A great deal of the toxic assets responsible for the financial crisis were held by non-bank institutions with no access to the liquidity tools available to the banking sector. Moreover, the leverage ratios of the non-bank firms were high, exceeding 40%, especially the security and investment banking firms, and in the case of AIG there were no reserves in support of the Credit Default Swaps (CDS) they were underwriting making them vulnerable to market disruptions. As such, necessity being the mother of invention, unconventional monetary tools, specially targeted to non-bank institutions and specific financial markets, were utilized in an effort to stabilize the financial markets.

2.1. The Federal Reserve's Monetary Response

The Federal Reserve's response to the crisis evolved over time and took a number of nontraditional avenues. Initially, the Fed employed "traditional" policy actions by reducing the federal funds rate from 5.25 percent in September 2007 to a range of 0-0.25 percent in December 2008. However, the financial contagion spreading in the non-bank sector was potentially leading to a full-scale financial panic. In response to these developments the Federal Reserve initiated three broad programs to address the crisis: (1) "those aimed at addressing severe liquidity strains in key financial markets, (2) those aimed at providing credit to troubled systemically important institutions, and (3) those aimed at fostering economic recovery by lowering longer-term interest rates." (Federal Reserve, 2017).

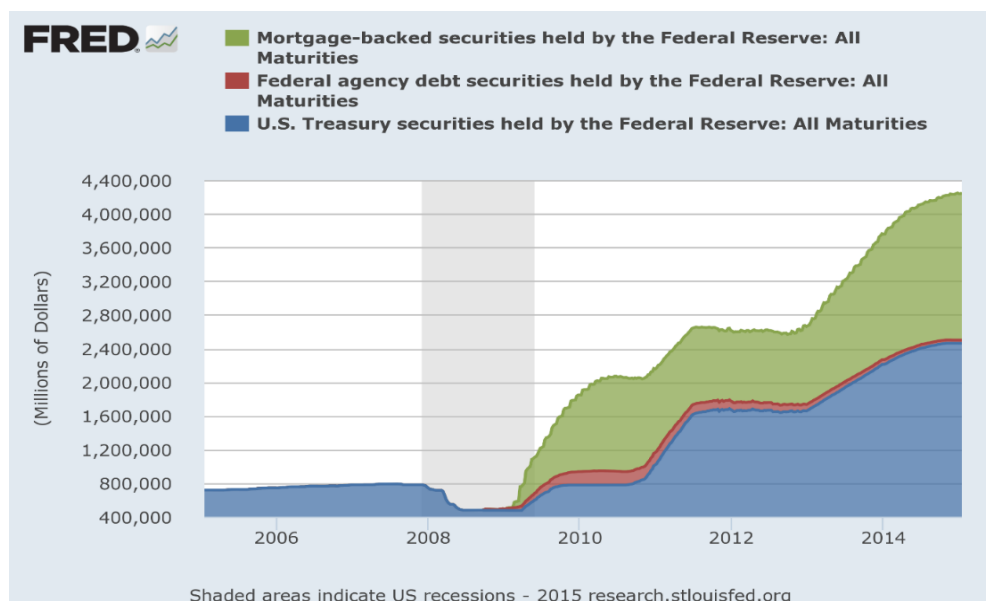
- The emergency liquidity programs that the Federal Reserve enacted provided secured and mostly short-term loans. Over time, these programs helped to alleviate the strains and to restore normal functioning in a number of key financial markets, supporting the flow of credit to businesses and households. As financial markets stabilized, the Federal Reserve closed most of these programs. According to the Board of Governors of the Federal Reserve the programs achieved their intended purposes with no loss to taxpayers.

- The Federal Reserve, along with other federal agencies, also provided credit to several systemically important bank and non-bank financial institutions to include Bear Stearns, JPMorgan Chase, and Maiden Lane LLC; AIG, Maiden Lane II and III; Bank of America; and Citigroup.

- The Federal Reserve provided economic stimulus by lowering interest rates. With the federal funds rate at its effective lower bound of 0 to 0.25 basis points, the FOMC provided further monetary policy stimulus through large-scale purchases of longer-term Treasury debt, federal agency debt, and agency mortgage-backed securities (agency MBS). These asset purchases helped to lower longer-term interest rates and generally improved conditions in private credit markets.

The monetary policy employed by the Federal Reserve Bank was to embark on a stimulus plan that was unprecedented. The results were an extraordinary expansion of the Federal Reserve's balance sheet from approximately \$900 billion USD to \$4.5 trillion dollars, monetary policy transmission outside the banking sector, and the enlargement of eligible collateral acceptable for borrowing from the Federal Reserve Bank.

Figure 8. Securities by Type Held by the Federal Reserve Bank



2.2. Conventional Monetary Tools

Let me first clarify what we mean by ‘conventional’ measures. Contemporary monetary policy establishes a target for the overnight interest rate in the interbank money market and adjusting the supply of central bank money to that target through open market operations. If the Fed buys significant quantities of Treasury securities then the supply of those securities declines. As supply falls, the prices of those securities rise, and the yields on these assets decline. However, in normal times the policy transmission method is through the federal funds rate (overnight rate that banks lend to each other) utilizing overnight repurchase agreements. In other words, in *normal times* the Federal Reserve does not buy and hold the Treasuries on their balance sheet for long periods of time. Moreover, conventional monetary policy does not involve direct lending to the private sector or the outright purchases of corporate debt or other types of debt instrument.

Historically, there were three primary monetary tools at the disposal of the Federal Reserve in conducting monetary policy (Table 1).

Table 1. Conventional Monetary Tools

<i>Tools</i>	<i>Description</i>
Open Market Operations	Purchases and sales of U.S. Treasury and federal agency securities—the Federal Reserve's principal tool for implementing monetary policy.
Discount Rate	The interest rate charged to commercial banks and other depository institutions on loans they receive from their regional Federal Reserve Bank's lending facility—the discount window.
Reserve Requirements	The amount of funds that a depository institution must hold in reserve against specified deposit liabilities.

2.3. Efficacy of the Federal Reserve’s Unconventional Monetary Policies

A large number of studies have investigated the effects of the Federal Reserve’s unconventional monetary policies in the wake of the financial crisis and Great Recession to

include, Rogers, Scotti and Wright (2014), D'Amico, Lopez-Salido and Nelson (2013), D'Amico and King (2013); Joyce and Tong (2013), Li and Wei (2013), Bauer and Rudebusch, (2012), Hamilton and Wu (2012); Rosa (2012); Gagnon *et al* (2011), Krishnamurthy and Vissing-Jorgensen (2011), Meaning and Zhu (2011), Swanson (2011), and Neely (2010).

Several researchers analyzed specific programs (AMLF; CPFF; TAF; TALF; LSAP - see Table 2.2) in their attempt to understand the usefulness of unconventional monetary programs employed during the financial crises. The majority of researchers concluded the programs were successful, to varying degrees, in reducing rates and helping to stabilize the markets:

Duygan-Bump, Parkinson et al. (2010) found that the AMLF helped to stabilize net asset flows to mutual money market funds and improved liquidity as evidenced by a 78-basis point decrease in the overnight spread.

Adrian, Kimbrough et al. (2010) suggested the CPFF quieted the strains in the commercial paper market as evidenced by the decline in the one-month AA financial commercial paper - OIS spread from 188 basis points on October 27 to 38 basis points during the month of December, while the ABCP spread declined from 256 basis points to 86 basis points.

McAndrews, Sarkar et al. (2008) ; Wu (2008) ; Christensen, Lopez et al. (2009); Hooper and Sloock (2009) examined the effectiveness of the TAF in the pre-Lehman period and found a significant impact from TAF in relieving financial strains in the markets. It should be noted that Taylor and Williams (2009), suggests the TAF had no impact on easing credit markets.

2.4. Unconventional Monetary Tools

In general, unconventional measures can be defined as those policies that directly target the cost and availability of external finance to banks, households and non-financial companies. According to Smaghi (2009), “unconventional measures may be seen as an attempt to reduce the *spreads* between various forms of external finance, thereby affecting asset prices and the flow of funds in the economy.”

Because of the financial crisis and Great Recession, the Fed adopted several unconventional tools that specifically targeted segments of the financial system that were under stress, to include non-bank firms, in order to provide liquidity and restore effective market functioning. The enabling authority permitting the Federal Reserve Bank to provide emergency liquidity to non-depository institutions may be found under Section 13(3) of the Federal Reserve Act.

The Federal Reserve utilized two principal unconventional monetary tools. The first was large-scale asset purchases (LSAP), referred to by most people as quantitative easing, or QE. The second was forward policy guidance; that is, communicating likely future Fed policy actions. Table 2 identifies the various unconventional programs utilized by the Federal Reserve during the financial crisis.

Campbell, Covitz et al. (2011) found that the spread between AAA Auto ABS and CDX (which is a measure for the market-wide price and level of risk) decreased by 63 basis points on March 3, 2009, when the Fed announced that the first TALF subscription would take place on March 17. After the successful completion of the first subscription of the TALF program the rates declined by an additional 40 basis points.

Table 2. Unconventional Monetary Tools Implemented During Financial Crisis

<i>Tools</i>	<i>Description</i>
Money Market Investor Funding Facility (MMIFF) (Oct, 2008-Oct, 2009)	MMIFF is designed to provide liquidity to U.S. money market investors.
Term Auction Facility (TAF) (Dec, 2007- Mar, 2010)	TAF is auctioned to depository institutions, allowing them to place a bid for an advance from its local Federal Reserve Bank at the auctioned interest rate, thereby creating efficiently disseminated liquidity provisions even when the unsecured interbank markets are under stress.
Term Securities Lending Facility (TSLF) (Mar, 2008-Feb, 2010)	TSLF is a 28-day facility that offers Treasury general collateral to the Federal Reserve Bank of New York's primary dealers in exchange for other program-eligible collateral.
Primary Dealer Credit Facility (PDCF) (Mar, 2008- Feb, 2010)	PDCF is an overnight loan facility that provides funding to primary dealers in exchange for a specified range of eligible collateral and is intended to foster the functioning of financial markets more generally. That enable primary_dealers borrow directly from the Fed when this used to be prohibited.
Asset Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (ALMF) (Sept, 2008-Feb, 2010)	All U.S. depository institutions, bank holding companies (parent companies or U.S. broker-dealer affiliates), or U.S. branches and agencies of foreign banks were eligible to borrow under this facility pursuant to the discretion of the FRBB.
Interest on Reserves (Oct 2008)	The Federal Reserve banks will pay interest on reserve balances (required and excess) held by depository institutions.
Term Deposit Facility (TDF)	A program through which the Fed offer interest-bearing term deposits to eligible institutions, reversing the efforts that have been employed to provide liquidity to the financial markets and to reduce the amount of capital available to the economy.
Commercial Paper Funding Facility (CPFF) (Oct, 2008- Feb, 2010)	Further expanded the collateral it will loan against to include commercial_paper. The action made the Fed a crucial source of credit for non-financial businesses in addition to commercial banks and investment firms. At its peak, the CPFF had \$350 billion of loans outstanding.

Large Scale Asset Purchases (LSAP) or Quantitative Policy (Nov2008)	The Federal Reserve buys back corporate bonds and mortgage backed securities held by banks or other financial institutions.
Maturity Extension Program & Reinvestment Policy (Operation Twist)- (Sep 2011-Dec 2012)	Simultaneously selling short-term securities while buying long-term ones. Buying bonds will increase the demand for these securities and increase their price, which brings down interest rates.
Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) (Mar 2009-June, 2010)	A funding facility that helped market participants meet the credit needs of households and small businesses by supporting the issuance of asset-backed securities (ABS) collateralized by loans of various types to consumers and businesses of all sizes.
Forward Guidance	Forward guidance is a tool used by a central bank to exercise its power in monetary policy in order to influence, with their own forecasts, market expectations of future levels of interest rates.

Dudley (2009) also finds proof of the effectiveness of the TALF in the gradual revival of consumer ABS securities issuances from March 2008 on. Moreover, he finds that these new issues were only financed slightly more than half by TALF loans. “This means that the TALF is helping to restart the market, rather than the TALF being the market” (Dudley 2009, p.1).

D’Amico and King (2010); Doh (2010); Gagnon, Raskin et al. (2010); Krishnamurthy and Vissing-Jorgensen (2011), found the LSAP was indeed effective in reducing the yields of agency debt and agency mortgage-backed securities.

While there are differences in degrees, the studies found noticeable positive effects, especially with regard to the Federal Reserve’s asset purchases as evidenced by the decline in long-term interest rates. Moreover, the empirical evidence in that a financial depression was avoided lends credence to the proposition that the unconventional tools were effective in helping to contain the ensuing financial contagion and thereby stabilize the financial markets. However, the evidence in support of the efficacy of unconventional monetary policy in achieving the ultimate goals of inflation and real economic activity is mixed. Inflation has remained below the FOMC target and GDP growth has been tepid, although the trend is to the upside. According to Williamson (July 2015), Vice President at the Federal Reserve Bank of St. Louis, “There is no work, to my knowledge, that establishes a link from QE to the ultimate goals of the FED—inflation and real economic growth.” (p.9).

3. Policy Implications for The State Bank of Vietnam

First, it is critically important to prevent excessive leverage. Capital adequacy in the Basel framework is a percentage of risk-weighted assets to equity. An ***Explicit Leverage Ratio***, similar to the regulatory constraints on leverage imposed by the Bank of Canada, would place a clear upper bound on leverage which could prove useful during an expansionary economic period.

Second, securitization was intended to transfer credit risk to those better able to absorb losses, however the reality was to make the financial system increasingly vulnerable by allowing banks and other intermediaries to “leverage up” by buying one another’s securities.

Third, reverse, at least partially, some of the financial deregulation that helped lead to the crisis. The extant literature analyzing the effects of the repeal of Glass-Steagall is mixed, however what is not in dispute is that changes to Glass-Steagall allowed the biggest banks to grow bigger, which has raised new concerns about risks to the financial system. Simply put, if you’re too big to fail.....You’re Too Big!

Fourth, when an industry or company is protected from their adverse actions i.e., moral hazard arises. The bailouts of companies should be avoided and if they are unavoidable, shareholders and creditors should carry the losses.

Fifth, monetary policy, while clearly beneficial, is not sufficient in a severe recession. A more intense focus on expansionary fiscal policy may have helped to speed the recovery, especially for Main Street. The notion that austerity can be expansionary in a deep recession is problematic and therefore the precepts of Keynesian economics should remain in the forefront of policy decisions.

Sixth, the *lean versus clean* debates in monetary policy circles continues however, given the experiences from the credit-driven bubble of 2007-2009 there appears to be a much stronger case for *leaning* into credit-driven bubbles rather than waiting to clean them up after they have burst. Prior to the financial crisis monetary policy and financial stability policies were conducted separately. Monetary policy tools would focus on inflation and output gaps and financial stability would be the domain of prudential regulation and supervision. In the wake of the crisis this dichotomy should be revisited (Mishkin, 2011 and White 2009).

Seventh, be skeptical of econometric models. The FRB/US model used by the Federal Reserve Bank did not take into account financial frictions and their potential negative macro-economic impacts. Moreover, the proprietary models of Value-at-Risk used by the banks did not capture the true risks inherent in the system.

4. Conclusions

Much has been written about the causes of the financial crisis of 2007-2009 and while researchers may differ on the importance of various factors, there appears to be consensus on four factors that contributed to the crisis: (1) asset price increases that turned out to be unsustainable; (2) credit booms that led to excessive debt burdens; (3) build-up of marginal loans and systemic risk; and (4) the failure of regulation and supervision to keep up with financial innovation (Claessens & Kose, 2013).

The last point-failure of regulation and supervision deserves additional attention. According to the conclusions of the Financial Crisis Inquiry Report (2011), the Commissioners (although not unanimous) singled out the Federal Reserve for a lack of oversight asserting, ***“The prime example is the Federal Reserve’s pivotal failure to stem the flow of toxic mortgages, which it could have done by setting prudent mortgage-lending***

standards. The Federal Reserve was the one entity empowered to do so and it did not.” (xvii). Moreover, “We conclude widespread failures in financial regulation and supervision proved devastating to the stability of the nation’s financial markets.” (xviii).

The main source of market failure in banking is negative externalities which occur when individual banks do not take into consideration the wider effects of their decisions. To better address negative externalities, the regulators should increase the use of *thematic reviews*—industry-wide areas of interest to the regulators. Additionally, the internal risk models used by the banks must be reexamined considering their inability to accurately capture the true risks to liquidity and capital impairment. The implementation of floors in the various models as a method to better provide objective measures is necessary. Lastly, the debate surrounding the “*principles based versus rules based*” system of financial regulation is a false debate. The focus of regulation should be on the outcomes. A convergence of the regulatory frameworks adopting both a principles and rules based schema (Principles-cum-Rules) would combine the best practices of both regulatory regimes by articulating the overarching outcomes supported by strong, very strong, prudential rules.

Considerable uncertainty remains about the effectiveness and costs of unconventional monetary policies, especially as they relate to the unwinding of the Federal Reserve’s balance sheet. Though no counterfactual exists, the *prima facie* evidence supports the ascertaintin that the use of unconventional monetary tools and transmission methods reduced spreads and prevented a credit-driven bubble from becoming a global depression. However, the authors believe the crisis could and should have been avoided had the U. S not had 30 years of financial deregulation which dismantled many of the safeguards put in place after the Great Depression. The financial setor’s efforts to reduce regulation and oversight were championed by the \$2.7 billion (1999-2008) in reported lobbying expenses along with their incessant mantra that regulation stifels innovation. It would appear, therefore, that unconventional monetary policy, unforntuantely, has become the new normal.

“To widen the market and to narrow the competition, is always the interest of the dealers...The proposal of any new law or regulation of commerce which comes from this order, ought always to be listened to with great precaution, and ought never to be adopted till after having been long and carefully examined, not only with the most scrupulous, but with the most suspicious attention. It comes from an order of men, whose interest is never exactly the same with that of the public, who have generally an interest to deceive and even oppress the public, and who accordingly have, upon many occasions, both deceived and oppressed it.”

Adam Smith (1776), The Wealth of Nations

References

- [1] Bauer, Michael D., and Glenn D. Rudebusch (2014), "The Signaling Channel for Federal Reserve Bond Purchases," *International Journal of Central Banking*, 10, 233–289.
- [2] Board of Governors of the Federal Reserve System. "Reports and Disclosures--Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet." Last updated September 27, 2013, http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_reports.htm.
- [3] Board of Governors of the Federal Reserve System, Office of Inspector General. "The Federal Reserve's Section 13(3) Lending Facilities to Support Overall Market Liquidity: Function, Status, and Risk Management." November 2010, http://oig.federalreserve.gov/reports/FRS_Lending_Facilities_Report_final-11-23-10_web.pdf
- [4] Board of Governors of the Federal Reserve. *The Federal Reserve System: Purposes and Functions*. Board of Governors of the Federal Reserve System, June 2009. https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf_1.pdf
- [5] Campbell, J.R., Fisher, J.D., Justiniano, A., & Melosi, L. (June, 2016). Forward Guidance & Macroeconomic Outcomes since the Financial Crisis. Working Paper No. 2016-07. Federal Reserve Bank of Chicago.
- [6] Campbell, S., D. Covitz, et al. (2011). "Securitization Markets and Central Banking: An Evaluation of the Term Asset-Backed Securities Loan Facility." Finance and Economics Discussion Series.
- [7] Chart Book: The legacy of the Great Recession (September 2017) Center on Budget & Policy Priorities <https://www.cbpp.org/research/economy/chart-book-the-legacy-of-the-great-recession>. Retrieved September 30, 2017.
- [8] Christensen, J. H. E., J. A. Lopez, et al. (2009). "Do central bank liquidity facilities affect interbank lending rates?" Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 13.
- [9] Claessens, S., & Kose, M.A, (2013) Financial Crisis: Explanations, Types, and Implications. IMF Working Paper 13/28. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1328.pdf>
- [10] Crawford, A., Graham, C. & Bordeleau, E. (June 2009). Regulatory Constraints on Leverage: The Canadian Experience. Bank of Canada, Financial System Review (pp.45-50).
- [11] D'Amico, Stephania and Thomas B. King (2013), "Flow and Stock Effects of Large-Scale Treasury Purchases," *Journal of Financial Economics*, 108, 425–448.
- [12] D'Amico, Stephania, William English, David Lopez-Salido, and Edward Nelson (2012), "The Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchase Programs: Rationale and Effects," *Economic Journal*, 122, 415–446.
- [13] Doh, T. (2010). "The efficacy of large-scale asset purchases at the zero lower bound." Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review: 5-34.

- [14] Dudley, W. (2009). "A preliminary assessment of the TALF." Speech (Jun 4).
- [15] Dudley, W. C. (2007). "May you live in interesting times." Remarks at the Federal Reserve Bank of Philadelphia, October 17.
- [16] Duygan-Bump, B., P. M. Parkinson, et al. (2010). "How Effective Were the Federal Reserve Emergency Liquidity Facilities? Evidence from the Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility." FRB of Boston Quantitative Analysis Unit Working Paper No. 10-3.
- [17] Engen, Eric M., Thomas Laubach, and David Reifschneider (2015). "The Macroeconomic
- [18] Effects of the Federal Reserve's Unconventional Monetary Policies," Finance and Economics
- [19] Discussion Series 2015-005. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System,
- [20] <http://dx.doi.org/10.17016/FEDS.2015.005>.
- [21] Federal Reserve Act 1913. Pub. L. 63-43, ch. 6, 38 Stat. 251 (1913).
- [22] Financial Crisis Inquiry Commission (January 2011). The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States. Government Printing Office: Wash, D.C. <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>
- [23] Gagnon, Joseph, Matthew Raskin, Julie Ramache, and Brian Sack (2011), "The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases," *International Journal of Central Banking*, 7, 3-43.
- [24] Hamilton, James D., and Cynthia Wu (2012), "The Effectiveness of Alternative Monetary Policy Tools in a Zero Lower Bound Environment," *Journal of Money, Credit, and Banking*, 44, 3-46.
- [25] Hooper, P. and T. Slovic (2009). "Are the Fed's Programs Working?" Deutsche Bank Global Economic Perspectives.
- [26] Krishnamurthy, A. and A. Vissing-Jorgensen (2011). "The effects of Quantitative Easing on Interest Rates. Macroeconomic impact of non-standard monetary policy measures. Conference Macroeconomic impact of non-standard monetary policy measures', Frankfurt Am Main.
- [27] Li, Canlin, and Min Wei (2013), "Term Structure Modeling with Supply Factors and the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchase Programs," *International Journal of Central Banking*, 9, 3-39.
- [28] Madigan, Brian F., and William R. Nelson. "[Proposed Revision to the Federal Reserve's Discount Window Lending Programs](#)." *Federal Reserve Bulletin* 88, no. 7 (July 2002): 313-19.
- [29] McAndrews, J., A. Sarkar, et al. (2008). "The Effect of the Term Auction Facility on the London Inter-Bank Offered Rate."

- [30] Meaning, Jack and Feng Zhu (2011), “The Impact of Recent Central Bank Asset Purchase Programmes,” *BIS Quarterly Review*, 73□83.
- [31] Neely, C. (2010), “The Large□Scale Asset Purchases Had Large International Effects,” Federal Reserve Bank of St. Louis, working paper no. 2010□18A.
- [32] Mishkin, F. S. (2011). Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis. Working Paper 16755. <http://www.nber.org/papers/w/16755>.
- [33] Ng, Serena & Wright, J.F. (2015) Facts and Challenges from the Great Recession for forecasting and macroeconomic modeling. Working Paper 19469 <http://www.nber.org/papers/w/19469>.
- [34] Pozar, Z., Adrian, T., Ashcroft, A., & Boesky, H. (June 2-10). Shadow Banking. Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 458.
- [35] Rogers, John H., Chiara Scotti, and Jonathan H. Wright (2014), “Evaluating Asset□Market Effects of Unconventional Monetary Policy: A Cross□Country Comparison,” Federal Reserve Board, International Finance Discussion Papers no. 1101.
- [36] Rosa, Carlos, (2012), “How ‘Unconventional’ Are Large□Scale Asset Purchases? The Impact of Monetary Policy on Asset Prices,” Federal Reserve Bank of New York, staff report no. 560.
- [37] Swanson, Eric T. (2011), “Lets Twist Again: A High□Frequency Event□Study Analysis of Operation Twist and Its Implications for QE2,” *Brookings Papers on Economic Activity*, 42, 151□188.
- [38] Taylor, John, B. and John Williams (2009). “A Black Swan in the Money Market,” *American Economic Journal: Macroeconomics* 1(1): 58-83
- [39] United States Government Accountability Office. “Federal Reserve System: Opportunities Exist to Strengthen Policies and Processes for Managing Emergency Assistance.” GAO-11-696. Washington, DC: United States Government Accountability Office, July 21, 2011.
- [40] White, William R. (2009). “Should Monetary Policy ‘Lean or Clean’?” Federal Reserve Bank of Dallas Working Paper No. 34. (August)
- [41] Williamson, S. D. (July 2015). Current Federal Reserve Policy: Under the Lens of Economic History: A Review Essay. Working Paper No. 2015-015A. Federal Reserve Bank of St. Louis, MO. <https://research.stlouisfed.org/wp/2015/2015-015.pdf>

SETTING UP MACROPRUDENTIAL POLICY FRAMEWORK: VIETNAM'S EXPERIENCES

Dr. Le Thi Minh Ngoc

Banking Academy of Vietnam

Le Cong Hoi MSc

State Bank of Vietnam

Abstract

In the wake of the 2008 Global Financial Crisis and 2010 Euro zone Debt Crisis, there has been new and dramatically increased attention placed upon financial stability arrangements, including macroprudential policy. Reflecting this experience, Vietnam has taken initial steps to review its financial stability arrangements and implement new mechanisms to address related issues. However, the existing macroprudential remit is not clear and sufficient for authorities to build the macroprudential framework and design policy instruments. Therefore, it is recommending that legal framework should be revised to provide SBV with a clear mandate for financial stability and macroprudential policy. Specifically, the SBV Law and Government Decree on functions and tasks of SBV should be revised to incorporate financial stability and macroprudential policy as an explicit objective. In addition, it is important to establish a new Financial Stability Council to coordinate financial stability and macroprudential policy issues across major agencies involved in Vietnam. In the meantime, the macroprudential authority should develop an analytical framework for systemic risk assessment in line with peer economies. This will require additional resources both in terms of funding and skilled staff.

Keywords: *financial stability, macroprudential policy, systemic risks, Vietnam*

Disclaimer: *The views and opinions expressed in this article are those of the authors and do not necessarily represent the views of the organizations that authors work for.*

1. Introduction

The global financial crisis exposed weaknesses in regulatory and supervisory frameworks. Regulatory and supervisors failed to see the build-up of risks and were late in taking action. It revealed fundamental gaps in various areas: credibility of the regulatory framework, design of the supervisory tools, oversight of macro-financial linkages and gaps in policy tools available to address systemic risks. As a result, regulators around the world have upgraded existing legal arrangements for macroprudential policy to provide new clarity in mandate, roles and power (Ingves, Stefan, 2011). Reflecting this experience, Vietnam has taken initial steps to enhance financial stability by reviewing its financial supervisory framework and implementing new arrangements to address related issues, most importantly

through a revision of functions, tasks and organisation structure of the central bank. In line with the recommendations from IMF-WB Financial Sector Assessment Program (FSAP)¹ in 2013, the Government of Vietnam has issued the Decree 156/2013/ND-CP to assign the monetary and financial system stability task to SBV and establish a new Monetary and Financial Stability Department (MFSD) in the organisation structure of SBV to perform financial stability and macroprudential policy tasks.

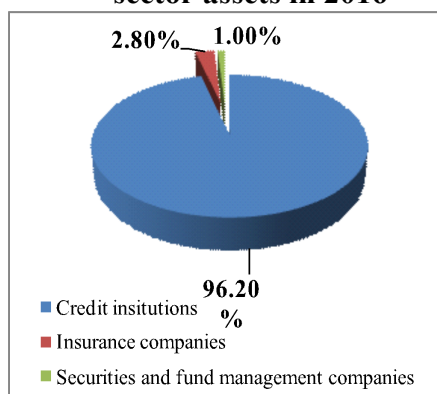
The paper analyses characteristics of Vietnam’s financial system and reviews its recent reforms in legal framework to implement macroprudential policy and developments. Secondly, it discusses shortcomings of existing legal framework and provides policy recommendations to improve systemic risk assessment as well as strengthen legal framework and cooperation amongst authorities for macroprudential policy implementation.

2. Characteristics of Vietnam’s financial sector and potential vulnerabilities to systemic risks

2.1. Overview of Vietnam’s financial sector

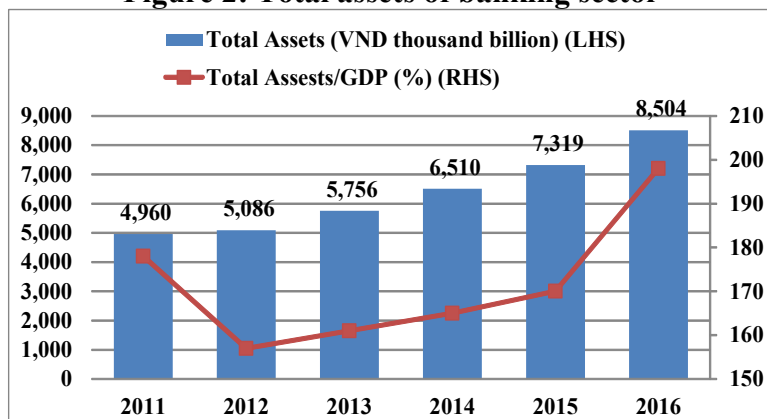
The banking system remains the dominant sector in the Vietnam financial system. Total banking assets by the end 2016 accounts for 198% of GDP and 96% of total financial sector assets. The banking system is highly concentrated and dominated by seven state-owned commercial banks (SOCBs), which accounted for 45% of total banking sector assets. Joint-stock commercial banks (JSCBs) and foreign banks (FBs) account for 43% and 12% banking sector's assets respectively. The ownership structure of the banking system in Vietnam is concentrated and highly interconnected. The cross-holding nature of banks raises serious concerns about connected lending, concentration risk and overstatement of capital.

Figure 1: Structure of financial sector assets in 2016



Source: State Bank of Vietnam

Figure 2: Total assets of banking sector



Source: State Bank of Vietnam

The capital market, though growing, is still in its early stage of development. The number of companies listed in the two exchanges - the Ho Chi Minh Stock Exchange (HSX) and the Hanoi Stock Exchange (HNX) - has increased dramatically in recent years, reached to 694 in 2016, reflecting the “equitization” of SOEs, sometimes through initial public offerings

¹The Financial Sector Assessment Program (FSAP) was jointly performed by the International Monetary Fund and World Bank in Vietnam in 2012-2013.

(IPOs) and subsequent listings. The market capitalization of two stock exchanges reached 37% of GDP by end 2016, compared to 26.5% of GDP by end 2013.

The insurance industry continues to grow steadily. The total assets of insurance companies were estimated to increase by 18.2% in 2016, which accounted for around 2.8% of total financial sector assets. The total insurance premium was estimated to increase by 14% in 2016, of which life insurance premium accounted for 23%. Mutual funds and pension funds are existent but their share is insignificant.

2.2. Potential vulnerabilities to systemic risks in Vietnam's financial system

Vietnam's financial sector faces several potential vulnerabilities to systemic risks which are as follows:

- High number of banks (46) and high development of the banking sector (ratio banking sector assets/GDP = 198%, ratio banking sector assets/total financial sector assets = 96%)², probably excessive considering that Vietnam is still a lower middle-income country.

- Very few foreign banks and joint ventures: only 8 banks and 10% of the total assets of the banking sector. This is a weakness, since foreign banks usually bring better control environment, advanced risk management techniques, innovation in products and improved classification and provisioning methods like IFRS reporting standards.

- Very low profitability (ROE=4.95%, ROA=0.44%³) which probably explains the reluctance of foreign groups to invest in Vietnam's financial sector (in addition to ownership restrictions). Heavy weight of state owned banks: 7, representing 45% of the total banking sector assets. State owned banks usually have a weaker prudential position than private banks.

- Lack of robust regulatory framework (like Basel framework) which restricts international banks from entering this arena due to restriction in risk appetite.

- Elevated levels of NPL are a source of concern relating to the strength of the financial sector. Also, there is a lack of credible source as the figures are very different depending upon the sources.

3. Current legal framework for financial stability and macroprudential policy in Vietnam

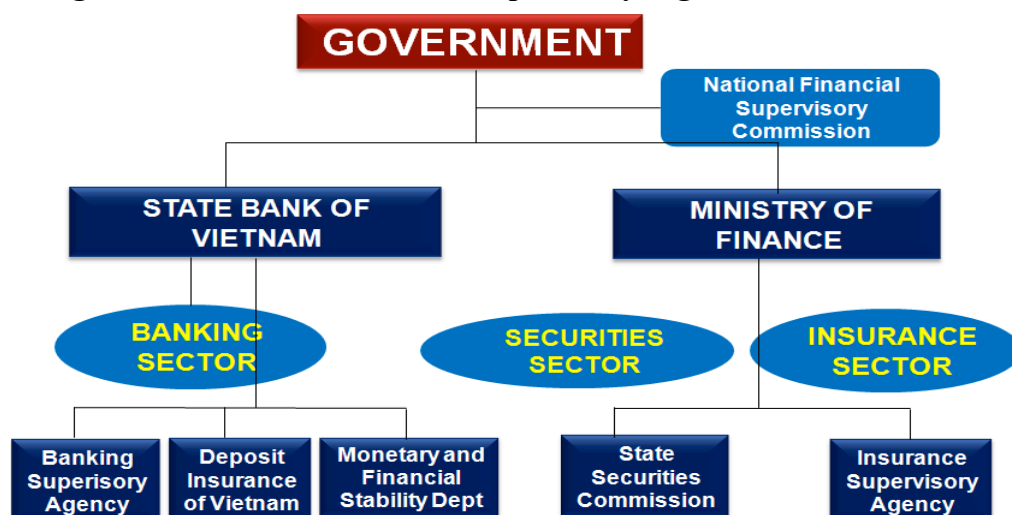
The Vietnam's financial regulatory and supervisory framework is divided among multiple authorities. The SBV, through its Bank Supervisory Agency (BSA), supervises credit institutions and financial companies, and oversees the Deposit Insurance of Vietnam (DIV), which itself monitors insured credit institutions. The insurance sector and securities markets are supervised by the Ministry of Finance (MOF) through its specialized units, the Insurance Supervisory Authority (ISA) and the State Securities Commission (SSC). However, each agency focuses on its own sector supervision, and does not conduct consolidated supervision on financial groups. To improve inter-agency coordination, the National Financial Supervisory Commission (NFSC) was created in 2008, but it plays only an advisory role, with limited public accountability (Do Viet Hung, To Thi Hong Anh and Le Cong Hoi, 2017).

²Data as of 2016.

³Data as of 2016.

Inter-agency coordination among supervisors remains limited, albeit improving. Therefore, in order to facilitate the examination of overall risks, the regulatory and supervisory bodies need to merge and authority needs to be consolidated in a single authority for the overall supervision of the financial services sector including both banking and insurance firms. Similar structures have been adopted in emerging and developed markets like Hong Kong, Singapore and UK.

Figure 3: Structure of financial supervisory organizations in Vietnam



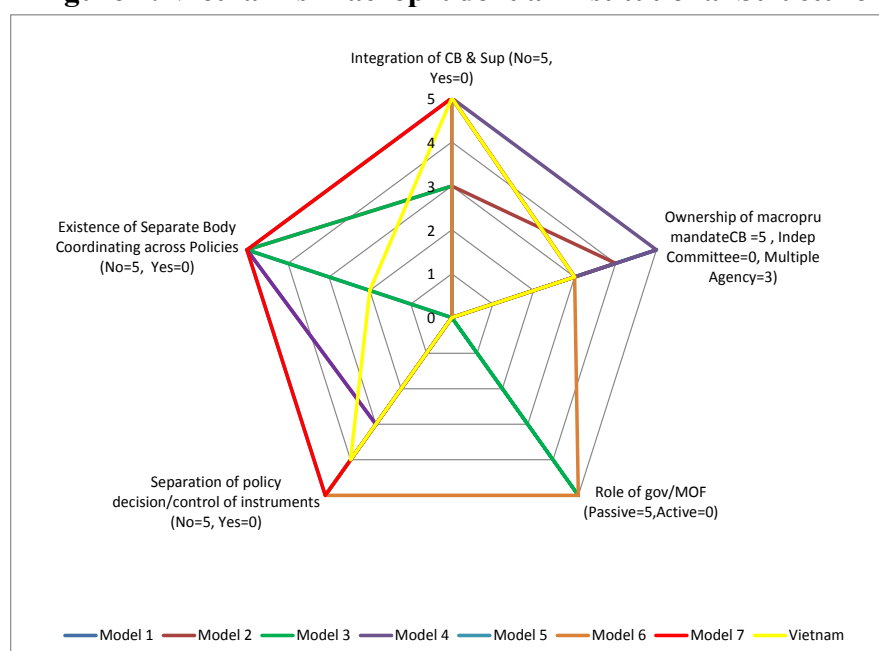
Source: Do Viet Hung et al (2017)

It is useful to compare Vietnam's current macroprudential policy set-up against IMF's 5 criteria (Lim et al, 2013): (1) the degree of institutional integration of central bank and supervisory agency; (2) ownership of macroprudential mandate; (3) role of government/MOF/Treasury; (4) separation of policy decision and control of instruments; and, (5) existence of separate body coordinating across policies. The scoring below (0-5 with 5 indicating improvement) illustrates how Vietnam's structure compares with the 5 criteria described above:

- Criteria 1 : '5' because Vietnam has a separate regulators model with securities and insurance supervision under the MOF while the banking regulator is in the Central Bank;
- Criteria 2: '3' because ownership of macro prudential mandate is not clear i.e. the financial stability objective is not spelled out explicitly in the SBV Law;
- Criteria 3: '0' is given to countries where the government's role is active;
- Criteria 4: '2' is given because the separation of policy decision and control of instruments is not clear as policy instruments that can be used for macroprudential purposes are under various agencies. And currently, there is no overall decision making body for macroprudential policy.
- Criteria 5: '2' is given because it is not so clear at the moment. There are various coordinating bodies in Vietnam such as NFSC, NFMPAC but these are for multiple and diverse issues. In the area of financial stability, it is not clear whether a dedicated body that coordinates financial stability issues nation-wide have or will be established.

The seven institutional arrangements described in Lim (2013) are plotted in Figure 4. Vietnam’s model is plotted in yellow.

Figure 4: Vietnam’s Macroprudential Institutional Structure



Source: Adapted from Lim (2013)

Using the radar chart above, it is clear that currently, Vietnam does not fall into any of the seven institutional models listed in Lim (2013). It is closer to Model 2 but with three modifications – (1) the ownership of the macroprudential mandate is not settled (there is no committee “related” to the central bank; NFSC also seemed to share the macroprudential mandate); (2) the role of government is active (not passive); and (3) there is separation of policy decision and control of instruments - the government makes the policy decisions and SBV and other agencies implement them. As can be seen from above, there are many aspects of the existing institutional arrangement that are still not clear. These issues will be discussed in the next section.

4. Shortcomings of current macroprudential policy framework

There is no institution responsible for gauging and managing overall risks in the financial system, no clear legal framework for macroprudential policy in Vietnam. Vulnerabilities in the financial system are yet to be identified officially, and the development of risk scenarios and analytical tools tailored to monitor them is a major challenge. The financial supervisory authorities have not had any pronounced systemic perspective to their oversight. Instead, they are primarily focused on the health of individual institutions (microprudential). The authorities – primarily SBV – that have a more overall systemic and macro perspective in their monitoring of the financial system do not have sufficiently clear mandates, tools or resources to intervene. While one of the SBV’s tasks is to ensure “the safety of banking operations and the system of credit institutions”, and this is understood as comprising (besides the regulation of banks) functional responsibility for systemic risk

oversight, the SBV lacks the capacity to analyse emerging systemic risks. Detailed data allowing such an analysis is also nonexistent and needs to be developed.

Vietnam has just started its journey towards financial stability. Recognising the importance of macroprudential policy, the Government of Vietnam has issued the Decree 156/2013/ND-CP⁴ to assign the monetary and financial stability to SBV and establish a new Monetary and Financial Stability Department (MFSD) in the organization structure of SBV to perform financial stability and macroprudential policy tasks. Then, the Governor of SBV issued the Decision No. 333/QD-NHNN regulating functions and tasks of the MFSD. These two legal documents alone, however, are not sufficient and clear enough for MFSD to carry out the macroprudential policy tasks. Detailed analyses of existing legal framework are discussed as follows.

The SBV Law was approved by the National Assembly in 2010. Under Article 2, functions of the SBV is defined that “The SBV performs the state management of monetary, banking and foreign exchange operations and performs the function of a central bank in issuing money, a bank of credit institutions and a provider of monetary services for the Government”. It is seen that financial stability is not explicitly included within this general provision.

The Government Decree 16/2017/ND-CP defining the functions, tasks, powers and structure of the State Bank of Vietnam. At present, the main legal mandate for financial stability comes from Decree 16/2017/ND-CP. Unlike the Law of the State Bank of Vietnam, Decree 16/2017/ND-CP provides for a more explicit role in respect of financial stability. In particular, Article 2 (tasks and powers), section 20 provides:

To stabilise the monetary and financial system:

- a. To summarize, analyse and forecast the monetary-financial situation; to propose measures to prevent systemic risks in the monetary-financial sector;
- b. To formulate policies and measures to respond to crisis, ensuring the stability of the monetary, banking and financial system.

The weaknesses of Decree 16/2017/ND-CP are that: (1) it does not provide a clear definition, scope and purposes of financial stability, and (2) it does not address responsibilities of other agencies beyond SBV which have important roles in financial stability.

Decision 333/QD-NHNN of 27 February 2014 on defining the functions, tasks, powers and structure of the Monetary and Financial Stability Department. Under Article 1 of Decision 333/QD-NHNN, the MFSD of the SBV “shall advise the Governor of SBV in analysing, assessing and implementing the macroprudential policy and measures for preventing systemic risks of the financial system.” Its role thus encompasses both macroprudential policy and also prevention of systemic risk generally. It is however limited to the SBV.

⁴ In 2017, Government issued a new Decree 16/2017/ND-CP on functions and tasks of SBV to replace the Decree 156/2013/ND-CP but the content of monetary and financial stability keeps unchanged.

Development of internal arrangements addressing financial stability within SBV. With new financial stability task, SBV has developed internal arrangements to address related issues, most significantly through the issuance of Systemic Risk Surveillance Regulation (SRSR) and the establishment of a Working Team on financial stability issues (Financial Stability Working Team- FST) in December 2016:

a. The SRSR sets out a framework covering the main elements of the systemic risk surveillance process in SBV and in particular provides mechanisms to support information sharing between departments under the lead of MSFD.

b. The FST is chaired by a Deputy Governor and its members are Directors from relevant departments. The primary objectives of the FST are to support the SBV in financial stability issues, and to facilitate cooperation and coordination of action among SBV departments in respect of matters relating to financial stability. Given the essential necessity of better coordination within SBV in respect of its financial stability tasks, this will be a very important first step in strengthening the institutional framework for financial stability.

Together, the establishment of Financial Stability Team and issuance of Systemic Risk Surveillance Regulation will provide the basic institutional framework within SBV to support initial development of SBV's financial stability functions. At the same time, as noted above, they provide only the most minimal basis and must be seen as a step on the ways to a more comprehensive framework.

5. Policy recommendations

5.1. Providing State Bank of Vietnam with a clear legal mandate for financial stability and macroprudential policy.

Given shortcomings of existing legal framework, it is necessary to amend the SBV Law in order to provide a clearer mandate for financial stability. Amendment of the SBV Law (current SBV Law approved by the National Assembly in 2010) to incorporate a specific mandate for financial stability could be addressed in two items. The first would be amendment of Article 2(3) to include “maintaining financial stability” function as follows:

Article 2 (3). The SBV performs the state management of monetary, banking and foreign exchange activities; performs the function of a central bank in issuing money, a bank of credit institutions, **maintaining financial stability** and a provider of monetary services for the Government.

Also, the Article on tasks of SBV would be amended to incorporate financial stability as follows:

Article 4. Tasks and responsibilities of the SBV

To conduct operations for the purpose of currency value stability; to assure the safety for banking operations and the system of credit institutions; to assure the safety and effectiveness of the national payment system; **to support overall stability of the financial system**; and to contribute to accelerating socio-economic development along the socialist orientation.

In addition, the Government Decree on functions, tasks and structures of the SBV would be amended accordingly (current Government Decree 16/2017/ND-CP dated 17 February 2017). First, financial stability would add to the function of the SBV as follows:

Article 1. Position and functions

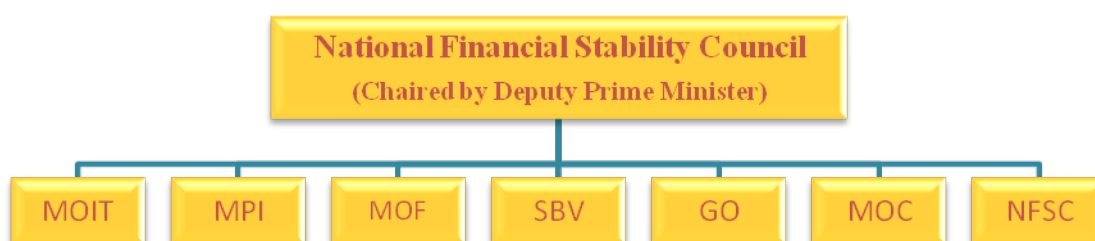
The State Bank of Vietnam is a ministerial-level agency of the Government, the Central Bank of the Socialist Republic of Vietnam; performs the state management of monetary, banking and foreign exchange activities; performs the function of a central bank in issuing money, a bank of credit institutions, **maintaining financial stability** and a provider of monetary services for the Government; and performs the state management of public services under its management.

Second, given that central banks generally have three major objectives today, namely monetary stability, financial stability and economic growth and development, Article 2(20) should be more clearly focused on financial stability, with separate provisions addressing monetary stability and monetary policy related functions.

5.2. Establishment of institutional arrangements for inter-agency financial stability arrangements.

It is recommended to establish a new national Financial Stability Council (FSC) with the power to take decisions and chaired by the Deputy Prime Minister.

Figure 6: Recommended National Financial Stability Council (FSC)



- The mandate of the FSC should include coordination and information exchange, monitoring and assessing systemic risks, supervising systemically important financial institutions, and discussing proposals and making financial stability decisions.
- The FSC should be chaired by the Deputy Prime Minister in charge of economic and financial affairs, with the SBV Governor as Deputy Chair, acting in the absence of the chair.
- The membership would incorporate the main agencies involved in financial stability issues (SBV, Government Office, Ministries of Finance, Industrial and Trade, Construction, Planning and Investment, and National Financial Supervisory Commission).
- The FSC would have specific legally delineated tasks, including: coordination, information exchange, monitoring and assessing systemic risks, discussing proposals and making financial stability recommendations, supervising systemically important institutions, deliberation on risks and vulnerabilities, central decision-making body for financial stability policy, development of a national database on financial stability, and endorsement of a Financial Stability Report (produced by SBV).

- The FSC would deliberate on the risks and vulnerabilities facing Viet Nam and be the central decision-making body for macroprudential policy based on discussion/analysis at the FSC. This would include power to formulate binding decisions on individual member agencies.
- The FSC would meet quarterly or more frequently as necessary.

5.3. The SBV should develop internal arrangements addressing financial stability within SBV.

In addition to the operation of Financial Stability Working Team, the MFSD should develop an analytical framework for systemic risk assessment in line with peer economies. This will require additional resources both in terms of funding and skilled staff. The work should focus on:

- (i) Monitoring of macro economic imbalances;
- (ii) Mapping of the inter-connectedness of key actors in the financial sector and the real economy and transmission mechanisms of systemic risks.
- (iii) Working on key information needs, sources, alternatives where preferred information is not available, and the design and operation of core and supplementary databases.
- (iv) Designing of a procedure for the use of the analytical framework, including effective mechanisms for collecting, managing and sharing relevant information.
- (v) Adoption of international Basel regulatory framework.
- (vi) Development and continuous refinement of stress-testing (ST) models and Early Warning System (EWS) to bring together information from different parts of the economy to establish their impact on financial stability and make projections under different assumptions on different financial sector indicators in order to anticipate weaknesses and crises.
- (vii) A continuous learning, training and development programme for staff to keep themselves abreast of latest development especially across peer economies.

6. Conclusion

Vietnam has recently revised legal framework to assign a new financial stability and macroprudential policy mandate to the State Bank of Vietnam but its existing macroprudential policy framework is not sufficient and clear enough for authorities to carry out macroprudential policy tasks. It is therefore recommended that the country should revise the SBV Law and Government Decree on functions and tasks of SBV to incorporate financial stability and macroprudential policy as an explicit objective. Furthermore, it is important to form a new national Financial Stability Council to coordinate financial stability and macroprudential policy issues. It is also necessary to enhance internal arrangements and improve systemic risk assessment process within SBV, the authority assigned with financial stability and macroprudential policy tasks.

References

- [1] Cerutti, C., S. Claessens and L. Leaven (2015), “The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence”, IMF Working Paper WP/15/61, Washington, DC: International Monetary Fund.
- [2] Đỗ Việt Hùng, Tô Thị Hồng Anh và Lê Công Hội (2017), “Hướng tới khuôn khổ chính sách giám sát an toàn vĩ mô toàn diện và hiệu quả”, Đặc san Toàn cảnh ngân hàng Việt Nam 2017, Thời báo Đầu tư.
- [3] Erlend W. Nier et al. (2011) “Towards Effective Macroprudential Policy Frameworks: An Assessment of Stylised Institutional Models”, IMF Working Paper WP/11/250, Washington, DC: International Monetary Fund.
- [4] Government of Vietnam (2017) “Government Decree No. 16/2017/ND-CP defining functions, tasks, powers and organizational structure of the State Bank of Vietnam”, issued on 17 February 2017.
- [5] IMF, BIS, FSB (2009) “Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Instruments, and Markets: Initial Considerations”, Report to the G-20 Finance Ministers and Governors.
- [6] Ingves, Stefan (2011) “Central bank governance and financial stability: a report by a Study Group”, Basel, Switzerland: Bank for International Settlements.
- [7] Lim, C.H et al (2013) “Institutional Arrangements for Macroprudential Policy in Asia”, IMF working paper, IMF/WP/13/165. Washington, DC: International Monetary Fund.
- [8] Longworth, D (2011) “Remarks on Macroprudential Framework”, BIS Paper No. 60.
- [9] State Bank of Vietnam (2014) “Governor Decree No. 333/QĐ-TĐ defining functions, tasks, powers and organizational structure of the Monetary and Financial Stability Department”, issued on 27 February 2014
- [10] Vietnam National Assembly (2010), “Law on the State Bank of Vietnam”
- [11] Zhang, L. and E. Zoli (2014), “Leaning against the Wind: Macroprudential Policy in Asia”, IMF Working Paper WP/14/22, Washington, D.C: International Monetary Fund.

MACROPRUDENTIAL POLICY AND SYSTEMIC RISK: A REVIEW

Du Thi Lan Quynh - Ho Tran Hung

Banking University Ho Chi Minh City

Abstract

The financial disruptions that started in the second half of 2007 have highlighted the importance of financial stability in maintaining overall macroeconomic stability. Macroprudential policy is seen as aiming for containment of risks across the financial system as a whole and fostering financial stability. However, one of the challenges of researchers and institutions is to determine signals about systemic risk in nations within an international context over multiple crises. The recent researchers have discovered that the financial cycle is the factor that underlies severe financial crises and the systematic risks are hidden behind myriads of idiosyncratic elements that tend to cloud our understanding of the processes involved. Therefore, the article gives an overview of macroprudential policy (definition, objective and tools), and discusses aspects of macroprudential frameworks, including the macro-stress tests and especially, the countercyclical capital buffer envisaged in Basel III and designed to build up buffers limiting systemic risk during the boom in the financial cycle.

Key words: *macroprudential policy, systemic risk, financial stability.*

1. Introduction

The origin of the term “macroprudential” can be traced back to the late 70s (Clement, 2010) and it is increasingly mentioned for recent years. A consensus among policymakers that a macroprudential approach to regulation and supervision that should be adopted is growing (Galati and Moessner, 2013). Especially, the international financial crisis in the 2007 has extremely serious effects on both domestic and global economies, which has highlighted the paramount and urgent need for macroprudential policy to perform the role of supporting the entire financial system and reducing the existing risks.

In Vietnam, macroprudential supervision is gradually focused. Through Financial Sector Assessment Program initiated by the World Bank and the International Monetary Fund (IMF), issues related to macroprudential policy are determined. In particular, regulations on organization and operation of the Banking Inspectorate and Supervision that were promulgated in April 2014 stress that banking supervision is carried out regularly and continuously through macroprudential supervision.

Compared with other policies promoted, Tomuleasa (2015) considers the macroprudential policy as an advantageous approach to and limiting the systemic risk. However, the setting and implement of the policy needs extremely careful and detailed consideration, because it is too hard to know how best to design policy to address systemic

risk which is sometimes hidden. The academic profession and policymakers should seriously think about macroprudential tools, particularly the countercyclical capital buffer and the macro-stress tests (Arnold et al., 2012).

In light of essential issues mentioned earlier, this article is focusing on an overview of macroprudential and concerning the implement of tools of macroprudential policy as follows. Section 2 presents the definition of “macroprudential policy”, then shows its objectives and tools in the next section. Section 4 points to recent trends in limiting systemic risk through the buffer tools envisaged in the Basel (I, II, III), and pays a serious attention on financial cycle from which two lessons in macroprudential frameworks are drawn. Finally, the conclusion is given in section 5.

2. The definition of “macroprudential policy”

Macroprudential is originally comprehended as an orientation or perspective of regulatory and supervisory arrangements (Borio, 2011). Of course, its definition is antonym of “microprudential” (Table 1).

Table 1. The macro- and microprudential perspectives

	Macroprudential	Microprudential
Proximate objective	limit financial system-wide distress	limit distress of individual institutions
Ultimate objective	avoid output (GDP) costs	consumer (investor/depositor) protection
Characterisation of risk	Seen as dependent on collective behavior (“endogenous”)	Seen as independent of individual agents’ behavior (“exogenous”)
Correlations and common exposures across institutions	important	Irrelevant
Calibration of prudential controls	in terms of system-wide risk; top-down	in terms of risks of individual institutions; bottom-up

Source: Borio (2003, 2011)

Macroprudential means the calibration of a systemic or system-wide perspective instead of that of the safety of individual standalone institution, or in other words, the proximate objective of macroprudential supervision is to limit the risk of episodes of system-wide financial distress. It can also be seen as taking explicitly account of dependence of risk on the collective behavior of financial institutions, which is called “endogenous”. Furthermore, following a top – down approach, establishing the desirable safety standard for the whole system is basics from which that of the individual institutions can be derived.

Although the term “macroprudential” dates back in the 1970s and its meaning has been developed in Bank for International Settlements (BIS) work over the years, it is fairly difficult to find the exact definition of this term. The point that the term is effectively synonymous with any policy that promotes financial stability or limits systemic risk is too extensive, and vice versa, the interpretation that defines the one as any policy – regulatory and supervisory policy – that handles the too-big-to-fail problem is arguably too narrow. The former explanation could just cause the term to be considered as “financial stability policy”, which is also means that the one become redundant. The original rationale for the term was to promote a different use of prudential (regulatory and supervisory) tools, and to improve the pursuit of financial stability. The latter neglects the time dimension that is the procyclicality of the financial system or how aggregate risk in the financial system evolves over time. It also ignores the cross-sectional dimension, especially the serious problem of correlations of exposures across institutions, which does not show how risk is allocated within the financial system at a point in time (Borio, 2011).

The use of the term “macroprudential” is likely to depend on institutional arrangements and evolve over time. However, it can also legitimately be defined as the institutional arrangements available to pursue system-wide stability along the dimensions mentioned above to reach proximate objective. According to this, any available tools of the corresponding authority is also be seen as “macroprudential”, or to make it clearer, each dimension corresponds to a source of system-wide financial distress and then a corresponding policy principle is established and applied.

Due to the fundamentals explained above, the term “macroprudential policy” that has also increasingly experienced with becomes easier to identify. IMF, Financial Stability Board (FSB) and BIS (2016) show that “macroprudential policy is defined as the use of primarily prudential tools to limit systemic risk” (Page 4), or more particularly, that of prudential tools with the explicit objective of promoting the financial systemic stability is implemented as a whole (Clement, 2010; Kahou and Lehar, 2017). As mentioned earlier, systemic risk is generally considered as having two dimensions: time dimension and cross-sectional dimension. In addressing those, the macroprudential policy orientation complements the microprudential focus on the safety and soundness of individual institutions (IMF, FSB and BIS, 2016).

3. Objectives and tools of macroprudential policy

3.1. Objectives

Over the past decades and especially until the crisis erupted, there has been a broad convergence of views on the monetary policy objective that should be geared towards price stability defined over a horizon of no longer than 2 years, and maximum sustainable employment (Galati and Moessner, 2013). Operative objectives can be practically defined in terms of Consumer price index (CPI) inflation or some other types.

As mentioned earlier, macroprudential policy seen as aiming at financial stability is too extensive and not a mainstream view. Therefore, there are different views. Padoa-Schioppa (2003), Allen and Wood (2006) define financial stability as robustness of the financial system to get over external shocks; Schinasi (2004) focuses on the endogenous nature of financial distress and describes financial stability as resilience to shocks originating from the financial system; or Borio and Drehman (2009) examine the vulnerability of financial distress to normal-sized shocks rather than large shocks.

Knight (2006), Kahou and Lehar (2017) and IMF, FSB and BIS (2016) state that macroprudential policy aims for containment of risks across the financial system as a whole. This idea is sometimes understood that keeping the banking system safe ensures the safety of the system as a whole, because banks play the role of significant providers of credit to the economy. However, macroprudential policymakers also need to manage systemic risks outside the banking system, for activity of capital market and market-based financing increasingly expand (IMF, FSB and BIS, 2016).

Mester (2017) points out that macroprudential policy or specifically macroprudential supervision aims to foster financial stability in two ways. The first category is the practice of lowering the probability of a financial crisis through setting the new higher standards for financial institution capital, leverage requirements, liquidity requirements, concentration limits, and the certain standards for corporate governance including executive compensation, and the stress tests. The second one is the reduction in the costs imposed on the rest of the economy when a shock hits the financial system. For example, Dodd-Frank requires that a systemically important financial institution has to provide a resolution plan that details how it would wind down the firm should it fail, and the act's Title II provisions establishing an orderly liquidation authority to resolve troubled nonbank financial companies.

Taking account of the points mentioned above, the main macroprudential policy objectives can be that putting up strong resistance of the financial system (also called financial systemic stability) to shocks or economic imbalances, and limiting the probability and spread of international financial crisis. Especially, to ensure the former, it is necessary to approach the existing systemic risks in two dimensions explained earlier: the time and cross-sectional dimension.

3.2. Tools

IMF, FSB and BIS (2016) suggest a broad range of tools in a manner addressing the range of potential vulnerabilities in both dimensions. As regard the former dimension, a range of tools can be used to address systemic risk by increasing resilience to shocks and containing the pro-cyclical build-up of vulnerabilities (CGFS¹ 2012, ESRB² 2014). These include three main tools: *Broad-based capital tools* to limit risks from a broad-based credit boom; *Sectoral capital and asset-side tools* to decrease vulnerabilities arising from lending to specific sectors

¹ CGFS: Committee on the Global Financial System

² ESRB: European Systemic Risk Board

and *Liquidity-related tools* to address the build-up of liquidity and foreign exchange risks associated with lending booms (Annex 1).

Galati and Moessler (2013) list the main tools used which include risk measurement methodologies, financial reporting, regulatory capital, funding liquidity standards, collateral arrangements, risk concentration limits, compensation schemes, and restrictions on profit distribution, insurance mechanisms etc. Most of them are also implicit in table 2.

As regard the latter, the cross-sectional dimension, the distribution of risk in the financial system at a point in time is focused on. IMF, FSB and BIS (2016) emphasize that policies are being developed to address not only financial stability risks arising from bank activities but also that from nonbank activities and interconnectedness in market infrastructure. In addition, Hannoun (2010), Galati and Moessler (2013) give an overview of alternative sets of tools toward financial stability. Tools mentioned following is to minimize the costs caused by financial instability, to reduce disparities between the settling day of the assets and liabilities, credit incentives for applicants to use it effectively etc. (Table 2).

Table 2. Alternative Sets of Tools to Foster Financial Stability

Tool set	Goal	Instruments
Prudential policy: Microprudential	Limit distress of individual institutions	e.g. quality/quantity of capital, leverage ratio
Prudential policy: Macroprudential	Limit financial system-wide distress	e.g. countercyclical capital charges
Monetary policy	Price stability	Policy rate, standard repos
	Liquidity management	Collateral policies; interest on reserves; policy corridors
	Lean against financial imbalances	Policy rate; reserve requirements; mop-up of liquidity; FX reserve buffers
Fiscal policy	Manage aggregate demand	Taxes; automatic stabilizers; discretionary countercyclical measures
	Build fiscal buffers in good times	e.g. measures to reduce debt levels; taxes/levies on the financial system
Capital controls	Limit system-wide currency mismatches	e.g. limits on open foreign exchange positions; constraints on the type of foreign currency assets
Infrastructure policies	Strengthen the resilience of the infrastructure of the financial system	e.g. move derivative trading on exchanges

Source: Hannoun (2010), Galati and Moessler (2013).

In particular, Galati and Moessler (2013) point out that the main tools used are included risk measurement methodologies, financial reporting, regulatory capital, funding liquidity standards, collateral arrangements, risk concentration limits, compensation schemes,

and restrictions on profit distribution, insurance mechanisms etc. To all intents and purposes, a number of tools were actually operated, namely: liquidity ratio, loan-to-value, debt to income, leverage ratios, credit-to-GDP, value-at-risk, stress tests.

Mester (2017) addresses the tools aiming at emerging risks include the countercyclical capital buffer, the capital conservation buffer, and stress test scenarios. The countercyclical capital buffer allows regulators to increase risk-based capital requirements when credit growth is judged to be excessive and leading to rising systemic risk. The capital conservation buffer ensures that banks raise capital above regulatory minimums in good times so that when they cover losses in bad times, their capital ratio will stay at or above the regulatory minimum. The stress tests can include scenarios that become more severe during strong economic expansions.

As regard macroprudential in Vietnam, Nguyen (2014) shows that tools should be built and organized as systems of indicators and methods that include system of indicators reflecting level of financial health, that of information reporting, that of methods and processes of analysis and monitoring, and annual financial stability report. In addition, it is also essential to build a system of early warning and have a plan or preventive programs in case of emergency. The tool kit of macroprudential policy will be based on the tools proposed above plus a number of other tools suitable for the characteristics of the Vietnamese financial system (Pham, 2014).

4. Limiting systemic risk and two lessons for macroprudential frameworks

Achieving macroeconomic stability requires the identification of systemic risk in the financial system and of the factors that are driving it. According to a BIS paper (CGFS 2010), systemic risk is “a risk of disruption to financial services that is caused by an impairment of all or parts of the financial system and has the potential to have serious negative consequences for the real economy”. In other word, it is defined as financial instability that is so widespread that it impairs the functioning of a financial system to the point where economic growth and welfare suffer materially (Arnold et al., 2012). In spite of a great number of models made by many researchers, measuring exactly systemic risk is still not easy. One of the challenges of researchers and institutions is to determine signals about systemic risk in nations (United State of America can be named as a typical example) in an international context over multiple crises.

Because of the problem above, until now the capital adequacy prudential measures still raises debates among regulators of the banking and non-banking systems on the issue of liquidity calculation and provisions. The buffers mentioned earlier are put in place to protect banking system but sometimes the too tight rules can make banks hard to develop.

The initial 1988 Basel I Accord set a standardized minimum level of bank capital for all banks, the Basel II Accord aimed at more closely connecting capital requirements with underlying banks' risks, and one of goals of the Basel III Accord is to increase quality, consistency and transparency in capital of bank (Tomuleasa, 2015), especially in Global Systemically Important Banks (G-SIBs). These banks are banks that contribute a lot to systemic risk by virtue of their size, interconnectedness or other characteristics (Arnold et al.,

2012). If a G-SIB fails for a certain reason, this can force a government to ‘bail out’ it and then the public can be imposed significant negative externalities. Therefore, Basel III sets out the tightening of capital requirements to protect financial institutions from a new crisis (Table 3). The actual financial crisis revealed the effects of pro-cyclicality and associated risks. Minimum capital requirements are completed by leverage considered flexible enough to be used as micro and macro instrument or as a countercyclical tool (Tomuleasa, 2015).

Table 3. A comparative evolution of Basel I, Basel II and Basel III requirements

Indicators	BASEL I	BASELII	BASEL III
Minimum Total Capital Plus	8%	8%	8%
Conservation Buffer			10.5%
Minimum Tier 1 Capital	4%	4%	6%
Minimum Common Equity Capital Ratio	2%	2%	4,5%

Source: Adapted from Eubanks (2010), Tomuleasa (2015)

Compared with other policies promoted, Tomuleasa (2015) considers the macroprudential policy as an advantageous approach to the systemic risk. However, the setting and implement of the macroprudential tools needs extremely careful and detailed consideration. Arnold et al. (2012) point to two lessons on macroprudential frameworks that academic professions and policymakers need to pay a serious attention on and that is associated with financial cycle. Their research has also discovered that the financial cycle is the factor that underlies severe financial crises, and the systematic risks are hidden behind the myriad of idiosyncratic elements that tend to cloud our understanding of the processes involved. This poses a question about financial cycle and characterizing it.

As regards financial cycle, the experience of several countries in the 1987-early 1990s and in 2001–2008 points out the fact that from a medium-term perspective, we can characterize the economic slowdowns with the equity price crashing as unfinished recessions. The behaviors of both property prices and private-sector credit (credit-to-GDP ratio) can be seen as parsimonious descriptions of the financial cycle (Arnold et al., 2012). Drehmann et al. (2012) prove that peaks in the financial cycle tend to associated with episodes of financial distress through examining in seven industrial countries. The amplitude and length of the financial cycle are not constant and depend on policy regime (Borio, 2014). In addition, the crises in Germany and Switzerland, in which banks incurred losses on their exposures to financial cycles rooted mainly in the United States and United Kingdom, reflects the exposures to financial cycles abroad (Arnold et al., 2012).

The following two lessons about the financial cycle in recent years are regarded as important and derive two implications for macroprudential policy frameworks by (Arnold et al., 2012), which include the countercyclical capital buffer particularly drawn by Drehmann et

al. (2011, 2012) and the macro-stress tests based on Borio et al. (2012). The former envisaged in Basel III is designed to build up buffers during the boom in the financial cycle and to draw them down as stress materializes, and to protect banks from the bust of the cycle, thereby limiting the risk of banking crises. There is a question as to whether having a single variable could guide both the build-up and release phases of the buffer or not. This problem is addressed via distinguishing between the indicators for the two phases. For the build-up phase, the preferred reference guide is the credit-to-GDP gap, which is a simplification but can help to the authorities resist the huge political economy pressures to refrain from taking restrictive action during booms. For the release one, because it is quite difficult to prove possible to identify any single variable working consistently across countries, variables such as credit spreads, and bank losses could be used.

However, a problem that we have to tackle is how to address cross-border exposures. As mentioned earlier, German and Swiss banks with large exposures to the United States would have seen a significant increase in their capital buffer on those exposures ahead of the crisis. To address this problem, the cooperative (reciprocity) arrangements are envisaged as a model of cross-border cooperation for a broader set of macro-prudential tools (Arnold et al., 2012).

In addition, the latter lesson is that the macro-stress tests are ill suited as early warning devices because of the fact that the current generation of models that underlie stress tests is unable to provide a realistic picture of the dynamics of financial distress. This statement is made in context called the “paradox of financial instability” that means the system looks strongest precisely when it is the most fragile, or what looks like low risk is, in fact, a sign of aggressive risk-taking. It is necessary to notice signs such as unusually strong credit growth and asset prices, leverage (measured at market prices) artificially low, risk premia and volatilities unusually low precisely when risk is highest. The test show trouble far too late, only when the risk that has built up during the boom materializes. Thus, macro-stress tests can do considerably better as crisis management and resolution tools, and then be helpful in identifying the need for additional capital to prevent unnecessary credit crunches and in sorting out strong from weak institutions to resolve them properly. In short, it is essential to design the test correctly, which means seeing them as complements, and never as substitutes, for a tough inspection of the value of banks’ assets, and having capital and liquidity backstops in place. These conditions are necessary to get meaningful results and to secure the credibility of the tests.

The two lessons are important for profession and policymakers in Vietnam. In the context of increasingly deep integration into the world economy, cross-border exposures of the crisis can have impact more and more negatively on domestic economy. In addition, the policymakers can use macro-stress tests as crisis management and resolution tools.

5. Conclusion

Macroeconomic and financial imbalance is caused by the unhealthy functioning of international financial system. Macroprudential policies have emerged after it was recognized that the actions covered by this are appropriate for the entire financial system, instead of initially consideration that the appropriate actions at an individual level was more than enough to prevent systemic risk (fallacy of composition). The article gives an overview of macroprudential policy (definition, objective and tools), and focuses on two important lesson for macroprudential frameworks from financial cycle. However, there is still a lack of how best to design policy to address systemic risk, which will be a major challenge in the years ahead, for both researchers and policymakers in Vietnam and the world over.

References

- [1] Allen W. A., and Geoffrey W. (2006). Defining stability. *Journal of Financial Stability*, 2, 152 -172.
- [2] Arnold B., Borio C., Ellis L. and Moshirian F. (2012). Systemic risk, macroprudential policy frameworks, monitoring financial systems and the evolution of capital adequacy. *Journal of Banking & Finance*, 36, 3125–3132.
- [3] Borio C. (2003). Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation? *CESifo Economic Studies*, 49, 2, 181–216.
- [4] Borio C. (2011). Implementing a Macroprudential Framework: Blending Boldness and Realism. *Capitalism and Society*, 6, 1, 1.
- [5] Borio C. (2014). The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?. *Journal of Banking & Finance*. 45, 182-198.
- [6] Borio C., Drehmann M. and Tsatsaronis K. (2014). Stress-testing macro-stress tests: does it live up to expectations? *Journal of Financial Stability*, 12 (2014), 3–15.
- [7] Borio C. and Drehmann M. (2009). Toward an Operational Framework for Financial Stability: Fuzzy Measurement and Its Consequences. *BIS Working Paper*, No 284.
- [8] CGFS. (2012). Operationalising the selection and application of macroprudential instruments. *CGFS paper*, No. 48.
- [9] CGFS. (2010). Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences. *CGFS paper*, No. 38.
- [10] Clement, Piet, 2010, The term “macroprudential”: origins and evolution. *BIS Quarterly Review*, March.
- [11] Drehmann M., Borio C. and Tsatsaronis K. (2012). Characterising the financial cycle: do not lose sight of the medium term! *BIS Working Paper*, No. 380.
- [12] Drehmann M., Borio C. and Tsatsaronis K. (2011). Anchoring countercyclical capital buffers: the role of credit aggregates. *International Journal of Central Banking*, 7, 189–240.
- [13] ESRB. (2014). *The ESRB Handbook on Operationalising Macro-prudential Policy in the Banking Sector*.
- [14] Galati G. and Moessner R. (2013). Macroprudential policy – a literature review. *Journal of Economic Surveys*, 27, 5, 846-878.
- [15] Hannoun H. (2010). *Towards a global financial stability framework*. The 45th SEACEN Governors’ Conference, Siem Reap province, Cambodia, 26-27 Feb.
- [16] IMF, FSB and BIS (2016). *Elements of Effective Macroprudential Policies: Lessons from International Experience*.
- [17] IMF, FSB and BIS (2011). *Macroprudential Policy Tools and Frameworks: Progress Report to G20*.

- [18] Kahou M. E. and Lehar K. (2017). Macroprudential Policy: A Review. *Journal of Financial Stability*, 29, C, 92-105
- [19] Knight M. D. (2006). *Marrying the micro and macroprudential dimensions of financial stability: six years on*. The 14th International Conference of Banking Supervisors, BIS Speeches, October.
- [20] Mester L. J. (2017). The nexus of macroprudential supervision, monetary policy, and financial stability. *Journal of Financial Stability*, 30, 177–180.
- [21] Nguyen N. T. M. (2014, October 23). *Macroprudential supervision: Some issues in Vietnam*. Retrieved December 2, 2017, from https://www.sbv.gov.vn/webcenter/portal/vi/menu/trangchu/hdk/hdkhcn/htnc/htnc_chi_tiet?centerWidth=80%25&dDocName=CNTHWEBAP0116211768543&leftWidth=20%25&rightWidth=0%25&showFooter=false&showHeader=false&_adf.ctrl-state=157uixp38f_9&_afLoop=982114764442000#%40%3F_afLoop%3D982114764442000%26centerWidth%3D80%2525%26dDocName%3DCNTHWEBAP0116211768543%26leftWidth%3D20%2525%26rightWidth%3D0%2525%26showFooter%3Dfalse%26showHeader%3Dfalse%26_adf.ctrl-state%3Dzoth0vwkc_4
- [22] Padoa-Schioppa T. (2003). *Central banks and financial stability: exploring the land in between*. Second ECB Central Banking Conference: The Transformation of the European Financial System, 269- 310.
- [23] Pham T. P. (2014, October 13). *Macroprudential policy for financial system in Vietnam*. Retrieved December 2, 2017, from https://www.sbv.gov.vn/webcenter/portal/vi/menu/trangchu/hdk/hdkhcn/htnc/htnc_chi_tiet?leftWidth=20%25&showFooter=false&showHeader=false&dDocName=CNTHWEBAP0116211767947&rightWidth=0%25¢erWidth=80%25&_afLoop=985371460121000#%40%3F_afLoop%3D985371460121000%26centerWidth%3D80%2525%26dDocName%3DCNTHWEBAP0116211767947%26leftWidth%3D20%2525%26rightWidth%3D0%2525%26showFooter%3Dfalse%26showHeader%3Dfalse%26_adf.ctrl-state%3D7mvqu7e7k_9
- [24] Schinasi G. J. (2004). Defining Financial Stability. *IMF Working Paper*, 04/187
- [25] Tomuleasa I. (2015). Macroprudential policy and systemic risk: An overview. *Procedia Economics and Finance*, 20 (2015), 645 – 653.

Appendix: Tools stress to vulnerabilities in the time dimensions: Some examples

Tools	Examples
Broad-based capital tools	
Dynamic provisioning requirements	<p>In Financial reporting, accounting standards Use of less procyclical accounting standards; dynamic provisions</p> <p>Prudential provisions as add-on to capital; smoothing via moving averages of such measures; time-varying target for provisions or for minimum provision rate</p> <p>Disclosures of various types of risk (e.g. credit, liquidity) and of uncertainty about risk estimates and valuations in financial reports or disclosures</p> <p>Time-varying target for provisions or for minimum provision rate</p>
The countercyclical capital buffer (CCyB)	A countercyclical capital buffer to particular exposures such as the Swiss CCyB for mortgages
Time-varying leverage ratio caps	Time-varying loan-to-value (LTV) ratios; Time-varying interest rate surcharges to particular types of loans; Guidelines linking performance-related pay to ex ante longer horizon measures of risk;
Sectoral capital and asset-side tools	
Loan restrictions	<p>Caps on LTV, debt-service-to-income (DSTI) or loan-to-income (LTI) ratios;</p> <p>Conservative maximum LTV ratios and valuation methodologies for collateral; limit extension of credit based on increases in asset values; through-the-cycle margining</p> <p>Quantitative limits to growth of individual types of exposures</p> <p>Ban on proprietary trading for systemically important banks</p>
Liquidity-related tools	
A stock of highly liquid assets	differentiated reserves requirements; the Basel III Liquidity Coverage Ratio (LCR)
Tools to contain maturity mismatch	<p>Core funding ratios, net stable funding ratio (NSFR); concentration limits; Foreign Exchange (FX) lending restrictions</p> <p>Currency mismatch limits; open FX position limits</p>
Price-based tools	A levy on volatile funding
Simpler designs	Caps on the loan-to-deposit ratio

Source: Adapted from IMF (2016) and Galati and Moessner (2013)

PROMOTING THE EFFECTIVENESS OF OPEN MARKET OPERATIONS IN MONETARY POLICY IMPLEMENTATION OF THE STATE BANK OF VIETNAM

Dr. Doan Phuong Thao - Ngo Thanh Xuan MBA

National Economics University

Abstract

In Vietnam, after more than 15 years of implementation, the open market operations have proven to be an effective tool of the State Bank of Vietnam in managing monetary policy. By performing valuable buying and selling transactions with open market participants, the State Bank of Vietnam has become more active in supporting liquidity in the commercial banking system, supporting the stabilization of exchange rates, implementing the objectives of monetary policy, contributing to strengthen the close coordination between monetary policy and fiscal policy, thereby influencing the currency market in order to achieve monetary policy objectives. On the other hand, there are barriers to the implementation of open market operations. This article focuses on the overall practice of open market operations in the period 2013 - now, yet, proposes some recommendations to further promote the efficiency and effectiveness of open market operations implementation of the State Bank of Vietnam in the context of Vietnamese international economic integration.

Keywords: *Central Bank, commercial banks, open market operations, monetary policy*

1. Introduction

Effectively conducting the open market operations (OMOs) in monetary policy administration is a necessary requirement for the Central Banks. In terms of both theory and practice, OMOs are the most flexible and effective tool in comparison to other monetary policy instruments. As such, most Central Banks in the United States, Japan, Europe, etc. choose to use OMOs as the most important monetary policy tool. In Vietnam, OMOs have been implemented since 2000. After many years of implementation, OMOs have become the most flexible and effective tool of monetary policy, contributing significantly to the control of the money supply of the banks and helping the State Bank of Vietnam (SBV) to achieve the objectives of the monetary policy set out in each period. As evidence, in the process of operation, the SBV has made great efforts to create a system of effective policy documents and procedures, organizational structure, administration and overall market management. Although the implementation of OMOs met many obstacles in practice, this paper will only address and analyze some achievements from the implementation of OMOs by the SBV from the period of 2003 till now and also provide recommendations for maintaining the OMOs as an important tool in managing the monetary policy and ensuring the compatibility with the operation of the economy in the context of international economic integration.

2. Research Methodology

This article uses the method of synthesizing theoretical content that was published in previous articles, scientific journals, and archives in the field of finance and banking, from which providing descriptions and analysis of OMOs' development in monetary policy implementation by the SBV. In addition, in order to better illustrate the research, the authors collected data, synthesized research data from the SBV and other trusted sources.

3. Theoretical Background

Open market operations have been used since the early years of the Twentieth century at the Central Banks of several countries around the world. Open market operations refer to the Central Bank's purchases and sales of valuable papers, mainly State Treasury bills and Government bonds to change the volume of money supply. Central Bank's buying and selling of valuable papers in the open market will change the monetary base (cash in circulation outside the banking system and reserves in the banking system). Thus, this is the main source of volatility in monetary supply: When Central Banks purchase valuable papers, they increase the monetary base, thereby increasing the volume of money supply; When the Central Bank sells valuable papers, narrowing the monetary base, thereby reducing the amount of money supply (Mishkin, 2001).

Both theoretical and practical studies in countries around the world are showing OMOs as the most important tool among monetary policy instruments of Central Bank in regulating the supply of money, ensuring the ultimate goal of monetary policy targets, which are: (i) Stabilization, which includes stabilizing the value of currency, price level, interest rates, exchange rates and overall financial markets; (ii) Growth, including securing employment and economic growth by empowering the advantages of the tool, in particular: easily reversing the situation's outcome and having complete control of the amount of money supply after the OMOs practice. In addition, OMOs are precise and flexible tool that can be used at any level, adjusting all large or small amount of money supply; and can be completed quickly and inexpensively in terms of cost and time. Its practice efficiency increases when coordinating with other monetary policy instruments, thereby reducing the unwanted effects on economic performance and undesirable outcome of monetary policy implementation. For instance, combining flexible instruments of the compulsory reserve requirement with OMOs contribute special effect on assisting with limiting short-term fluctuations of interest rates in the market. In particular, for countries that apply compulsory reserves requirement, which is calculated by a weighted average basis over a period that is not controlled daily, the adjustment of the required reserve ratios to a certain degree also has an impact on stabilizing money supply and demand in the interbank market, thereby affecting economic activities.

4. Open market operations in monetary policy implementation of the State Bank of Vietnam

In the period from 2013 to now, the practice of OMOs has been continuously improving in line with the objectives of the monetary policy, the development requirements of the financial market and international integration, in particular:

Firstly, the legal framework has been improved. In recent years, the change in legal documents is a clear demonstration of the SBV's positive modification in open market operations. Open market operations Procedure No. 10876/QT-NHNN issued on December 12, 2008 by the SBV, and many other Decisions, Circulars and guidelines of the SBV allow OMOs to be effectively implemented. SBV Circular No. 42/2015/TT-NHNN dated December 31, 2015 amended and supplemented some regulations, which was part of Decision No. 01/2007/QD-NHNN dated January 5, 2007. Some noticing changes were: Expanding the list of admitted participants in the open market including State Bank's units, credit institutions, foreign banks' branches, except for microfinance institutions and People's Credit Funds; Minimizing procedures for members when participating in open market transactions; The State Bank of Vietnam has re-stipulated the principal contract and specific sales contract of buying and selling valuable papers, in which the SBV will sign the principal and specific sales contract of buying and selling valuable papers with open market participants. The principal contract is signed when the SBV permits credit institutions and foreign bank branches as members of the open market. The principal sales contract applies to all buying and selling transactions of government securities between the SBV and its members, while the specific sales contract shall apply to each time of purchase or sale transaction; Additional provisions on the disciplines of violations by members, which include the act of failing to sign specific sales contract, not paying or paying inadequate payable amount upon the successful bid for valuable papers, or the member fails to have enough valuable papers for sales at maturity according to their previous commitment.

Secondly, market research shows there is participation of most credit institutions in the open market. The State Bank of Vietnam, as a unit in charge of organizing and operating the OMOs, has the power to approve and issue certificates of recognition for members of the open market who are eligible credit institutions according to regulation; for instance, they have met the following criteria: having deposit accounts at the SBV; having adequate facilities including fax machines, computers connected to the Internet; and having appropriate proposals to participate in open market. In addition, in order to encourage the participation of financial institutions, SBV simplified the approval procedures from granting membership accreditation to receiving bids, distributing bids and announcing bidding results, etc. The number of participants in the open market from period of 2013 to June 2017 is detailed in Table 1.

Table 1: Members in open markets

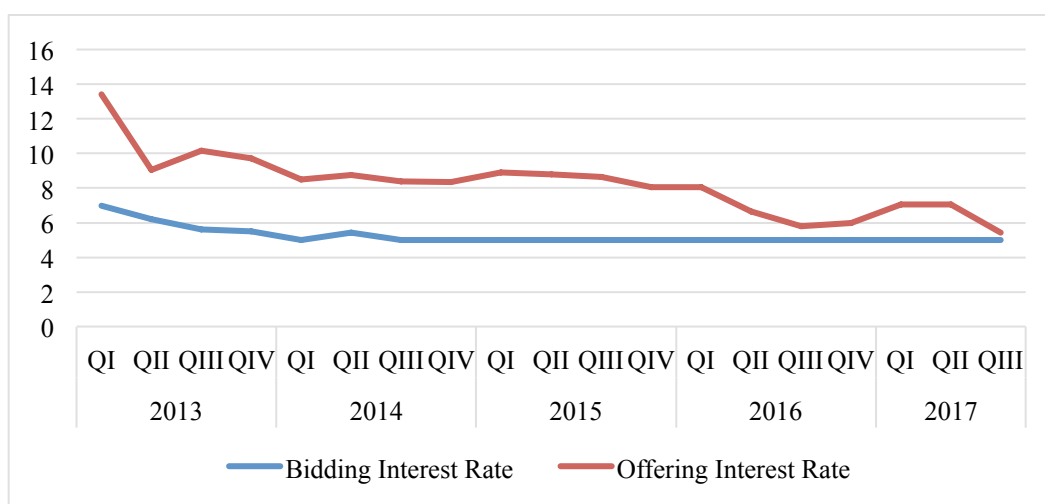
No.	Members/Year	2013	2014	2015	2016	6/2017
1	State commercial banks	5	5	5	8	8
2	Commercial joint-stock banks	34	34	34	31	31
3	Foreign banks	23	26	27	27	27
4	Joint-venture banks	4	4	4	4	4
5	Non-banking financial companies	9	8	8	8	8
6	Central People Credit Funds	1	1	1	1	1
	TOTAL	76	78	79	79	79

Source: State Bank of Vietnam

Thirdly, open market interest rates are flexibly managed on the basis of the rediscount rates and refinancing rates to guide interbank rates and primary market rates, yet, guide for monetary policy. As the Vietnamese macroeconomics gradually stabilized after the period of high inflation, the SBV reduced the bidding interest rate for valuable papers from 14-13-12-11-10-8-7 percent per year in 2012, down to 7.0-6.5-6.0-5.5 percent per year in 2013. In 2014, interest rates continued to fall from 5.5 percent per year to 5.0 percent per year, and the SBV maintained the interest rate of 5.0 percent per annum from then until June 2017 to ensure that it was in line with the general downward trend of the SBV's base interest rate and the market interest rate; at the same time, indicating a signal of market stabilization.

Chart 1: Average bid and offer prices on the open market

Unit: %/year



Source: State Bank of Vietnam

SBV's offering interest rates were flexibly adjusted in each time period and were based on monetary policy objectives in order to absorb excess liquidity from credit institutions, to support exchange rate stability and control inflation. Offering interest rates of

the SBV from 2013 till now tend to decrease in accordance with the downward trend of the interbank interest rate.

Fourthly, the duration of payment and transaction is set according to the market requirements. The payment duration is T + 0 (ie. right on the auction day). The payment made on the transaction day has ensured the normal operation of the credit institution. At the same time, the valuable papers are transferred ownership right on the same day that payment was received, which helped develop the secondary market of valuable papers. Buying and selling transactions of government securities are conducted by the SBV periodically from one to two sessions per day, including daily sessions for the purchase of valuable papers and the sales of SBV's bills, which is exercised when liquidity of credit institutions is abundant in order to meet the objectives of monetary policy in each period. Accordingly, the SBV periodically held a tender offering session of seven-day-to-maturity valuable papers with the interest rate kept at 5.0 percent to signal that the SBV was ready to support the liquidity of credit institutions that have temporary deficit, aiming at stabilizing the monetary market. At the same time, depending on the amount of available capital of the system and the actual conditions, the SBV can decide to issue SBV's bills to absorb excess liquidity in the market to support exchange rate stability and control inflation. In addition, the SBV organized unexpected auctions depending on the liquidity of credit institutions. As the demand for payment transaction increased during special time in the year such as the Lunar New Year, the SBV held two sessions of valuable papers' purchasing per day.

Table 2: Number of trading sessions and periodic open market transactions

Year	Number of trades	Transactions frequency
2014	483	2 sessions/day
2015	388	1-2 sessions/day
2016	359	1-2 sessions/day
First 6 months of 2017	171	1-2 sessions/day

Source: State Bank of Vietnam

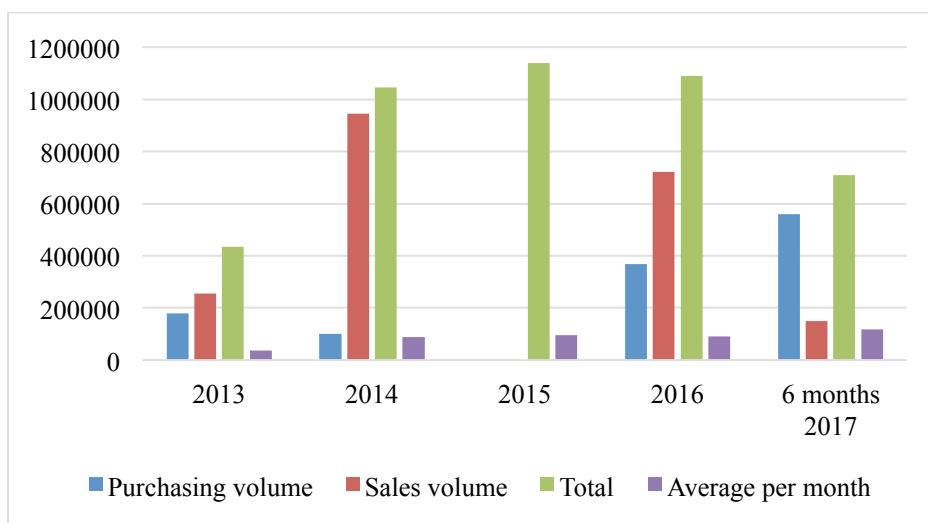
Fifthly, it is the method and procedure regarding open tender on the open market. The State Bank of Vietnam has mainly implemented the open tender for the SBV bills' offering sessions in the form of interest rate bidding and unanimous bid evaluation without disclosing the trading volume; and in contrast, implemented the open tender for the SBV Treasury bills' bidding sessions in the form of interest rate bidding and unanimous bid evaluation with the disclosure of trading volume. At the same time, technology used for bidding activities is Web-based technology, allowing members to connect online with the SBV, thereby saving transaction costs by not having to further invest in a server.

Sixthly, sales amount of tradable securities in open market tends to increase sharply. The radical changes together with the information collected from the interbank market, the

efficiency of payment system, credit growth; various type of available credit institutions' valuable papers including Treasury bonds, Treasury bills, SBV's bills, Government guaranteed bonds (issued by the Vietnam Development Bank and the Social Policy Bank), Provincial bonds of some major cities and provinces in Vietnam, and other permitted valuable papers to be traded under SBV regulations are important motivation for the SBV to issue new Decisions and Circulars to govern the open market in a timely and accurate manner, boosting transaction amount. From 2013 to June 2017, the amount of transactions volume on trading SBV's bills increased sharply over 2 periods. From 2013 to 2014, the liquidity of the credit institution system in 2013 was guaranteed and the surplus was kept low so the total transaction volume on the open market was only 434,287 billion VND. However, since FY2014, the liquidity of the credit institution system was higher than that of previous periods. In order to support the stabilization of the exchange rate, the SBV has announced the sale of SBV's bills, which increase the transaction volume of trading in open market compared to 2013. Total transaction value in 2014 was 1,045,998 billion VND, which was 2.4 times higher than that in 2013.

Chart 2: Open market trading volumes

Unit: billion VND



Source: State Bank of Vietnam & author's calculation

Given the increasing demand for capital for production and business activities, which gave the effect on credit growth, the credit system was having a temporary shortage of funds, therefore, the SBV had to increase the amount of money supply by increasing the purchases of valuable papers, which would increase the transaction volume. By the end of 2016, the transaction volume reached 1,090,025 billion VND, 2.5 times higher than the sales in 2013. In the first 6 months of 2017, the average transaction volume was 118,286 billion VND per month, 23 percent increase compared to 2016.

Based on the implementation of OMOs as mentioned above, the OMOs have brought positive results in monetary policy management, namely:

Firstly, OMOs help to flexibly and effectively monitor available capital of credit institutions, contributing to stabilization of the monetary market. Throughout the open market, the SBV has facilitated the rapid, safe and efficient supply of available capital to credit institutions. Besides other capital supporting channels such as discount window, refinancing and foreign currency swap, OMOs are considered as the main channel of SBV's monetary market implementation in times of high liquidity demand such as in the year-end holidays, or during the long holidays as demand to withdraw money of individuals and businesses increase. During these occasions, the SBV adjusted the volume of money transfer, diversified terms, increased the number of trading sessions up to two sessions per day to signal that the SBV will be ready to support liquidity for credit institutions who is in need of capital, thereby stabilizing market sentiment.

Secondly, OMOs contribute to the orientation of interbank interest rates, thereby regulating the market interest rates and signaling the effectiveness of monetary policy implementation. In 2012, Prime Minister has allowed Governor of SBV to have the right to make necessary decisions on the plan to provide additional money in circulation if needed and to operate monetary policy instruments to control credit growth, as well as to design a payment system and a plan to provide additional cash for circulation to ensure inflation control in line with the approved target. Therefore, from 2013 up to now, the interest rate offered in the open market is higher or at least equal to the interbank interest rate, reflecting the State Bank's role in the manipulation of interbank interest rate and role as lender of last resort. This is also the foundation for the SBV to gradually formulate a framework for managing monetary policy using interbank interest rate as a managing target, contributing to stabilizing the interbank market and stabilizing the interest rate market for credit institutions in the primary market.

Thirdly, OMOs support for exchange rate stability and implementation of monetary policy objectives. When there are presence of excess liquidity and low interest rates, some credit institutions increased the purchase of foreign currency, which impacted on the rise of exchange rate, therefore, the SBV issued SBV's bills to reduce money supply. The issuance of SBV's bills was flexible, adaptable and was released at a lower volume than the excess liquidity of the system to achieve the goal of stabilizing the exchange rate and reducing the market interest rates. In addition, the SBV properly issued SBV's bills in appropriate amount as well as suitable interest rate and maturity, thus contributing to restraining inflation.

Fourthly, OMOs contribute to the close coordination between monetary policy and fiscal policy. Securities traded on open market are mainly government bonds, thereby increasing the liquidity of these valuable papers in the monetary market. At the same time, the purchases and sales of government bonds created incentives for credit institutions to invest in open market due to the low risk characteristic of government bonds, thereby promoting the development of the open market for government bonds, ensuring the effectiveness of fiscal policy.

However, OMOs still impose some disadvantages, in particular: (i) In the context of Vietnam's integration into international financial markets, many SBV regulations have not kept up with international standards; (ii) The forecasting of capital availability is still inaccurate; the updated monetary market information is still lacking; the forecast on macroeconomic movements of the State Bank of Vietnam face many difficulties, with high data latency, affecting the organization and operation of OMOs, especially in the context of currency market fluctuations; (iii) The inspection and supervision of the open market operating activities are mainly remote, making it difficult for the State Bank to control the operation and compliance of credit institutions in line with regulations, and difficult to detect violations of credit institutions, thus, affecting the smooth operation of the open market; (iv) The SBV's staff are mostly young and therefore lack of experience in grasping the market trend as well as operating activities in open market; (v) Credit institutions' willingness to participate into open markets often fails to meet the open market's performance indicators due to weak financial capability and lack of understanding of open markets; their participation is often due to the crowd psychology, clustering and segmenting between credit groups; (vi) Monetary policy also depends a lot on fiscal policy. The operation of monetary policy will be stressed by the synchronous coordination between monetary policy and fiscal policy, which has not found a common "voice". While monetary policy had to deal with stabilizing the market over the years, it became extremely difficult because the side effect was economic growth was not as high as expected, around 6 percent in the 2013-2016 period. Moreover, monetary policy and fiscal policy implementation bring both qualitative and subjective factors, not always quantified. Presently, it is very difficult to establish the correct scientific basis for the decision makings in terms of implementing or adjusting the monetary policy and fiscal policy; or the coordination between the two policies need to be reasonably adjusted under the unstable economic conditions of Vietnam. Even so, the State Bank is forced to provide a considerable amount of money to the state budget every year, leading to the conflict and the ineffectiveness of the monetary policy.

5. Recommendations and Conclusions

Under the current economic conditions of Vietnam, effective practice of OMOs is particularly importance in the implementation of monetary policy to achieve its objectives in each period. Therefore, with the requirement in Decision No. 1910/QĐ-NHNN dated August 12, 2010 for the period of 2010-2020 on "Developing a monetary policy framework consistent with the development level of the market; Develop and complete the system of monetary policy targets; Manage monetary policy in support of economic development and increasing the convertibility of the Vietnamese currency" to further promote the active role of the OMOs in the coming time, the SBV should not only maintain good positive changes in the components contributing to the effectiveness of OMOs in monetary policy management in the past time as analyzed above but also need to focus on ensuring the following basics:

Content 1: Building a synchronized legal environment. The State Bank of Vietnam needs to maintain the legal corridor in a synchronous manner on the basis of: Always reviewing and immediately eliminating unreasonable and overlapping documents; Strict handling of the infringing objects which can directly or indirectly hinder the development of the open market. The State Bank of Vietnam should maintain the legal corridor in line with international standards, consistently on the basis of: always reviewing and eliminating unreasonable and overlapping documents; strict handling of the infringing objects that directly or indirectly hinder the development of the open market.

Content 2: Maintain the advantageous forecast of available capital. The availability of liquidity is of utmost importance in ensuring the effectiveness of monetary policy implementation in general and the open market in particular. In order to accurately forecast the demand for available capital, the SBV should: Collect information and data related to the available capital of each credit institution and of the system in each predetermined period to ensure the quality of information regarding the factors affecting the available capital of credit institutions such as compulsory reserve ratio, trading of debt instruments on the secondary market, the credit market, the volatility of assets in foreign currency, etc. On that basis, the SBV builds a data system and use historical data analysis to analyze the impact of each factor on the available capital of credit institutions. For this content to be implemented, the SBV should clearly stipulate the provision of collecting information on the need for available capital of the organization in timely manner; in cases of violation against the law, it should requires a strict sanctioning regime; Analyze and calculate in detail the residual or short-term available capital of credit institutions based on the application of the econometric model combining with qualitative analysis in circumstance which: the SBV's historical data system isincomplete and the accuracy of data is lacking; cash payment in the economy is still popular; existing and popular dollarization; bilateral payment systems exist among credit institutions; the liquidity of the system may be excessive but the liquidity of some credit institutions may still be lacking; cash flow monitoring at some credit institutions are not up to international standards, etc. In addition, the SBV needs to increase its liquidity forecast capability in the long run by: Strengthening the implementation of economic forecasts in combination with sending request to gather information on the expected demand for liquidity; To contract or expand monetary base in accordance with the objectives of monetary policy in each period.

Content 3: Inspection and monitoring activities need to be fully and seriously implemented. Inspection and monitoring activities need to be strengthened in order to support the open market operations' effectiveness and comply strictly with the regulations set by the SBV, from there, have the necessary orientations for the future. Inspection and controlling activities should be implemented in two ways: Firstly, to ensure discipline and seriousness with the regulations of the open market participants; Secondly, to ensure the safe and soundness in doing business of credit institutions participating in the open market. Thus, it not only helps the SBV to be in charge of credit institutions' compliance with the law in doing

business but can also take necessary disciplining measures for serious violations of credit institutions or any other unwanted event that affects the ability of the SBV to operate on the open market. To ensure the ability to inspect and control the business activities of credit institutions, the SBV should apply the following contents: Firstly, complete and standardize the indicators of system safety for the operations of credit institutions according to international standards such as apply Basel standard throughout whole the system (including capital adequacy criteria, indicators reflecting the quality of assets, solvency indicators, loan limits, etc.); Secondly, to ensure strict implementation of early warnings for credit institutions that are in danger of being highly insufficient so that credit institutions can promptly resolve the situation; Thirdly, to ensure appropriate sanctioning regime for credit institutions.

Content 4: Always ensure staff to have professional and good ethics. The State Bank of Vietnam always needs to continue building and polishing the contingent of highly qualified staff with professional knowledge in accordance with international practices and good ethics, meeting the requirements of developing open market. This is a necessary requirement towards international standardization: professional staff ensure good implementation of the professional nature of daily operations; and a team of experts become direct managers, strategic planners and advisors for higher leaders. The solution to this problem is to have a plan to assign staff with reasonable positions and job duties. For professional staff, in order to ensure the quality of staff, the candidates must be selected through a recruitment process which requires university degree; having experience and been trained in banking and finance industry; having knowledge of foreign languages, and good computer skills. On the basis of evaluating the contingent of candidates, SBV formulates the training plan and assigning positions to ensure the quantity and quality of the assigned jobs. For managerial staff, there must be an arrangement, planning and training of personnel in order to meet the qualification of management position; developing short-term and long-term training plan; using various forms of training such as organizing scientific seminars, organizing short-term refresher courses nationwide and internationally, international cooperation and sharing experiences through the information network, sending staff to survey and learn from other countries in the region and the world to get more practical knowledge and to apply them flexibly and efficiently with the specific situation of Vietnam; maintaining and ensuring a budget for training sources with annual fixed funding approved to ensure the effectiveness of training activities according to the set programs and plans.

Content 5: Require members to improve business quality, improve financial capacity and readiness to participate in OMOs on the basis of strict requirements for credit institutions: Building a sustainable development strategy for the business environment in Vietnam for the purpose of international economic integration; Enhancing business management capabilities, market analysis and forecasting capabilities; Applying modern management tools and methods in line with international standards; Thoroughly settling bad debts on the basis of building a secure credit approval process, ensuring the benefits of both customers and credit institutions; Bad debts, if incurred, must be checked, evaluated and classified the risk level of

debt, as the matter of fact, SBV strengthens supervision of debt collection management; To further increase the financial potential of credit institutions, there should be a roadmap for supplementing the equity to meet the size and quality intention of the credit institutions. At the same time, the SBV also needs to review the group of ineffective credit institutions, low financial capacity in order to have appropriate treatment mechanisms: either merging, or selling, or even dissolving the poorly-operated credit institutions to ensure a system of credit institutions with large capital and good quality; Encouraging credit institutions to strengthen their international relations in order to gain experience from foreign credit institutions, take advantage of modern business technology, improve the expertise of international business practices for the SBV officials and gradually standardize its business model; To increase the knowledge and skills of credit institutions participating in the open market so that credit institutions are ready to participate in the open market when necessary.

Content 6: Ensure the close co-ordination between monetary policy and macroeconomic policies, especially fiscal policy to ensure economic stability and growth in each period. At the same time, when monetary policy aims to stabilize macroeconomic policies, it should be implemented in a way that promotes stability, particularly fiscal policy, to ease the pressure on state budget spending and vice versa. To carry out this task requires the synchronous implementation and coordination between the SBV and the State management agencies. Specifically, the SBV should coordinate with the Ministry of Finance to control the amount of outstanding government bonds. In addition, the Ministry of Finance implements fiscal policy in the direction of ensuring revenue and expenditure structure for the purpose of enhancing the sustainability and stability of the State budget, ensuring transparency and clarity in budget spending activities; strengthening the management capacity of full-time staff; minimizing waste, loss and corruption of the State budget in order to better support the monetary policy; The Ministry of Justice shall refer to the contents related to the Law. Moreover, the SBV should coordinate with the Ministry of Planning and Investment to forecast socio-economic development; and coordinate with the State Securities Commission for additional information in cases where the SBV approves a new enterprise, which listed its shares on the Stock Exchange, to enter the open market; and to coordinate with the mass media to support the propagation and guidance of members in strictly following the Law when doing business.

References

- [1] Frederic S. Mishkin (2001), Monetary, Banking and Financial Markets, Science and Technology Publishing House, Hanoi.
- [2] State Bank of Vietnam (2013-2015), Annual Report, Hanoi.
- [3] State Bank of Vietnam (2013-2016), Open Market Operations report, Hanoi.
- [4] <http://www.sbv.gov.vn>
- [5] <http://www.gso.gov.vn>
- [6] <http://vneconomy.vn>
- [7] <http://cafef.vn/>

SOLUTIONS TO MANAGE GOLD MARKET EFFECTIVELY IN VIETNAM

Dr. Dang Thu Thuy

Banking Academy of Vietnam

Abstract

The 2016 has been considered as a year of fluctuations in the world gold market and it had direct impacts on the gold market in Vietnam. Managers and relevant agencies have taken effective measures such as stabilizing the macro-economy, curbing inflation, improving the value of the domestic currency, opening up new investment channels, orienting a healthy and transparent business development ... to stabilize the gold market in Vietnam in a positive way. Controlling the gold price and managing the gold market will help stabilize the financial system, prevent goldenization and stabilize the macro-economy.

Key word: *gold market, management solution, Vietnam*

1. Overview of the international and Vietnamese gold markets in recent years

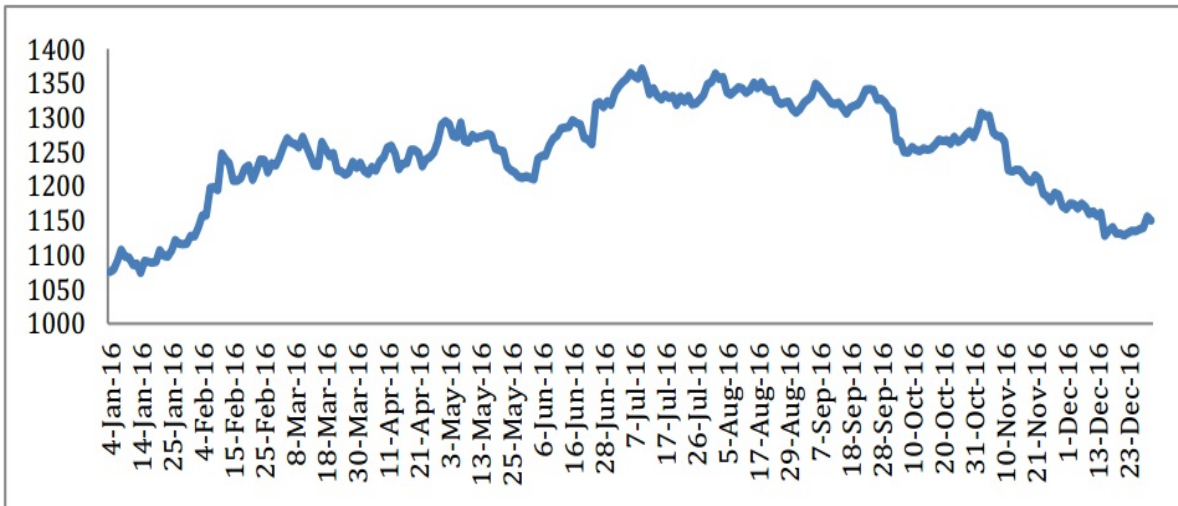
By the end of 2016, the global economy has not witnessed much positive changes, compared to the same period in 2015 due to the influence of political factors, stagnant economic growth, and declined trade activity and increasingly fluctuated prices. However, by the end of the second quarter of 2017, the world economic situation changed. According to the World Bank, some of the leading economies have seen significant fluctuations, especially in Europe and Japan¹ thanks to the recovery of domestic demand and positive development of the export sector. This was regarded as the lever for the development of the global economy.

The price of gold in the world in 2016 was quite complicated. The first two quarters of 2016 witnessed basically upward trend, however, since August, 2017, the price of gold has tended to decrease slightly and it significantly reduced in the last three months of the year². Gold is always seen as a "storm shelter" of investors, so when the world economy fluctuates, gold prices tend to increase. In the early 2016, the world price of gold was traded at \$ 1,061/ounce and by July 2017, the price of gold reached a peak of \$ 1,365/ounce. Only in the first two quarters of 2016, gold prices increased about 24% compared to the beginning of the year. The volatility of other asset-backed securities markets such as equities, foreign exchange and the "vague" outlook of the microeconomics has been a positive support for the bull market in the first half of 2016. However, as the economy gradually stabilizes, investment activities are more promising; the gold market is slowing down and trading at \$ 1,150/ounce, increasing more than 8% compared with the beginning of the year (Figure 1)

¹ Economic growth in Europe in the first quarter of 2017 increased 0.6% compared with the fourth quarter of 2016 and Japan had more than one year of positive growth and also increased by 0.3% over the same period.

² According to the World Gold Council (WGC) and Bloomberg, gold prices fell 3.18% in October; fell by 7.92% in November and fell by 1.78% in December

Figure 1: The price of gold in the world in 2016



Source: investing.com

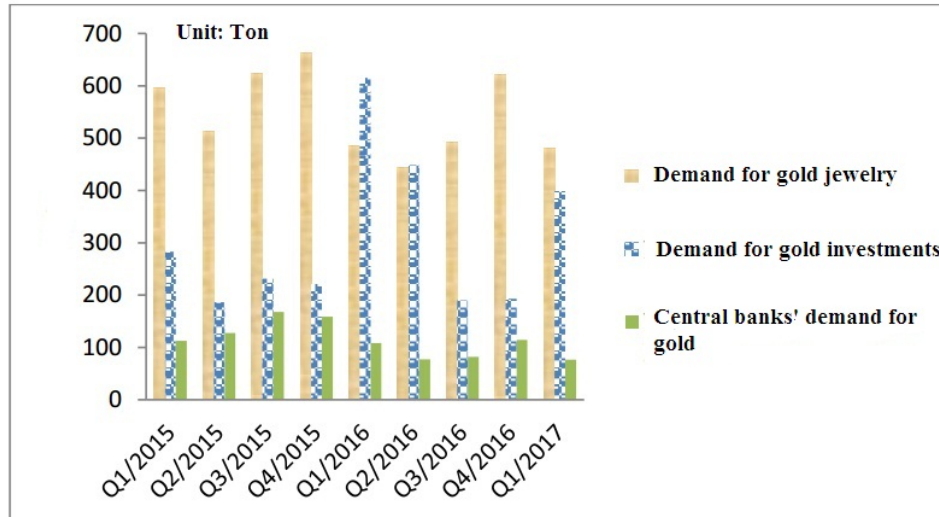
In 2017, gold prices did not reach the peak but still maintained the momentum. The gold price has increased sharply in the first three months of 2017 and decelerated in the second quarter of 2017³. According to the World Bank, unstable global economic uncertainties such as global commodity price indexes that have not kept up with rising momentum, inflation has returned and national debt has tended to increase sharply in the developing and emerging economies⁴ (Brazil added \$ 0.6 trillion to \$ 3.6 trillion, India added \$ 0.2 trillion to \$ 2.9 trillion, and China's total national debt exceeded 304% of GDP as of May, 2017) and the US government's new economic decisions. Although the demand for gold has increased according to the World Gold Council (WGC), the level of demand has decreased over the same period last year. In particular, the demand for gold investment through Exchange Traded Funds (ETFs) has narrowed, demand for reserves of central banks of countries has also leveled off, and positive signals have appeared only in investment demand for gold bars, gold jewelry and gold used in the manufacturing sector.

The gold price in 2016 in Vietnam was considered not to fluctuate strongly against the international gold price by the world and international financial institutions due to the fluctuating foreign exchange market, and stable exchange rate. The macro and financial policies are quite effective. In the first six months of 2016, when the world price of gold increased, the domestic gold price still traded at 33-34 million dong/tael. This narrowed the gap between world gold prices and domestic gold prices and even domestic gold price was lower than world gold price.

³ According to WGC and Bloomberg, gold prices rose 1.51% in April; May increased by 0.14% and June decreased 2.14%.

⁴<http://blogs.worldbank.org/developmenttalk/rising-debt-and-deficits-emerging-market-and-developing-economies-emdes-5-charts>

Figure 2: Demand for holding gold in the world (Q1/2015 – Q1/2017)

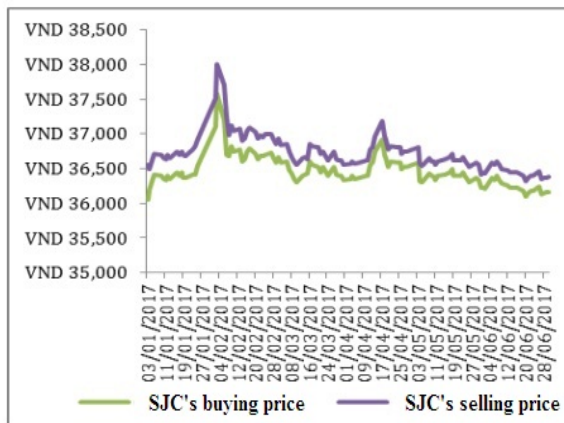


Source: gold.org

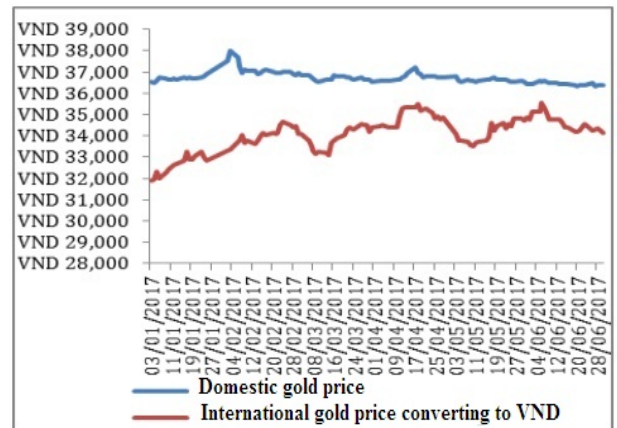
However, after the Brexit event, the domestic gold price increased close to the price of gold in the world. Due to the continuously fluctuating world price, the domestic gold market was gloomy, trading focused mainly on gold transactions according to actual demand rather than investment demand. Similarly in 2016, in terms of gold trading in the first few months of 2017, due to not receiving the support from the investment demand, gold prices did not change significantly. From the beginning of 2017, the price of gold only increased following different sessions, specifically at the period of "the god of wealth or fortune" and political instability in the world, there was a period when gold was traded at 38 million but then quickly dropped to 36-37 million per volume. At the end of the second quarter of 2017, domestic gold prices were traded at 36.16-36.38 million/tael, the difference between the domestic gold price and world gold price fell about half compared to the beginning of the year.

Figure 3: Domestic gold price in the first 6 months of 2017 - Domestic gold price and international gold price converting to VND

Domestic gold price in the first 6 months of 2017



Domestic gold price and international gold price converting to VND



Source: sjc.com.vn

2. The fundamental factors affecting the gold market in Vietnam in recent years

The gold market in Vietnam has been influenced by many directions such as the macro-economic situation, the legal framework that government agencies manage or intervene or the habit of storing gold of the people...

- *Global macroeconomic situation:* In the context of global financial turmoil, the world economy still faces many risks with unpredictable factors, from 2008 to now; growth of the domestic economy is lower than in the previous period. Since the early 1990s, the inflation rate in our country has been restrained at a single digit level. However, inflation is still volatile. During 2017-2012, high inflation rate, unpredictable movements, reduced purchasing power of VND, influenced people's belief in the domestic currency, increased the psychology of gold holdings and foreign currency of the group. Individuals in the economy as a means of saving, ensuring asset value, and preventing currency devaluation risk. From 2012 to now, the economy has gradually stabilized; the gold market in Vietnam depends much on the price of gold as well as the global economy.

- *Alternative investment markets are underdeveloped:* Alternative investment markets such as the stock market, the real estate market and some derivative markets have faced many constraints in attracting investment capital. The stock market is in the process of restructuring to be able to play the role of an important capital mobilization channel for investment in economic and social development. The stock market structure is continuing to be modernized; the development of the secondary market is limited. For real estate investment, this is also one of the priority options in the investment habits of the people. However, the real estate market in recent years has underperformed and is beginning to show signs of recovery after unbalanced development. The real estate downturn has been slow since the end of 2015, and real estate property stocks are slow and the current market is in a better position than demand.

- *Gold saving habit of the people:* With superior characteristics, gold is often used as a safe haven asset when the economy is not good. With the habit of hoarding Vietnamese gold for the means of payment, valuation and storage, gold prices in the market also have negative changes are not worth it. People hoard gold at home to show wealth in society or simply to protect people from risk. Therefore, it can be said that holding, using gold is formed in the long time and is difficult to change habits.

3. Legal documents related to the management of gold market in Vietnam

Before 2012, the world economy faced many difficulties due to the global economic crisis, global financial situation was complicated. A number of policies and legal documents on the management of gold market in Vietnam in this period dealt with many inadequacies, causing many disturbances to the economy, leading to bad impact on stabilizing the economy. Specifically:

- Previously, the management of the gold market in Vietnam would follow the Decree No. 174/1999/ND-CP of the Government dated December 9, 1999. However, this Decree has

revealed many limitations such as it has not specified decentral management of gold market in the function of each Ministry. A number of businesses that are producing and trading gold bars on a large scale has brought many negative impacts on the economy. As the domination of the gold market in the country, enterprises make the price, the goods created the "virtual gold fever" on the market, causing confusion for people and creating difficulties for the management unit. The Government has reviewed and evaluated Decree 174 no longer suitable with the reality, therefore, on 3/4/2012, the Government issued Decree 24/2012/ND-CP on management of gold trading. This new Decree has basically covered the inadequacies and shortcomings of the Decree 174.

- In the period from 2007 to 2009, the government allowed the development of gold trading floors and trading gold bars on the account has a negative impact on the gold market and the economy of Vietnam. The gold trading floor operates and develops rapidly, spontaneously, trading large amounts of gold on the market, even allowing customers, investors to buy gold, gold trading overseas... It can be regarded as a risky activity for customers to enter the market, increasing speculative activities, affecting the government's monetary policy and stability. On the basis of the seriousness of the problem, on March 30, 2010, the Government requested gold trading floors as well as gold trading activities on the account to stop all activities.

- Decision 432/2000/QD-NHNN allows credit institutions to mobilize and lend in gold. This risky decision has caused many uncertainties for the gold market and the overall economy of Vietnam. When gold prices stabilized, this activity of credit institutions seemed harmless but from 2008, the price of gold has fluctuated rapidly, strongly, unceasingly creating the gap of business speculators. This is considered one of the factors that will increase interest rates in Vietnam in the years 2010-2011. The government has put in place strong interventions to end this activity and gold lending has ended in May 2011 and the capital mobilization has ceased in November 2012. Since then, the Government has taken steps to stabilize the gold market, regain trust from the people.

In the later stage, the Government, State Bank of Vietnam (SBV) and the management agencies responsible for supervising and managing the gold market have issued a number of legal documents to support and develop the market. This step is effective, transparent and open.

No.	Document number
1	Decree No.24/2012 / ND-CP dated 3 April 2012 of the Government on management of gold trading
2	Circular No.16/2012 / TT-NHNN dated 25 May 2012 of the State Bank of Vietnam guiding a number of articles of Decree 24/2012 / ND-CP dated 3 April 2012 of the Government on management of activities Gold trading
3	Circular No.22/2013/ TT-BKHHCN dated 26 September 2013 of the Ministry of Planning and Technology regulating the management of measurement in gold trading and quality management of gold jewelry and fine art in the market.

No.	Document number
4	Circular No.38/2015/TT-NHNN dated 31/12/2015 of the State Bank of Vietnam amending and supplementing a number of articles of Circular No. 16/2012/TT-NHNN dated 25/5/2012 of the State Bank of Vietnam The Governor of the State Bank of Vietnam hereby guides a number of articles of Decree 24/2012/ND-CP dated 03/4/2012 of the Government on the management of gold trading activities.
5	Circular No.22/VBHN-NHNN dated 21 January 2016 of the State Bank of Vietnam guiding some articles of Decree No. 24/2012/ND-CP dated 03/4/2012 of the Government on management of operations gold trading.
6	Circular No.03/2017/TT-NHNN dated 6 June, 2007 of the State Bank of Vietnam amending and supplementing a number of articles of Circular No. 16/2012/TT-NHNN dated May 25, The State Bank of Vietnam hereby guides the implementation of a number of articles of the Government's Decree No. 24/2012 /ND-CP of April 3, 2012, on management of gold trading activities.
7	Circular No.02/VBHN-NHNN dated June 15, 2012 guiding a number of articles of the Government's Decree No.24/2012/ND-CP dated 03/4/2012 on management of gold trading activities

Source: the author synthesized

4. The policy suggestions in order to manage effectively the gold market in Vietnam

In order for the domestic gold market to remain healthy and stable in 2017, the Government, executive agencies and regulators should take measures to intervene in the gold bar market, issue legal documents The law for gold trading activities and further strengthening the inspection, supervision and regulation of business activities, the production of gold jewelry and fine arts. Moreover, in Vietnam, currently, gold holding of the people has also created many obstacles to the economic development. In accordance with Resolution 01/NQ-CP⁵ of the Government on main solutions and tasks for directing socio-economic implementation and the State budget cost estimate in 2017, the State Bank of Vietnam shall study the roadmap, and solution to mobilize and use budget in gold trading and production.

Firstly, to complete the legal framework related to gold market management in the coming years. The Government, the SBV and related agencies need to consistently implement the gold market management solutions to ensure the objective of Decree 24 to stabilize the gold market and ensure the legitimate rights and interests of the people. , preventing the negative impact of gold prices on the exchange rate, the foreign exchange market and macroeconomic stability and limited gold status in the economy.

Secondly, there should be specific measures to stabilize the gold market through the organization of gold bars, develop a gold bar trading network on the actual demand of the market, ensure legal rights and interests of people to prepare gold bullion trading plans in the domestic market in order to stabilize the gold market when necessary and create favorable conditions for enterprises producing, trading gold jewelry, handicrafts...

⁵ Resolution 01/NQ-CP dated 01/1/2017 of the Government Prime Minister on main solutions and tasks for directing socio-economic implementation and the State budget cost estimate in 2017

Thirdly, to intensify the inspection and examination of gold trading activities so as to promptly deal with organizations and individuals that commit acts of violation, ensure the effective management of the gold market, positive benefits for the people and the economy.

Fourthly, to intensify the investigation, detection and prevention and timely handling of law violations in the purchase, sale and trading of gold bars, gold accounts and law violations in export and import activities of raw material gold ... to strengthen order and discipline on the gold market.

Fifthly, people often store gold which is in fact a type of cash that cannot circulate in trading while banks are locations able to trade money, in order to mobilize gold, they calculate the fluctuating world gold price, and deposit gold with a low interest rate level, convert gold into VND or even the foreign currencies for lending, when the people need, they will make payment. Therefore, the risk of commercial banks can totally be controlled and the research shows that this way is always more beneficial, effective and safer. Then, it will help banks to mobilize long-term capital sources from the people, and avoid hindering capital as the current situation.

Finally, to focus on strengthening the communication on gold market management policies to increase the people's consent to the policies of the State, and to timely stabilize the people's psychology when the gold market has fluctuations.

5. Conclusion

The effective regulation and management of the gold market by the government and relevant regulatory agencies has brought many positive values to the economy in Vietnam. The policies and management measures for the gold market need to be flexible for each stage of economic development, and there is no one-size-fits-all policy. Governments and relevant agencies should have adequate and appropriate assessments of the change and development of the economy in order to set harmonized management objectives for the country, enterprises and people.

References

- [1] Baur D.G., McDermott T.K. (2010), *“Is gold a safe haven? International evidence”*. Journal of Banking & Finance, 34(8): 1886–1898.
- [2] Bernard D. (2012), *“Determinants of the gold price, Universiteit Gent.”*
- [3] CIEM (Central institute for economic management) (2011), *“Issue of monetary market, Hanoi: Central institute for economic management.”*
- [4] Lawrence, C. (2003), *“Why is Gold Different from Other Assets? An Empirical Investigation”*, London, World Gold Council.
- [5] Phu Nhuan Jewelry Joint Stock Company (2015), *“2014 General business performance report”*, HCM 31 March 2015
- [6] Siregar R.Y., Nguyen T.K.C. (2013), *“Inflationary Implication of Gold Price in Vietnam,”* Singapore: AMRO.
- [7] <http://www.sjc.com.vn/>
- [8] <https://www.gold.org/>
- [9] <https://www.sbv.gov.vn>
- [10] <https://www.investing.com/>

AN EMPIRICAL ANALYSIS OF THE RISK-TAKING CHANNEL IN VIETNAM

Tran Huu Tuyen MSc

Banking Academy of Vietnam

Abstract

After the global financial crisis in 2008, several studies have had a high consensus that low-interest rate which is kept for long period of time could negatively affect bank's risk-taking behavior through the risk-taking channel. According to this channel, banks will take more risks by loosening their lending standards as well as providing excessive credit in order to achieve the profit target. This paper uses a micro-level dataset from the balance sheet information of Vietnam's commercial banks in order to investigate the effectiveness of the risk-taking channel in Vietnam by measuring the impact of policy rates on bank's risk-taking behavior. The empirical results suggest that there is a negative relationship between policy rates and bank's risk-taking level in Vietnam.

Keywords: risk-taking, interest rate

1. Introduction

In the period from 2009 to 2015, the State Bank of Vietnam (SBV) had often changed the stance of monetary policy according to fluctuations of the economy. However, the overall trend in conducting monetary policy of SBV is expansionary, especially from 2012, characterized by relatively low-interest rate environment (Figure 1 & Figure 2).

Figure 1: The policy rates 2001-2015

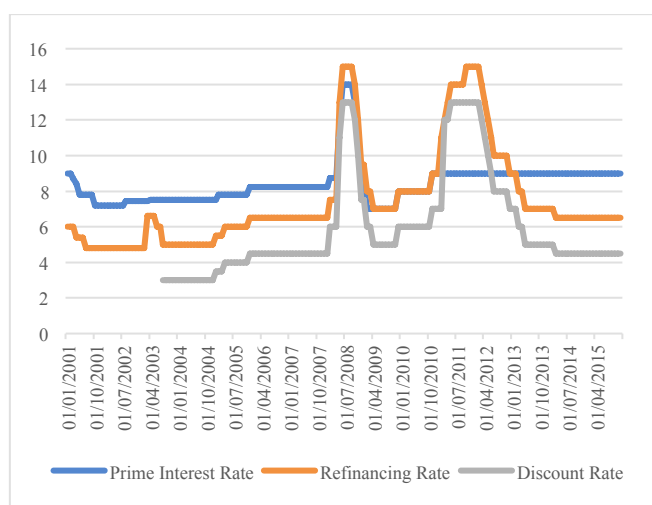
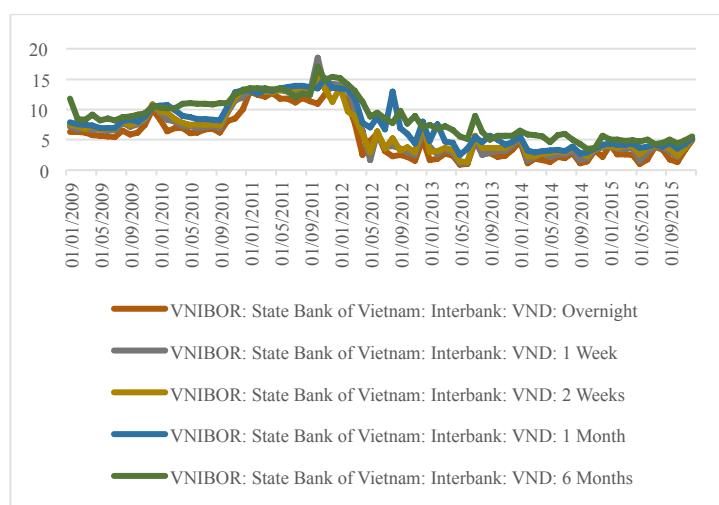


Figure 2: The interbank interest rates from 2009-2015



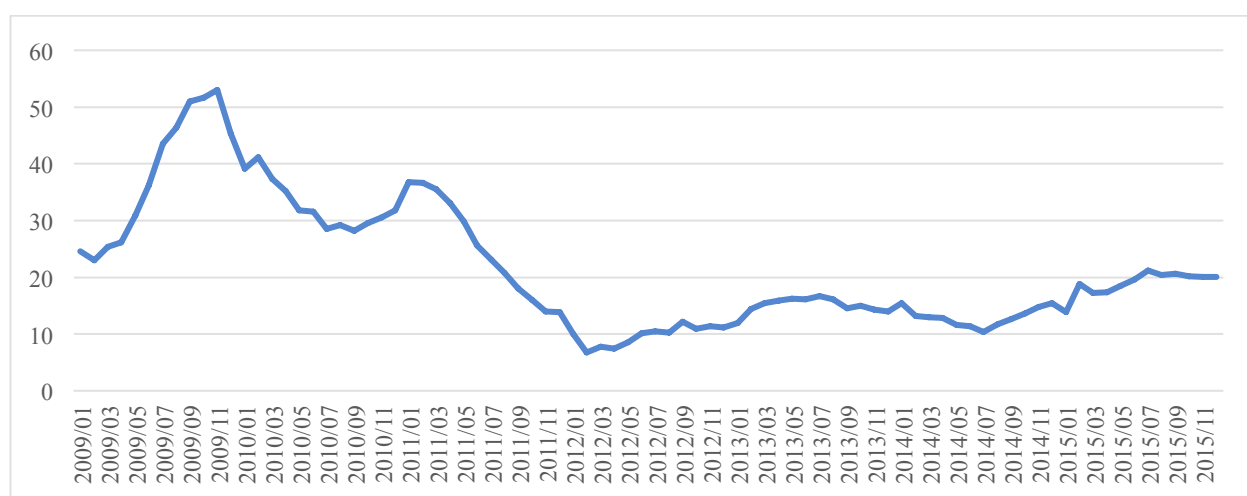
Source: SBV

Theoretically, it will make financial institutions, especially commercial banks, have a tendency to take higher levels of risk by easing lending standards for their customers as well

as expanding credit in order to achieve the profit target. However, during the period from 2012 to 2015, although interest rates had continuously been lowered by the SBV to support business and increase aggregate demand, the credit growth rate remains at a fairly low level compared to previous periods (Figure 3). This implied that the negative linkage between interest rate and credit growth have been blurred in Vietnam. As a result, the overall effectiveness of the monetary policy declined sharply.

The research aims to investigate the linkage between policy rates and bank’s risk-taking behavior in Vietnam. Moreover, this research attempts to identify factors which affect the risk-taking behaviors of the commercial banks in Vietnam. Last but not least, based on the empirical results, this paper suggests some policy recommendations which could be considered by the SBV for implementing monetary policy in the future.

Figure 3. Credit growth rate for the period 2012m1 – 2015m12



Source: SBV

2. Literature review

Since the global financial crisis in 2008, there have been several types of research about the impacts of monetary policy on the stability of the banking system. There was an increasing consensus of major reasons for this crisis, such as the weak financial surveillance system and the development of derivative market (Ozsuca and Akabostanci, 2012). Recent researches indicate that an easing monetary policy in the US with low-interest rate was kept in the long period of time also is one of the reasons.

Besides the other traditional channels, the risk-taking channel is a new channel of monetary policy transmission explaining the impact of the monetary policy on the ultimate goals of the economy. According to Manthos D.Delis et al. 2011, the risk-taking channel can impact on the economy through three main mechanisms. The first one is the *search-for-yield* mechanism which describes that in the low level of interest rate, bank managers have been forced to take more risk in order to guarantee profit targets that normally are set up by shareholders in advance. Another way to explain this mechanism is that when interest rate is kept at very low level in the long period of time, commercial banks face a decreasing in the

margin which is the difference between the deposit and loan rate, thereby raising their incentives to switch to riskier assets with higher expected yields (Manthos D Delis et al. 2011)

The second mechanism operates through *the impact of a low-interest rate on real valuations, incomes and cash flows*. The value of net assets and collateral play a key role in evaluating customer's risk level and one of the important foundation for lending making-decisions. Low-interest rate increases the value of net assets and collateral of companies and households who are major customers of commercial banks. Therefore, their risk level will go down and their loan applications are more likely to be accepted.

Finally, monetary policy could influence risk-taking bank's behaviors through *the reaction function of the central bank to negative shocks* (Manthos D Delis et al. 2011). The high transparency, accountability as well as policy commitment of central bank could increase the public belief and decrease the instability, thereby increase bank's desire to assume a higher risk.

Recently, there has been a surge of empirical research on the risk-taking channel, for instance “*Capital Regulation, Risk taking, and Monetary policy: A missing link in the transmission mechanism*” conducted by Borio and Zhu (2008), which shows that stable economic condition with low-interest rates are maintained in a long period of time may encourage excessive risk-taking behaviors and make financial market more vulnerable.

Altunbas et al. (2010) in their research “*Does Monetary Policy Affect Bank Risk-Taking?*” confirm the existence of risk-taking channel with conclusion that low-interest rates kept for long period of time not only encourage banks to extend credit to their customers as described in the traditional credit channel but also encourage banks to take higher levels of risk.

Jiménez at all. (2008) used bank-level data from the Spanish Credit Register over the period 1984-2006 with the conclusion that an expansionary monetary policy affects the riskiness of banks’ portfolios because of the higher collateral values and the search for yield.

Overall, the research about the risk-taking channel has been mostly conducted in developed countries like the United States or European countries. In Vietnam, there has very few research on this channel, especially quantitative research. Hence, I conduct this paper to answer for main research question of whether there exists a relationship between bank’s risk-taking behavior and policy rates in Vietnam or be known as the risk-taking channel of monetary policy transmission.

3. Methodology and data description

Besides traditional methods such as analysis, statistic, synthesis and comparison, the research applies a quantitative method where series of panel regressions will be used with the following functional form:

$$r_{it} = a + \sum_{k=1,5,9} \beta_k * ir_{t-k} + \sum_{j=1}^J \gamma_j * bank_i + \varepsilon_{it}$$

Where r is the risk variable of bank i at time t , a is a constant, ir the monetary policy rate (in discrete lags up to nine quarters), $bank$ is a set of bank-level control variables and ε is the error term.

Data used in the model are quarterly and will be mostly collected from balance sheet information of 12 commercial banks in Vietnam over the period from 2009q1 to 2015q4. Specifically, balance sheet information of Vietnam’s commercial banks is collected from bank’s financial reports, macro-variables (i.e. policy rate and CPI) are gathered from the data source of CEIC (Euromoney Institutional Investor Company). Besides, other reliable sources such as the State Bank of Vietnam, the General Statistics Office of Vietnam, Asian Development Bank and International Monetary Fund are used.

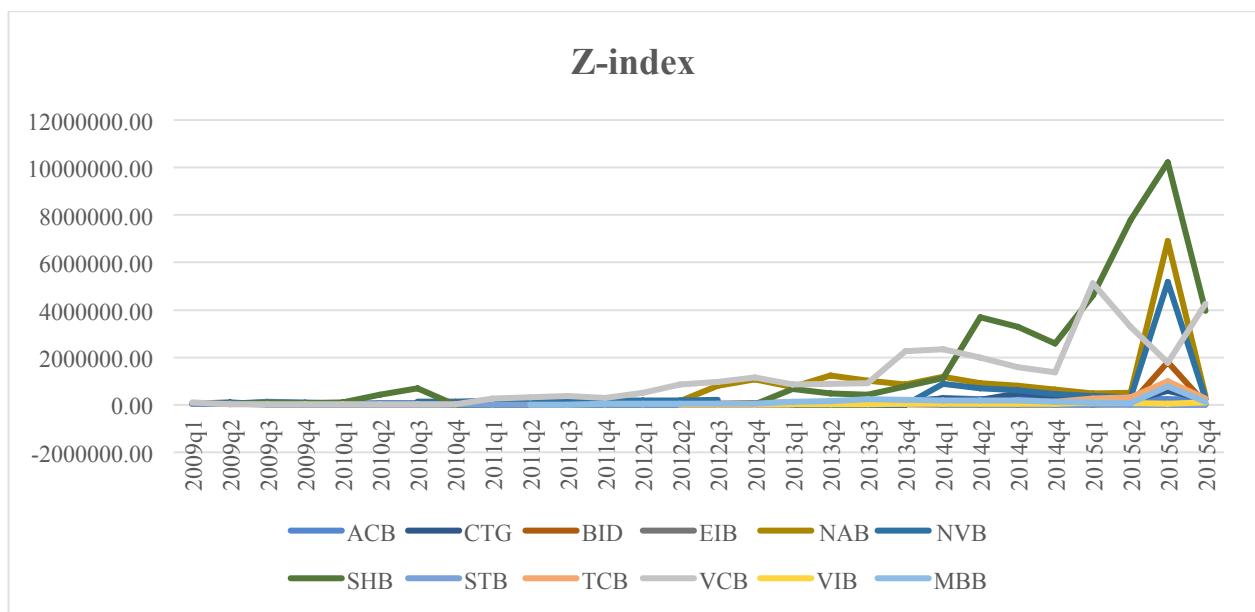
Bank risk-taking

In order to measure bank risk-taking level, this paper uses Z-index, which is calculated as follows:

$$Z - \text{index} = \frac{ROA + EA}{\sigma(ROA)}$$

Where ROA is the return on total, EA is the equity to total assets ratio and $\sigma(ROA)$ is the standard deviation of ROA over the last eight quarters. According to this method, bank risk-taking behaviors would be evaluated through the stability level of bank’s performance. Specifically, the Z-index would increase when the profit and equity increase or when variability of the profits decreases. Otherwise, Z-index would decrease. In other words, the Z-index is regarded as an inverse proxy of the bank risk-taking. However, the higher bank risk-taking level not only comes from bank’s behaviors or bank’s decisions but also comes from the economic conditions. Therefore, a drawback of this index does not reflect exactly the changes in risk-taking behaviors of commercial banks in response to changes in monetary policy. Moreover, another drawback of Z-index is that it is a backward-looking indicator.

Figure 4. Change in Z – index over the period 2009q1-2015q4



Source: Author’s calculation

According to the Figure 4, Z-index started to vary violently from the first quarter of 2012. It is interesting that this is the time when SBV decreased significantly its policy interest rate.

Policy interest rate

The policy rate variable is the real refinancing rate which is calculated as the difference between the nominal refinancing rate and inflation rate. Consumer Price Index (CPI) is used to calculate inflation rate by applying the following equation.

$$\pi_t = \left[\frac{CPI_t - CPI_{t-1}}{CPI_{t-1}} \right] * 100$$

The refinancing rate is one of three policy rates which are decided by SBV. It plays a role as the ceiling rate in implementing monetary policy and reflects the real cost which commercial banks have to pay when borrowing money from SBV. However, using this variable has some drawbacks. It perhaps faces the endogeneity problem because a change of policy rate is endogenous to macroeconomic variables such as GDP growth. In that case, the estimated results would partly reflect the impact of macroeconomic variables on the risk-taking behavior of banks, thereby the results would bias. Moreover, the credit growth in Vietnam over the period from 2009 to 2015 mostly reacted to changes of the credit policy rather than the interest policy. Therefore, using the refinancing rate may be not quite suitable in the case of Vietnam.

Bank control variables

Because bank risk-taking incentives are not only affected by monetary policy stance but also banks' characteristics. Thus, it is necessary to add some control variables which reflect characteristics of banks. Three control variables are added into the model, namely *capital surplus* (the difference of the ratio of total equity capital to total assets from the 8% level regulated under Basel II), *profitability* (pre-tax profits to total assets) and *size* (natural logarithm of real total assets). Moreover, the *typedum* variable which represents the type of banks (private commercial bank or state commercial bank) equals one for state commercial bank and otherwise is a private commercial bank.

4. Empirical Analysis and Results

Panel fixed-effects regressions are run with quarterly data in the period from 2009q1 to 2015q4. The results are showed in Table 1 which consists of four different identifications, in which the first result without any control variables is reported in column (1), without *capital surplus* and *dummy variable* reported in column (2), without *dummy variable* in column (3) and with all control variables and the dummy variable in column (4). All four regressions use Z-index as the dependent variable.

Interestingly, all coefficients of the lagged policy rate are positive and highly statistically significant, thereby confirming a strong negative relationship between the level of policy rate and bank's risk-taking. In addition, the value of coefficients of lagged interest rates decreases when we consider further lags of interest rate (column 1 and column 2). This suggests that the changes of policy interest rate seems to have the almost immediate effect on

bank risk-taking behavior, and this effect gradually decreases. In other words, the size of coefficients of the lagged policy rate indicates that the negative effect of policy interest rate on bank risk-taking behavior decrease as interest rate continues to decrease. However, in column (3) and (4), the value of the coefficient of 9th lag is larger than 5th lag which is smaller than the value coefficient of 1st lag. These results indicate that easing monetary policy significantly increase bank risk-taking level in short-term (one quarter) and long-term (nine quarters) stronger than in medium-term (five quarters).

Table 1: Empirical Results

VARIABLES	(1) Z_index	(2) Z_index	(3) Z_index	(4) Z_index
11_ir	80,902*** (14,475)	71,953*** (14,831)	67,929*** (15,106)	67,929*** (15,106)
15_ir	58,842*** (13,595)	46,385*** (14,460)	39,801*** (15,244)	39,801*** (15,244)
19_ir	50,602*** (12,896)	41,974*** (13,257)	40,158*** (13,305)	40,158*** (13,305)
ca_sur			-3.416e+06 (2.538e+06)	-3.416e+06 (2.538e+06)
prof		1.853e+06 (5.402e+06)	4.954e+06 (5.866e+06)	4.954e+06 (5.866e+06)
lnsize		245,799** (97,309)	290,987*** (102,796)	290,987*** (102,796)
typedum				-486,602 (304,650)
Constant	339,328* (186,901)	-2.697e+06** (1.216e+06)	-3.333e+06** (1.302e+06)	-3.333e+06** (1.302e+06)
Observations	277	277	277	277
R-squared	0.335	0.351	0.356	0.356

Standard errors in parentheses

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Source: Author's calculation by using Stata 14

In terms of control variables, only *lnsize* are statistically significant. The sign of the *lnsize* coefficient suggests the positive relationship between the size of bank and *Z-index* or the negative relationship between the size of bank and its risk-taking behavior. The bigger bank's total assets, the lower risk-taking level. The *capital surplus*, *profitability* and *typedum* are not statistically significant.

However, as mentioned earlier, the empirical results might be subject to simultaneity bias. Because policy rate may be endogenous to the economic conditions in Vietnam economy. Besides, the risk level of the bank system can affect the reaction of SBV. For example, when the financial system becomes less stable, the central bank could implement easing monetary policy by reducing interest rates. Moreover, both the bank risk-taking and the policy rate variables are influenced by macroeconomic variables such as GDP growth,

inflation. Endogeneity problem makes the error term correlated with the real refinancing rate variable, thereby these results are quite unreliable. There are some solutions to resolve this problem. Instrumental variables regression is one of the most common ways to isolate the changes in the policy rate that is uncorrelated with error term, which in turn make the estimated results more consistent. But in the case of the risk-taking channel, it is very difficult to identify a factor that can satisfy the conditions of instrument variables process.

5. Conclusion

The main purpose of the research is constructing an appropriate econometric model in order to investigate the risk-taking channel in Vietnam during the period from 2009 to 2015 by shedding new light on the relationship between the policy rate and the bank's risk-taking incentive. Based on empirical results of the model, the research identifies main factors affecting the effectiveness of risk-taking channel in recent years as well as give important implications for policymakers to enhance the effectiveness of risk-taking channel in particular and overall effectiveness of transmission monetary policy in Vietnam in general.

All in all, the empirical results confirmed a negative relationship between policy interest rate and bank risk-taking. Hence, the changes of the monetary policy in Vietnam have significant impacts on the risk-taking behaviors of banks. However, the level of response of banks in taking more risk differs depending on the lag of policy interest rate. It seems that the change in policy rate affects the significantly risk-taking behavior of banks and this effect becomes weaker when considering in the context of medium-term and long-term. In addition, the paper also found that the equity and profitability are not major factors influencing bank's risk-taking.

In terms of implications for SBV as well as other microeconomic supervision institutions, this paper suggests that SBV should pay more attention to bank risk-taking behaviors of banks, especially in low-interest rate environment. Microeconomic supervision institutions should be taken into account monetary policy stance. Besides, micro-prudential policy needs to be coordinated with the macro-prudential policy to avoid accumulating risk in the financial system which easily leads to a crisis.

References

- [1] Altunbas Y., Gambacorta L. Marques-Ibanez D., 2009, 'An empirical assessment of the risk - taking channel', Working paper series, available at SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1459627
- [2] Altunbas, Y., L. Gambacorta and D. Marqués-Ibañez (2010), Does Monetary Policy Affect Bank Risk-Taking?, ECB Working Paper 1166.
- [3] Altunbas, Y., Gambacorta, L., and Marques-Ibanez, D., 2012, Do bank characteristics influence the effect of monetary policy on bank risk?, European central bank, Working paper series, No.1427.

- [4] Borio, C. E, and V. H. Zhu, 2008, Capital Regulation, Risk taking, and Monetary policy: A missing link in the transmission mechanism?, BIS Working Paper 268.
- [5] Jiménez, G., S. Ongena, J.L. Peydró, and J. Saurina. 2008. Hazardous times for monetary policy: what do twenty-three million bank loans say about the effects of monetary policy on credit risk? CEPR Discussion Paper No. 6514.
- [6] Manthos D Delis, Iftekhar Hasan and Nikolaos Mylonidis (2012),The risk-taking channel of monetary policy in the USA: Evidence from micro-level data, SSRN working paper.

Appendix

Table 1: Variable definitions

Notation	Measure
A. Dependent variable	
Z-index	$(ROA + EA)/\sigma(ROA)$, where ROA is the ratio of the return on assets (i.e. profits before tax over total assets), EA is the ratio of total equity to total assets and $\sigma(ROA)$ is the variance of ROA over 8 quarters.
B. Independent variable	
Refinancing rate	The quarterly real refinancing rate that equals nominal refinancing rate minus inflation rate
Capital surplus	The difference between the ration of total equity capital to total assets and 0.08 (8%)
Profitability	The ratio of pre-tax profits to total assets
Size	The natural logarithm of real total assets
Dummy variable	Dummy variable equals one for a state commercial bank and equals zero for a private commercial bank.

Table 2: Descriptive statistics of the main variables used in the empirical analysis

Variable	Obs	Mean	Std.Dev	Min	Max
z_index	277	427199	1147819	-355.83	1.02e+07
ir	336	.7303214	3.749457	-8.534	6.002
prof	277	.0028516	.0107857	-.0777	.1464
size	277	210418.1	181749.9	145.64	850748.1
ca_sur	278	.008627	.0331171	-.1577	.1677

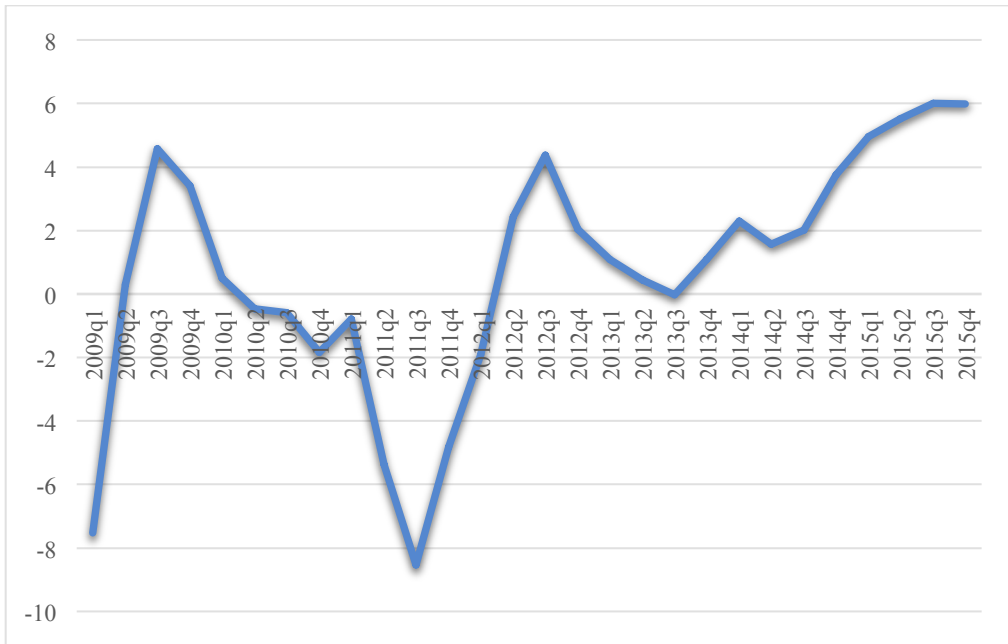
Source: Author's calculation by using Stata 14

Table 3: Regulations of rediscount rate and refinancing rate from 2009 - 2015

Rediscount	Refinancin	Decision No.	Effective
4.5%	6.5%	496/OĐ-NHNN	18-03-2014
5%	7%	1073/OĐ-NHNN	13-05-2013
6%	8%	643/OĐ-NHNN	26-03-2013
7%	9%	2646/OĐ-NHNN	24-12-2012
8%	10%	1289/OĐ-NHNN	01-07-2012
9%	11%	1196/OĐ-NHNN	11-06-2012
10%	12%	1081/OĐ-NHNN	28-05-2012
11%	13%	693/OĐ-NHNN	11-04-2012
12%	14%	407/OĐ-NHNN	13-03-2012
13%	14%	929/OĐ-NHNN	01-05-2011
12%	12%	379/OĐ-NHNN	08-03-2011
7%	9%	447/TB-NHNN	01-12-2010
7%	9%	2620/OĐNHNN	05-11-2010
6%	8%	402/TB-NHNN	01-11-2010
6%	8%	352/TB-NHNN	01-10-2010
6%	8%	316/TB-NHNN	01-09-2010
6%	8%	316/TB-NHNN	01-09-2010
6%	8%	220/TB-NHNN	10-08-2010
6%	8%	259/TB-NHNN	01-08-2010
6%	8%	189/TB-NHNN	01-06-2010
6%	8%	26/TB-NHNN	01-02-2010
6%	8%	2664/OĐ-NHNN	01-12-2009
5.0%	7.0%	2232/OĐ-NHNN	01-10-2009
5%	7%	837/OĐ-NHNN	10-04-2009
6.0%	8.0%	173/OĐ-NHNN	01-02-2009

Source: SBV

Figure 1. Real refinancing rate over the period 2009Q1 – 2015Q4



Source: Author's calculation

THE ADVENT OF DIGITAL CURRENCY AND REGULATIONS AROUND THE WORLD

Dinh Thi Thanh Van

VNU - University of Economics and Business

Le The Trung

Hanoi University of Science and Technology

Abstract

Technologies growth has changed faces of many fields, including finance. The domination of fiat currency is challenged aggressively by the new kind – digital currency. First, this paper presented an overview of digital currency and its mechanism. Second, the paper examined policies that some central banks around the world have been issuing to manage and regulate this innovative mean of payment. Then, the current development of digital money in Vietnam and State Bank of Vietnam (SBV) prevailing regulations were analyzed. Finally, the paper proposed some concerning issues for policy makers in Vietnam to deal with the operation of digital currency (DC) in Vietnam.

Keywords: *State Bank of Vietnam; digital currency; central bank; regulations.*

1. Overview

1.1. Introduction to Digital Currency (DC)

Digital currency is one type of currency which available only on the type of digital, not in physical form, such as bank notes and coins. It is distinguished from physical currency; for example: bank notes, coins and local currencies. It also does not include both deposits with central and commercial banks as well as electronic money, which is recorded on electronics type on a stored-value card or other devices, although two of them are kept like DCs in the same format.

E – commerce has become a controversial topic around the world since 1970s and during this time, the increasing number of Internet users has engaged in online business instead of traditional business. The online payment has proved to be much convenient compared to the traditional payment. Therefore, as a complement to the fiat currency in use, emerging digital currencies have been continuously gaining popularity among the public. Digital currency is becoming as a new tool of modern economy, accompanying the progress of e – commerce in a growing number of business activities by individuals, firms and organizations. Some nations in the world plan to adopt their own digital currency, i.e. Iceland (Smith and Weismann, 2014). However, Bitcoin is the most prevalent example from digital currencies, with an outstanding value of about \$15 billion at the early of 2017 (McCallum, 2017).

The digital currency's definition is a mixture between two elements (BIS, 2015; He *et al.*, 2016):

- An asset: DC shares the same characteristic with a standard modern currency in the sense that it has no intrinsic value but which differs from legal currency to the extent that currently issued DCs are not backed by any issuer. Hence, DC is not a legal tender.

- Exchange mechanism: DC owns the mechanism, which allows payment and settlement through the use of distributed ledger technology (DLT). A DL is a bookkeeping system which can be shared (“distributed”) and updated in real time via a network of “nodes” (i.e. computers) in a secured manner. One of the well – known DL is the Blockchain, in which data are arranged as blocks chained by cryptographic techniques. Particularly, DLs allow peer-to-peer exchanges of electronic value in the absence of trust between the parties with no need for intermediaries. This is achieved through recourse to cryptography, which limits the risk of intrusion, through access of all users to the history, and through the requirement that each transaction in the DL is validated by DC users (so-called “consensus”), who can be expected to oppose any “double use” of DCs. Consequently, each validated transaction increases the degree of certainty of previous transactions, enabling to reach quasi full certainty in a limited time (one hour, or six transactions, in the case of the Bitcoin, since the validation of each Bitcoin transaction takes ten minutes).

DC schemes operate along two different designs (Christian Pfister, 2017). First is Public (or decentralized, or open, or non-permission-based) systems. These systems incorporate embedded currency (i.e. Bitcoin). In such systems, users can obtain units by “mining” (*i.e.* validating transactions) or on the secondary market, the DC's asset component plays an important role and the number of units that could be issued is usually set *ex ante* (this is the case for the Bitcoin, although it seems the rule could be changed provided that a majority of the users would agree). The promised scarcity of the asset supports its price, which incentivizes the public to become users of the DC and miners to validate transactions. There is thus an inherent element of bubble in such schemes. The next part is Private (or centralized, or closed, or permission-based) systems. Such systems do not necessarily incorporate an embedded currency but always involve a DL: the exchange mechanism component of DCs is prevalent in them. “Miners” are usually not remunerated, and the process of validating transactions can be greatly simplified. In more detail, private systems can be of two sorts (Buterin, 2015; He *et al.*, 2016). First, fully private systems in which write permissions are kept centralized to one organization, and second, hybrid (or consortium) systems in which the validation (also called “consensus”) process is controlled by a pre-selected set of nodes. In both cases, read permissions can be, and usually are, restricted but the key feature, which is common to all private systems, is the *a priori* restriction of write permissions. The goal of this restriction is to reduce the cost of operating the DL. It also excludes the negative externality that arises in public systems as “miners” compete to validate transactions, inferring a high consumption of energy. Nevertheless, the more write and read

permissions are centralized, the less the DL is “distributed”, and thus the less the embedded currency could be seen as a DC. Also, private systems in which read permissions are restricted and the embedded currency is backed by an issuer can be regarded as e-money issuance schemes, even though they use DLT.

There are three popular kinds of DC in the world. The first kind is offline electronics currency, such as prepaid cards or smart cards. A prepaid card is a card that records a certain value on it by some ways such as words, electricity or photos and usually looks like a credit card. The card acceptor will remove a portion corresponding to the amount spent on the optical, magnetic or electronic range when the customer uses it for their own purposes. However, the majority of these prepaid cards is usually only used for a single purpose; i.e. prepaid phone cards, issued by telecommunications companies and could only be used to make calls at public booth telephone. Therefore, it could not be seen as a complete electronic money form. Smart card is an extension of prepaid cards. Prepaid card looks like smart cards as it holds a certain value, but unlike prepaid cards, smart cards usually are attached electronic chips. Thus, smart cards can be used for a variety of purposes. This is a form of electronic money, because when people buy smart cards, they have to transfer money from traditional forms (cash, payment, coin, etc.) to electronic money (Phong Nguyen, 2015). The next is Online DC (Electronics wallet). Currently, there are many websites offering online payment services without a bank account. These websites mechanism could be described as follow: Customers can sign up for an account and are provided with an "electronic wallet" with a security code and personal information. Customers can then transfer their money from the bank account to the "electronic wallet" and then can use the money directly from their "electronic wallet" for shopping online or purchasing directly between customers on auction websites, i.e. eBay. A significant example of these websites is PayPal, created by Elon Musk. Besides there are many other similar websites and their popularity is increasing rapidly. Initially, these types of electronic money are only used for sales between customers, but they are widely accepted by businesses as well as e – commerce organizations. The last is digital cash. Digital cash is a system that allows a person to pay for goods or services by transmitting a number from one computer to another. The digital cash numbers are unique like the serials number on real dollar bills. Each one is issued by a bank and represents a specified sum of real money. One of the most significant features of digital cash is that, like real cash, it is anonymous and reusable. That is, when a buyer sends an amount of digital cash to a vendor, there is no way to obtain information about the buyer. This is one of the key differences between digital cash and credit card systems. Another key difference is that a digital cash certificate can be reused.

1.2. Comparison between digital currency and fiat currency

Fiat currency is the currency without intrinsic value. A *fiat* is simply an order or decree, and fiat currency is established as money by government decree (Mankiw, 2014). Fiat currency has played the crucial role of a medium for adjusting monetary policy on the

monetary supply side. Therefore, in order to identify the impacts of digital currency, the first step is to compare the functions of digital currency and fiat currency.

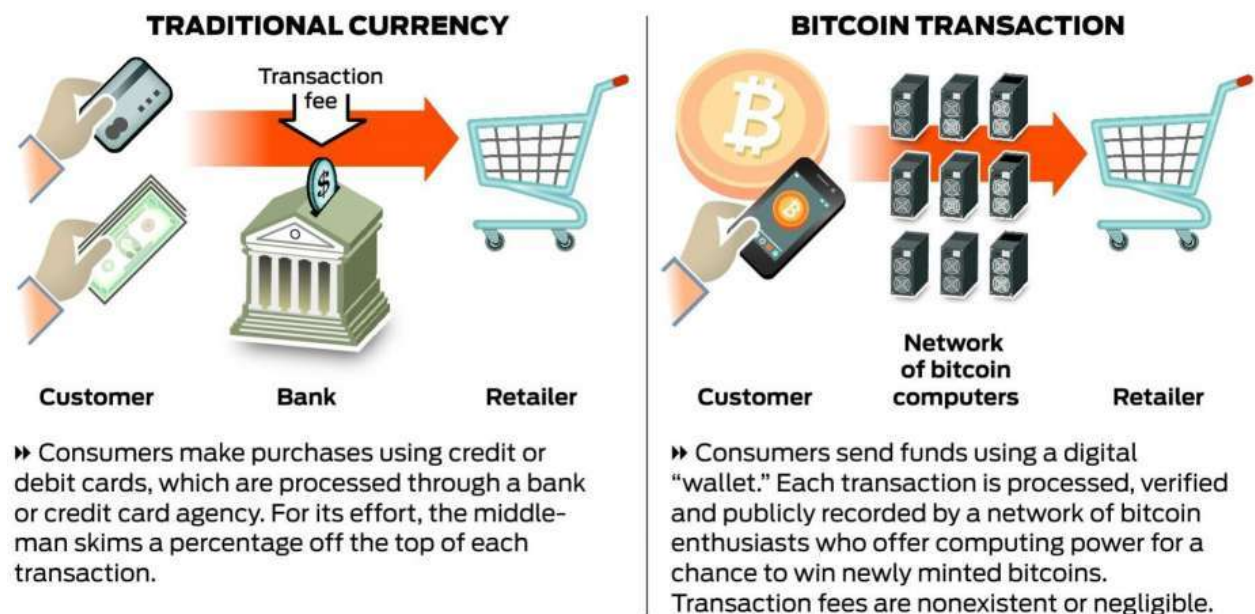
One of the most significant characteristics of digital currency is that it is tradable with no complex international boundaries globally. Normally, traditional trading relies on a financial institution that can serve as a trusted third party. However, in the traditional currency system, trading volumes are limited by a minimum transaction size (Qianru Xiang). In contrast, because digital currency is based on electronic payment processing on Internet platforms, there are no restrictions on small-sized transactions, which could reduce the payment costs (HM Treasury, 2015).

One of the key findings of the IMF report is that "boundaries are blurring." This means that the advent of the new technology related to digital currencies makes the borders between intermediaries, service providers, and markets, previously well-defined, have become blurry, the authors of the report suggest that "barriers to entry are changing." This does not, however, mean that barriers to entry are universally being lowered. Rather, they are being lowered in some situations but raised for others, particularly "if the emergence of large closed networks reduces opportunities for competition."

Figure 1: Bitcoin’s transaction mechanism

Bitcoin made easy

Bitcoin is a digital payment system that allows individuals to exchange funds or buy goods and services without involving third parties, such as banks. Here’s how it works:



Sources: Chronicle research

Todd Trumbull / The Chronicle

Here are some points digital currency differs from fiat currency:

- *Medium of exchange*: From the perspective of a medium of exchange, there is no doubt that digital currency can be freely exchanged as a method of payment (Qianru Xiang).

Riza (2010) and Qianru Xiang emphasized that digital currency could not only be exchanged in transactions, but can also be redeemed for cash, which represents the role of medium of exchange. By Grinberg (2011) and Qianru Xiang, there are various retail sectors, especially online retailing, willing to accept digital currency. However, not all business sectors accept digital currencies; digital currency needs more time to be accepted in all markets compared with the recognition of fiat currencies globally (Qianru Xiang)

- *Unit of account*: Currently, the function of digital currency as a unit of account is still uncertain. According to the characteristics of digital currency, almost digital currencies still rely heavily on fiat currency to reflect their market value. Bitcoin is an exception, which issued by nonfinancial institutions and completely independent from any fiat currency (Nakamoto, 2008). However, the recognition of digital currency as a unit of account needs more researches on the future as it remains uncertain.

- *Store of value*: According to Valdes – Benavides and Hernandez – Verme (2014), a given asset could be store as well as retrieved in the future. The supply of digital currency has still remained (Bank of England, 2014a); however, the value of digital currency depends on the preference of market (Bank of England, 2014b). In conclusion, the demand for digital currency is still uncertain.

- *Trust and risk of issuer*: The main difference between digital currency and fiat currency is the role of the third party, which has relation with the central bank, and where control of the monetary policy conducted by the central banks lies, according to HM Treasury (2015) and the Financial Action Task Force (2014). Moreover, the fiat currencies value is based on the credit ratings. Hence, trust in the market still rely heavily on Government legislation and the Central bank is the key factor in the economy as the trusted medium (Qianru Xiang). Generally, the Central bank put control into commercial banks about their data transformation as well as capital operations. While the bank regulates the amount of currency issued in accordance with its monetary policy objectives, there is theoretically no upper limit to the amount of such currency issuance. Nevertheless, without the commercial bank's role as the medium, direct transactions between two parties could generate lower costs. Basically, the digital currency platform, which based solely on crypto techniques, is vast superior in compared with fiat currency platform, which depends on credit of a third party. Let's get a look with the Bitcoin. The value of Bitcoin is deeply relied on what investors are willing to pay for it at a point in time. As well, if a Bitcoin exchange folds up, clients with Bitcoin balances have no recourse to get them back as they do not have the full faith and credit of Government like its counterpart. Some researchers pointed out that it is safer to use digital currency. For example, lower – rated bank loans could led to default. Taking risk and security into consideration, Nakamoto (2009) systematically proposed a system for electronic transactions without relying on a third party associated with trust, which is likely to diminish the conflicts of security and risk concerns. Finally, digital currency platform makes it better in

three aspects: reducing risk of the third party, fulfill the direct transaction between two parties (reducing cost) and reducing credit risk.

- *Money supply*: Traditionally, central banks use monetary policy as tool in order to adjust the supply of fiat currency. Concurrently, central banks stimulate money supply by setting interest rates at such a level as to inspire commercial banks to create bank loans to meet market requirements (Bank of England, 2014b). Nevertheless, with the growth of digital currency supply, management is the new problems as central banks' assets and liabilities will be reduced. Specifically, the money reserve that the central banks use to conduct the monetary policy will be altered. One of the most serious problems is that along with a reduction in fiat currency, a potential threat may arise from the increasing stock of digital money without legal control. For example, if the issuer is a nonfinancial institution, in this case, the Central bank could make no impact on these digital currencies. Hence, it affects greatly to the money supply as well as the effectiveness over the Central Bank's monetary policies tools. (Phong Nguyen, 2015).

1.3. Reasons people use digital currency widely

Basis for using DC could be varied from countries to countries, public to financial institutions. As far as the public is concerned, it is important to note that DCs currently perform very poorly the three functions associated with money (Christian Pfister, 2017; Yermack, 2013; Ali *et al.*, 2014): medium of exchange, unit of account and store of value. Very few merchants see them as media of exchange; those retailers who accept them adjust prices in DCs according to their exchange rate fluctuations vis – à – vis fiat currencies, implying that DCs are not seen as units of account. Lastly, their prices in fiat currencies have been far more volatile than those of national currency pairs, which do not make them proper stores of value.

Generally, digital currencies are more practical than traditional currencies in some aspects:

- The DC transaction could be made under pseudonyms. Hence, it preserves the users' privacy from public (i.e. nobody could intervene).
- The time for payment is much less than the traditional service providers (5s up to few hours, depends on type of currencies).
- The amount of money for transaction in each time is unlimited, etc.
- Using for speculative motives.

Particularly, international payments would be cut down by the using of DLs, financial markets infrastructures and post-trading activities by enabling to streamline procedures and to increase their secureness, thus lowering the headcount in the relevant activities, by downsizing recourse to intermediaries, by enhancing the tracking of ownership and transactions, and by boosting the speediness of transactions and netting, thus reducing liquidity needs and capital charges. Furthermore, financial innovation would be promoted by the design of “smart contracts” (*i.e.* contracts that execute themselves automatically in case

some pre-defined events materialize) supported by DLT. However, in all these instances, DC schemes at play would be centralized and would likely be used on an extensive basis only if there is a high degree of certainty on the value of the units used. This in turns requires that either transactions are executed extremely fast so that exchange rate risk is limited (case of a one-time use for small values, *e.g.* remittances), or that fiat currency (or tokens representing fiat currency) can be recorded on DL technology so that exchange rate risk is eliminated (case of a permanent use for large values, *e.g.* in the settlement and clearing of cash securities or in repo activities) (Christian Pfister, 2017).

1.4. Impact evaluation of digital currency to the societies

The new forms of payment – Digital currency is making some great positive impacts globally. First, DC reduces the circulation of cash in the market. People find this new platform of transaction making it easier for them to pay, in contrast with fiat currency when people have to carry some of them in their wallets. Secondly, accepting DC and reducing the fiat currency would help to reduce the corruption significantly. Some DCs, such as Bitcoin have a mechanism which makes the transaction transparently. In some cases, it would also help Government to increase tax collection in the developing countries, *i.e.* India (Alan Wheatley, 2017) . In addition, replacing fiat currency and accepting more DC would save more money. According to a study of Monetary Authority of Singapore, going cashless would save more than 0.5 percent of GDP.

Nevertheless, the popularity of DC has some cons in compare with traditional currency. There are plenty of reasons explain why cash is still used in several countries. Frankly, using cash helps people control their finance better than electronics wallet. (Deutsche Bundesbank 2014) Moreover; Internet and cellular signals, the key components in E – commerce are not available in many regions in the world. Therefore, the popularity of DC may not be as fast as expected.

2. Regulations of digital currency around the world

2.1. China

In China, the China Monetary Policy Report in 2013, published by the People’s Bank of China (PBOC) officially recognized that Internet finance can act as a supplement to the financial system with numerous advantages, and believes it could improve information transparency, cut down transaction costs and achieve financial efficiency (Xiang, 2014). Digital currency is currently being embraced in China for an increasing number of Internet business activities. According to a report by the China Internet Network Information Center (2012), there are about 564 million Chinese Internet users, and approximately three-fifths of these Internet users have engaged in online payment. Consequentially, the value of e-commerce has reached over 800 million yuan, and online trading was over 1 trillion yuan in 2013 (China Economy News, 2013). Thereafter, in 2014, the online-trading value increased to 2.8 trillion yuan, with a rate of increase of 48.7% (Chinese Business Info, 2015).

Figure 2: Graph showing the price of Bitcoin from 2013 to 2017



Source: Bloomberg, 2017

Recent movement from Chinese government shows that this country tends to bring the Bitcoin – the well – known digital currency in the world, to under control of the Central Bank. Particularly, some sources implied that Chinese Government had planned to close its biggest digital currency exchanges – BTCC. In the near future, they even want to shut down all domestic Bitcoin exchange which out of the Chinese’ Government authority. This decision affected greatly to 3 Chinese’s Bitcoin platforms – OKCoin, Huobi and BTC China.

2.2. Japan

Japanese has a tradition of using cash for transaction for long time, approximately 70 percent of all transaction by value (US News, 2017). Recently, some of Japan's big banks are reportedly planning to launch a new digital currency nationwide. According to Financial Time, Japanese banks plan to introduce a digital currency ready for the 2020 Tokyo Olympics as they respond to the threat from China’s Alibaba, which recently launched its mobile – phone payments service in the country. Several big Japanese banks have been lobbying their government and regulators about the danger of Alibaba’s Alipay service being launched recently in several cities including Tokyo, which they argue will allow data on Japanese consumers to be sent to China. J – Coin, an electronic currency to pay for goods and transfer money using smartphones, is proposed by the union of Japanese banks. A significant figure about J Coin is that it would be convertible into yen on a one-to-one basis, operating via a smartphone app and using QR codes to be scanned in stores (Financial Times, 2017). In return for providing the service for free, the banks would benefit by collecting more data on consumer spending patterns (Financial Times, 2017). Actually, the DC transactions in Japan were just authorized from 2017. It was also the first DC transaction program be authorized in the world.

2.3. South Korea

Digital currency’s advent in Korea is seemed to be very promising; however, after several debates inside country about this hot topic, Korean Government banned all forms of

initial coin offerings, joining the wave of global regulations against the popular fundraising scheme with digital currencies. The Financial Services Commission said all kinds of initial coin offerings (ICO) will be banned as trading of virtual currencies needs to be tightly controlled and monitored (CNBC, 2017). According to Seoul-Yonhap News, Bank of Korea governor Lee Ju – yeol rejected the idea when asked on Monday whether it's possible to accept crypto – currencies as legal fiat. The declaration is the latest official assessment on the tech following a ban on initial coin offerings issued in September, 2017. Again by Lee, the Bank of Korea will conduct more researches on crypto – currencies like Sweden (Coindesk, 2017).

2.4. India

Bitcoin has conquered the India's monetary market several years ago. Like many other countries, the viewpoint of Indian for this topic is a bit confused. The India's finance ministry set up an interdisciplinary committee tasked with looking into crypto – currencies such as bitcoin after they had become a cause for concern. Tasks included determining the status of DCs in India as well as globally; examining global regulatory and legal structures; suggesting measures for dealing with digital currencies that focus on issues such as consumer protection and money laundering and examining any other matter related to digital currencies that may be relevant (Coinjournal, 2017). The India Central Bank recently confirmed it has no immediate plans to oppose Bitcoin, even though some form of regulation is in the drafting stage. No one knows for sure if this will be positive or negative for Bitcoin and other crypto – currencies, though. Frankly, like China, The Reserve Bank of India is not comfortable with non-fiat DC, such as Bitcoin and Ethereum. In some way, such currencies make a lot of sense for Indian. A lot of people in India use their mobile devices to complete transactions on a regular basis, which goes to show there is a good chance digital currency and even digital currencies may succeed in this country over the next few years. India Central Bank has its own plan called Lakshmi project for researching. However, it does not mean India will create its own digital currency which backed up by the Central Bank. A lot of interesting things are set to happen in India moving forward. The regulation of crypto – currencies is one of the main priorities right now. Exploring ways to create the Lakshmi is something else entirely and may not even impact the regulation of existing crypto – currencies whatsoever (Themerkle, 2017).

2.5. Russia

In contrast with many other countries, Russia's view about digital currency is controversial. News reports suggest that crypto – currencies are becoming more visible across the country. This past summer, cafes and restaurants in Moscow began accepting digital payments. Computer stores throughout the country reported graphic and video card shortages, which crypto miners use to boost their rigs. The Moscow Exchange's settlement depository was developing a blockchain platform to provide deposit and settlement services for digital assets. They cooperated with Waves, a public blockchain project designed by Russian physicist and local crypto-currency expert Sasha Ivanov in Moscow in order to build the platform. This platform would enable the Exchange to issue a crypto-currency and "crypto-

currency wallet" for banks, pension funds and retail investors, one which would also enable the exchange of those assets for paper currencies. This is supposedly slated to launch early next year, as rules and regulations have not yet been figured out. In contrast with the movement on building the infrastructure to allow Bitcoins and other digital currencies trading on the exchange market by National Settlement Depository (NSD) of the Moscow Stock Exchange, the Russian Central Bank doesn't support the idea. However, DC is still not ruling illegal in Russia.

2.6. Sweden

Sweden's central bank (Riksbank) has allowed the idea of creating their national digital currency, the e – krona. It should be remembered that Riksbank was the first central bank in the world to issue paper notes. The Swedish authority is making a partial plan about this new currency. If carried through, it would be the first major countries in the world which have national DC backed up by central bank. Currently, the electronic money and electronic payment methods used in the Sweden economy are run by private sector companies, with significant concentration in terms of the number of services providers, such as payment services and infrastructure providers. The Riksbank said it is concerned about competition being harmed in the long run by such concentration in the market, and the risks this could pose to Swedish society overall (Investment Europe, 2017)

3. What should vietnam do?

In Vietnam, digital money has begun to appear in the form of electronic wallets. State Bank of Vietnam (SBV) has licensed nine non-banks to pilot the e-wallet service through 33 credit institutions including MobiVi, VietUnion, VNPAY, VinaPay, Smartlink, M_Service, VNPT-EPAY, PeaceSoft and ECPay. By 2013, the total number of electronic wallets was over 1.84 million; the trading volume reached 45.3 million with the value of 23,350 billion. After a period of pilot implementation, the services provided by these organizations have achieved certain results, confirming the advantages of functions, convenience, speed, gaining more and more interest from CIs, suppliers, services and users (SBV, 2014).

Electronic wallet and digital money is an important combination of the Government strategy promoting non-cash payment, besides the traditional bank card payment system. Banks are also working with e-wallet publishers; for example, Vietcombank has partnered with M – Service to develop MoMo electronics wallet. In addition, digital currency such as Bitcoin appeared in Vietnam in late 2013 via Bitcoin Vietnam, in eventual cooperation with Bits of Gold, an Israeli startup. Since early 2014, local businesses (online retailers and cafes) in Vietnam began publicly announcing their acceptance of Bitcoin as a form of payment.

The monitoring mechanism for e-wallets and digital money is not clear yet. Electronic money is only referred to in the Decree 101/2012 / ND-CP of the Government on non-cash payments, in which electronic money can be considered as part of "payment services" not through payment account ". SBV also has no official legal documents for electronic money, only the Draft Circular on intermediaries for payment. Moreover, some e – commerce firms

such as PayPal does not provide or provide partially the services for customers in Vietnam as lacking connection with Vietnamese financial system (Phong Nguyen, 2015).

Therefore, there are several concerning issues that policy makers in Vietnam should consider in the next time. First, Vietnam needs to have clear transaction regulations with DC to avoid the chaos and fraudulent market. Second, researching about a national central bank for digital currency is necessary. By creating the national central bank backed – up digital currency, it could stabilize the impact of digital currency to the national monetary policies. If the Government allows the existence of DC, there should be the equalizer between digital currency and fiat currency. Finally, Vietnam should make a plan to restrict the activities of non – government digital currencies like Bitcoin as it may affect greatly to the national monetary security.

4. Conclusion

With the impressive growth of technology, digital currency seems to be the new trend of the world's financial system. In Vietnam, the Forth Industrial Revolution is beginning and DC is an important part of it. DC has appeared in different countries and these governments have different approaches to manage and supervise the impact of DC on the economy. There are similar regulations such as issuing national digital currency (China, Sweden), or restricting non-governmental DC (Korea). Vietnam should research the international experiences to develop its own plan to supervise and adopt the advent of digital currency in the next time.

References

- [1] Bank for International Settlements (2015), *Digital currencies*, Committee on Payments and Market Infrastructures, November 2015.
- [2] Bank of England. (2014a). *The economics of digital currencies*. www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/2014/qb14q3digitalcurrenciesbitcoin2.pdf
- [3] Bank of England. (2014b). *Money creation in the modern economy*. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/2014/qb14q1prereleasemoneycreation.pdf>
- [4] Business Insider Nordic (2017), “we just learned 5 keys features of the Swedish e – krona, potentially the world’s first national currency. <http://nordic.businessinsider.com/the-swedish-central-bank-just-revealed-5-proposed-features-of-the-e-krona-potentially-the-worlds-first-national-digital-currency-2017-9/>
- [5] Buterin V. (2015), “On Public and Private Blockchains”, Ethereum Blog, 7 August, <https://blog.ethereum.org/2015/08/07/on-public-and-private-blockchains/>.
- [6] China Internet Network Information Center. (2012). Handbook on Internet Protocol (IP)-Based Networks.
- [7] Chinese Business Info (2015). Chinese online trading over 2.9 trillion with a 48.5% increasing rate. <http://www.ebrun.com/20150202/123162.shtml>
- [8] Christian Pfister (2017), “Monetary Policy and Digital Currencies: Much Ado about Nothing?”, Banque de France.
- [9] Coin Journal (2017), *India’s Central Bank says Digital currencies are” Susceptible to misuse”*. <https://coinjournal.net/indias-central-bank-says-digital-currencies-susceptible-misuse/>
- [10] Coindesk (2017), “Bitcoin is a commodity Not a currency, says South Korean Central Bank Chief”, <https://www.coindesk.com/bitcoin-commodity-not-currency-says-south-korean-central-bank-chief/>
- [11] Finance and Development (2017), *Cash is dead, Long live cash*. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2017/06/wheatley.htm>
- [12] Gloudeman, L. (2014). *Bitcoin’s Uncertain Future in China*. USCC Economic Issue Brief, 12 May.
- [13] Grinberg, R. (2011). Bitcoin: An Innovative Alternative Digital Currency. *Hastings Science & Technology Law Journal*. 4(1). pp.160-206.
- [14] Investment Europe (2017), *Sweden looks to digital currency “by next year”*. <http://www.investmenteurope.net/regions/swedendenmarkfinlandnorway/sweden-looks-digital-currency-next-year/>

- [15] McCallum, Bennett (2015). “The Bitcoin Revolution.” *Cato Journal*, 35:347-356.
- [16] Nakamoto, S. (2008). *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*.
<https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>
- [17] Phong Nguyen (2015), Digital currency and impacts of digital currency to monetary policies, State Bank of Vietnam.
- [18] Qianru Xiang (2015), *The Impacts of Digital Currency on China's Monetary System*,
https://business.leeds.ac.uk/fileadmin/public/Divisions/Economics/Documents/11_Qianru_Xiang_dissertation.pdf.
- [19] Riza, A. (2010). Basic Principles and Future of Electronic Money.
http://www.justice.gov.tr/e-journal/pdf/basic_principles.pdf
- [20] Smith, A. and Weismann, M. 2014. “Are You Ready for Digital Currency?” *The Journal of Corporate Accounting & Finance*. **26**(1). pp. 17 – 21.
- [21] The Merkle (2017), *Indian Government Contemplates creating Lakshmi digital currency*.
<https://themerke.com/indian-government-contemplates-creating-lakshmi-digital-currency/>
- [22] The Verge (2017), *Inside Russia's love – hate relationship with Bitcoin*.
<https://www.theverge.com/2017/10/31/16387042/russia-putin-bitcoin-regulation-ethereum-blockchain-technology>
- [23] Usnews (2017), *Japan to launch new digital money*,
<https://www.usnews.com/news/best-countries/articles/2017-09-26/japan-to-launch-new-nationwide-digital-currency>

EMPIRICAL EXCHANGE RATE MODELS REVISITED

Chu Tuan Vu MSc

National Economics University

Vu Huong Quynh MSc

Banking Academy of Vietnam

Abstract

The aim of the paper is to reassess the rational expectations present value model of exchange rate determination as proposed by Engel and West (2005) in explaining the connection between exchange rates and macroeconomic elements (e.g. money balances, consumer prices index) by using a wider set of database. The paper tests if there is any evidence of Granger causality of nominal exchange rates to macroeconomic variables or vice versa under the bivariate and multivariate framework, based on the database obtained in a long horizon from 1974 to 2015 on a quarterly basis. Generally speaking, the paper reveals clear-cut evidence that exchange rate plays a vital role in forecasting fundamentals both in statistical and economic terms (e.g. the statistical significance or the direction of change). One possible explanation for the result is that the news about macroeconomic activities has large influence on exchange rate, and therefore, exchange rate reflects expectations regarding future economic performance, and consequently, forecast these fundamentals.

Key words: *exchange rate, forecast, macroeconomic fundamentals*

1. Introduction

The well-cited “disconnect puzzle” first introduced by Messe and Rogoff (1983) states that the structural-based models, even with the help of such sophisticated econometric techniques as panel data (Kilian and Taylor 2003) and Markov-switching multi-fractal (Engel and Hamilton 1990; Cheung and Erlandsson 2005), cannot out-perform the random walk in predicting exchange rates at every forecast horizons (Kilian and Taylor 2003). This position has been harmonized within the context of a rational expectations present value model, a forward-looking reformulation, in establishing the exchange rate-fundamentals linkage pioneered by Engel and West (2005) in their highly influential paper. In fact, the feeble correlation between spot exchange rates and contemporaneous or lagged macro-fundamentals does not explicitly indicate that spot rates are completely disconnected from expectations about the future fundamentals.

Engel and West (2005) resort to the finance-oriented perspective of the exchange rate as an asset price in which exchange rate is equivalent to the total discounted sum of expected future fundamentals. Specifically, since almost all of the fundamentals in reality have an unit

autoregressive root, as long as the discount factor approaches near one, the change in asset price at present will be uncorrelated with the change in previous periods (exchange rate in this case). Therefore, the failure to forecast exchange rates of many sophisticated well-designed models over 20 years is a reasonable implication of the rational expectation theory. In contrast, the finance perspective maintains that perhaps we should be looking in the opposite direction that exchange rates contain information about the expectation of future fundamentals and help to predict the changes in those macroeconomic variables. I extend the empirical recipe from Engel and West's paper by covering more recent up-to-date data (until 2015) and investigating whether the structural breaks have any impact on the linkage between spot rates and macroeconomics. Given the existence of some interesting and possibly surprising results role of the commodity prices in predicting "commodity currencies" (Chen and Rogoff 2002; Chen, Rogoff and Rossi 2010), I broaden the scope of work by adding commodity prices index along with the standard set of five variables in exchange rate determination.

Resorting to the standard literature initiated by Engel and West (2005), this paper proceeds to replicate their work with several extensions incorporated. The structure of the paper is as follows. The next section delivers a brief overview of the existing literature and empirical evidence that serve as theoretical motivation employed in this research. Section 3 conducts the most up-to-date empirical works using the methodology utilized in the famous paper by Engel and West (2005). In Section 3, besides basic data description I explain in detail all underlying mechanism in each of the empirical work such as the meaning of Granger Causality tests. The paper concludes in section 4 by the discussion of the main findings and suggestions for further research.

2. Literature review

2.1. The general formulation for an asset price

In a rational expectations present value model, an asset price can be determined as the linear combination of the discounted present and expected macroeconomic fundamentals in the construction as follows:

$$(1) \quad s_t = (1 - b) \sum_{j=0}^{\infty} b^j E_t(a'_1 x_{t+j}) + b \sum_{j=0}^{\infty} b^j E_t(a'_2 x_{t+j}), \quad 0 < b < 1$$

Where s_t is the level of asset price, x_{t+j} is the vector of fundamentals ($n \times 1$), a'_1 and a'_2 are ($n \times 1$) vectors and b is a discount factor. One typical illustration is the stock price model equation put forward by Campbell and Shiller (1988) with the RHS s_t refers the log linear stock prices and the LHS $a'_1 = 0$, $a'_2 = 1$ and x_{t+j} denotes the dividend. Another example is the yield on a consols s_t in a term structure model by Campbell and Shiller (1987) where $a'_1 = 0$, $a'_2 = 1$ and x_{t+j} is three-month Treasury bill rate. The following empirical works will be based solely on the above model in which s_t is the log spot exchange rate (or stochastically detrended spot rate) and x_{t+j} includes such macroeconomic fundamentals as commodity prices, interest rates, inflation rates, money balances and gross domestic products.

In the above asset pricing model, given that either (1) $a'_2 x_{t+j} \sim I(1)$ and there are no restrictions on a'_2 or (2) $a'_1 x_{t+j} \sim I(1)$ and $a'_2=0$, an asset price will manifest like a random walk if the discount factor b is approximate unity (Engel and West 2005). Analytically, when one component of the RHS variables follows $I(1)$, if b goes to 1, the variance of Δs_t will be subject to the variance of the unpredictable innovation ε_t .

To further substantiate this intuition, consider the no-bubble expression for an asset price in an expectation present value equation:

$$(2) \quad s_t = (1 - b) \sum_{j=0}^{\infty} b^j E_t(n_{t+j}) + b \sum_{j=0}^{\infty} b^j E_t(c_{t+j}),$$

If $\Delta n_t = \beta \Delta n_{t-1} + \varepsilon_{nt}$ and $\Delta c_t = \alpha \Delta c_{t-1} + \varepsilon_{ct}$, then the solution for the change in an asset price can be illustrated below:

$$(3) \quad \Delta s_t = \frac{\beta(1-b)}{1-b\beta} \Delta n_{t-1} + \frac{1}{1-b\beta} \varepsilon_{nt} + \frac{b\alpha}{1-b\alpha} \Delta c_{t-1} + \frac{b}{(1-b)(1-ab)} \varepsilon_{ct},$$

Under the (2) assumption mentioned above that n_t follows $I(1)$, when b goes to 1, Δs_t is only left with $\frac{1}{1-b\beta} \varepsilon_{nt} \sim I(1)$. On the other hand, if c_{t+j} follows $I(1)$ without any restriction on n_{t+j} the variance of Δn_t is dominated by the i.i.d term ε_{ct} . In either situation, the variance of the change in an asset price is always approximated by the product of the unexpected noisy term with a constant.

2.2. Exchange Rates as an Asset Price

Obstfeld and Rogoff (1996, p.529) specifies that “one very important and quite robust insight is that nominal exchange rate must be viewed as an asset price” and Frenkel and Mussa’s (1985) further developed on this assertion that “exchange rate as an asset price reflects the market’s expectations about the present and future economic conditions relevant for determining the appropriate values of these assets, and in which price changes are largely unpredictable”. Thus, if exchange rate can be viewed as an asset price in a rational expectations model, not only can we make a rational explanation about the “disconnect puzzle”, we also to some extent come to a sensible understanding of the exchange rate-macroeconomic performance connection. The general formula for a rational expectations model is:

$$(4) \quad s_t = (1 - b) \sum_{j=0}^{\infty} b^j E_t(f_{1t+j} + z_{1t+j}) + b \sum_{j=0}^{\infty} b^j E_t(f_{2t+j} + z_{2t+j}). \quad 0 < b < 1$$

This model is the “no-bubbles condition” transformation of the equation (1) when $E_t(s_{t+j})$ goes to zero as $j \rightarrow \infty$, except that the vectors of fundamentals $a'_t x_{t+j}$ are now further classified into two sub categories: f_{it+j} as observable fundamentals and z_{1t+j} as unobservable fundamentals. One reason for the classification is that observable fundamentals can be represented with errors, and therefore, there is the possibility that the unobservable fundamentals z_{1t+j} contain both observed and unobserved shocks.

Consequently, the long-standing puzzle about the lack of predictability of fundamentals to the exchange rates can be reconciled within the rational expectation present value model. Precisely, the random walk behavior of the exchange rate as an asset price is merely a subsequent inference from the rational expectation equilibrium since nearly all log levels of fundamentals in reality follow I(1). Nonetheless, as suggested by the model, there is still a link between the LHS and the RHS but in a different sense that exchange rate conveys news about future macroeconomic fundamentals.

The formula (1.4) does not fix upon which variables to include in determining exchange rate, and therefore, section 2.2.1, 2.2.2 give a complete detail regarding the lists of models and fundamentals incorporated in this research.

2.2.1. Macro Asset Market Approaches in Engel and West (2005)

A. Monetary models

The first and foremost monetary models are the popular flexible price model and the sticky price model (Dornbusch “overshooting” model), which both develop from the Quantity Theory of Money (Frenkel, 1976; Dornbusch 1976a). Given that exchange rate is the relative price of the currencies (fiat money) of two countries while one currency is equal to the discounted future fundamentals, Frenkel (1976) explicitly model exchange rate in terms of relative money growth, GDP growth and interest rate:

$$(5) \quad \text{Domestic: } m_t = p_t + \gamma y_t - \alpha i_t + v_{mt},$$

$$(6) \quad \text{Foreign: } m_t^* = m_t^* + \gamma m_t^* - \alpha m_t^* + v_{mt}^*,$$

Whereby, m_t is the log of money stock, v_t is the log of the velocity of currency circulation, p_t is the log of price level and y_t is the log total output. Because v_t is unobservable, we use interest rate i_t , the opportunity cost of holding money balances, as a proxy for v_t . * denotes the variable for foreign country corresponding to the home country). v_{mt} or v_{mt}^* are the unexpected shock to the money market of the home and foreign countries, respectively.

Next, considering that the Purchasing Power Parity, the main assumption of the two monetary models, does not hold continuously in reality, then the difference in nominal and real exchange rate is equivalent to the difference between domestic and foreign price level.

$$(7) \quad m_t = p_t - p_t^* + q_t.$$

There is also a deviation from the rational expectations uncovered interest rate parity relationship between domestic and foreign countries:

$$(8) \quad E_t(s_{t+1}) - s_t = i_t - i_t^* + \rho_t.$$

Therefore, investors can enjoy riskless profits by conducting the carry trade strategy, whereby the deviation term, ρ_t , can be interpreted as risk premium to compensate investors for taking risks in the carry trade strategy.

Placing equation (5), (6), (7) and (8) together and reorganizing, we have the following derivation that signifies either the flexible price model or the sticky price model,

$$(9) \quad s_t = \frac{1}{1+\alpha} [(m_t - m_t^*) + \gamma(y_t - y_t^*) + v_{mt} - v_{mt}^* + q_t - \alpha\rho_t] + \frac{\alpha}{1+\alpha} E_t(s_{t+1}).$$

Here, the observable fundamentals are $(m_t - m_t^*) + \gamma(y_t - y_t^*)$. The unobservable fundamentals are $z_{1t} = q_t + v_{mt} - v_{mt}^*$ and $z_{2t} = -\beta_t$. The observable $\gamma(y_t - y_t^*)$ could also be employed as unobservable fundamentals and be moved to z_{1t} so that $z_{1t} = \gamma(y_t - y_t^*) + q_t + v_{mt} - v_{mt}^*$. Likewise, the difference in money balances $(m_t - m_t^*)$ can also be categorized into unobservable variables. Furthermore, as my main goal is to examine the relationship between exchange rates and either each of the individual fundamental or the linear combinations of fundamentals as a whole, I can conduct a variety of transformation within the model. For instance, when the differences in output $\gamma(y_t - y_t^*)$ and in unexpected shock $(v_{mt} - v_{mt}^*)$ cancel each other in equation (9), it becomes the exchange rate model (10) in a “new open economy macroeconomics” introduced by Obstfeld and Rogoff (2002).

$$(10) \quad s_t = \frac{1}{1+\alpha} [(m_t - m_t^*) + q_t - \alpha\rho_t].$$

B. Taylor-Rule Model

Apart from the monetary model, the Taylor-rule model has also been proved to be more powerful than the traditional predictors (such as interest rate differential, inflation rate, output and money differential) in out-of-sample forecast (Rossi 2013)

The Taylor rule stipulates how the authorities should adjust nominal interest rates in response to the divergences of the money supply, gross domestic products or inflation rate from the corresponding targets (Taylor 1993). My empirical application will take the US to be the home country and the other country to be the foreign one:

$$(11) \quad \text{Domestic: } i_t = \beta_1 y_t^g - \beta_2 \pi_t + v_t, \quad (\beta_1 > 0 \text{ and } \beta_2 > 1)$$

$$(12) \quad \text{Foreign: } i_t^* = -\beta_0 (s_t - \bar{s}_t^*) + \beta_1 y_t^{*g} - \beta_2 \pi_t^* + v_t^*, \quad (1 > \beta_0 > 0)$$

in which $\bar{s}_t^* = p_t - p_t^*$ is the target for exchange rate. Here, i_t denotes the nominal interest rate, y_t^g represents the output gap, π_t is the inflation rate and finally, v_t signifies the shock terms. The Taylor Rule of the foreign country also includes the deviations in exchange rates, suggesting that the interest rate increases when the currency depreciates relative to the target PPP exchange rate.

Putting the two equations (11) and (12) together, the following construction can be derived:

$$(13) \quad i_t - i_t^* = -\beta_0 (s_t - \bar{s}_t^*) + \beta_1 (y_t^g - y_t^{*g}) + \beta_2 (\pi_t - \pi_t^*) + v_t - v_t^*.$$

Replacing the difference in interest rates by the uncovered interest rate parity and the target exchange rate by price level, we can obtain the Taylor-Rule model employed in my empirical work:

$$(14) \quad s_t = -\beta_0 (i_t - i_t^*) + \beta_0 (p_t - p_t^*) + \beta_1 (y_t^g - y_t^{*g}) - \beta_2 (\pi_t - \pi_t^*) - v_t + v_t^* - (1 - \beta_0)\rho_t + (1 - \beta_0) E_t(s_{t+1}).$$

In this case, the discount factor is $(1 - \beta_0)$. As mentioned above, it is at my disposal to generate various kinds of combinations in terms of observable and unobservable fundamentals. Essentially, equation (14) can be transformed into another expression:

$$(15) \quad s_t = \frac{\beta_0}{1 + \beta_0} (p_t - p_t^*) - \frac{\beta_0}{1 + \beta_0} [\beta_1 (y_t^g - y_t^{*g}) + \beta_2 (\pi_t - \pi_t^*) + v_t - v_t^* + \rho_t] + \frac{1}{1 + \beta_0} E_t(s_{t+1}).$$

In this case, $\frac{1}{1 + \beta_0}$ becomes the discount factor. While only the target exchange rate is classified as observable, the total remaining sum $z_{2t} = [\beta_1 (y_t^g - y_t^{*g}) + \beta_2 (\pi_t - \pi_t^*) + v_t - v_t^* + \rho_t]$ is treated as unobservable in my empirical implementation.

2.2.2. Evidence for commodity currencies and commodity prices

As defined by Chen, Rogoff and Rossi (2010), “commodity currencies refer to the few floating currencies that co-move with the world prices of primary commodity products, due to these countries’ heavy dependency on commodity exports”. In compliance with the rational expectations present value model, the nominal exchange rates (commodity currencies) reflect the news about developments in future macroeconomic fundamentals (commodity prices in this case). Chen, Rogoff and Rossi (2010) points out four channels that can explain to some extent the linkage between commodity currencies and commodity prices, one of which is the forward-looking classic Dornbusch overshooting framework. This paper will investigate only one channel that fits into the general asset pricing framework by Engel and West (2005), whereby spot exchange rate is the discounted sum of fundamentals that consist of commodity prices.

$$(16) \quad s_t = \beta' f_t - E_t s_{t+1}. \quad (cp_t \text{ is one of the fundamentals } f_t)$$

The intuition here is that as the commodity prices are getting lower, the funds will flow out of the commodity-producing countries, leading to the depreciation of the commodity currencies. The empirical application will focus only on “commodity economies” with a long history of exporting commodity including Canada, Australia and New Zealand. I choose the three countries mainly because Australia, Canada and New Zealand are highly integrated economies with significant share of exports and gross domestic products stemming from commodity production. While roughly half of the world production of mutton and lamb is supplied by New Zealand, Canada and Australia dominate the world markets in forestry products and wool along with iron ore products, respectively. Another justification is that these three countries are together under flexible floating exchange rate regime even though the movements in their exchange rates are heavily influenced by the behavior in the commodity trading market. Meanwhile, the exchange rate behavior of large commodity importers is not necessarily affected by their large consumption of raw materials but rather muffled by the amount of intermediate imports that are finally exported (Findlay and Rodriguez 1977).

3. Empirical results using the methodology of Granger Causality test

3.1. Data description

Data is on a quarterly basis from 1974:1 to 2015:4 except for the three European countries whose database is available only from 1974:1 to 1998:4. Engel and West (2005) suggested that seasonal adjustments might induce to spurious regression, and as a consequence, this paper offered another perspective by obtaining not seasonally adjusted data to see whether our results are affected by seasonal adjustments. *Global Financial Data* is the main source for consumer prices p_t and bilateral exchange rates s_t of the US against other nine countries: Australia, Canada, France, Germany, Italy, Japan, New Zealand Switzerland and the UK. Exchange rates, the relative price of the currencies of the two countries - *fiat money*, are collected in the direct quotation form that are in Domestic Currency (USD in this case) per Foreign Currency (FCU). The OECD's Main Economic Indicators is the source for money supply (m_t), which are M1 for all countries except for UK with M4; and not seasonally adjusted money supply of France, Germany and Italy are only available until 1998:4. Nominal quarterly GDP y_t are mainly obtained from *Global Financial Data* (whereby several missing years from *International Financial Statistics*). Three-month Euro interest rates are mainly from Datastream and partly from *Global Financial Data*. All raw data but interest rates are in either percentage or US dollars and converted into log form and multiplied by 100. The symbols used in the empirical work denote the transformed formula for all variables (m_t, s_t, y_t, p_t, i_t) while the symbols with asterisk represent the corresponding variables in foreign countries ($m_t^*, p_t^*, s_t^*, y_t^*, i_t^*$).

f_t is defined as a transformed variable of fundamentals equal to US minus foreign country, such as ($f_t = i_t - i_t^*$), where (i_t) is the short-term interest rates for US while (i_t^*) is the short-term interest rates for Italy, for example. A positive value, 0.15 for instance, indicates that the interest rates in the US have been growing faster than that in Italy by 0.15 point. According to Augmented Dickey-Fuller (ADF) tests, there were only five cases in which it is failed to reject the null hypothesis of a unit root in exchange rates and the conventional set of five fundamentals (p_t, m_t, y_t, i_t and $m_t - y_t$). As a result, fundamentals (f_t) are transformed into first order differences (Δf_t) even though interest rates are investigated in both level (i_t) and differenced form (Δi_t) due to their differences in economic significance. The descriptive statistics are exhibited in Table 1.

Clearly from row 1 of the Table 1, there is no indication of serial correlation in changes in exchange rates while their variations are fairly volatile with the standard deviations of all but Canada dollar exchange rate moving over 5 percent. First order autocorrelation coefficients of the changes in exchange rates for all countries are insignificant with the maximum value at 0.16 in the UK. There is no single case in which we can reject the null hypothesis of no serial correlation in changes of exchange rates at 10 percent. Row 2-8 exhibits the statistics for our fundamentals. A negative mean value shows that the variable has been growing at a lower rate in the US than the variable abroad. For instance, the value -.32

for the mean value of the price differential between the US and Australia suggests that the price in Australia has been increasing faster than the price in the US. In contrast to the exchange rates, fundamental variables have relatively higher first-order autocorrelation coefficients and the null hypothesis of no serial correlation at 10 percent is rejected in almost all of the cases.

Based on several existing literatures, four lags for each VAR model (and Granger-causality tests) is applied corresponding to four quarters of the year. According to Johansen's trace and maximum eigen-value statistics, it generally failed to reject the null hypothesis of no cointegration for each pair of (s_t) and (f_t) across nine countries.

The Johansen's (1991) maximum eigenvalue and trace statistics is used to determine the rank of the cointegration matrix. There is evidence of cointegration between a pair of variables if the matrix has a rank higher than 0. There are only two out of 48 cases in which the rank of the matrix is greater than 0, which implies two cases showing evidence of cointegration¹.

The absence of cointegration between exchange rates and fundamentals somehow reveals the existence long-run permanent unobserved fundamentals, such as credit tightening policies. Alternatively, it can also signal the presence of flaws in our measures for fundamentals that can last persistently in the long term (Engel and West 2005). For example, a country having experience an economic shock might decide to change to another different measure to calculate GDP, leaving the GDP historical data series deviate from their true value by some I(1) errors.

3.2. Granger Causality Tests

Granger causality test is used to give an assessment of whether there is any causal relationship between exchange rate and a menu of fundamentals. As observed by Campbell and Shiller (1987), when an asset price s_t is a discounted present value of fundamentals f_t , then either an asset s_t is an exact distributed lag of current and past of values of fundamentals f_t or s_t Granger-causes f_t in a bivariate framework. Since f_t allows for both observables and unobservables, it turns out that (1) Evidence of Granger causality indicates exchange rate s_t as a linear sum of macro-fundamentals f_t that are in part observable and in part unobservable (2) The lack of Granger causality evidence has no relation with whether or not exchange rate s_t is a distributed lagged value of fundamentals.

To illustrate, considering the following multivariate VAR(2) model whereby exchange rate Δs_t is a sum of the linear combination of interest rate differentials $\Delta(i_t - i_t^*)$ and consumer prices index differentials $\Delta(p_t - p_t^*)$.

¹ There are in total 48 Johansen's cointegration tests conducted for 9 countries and 6 variables. I conduct only three tests in commodity prices for Canada, Australia and New Zealand, respectively. Therefore, the total number of tests is 48

$$(17) \quad \Delta s_t = \beta_{11} \Delta(i_{t-1} - i_{t-1}^*) + \beta_{12} \Delta(i_{t-2} - i_{t-2}^*) + \beta_{13} \Delta(p_{t-1} - p_t^*) + \beta_{14} \Delta(p_{t-2} - p_{t-2}^*) + u_{1t}$$

$$(18) \quad \Delta(i_t - i_t^*) = \beta_{21} \Delta(s_{t-1}) + \beta_{22} \Delta(s_{t-2}) + \beta_{23} \Delta(p_{t-1} - p_t^*) + \beta_{24} \Delta(p_{t-2} - p_{t-2}^*) + u_{2t}$$

$$(19) \quad \Delta(p_t - p_t^*) = \beta_{31} \Delta(i_{t-1} - i_{t-1}^*) + \beta_{32} \Delta(i_{t-2} - i_{t-2}^*) + \beta_{34} \Delta(s_{t-1}) + \beta_{35} \Delta(s_{t-2}) + u_{3t}$$

Table 1: Descriptive Statistics²

			Australia	Canada	France	Germany	Italy	Japan	New Zealand	Switzerland	UK
1	Δs	mean	-0.37	-0.11	-0.37	0.21	-1.15	0.51	-0.38	0.68	-0.26
		s.d.	5.51	3.14	5.85	5.89	5.81	6.19	5.87	6.40	5.20
		ρ	0.02	0.12	0.03	0.07	0.15	0.07	0.11	0.00	0.16
2	$\Delta(m - m^*)$	mean	-0.46	-0.48	0.03	-0.55	-1.21	-0.66	-0.04	-0.86	-1.17
		s.d.	5.76	3.27	2.41	2.38	2.19	5.33	0.04	5.94	6.42
		ρ	0.29	0.40	0.25	0.28	0.28	0.20	0.85	0.27	0.15
3	$\Delta(p - p^*)$	mean	-0.32	-0.58	-0.13	0.49	-0.92	0.50	0.00	0.48	-0.32
		s.d.	1.12	1.17	0.68	0.80	1.17	0.90	0.02	0.89	1.33
		ρ	0.19	0.45	0.59	0.42	0.62	0.14	-0.05	0.03	0.12
4	$\Delta(y - y^*)$	mean	-0.21	0.02	0.21	0.17	0.20	0.13	-0.14	-0.18	-0.19
		s.d.	2.83	3.39	0.91	1.47	1.01	4.88	5.16	3.25	2.90
		ρ	0.74	0.20	0.19	0.08	0.14	0.19	0.18	0.70	0.76
5	$i - i^*$	mean	-0.03	-0.01	-1.89	2.02	-4.29	0.02	-0.93	0.02	-0.02
		s.d.	0.03	0.02	3.70	2.99	4.25	0.02	10.59	0.03	0.02
		ρ	0.84	0.84	0.62	9.86	0.66	0.90	0.08	0.91	0.82
6	$\Delta(m - m^*) - \Delta(y - y^*)$	mean	-0.24	-0.49	-0.24	0.72	-1.42	-0.79	-0.49	-0.67	-0.99
		s.d.	5.19	2.56	2.61	2.92	2.35	5.96	1.35	5.14	5.70
		ρ	0.22	0.09	0.17	0.13	0.24	-0.02	0.44	0.21	0.06
7	$\Delta(i - i^*)$	mean	0.00	0.00	0.06	-0.01	0.06	0.00	-0.79	0.00	0.00
		s.d.	0.02	0.01	3.23	1.70	3.49	0.01	10.49	0.01	0.01
		ρ	-0.19	-0.12	-0.37	-0.34	-0.29	-0.15	0.02	-0.11	-0.08
8	$\Delta(cp)$	mean	0.75	0.62					0.60		
		s.d.	6.30	8.25					5.45		
		ρ	0.24	0.12					0.22		

The description of the hypothesis in this empirical work is given in Table 2. The overall idea of Granger Causality test in this paper is to see whether changes in past values of exchange rate s_t contain any information about changes in $(i_t - i_t^*)$ or $(p_t - p_t^*)$ or in other words, whether s_t Granger-causes f_t . The unidirectional (Granger) causality from s_t to f_t exists only if changes in lagged values of s_t should be significant in the equation to f_t but not the reverse direction (f_t to s_t) (Brooks 2008). Specifically in this case, only restriction 1 and 2 hold, that is $\beta_{34} = \beta_{34} = 0$ and $\beta_{13} = \beta_{14} = 0$ but the third and fourth restrictions do not apply, that is β_{21} , β_{22} , β_{34} and β_{35} are different from 0.

In general, in order for exchange rate s_t to be equivalent to the present value of observable fundamentals f_t , we should find evidence of Granger causality from s_t to f_t , and therefore, my work is to check the significance of the coefficients of Δs_t and $\Delta p_t - p_t^*$ and $\Delta i_t - i_t^*$ in the multivariate VAR equation (20), (21) and (22).

²The frequency is quarterly data from 1974:1 to 1998:4 for France, Germany and Italy and 1990:1 to 2015:4 for the other countries. (S.d) refers to the standard deviation and ρ refers to first-order correlation coefficients.

Table 2: Summary of hypothesis and implied restriction

Number	Hypothesis	Description	Implied restriction
1	B	Lags of $\Delta i_t - i_t^*$ do not cause Δs_t .	$\beta_{11} = \beta_{12} = 0$
2	B	Lags of $\Delta p_t - p_t^*$ do not cause Δs_t .	$\beta_{13} = \beta_{14} = 0$
3	A	Lags of Δs_t do not cause $\Delta i_t - i_t^*$.	$\beta_{21} = \beta_{22} = 0$
4	A	Lags of Δs_t do not cause $\Delta p_t - p_t^*$.	$\beta_{34} = \beta_{35} = 0$

3.3. Research Design and Results

Table 3 summarizes findings of Granger Causality with four lags (corresponding to the frequency of the data) on the full sample from 1974:1-2015:4, in which there is no available database for three European countries Italy, Germany and France. The null hypothesis that Δs_t fails to cause $\Delta(m - m^*)$, $\Delta(p - p^*)$, $i - i^*$, $\Delta(i - i^*)$, $\Delta(m - m^*) - \Delta(y - y^*)$, $\Delta(y - y^*)$, Δcp is rejected in two cases for Canada and UK and most cases in the other countries.

Table 3: Bivariate Granger Causality Tests (Full sample: 1974:1-2015:4)

A: Rejections at 1% (***), 5% (**), and 10% (*) level of $H_0: \Delta s_t$ fails to cause Δf_t

B: Rejections at 1% (***), 5% (**), and 10% (*) level of $H_0: \Delta f_t$ fails to cause Δs_t

		Australia	Canada	Japan	New Zealand	Switzerland	UK
$\Delta(m - m^*)$	A	***		***		***	***
	B						
$\Delta(p - p^*)$	A	***		***	***		
	B						
$i - i^*$	A			***	***	***	
	B						
$\Delta(i - i^*)$	A			***	***	***	
	B						
$\Delta(m - m^*) - \Delta(y - y^*)$	A	***		*		***	
	B			**			
$\Delta(y - y^*)$	A	***		***	***	***	***
	B			**	***		
Δcp^3	A	***	***		*		
	B		*		***		

One worth-mentioning point is that there is statistically significant bi-directional relationship between commodity prices index and commodity currencies in Australia and New Zealand but not for Canada. The difference may result from the existence of cointegration between (s_t) and (cp_t) for Canada as Chen and Rogoff (2002) suggest that the long-run cointegrating relationship between (s_t) and (cp_t) may hinder the shorter run movement between (s_t) and (Δcp_t) . Besides, the reverse direction that commodity prices movements are useful in providing forecast for New Zealand and Australia currency is consistent with the finding from Chen and Rogoff (2002) that there exists a significant co-movement between bilateral commodity currencies and commodity prices. The natural

³ The Table reports the results of commodity prices Δcp only for three commodity-exporting countries in the sample: Canada, Australia and New Zealand.

inference is that because these countries are heavily dependent on their commodity exports, then the expectations about the global or their domestic commodity markets exert substantial influence on their trade fluctuation and hence, their currencies, supplying an accurate forecasting framework for the policy makers (Chen, Rogoff and Rossi 2010).

Regarding the opposite direction, the paper finds little evidence of whether expected macro-economic performance has any predictive weight on exchange rates. Specifically, only 3 cases are rejected on the whole sample with only one at 5 percent level, inconsistent with the existing observations dating back to Messe and Rogoff (1983a, b).

Due to the existence and impact of structural instabilities on our database⁴, we sub-divided the whole sample into 3 sub-samples and thoroughly examine the impacts of economic developments on each sub-sample. Table 4 presents the results for the period 1974:1-1990:2 while Table 5 and 6 provide the findings for the latter parts of the sample, namely 1990:3-1998:4 and 1999:1-2015:4, respectively .

The results in Table 4 for the post-Bretton Woods period are generally in line with those on the whole sample and on the Table 4.3 in Engel and West (2005) when the predictability of fundamentals is much weaker than that of exchange rate to macro-fundamentals. While there are only 5 cases to be rejected in the null hypothesis B, the figure in the opposite direction A is 32 in total and 23 cases at 1 percent level.

Table 4: Bivariate Granger Causality Tests (Sub sample: 1974:1-1990:2)

A: Rejections at 1% (***), 5% (**), and 10% (*) level of $H_0: \Delta S_t$ fails to cause Δf_t

B: Rejections at 1% (***), 5% (**), and 10% (*) level of $H_0: \Delta f_t$ fails to cause ΔS_t

		Australia	Canada	France	Germany	Italy	Japan	New Zealand	Switzerland	UK
$\Delta(m - m^*)$	A	*				***	***		**	**
	B						**			
$\Delta(p - p^*)$	A	**	**	**	***	***	**	**		
	B				**			*		
$i - i^*$	A				**	***	***	***	***	**
	B							***		
$\Delta(i - i^*)$	A			***			***	***	***	***
	B									
$\Delta(m - m^*) - \Delta(y - y^*)$	A			***	**				***	
	B									
$\Delta(y - y^*)$	A	***		***	**			***	***	
	B							***		

Table 5: Bivariate Granger Causality Tests (Sub sample: 1990:3-1998:4)

A: Rejections at 1% (***), 5% (**), and 10% (*) level of $H_0: \Delta S_t$ fails to cause Δf_t

B: Rejections at 1% (***), 5% (**), and 10% (*) level of $H_0: \Delta f_t$ fails to cause ΔS_t

⁴ We conduct Chow test on the full sample in 6 countries with a standard set of 6 variables (as in Table 3). The hypothesis that the parameters over the period 1974-2014 are stable over time is rejected in 30 out of 36 cases.

		Australia	Canada	France	Germany	Italy	Japan	New Zealand	Switzerland	UK
$\Delta(m - m^*)$	A		**	*		***		**	*	
	B	**	**			**	***			
$\Delta(p - p^*)$	A		*	**	***				**	
	B	**								
$i - i^*$	A					***	**			**
	B			***			**			***
$\Delta(i - i^*)$	A					***	***			**
	B			***			*			**
$\Delta(m - m^*) - \Delta(y - y^*)$	A		**		***	***	**	*	**	
	B	*	**	***		**	**			
$\Delta(y - y^*)$	A	***	*	**	**	***	***	**	*	***
	B	*				*	*			

The results in Table 5 seem odd at a glance when the frequency of the number of times hypothesis B (Δf_t fails to cause ΔS_t) is rejected is similar to that of hypothesis A (ΔS_t fails to cause Δf_t). In total, we can reject the null of no Granger causality of fundamentals to exchange rate for 18 times compared to 24 times of the adverse direction, making the total rejection nearly as twice as that in Table 4. One reason for this observation is the transformation of the European countries in the late 1990s when 28 members located mainly in Europe operate under the same system called the European Union, leading to the unification of the European foreign exchange market as European countries made attempts to stabilize the exchange rates (Rose 2000; Baldwin 2005). The other explanation could be the impact of the 1985-1992 Plaza-Louvre Intervention Accords for the Dollar Exchange rate signed by 5 countries in our sample (Germany, UK, France, United States and Japan). “The rapid appreciation of the dollar in 1981-1984, particularly against the mark and the EMS bloc” led the “US government to cast aside its previous hands-off foreign exchange policy” (R.I. McKinnon 1993). The systematic intervention of the US government to devalue its currency had large impact not only on the currency pairs of the G-5 countries above but also on their macro-economic performances, that is France and Germany suffered negative GDP growth in 1983-1984 while Japan experienced the worst effects beginning by the Real Estate’s crisis in 1990s (Hamada and Okada 2007).

Table 6 provides the latest results until Q4 2015:

Table 6: Bivariate Granger Causality Tests (Sub sample: 1999:1-2015:4)

A: Rejections at 1% (***), 5% (**), and 10% (*) level of $H_0: \Delta S_t$ fails to cause Δf_t

B: Rejections at 1% (***), 5% (**), and 10% (*) level of $H_0: \Delta f_t$ fails to cause ΔS_t

		Australia	Canada	Japan	New Zealand	Switzerland	UK
$\Delta(m - m^*)$	A			*			
	B						
$\Delta(p - p^*)$	A	***			***		

	B		*		*	**	
$i - i^*$	A						
	B						
$\Delta(i - i^*)$	A						
	B	**					
$\Delta(m - m^*) - \Delta(y - y^*)$	A					***	*
	B						
$\Delta(y - y^*)$	A	***	***		***	***	
	B		***				

Around the end of the 20th century, Japanese government intervened in the foreign exchange market to increase its FOREX reserves in order to compensate for the deficit resulting from the 1990s crisis known as “The Lost Decade” (Hayashi and Prescott 2002; Obstfeld 2009). This might have hindered its macro-economic performance as well as the stability of its currency, and therefore, the exchange rate-fundamentals linkage has become ambiguous for the case of Japan in this period (only one rejection). We can also notice a lack of predictability of exchange rate movements for interest rate differentials and its first difference, which is to some extent due to the lack of the frequency of data.

Besides causality tests on the connection between exchange rate and each of the fundamentals in bivariate VARs individually, the paper also offered Johansen cointegration and Granger causality tests in multivariate VARs between exchange rate and several combinations of fundamentals as a whole. As mentioned in the previous section, the paper found little evidence of cointegration between, and therefore, all fundamentals that are in level form are regarded as though they were not cointegrated. Generally, on the grounds that there is insufficient evidence to reject the null hypothesis of no cointegration, I take several combinations of fundamentals in differenced form, namely $(\Delta s_t, \Delta m_t - \Delta m_t^*, \Delta y_t - \Delta y_t^*)$, $(\Delta s_t, \Delta i_t - \Delta i_t^*, \Delta p_t - \Delta p_t^*, \Delta y_t - \Delta y_t^*)$, $(\Delta s_t, i_t - i_t^*, \Delta p_t - \Delta p_t^*, \Delta y_t - \Delta y_t^*)$, $(\Delta s_t, \Delta m_t - \Delta m_t^*, \Delta p_t - \Delta p_t^*, \Delta y_t - \Delta y_t^*)$, $(\Delta s_t, \Delta p_t - \Delta p_t^*, \Delta y_t - \Delta y_t^*)$ and $(\Delta s_t, \Delta cp_t)$.

The null hypothesis that the group of variables as a whole fail to cause exchange rate Δf_t fails to cause ΔS_t was tested using Granger causality test while the opposite direction ΔS_t fails to cause Δf_t was assessed by the likelihood ratio test. There were 162 tests in each hypothesis across the full sample of nine countries and the overall results are presented in Table 7 while the each specific test on individual grouping of fundamental is listed in the Appendix. In total across all combination, there were 92 cases in which the null hypothesis A of there is no causality from exchange rates to the combination of fundamentals is rejected (59 times at 1 percent; 17 and 16 times for 5 percent and 10 percent, respectively) while only 10 cases for the B direction with 4 times both at 1 percent and 5 percent level.

From the Table 7, there was no sign of rejection in the hypothesis from the fundamentals as a group to exchange rates while we could witness 30 times that the other hypothesis of causality from exchange rates to fundamentals jointly is rejected, whereby 11 times at 1 percent level, 8 at 10 percent level and the remaining at 5 percent level.

One striking feature from the Table 7 on the full sample is the lack of predictability for Canada even though this country was shown three cases of rejection in the sub-sample 1999:1-2015:4. It is not surprising that considering that the Government of Canada just began its hands-off intervention policy on the foreign exchange market after August 1998 unless unexpected events occurred such as the shortages of Canadian dollar liquidity in 1998 that hindered its GDP growth rate (Murray and McManus 1997). In contrast to Canada, the proof of predictability for Italy is the strongest across the nine economies despite the fact that we could hardly witness evidence of causality for this country before 1999. This observation could be justified on the grounds of the formation of the European Union when the Italy, whose macroeconomic growth rate has fallen behind its European peers since the 1990s, was making attempt to improve its performance (e.g. capital control to reduce deficit and inflation) in order to be qualified for entering the European Union by implementing occasional macro policies (Scobie et al 1996; Balassone et al 2002).

To conclude, while Engel and West (2005) mentioned the evidence in their paper is “far from overwhelming even though there does appear to a link from exchange rates to fundamentals”, the empirical findings of this work, using not seasonally adjusted data in longer horizon, demonstrate that exchange rate is effective in producing forecasts for macro performance but not vice versa.

Table 7: Multivariate VAR Granger Causality Tests⁵

A: Rejections at 1% (***), 5% (**), and 10% (*) level of $H_0: \Delta S_t$ fails to cause Δf_t .

B: Rejections at 1% (***), 5% (**), and 10% (*) level of $H_0: \Delta f_t$ fails to cause ΔS_t .

		Australia	Canada	France	Germany	Italy	Japan	New Zealand	Switzerland	UK
$i - i^*, \Delta(p - p^*), \Delta(y - y^*)$	A	*		*	***	**		**	***	
	B					*		**		
$\Delta(i - i^*), \Delta(p - p^*), \Delta(y - y^*)$	A	**		*	**	***	*		**	
	B					*				
$\Delta(m - m^*), \Delta(y - y^*)$	A	**		**		*	***		***	
	B									
$\Delta(m - m^*), \Delta(p - p^*), \Delta(y - y^*)$	A			*	***	***	**	**	**	
	B									
$\Delta(p - p^*), \Delta(y - y^*)$	A	*		***	***	**	***	*	***	
	B									

4. Conclusion

This paper serves as another support for the view that exchange rates have predictive power for the macro-fundamentals by using different methods and up-to-date data (until Q4, 2015) to test whether exchange rate contains information about the future macro

⁵Notes: Data for France, Germany and Italy is available only from 1974:1 to 1998:4 while the time span for other countries is 1974:1-2014:4 (also on a quarterly basis).

performances, namely gross domestic product growth, money growth, interest rate, inflation rate and risk premium. The Granger Causality Tests provide a fairly general view about the role of exchange rate in determining macro fundamentals. All of the results are robust after controlling for lagged macro- fundamentals.

References

- [1] Brooks, Chris. (2008). *“Introductory Econometrics for Finance”*. 5th ed. Cambridge: Cambridge University Press.
- [2] Baldwin, Richard. (2005). *“The Euro’s Trade Effects”*. Manuscript. The Graduate Institute of International Studies, Geneva.
- [3] Campbell, John Y. and Robert J, Shiller.(1987). “Cointegration and Tests of Present Value Models”. *Journal of Political Economy*, 95, 1062-1087.
- [4] Campbell, John Y.and Robert J, Shiller. (1988). “Stock Price, Earnings, and Expected Dividends”. *Journal of Finance*, 43,661-676.
- [5] Cheung, Yin-Wong.and Ulf, Erlandsson. (2005). “Exchange Rates and Markow Switching Dynamics”. *Journal of Business and Economic Statistics*, 23, 314-320.
- [6] Chen, Yu-Chin.and Kenneth, Rogoff. and Rossi, Barbara.(2010).“Can Exchange Rates Forecast Commodity Prices?”. *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, 125(3), 1145-1194.
- [7] Chen, Yu-Chin.and Rossi, Barbara.(2002). “Commodity Currencies”. *Journal of International Economics*, 60, 133-160.
- [8] Dornbusch, Rudiger. (1976). “Expectations and Exchange Rate Dynamics”. *Journal of Political Economy*, 84, 1161-1176.
- [9] Engel, Charles.and Kenneth D, West.(2005). “Exchange Rates and Fundamentals”. *Journal of Political Economy*, 113, 485-517.
- [10] Engel, Charles.and James, Hamilton. (1990). “Long Swings in the Dollar: Are they in the data and do markets know it?”. *American Economic Review*, 80, 689-713.
- [11] Jacob A, Frenkel. and Michael L, Mussa.(1985). “Asset Markets, Exchange Rates and The Balance of Payments”. *Handbook of International Economics*, 2, 679-747.
- [12] Jacob A, Frenkel. (1976). “A Monetary Approach to the Exchange Rate: Doctrinal Aspects and Empirical Evidence”. *Scandinavian Journal of Economics*, 78,200-224.
- [13] Johansen, Soren. (1991). “Estimation and Hypothesis Testing of Cointegration Vectors in Gaussian Vector Autoregressive Models”. *Econometrica*, 59, 1551-1580.
- [14] Hamada, Koichi.andYasushi, Okada. (2007). “Monetary and International Factors Behind Japan’s Lost Decade: From the Plaza Accord to the Great Intervention”. Mimeo,

- Yale University and ESRI, Cabinet Office of Japan, *Journal of the Japanese and International Economies*. 43, 154-176.
- [15] Hayashi, Fumio. and Edward C, Prescott.(2002). “The 1990s in Japan: A Lost Decade”. *Review of Economic Dynamics*, 5,206-235.
- [16] Kilian, Lutz.and Mark P, Taylor. (2003). “Why is it so Difficult to Beat the Random Walk Forecast of Exchange Rates”. *Journal of International Economics*, 60, 85-107.
- [17] Messe, Richard A. and Kenneth,Rogoff. (1983a). “Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do they Fit Out of Sample”. *Journal of International Economics*, 14, 3-24.
- [18] Messe, Richard A. and Kenneth, Rogoff.(1983b). “The Out of Sample Failure of Empirical Exchange Models”. In J. Frenkel, ed. *Exchange Rates and International Macroeconomics*, (Chicago: University of Chicago Press).
- [19] Obstfeld, Maurice. and Kenneth, Rogoff(2002). “Risk and Exchange Rates”. In Elhanan Helpman and EfraimSadka, eds. *Contemporary Economic Policy: Essays in Honor of AssafRazin*. (Cambridge: Cambridge University Press).
- [20] Obstfeld, Maurice. and Kenneth, Rogoff (1996). “The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause? [Online]”. Available from: <http://www.nber.org/chapters/c11059>, [accessed 16 August 2015].
- [21] Obstfeld, Maurice.(2009). “*Time of Troubles: The Yen and Japan’s Economy, 1985-2008*”. Berkeley: University of California.
- [22] Osterwald-Lenum, M. (1992). “A note with quantiles of the asymptotic distribution of the maximum likelihood cointegration rank test statistics”. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 54, 461-471.
- [23] Ronald I, McKinnon.(1993). “The Rules of Games: International Money in Historical Perspective”. *Journal of Economic Literature*, 31,1-44.
- [24] Rossi, Barbara.(2013). “Exchange Rate Predictability”.*Journal of Economic Literature*, 51(4), 1063-1119.
- [25] Rose. A. K. (2000). “One Money, One Market: Estimating the Effects of a Common Currency on Trade”. *Economic Policy*, 16 (33),7-45.
- [26] Ronald, Findlay. and Carlos, Rodriguez. (1977). “Intermediate Imports and Macroeconomic Policy under Flexible Exchange Rates”. *Canadian Journal of Economics*, 10 (2), 208-217.
- [27] Sarno, Lucio.and Schmeling, Maik. (2014). “Which Fundamentals Drive Exchange Rates? A Cross-Sectional Perspective”.*Journal of Money, Credit and Banking*, 46, 267-292.
- [28] Scobie, H.M. et al. (2008). “*The Italian Economy in The 1990s*”. London: Routledge.

THRESHOLD EFFECTS OF GOVERNMENT'S EXTERNAL DEBT FOR EMERGING COUNTRIES

Vu Hai Yen MSc - Dr. Nguyen Thanh Nhan
Nguyen Thi Thu Trang MSc - Pham Thi Lam Anh MSc
Banking Academy of Vietnam

Abstract

This paper aims to examine the threshold effect of Government's external debt on economic growth in a group of 10 emerging countries. By employing panel data of 10 countries for the period from 2005 to 2015, our empirical analysis indicates that there is a threshold Government's external debt to domestic product (GDP) ratio of 33.17 percent. In deed, at the level lower than 33.17 percent of GDP, every percent increase in Government's external debt ratio is associated with 0.056 percent rise in GDP. Nevertheless, as the debt ratio moves beyond 33.17 percent, the effect on economic growth shifts from positive to negative and GDP growth rate will decrease by 0.02 percent for 1 percent rise in debt ratio on average.

Keywords: *threshold, external debt of Government, panel data.*

1. Introduction

In recent years, Vietnam is considered as a dynamic economy with significant economic growth but unsustainable. This change is due to Vietnamese Government has initially pursued stimulus policy which is funded by borrowing from domestic and foreign markets. This leads to the fact that public debt and Government's external debt ratio increases rapidly.... Even though these ratios are assessed safe and under control, there will be many problems in terms of ineffective public investment and public sectors in associated with persistent deficit budget that Government has to solve in order to reach external debt sustainability. If the policymakers do not impose strictly measures in fiscal reform and foreign debt control, the country may have to face debt crisis as the case of Greek and other European countries. Therefore, this study focus on investigating the Government's foreign debt threshold for emerging countries which have similar economic conditions but higher level of devopment as Vietnam. Based on empirical finding, some policy lesson will be provided for Vietnam in controlling and managing external debt of Government.

External debt threshold determination is seeking the optimal debt ratio that the economy can maintain without having a negative impact on economic growth. Beyond this value, an increase in debt ratio will have adverse influence and erode growth. In this study, we use Hansen threshold effect model applied for the sample of 10 emerging countries in 2005-2015, the estimated results show that Government's external debt threshold is 33.17%.

In specific, GDP growth rate increases by 0.056% on average before debt ratio reaches threshold value and decreases by 0.02% when debt ratio exceeds 33.17%.

2. Literature review

There are different findings in empirical studies carried out to the effect of external debt to economic growth. Some concluded the positive relationship because external debts can stimulate the economic growth by meeting the domestic investment need for national projects and encouraging the domestic production. External debt at a reasonable level has increased the aggregate demand, return on investment, and thereby boosting investment despite rising interest rates (Eisner et al, 1984). Besides, Sachs (1998) agreed countries using external debts would be able to shift their economies to create higher levels of growth. However, some studies provided evidence of adverse effect of external debts on economic growth. Modigliani (1961) stated that government would raise taxes to repay the external debts, thereby reducing the net income of agents. This reduces expected returns and does not stimulate investment for economic growth. In addition, external debts due to causes a pressure to interest rates, thus reducing private investment and declining economic growth (Friedman, 1988). Safia et al. (2009) studied 24 developing countries during the period 1976-2003 and confirmed the high level of indebtedness had negative effects on economic growth because of debt overhang problem. Thus, these views suggest that external debts can have a positive or negative impact on economic growth. Reasonable level of debt can stimulate economic growth. However, when the external debt is too heavy, the impact of external debt on economic growth would become negative. It means that when external debt increases beyond a threshold level, the relationship between external debt and economic growth will turn from positive to negative. Clements et.al (2003) applied Generalized Method of Moments approach and fixed-effect model for 55 low income countries in the period from 1970 to 1999. The results show that the threshold level of the external debt is 30-37%. Having larger sample size, Frimpong et al. (2006) studied 93 developing countries during the period from 1969 to 1998 and proved that the negative effect of external debt on GDP growth appears when the debt-GDP ratio is 35-40%. Besides external debt, the study included other independent variables such as domestic investment, economic openness, and foreign direct investment. According to Tokunbo et al. (2007), the threshold level of external debt of Nigeria from 1970 to 2003 is 60% GDP. Other empirical researches share the threshold effect of external debt such as Savvides (1992), Pattillo et al. (2002), Moss et al. (2003), and Safia (2009).

In Vietnam, Nguyen Huu Tuan (2012) concluded the non-linear relationship of external debt and economic growth during period from 1986 to 2009 and found the threshold level of external debt for Vietnam is approximate 65%. An increase of 1 percent in the external debt–real GDP ratio led to a growth in the real GDP by USD 15,76987 million per annum. If the external debt–real GDP ratio beyond 65%, the real GDP would decrease USD 22,9528 million per annum. In addition to external debt, economic openness (as measured by exports to imports) has also contributed to economic growth with smaller coefficient. In addition, Nguyen Xuan Truong and Pham Thi Khanh Van (2013) also defined the external debt

threshold for Vietnam during 1985-2011. The research plots the discrete points of GDP and external debt GDP ratios on a second-order curve and determining the maximum point. The authors also argue that the threshold level of external debt for Vietnam during the study period is 65% of GDP. If the external debt ratio is less than 65% of GDP, rising external debt will lead to an increase in economic growth and vice versa, a ratio that exceeds 65% will create a heavy burden on Vietnam's economic growth. The authors used the independent variable as the ratio of external debt to GDP and the openness of the economy to explain economic growth.

While many studies have analyzed the effect of external debt to economic growth in Vietnam and emerging markets, there has been limited attention paid to find out the threshold effect of Government's external debt. This paper aims at contributing towards filling this gap by investigating the optimal Government's external debt ratio of a group of 10 emerging countries that these economies can maintain without having a negative impact on economic growth.

3. Methodology

3.1. Model selection

To assess the implication of foreign debt and estimate the threshold of foreign debt to economic growth, following Pham The Anh and Nguyen Hong Ngoc (2015), the study employs panel threshold model proposed by Hansen (2000)

$$y_{it} = \mu_i + \beta'_1 x_{it} I(q_{it} < \gamma_1) + \beta'_2 x_{it} I(\gamma_1 < q_{it} < \gamma_2) + \beta'_3 x_{it} I(\gamma_2 < q_{it} < \gamma_3) + \beta'_4 x_{it} I(q_{it} > \gamma_3) + \theta Z_{it} + e_{it} + \mu_i \quad (1)$$

Where, y_{it} is the growth of real GDP, q_{it} is Ln of government's foreign debt/GDP, γ_i is threshold need to estimate; $I(\cdot)$ is the indicator function. With $I=1$ if the condition inside in brackets is satisfied, otherwise is equal 0, μ_i và e_{it} are illustrated for the fix effect over the time and space, which are not observed

Unlike Hansen (2000), in this study, x_{it} is only the variable changing over threshold, in detail, that is variable Ln(government foreign debt/nominal GDP). Z_{it} is vector controlling the impact of other macroeconomic variables on the economic growth at the points of threshold.

In the function (1), in the case of existing one threshold, β'_1 will be estimated when the foreign debt is under the threshold point. When this debt is greater than threshold, β'_2 will be estimated. If threshold exists, β'_1 is expected to be positive while β'_2 is expected to be negative. If the model has more than one threshold, β'_1 is still expected to be positive while at least one of three slope $\beta'_2, \beta'_3, \beta'_4$ is expected to be negative

The function (1) is also used to consider the effect of other macroeconomic on GDP at the threshold point through vector Z_{it} . Z_{it} includes variables: the openness of economy, inflation, aggregate investment, government spending, real exchange rate and lending rate.

To estimate threshold for panel data, besides threshold estimating model, the estimating method is also very important. Normally, three method including Pool OLS, Fixed

Effect (FE) and Random Effect (RE) are under consideration. However, in this research, the result of the test such as F, Wald, Pesaran, Breusch và Pagan Lagrangian multiplier and Hausman indicate that FE is the most appropriate method to estimate the threshold model.

Table 1: The test for choosing the most appropriate method

Type of test	Goal	Test statistic	Conclusion
F test	Test the existence of threshold model of three method POLS, FE, RE	-POLS: $Pro>F = 0.000$ - FE: $Pro>F = 0.000$ - RE: $Pro > \chi^2 = 0.000$	Threshold model all exists with these methods
Wald Test	Test the existence of heteroskedasticity u_i for the FE	$Prob>chi2 = 0.0000$	u_i exist \rightarrow FE is more appropriate than POLS
Pesaran Test	Test whether RE is suitable or not	$Pr = 0.0000$	RE is likely to be an appropriate method
Breusch and Pagan Lagrangian multiplier Test	Select between OLS and RE	$Prob > Chibar2 = 0.0003 < 0.05$	RE is more suitable to estimate threshold
Hausman	Select between RE and FE	$Prob > Chi2 = 0.000 < 0.05$	FE is more appropriate than RE

3.2. Data and statistic

Among the emerging nations, the study selects 10 countries including: Thailand, Brazil, Chile, Indonesia, Malaysia, Mexico, Russia, Peru, South Africa and Poland to estimate the threshold effect model. Besides the data on external debt, normal GDP, the growth rate of real GDP, this research also collects the statistic of these countries on inflation, tax revenue, government spending, real exchange rate, import& export and lending rate between the period 2005 Quarter 1st and 2015 quarter 4th. This is because according to Ramzan và Ahmad (2014), the effect of external debt on the economic growth is also influenced by the macroeconomic policies such as monetary policy, fiscal policy and trade policy.

Sources for the variables in this model come from IMF, FED and these countries' central bank. The model variables include: the growth rate of real GDP (rgdp-%), normal GDP measured in domestic currency (ngdp), tax revenue-billion domestic currency (revenue); government spending-billion domestic currency (spending), government investment-billion domestic currency (inv); real exchange rate (er), total trade-billion domestic currency (opness), external debt-billion domestic currency (exdebt), lending rate (Lendrate) and inflation. Based on the data of these variables, the study transforms them to the form of rate variables that are listed at the table 2.2.

Table 2: The form of variables

Variables	Types	Note
GDPG	Dependent Variable	The growth rate of GDP
EXDEBT	Threshold Variable	Ln(external debt/GDP)
INVEST	Explanatory variable	Ln(investment/nominal GDP),
SPENDING	Explanatory variable	Ln(government spending/nominal GDP)
INF	Explanatory variable	inflation
EX	Explanatory variable	Ln(real exchange rate)
LENDRATE	Explanatory variable	Ln(lending rate)
OPNESS	Explanatory variable	Ln(total trade/nominal GDP)

For the threshold variable- EXDEBT, the impact of this variable on the economic growth is both negative and positive. While Mohamed (2013) và Daud & Podivinsky (2012) indicate that external debt has negative effect on the economic growth in Tunisia and other 31 developing countries, Butts et.al (2012) finds out that for the period from 1970 to 2003, in short-term, the relationship between external debt and economic growth is negative. INVEST, SPENDING and OPNESS are expected to have positive impact on GDP growth as these variables are elements of aggregate demand. While INF is expected to have negative impact on GDP growth, EX is expected to have positive effect on economic growth, as the increase in exchange rate is likely to promote export. The impact of lending rate on GDP growth is negative as the uptrend in lending rate is likely to have negative effect on investment and consumption.

Table 3: The summarization of statistic variables

Variable	Observation	Mean	Std. Dev.	Min	Max
GDPG	440	0.038848	0.033128	-0.11151	0.185709
EXDEBT	440	--1.770112	1.34871	-4.29532	0.236682
SPENDING	440	-1.96697	0.298377	-2.8013	-1.4647
INVEST	440	-1.50924	0.200026	-2.1043	-1.0375
INFLATION	440	0.046611	0.032259	-0.03027	0.17793
ER	440	4.554132	0.091345	4.141435	4.763524
LENDRATE	440	2.345373	0.636407	1.194932	4.02416

Based on the table 3, GDPG fluctuates between -0.11 and 0.18, which is equivalent to the GDP growth being from -11% to 18%/quarterly. The mean of GDPG is 0.0388 equivalent to 3.88% . The maximum of EXDEBT is 0.2366 and minimum is -4.2953. This means the rate of external debt over GDP is from 0.0136 to 1.267 times. The value of SPENDING is from -2.8 to -1.467, which means government spending accounts from 6% to 20% of GDP. This number for INVEST is from 12.19% to 35.43%. For INFLATION, the statistic of this variable points out that the quarterly inflation of these nations fluctuates from -3% to 17%. This number of ER is from 4.14 to 4.76 and of LENDRATE is from 1.194 to 4.026

For the accuracy of the estimating model, the test for multicollinearity among variable is conducted through variance inflation factors (VIF) indicator.

Table 4: The result of multicollinearity test

vif		
Variable	VIF	1/VIF
OPNESS	2.09	0.479359
EXDEBT	1.91	0.522872
SPENDING	1.83	0.547594
LENDRATE	1.63	0.613972
ER	1.48	0.674416
REVENUE	1.47	0.678134
INFLATION	1.40	0.711775
INVEST	1.36	0.736290
Mean VIF	1.65	

All VIF indicator is less than 10, this refers that multicollinearity does not exist.

The stationary of all variables is also conducted through Levin- Lin- Chu test. The table 5 summarizes the result of stationary test.

Table 5: The result of stationary test

Variable	P-value	Conclusion
GDPG	0.000	Stationary at the level of 5%
EXDEBT	0.000	Stationary at the level of 5%
INVEST	0.000	Stationary at the level of 5%
SPENDING	0.000	Stationary at the level of 5%
INF	0.000	Stationary at the level of 5%
EX	0.028	Stationary at the level of 5%
LENDRATE	0.041	Stationary at the level of 5%
OPNESS	0.000	Stationary at the level of 5%

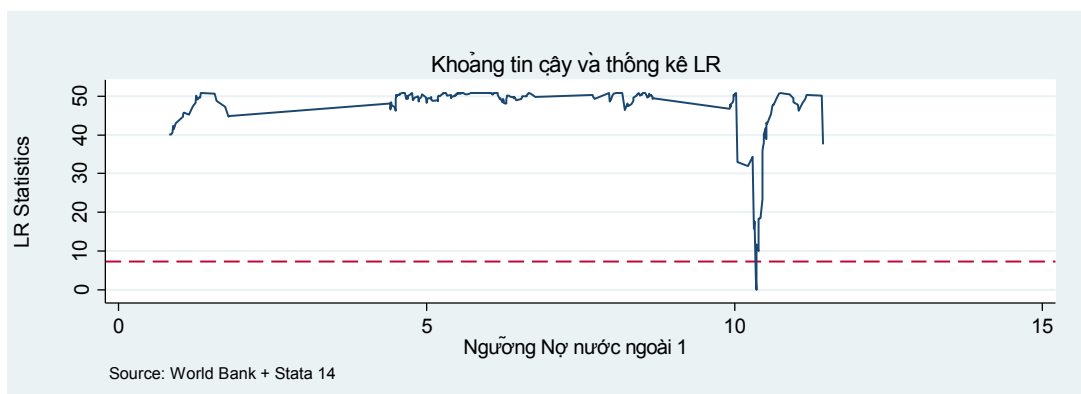
The test result refers that all variables are stationary at the level of 5%. Thus, the estimating results is trustworthy.

3.3. Empirical results

Table 6. Empirical and threhold testing results

Number of threshold	Threshold value	Low value	High value	Pro value threshold testing with 5% significant
0-1	-1.1034	-1.1187	-0.9865	0.0267
1-2	-2.5419	-2.6412	-2.5293	0.6400
2-3	-0.2818	-0.3172	-0.2782	0.6733

The results show that there are threshold levels at -1.1034 ; -2.5419 ; -0.2818 và -1.8398 , equivalent 33.17%; 7.87%; 75.44%; and 15.88% in the external debt- GDP ratios. After applying bootstrap technique to test the threshold effect, there is only threshold -1.1034 having Prob value= $0.0267 < 0.05$. It means that there is only threshold level at -1.1034 , equivalent to 33.17% external debt- GDP ratio. With the 95% confident, the threshold level vary from -1.1187 to 0.9865 , equivalent external debt- GDP ratio vary from 32,68% to 37,28%.



With the defined threshold level, the results of threshold effect model for Government's external debt on economic growth in a group emerging countries as below:

Table 7: Results of threshold effect model

Fixed-effects (within) regression		Number of obs	=	440			
Group variable: id		Number of groups	=	10			
R-sq: within	= 0.3019	Obs per group: min	=	44			
between	= 0.2409	avg	=	44.0			
overall	= 0.0632	max	=	44			
F(11, 419)	= 16.47	Prob > F	=	0.0000			
corr(u_i, Xb)	= -0.9832						

GDPG	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]		

SPENDING	1.713103	1.131343	4.17	0.000	-6.936918	-2.489288	
INVEST	3.208597	.9066967	1.33	0.018	-2.990837	.5736443	
INFLATION	-2.728852	6.793504	-0.40	0.688	-16.08245	10.62474	
ER	3.544812	1.885803	1.88	0.061	-.1620007	7.251624	
LENDRATE	-3.184615	.7037365	-4.53	0.000	-4.567909	-1.801321	
OPNESS	4.66771	.8699659	6.51	0.000	3.957668	7.377751	
cat#c.EXDEBT							
0	5.58934	.6023942	2.64	0.009	-2.773435	-.4052531	
1	-2.22041	.6645716	-3.32	0.001	-3.510444	-.8978246	
_cons	-17.72781	9.293655	-1.91	0.057	-35.99581	.5401836	

sigma_u	10.922963						
sigma_e	2.6487007						
rho	.94446453	(fraction of variance due to u_i)					

F test that all u_i=0: F(9, 419) = 12.10				Prob > F = 0.0000			

Based on results of estimation, threshold effect model for Government's external debt on economic growth in a group of 10 emerging countries is:

$$y_{it} = \mu_i + 5.58934EXDEBT * I(EXDEBT < -1.1034) + (-2.22041)EXDEBT * I(EXDEBT > -1.1034) + 1.7131SPENDING + 3.208597INVEST + (-2.728852)INFLATION + 3.544812ER + (-3.184641)LENDRATE + 4.66771OPNESS + e_{it} \quad (2)$$

The estimation shows that with 5% significant and threshold level 33.17 per cent, the impact of Government's external debt on economic growth is 5.58934. It means that at the level lower than 33.17 percent of GDP, every percent increase in Government's external debt ratio is associated with 0.056 percent rise in GDP. However, as the debt ratio moves beyond 33.17 percent, the impact of Government's external debt on economic growth is -2.2204. It means that as the debt ratio moves beyond 33.17 percent, the effect on economic growth shifts from positive to negative and GDP growth rate will decrease by 0.02 percent for 1 percent rise in debt ratio.

4. Conclusion

This paper targets on identifying the threshold effect of Government's external debt-to-GDP ratios have on economic growth. By adopting Hansen threshold estimation approach (1996, 2000), our finding indicates that emerging markets have threshold of Government's foreign debt ratio of 33.17 percent, relative lower than developed countries. The estimation results show that Government foreign debt contributes positively to output when this ratio is below 33.17 percent but becomes a problem for economic growth when it moves out 33.17 percent of GDP. However, before reaching the optimal debt ratio, the negative impacts on GDP have occurred. The research of Checheria and Rother (2010) in European countries has indicated that the threshold public debt ratios are in range of 90-100 percent of GDP. The confidence interval for debt turning point suggest that the negative growth effect of high debt may appear already from level of around 70-80 percent of GDP, therefore, Government needs more prudent indebtedness policies before touching the threshold.

Estimation results also bring policy implications for the case of Vietnam, since our sample include ten emerging markets which have similar background like Vietnam. These countries have a threshold Government's external debt ratio of 33.17 percent which means Vietnam with underperformance will have lower level of threshold. Currently, Vietnamese sovereign debt in foreign currencies and in general is about 25 percent and 65% of GDP respectively. These ratios are relatively high and serious in the text of persistent deficit budget and poor public investment. Therefore, the policy-maker in Vietnam should reduce debt ratio consisting of foreign debt and public debt by taking measures in terms of fiscal reform, administration spending reduction, State owned enterprises sector restructure in order to maintain fiscal sustainability and macroeconomic stability.

References

- [1] Checherita C. and Rother P. (2010), The Impact of High and Growing Government Debt on Economic Growth – An Empirical Investigation for the Euro Area, *Working Paper No 1237/ August 2010*.
- [2] Clements, B., R. Bhattacharya and T. Q. Nguyen (2003), External Debt, public investment and growth in low-income countries, *IMF working paper 03/249*
- [3] Eisner, Robert, and P. J. Pieper (1984), “A New View of the Federal Debt and Budget Deficits.” *American Economic Review* 74 (1984): 11-29
- [4] Friedman, Benjamin M. *Day of Reckoning: The Consequences of American Economic Policy Under Reagan and After*, Random House, 1988.
- [5] Frimpong, J.M. & Oteng-Abayie, E.F. (2006). The Impact of External Debt on Economic Growth in Ghana: A Cointegration Analysis. *Journal of Science and Technology*. Volume 26, No.3, December, 2006.
- [6] Hansen B E. (2000), Sample Splitting and Threshold Estimation, *Econometrica*, Vol. 68, No. 3 (May, 2000), pp 575-603.
- [7] Modigliani F. (1961), Long Run Implications of Alternative Fiscal Policies and The Burden of The National Debt, *Econ. J.* 71 (December): 730–755
- [8] Moss, T. J. & Chiang, H. S. (2003), The Other Costs of High Debt in Poor Countries: Growth, Policy Dynamics, and Institutions. Debt sustainability issue paper. No.3. World Bank.
- [9] Nguyễn Hữu Tuấn (2012), Mối quan hệ nợ nước ngoài và tăng trưởng kinh tế VN. *Tạp chí Phát Triển & Hội Nhập*, Số 4(14)- Tháng 5-6/2012.
- [10] Nguyễn Xuân Trường and Phạm Thị Khánh Vân (2013), Xác định ngưỡng nợ an toàn cho Việt Nam đến năm 2020 theo mô hình đường cong laffer nợ, *Tạp chí Ngân hàng* số 18/2013, trang 13-16
- [11] Pattillo C., & Poirson H., & Ricci L. (2004). What Are the Channels Through Which External Debt Affects Growth? *IMF Working Paper* WP/04/15
- [12] Phạm Thế Anh and Nguyễn Hồng Ngọc (2015), Hiệu ứng ngưỡng nợ công với tăng trưởng kinh tế và hàm ý chính sách cho Việt Nam, *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, số 216 (II), tháng 6/2015.
- [13] Safia, S. (2009). Does External Debt Affect Economic Growth: Evidence from Developing Countries.
- [14] Savvides (1992), Investment Slowdown in Developing Countries During the 1980s: Debt Overhang or Foreign Capital Inflow?, *International Review for Social Sciences*. Volume 45, Issue 3, August 1992, pp. 363-378.
- [15] Tokunbo et al. (2007). Budget Deficits, External Debt and Economic Growth in Nigeria.

Appendix

Appendix 1. The result of Wald test in FE method

```
Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity  
in fixed effect regression model
```

```
H0:  $\sigma(i)^2 = \sigma^2$  for all i
```

```
chi2 (10) = 438.14
```

```
Prob>chi2 = 0.0000
```

Appendix 2. The result of Pesaran test

```
Pesaran's test of cross sectional independence = 12.739, Pr = 0.0000
```

```
Average absolute value of the off-diagonal elements = 0.363
```

Appendix 3. The result of Breusch và Pagan Lagrangian test

```
xtttest0
```

```
Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects
```

```
GDPG[id,t] = Xb + u[id] + e[id,t]
```

```
Estimated results:
```

		Var	sd = sqrt(Var)
	GDPG	.0010975	.0331282
e		.0286967	
u		.0096463	

```
Test: Var(u) = 0
```

```
chibar2(01) = 11.77
```

```
Prob > chibar2 = 0.0003
```

Appendix 4. The result of Hausman test

```

hausman FE RE, a c sigmamore

      ----- Coefficients -----
      |          (b)          (B)          (b-B)      sqrt(diag(V_b-
V_B)) |
      |          FE          RE          Difference      S.E.
-----+-----
---
      EXDEBT |   .0096841   .0047847   .0048993   .0034697
      SPENDING |  -.0514676  -.0419642  -.0095034   .008002
      INVEST  |  -.0093191  -.0137731   .004454   .0038296
      INFLATION | -.0949191  -.0476258  -.0472933   .0368124
      ER      |   .1008677   .072941   .0279267   .0075403
      LENDRATE |  -.0174574   .0016936  -.0191509   .0058338
      OPNESS  |   .0593208   .002825   .0564958   .0112239
      _cons   |  -.4623925  -.3836922  -.0787003   .0317918
-----+-----
---
                                     b = consistent under Ho and Ha; obtained from
xtreg
                                     B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from
xtreg

      Test:  Ho:  difference in coefficients not systematic

      chi2(9) = (b-B)' [(V_b-V_B)^(-1)] (b-B)
                                     =          44.42
      Prob>chi2 =          0.0000
      (V_b-V_B is not positive definite)

```

Appendix 5. Debt threshold estimator

```

Threshold estimator (level = 95):
-----
model |   Threshold          Lower          Upper
-----+-----
      Th-1 |  -1.1034          -1.1187          -0.9865
      Th-21 |  -2.5419          -2.6412          -2.5293
      Th-22 |  -0.2818          -0.3172          -0.2782
      Th-3  |  -1.8398          -1.8403          -1.8372
-----

```

Appendix 6. Debt threshold effect test

```

Threshold effect test (bootstrap = 300 300 300):
-----
----
Threshold | RSS      MSE      Fstat      Prob      Crit10
Crit5     Crit1
-----+-----
----
      Single | 0.3010   0.0008   23.28     0.0267   17.2186
20.3255   28.6897
      Double | 0.2960   0.0007   6.71      0.6400   17.2783
21.6821   29.2193
      Triple | 0.2907   0.0007   7.23      0.6733   17.7834
21.4489   26.1754
-----
----

```

A horizontal red scroll graphic with rounded ends and a slight 3D effect, containing the text for Part II.

Part II
PAPERS IN VIETNAMESE

TÍN DỤNG, TỶ GIÁ CỦA TRUNG QUỐC SAU KHỦNG HOẢNG

ThS. Nguyễn Ngọc Cảnh
Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Tóm tắt

Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008 đã ảnh hưởng mạnh mẽ đến nền kinh tế thế giới và đưa đến những thay đổi đáng kể trong chính sách tài chính, tiền tệ của các quốc gia. Cũng như nhiều nước, các nhà hoạch định chính sách của Trung Quốc đã đưa ra hàng loạt chính sách kinh tế vĩ mô để bảo vệ nền kinh tế trước những tác động tiêu cực của khủng hoảng tài chính toàn cầu.

Trong giai đoạn đầu của khủng hoảng tài chính toàn cầu, trong khi nhiều nền kinh tế thị trường mới nổi đối mặt với luồng vốn đầu tư nước ngoài rút ra mạnh, thì tác động này đối với kinh tế Trung Quốc không lớn. Tuy nhiên, khủng hoảng toàn cầu đã ảnh hưởng mạnh mẽ đến hoạt động thương mại quốc tế của nước này. Trong khi xuất khẩu chiếm khoảng 40% GDP, diễn biến này khiến mục tiêu tăng trưởng kinh tế là thách thức lớn với Trung Quốc. Để đưa nền kinh tế thoát khỏi sự phụ thuộc vào xuất khẩu, Trung Quốc đã chuyển đổi từ mô hình kinh tế định hướng xuất khẩu sang mô hình kinh tế định hướng tiêu dùng, hướng vào thị trường trong nước, dựa nhiều hơn vào tiêu dùng nội địa để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Điều này kéo theo sự thay đổi một loạt chính sách trong đó tỷ giá và tín dụng.

Trên cơ sở được tổng kết những điều chỉnh linh hoạt của chính sách tỷ giá và tín dụng của Trung Quốc 10 năm qua trong mối liên hệ với chuyển đổi mô hình tăng trưởng và diễn biến kinh tế quốc tế, có thể nói Trung Quốc đã đạt được những thành công nhất định trong việc vực dậy nền kinh tế sau khủng hoảng. Chính sách tỷ giá và tín dụng luôn được điều chỉnh kịp thời nhằm hỗ trợ tăng trưởng theo mục tiêu đặt ra từng giai đoạn. Đồng Nhân dân tệ đã đảm bảo được những bước đi cho tiến trình quốc tế hóa và trở thành đồng tiền được sử dụng rộng rãi trên thị trường quốc tế theo mục tiêu đã đặt ra. Tín dụng đã vượt qua được nguy cơ bùng nổ, góp phần ngăn chặn rủi ro từ bất động sản.

Từ khóa: Trung Quốc, khủng hoảng tài chính, tỷ giá, tín dụng, đồng Nhân dân tệ

CHINESE'S EXCHANGE RATE AND CREDIT POLICIES AFTER THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS

Nguyen Ngoc Canh MA
State Bank of Vietnam

Abstract

The 2008 global financial crisis affected strongly the world economy and countries' financial and monetary policies. As in many other countries, Chinese policy makers announced a series of macroeconomic policies to alleviate the negative impact of the financial crisis.

In the initial stages of the global financial turmoil, while large capital outflows were observed in many emerging market economies, China proved to be largely immune to these wealth and capital flow effects. However, as the crisis led to the falling demand in advanced economies' imports, the country was especially exposed to falls in the global demand for its exports. Since China's exports make up roughly 40% of its GDP and Beijing depends heavily on western demand for its goods, achieving the growth target pose a great challenge to it. In order to get rid of the dependence on exports, China has gradually been shifting from an export-oriented to a typical consumption-oriented economy in recent years, directed at the domestic market, relying more on domestic consumption to drive economic growth. This has led to a change in policies, including those on exchange rates and credit.

This paper provides a brief review of China's exchange rates and credit policies toward economic reform and the fluctuation of the international financial market. The country has been quite successful as seen from two main perspectives. Firstly, RMB internationalisation has been on the right track and the currency has been promoted to become a widely used one. Secondly, the Chinese government has kept the economic growth sustainable. The price bubbles in the real estate sector has been curbed.

Keywords: *China, financial crisis, exchange rate, bank credit.*

1. Điều chỉnh tỷ giá một cách thận trọng phù hợp với các diễn biến mới trong kinh tế

Tiến trình quốc tế hóa đồng Nhân dân tệ đã được Trung Quốc đưa ra từ những năm 1990 và đã có những bước đi đầu tiên hướng tới tăng cường sử dụng đồng Nhân dân tệ ở thị trường ngoài nước. Tuy nhiên, từ cuộc khủng hoảng tài chính thế giới 2008, Trung Quốc đã chủ động có những bước đi mới nhằm thúc đẩy việc quốc tế hóa đồng nhân dân tệ và đã đạt được những bước tiến mạnh mẽ. Trong tổng thể các biện pháp quốc tế hóa đồng Nhân dân tệ, chính sách tỷ giá của nước này cũng đã có những diễn biến đáng chú ý.

Cùng với cải cách kinh tế vĩ mô lớn năm 1994, với mô hình nền kinh tế định hướng xuất khẩu, chính sách tỷ giá cũng nhằm thúc đẩy xuất khẩu và tạo thặng dư thương mại, chế độ đa tỷ giá được thay bằng một tỷ giá, Trung Quốc đã phá giá mạnh đồng Nhân dân tệ. Đồng thời, với những bước ban đầu trong tiến trình quốc tế hóa đồng Nhân dân tệ, đến cuối năm 1996 đồng Nhân dân tệ đã có thể được chuyển đổi hoàn toàn trên tài khoản vãng lai để phục vụ cho các mục đích liên quan đến thương mại. Sau khủng hoảng tài chính châu Á năm 1997, Trung Quốc đã cố định tỷ giá USD/CNY ở mức 8,27 và duy trì cho đến năm 2005 nhằm tạo môi trường ổn định cho ngoại thương và đầu tư.

Việc giữ cố định tỷ giá khiến Trung Quốc đối mặt với áp lực từ các nước, nhất là Hoa Kỳ về việc Trung Quốc cố ý giữ tỷ giá USD/CNY ở mức cao để duy trì lợi thế cạnh tranh xuất khẩu. Vì vậy, tiếp tục chiến lược quốc tế hóa đồng Nhân dân tệ, đồng thời nhằm mục tiêu ngoại giao trước những áp lực từ các nước như nêu trên, Trung Quốc đã có những bước linh hoạt dần cơ chế tỷ giá. Tháng 7/2005, nước này đã bắt đầu tiến hành cải cách tỷ giá, chấm dứt neo tỷ giá với đồng đô la Mỹ, tuyên bố cho phép đồng Nhân dân tệ biến động so với một rổ

tiền tệ; tỷ giá chính thức USD/CNY cũng được điều chỉnh từ mức 8,27 xuống mức 8,11 với biên độ giao động hàng ngày là 0,3%; cơ chế tỷ giá cố định được thay thế bằng cơ chế tỷ giá thả nổi có kiểm soát. Tháng 5/2007, Ngân hàng Trung ương Trung Quốc đã điều chỉnh biên độ dao động hàng ngày của đồng Nhân dân tệ lên 0,5%.

Trong khoảng thời gian từ khi bắt đầu cải cách tỷ giá vào năm 2005 đến trước khi bùng nổ khủng hoảng tài chính vào năm 2008, đồng Nhân dân tệ thường xuyên trong xu hướng tăng, đặc biệt là trong 2 năm 2006 và 2007, trong đó mức tăng giá của năm 2006 là 5,5%, năm 2007 là năm có mức tăng kỷ lục là 10,9%. Đến cuối năm 2008, tỷ giá USD/CNY ở mức 6,83%.

Những thay đổi sau khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008:

Sự bùng nổ khủng hoảng tài chính toàn cầu, bắt nguồn từ cuộc khủng hoảng tín dụng thứ cấp của Mỹ, đã khiến cho các nước bao gồm cả Trung Quốc phải có những điều chỉnh chính sách. Để đối phó với ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính, các nhà hoạch định chính sách của Trung Quốc đã phải đổi hướng chính sách tỷ giá. Trước những biến động mạnh của đồng USD, Trung Quốc đã áp dụng cơ chế tỷ giá đặc biệt, giới hạn phạm vi dao động của đồng Nhân dân tệ, thu hẹp dao động bình quân trong ngày của đồng Nhân dân tệ từ mức 0,5% xuống còn 0,3%, đồng thời quay trở lại neo tỷ giá đồng Nhân dân tệ theo đô la Mỹ, giữ tỷ giá USD/CNY ở quanh mức 6,84. Động thái thay đổi chính sách này đã giữ được sự ổn định tương đối và đóng góp quan trọng cho tăng trưởng kinh tế của Trung Quốc trong giai đoạn này.

Đến tháng 6/2010, Ngân hàng Trung ương Trung Quốc khởi động trở lại việc cải cách tỷ giá theo hướng tăng tính linh hoạt của tỷ giá. Ngày 22/6/2010 lần đầu tiên từ tháng 07/2008, tỷ giá USD/CNY được điều chỉnh từ mức 6,83 lên mức 6,79 và đồng Nhân dân tệ tiếp tục tăng giá trong những năm sau đó. Biên độ dao động trong ngày của đồng Nhân dân tệ với đô la Mỹ được nới rộng từ mức 0,5% lên mức 1% vào tháng 4/2012 và tiếp tục mở rộng lên mức 2% vào tháng 3/2014.

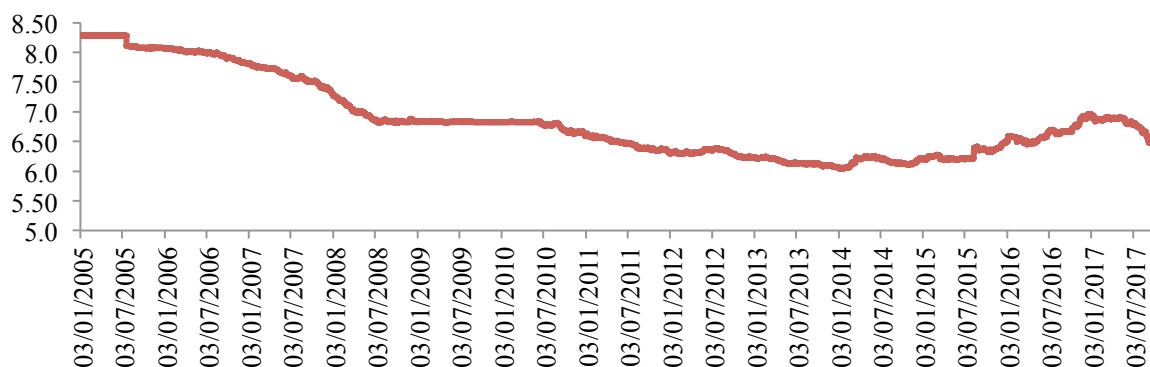
Tháng 8/2015, Ngân hàng Trung ương Trung Quốc bất ngờ tuyên bố điều chỉnh cơ chế tỷ giá, công bố phương pháp xác định tỷ giá tham chiếu mới, dựa vào giá đóng cửa hôm trước và cung cầu ngoại tệ cũng như biến động của các đồng tiền chủ chốt nhằm dẫn dắt thị trường quyết định tỷ giá và thu hẹp chênh lệch tỷ giá của đồng Nhân dân tệ trong và ngoài nước. Cùng với việc điều chỉnh cơ chế tỷ giá, Ngân hàng Trung ương nước này đã liên tiếp phá giá đồng Nhân dân tệ, khiến cho đồng Nhân dân tệ mất giá mạnh 4,6% so với đô la Mỹ chỉ trong ba ngày. Nhiều nhà phân tích cho rằng việc điều chỉnh tỷ giá là bước đi chủ động để Trung Quốc tiến tới mục tiêu quốc tế hóa đồng Nhân dân tệ thông qua việc cho phép thị trường tham gia nhiều hơn vào quá trình xác định tỷ giá USD/CNY. Tuy nhiên, trong bối cảnh xuất khẩu sụt giảm, các chỉ số kinh tế kém khả quan, tăng trưởng chậm lại, thị trường chứng khoán trên đà suy thoái, nhiều nhà phân tích cho rằng Trung Quốc buộc phải phá giá đồng Nhân dân tệ để kích thích xuất khẩu và ngăn chặn các dòng vốn đầu tư đang tháo chạy khỏi nước này.

Sau khi Trung Quốc điều chỉnh tỷ giá, đồng Nhân dân tệ đã giảm giá mạnh. Tính đến đầu năm 2016, đồng tiền này đã giảm xuống mức 6,6915 NDT/USD, mức thấp nhất kể từ quý IV/2010. Mặc dù đã được đưa vào rổ các đồng tiền dự trữ của Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) nhưng tỷ giá trong và ngoài nước của Nhân dân tệ vẫn có khoảng cách khá xa. Mặc dù phá giá đồng Nhân dân tệ nhưng tỷ lệ lạm phát tại nước này đã giảm từ 2% trong tháng 8 xuống 1,5% trong tháng 12/2015, trong khi cán cân thương mại tiếp tục suy giảm. Diễn biến kinh tế kém khả quan đã làm suy giảm lòng tin của các nhà đầu tư, thị trường chứng khoán tụt dốc với mức giảm kỷ lục 12,49%. Trước tình hình đó, Trung Quốc đã phải tuyên bố hàng loạt những biện pháp can thiệp mạnh tay nhằm chấm dứt tình trạng bán tháo ồ ạt của nhà đầu tư cũng như xu thế rút vốn khỏi thị trường. Để cứu vãn thị trường tài chính và thị trường tiền tệ, Ngân hàng Trung ương Trung Quốc đã phải sử dụng dự trữ ngoại hối can thiệp thị trường. Động thái này khiến dự trữ ngoại hối của Trung Quốc suy giảm nhanh chóng xuống 3,43 tỷ USD trong tháng 12/2015, mức thấp nhất kể từ tháng 02/2013.

Năm 2016, trong bối cảnh kinh tế và thị trường tài chính toàn cầu có những biến động phức tạp, kinh tế thế giới tăng trưởng chậm lại, thương mại toàn cầu tiếp tục trì trệ, dòng vốn đầu tư toàn cầu giảm, Trung Quốc đối mặt với dòng vốn rút ra và đồng Nhân dân tệ tiếp tục chịu áp lực giảm giá. Trước tình hình đó, Trung Quốc đã phải có những động thái tác động vào thị trường tài chính nhằm giữ ổn định cho giá đồng Nhân dân tệ, thực hiện nới lỏng tiền tệ và nhiều lần can thiệp phá giá đồng nội tệ để hỗ trợ xuất khẩu, đồng thời, thắt chặt các biện pháp kiểm soát vốn.

Áp lực dòng vốn rút ra đã giảm nhẹ và xu hướng giảm của đồng đô la Mỹ trong đầu năm 2017 đã góp phần hỗ trợ cho đồng Nhân dân tệ tăng giá trở lại. Trước diễn biến này, các nhà hoạch định chính sách Trung Quốc đã tiếp tục có những động thái thúc đẩy tự do hóa thị trường vốn thông qua các biện pháp nới lỏng kiểm soát vốn và hỗ trợ thị trường vốn phát triển. Tháng 9/2017, Ngân hàng Trung ương Trung Quốc đã đưa ra thông báo không hạn chế việc chuyển vốn của nhà đầu tư nước ngoài về nước, mở rộng việc cắt giảm thuế cho các nhà đầu tư nước ngoài trong các ngành ưu tiên của nền kinh tế, gần đây, quy định dự trữ trong các giao dịch hối đoái kỳ hạn cũng được dỡ bỏ.

Hình 1. Diễn biến tỷ giá USD/CNY từ năm 2005 đến nay



Nguồn: Reuters

Có thể nói, sau khủng hoảng tài chính toàn cầu, Trung Quốc đã liên tục có những điều chỉnh đối với cơ chế tỷ giá để đối phó với ảnh hưởng của khủng hoảng trong khi tiếp tục đẩy mạnh tiến trình quốc tế hóa đồng Nhân dân tệ. Để góp phần ổn định kinh tế trong nước trước những biến động của thị trường tài chính quốc tế, trong những thời điểm bất ổn, Trung Quốc đã đảo ngược một số biện pháp cho phép tự do hóa đồng CNY để khắc phục sự mất cân bằng của nền kinh tế. Song song với đó, Trung Quốc vẫn tiếp tục tận dụng những diễn biến mới của kinh tế thế giới để tích cực thúc đẩy tiến trình quốc tế hóa đồng Nhân dân tệ.

2. Tăng trưởng tín dụng để hỗ trợ nhu cầu trong nước, đảm bảo sự an toàn của nền kinh tế và hệ thống ngân hàng

Tăng trưởng tín dụng là yếu tố định hướng quan trọng cho tăng trưởng kinh tế nói chung. Tín dụng giúp cho các doanh nghiệp có khả năng tiếp cận được nguồn vốn để đầu tư, gia tăng lợi nhuận và tạo thêm nhiều việc làm cho xã hội, từ đó tiếp tục làm tăng nhu cầu đầu tư, tiêu dùng và tạo vòng xoáy đi lên cho nền kinh tế.

Trước khi cuộc khủng hoảng tài chính quốc tế diễn ra, tốc độ tăng trưởng tín dụng của Trung Quốc đã ở mức khá cao. Mức tăng trưởng tín dụng này giúp Trung Quốc duy trì mức tăng trưởng chung của nền kinh tế ở mức 2 con số.

Sau khủng hoảng năm 2008, kinh tế Trung Quốc gặp nhiều khó khăn, mức tăng trưởng giảm mạnh và Trung Quốc đã nhanh chóng quyết định chuyển đổi mô hình kinh tế dựa vào tiêu dùng trong nước. Để vực dậy nền kinh tế mô hình mới, Trung Quốc đã phải thực thi một loạt các giải pháp kích thích cầu nội địa. Tháng 11/2008, Chính phủ Trung Quốc đã đưa ra gói đầu tư 4.000 tỷ Nhân dân tệ đi kèm với cắt giảm thuế và trợ giá tiêu dùng để thúc đẩy tăng trưởng và việc làm. Đồng thời, Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc cũng đã kịp thời cắt giảm lãi suất từ mức 7,47% vào tháng 8/2008 xuống còn 5,31% trong tháng 12/2008 và duy trì mức lãi suất này tới tháng 6 năm 2010. Lãi suất tiết kiệm 1 năm đối với đồng nhân dân tệ cũng được cắt giảm từ mức 3,6% xuống còn 2,52% vào cuối tháng 11/2018. Để tăng thanh khoản, tạo động lực cho tăng trưởng, tháng 12/2008, Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc đã tuyên bố giảm thêm 1 -2 % tỷ lệ dự trữ bắt buộc tại các ngân hàng thương mại.

Gói kích thích kinh tế và chính sách cắt giảm lãi suất, hạ tỷ lệ dự trữ bắt buộc đã dẫn đến sự gia tăng tín dụng tại Trung Quốc. Năm 2008, tổng tín dụng tại Trung Quốc ở mức 125% GDP lên mức 210% GDP kéo theo tỷ lệ đầu tư đã tăng từ 42% GDP lên tới gần 48% GDP vào năm 2014. Lượng cho vay mới trong các năm 2009 và 2010 lần lượt là 1,46 nghìn tỷ USD và 1,09 nghìn tỷ USD. Các động thái này của Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc có vai trò quan trọng, giúp nền kinh tế Trung Quốc phục hồi trước tác động của khủng hoảng, lấy lại đà tăng trưởng vốn có. Tăng trưởng GDP năm 2009 đạt 8,7%, vượt mức mục tiêu, giải quyết việc làm cho 16 triệu người, trong tổng số 25 triệu người có nguy cơ thất nghiệp. Trung Quốc đã thành công trong việc giảm bớt sự phụ thuộc của nền kinh tế vào nhu cầu bên ngoài và dựa nhiều hơn vào nhu cầu nội địa, đặc biệt là đầu tư vào cơ sở hạ tầng.

Bên cạnh những tác động tích cực trong việc vực dậy nền kinh tế, sự bùng nổ của tín dụng đã đưa nền kinh tế Trung Quốc đối mặt với một loạt rủi ro, có thể tác động tiêu cực ngược trở lại nền kinh tế.

Giống như nhiều quốc gia khác, Trung Quốc sử dụng chính sách tài khóa hơn là chính sách tiền tệ để đối mặt với vấn đề tăng trưởng của nền kinh tế. Tuy nhiên, điểm khác biệt của Trung Quốc là ngân sách trung ương chỉ tài trợ khoảng 1/5 nhu cầu, phần còn lại được tài trợ bởi các ngân hàng thương mại nhà nước. Do đó, tín dụng tăng nhanh là một hệ quả tất yếu. Tín dụng tăng nhanh đã làm cho cung tiền tăng lên gần 30% và bắt đầu sức ép lên lạm phát.

Theo IMF, tỷ lệ tín dụng ở mức cao so với GDP có thể dẫn tới sự khủng hoảng trong hệ thống ngân hàng. Dư nợ của nền kinh tế tăng lên cũng làm cho quy mô của hệ thống ngân hàng Trung Quốc bùng nổ mạnh mẽ. Tổng giá trị tài sản của hệ thống ngân hàng gấp gần 3 lần so với GDP trong khi giá trị của hệ thống ngân hàng ở Mỹ là thấp hơn GDP. Điều này bắt đầu cho thấy sự không hiệu quả của sự tăng trưởng tín dụng nhanh chóng ở Trung Quốc.

Quan trọng hơn, sự tăng mạnh tín dụng trong bối cảnh kiểm soát các luồng vốn ra có nghĩa là đầu tư trong nước được tăng lên mạnh mẽ, từ đó làm xuất hiện bong bóng về giá hàng hóa, đặc biệt là chứng khoán và bất động sản, dần sẽ đe dọa đến hệ thống ngân hàng.

Cơ cấu trong tăng trưởng tín dụng Trung Quốc cho thấy, nợ của các tập đoàn ở Trung Quốc ở mức cao hơn rất nhiều so với các quốc gia khác. Đặc biệt, các doanh nghiệp nhà nước có tỷ lệ đòn bẩy cao nhất và chiếm phần lớn trong tăng trưởng tín dụng của Trung Quốc. Với tỷ lệ ROA thấp hơn đáng kể so với chi phí vay thì đây là một trong những nguyên nhân làm gia tăng tỷ lệ nợ xấu trong ngành ngân hàng.

Đánh giá những nguy hại của bong bóng tín dụng, Trung Quốc lại kịp thời thực hiện cải cách nhằm kìm hãm sự gia tăng quá mức của tỷ lệ tăng trưởng tín dụng.

Năm 2010, Trung Quốc đã bắt đầu có các động thái ngăn chặn sự bùng nổ của tín dụng bằng việc liên tục tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc của các ngân hàng thương mại và thông báo các biện pháp hạn chế cho vay nhằm giảm đầu tư vào lĩnh vực bất động sản. Song song với đó, trong tháng 10/2010, Ngân hàng trung ương Trung Quốc đã tăng lãi suất cơ bản lên 0,25%, đây là hành động kiểm soát nguy cơ bùng nổ lượng tiền cho vay mới, tránh làm tăng lạm phát và xuất hiện các khoản vay xấu lần đầu tiên trong ba năm qua của Trung Quốc. Quyết tâm thắt chặt tín dụng được duy trì suốt đến năm 2011, với việc tiếp tục tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc lên mức kỷ lục, nâng lãi suất cơ bản, lãi suất tiền gửi và lãi suất cho vay đồng nhân dân tệ. Với những động thái quyết liệt của Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc, sau khi bùng nổ, đạt mức cao nhất 34,74% vào tháng 11/2009, tín dụng bắt đầu có xu hướng giảm, giá nhà tại Trung Quốc đã bắt đầu hạ nhiệt mặc dù dòng vốn đầu tư nước ngoài vào thị trường bất động sản vẫn ở mức cao.

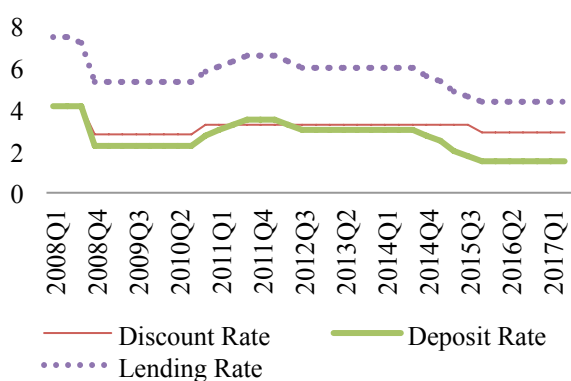
Sau một loạt động thái mạnh mẽ để hạ nhiệt bùng nổ tín dụng, tăng trưởng kinh tế có chiều hướng giảm¹. Trước tình hình này, việc giữ ổn định tăng trưởng rất được chú trọng. Trung Quốc đánh giá nền tảng kinh tế quốc gia vẫn còn tốt, vẫn cần tiếp tục tích lũy để trở nên giàu có hơn. Đặc biệt, tỷ lệ tiết kiệm ở Trung Quốc cao hơn rất nhiều so với các quốc gia khác cũng là một trong những động lực giúp Trung Quốc tự tin hơn vào việc thực hiện các động

¹ Kể từ quý IV-2010 tăng trưởng kinh tế Trung Quốc đã liên tục xuất hiện xu thế suy giảm. Năm 2013, tăng trưởng kinh tế Trung Quốc ở mức khoảng 7,7% là mức thấp nhất trong 14 năm trước đó.

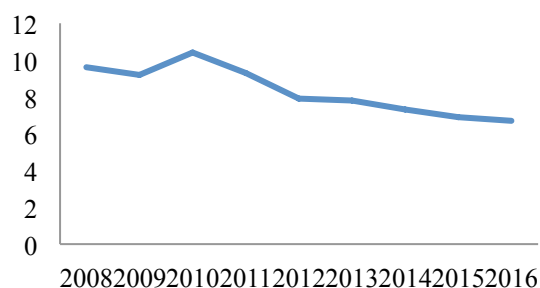
thái thúc tập trung duy trì tốc độ tăng trưởng kinh tế “ở ngưỡng hợp lý”. Đồng thời, thị trường chứng khoán của Trung Quốc vẫn còn khá non trẻ nên tín dụng vẫn là kênh cấp vốn chủ yếu. Năm 2014 Trung Quốc có những thay đổi chính sách tín dụng theo hướng nới lỏng hơn, không để việc mở rộng tín dụng bị thu hẹp quá nhanh, đặc biệt là các khoản tín dụng cho doanh nghiệp vừa và nhỏ và cũng nhằm cứu vãn sự yếu kém của thị trường nhà ở đang cản trở tăng trưởng kinh tế ở Trung Quốc. Xu hướng chung trong giai đoạn này là việc bơm tiền vào hệ thống một cách chùng mực nhằm buộc các ngân hàng hạ lãi suất cho vay cũng như huy động vốn. Giữa năm 2013, Trung Quốc thông báo bỏ sàn lãi suất cho vay để thực hiện dần lộ trình tự do hóa lãi suất nhưng vẫn giữ nguyên trần lãi suất huy động. Tháng 11/2014, Trung Quốc đã cắt giảm lãi suất lần đầu tiên kể từ tháng 7/2012 và tiếp tục có các bước cắt giảm sau đó. Tỷ lệ dự trữ bắt buộc cũng được điều chỉnh giảm dần từ 0,5-1% cho mỗi lần điều chỉnh. Do đó, tăng trưởng tín dụng phục hồi nhẹ vào giữa năm 2013 và 2014.

Từ năm 2016 đến nay, Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc tiếp tục chủ trương áp dụng chính sách tiền tệ cân trọng và trung tính, không quá thắt chặt nhưng cũng không quá nới lỏng mà sẽ áp dụng linh hoạt các công cụ của chính sách tiền tệ để đảm bảo thanh khoản cho nền kinh tế, duy trì tăng trưởng tín dụng vừa phải, đảm bảo nguồn lực phát triển cho toàn xã hội. Tăng trưởng tín dụng ở Trung Quốc năm 2016 ở mức trên 13%, tiếp tục giảm so với giai đoạn 2013-2014 nhưng vẫn còn tương đối cao theo đánh giá của nhiều chuyên gia và vẫn cần tiếp tục được theo dõi một cách thận trọng.

Hình 2. Diễn biến lãi suất sau khủng hoảng



Hình 3. Tăng trưởng kinh tế



Nguồn: IFS, PoB

Bên cạnh các chính sách về tiền tệ, Trung Quốc thực hiện các biện pháp điều chỉnh giảm dòng tiền chảy vào lĩnh vực bất động sản và cắt giảm trợ cấp tín dụng cho các doanh nghiệp nhà nước để hạn chế sự đầu tư quá mức vào các doanh nghiệp này và buộc họ phải nộp mức lợi tức cao hơn cho Chính phủ, nguồn này sau đó được đầu tư vào an sinh xã hội, giảm nhu cầu tiết kiệm dự phòng của các hộ gia đình và từ đó tăng cường chi tiêu, tiêu dùng trong nước.

Ngoài ra, các hoạt động tín dụng phi truyền thống đã tăng mạnh trong thời gian Trung Quốc thực hiện thắt chặt tín dụng, khiến các doanh nghiệp khó tiếp cận được nguồn vốn từ ngân hàng. Trước tình trạng này, Trung Quốc đã thực hiện các giải pháp để giảm kênh tín

dụng phi truyền thống. Hoàn thiện khuôn khổ pháp lý đối với hoạt động này là yêu cầu quan trọng. Minh bạch hóa thông tin và giám sát chặt chẽ hoạt động này sẽ giúp cảnh báo sớm rủi ro cho hệ thống ngân hàng. Tháng 4/2012, Trung Quốc đã ban hành biện pháp hợp pháp hóa tín dụng tư nhân nhằm vừa đảm bảo đáp ứng nhu cầu vốn cho nền kinh tế, vừa tiến tới xóa bỏ tín dụng ngầm, một hoạt động tài chính có nguy cơ gây bất ổn xã hội. Sau hàng loạt nỗ lực, danh mục tín dụng ngầm gần đây đã bắt đầu được thu hẹp, đặc biệt từ sau Quý 2 năm 2017 và góp phần ngăn chặn rủi ro từ bất động sản.

Như vậy, có thể nói Trung Quốc đã đạt được những thành công nhất định trong việc vực dậy nền kinh tế sau khủng hoảng. Chính sách tỷ giá và tín dụng luôn được điều chỉnh kịp thời nhằm hỗ trợ tăng trưởng theo mục tiêu đặt ra từng giai đoạn. Bên cạnh đó, đồng Nhân dân tệ đã đảm bảo được những bước đi cho tiến trình quốc tế hóa và trở thành đồng tiền được sử dụng rộng rãi trên thị trường quốc tế theo mục tiêu đã đặt ra. Tín dụng đã vượt qua được nguy cơ bùng nổ, giảm góp phần ngăn chặn được rủi ro từ bất động sản. Tuy nhiên, thị trường quốc tế hiện vẫn đang dõi theo những động thái tiếp theo Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc trong điều hành tỷ giá và kiểm chế hơn nữa hoạt động tín dụng ngầm.

Kết quả đạt được cũng như những khó khăn gặp phải trong điều hành chính sách tỷ giá của Trung Quốc giai đoạn sau khủng hoảng tài chính toàn cầu cho thấy sự quan trọng của việc lựa chọn thời điểm điều chỉnh tỷ giá phù hợp. Chính sách tỷ giá luôn được điều chỉnh kịp thời nhằm hỗ trợ tăng trưởng theo mục tiêu đặt ra từng giai đoạn. Đồng Nhân dân tệ vẫn đảm bảo được những bước đi cho tiến trình quốc tế hóa và trở thành đồng tiền được sử dụng rộng rãi trên thị trường quốc tế. Đồng thời, tại các nước mà thị trường vốn chưa thực sự phát triển, hệ thống ngân hàng vẫn là kênh chủ đạo để truyền dẫn vốn trong nền kinh tế thì đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng có tác động tích cực đối với thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, tăng trưởng dựa vào tín dụng cũng dẫn đến nhiều hệ lụy như sự bùng nổ của giá cả hàng hóa và tiếp theo đó là nợ xấu, tín dụng đen. Do đó, nhà điều hành cần theo dõi chặt chẽ các diễn biến của thị trường để kịp thời có điều chỉnh phù hợp, định hướng dòng tín dụng đi vào những ngành, những khu vực kinh tế trọng điểm, tạo ra giá trị gia tăng cho nền kinh tế để việc mở rộng tín dụng thực sự phát huy hiệu quả.

**ĐIỀU HÀNH, THỰC THI CHÍNH SÁCH AN TOÀN VĨ MÔ:
KINH NGHIỆM QUỐC TẾ VÀ KHUYẾN NGHỊ CHO VIỆT NAM**

**ThS. Đỗ Việt Hùng - ThS. Nguyễn Vũ Phương
- ThS. Nguyễn Thu Hoàng**

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Tóm tắt

Sau khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2008, chính sách an toàn vĩ mô đã được các nhà quản lý quan tâm nhiều hơn do những thiếu hụt của chính sách tiền tệ truyền thống, chính sách an toàn vĩ mô... trong việc phòng ngừa rủi ro tổng thể tác động đến hệ thống tài chính. Chính sách an toàn vĩ mô có vai trò bổ sung mà không thay thế, và hỗ trợ các chính sách vĩ mô truyền thống đạt mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô. Chính sách an toàn vĩ mô với mục tiêu cuối cùng là ổn định tài chính đã được các nước triển khai thực hiện nhằm tăng cường sức chống đỡ của hệ thống tài chính trước các cú sốc từ bên trong và bên ngoài, đồng thời các công cụ chính sách an toàn vĩ mô cũng đã được ban hành và thực thi nhằm ngăn ngừa và hạn chế rủi ro hệ thống. Những bài học về điều hành chính sách an toàn vĩ mô và bằng chứng thực tiễn của các nước phát triển và mới nổi vẫn tiếp tục được các tổ chức tài chính quốc tế như IMF, WB, ADB... đúc kết kinh nghiệm. Mỗi quốc gia thực thi công cụ chính sách an toàn vĩ mô có tính đến những đặc điểm riêng của mình. Đối với thị trường tài chính Việt Nam, rủi ro hệ thống có thể tiềm ẩn trong khu vực ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm và cũng có thể xuất phát từ sự bất ổn của môi trường kinh tế vĩ mô cũng như từ các cú sốc bên ngoài. Thực tế hệ thống giám sát tài chính ở Việt Nam hiện nay chỉ mới tập trung chủ yếu vào công tác giám sát an toàn vĩ mô trong khi thị trường tài chính đang phát triển nhanh chóng, phức tạp cả về quy mô lẫn cấu trúc và trong điều kiện môi trường kinh tế vĩ mô hội nhập nhiều biến động. Trên cơ sở đó, bài viết “Điều hành, thực thi chính sách an toàn vĩ mô - Kinh nghiệm quốc tế và khuyến nghị cho Việt Nam” sẽ đi sâu vào tìm hiểu kinh nghiệm quốc tế về chủ đề này, từ đó đưa ra một số gợi mở cho Việt Nam.

Từ khóa: *An toàn vĩ mô, điều hành chính sách an toàn vĩ mô, ổn định tài chính, rủi ro hệ thống, bất động sản, tăng trưởng tín dụng, tỷ lệ đòn bẩy, cho vay thế chấp, công cụ, bộ đệm vốn, CCB, LTI, LTV.*

OPERATIONALIZING, IMPLEMENTING MACROPRUDENTIAL POLICIES - INTERNATIONAL EXPERIENCES AND RECOMMENDATIONS FOR VIETNAM

Do Viet Hung MSc - Nguyen Vu Phuong MSc

- Nguyen Thu Huong MSc

State Bank of Vietnam

Abstract

Since the 2007-2008 global financial crisis, macroprudential policy has been paid more attention by regulators due to shortcomings of traditional monetary policy, microprudential policies, etc. In preventing risks from affecting the financial system at a whole, macroprudential policy plays a complementary role but not a substitution, and supports traditional macroeconomic policies to achieve macroeconomic stability. Macroprudential policies, given the ultimate goal of financial stability, has been implemented by a number of countries in order to strengthen the financial system's resilience to endogenous and exogenous shocks, and at the same time, macroprudential instruments have also been issued and implemented to prevent and mitigate systemic risks. Lessons learnt from operationalizing macroprudential policies and empirical evidences in developed and emerging countries continue to be accumulated by international financial institutions such as IMF, WB, and ADB. Countries' macroprudential instruments implementations usually take into account their own characteristics, in Vietnam financial market, systemic risk can be implicit in the banking, securities and insurance sectors, and may also stem from instability of the macroeconomic environment as well as external shocks. In fact, the financial supervisory system in Vietnam has focused on microprudential supervision only while financial markets are developing rapidly, becoming more sophisticating in both size and structure and are surrounded by volatile macroeconomic context. On that basis, this article "Operationalizing, Implementing Macroprudential Policies - International Experiences and Recommendations for Vietnam" will focus on analyzing international experiences on this subject, then come up with some suggestions for Vietnam.

Keywords: *Macroprudential, operationalizing macroprudential policy, financial stability, systemic risk, real estate, credit growth, leverage, mortgage lending, instrument, capital buffer, CCB, LTI, LTV.*

1. Kinh nghiệm của Anh trong điều hành chính sách an toàn vĩ mô

1.1. Khung pháp lý

Theo Luật Ngân hàng 2009, Ngân hàng Trung ương Anh (BoE) chịu trách nhiệm đối với ổn định tài chính ở Anh thay cho hệ thống ‘ba bên’ (tripartite system) trước đây là BoE, Kho bạc Hoàng gia Anh (HM Treasury), và Cơ quan Dịch vụ Tài chính (FSA) cùng chịu trách nhiệm mà không một tổ chức nào có trách nhiệm, thẩm quyền hoặc quyền hạn để theo dõi toàn bộ hệ thống, xác định các xu hướng có khả năng gây mất ổn định và đưa ra với các hành động phản ứng (HM Treasury, 2010) và nhược điểm này càng bộc lộ rõ hơn sau cuộc khủng hoảng tài chính 2007. Tiếp đó, Đạo luật Dịch vụ Tài chính năm 2012 ra đời nhằm tăng cường các quy định nhằm đạt được sự ổn định tài chính thông qua: (i) chính sách an toàn vĩ mô và chính sách vi mô; (ii) các hoạt động tài chính bao gồm cả việc đóng vai trò người cho vay cuối cùng; (iii) vai trò của BoE trong như là một cơ quan có thẩm quyền giải quyết (resolution authority); và (iv) giám sát cơ sở hạ tầng thanh toán, thanh toán bù trừ và thanh toán chính.

Bên cạnh đó, hai cơ quan quản lý vi mô cũng được tạo ra. Cơ quan quản lý an toàn (PRA) được thành lập như một nhánh con của BoE nhằm thực hiện các quy định an toàn đối với người gửi tiền, công ty bảo hiểm và các công ty đầu tư lớn. Cơ quan kiểm soát tài chính (FCA) được thành lập để quản lý hoạt động của tất cả các công ty dịch vụ tài chính và chịu trách nhiệm về các quy định an toàn đối với các công ty không được kiểm soát an toàn bởi PRA. Ủy ban chính sách tài chính (FPC) được thành lập tại BoE giúp bảo vệ và tăng cường sự ổn định của hệ thống tài chính Vương quốc Anh nói chung. FPC được trao quyền khuyến nghị và quyền chỉ đạo. FPC có thể đưa ra các khuyến nghị cho bất kỳ bên nào (bao gồm cả phần còn lại của BoE và HM Treasury), và với các cơ quan quản lý vi mô (PRA và FCA), các khuyến nghị như vậy có thể được đưa ra dựa trên cơ sở tuân thủ - hoặc - giải thích. Ngoài ra, FPC có quyền chỉ đạo các cơ quan điều tiết vi mô triển khai các công cụ vĩ mô cụ thể được khuyến nghị bởi HM Treasury và được Quốc hội thông qua cho các mục đích này. Pháp luật cũng trao cho FPC quyền thu thập thông tin. Như vậy, BoE có thể chỉ đạo các cơ quan quản lý vi mô cung cấp thông tin có sẵn hoặc có quyền yêu cầu cung cấp thông tin.

1.2. Công cụ chính sách an toàn vĩ mô và hiệu lực điều hành chính sách

Việc đánh giá rủi ro được thực hiện theo một quy trình giám sát hàng quý, dựa trên một hệ thống các chỉ số, thông tin thị trường, báo cáo giám sát chuyên sâu và báo cáo phân tích thực hiện bởi đội ngũ nhân viên BoE (bao gồm PRA) và FCA và tuân theo quy trình gồm có bốn giai đoạn: (i) tóm lược tình hình tài chính và rủi ro ổn định tài chính; (ii) FPC thảo luận về các vấn đề ổn định tài chính quan trọng và các chính sách an toàn vĩ mô tiềm năng (cuộc họp thảo luận các vấn đề); (iii) buổi họp của FPC nhằm quyết định các chính sách (cuộc họp chính sách); và (iv) truyền thông đánh giá rủi ro và các quyết định chính sách.

Các công cụ an toàn vĩ mô được sử dụng nhằm đạt được mục tiêu ổn định tài chính tại Anh bao gồm Bộ đệm vốn ngược chu kỳ (Countercyclical Capital Buffer - CCyB), Bộ đệm vốn của các tổ chức có tầm quan trọng hệ thống (Capital buffers for systemically important

institutions SIFIs), Bộ đệm rủi ro hệ thống (Systemic risk buffer), Yêu cầu về vốn của ngành (Sectoral Capital Requirements – SCR), Giới hạn khoản vay/thu nhập (Loan to income - LTI limits), Tỷ lệ đòn bẩy tối thiểu (minimum leverage ratio requirement), Bộ đệm tỷ lệ đòn bẩy bổ sung (Supplementary Leverage ratio Buffer), và Tỷ lệ thanh khoản an toàn (Liquidity Coverage Ratio - LCR). Bộ công cụ ổn định vĩ mô ở Anh vẫn đang được phát triển trên cơ sở đánh giá lại nhu cầu về các công cụ này cũng như cập nhật những thay đổi trong tiêu chuẩn quốc tế cho một số công cụ. Một số công cụ vẫn sẽ được thực hiện trong những năm tới, bao gồm cả Tỷ lệ tài trợ bình ổn thuần NSFR (2018), tỷ lệ đòn bẩy cho các ngân hàng không phải là Các Ngân hàng có tầm quan trọng hệ thống toàn cầu (G-SIBs) (2018), các công cụ liên quan đến việc cho vay mua để cho thuê.

Trong các công cụ nêu trên, **Bộ đệm vốn ngược chu kỳ (CCyB) và Giới hạn khoản vay trên thu nhập (LTI)** nhận được đánh giá tốt về hiệu lực điều hành. Cụ thể, CCyB có tác dụng kiềm chế tốt nhất tăng trưởng tín dụng, giúp kiểm soát chu kỳ tín dụng và tăng khả năng chống đỡ của hệ thống ngân hàng, Anh là một trong những quốc gia đầu tiên tại Châu Âu áp dụng CCyB và bắt đầu thiết lập ở mức 0% vào tháng 6 năm 2014, Theo FPC tính toán ở ngưỡng CCyB 0% thì Chênh lệch tín dụng trên GDP ở mức âm 25%, đồng thời chỉ số chính về sức mạnh của bảng cân đối ngân hàng như vốn, tỷ lệ đòn bẩy và sự phụ thuộc vào vốn ngắn hạn từ doanh nghiệp đều được cải thiện rõ rệt so với trước khủng hoảng. Sau đó CCyB được nâng lên mức 0,5% và dự kiến áp dụng đến hết quý 1 năm 2017 sau khi cân nhắc các yếu tố liên quan đến rủi ro trong và ngoài nước Anh có thể gây ra bất ổn tài chính bao gồm: Giá thị trường biến động, triển vọng tăng trưởng toàn cầu xấu đi và rủi ro xung quanh cuộc trưng cầu dân ý về vai trò thành viên EU của Anh Quốc diễn ra vào ngày 23/6/2016 và sau đó. Tuy nhiên, tháng 7/2016, các rủi ro xung quanh sự kiện Brexit đã làm nhà đầu tư giảm hứng thú với tài sản ở Anh, điều kiện tín dụng thắt chặt trên thị trường BĐS thương mại và số hộ gia đình dễ bị tổn thương gia tăng. Vì vậy, FPC quyết định giảm tỷ lệ bộ đệm CCyB từ 0,5% xuống 0% với hiệu lực tức thì.

Theo kinh nghiệm, nếu khoảng cách giữa tín dụng trên GDP là 2% hoặc ít hơn thì tương đương với mức CCyB là 0% và nếu khoảng cách là 10% trở lên thì tương ứng với tỷ lệ CCyB là 2,5%. Qua thực tiễn điều hành của Anh cho thấy việc xác định tỷ lệ cho CCyB cần phải tính đến các yếu tố tác động của chính sách vĩ mô cũng như sự biến động của tình hình thị trường để có sự điều chỉnh kịp thời.

Khác với CCyB, **Giới hạn khoản vay trên thu nhập (Loan to income - LTI limits)** có tác dụng tốt trong việc giám sát và điều tiết thị trường nhà ở tại Anh, các hộ gia đình là những nhân tố chính tác động đến thị trường nhà ở và được phân theo nhóm đối tượng giám sát như: người thuê nhà, người mua lần đầu, chủ sở hữu nhà ở, và nhà đầu tư mua để cho thuê. Công cụ này xuất phát từ sự liên hệ chặt chẽ giữa xu hướng tăng nhanh của nợ hộ gia đình và khủng hoảng tài chính. FPC ước tính tỷ lệ cho vay với hệ số LTI trên 4,5 lần thu nhập sẽ tăng từ 10% lên 15% trong tương lai; đồng thời trong vài năm tới, giá nhà có thể tăng nhanh hơn so với thu nhập dự kiến khiến tỷ lệ cho vay ở hệ số LTI cao hơn có thể sẽ tăng

manh, tiềm ẩn rủi ro đối với ổn định tài chính ở Anh. Do vậy, LTI ở Anh được thiết lập ở mức 4,5 từ tháng 6 năm 2014 và FPC cũng đưa ra khuyến nghị PRA và FCA cần đảm bảo rằng các nhà cho vay thế chấp không mở rộng các khoản vay có tỷ lệ nợ so với thu nhập từ 4,5 trở lên vượt quá 15% tổng khoản vay thế chấp nhà ở mới. Khuyến nghị này áp dụng cho tất cả những người cho vay mở rộng các khoản vay mua nhà ở trên 100 triệu bảng mỗi năm.

2. Kinh nghiệm của Trung Quốc trong điều hành chính sách an toàn vĩ mô

2.1. Khung pháp lý

Trách nhiệm của Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc (PBOC) cũng như của một số cơ quan hữu quan về giám sát chuyên ngành đối với nhiệm vụ ổn định tài chính được quy định rõ trong Luật. Bên cạnh đó là Ban Xử lý Khủng hoảng tài chính (Financial Crisis Response Group-FCRG), Hội đồng liên Bộ điều phối quy định tài chính (Financial Regulatory Coordination Joint Ministerial Conference-JMC) được thành lập nhằm tăng cường công tác phối hợp và giải quyết các vấn đề mang tính liên ngành. Ngoài ra, việc thành lập tổ công tác thuộc JMC đã giúp xây dựng một hệ thống chia sẻ dữ liệu thống kê và tăng cường kết nối hệ thống dữ liệu về tài chính.

Khung theo dõi giám sát rủi ro hệ thống gồm 3 cấp đó là (i) các Cuộc họp của FCRG để thảo luận và đưa ra quyết định về vấn đề ổn định tài chính; (ii) Hoạt động giám sát rủi ro, phân tích rủi ro và các chính sách phòng ngừa rủi ro do từng đơn vị thực hiện; và (iii) phối hợp giữa các đơn vị để đánh giá rủi ro tổng quát. Tuy nhiên, mỗi đơn vị phụ trách một lĩnh vực riêng và phát triển khuôn khổ phân tích riêng của mình (gồm kiểm định sức chịu đựng, hệ thống cảnh báo sớm và phân tích rủi ro hệ thống) mà chưa có một khung phân tích tổng quát, điều này đang làm hạn chế hiệu quả trong việc phân tích tác động qua lại giữa các khu vực kinh tế, vì vậy ảnh hưởng tới việc nhận diện, đánh giá rủi ro hệ thống. Đối với bài kiểm tra sức chịu đựng (ST), mỗi đơn vị đều thực hiện ST và cho ra những kết quả không nhất quán. Để khắc phục tình trạng này, FSB khuyến nghị các cơ quan cần phân tích mối tương tác giữa các công cụ an toàn do các đơn vị ban hành và mục đích và ý nghĩa của từng công cụ đóng góp cho mục tiêu của chính sách an toàn vĩ mô.

2.2. Công cụ điều hành chính sách an toàn vĩ mô và hiệu lực điều hành chính sách

Chính quyền Trung Quốc sử dụng nhiều công cụ cho các mục đích an toàn vĩ mô. Hầu hết các công cụ này đều thuộc quản lý của CBRC và PBOC. Cụ thể, tỷ lệ LTV và lãi suất sàn cho vay cầm cố nằm dưới sự quản lý của Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc, lãi suất sàn cho vay cầm cố nằm dưới sự quản lý của. Hầu hết các công cụ này đều thuộc quản lý mối tương tác giữa các công cụ an toàn do các đơn vị ban hành và mục đích và ý nghĩa của từng công cụ đóng góp cho mục tiêu của chính sách với lần thế chấp đầu giảm 30% so với lãi suất tham chiếu và lãi suất lần thứ hai cao hơn 10% so với lãi suất tham chiếu. Đối với lĩnh vực bất động sản, Ủy ban điều hành ngân hàng Trung Quốc còn áp dụng công cụ LTI: tỷ lệ LTI thấp hơn 50% được ban hành từ 2004. Ngoài ra, các ngân hàng được yêu cầu đáp ứng tỷ lệ cho vay trên tiền gửi (LTD) dưới 75%, tỷ lệ thanh khoản an toàn 100% vào 2018, tỷ lệ đòn bẩy tối thiểu 4%, tỷ lệ dự trữ tối thiểu để phòng tổn thất tín dụng là 150%, bộ đệm dự phòng bảo toàn vốn 2,5%, bộ

đệm vốn ngược chu kỳ dao động từ 0-2,5% và vốn bổ sung 1% ở các ngân hàng có tầm quan trọng hệ thống. Một công cụ quan trọng nữa của PBOC là tỷ lệ dự trữ bắt buộc với vai trò là công cụ an toàn vĩ mô hơn là công cụ chính sách tiền tệ - công cụ này sẽ được phân tích kỹ hơn ở dưới đây.

Trong bộ công cụ chính sách an toàn vĩ mô đã được áp dụng tại Trung Quốc, đáng lưu ý là **Tỷ lệ Dự trữ bắt buộc (RRR)** và **Giới hạn cho vay trên giá trị tài sản thế chấp (LTV)** là hai công cụ có sự điều chỉnh nhiều nhất kể từ 2008, thể hiện mục tiêu chính sách an toàn vĩ mô ở Trung Quốc tập trung vào quản lý thanh khoản và kiểm soát tín dụng, đặc biệt tín dụng trong lĩnh vực bất động sản.

Đối với tỷ lệ dự trữ bắt buộc, Thống đốc của PBOC đã chỉ ra rằng các thay đổi ở yêu cầu này không nhất thiết là dấu hiệu cho sự nới lỏng hoặc thắt chặt tiền tệ, mà liên quan nhiều hơn tới tính thanh khoản hoặc quản lý an toàn vĩ mô với mục tiêu tác động lên tổng lượng tín dụng hoặc mục đích khác. Cụ thể, trong tháng 9/2003, tháng 7, 8 và 11/2006, việc tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc nhằm kiểm soát tăng trưởng tín dụng ở mức cao. Trong tháng 8, 9, 10 và 12/2007, tháng 1/2008, 6 tháng đầu 2011, tháng 12/2011 và tháng 2/2012, áp dụng tỷ lệ RRR cao hơn đối với các tổ chức có tỷ lệ an toàn vốn (CAR) thấp, nợ xấu cao hoặc tăng trưởng tín dụng cao. Một số lần cắt giảm tỷ lệ này vào tháng 7/2008, tháng 3, 4 và 6/2014 cũng như trong 2015 chỉ áp dụng cho các tổ chức nhất định.

Thị trường nhà đất đóng vai trò quan trọng trong tăng trưởng kinh tế của Trung Quốc, điều này đồng nghĩa với việc giá nhà (trong thời kỳ bùng nổ hoặc đổ vỡ) có thể ảnh hưởng đến sự ổn định và an toàn của cả hệ thống tài chính. Trong bối cảnh thị trường bất động sản Trung Quốc đã trải qua một số giai đoạn biến động thất thường, công cụ LTV đã được sử dụng để phân nào điều chỉnh tín dụng chảy vào thị trường này nhằm ngăn chặn thị trường tăng trưởng quá nóng hoặc trở nên quá ảm đạm. Cụ thể, Chính phủ nước này đã bắt đầu điều chỉnh tăng giới hạn LTV lên 80% đối với các khoản vay thế chấp đầu tiên vào tháng 9/2008 nhằm ngăn chặn sự phát triển nóng của thị trường bất động sản. Đến tháng 4/2010, LTV giảm xuống 70% với khoản thế chấp đầu tiên và 50% với khoản thế chấp thứ hai, song lãi suất cho vay ở khoản thứ hai tăng 1,1 lần so với lãi suất chuẩn. Từ tháng 10/2010, CBRC khuyến cáo các ngân hàng thương mại ngừng cho vay đối với những khoản vay mua nhà ở thứ ba và cảnh báo có thể tăng khoản đặt cọc lên 60% và lãi suất thế chấp gấp 1,5 lần lãi suất cơ bản. Đến tháng 1/2011, hạn mức LTV giảm xuống 40% đối với khoản vay thế chấp thứ hai. Tháng 9/2014, chính quyền nới lỏng các điều khoản thế chấp và tháng 4/2015, giới hạn LTV tăng lên 60% đối với khoản vay thế chấp thứ hai.

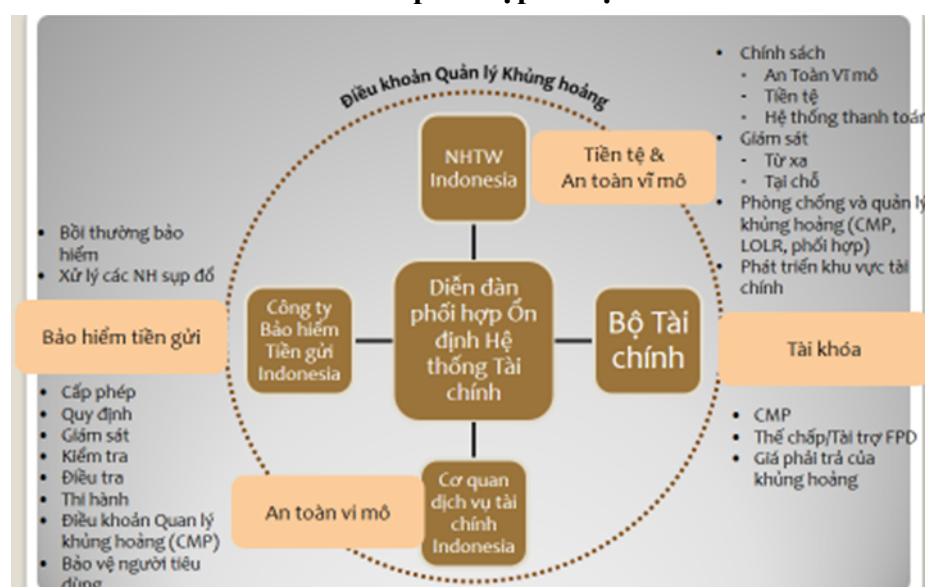
Kinh nghiệm cho thấy việc điều chỉnh tỷ lệ LTV được kết hợp đồng thời với việc điều chỉnh lãi suất cho vay và các yêu cầu về RRR đã giúp PBOC kiểm soát tốt hơn tác động của thị trường bất động sản nhằm duy trì sự ổn định hệ thống tài chính và thị trường nhà ở.

3. Kinh nghiệm của Indonesia

3.1. Khung pháp lý

Luật ngân hàng trung ương năm 1999 quy định rõ Ngân hàng trung ương Indonesia (BI) có trách nhiệm ổn định tài chính, theo đó BI có nhiệm vụ “đạt được và duy trì sự ổn định của đồng Rupiah Indonesia thông qua việc duy trì ổn định tài chính và thúc đẩy ổn định hệ thống tài chính để phát triển kinh tế quốc gia bền vững”. Tiếp đến năm 2003, một khuôn khổ ổn định tài chính được thiết lập để thực hiện nhiệm vụ quy định tại Luật. Năm 2011, chức năng giám sát an toàn vĩ mô được tách ra khỏi BI với việc ban hành Luật cơ quan dịch vụ tài chính Indonesia (Luật OJK 2011), trong đó chỉ rõ BI thực hiện chức năng giám sát an toàn vĩ mô và Cơ quan dịch vụ tài chính (OJK) thực hiện chức năng giám sát an toàn vĩ mô. Vai trò của hai cơ quan này tương tự Vụ Ổn định tiền tệ - tài chính và Cơ quan thanh tra giám sát, ngân hàng trong cơ cấu tổ chức của NHNN Việt Nam. Tại Ngân hàng trung ương Indonesia, chức năng giám sát an toàn vĩ mô được giao cho Khối Ổn định tài chính. Cơ cấu tổ chức của Khối Ổn định tài chính gồm 3 đơn vị: (i) Vụ Chính sách an toàn vĩ mô, (ii) Vụ Giám sát hệ thống tài chính và (iii) Vụ phát triển các doanh nghiệp vi mô vừa và nhỏ (SMEs) và Tiếp cận tài chính. Quy mô của khối khoảng 240 cán bộ với 80 người cho mỗi Vụ. Diễn đàn Phối hợp Ổn định hệ thống tài chính được thiết lập nhằm tạo cơ chế phối hợp giữa các cơ quan giám sát vi mô và vĩ mô (Hình 1) và được quy định tại Luật Cơ quan dịch vụ tài chính năm 2011. Diễn đàn này do Bộ Tài chính chủ trì, có nhiệm vụ giám sát, đánh giá và duy trì sự ổn định của hệ thống tài chính, bao gồm các thành viên là Thống đốc NHTW Indonesia, Chủ tịch của OJK và Chủ tịch của Tập đoàn bảo hiểm tiền gửi (LPS).

Hình 1: Diễn đàn phối hợp ổn định tài chính



Nguồn: NHTW Indonesia

3.2. Công cụ điều hành chính sách an toàn vĩ mô và hiệu lực điều hành chính sách

Cuối năm 2016, NHTW Indonesia đã áp dụng 6 công cụ an toàn vĩ mô: Tỷ lệ Cho vay trên giá trị tài sản thế chấp (Loan-to-value) áp dụng đối với khoản vay mua nhà và khoản vay mua phương tiện đi lại; Tỷ lệ Cho vay trên Tiền gửi (Loan to Deposit Ratio) áp dụng giới hạn

tỷ lệ cho vay trên tiền huy động; Vị thế mở rộng (Net Open Position) nhằm xử lý rủi ro hệ thống liên quan đến chênh lệch ngoại tệ trong ngân hàng do biến động tỷ giá và luồng vốn vào-ra ở Indonesia; Minh bạch Tỷ lệ tín dụng cơ bản (Credit Base Rate Transparency) nhằm giảm thiểu rủi ro tín dụng trong hệ thống ngân hàng bằng việc củng cố sự lành mạnh và môi trường cạnh tranh trong giai đoạn tín dụng tăng trưởng cao và tăng chất lượng quản trị trong lĩnh vực ngân hàng; Bộ đệm vốn ngược chu kỳ (Countercyclical capital buffer) nhằm tăng cường vốn dự phòng trong giai đoạn tăng trưởng nóng để hạn chế, xử lý rủi ro hệ thống; và Bổ sung vốn (capital surcharges) để tăng vốn dự phòng xử lý rủi ro hệ thống. (Bảng 1)

Bảng 1: Công cụ chính sách an toàn vĩ mô của NHTW Indonesia

Công cụ	LTV	LDR	CBRT	NOP	CCB	CS
Mục tiêu	Liên quan đến tín dụng	Liên quan đến tín dụng, thanh khoản	Liên quan đến tín dụng, quản trị	Liên quan đến thanh khoản	Liên quan đến vốn	Liên quan đến vốn
Phương thức áp dụng	Cần điều chỉnh nhiều lần	Nhằm giảm thiểu rủi ro hệ thống	Nhằm giảm thiểu rủi ro hệ thống	Cần điều chỉnh nhiều lần	Nhằm giảm thiểu rủi ro hệ thống	Nhằm giảm thiểu rủi ro hệ thống

Nguồn: NHTW Indonesia

NHTW Indonesia đánh giá hiệu lực của công cụ LTV sau thời gian áp dụng từ 01/2011-08/2014 đối với hệ thống ngân hàng truyền thống và hệ thống ngân hàng hồi giáo. Hiệu quả của công cụ LTV đối với ngân hàng truyền thống và ngân hàng Hồi giáo được đánh giá trong ngắn hạn và dài hạn.

NHTW Indonesia cũng sử dụng CCyB nhằm ngăn ngừa sự tích tụ của rủi ro hệ thống do tăng trưởng tín dụng quá mức và đồng thời để bù đắp tổn thất của ngân hàng. Định kỳ 6 tháng, NHTW sẽ đánh giá thời điểm và mức độ sử dụng CCyB dựa trên một loạt các chỉ số và đánh giá của các chuyên gia theo số liệu quý. Trong đó, chỉ tiêu chênh lệch tín dụng trên GDP sẽ là chỉ số chính. Hiện tại CCyB ở Indonesia vẫn được giữ ở mức 0% sau cuộc họp tháng 5/2017. Các số liệu đánh giá tại thời điểm cuối quý I/2017 cho thấy không có tình trạng tăng trưởng tín dụng quá mức dẫn tới rủi ro hệ thống. Cụ thể, tăng trưởng tín dụng quý I ở mức 9,24% so với cùng kỳ năm trước, phù hợp với mức tăng trưởng kinh tế 5,01% và theo đánh giá của các chuyên gia, chu kỳ tài chính của Inonesia vẫn đang trong giai đoạn thắt chặt. CCyB 0% sẽ không ảnh hưởng tới chức năng trung gian tài chính của các ngân hàng và vì thế không làm ảnh hưởng tới tăng trưởng kinh tế.

4. Kinh nghiệm của Hàn Quốc trong điều hành chính sách an toàn vĩ mô

4.1. Khung pháp lý

Theo Luật sửa đổi của Ngân hàng Hàn Quốc (BOK) tháng 12 năm 2011, sự ổn định về tài chính mới được bổ sung vào các nhiệm vụ của Ngân hàng Hàn Quốc. Sự thay đổi này có ý

ngĩa quan trọng trong việc khẳng định chính sách an toàn vĩ mô như một khu vực chính sách mới ngoài chính sách tiền tệ truyền thống của BOK thông qua luật của Quốc hội. BOK đã thành lập Phòng Phân tích an toàn vĩ mô và tập trung xây dựng một khuôn khổ cho việc giám sát các điều kiện an toàn vĩ mô, là cơ sở để thực hiện chính sách như thông qua Báo cáo về ổn định tài chính (FSR) theo dõi các điều kiện an toàn vĩ mô một cách toàn diện và có hệ thống. Đặc biệt, BOK đã nỗ lực để tăng cường các chức năng của FSR trong việc cung cấp cảnh báo sớm và đưa ra các lựa chọn chính sách. Hơn nữa, BOK cũng đã xây dựng và sử dụng mô hình đánh giá rủi ro hệ thống cho chính sách an toàn vĩ mô (SAMP), một mô hình phân tích định lượng chuẩn có thể giám sát và đánh giá khả năng phục hồi của hệ thống tài chính trong trường hợp phải đối mặt với các cú sốc từ bên ngoài.

BOK thực hiện giám sát an toàn vĩ mô theo quy trình được mô tả dưới đây gồm: (1) Xác định nguồn gốc rủi ro; (2) Nhận diện rủi ro; (3) Đánh giá rủi ro; (4) Cảnh báo rủi ro; và (5) Hành động chính sách.

Hình 2: Quy trình giám sát an toàn vĩ mô của NHTW Hàn Quốc



Nguồn: BOK

BOK sử dụng các chỉ số cảnh báo sớm để hỗ trợ công tác nhận diện rủi ro. Bộ chỉ số cảnh báo sớm được tập hợp thành hai nhóm gồm nhóm các chỉ số dùng để nhận diện rủi ro đối với các định chế tài chính và nhóm các chỉ số nợ phân theo nợ nước ngoài và nợ của hộ gia đình. Cụ thể một số chỉ số cảnh báo sớm thường được sử dụng:

- Nhóm các chỉ số nhận dạng rủi ro đối với định chế tài chính:(i) Đòn bẩy tài chính: chỉ số đòn bẩy (tài sản/vốn chủ sở hữu); chỉ số vốn (vốn pháp định/tài sản tỷ trọng rủi ro); tăng trưởng đòn bẩy (tăng trưởng tài sản- tăng trưởng vốn chủ sở hữu); (ii) Đòn bẩy hệ thống: Tỷ lệ tăng trưởng tín dụng/ tăng trưởng GDP; (iii) Rủi ro thanh khoản: Tỷ lệ cho vay/tiền gửi; tỷ lệ đảm bảo thanh khoản; chỉ số chênh lệch kỳ hạn; (iv) Lợi nhuận thuận chu kỳ: dựa vào chỉ số biên độ lợi nhuận ròng(NIM-net interest margins), lợi nhuận theo giá thị trường(MTM- mark-to-market); (v) Rủi ro tín dụng: xác suất vỡ nợ (PD); (vi) Tổ chức tài chính phi ngân hàng: Thị phần của tín dụng không qua ngân hàng (ngân hàng ngầm).

- Nhóm các chỉ số nợ: (i) Đối với hộ gia đình: chỉ số nợ/thu nhập (DTI); chỉ số vay trên giá trị tài sản (LTV); (ii) Nợ nước ngoài: Tỷ lệ nợ ngắn hạn trên dự trữ ngoại hối; chỉ số nợ nước ngoài trên GDP; chỉ số thanh khoản ngoại tệ.

4.2. Công cụ điều hành chính sách an toàn vĩ mô

Trước khủng hoảng, tính chu kỳ của việc cho vay hộ gia đình và doanh nghiệp chiếm ưu thế và thu hút sự chú ý lớn. Kể từ cuộc khủng hoảng, sự biến động của các dòng chảy về vốn đã tăng lên rất nhiều do việc áp dụng lãi suất bằng không và chính sách nới lỏng định lượng (QE) của các ngân hàng trung ương ở các nền kinh tế phát triển. Để đối phó với những điều kiện này, Hàn Quốc đã phát triển và áp dụng các công cụ chính sách an toàn vĩ mô như tỷ lệ cho vay trên giá trị tài sản thế chấp (LTV) và tỷ lệ cho vay trên thu nhập (DTI), tỷ lệ cấp tín dụng so với vốn huy động (loan-to-deposit ratio) và các công cụ liên quan đến ngoại hối.

Công cụ LTV và DTI:

Bảng 2: Áp dụng công cụ LTV và DTI

Công cụ	Thời gian	Nội dung chính sách
LTV	9/2002	Bắt đầu áp dụng LTV < 60%
	3/2004	Tăng tỷ lệ LTV đối với các khoản vay trả góp từ 60% lên 70%
	7/2009	Giảm tỷ lệ LTV đối với các khoản vay mua bất động sản trong khu vực đô thị Seoul từ 60% xuống 50%
DTI	8/2005	Bắt đầu áp dụng giới hạn tỷ lệ DTI < 40% đối với khoản vay mua nhà đã xây sẵn của đối tượng là người đi vay độc thân tuổi từ 30 trở xuống và người đi vay đã lập gia đình mà vợ/chồng đã có khoản vay
	11/2006	Mở rộng phạm vi áp dụng công cụ DTI đến khoản vay mua nhà các dự án đã xây sẵn ở khu vực nội ô Seoul
	9/2009	Tiếp tục mở rộng phạm vi áp dụng công cụ DTI đến khoản vay mua nhà dự án chưa hoàn thành ở khu vực nội ô Seoul
	8/2010	Tạm dừng áp dụng công cụ DTI đối với khoản vay mua nhà dự án chưa hoàn thành ở khu vực nội ô Seoul

Nguồn: BOK

Quy định về tỷ lệ LTV có những hạn chế trong việc điều chỉnh hành vi chu kỳ do tăng giá nhà đất có thể làm tăng giá trị khoản vay bằng cách đẩy giá trị tài sản thế chấp lên. Do đó, công cụ DTI đã được đưa ra vào tháng 8 năm 2005, như là một bổ sung cho công cụ LTV. Quy định DTI đưa ra một giới hạn về tỷ lệ thanh toán nợ hàng năm trên thu nhập hàng năm của người vay nợ. Các tỷ lệ DTI cũng khác nhau tùy thuộc vào các đặc điểm của khách hàng vay như tình trạng hôn nhân, giá nhà đất, và vị trí của tài sản. Các phương pháp phân biệt dựa trên giá và vị trí nhà ở cũng giống như tỷ lệ LTV, mặc dù tỉ lệ thấp hơn đã được áp dụng cho những người đi vay mà chưa lập gia đình.

Các công cụ ngoại hối

Hàn Quốc phụ thuộc khá lớn vào nước ngoài và có thị trường vốn với độ mở cao, trong khi đồng Won là một đồng tiền không có khả năng dự trữ quốc tế. Trong bối cảnh này, quá nhiều nguồn vốn vào và ra đã khuếch đại ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng ngoại tệ năm 1997 và cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008. Do tính thanh khoản toàn cầu dồi dào gây ra bởi các chính sách tiền tệ phi chính thống được thực hiện bởi các ngân hàng trung ương của các nền kinh tế phát triển ngay sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, áp lực về nguồn vốn đổ vào các nền kinh tế mới nổi bao gồm Hàn Quốc đã tăng lên.

Các biện pháp liên quan đến ngoại hối của Hàn Quốc được thiết kế để giải quyết các yếu tố rủi ro từ cả phía cung và cầu. Áp trần đối với các hợp đồng giao dịch ngoại hối phái sinh của các ngân hàng đã được đưa vào sử dụng vào tháng 10 năm 2010 nhằm hạn chế tăng nợ nước ngoài ngắn hạn, chênh lệch tiền tệ và chênh lệch kỳ hạn là hậu quả của việc bán các hợp đồng kỳ hạn của các công ty. Việc áp trần này ban đầu được thiết lập ở mức 250% vốn đối với các chi nhánh ngân hàng nước ngoài và 50% đối với các ngân hàng trong nước và sau đó được thắt chặt tới lần lượt là 200% và 40% vào tháng 7 năm 2011 và thêm 150% và 30% vào tháng 1/2013.

Tỷ lệ cấp tín dụng so với nguồn vốn huy động

Tỷ lệ cấp tín dụng so với nguồn vốn huy động đã được đưa ra vào tháng 12 năm 2009 nhằm cải thiện tình trạng thanh khoản của các ngân hàng trong nước và ngăn chặn sự cạnh tranh của các ngân hàng để mở rộng quy mô tài sản thông qua việc phụ thuộc vào vốn nóng. Quy định này cũng có thể được coi là có tác động làm giảm tính chu kỳ của hành vi cho vay của các ngân hàng và sự liên kết giữa các tổ chức tài chính. Tỷ lệ cấp tín dụng so với nguồn vốn huy động giới hạn tỷ lệ của các khoản cho vay bằng đồng won của ngân hàng trên các khoản tiền gửi bằng đồng won (không bao gồm chứng chỉ tiền gửi - CDs) trong phạm vi 100%. Kể từ khi tỷ lệ này được công bố, tỷ lệ cấp tín dụng so với nguồn vốn huy động bình quân của các ngân hàng trong nước đã giảm liên tục, bắt đầu giảm xuống dưới 100% kể từ tháng 10 năm 2011 và đạt 96,9% vào cuối tháng 6 năm 2013.

Kể từ khi ban hành công cụ này, các khoản vốn nóng của ngân hàng (CDs + các hợp đồng mua lại + trái phiếu ngân hàng,...) đã giảm mạnh trong khi tiền gửi đã tăng lên. Điều này có nghĩa là quy định này đã làm giảm sự kết nối giữa các tổ chức tài chính, với điều kiện nguồn vốn nóng của các ngân hàng bao gồm các khoản nợ chủ yếu từ các tổ chức tài chính khác. Việc giảm tỷ lệ vốn nóng, với mức lãi suất cao hơn mức tiền gửi có thể làm chậm sự lây lan của khủng hoảng trong thời gian bất ổn tài chính.

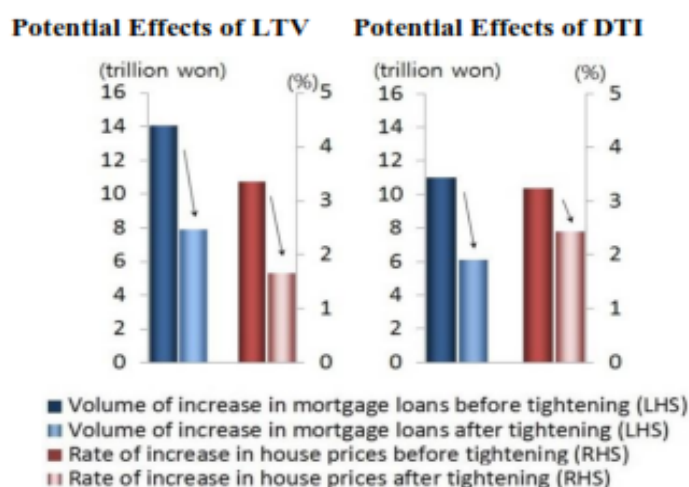
Hoạt động cho vay của ngân hàng là một khu vực điển hình nơi mà những hoạt động mang tính chu kỳ thường xảy ra. Đặc biệt trong thời kỳ bùng nổ kinh tế, khi cầu đối với các khoản vay cao, khả năng huy động vốn của các ngân hàng để đáp ứng nhu cầu này là yếu tố chính quyết định tính chu kỳ của việc cho vay. Trên thực tế, trong vài năm trước cuộc khủng hoảng tài chính, các ngân hàng nội địa ở Hàn Quốc đã có thể đáp ứng được nhu cầu đối với các khoản vay bằng các nguồn vốn nóng. Tỷ lệ cấp tín dụng so với nguồn vốn huy động được

đánh giá có hiệu quả trong việc hạn chế tính chu kỳ của hoạt động cho vay ngân hàng bằng cách giảm sự phụ thuộc của ngân hàng vào vốn nóng.

4.3. Hiệu lực điều hành chính sách giám sát an toàn vĩ mô

Thực tế cho thấy việc thắt chặt công cụ LTV hoặc DTI có tác động làm giảm đáng kể tốc độ tăng giá nhà và tốc độ tăng tín dụng vào cho vay thế chấp bất động sản. Cụ thể, tốc độ tăng giá nhà giảm bình quân 1,7 điểm phần trăm sau khi thắt chặt công cụ LTV và giảm 0,8 điểm phần trăm sau khi thắt chặt công cụ DTI. Tương tự, khối lượng khoản vay thế chấp bất động sản giảm 43,9% (tương đương 6,2 nghìn tỷ Won) sau khi thắt chặt công cụ LTV và giảm 44,4% (tương đương 4,9 nghìn tỷ Won) sau khi thắt chặt công cụ DTI.

Hình 3: Tác động của công cụ LTV và DTI



Nguồn: BOK

Như vậy, có thể thấy việc áp dụng công cụ LTV và DTI có tác dụng kìm hãm giá nhà và khối lượng tín dụng thế chấp bất động sản. Kết quả phân tích mô hình định lượng dựa trên dữ liệu từ Q1/2003 đến Q2/2012 cho thấy nếu không áp dụng công cụ an toàn vĩ mô trong giai đoạn này giá nhà sẽ tăng 75% và khối lượng tín dụng thế chấp bất động sản sẽ tăng 137% so với giá trị thực tế tại Q2/2012.

Dù có những hiệu quả tích cực từ việc áp dụng công cụ LTV và DTI, một số hệ quả không mong muốn cũng có thể xảy ra. Thứ nhất, những công cụ này chỉ áp dụng đối với khu vực ngân hàng nên ở giai đoạn mới áp dụng sẽ làm dịch chuyển nhu cầu tín dụng sang các tổ chức tài chính phi ngân hàng. Ngoài ra, nguồn cung tín dụng có thể dịch chuyển sang khu vực hộ gia đình hoặc bất động sản thương mại, là các lĩnh vực không bị áp dụng LTV và DTI.

Về mặt hiệu quả, có thể thấy rằng các công cụ ngoại hối đã góp phần giảm bớt sự dễ bị tổn thương của thị trường ngoại hối bằng cách giảm các khoản vay nước ngoài của ngân hàng và cải thiện cơ cấu kỳ hạn. Trong những năm đầu tiên triển khai, áp trần đối với các hợp đồng giao dịch ngoại hối phái sinh và khoản thu thuế ổn định an toàn vĩ mô đối với các khoản vay nợ bằng ngoại tệ giảm các khoản vay nước ngoài ngắn hạn của các ngân hàng lần lượt là 0,5% -0,6% và 0,2-0,3% GDP hàng năm. Áp trần đối với các hợp đồng giao dịch ngoại hối phái sinh đã góp phần làm giảm sự chênh lệch về tiền tệ và kỳ hạn bằng cách kiềm chế đòn bẩy

liên quan đến phái sinh ngoại hối, trong khi Phí Ổn định An toàn vĩ mô (Macroprudential Stability Levy) cũng tạo ra hiệu quả tương tự bằng cách giảm biên lợi nhuận và đẩy chi phí tài chính ngoại hối.

Tỷ lệ cấp tín dụng so với nguồn vốn huy động góp phần giải quyết rủi ro hệ thống, nhưng những hậu quả ngoài ý muốn cũng có thể được tạo ra trong quá trình này. Quy định này có thể làm suy yếu chức năng trung gian của các ngân hàng vì nó trực tiếp hạn chế số tiền cho vay và tiền gửi.

5. Điều hành chính sách an toàn vĩ mô tại Việt Nam và một vài gợi mở cho Việt Nam

5.1. Hiện trạng điều hành chính sách an toàn vĩ mô tại Việt Nam

Tại Việt Nam, theo đánh giá của Chương trình FSAP năm 2012, chưa có khuôn khổ pháp lý cho các chính sách an toàn vĩ mô, chưa có bộ công cụ chính sách an toàn vĩ mô và việc phối hợp giữa các cơ quan giám sát của Việt Nam còn rất hạn chế. Hơn nữa, các lĩnh vực doanh nghiệp, hộ gia đình, bất động sản có ảnh hưởng và tác động lớn đến sự ổn định của khu vực tài chính thì đều chưa được đánh giá đầy đủ do thiếu thông tin và số liệu cần thiết. Nghị định 156/2013/NĐ-CP ngày 11/11/2013 về chức năng, nhiệm vụ, cơ cấu tổ chức của NHNN, nay được thay thế bằng Nghị định 16/2017/NĐ-CP ngày 17/02/2017 đã giao Ngân hàng Nhà nước (NHNN) thực hiện nhiệm vụ ổn định hệ thống tiền tệ, tài chính thông qua xây dựng chính sách đảm bảo ổn định hệ thống tiền tệ, tài chính và thực hiện các biện pháp ngăn ngừa rủi ro có tính hệ thống trong lĩnh vực tiền tệ, tài chính. NHNN đã ban hành Quyết định số 2563/QĐ-NHNN ngày 31/12/2016 về Quy chế giám sát rủi ro hệ thống, qua đó chuẩn hóa các bước giám sát rủi ro hệ thống từ theo dõi, nhận diện rủi ro đến đánh giá và đưa ra các cảnh báo, khuyến nghị.

Mặc dù Việt Nam chưa chính thức ban hành công cụ chính sách an toàn vĩ mô, song nhìn lại thời gian qua có thể thấy NHNN đã áp dụng một số công cụ được coi là an toàn vĩ mô như trần tăng trưởng tín dụng được áp dụng trong năm 2011, 2012; Giới hạn tín dụng đối với lĩnh vực không khuyến khích (lĩnh vực có mức độ rủi ro cao); Tăng hệ số rủi ro đối với cho vay chứng khoán và bất động sản; Giới hạn cho vay ngoại tệ; Trạng thái ngoại tệ mở; Giới hạn tỷ lệ cấp tín dụng trên tổng số vốn huy động.

IMF (tháng 3/2017) đã đưa ra một số đánh giá về tăng trưởng tín dụng và phân bổ tín dụng tại Việt Nam. Tăng trưởng tín dụng nhanh có thể tạo ra những rủi ro mới cho khu vực ngân hàng. Tín dụng tăng nhanh trong hai năm qua dẫn đến chỉ số chênh lệch tín dụng trên GDP tăng. Mức độ tập trung tín dụng đang ở mức cao và chất lượng của các khoản tín dụng mới là vấn đề cần quan tâm. IMF nhận định việc NHNN điều chỉnh chính sách nhằm thắt chặt hệ số rủi ro của các khoản cho vay bất động sản và thắt chặt các chỉ số an toàn về chênh lệch tài sản có và nợ là phù hợp. Hệ số rủi ro đối với các khoản vay liên quan đến bất động sản được điều chỉnh tăng từ 150% lên 200% (áp dụng từ tháng 1/2017), có thể tác động làm giảm tăng trưởng tín dụng vào bất động sản, tuy nhiên, IMF cho rằng NHNN cần cân nhắc áp dụng công cụ an toàn vĩ mô khác là LTV để kiềm hãm tăng trưởng tín dụng bất động sản và hạn chế vay đầu cơ bất động sản.

5.2. Một vài gợi mở cho Việt Nam

Một là, kinh nghiệm các nước cho thấy nguy cơ rủi ro hệ thống thường bắt nguồn từ khu vực bất động sản và công cụ LTV là lựa chọn phổ biến để xử lý rủi ro này. Cụ thể, ở các quốc gia nghiên cứu, quá trình giám sát an toàn vĩ mô đều cho thấy nguy cơ rủi ro do giá nhà ở, bất động sản tăng quá mức và các quốc gia đã áp dụng công cụ LTV hoặc LTI để xử lý rủi ro hệ thống xuất phát từ thị trường này. Trên thực tế, tỷ lệ cho vay trên tài sản đảm bảo của các ngân hàng phụ thuộc vào công tác thẩm định và đánh giá của từng ngân hàng. Các ngân hàng thậm chí có thể cho vay quá 100% giá trị tài sản đảm bảo, có thể tiềm ẩn rủi ro với tín dụng cho khu vực bất động sản. Thêm vào đó, IMF cũng có khuyến nghị áp dụng công cụ an toàn vĩ mô khác là LTV để kìm hãm tăng trưởng tín dụng bất động sản và hạn chế vay đầu cơ bất động sản nêu trên. Do vậy, việc nghiên cứu áp dụng công cụ LTV là cần thiết. Thông tư 41/2017/TT-NHNN quy định tỷ lệ an toàn vốn đối với ngân hàng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài mới chỉ quy định về tỷ lệ LTV theo mức thu nhập, tuy nhiên hiệu lực của văn bản vào đầu tháng 1/2020.

Bên cạnh đó, một hệ thống dữ liệu đảm bảo cả về lượng và chất sẽ là điều kiện cần cho công tác nhận diện và kích ứng công cụ chính sách ATVM. Hiện nay, số liệu về giá nhà, bất động sản còn chưa được thu thập đầy đủ, hiện mới có chỉ số giá nhà trên hai thị trường lớn là Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh, những chỉ số này chưa phản ánh được đầy đủ bức tranh toàn cảnh thị trường nhà ở và bất động sản của thị trường Việt Nam; Do vậy, cần phải từng bước xây dựng được hệ thống số liệu đầy đủ, cập nhật thường xuyên phục vụ công tác quản lý, theo dõi và phân tích diễn biến thị trường, làm căn cứ cho những đánh giá và áp dụng thực thi công cụ LTV và điều chỉnh phù hợp nhằm phòng ngừa và giảm thiểu rủi ro của bong bóng giá bất động sản.

Hai là, theo đánh giá của IMF, tín dụng tại Việt Nam tăng nhanh trong hai năm qua dẫn đến chỉ số chênh lệch tín dụng trên GDP tăng và việc tăng trưởng tín dụng nhanh có thể tạo ra những rủi ro mới cho khu vực ngân hàng. Theo kinh nghiệm các nước, công cụ CCB cũng là một lựa chọn để giải quyết mức tăng trưởng tín dụng quá mức. Mặc dù Việt Nam đang trong quá trình triển khai thực hiện Basel II và dự kiến áp dụng đối với tất cả các ngân hàng trong năm 2020, tuy nhiên việc nghiên cứu công cụ CCB cần được bắt tay ngay, cụ thể về phương pháp tính toán, thời điểm nới lỏng hoặc thắt chặt cũng như số liệu cần thiết cho hình thành các chỉ số cảnh báo... và xây dựng lộ trình triển khai, áp dụng công cụ này.

Ba là, ngoài các công cụ nêu trên, NHNN cần sớm nghiên cứu bộ công cụ chính sách an toàn vĩ mô để có thể phòng ngừa và hạn chế rủi ro hệ thống tài chính, từ đó xây dựng lộ trình chuẩn bị và triển khai thực hiện các công cụ ATVM.

Cuối cùng, NHNN cần (i) tiếp tục xây dựng và hoàn thiện khuôn khổ phân tích về ổn định tài chính, an toàn vĩ mô thông qua xây dựng hệ thống cơ sở dữ liệu, các chỉ số an toàn vĩ mô, hệ thống các chỉ số dẫn báo rủi ro hệ thống, hệ thống các chỉ số kích ứng chính sách an toàn vĩ mô, các mô hình đánh giá rủi ro hệ thống, phương pháp phân tích tính dễ bị tổn thương của các khu vực nền kinh tế...; (ii) Xây dựng và hoàn thiện khung pháp lý cho hoạt

động ổn định tiền tệ- tài chính, an toàn vĩ mô nhằm từng bước khẳng định và nâng cao vai trò, trách nhiệm của NHNN trong thực hiện vai trò cơ quan đầu mối quản lý nhà nước về đánh giá và giám sát an toàn vĩ mô đối với hệ thống tài chính. Xây dựng các văn bản quy định, hướng dẫn liên quan công cụ điều hành an toàn vĩ mô, chẳng hạn như xây dựng các công cụ an toàn vĩ mô nhằm ngăn ngừa rủi ro mang tính hệ thống, giảm thiểu tác động tiêu cực đến tổng thể nền kinh tế và các khu vực khác kinh tế; các văn bản hướng dẫn về thực thi chính sách an toàn vĩ mô và công cụ chính sách an toàn vĩ mô; và (iii) Bên cạnh đó, tăng cường và nâng cao hiệu quả công tác phối hợp, điều phối, chia sẻ thông tin, dữ liệu về ổn định tài chính, an toàn vĩ mô trong nội ngành và liên ngành; và với các tổ chức song phương và đa phương.

Tài liệu tham khảo

- [1] IMF-FSB-BIS (2016), Elements of Effective Macroprudential Policies: Lessons from International Experience.
- [2] Bank of Indonesia (2014), Financial Stability Review, Vol. 22, March 2014.
- [3] Bank of England (2009), “The role of macroprudential policy,” Bank of England Discussion Paper, November.
- [4] Bank of England, “Instruments of Macroprudential Policy,” Bank of England Discussion Paper, December.
- [5] Borio, C and M Drehmann (2009), “Towards an operational framework for financial stability: ‘fuzzy’ measurement and its consequences,” BIS Working Papers, no 284, June
- Clement (2010), The term “macroprudential”: origins and evolution, BIS Quarterly Review, March 2010.
- [6] Claessens, S (2014), “An Overview of Macroprudential Policy Tools,” IMF Working Paper WP/14/214.
- [7] Kim. Choongsoo (2014). Macroprudential Policies in Korea: Key measures and experiences. Financial Stability Review, No. 18, April 2014. Banque de France.
- [8] Tô Ngọc Hưng (2014), Ngân hàng Nhà nước Việt Nam với chính sách giám sát an toàn vĩ mô.
- [9] Bùi Quang Tín (2015), Thực trạng hoạt động giám sát an toàn tài chính vĩ mô tại Việt nam thời gian qua,
- [10] <http://cafef.vn/tai-chinh-ngan-hang/thuc-trang-hoat-dong-giam-sat-an-toan-tai-chinh-vi-mo-tai-viet-nam-thoi-gian-qua-201501010918211174.chn>
- [11] Hà Huy Tuấn (2013), Giải pháp nào cho vấn đề giám sát an toàn vĩ mô thị trường tài chính tại Việt Nam?,
- [12] <http://www.tapchitaichinh.vn/Trao-doi-Binh-luan/Giai-phap-nao-cho-van-de-giam-sat-an-toan-vi-mo-thi-truong-tai-chinh-tai-Viet-Nam/32808.tctc>
- [13] Do Quoc Tho Nguyen (2012), Implementing Macroprudential Polciy: the case of Vietnam, IMF conference.

- [14] European Central Bank, (2016), Financial Stability Review, June 2016.
- [15] FSB, IMF and BIS (2011), Macroprudential Tools and Frameworks, Update to G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors.
- [16] IMF (2011), Macroprudential Policy: An Organizing Framework.
- [17] IMF (2013), Interaction of Monetary and Macroprudential Policies.
- [18] IMF (2014), Staff guidance note on macroprudential policy.
- [19] Longworth (2011), Remarks on macroprudential policy frameworks, BIS Paper No 60, December 2011.
- [20] SEACEN (2012), Framework for Macro-prudential Policies for Emerging Economies in a Globalized Environment.
- [21] World Bank (2014), Macroprudential Policy Framework: A Practice Guide, The World Bank, Washington DC.
- [22] IMF, các chính sách an toàn vĩ mô hiệu quả ra sao ở Trung Quốc, Bing Wang và Tao Sun;
- [23] IMF, Các mối liên kết tài chính và Gợi ý đối với sự Phối hợp liên ngành, Min Liao, Tao Sun và Jinfan Zhang;
- [24] Giám sát an toàn đối với ngành ngân hàng, Ran LIN, NHTW Trung Quốc, Vụ Quốc tế. 26/6/2012 Geneva;
- [25] FSB (2015), Peer review of China.

CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ HẬU KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH

ThS. Nguyễn Đức Long

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Tóm tắt

Khủng hoảng tài chính toàn cầu xuất phát từ Mỹ từ giữa năm 2007 đã ảnh hưởng nghiêm trọng đến hệ thống tài chính của Mỹ và Châu Âu, đồng thời gây nên suy thoái kinh tế toàn cầu. Bên cạnh những tác động tiêu cực đối với các hoạt động kinh tế, khủng hoảng tài chính và cuộc đại suy thoái cũng gây nên một cú sốc đối với cơ chế cũng như khuôn khổ chính sách tiền tệ (CSTT) trên thế giới. Bài viết trình bày các công cụ CSTT phi truyền thống như “định hướng chính sách trước” và “nới lỏng định lượng”, hiệu quả và tác động của chính sách này tới các nền kinh tế đang phát triển, trên cơ sở đó bài viết có một vài khuyến nghị đối với chính sách tiền tệ của Việt Nam.

Từ khóa: *chính sách tiền tệ, chính sách tiền tệ phi truyền thống, khủng hoảng tài chính toàn cầu, ngân hàng Trung Ương, Ngân hàng Nhà nước, định hướng mục tiêu, nới lỏng định lượng, thanh khoản.*

MONETARY POLICY AFTER THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS

Nguyen Duc Long M.Econ

State Bank of Vietnam

Abstract

The global financial crisis deriving from the US since mid-2007 has severely affected to the US and Europe's financial systems, and triggered a global recession. In addition to the negative impacts on economic activities, the financial crisis and great depression also caused a shock to the financial management mechanisms together with the monetary policy frameworks over the world. This paper presents non-traditional monetary policy instruments including the “forward guidance” and the “quantitative easing” as well as assesses the effects and impacts of these policies on developing economies. Based on that, the paper makes several recommendations for effective monetary policy in Vietnam.

Keywords: *monetary policy, non-traditional monetary policy, global financial crisis, central bank, State Bank of Vietnam, forward guidance, quantitative easing, zero lower bound, liquidity,*

1. Giới thiệu

Khủng hoảng tài chính toàn cầu xuất phát từ Mỹ giữa năm 2007 đã ảnh hưởng nghiêm trọng đến hệ thống tài chính của Mỹ và Châu Âu, đồng thời gây nên suy thoái kinh tế toàn cầu. Bên cạnh những tác động tiêu cực đối với các hoạt động kinh tế, khủng hoảng tài chính và cuộc đại suy thoái cũng gây nên một cú sốc đối với cơ chế cũng như khuôn khổ chính sách tiền tệ (CSTT) trên thế giới, đặc biệt là ở các nền kinh tế phát triển. Thứ nhất, với việc CSTT truyền thống mất đi tính hiệu quả vốn có, các ngân hàng trung ương, đặc biệt là Cục dự trữ liên bang Mỹ (Fed), đã chuyển sang sử dụng các CSTT phi truyền thống một cách nhanh chóng và kịp thời. Các CSTT phi truyền thống đã đạt được mục tiêu nới lỏng tiền tệ nhằm hỗ trợ cho hoạt động kinh tế cũng như thị trường lao động Mỹ. Bên cạnh đó, cũng tồn tại những rủi ro và bất trắc đi kèm với CSTT phi truyền thống cũng như với viễn cảnh CSTT nói chung trong môi trường kinh tế vĩ mô hậu khủng hoảng (tăng trưởng chậm lại so với giai đoạn trước, lạm phát duy trì thấp ở các nền kinh tế phát triển, cộng với xu hướng giảm trong dài hạn của lãi suất). Thứ hai, đối với các nền kinh tế đang phát triển (EMEs), việc điều hành CSTT cũng bị ảnh hưởng không nhỏ bởi cú sốc kinh tế tiêu cực đến từ suy thoái toàn cầu cũng như “hiệu ứng tràn” (spillover effects) đến từ CSTT nới lỏng của các nền kinh tế phát triển. Tuy nhiên, quá trình áp dụng CSTT phi truyền thống tại các quốc gia phát triển cũng cung cấp cho các quốc gia đang phát triển những kinh nghiệm và bài học quan trọng đối với việc thực thi và xây dựng CSTT. Điều này đặc biệt quan trọng đối với Việt Nam khi Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đang tiếp tục quá trình hoàn thiện và hiện đại hóa CSTT.

Theo đó, trong phần đầu của bài viết, tác giả sẽ trình bày về CSTT truyền thống (hạn chế của nó tại các nền kinh tế phát triển) và CSTT phi truyền thống (sự cần thiết và tính hiệu quả của các chính sách này) ở các quốc gia đang phát triển, đặc biệt là Mỹ. Đồng thời, phần này cũng đề cập đến những thử thách đối với CSTT của Fed trong thời gian tới. Phần tiếp theo của bài viết bàn về những tác động của CSTT phi truyền thống đến EMEs. Cuối cùng, bài viết có một vài khuyến nghị đối với chính sách tiền tệ của Việt Nam.

2. Chính sách tiền tệ phi truyền thống

Hạn chế của CSTT truyền thống tại các nền kinh tế phát triển

Năm 2008, nền kinh tế Mỹ phải đối mặt với cuộc khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế tồi tệ nhất kể từ cuộc Đại khủng hoảng những năm 1930. Nền kinh tế ở trạng thái rơi tự do với tỷ lệ thất nghiệp tăng cao (sản lượng GDP thực tế quý 4 năm 2008 của Mỹ giảm 8,9%) (Williams, 2012). Trong cuộc họp Ủy ban thị trường mở liên bang FOMC vào tháng 12/2008, Ủy ban FOMC đã giảm mức lãi suất liên bang (federal funds rate) xuống mức gần như bằng không. Trong giai đoạn bình thường, CSTT truyền thống hoạt động chủ yếu bằng việc điều chỉnh mức lãi suất chính sách, qua đó gây ảnh hưởng đến hoạt động kinh tế và lạm phát. Khi muốn kích thích nền kinh tế, Ngân hàng trung ương (NHTW) hạ lãi suất chính sách. Kênh truyền tải CSTT sẽ tạo áp lực giảm các loại lãi suất khác trong nền kinh tế, qua đó kích thích hoạt động đầu tư và tiêu dùng. Tiếp theo, sự gia tăng tổng cầu khiến các doanh nghiệp gia tăng sản xuất và thuê thêm lao động, thúc đẩy hoạt động kinh tế hơn nữa. Khi muốn kìm

hãm tăng trưởng nóng và giảm áp lực lạm phát, NHTW nâng lãi suất chính sách và kênh truyền tải CSTT sẽ hoạt động theo chiều ngược lại. Tại thời điểm cuộc đại suy thoái xảy ra, các mô hình kinh tế yêu cầu mức lãi suất liên bang được điều chỉnh xuống sâu dưới mức không; tuy nhiên, tồn tại lý do cho việc khó có thể điều chỉnh mức lãi suất danh nghĩa xuống dưới mức không (còn gọi là “giới hạn thấp hơn không” của lãi suất danh nghĩa – ZLB).¹ Theo đó, các nhà thực thi CSTT đã phải đối mặt với một thách thức lớn bao gồm hai yếu tố: một là cuộc suy thoái kinh tế đòi hỏi thực thi CSTT mở rộng và hai là điều kiện ZLB khiến cho việc thực thi CSTT mở rộng trở nên khó khăn. Fed đã phải vận dụng những CSTT phi truyền thống. Trong bài viết này, tác giả tập trung vào hai công cụ phi truyền thống là chính sách định hướng trước (FG) và chính sách nới lỏng định lượng (QE).²

Chính sách định hướng trước

Tồn tại một sự đồng thuận trong kinh tế học đó là các thành phần của tổng cầu, như đầu tư hay tiêu dùng, chỉ nhạy cảm với sự thay đổi của lãi suất dài hạn (chứ không phải lãi suất ngắn hạn). Tuy nhiên, chính sách tiền tệ lại có ảnh hưởng trực tiếp và lớn nhất đối với lãi suất ngắn hạn. Ví dụ, lãi suất dự trữ liên bang Mỹ là lãi suất qua đêm; ngược lại, chính sách tiền tệ có tác động tương đối khiêm tốn một cách trực tiếp đối với lãi suất dài hạn. Tóm lại, thành phần nhạy cảm với lãi suất của tổng cầu chủ yếu phản ứng với lãi suất thực tế dài hạn; trong khi đó, ngân hàng trung ương chỉ kiểm soát lãi suất danh nghĩa ngắn hạn. Do đó, mục tiêu của CSTT là làm mượt các chu kỳ kinh tế vĩ mô (cụ thể là giá cả và sản lượng) bằng cách điều tiết kỳ vọng về chính sách bởi vì giá cả của các tài sản tài chính kỳ hạn dài (như trái phiếu, cổ phiếu, hay tài sản thế chấp) phụ thuộc vào cả lộ trình chính sách trong tương lai. Trong điều kiện bình thường, bằng cách cắt giảm mức lãi suất qua đêm, Fed có thể điều tiết kỳ vọng về các mức lãi suất qua đêm trong tương lai, qua đó gây tác động lên lãi suất dài hạn.³ Trong điều kiện ZLB, công cụ FG được thiết kế nhằm cải thiện khả năng của Fed trong việc tác động đến mức lãi suất dài hạn bằng cách truyền thông với thị trường về CSTT *trong tương lai*. Nói cách khác, FG là sử dụng truyền thông về hành động của NHTW trong tương lai để tác động đến hành vi của các cá thể kinh tế trong thời điểm hiện tại. Công cụ định hướng chính sách trước được xây dựng trên nền tảng của *việc quản lý kỳ vọng thị trường về lộ trình CSTT*, theo đó, thể hiện là một công cụ có tiềm năng giải quyết được ZLB bằng cách neo kỳ vọng thị trường về CSTT tương lai, điều chỉnh hạ thấp lãi suất trong dài hạn. Nếu NHTW có thể thuyết phục được thị trường ***một cách có uy tín*** rằng họ sẽ duy trì CSTT mở rộng (lãi suất ở mức thấp) trong thời gian dài hơn yêu cầu (nghĩa là cho phép nền kinh tế tăng trưởng ở mức cao hơn và lạm phát ở mức cao hơn mục tiêu trong tương lai so với các điều kiện thông thường), thị trường sẽ có động lực để đầu tư và tiêu dùng trong hiện tại.

Tuy nhiên, như mô tả bên trên, chính sách định hướng trước gặp phải vấn đề “thiếu nhất quán theo thời gian” (time inconsistency problem). Theo Williams (2011), chính sách định hướng trước tối ưu không nhất quán về mặt thời gian. Do đến thời điểm trong tương lai

¹ Zero lower bound.

² Forward guidance; Quantitative easing.

³ Theo lý thuyết kỳ vọng, lãi suất dài hạn là bình quân của các lãi suất ngắn hạn kỳ vọng trong tương lai.

khi NHTW cần giữ cam kết duy trì CSTT mở rộng khi điều kiện kinh tế vĩ mô đã ổn định (đồng nghĩa với việc cho phép lạm phát ở cao hơn mục tiêu trong một giai đoạn nhất định), phương án tối ưu cho NHTW là phá bỏ cam kết và thực thi CSTT thu hẹp. Theo đó, nếu thị trường dự kiến vấn đề “thiếu nhất quán theo thời gian” này, mọi cam kết trước (cũng như chính sách FG) của NHTW sẽ không có hiệu lực (Kydland và Prescott, 1977). Bên cạnh đó, Reifschneider và Robert (2006) chỉ ra rằng một thử thách khác đối với FG là khi thị trường có các kỳ vọng không đồng đều về lộ trình CSTT trong tương lai. Do sự thiết yếu của kênh kỳ vọng đối với tính hiệu quả của FG, nếu thị trường thiếu sự hiểu biết về lộ trình CSTT hay tồn tại sự mất cân xứng về hiểu biết của thị trường, FG sẽ không hiệu quả. Hơn nữa, lộ trình CSTT phụ thuộc vào nhiều yếu tố và luôn luôn tồn tại sự khó đoán định (bất trắc), khiến cho việc truyền tải quan điểm CSTT của NHTW trở nên khó khăn hơn nhiều.⁴ Tóm lại, để thực thi FG một cách hiệu quả, cũng như đối với các công cụ CSTT khác, cần hai yếu tố: (i) uy tín của NHTW và (ii) tính hiệu quả trong truyền thông về quan điểm CSTT của NHTW (minh bạch).

Trên thực tế, FG được thực thi bởi Fed sau khủng hoảng có tác động đáng kể đến giá cả tài sản, lãi suất dài hạn, và hoạt động của nền kinh tế (Williams, 2011). Với kết quả đó, Fed đã xem định hướng trước như một thành phần trong gói công cụ CSTT khả năng sẽ được sử dụng một cách thường xuyên và hiệu quả trong thời gian tới (đặc biệt là trong việc chống lại các ảnh hưởng tiêu cực trong điều kiện ZLB và lạm phát trì trệ) (Yellen, 2016).⁵

Chính sách nói lỏng định lượng

Một công cụ CSTT phi truyền thống khác được vận dụng bởi các NHTW (Fed, Ngân hàng trung ương Châu Âu ECB, và Ngân hàng trung ương Nhật Bản BOJ) là chính sách nói lỏng định lượng QE hay còn gọi là “mua tài sản ở quy mô lớn” (LSAPs).⁶ QE hay LSAPs là một công cụ CSTT mà qua đó NHTW mua các loại chứng khoán trên thị trường bằng cách gia tăng dự trữ NHTW. Cụ thể trong trường hợp của Mỹ, Fed đã mua số lượng lớn trái phiếu Bộ tài chính và các loại chứng khoán liên quan đến tài sản thế chấp. Tương tự như FG, QE cũng được xây dựng và thực thi nhằm mục đích nói lỏng CSTT trong điều kiện ZLB bằng cách giảm lãi suất dài hạn và tăng giá trị các tài sản tài chính trong hiện tại (qua đó, nói lỏng điều kiện tài chính và tín dụng). Theo các nghiên cứu, QE tác động đến lợi tức trái phiếu (lãi suất dài hạn) và điều kiện tài chính thông qua nhiều kênh truyền dẫn khác nhau (xem Krishnamurthy và Jorgensen, 2011). Trong bài viết này, tác giả nhấn mạnh hai kênh truyền tải chính là kênh tín hiệu và kênh cân đối danh mục.⁷ Thứ nhất, kênh truyền tải tín hiệu của QE hoạt động dựa trên quan điểm cho rằng hành động mua tài sản ở quy mô lớn của Fed phản ánh *cam kết* và *quyết tâm* của Fed đối với mục tiêu nói lỏng tiền tệ (đặc biệt là giữ lãi suất dài hạn ở mức thấp). Theo đó, thông qua kênh tín hiệu, QE ảnh hưởng đến kỳ vọng thị trường về

⁴ Tham khảo Yellen (2017).

⁵ Một dạng của FG là định hướng chính sách không đi kèm với cam kết được Fed áp dụng thường xuyên thời gian gần đây như biểu đồ chấm (dot-plot) và Báo cáo tóm tắt dự kiến tình hình kinh tế SEP của FOMC.

⁶ Large-scale asset purchases.

⁷ Bên cạnh hai kênh truyền tải này, QE còn có thể tác động đến hoạt động kinh tế qua kênh tài khóa. Lãi suất thấp làm giảm chi phí vay nợ của chính phủ, qua đó làm giảm lượng thuế kỳ vọng trong tương lai. Theo đó, các cá thể kinh tế sẽ gia tăng tiêu dùng và đầu tư trong hiện tại.

mức lãi suất ngắn hạn trong tương lai, qua đó ảnh hưởng đến mức lãi suất dài hạn. Như vậy, kênh tín hiệu của QE có tác dụng củng cố tính hiệu quả của công cụ FG.⁸ Thứ hai, kênh cân đối danh mục tài sản của QE hoạt động dựa trên nền tảng lý thuyết về phân bù kỳ hạn và phân bù rủi ro trong cấu trúc lãi suất hay lý thuyết về “thói quen ưa thích” (preferred habitat) cho rằng các nhà đầu tư có thói quen không đồng nhất có sự ưa thích khác nhau với các dòng sản phẩm tài chính khác nhau (tương tự như lý thuyết về thị trường phân khúc). Cụ thể, tiền đề của QE là quan điểm cho rằng các loại chứng khoán (các tài sản tài chính) là các sản phẩm thay thế nhau, tuy nhiên, không hoàn hảo. Nhà đầu tư có xu hướng lựa chọn các chứng khoán rủi ro thấp hơn, cũng như kỳ hạn ngắn hơn (bởi rủi ro về lạm phát, lãi suất, và thanh khoản thấp hơn). Chi phí biên của việc nắm giữ trái phiếu có kỳ hạn lớn (so sánh với việc nắm giữ trái phiếu có kỳ hạn ngắn) là những rủi ro này. Theo đó, nhà đầu tư cần được trả lợi ích biên bằng với chi phí biên trên, gọi là phân bù thanh khoản, để nắm các loại chứng khoán rủi ro và dài hạn hơn. Tính thay thế không hoàn hảo dẫn đến việc thay đổi trong nguồn cung các loại chứng khoán này sẽ có tác động đến giá trị (và lợi tức) của chúng. (Chú ý rằng trong trường hợp các loại chứng khoán này là các sản phẩm thay thế hoàn hảo, việc can thiệp của NHTW vào thị trường không làm thay đổi giá cả các tài sản tài chính cũng như lợi tức). Theo đó, khi Fed mua “với quy mô lớn” một số loại chứng khoán, nguồn cung của các loại chứng khoán này giảm (và cầu tăng) khiến cho giá trị của các loại chứng khoán này tăng lên (và lợi tức giảm); hơn nữa, các nhà đầu tư tiếp tục tái cân bằng danh mục bằng cách mua các loại tài sản khác, theo đó sẽ có tác động đến giá và lợi tức của các tài sản này theo nguyên tắc tương tự. Như vậy, chính sách nói lỏng định lượng QE thể hiện là một công cụ CSTT khả thi trong điều kiện ZLB (và lạm phát triệt).

Bên cạnh đó, cũng tồn tại khá nhiều tranh cãi về rủi ro và hiệu ứng phụ của QE. Những quan ngại về rủi ro liên quan đến QE bao gồm: hình thành áp lực lạm phát, khuyến khích chấp nhận rủi ro cao quá mức, hình thành bong bóng tài sản do điều kiện nói lỏng tài chính kéo dài, và rủi ro liên quan đến bảng cân đối phình to của Fed. Thứ nhất, quan ngại về lạm phát gần như có thể được loại bỏ bởi thực tế cho thấy Fed đang gặp khó khăn do lạm phát duy trì thấp hơn mức mục tiêu 2% trong thời gian dài. Thứ hai, các quan ngại còn lại, mặc dù cần được đánh giá kỹ lưỡng và thận trọng, cũng không được phản ánh trong diễn biến thị trường thực tế. Bên cạnh đó, Fed tỏ ra nhận thức được những rủi ro và bắt buộc liên quan đến bảng cân đối 4,5 nghìn tỷ USD; và theo đó, đã có kế hoạch thu hẹp bảng cân đối theo từng bước phù hợp với diễn biến kinh tế vĩ mô (FOMC, 2017).

Về hiệu quả của chính sách nói lỏng định lượng, kể từ khi công cụ chính sách phi truyền thống này được áp dụng, đã có hàng loạt nghiên cứu định lượng đánh giá tác động của QE đối với thị trường tài chính và các lãi suất dài hạn. Các phương pháp nghiên cứu định lượng khác nhau chỉ ra sự tồn tại của hai kênh truyền dẫn tín hiệu và cân đối danh mục nêu

⁸ Sự kiện “taper tantrum” năm 2013 khi thị trường tài chính thế giới phản ứng mạnh với tín hiệu về việc thu hẹp chính sách QE của Fed cho thấy phần nào tầm quan trọng của kênh tín hiệu; bởi thị trường cho rằng thu hẹp và dừng QE cũng phản ánh thay đổi quan điểm của Fed đối với cam kết chính sách lãi suất thấp (mặc dù thông báo của FOMC và chủ tịch Bernanke có đề cập đến việc giữ cam kết lãi suất thấp).

trên, đồng thời cho thấy hiệu quả đáng kể của QE nói riêng (và CSTT phi truyền thống nói chung) lên lợi tức trái phiếu (ở các kỳ hạn khác nhau) và giá cả các loại tài sản.⁹ Nhìn chung, có thể bác bỏ quan điểm cho rằng QE không có tác dụng lên điều kiện tài chính, hoạt động kinh tế vĩ mô, và giá cả.

Mặc dù vậy, với việc số lần (cũng như thời gian) QE được áp dụng còn khá giới hạn (trong tương quan so sánh với công cụ CSTT truyền thống), vẫn tồn tại những bất trắc xung quanh tác động của QE lên điều kiện thị trường và kinh tế vĩ mô. Hiểu biết về kênh truyền tải chính sách của QE trong điều kiện ZLB vẫn còn tồn tại những hạn chế (mặc dù nghiên cứu trong lĩnh vực này đã phát triển rất nhanh trong giai đoạn vừa qua). Nhiều câu hỏi liên quan đến quy mô cũng như thành phần của bảng cân đối của Fed (tác động của chúng lên lãi suất và các biến vĩ mô) vẫn chưa được giải đáp một cách thích đáng và đạt được sự đồng thuận cao. Tuy nhiên, như Williams (2012) chỉ ra, sự tồn tại của bất trắc và khó đoán định liên quan đến tác động của QE nói riêng và CSTT phi truyền thống nói chung không đồng nghĩa với việc không nên sử dụng các công cụ này. Brainard (1967) cho rằng công cụ chính sách với những hiệu quả khó đoán định và bất trắc không nên bị bỏ qua mà nên được sử dụng *một cách thận trọng*. Do đó, một mặt, các NHTW coi QE là một cấu phần trong gói công cụ CSTT mới; mặt khác, họ cũng tỏ ra rất thận trọng đối với công cụ này cũng như những hiệu ứng phụ của nó (Yellen, 2016).

Thử thách của Fed

Mức lãi suất tự nhiên (cân bằng) hay mức lãi suất trung tính của Mỹ (và trên thế giới) cho thấy xu hướng đi xuống trong dài hạn (Laubach và Williams, 2003, 2016). Sự sụt giảm của mức lãi suất cân bằng thể hiện rõ rệt trong giai đoạn khủng hoảng tài chính, tuy nhiên không có xu hướng tăng lên trong giai đoạn phục hồi 9 năm qua. Tồn tại nhiều giải thích cho xu hướng đi xuống dài hạn của lãi suất cân bằng: (i) tăng trưởng năng suất lao động và tốc độ tăng trưởng sụt giảm; (ii) già hóa dân số; (iii) sụt giảm đầu tư; (iv) gia tăng tiết kiệm toàn cầu; (v) giả thuyết trì trệ kinh niên (secular stagnation) (Larry Summers, 2015; Bernanke, 2017). Chủ tịch Fed Yellen trong phiên điều trần trước Quốc hội tháng 7/2017 cũng cho rằng mức Fed sẽ không cần nâng lãi suất quá nhiều để đạt mức lãi suất cân bằng. Việc mức lãi suất cân bằng thấp (so với trước đây) tạo nên những điều kiện kinh tế rất khác biệt cho việc điều hành CSTT trong thời gian tới bởi nó sẽ làm giảm sức mạnh của công cụ lãi suất của NHTW (do NHTW không có dư địa nhiều để cắt lãi suất nếu nền kinh tế gặp cú sốc tiêu cực), đặc biệt với việc lạm phát duy trì thấp và trong điều kiện ZLB. Với những giả định nhất định, lãi suất ngắn hạn của Mỹ được ước lượng sẽ ở mức cận không trong khoảng 30-40% trong thời gian tới (Kiley và Roberts, 2017). Điều này phản ánh một khó khăn khác của Fed đó là việc chuẩn bị những công cụ để thực hiện CSTT hiệu quả trong thời gian tới dưới những hoàn cảnh đặc thù. Theo đó, những điều kiện kinh tế rất khác biệt so với giai đoạn trước đây tạo nên những khó khăn trong việc lựa chọn CSTT nói chung và quá trình bình thường hóa CSTT nói riêng

⁹ Một số phương pháp được sử dụng bao gồm: nghiên cứu sự kiện (liên quan đến thông báo về QE của Fed), mô hình hồi quy kinh tế lượng (bao gồm cả mô hình véc-tơ tự hồi quy VAR), và mô hình giả lập. Tham khảo Neely (2015), Waletín (2014), Bhattacharai và đồng sự (2015), Chen và đồng sự (2012).

của các NHTW và Fed. Việc bình thường hóa các công cụ CSTT trong khi hoàn cảnh kinh tế đã có những sự thay đổi về cấu trúc thể hiện là một vấn đề đáng quan ngại cho việc thực thi CSTT của Fed.

Liên quan đến việc lạm phát của Mỹ duy trì dưới mức mục tiêu của Fed (và liên tục thấp hơn dự kiến của các quan chức Fed), chủ tịch Yellen (2017) cho rằng có tồn tại rủi ro liên quan đến mô hình và đánh giá của Fed về thị trường lao động cũng như các yếu tố ảnh hưởng đến diễn biến giá cả, qua đó thừa nhận những bất trắc liên quan đến viễn cảnh lạm phát Mỹ. Tuy nhiên, giống như quan điểm về thực thi chính sách trong môi trường tồn tại bất trắc nêu trên, Fed sẽ tiếp tục thực hiện lộ trình CSTT thu hẹp từng bước với sự xem xét thận trọng các diễn biến vĩ mô (để có thể cập nhật đánh giá và mô hình). Đặc biệt, việc Fed nhấn mạnh vào *lộ trình* thu hẹp CSTT từng bước phản ánh tầm nhìn dài hạn thay vì ngắn hạn trong việc thực thi chính sách. Tư duy này không những nhất quán với mục tiêu của các NHTW (đó là tối ưu hóa các hàm mục tiêu chính sách trong dài hạn thay vì nhất thời), mà còn cho phép NHTW thực thi CSTT một cách thận trọng, từng bước một.

3. Tác động của CSTT phi truyền thống đến EMEs

Bên cạnh việc chịu ảnh hưởng tiêu cực từ chính cuộc khủng hoảng tài chính và đại suy thoái, các nền kinh tế đang phát triển EMEs cũng chịu ảnh hưởng không nhỏ đến từ hiệu ứng tràn của các CSTT phi truyền thống. Phần này liệt kê một số kênh qua đó CSTT phi truyền thống gây ảnh hưởng đến hoạt động kinh tế của EMEs. Các kênh này hoạt động liên quan chặt chẽ đến nhau và bổ trợ cho nhau.

Thứ nhất, CSTT phi truyền thống ảnh hưởng đến EMEs thông qua kênh tái cân bằng danh mục đầu tư. Kênh tái cân bằng danh mục thể hiện qua sự luân chuyển dòng vốn quốc tế gây nên bởi yếu tố có tính chu kỳ như sự gia tăng chênh lệch lợi tức danh nghĩa và chênh lệch trong tăng trưởng (giữa EMEs và Mỹ). Trong khi Fed duy trì lãi suất thấp cùng các CSTT phi truyền thống để nới lỏng tiền tệ hỗ trợ tăng trưởng chậm chạp và hoạt động của thị trường lao động, một số EMEs đã phải nâng lãi suất chính sách trước áp lực lạm phát gia tăng (Punzi và Chatapacdepong, 2017). Những chênh lệch lợi tức này kích thích các nhà đầu tư tìm kiếm lợi tức cao hơn, qua đó hướng dòng vốn chảy vào EMEs.

Kênh truyền dẫn **thứ hai** qua đó CSTT phi truyền thống tác động đến hoạt động kinh tế của EMEs là kênh thanh khoản. Sự gia tăng dự trữ trong bảng cân đối của các ngân hàng thương mại gây nên bởi QE làm giảm phần bù thanh khoản (liquidity premium) trong cả hệ thống. Theo đó, chi phí cho vay sẽ giảm, dẫn đến cho vay của hệ thống ngân hàng gia tăng (bao gồm cả cho vay đối với EMEs). Ngoài ra, nếu không được kiểm soát, các doanh nghiệp tư nhân tại EMEs có thể đi vay nợ nước ngoài và kiếm lời chênh lệch lợi tức bằng cách gửi tiền tại hệ thống ngân hàng trong nước hoặc bằng cách đóng vai trò trung gian tài chính (thông qua việc cung cấp tín dụng thương mại). Theo đó, hoạt động của kênh thanh khoản không những làm gia tăng các khoản nợ nước ngoài của EMEs, mà còn có thể gây nên những rủi ro nhất định cho hoạt động ngân hàng.

Thứ ba, CSTT phi truyền thống còn gây tác động lên điều kiện tín dụng của EMEs qua kênh gia tốc tài chính (financial accelerator). Kênh gia tốc tài chính có liên quan tới khái niệm “phần bù nguồn vốn bên ngoài”- được định nghĩa là chênh lệch giữa chi phí cơ hội của việc huy động vốn nội tại và chi phí của nguồn vốn bên ngoài. Theo đó, chi phí huy động vốn của các doanh nghiệp được cho là bao gồm cả phần bù nguồn vốn bên ngoài, đặc biệt là đối với các công ty phụ thuộc vào ngân hàng (không thể tiếp cận với thị trường vốn trực tiếp như thị trường chứng khoán hay trái phiếu). Theo Bernanke và Gertler (1995), phần bù nguồn vốn bên ngoài mà các tổ chức phải chịu phụ thuộc vào trạng thái tài chính của các tổ chức này. Cụ thể, các công ty có tài sản ròng lớn hơn sẽ chịu phần bù nhỏ hơn. Trạng thái tài chính tốt hơn có thể cho phép người đi vay giảm các xung đột lợi ích với tổ chức tín dụng bằng cách sử dụng nguồn vốn đối ứng nội tại hoặc sử dụng tài sản đảm bảo thế chấp. Do phần bù nguồn vốn bên ngoài phụ thuộc vào trạng thái tài chính của doanh nghiệp, chi phí tiếp cận tín dụng của các doanh nghiệp này cũng chịu tác động của dao động trong tài sản ròng (chất lượng của bảng cân đối tài chính). CSTT phi truyền thống của Mỹ làm gia tăng thanh khoản đồng USD và tạo áp lực làm giảm giá đồng USD so với các đồng tiền khác. Như vậy, đối với các doanh nghiệp có những khoản nợ bằng đồng USD khi quy đổi sang đồng nội tệ sẽ giảm do đồng USD mất giá so với đồng nội tệ, qua đó cải thiện tình hình bảng cân đối tài chính. Theo đó, khả năng tiếp cận vốn tín dụng đối với các chủ thể này sẽ được cải thiện, tiếp tục ảnh hưởng tích cực đến dòng tiền trong tương lai, qua đó củng cố thêm bảng cân đối tài chính (gia tốc tài chính). Việc nới lỏng điều kiện tín dụng này, tiếp theo, lại tác động đến các hoạt động thực của nền kinh tế như tiêu dùng, đầu tư, sản xuất, và thuê lao động.

Kênh **thứ tư** là kênh giá tài sản. Như đã đề cập đến bên trên, các nhà đầu tư tìm đến EMEs để tìm kiếm lợi tức cao hơn, theo đó, sẽ có xu hướng đầu tư vào trái phiếu cũng như thị trường cổ phiếu tại EMEs. Những hoạt động đầu tư này cũng ảnh hưởng đến tái cân bằng danh mục đầu tư nội địa tại EMEs, gây hiệu ứng tràn qua các thị trường tài sản khác như thị trường bất động sản. Luân chuyển vốn vào tại một số quốc gia sau khi Fed thực thi CSTT phi truyền thống đã gắn liền với gia tăng giá trị của thị trường nhà đất tại Hongkong, Trung Quốc, và Singapore (Punzi và Chatapacdepong, 2017). Sự thay đổi giá tài sản, kế tiếp, tác động tới hành vi đầu tư và tiêu dùng thông qua hiệu ứng tài sản (wealth effect) cũng như củng cố kênh gia tốc tài chính nêu trên.

Thứ năm, CSTT phi truyền thống ảnh hưởng đến EMEs qua kênh tỷ giá. Như đã đề cập bên trên, sự luân chuyển dòng vốn liên quan đến CSTT phi truyền thống tạo áp lực giảm giá đồng USD và làm tăng giá các đồng tiền khác. Sự tăng giá thực tế của các đồng tiền này sẽ làm giảm tính cạnh tranh giá xuất khẩu, qua đó ảnh hưởng tiêu cực đến xuất khẩu cũng như tăng trưởng của các quốc gia này.

Cuối cùng, CSTT phi truyền thống còn ảnh hưởng đến EMEs qua việc ổn định nền kinh tế Mỹ (các nước phát triển). Mục đích lớn nhất của CSTT phi truyền thống của Fed là ổn định giá cả và hỗ trợ hoạt động của nền kinh tế (cũng như thị trường lao động). Theo đó,

khi nền kinh tế Mỹ ổn định (tăng trưởng khả quan và tỷ lệ thất nghiệp thấp), nhu cầu của Mỹ với phần còn lại của kinh tế thế giới sẽ gia tăng, qua đó cải thiện tình hình kinh tế thế giới.¹⁰

Đánh giá từ diễn biến thực tế, CSTT phi truyền thống của Fed, nhìn chung, có tác động tốt đến kinh tế của EMEs (và Việt Nam). Tăng trưởng kinh tế của EMEs được hỗ trợ bởi dòng vốn đầu tư nước ngoài cũng như gia tăng giá dầu và hàng hóa (Fischer, 2016). Xuất khẩu của các quốc gia EMEs có thể bị ảnh hưởng tiêu cực bởi sự mất giá của đồng USD, nhưng cũng gia tăng khi nhu cầu nhập khẩu của Mỹ cải thiện cùng với sự tăng trưởng ổn định trở lại. Tuy nhiên, cũng tồn tại rủi ro đối với EMEs liên quan đến CSTT phi truyền thống. Như đã đề cập bên trên, CSTT phi truyền thống có xu hướng tạo áp lực tăng giá cả và gia tăng rủi ro về ổn định tài chính ở khu vực EMEs. Điều này tạo nên một khó khăn cho các NHTW ở những nước này. Các NHTW phải lựa chọn giữa CSTT nới lỏng (phù hợp với CSTT của Fed) và CSTT thắt chặt (kiểm soát lạm phát tuy nhiên ảnh hưởng tiêu cực đến khu vực mậu dịch). Đối với khu vực EMEs, CSTT mở rộng sẽ hỗ trợ xuất khẩu, tuy nhiên lại đi kèm với rủi ro về lạm phát cũng như bong bóng tài sản. Theo đó, đối với Việt Nam nói riêng (và EMEs nói chung), thực thi CSTT gặp những khó khăn nhất định (giới hạn về không gian CSTT) trong giai đoạn vừa qua cũng như trong thời gian tới, đặc biệt là khi CSTT trên thế giới có sự phân kỳ (Fed đang trong chu kỳ thắt chặt CSTT trong khi ECB và BOJ vẫn tiếp tục thực hiện CSTT nới lỏng thông qua QE). Do đó, cần hiểu rõ hơn những kênh truyền tải của CSTT trong thời kỳ mới này nhằm có những phản ứng kịp thời và nhạy bén. Bên cạnh đó, khả năng vận dụng cũng như khai thác tiềm năng của những công cụ CSTT phi truyền thống tại các nước đang phát triển như Việt Nam tiếp tục là đề tài cho các nhà nghiên cứu.

4. Chính sách tiền tệ của NHNN

Việt Nam không chịu tác động trực tiếp của cuộc khủng hoảng tài chính, tuy nhiên những hạn chế, yếu kém vốn có của nền kinh tế đã khiến cho kinh tế trong nước phải đối mặt với nhiều khó khăn, thách thức sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu như lạm phát tăng cao, tăng trưởng chậm lại, mặt bằng lãi suất tăng cao so với chỉ số lạm phát và tỉ suất lợi nhuận của doanh nghiệp, tình trạng đô la hóa, tỉ giá biến động mạnh, dự trữ ngoại hối giảm¹¹... Trong bối cảnh đó, chính sách tiền tệ của NHNN từ nửa cuối năm 2011 đến nay đã kiên định mục tiêu hàng đầu là kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, ổn định thị trường ngoại tệ và tăng niềm tin vào VND, trên cơ sở khả năng kiểm soát lạm phát thực hiện điều hành giảm lãi suất để tháo gỡ khó khăn, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế hợp lý. Đến nay có thể thấy các giải pháp điều hành linh hoạt và đồng bộ của NHNN đã đạt được các mục tiêu quan trọng như kiểm soát lạm phát từ mức hai con số xuống mức một con số trong nhiều năm liên tiếp, mặt bằng lãi suất cho vay đến nay đã giảm hơn một nửa so với thời điểm giữa năm 2011, thanh khoản của hệ thống TCTD dư thừa đưa mặt bằng lãi suất liên ngân hàng xuống mức thấp kỷ lục phù hợp với mục tiêu điều hành, thị trường ngoại tệ ổn định, tỷ giá biến động phù hợp với mục tiêu điều hành, lòng tin và

¹⁰ Khi Fed thu hẹp CSTT (như tăng lãi suất và thu hẹp bảng cân đối), các kênh truyền tải này sẽ hoạt động theo chiều ngược lại.

¹¹ Kết luận số 02-KL/TW ngày 16/03/2011 của Bộ Chính trị về tình hình kinh tế - xã hội năm 2011

vị thế VND ngày càng củng cố, tình trạng đô hóa được cải thiện và NHNN đã mua được khối lượng lớn ngoại tệ để tăng dự trữ ngoại hối nhà nước lên mức cao nhất từ trước đến nay, 46 tỷ USD¹²... Trên cơ sở nghiên cứu chính sách tiền tệ phi truyền thống sau cuộc khủng hoảng tài chính, xu thế bình thường hóa chính sách tiền tệ của các nước phát triển, để tiếp tục phát huy hơn nữa hiệu lực và hiệu quả, chính sách tiền tệ của NHNN có thể lưu ý một số điểm sau:

(i) Kinh nghiệm các nước cho thấy việc điều hành CSTT liên quan mật thiết đến việc điều tiết kỳ vọng thị trường về chính sách cũng như các công cụ chính sách, các nhà hoạch định CSTT cần hướng đến sự minh bạch và rõ ràng trong cơ chế điều hành. Do đó NHNN cần tiếp tục làm tốt công tác định hướng chính sách, rõ ràng trong mục tiêu điều hành kết hợp với cơ chế truyền thông hiệu quả và bài bản.

(ii) Do CSTT có độ trễ và liên quan đến điều tiết kỳ vọng thị trường, thực thi CSTT cần dựa trên quan điểm dài hạn thay vì quan điểm ngắn hạn. Theo đó, cần quy hoạch CSTT từ tầm nhìn dài hạn và linh hoạt. Quan điểm dài hạn và linh hoạt này không chỉ áp dụng trong việc thực thi CSTT mà còn trong việc xây dựng, đổi mới khuôn khổ CSTT (nghĩa là trong việc định hình những thay đổi trong việc điều hành CSTT tương lai khi cần thiết cho phù hợp với điều kiện kinh tế vĩ mô, thị trường tiền tệ, hoạt động ngân hàng).

(iii) Các thành phần của tổng cầu nhạy cảm hơn với chiều hướng biến động của lãi suất dài hạn, các công cụ chính sách tiền tệ có hiệu quả khi có tác động đến lãi suất dài hạn do đó NHNN cần tiếp tục thực hiện các giải pháp nhằm cải thiện hiệu quả các kênh truyền dẫn CSTT, cải thiện sự tác động của CSTT đối với lãi suất dài hạn trên cơ sở phát triển đồng bộ và cân bằng thị trường tài chính, tiền tệ, điều hành các công cụ chính sách tiền tệ chủ yếu theo tín hiệu thị trường. Trong điều kiện kinh tế Việt Nam không gặp phải vấn đề ZLB và như vậy công cụ CSTT lãi suất truyền thống đóng vai trò quan trọng trong điều hành chính sách tiền tệ nhưng cũng cần lưu ý xu hướng lãi suất cân bằng của thế giới đi xuống trong dài hạn như nêu trên để có sự chủ động trong điều hành.

(iv) Việc Fed nói riêng (và NHTW các nước phát triển nói chung) đã hoặc chuẩn bị bắt đầu chu kỳ thu hẹp CSTT từng bước sẽ có ảnh hưởng thu hẹp đáng kể tới điều kiện tài chính toàn cầu trong thời gian tới. Tuy sự thận trọng của các NHTW ít gây ra biến động mạnh trên thị trường, sự thu hẹp điều kiện tài chính nêu trên cùng với việc lãi suất các nước tăng dần thì ít nhiều có tác động tới diễn biến thị trường tài chính, tiền tệ, kinh tế trong nước. Theo đó, chính sách tiền tệ cần được điều hành linh hoạt, bám sát các diễn biến thị trường tài chính tiền tệ trong nước và quốc tế để đạt được mục tiêu kiểm soát lạm phát, ổn định thị trường ngoại tệ, góp phần ổn định kinh tế vĩ mô./.

¹² Phát biểu của Thống đốc NHNN tại phiên chất vấn kỳ họp Quốc hội thứ IV Quốc hội khóa XIV

Tài liệu tham khảo

- [1] Bernanke, Ben and Mark Gertler. 1995. "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission." *Journal of Economic Perspectives*. 1995, 9. 27–48.
- [2] Bernanke, Ben. 2017. "Monetary Policy in A New Era." Conference on Rethinking Macroeconomic Policy, Peterson Institute, Washington DC, October 12-13, 2017.
- [3] Brainard, William. 1967. "[Uncertainty and the Effectiveness of Policy.](#)" *American Economic Review* 57(2), pp. 411–425.
- [4] Bhattarai, Saroj, Arpita Chatterjee, and Woong Yong Park. 2015. "Effects of US quantitative easing on emerging market economies."
- [5] Campbell, Jeffrey R., Charles L. Evans, Jonas D. M. Fisher, and Alejandro Justiniano, "Macroeconomic Effects of Federal Reserve Forward Guidance," *Brookings Papers on Economic Activity*, Washington DC, Spring 2012, 1-80.
- [6] Chen, Han, Vasco Cúrdia, and Andrea Ferrero. 2012. "The macroeconomic effects of large-scale asset purchase programmes." *The Economic Journal* 122 (564): F289-F315.
- [7] Williams, John C. 2011. "[Unconventional Monetary Policy: Lessons from the Past Three Years.](#)" *FRBSF Economic Letter* 2011-31 (October 3).
- [8] Williams, John C. 2012a. "[Monetary Policy, Money, and Inflation.](#)" *FRBSF Economic Letter* 2012-21 (July 9).
- [9] Federal Open Market Committee (FOMC), "FOMC issues addendum to the Policy Normalization Principles and Plans", Washington DC, June 14th, 2017, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20170614c.htm>.
- [10] Fischer, Stanley (2016). "U.S. Monetary Policy from an International Perspective," speech delivered at the 20th Annual Conference of the Central Bank of Chile, Santiago, November 11.
- [11] Kiley, Michael T. and John M. Roberts, "Monetary Policy in a Low Interest Rate World," *Brookings Papers on Economic Activity*, Washington DC, Spring 2017, 317-396.
- [12] Kydland, Finn E. and Edward C. Prescott, "Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans," *Journal of Political Economy*, Volume 85, Issue 3, June 1977, 473-492.
- [13] Krishnamurthy, Arvind, and Annette Vissing-Jorgensen. 2011. "[The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy.](#)" *Brookings Papers on Economic Activity* 43(2), pp. 215–287.
- [14] Neely, Christopher J. 2015. "Unconventional monetary policy had large international effects." *Journal of Banking & Finance* 52: 101-111.

- [15] Reifschneider, David L., and John M. Roberts. 2006. "Expectations Formation and the Effectiveness of Strategies for Limiting the Consequences of the Zero Bound." *Journal of the Japanese and International Economies* 20(3), pp. 314–337.
- [16] Williams, John C. 2011. "[Unconventional Monetary Policy: Lessons from the Past Three Years.](#)" *FRBSF Economic Letter* 2011-31 (October 3).
- [17] Williams, John C. 2012. "The Federal Reserve's Unconventional Policies", *FRBSF Economic Letter* 2012 (November 5).
- [18] Walentin, Karl. 2014. "Business Cycle Implications of Mortgage Spreads," 67: 62-77.
- [19] Laubach, Thomas, and John C. Williams (2003). "Measuring the Natural Rate of Interest," *Review of Economics and Statistics*, vol. 85, no. 4, pp. 1063-1070.
- [20] Laubach, Thomas & John Williams, 2016. "Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants," NBER Chapters, in: NBER International Seminar on Macroeconomics 2016 National Bureau of Economic Research, Inc.
- [21] Summers, Lawrence H., "Have We Entered an Age of Secular Stagnation?" IMF Fourteenth Annual Research Conference in Honor of Stanley Fischer, IMF Economic Review, Vol. 63, Issue 1, Washington DC, May 2015, 277-280, <http://dx.doi.org/10.1057/imfer.2015.6>.
- [22] Yellen, Janet L., "Opening Remarks: The Federal Reserve's Monetary Policy Toolkit: Past, Present and Future," Remarks at the Jackson Hole Economic Symposium, Jackson Hole, WY, August 26th, 2016.
- [23] Yellen, Janet L., "Inflation, Uncertainty, and Monetary Policy" Remarks at the 59th Annual Meeting of the National Association for Business Economics, September 26th, 2017.
- [24] Kết luận số 02-KL/TW ngày 16/03/2011 của Bộ Chính trị về tình hình kinh tế - xã hội năm 2011
- [25] Báo cáo thường niên NHNN các năm 2011, 2012, 2013, 2014, 2015

MÔ HÌNH GIÁM SÁT TÀI CHÍNH – XU HƯỚNG THẾ GIỚI, THỰC TIỄN VIỆT NAM VÀ MỘT SỐ KHUYẾN NGHỊ

TS. Nghiêm Xuân Thành

Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam

Tóm tắt

Hệ thống giám sát tài chính của Việt Nam hiện đang được tổ chức theo mô hình giám sát theo chức năng. Theo đó, NHNN giám sát các tổ chức tín dụng, Ủy ban chứng khoán Nhà nước giám sát các tổ chức chứng khoán, Bộ Tài chính giám sát các tổ chức bảo hiểm. Ngoài ra, còn có Ủy ban giám sát tài chính Quốc gia (UBGSTCQG) với vai trò tham mưu, tư vấn chính sách tài chính vĩ mô cho Chính phủ. Đánh giá thực trạng mô hình giám sát tài chính của Việt Nam thời gian qua cho thấy nhiều hạn chế, bất cập: khuôn khổ pháp lý về giám sát tài chính còn nhiều khe hở, chưa đồng bộ; năng lực giám sát của các cơ quan giám sát chuyên ngành còn yếu; thiếu sự liên thông trong việc giám sát chung thị trường tài chính, chưa có sự điều phối giữa các cơ quan giám sát chuyên ngành, dẫn đến gây nhiều khó khăn cho việc giám sát rủi ro chéo; thực tiễn áp dụng các chuẩn mực quốc tế về giám sát thị trường tài chính vẫn còn nhiều bất cập, chưa quan tâm tới giám sát an toàn vĩ mô; các quy định về chức năng, nhiệm vụ của các cơ quan giám sát chuyên ngành còn nhiều quy định chồng chéo.

Từ thực trạng đó, việc đổi mới mô hình giám sát tài chính để theo kịp sự phát triển của thị trường là một đòi hỏi cấp thiết. Hiện nay, xu hướng hợp nhất các cơ quan quản lý và giám sát thị trường tài chính hay sự chuyển hướng từ phương thức giám sát theo từng lĩnh vực riêng lẻ sang hình thành một cơ quan giám sát duy nhất, thực hiện giám sát toàn bộ hệ thống tài chính theo các mục tiêu đề ra, đang ngày càng trở nên rõ nét trên phạm vi toàn cầu bởi mô hình này mang lại hiệu quả giám sát cao hơn và nhất quán hơn. Với cấu trúc hệ thống tài chính và mô hình nhiều cơ quan thanh tra giám sát như hiện nay của Việt Nam, việc tiến tới áp dụng mô hình giám sát hợp nhất là tương đối phù hợp

Thông qua tham luận, tác giả muốn cung cấp cái nhìn khái quát về các mô hình giám sát tài chính điển hình, ưu nhược điểm của từng mô hình, tham khảo kinh nghiệm của các quốc gia áp dụng mô hình và phân tích thực trạng của mô hình giám sát tài chính Việt Nam, từ đó đề xuất các giải pháp nhằm nâng cao hiệu lực cho các cơ quan giám sát tài chính chuyên ngành và hướng tới một mô hình giám sát tài chính hợp nhất hiệu quả.

FINANCIAL SUPERVISION MODEL – INTERNATIONAL TREND, VIETNAMESE PRACTICE AND SOME RECOMMENDATIONS

Dr. Nghiem Xuan Thanh

Bank for Foreign Trade of Vietnam

Abstract

Vietnamese financial supervision model is structured by function. Accordingly, State Bank of Vietnam supervises financial institutions, State Securities Commission supervises securities companies, Ministry of Finance supervises insurance companies. In addition to that, there is National Financial Supervisory Commission whose role is to give the Government advices about macro financial policy. Evaluating Vietnamese financial supervision model has revealed its inadequacies: the legal framework of financial supervision still has many loopholes and remains asynchronous; the supervisory capacity of supervisory authorities remains weak and lacks a comprehensive approach when supervising the financial market, there is no coordination among supervisory authorities, posing challenges when supervising cross risks; the current adoption of international standards in supervising financial market still has inadequacies and lacks the focus on supervising macro safety; the regulations on functions and responsibilities of supervisory authorities still overlaps each other.

Therefore, it is urgent to reform Vietnamese financial supervision model to be on par with the development of the market. Nowadays, it has clearly become a global trend that regulatory authorities merge with financial supervisory authorities or supervision shifts from an silo approach to a comprehensive consolidated one supervising the whole financial system in accordance with its purposes since the model results in effective and consistent supervision. Based on the current finance structure and Vietnamese financial supervision models with many supervisory authorities, it is quite appropriate to adopt the single supervision model.

Through the essay, the author would like to bring an overview on typical financial supervision models, the pros and cons of each model, study successful lessons from other countries and analyze the current state of Vietnamese financial supervision model, thereby proposing solutions to improve the capacity of supervisory authorities and progress to an effective single financial supervision model.

1. Mô hình giám sát tài chính

1.1. Khái niệm mô hình giám sát tài chính

Giám sát tài chính là hoạt động giám sát toàn diện đối với lĩnh vực tài chính của một quốc gia, đánh giá mức độ rủi ro đối với toàn bộ hoạt động của các tổ chức tài chính, đảm bảo có được sự phối hợp chặt chẽ và nhất quán, qua đó, đảm bảo an toàn, sự ổn định và phát triển

của hệ thống tài chính, đảm bảo thị trường tài chính vận hành hiệu quả và phát triển bền vững, góp phần vào sự phát triển của nền kinh tế nói chung. Để tăng cường hiệu quả của hoạt động giám sát, vai trò cũng như cơ cấu tổ chức của các cơ quan giám sát cần phải phù hợp với sự phát triển cũng như những thay đổi trên thị trường tài chính. Trong một số trường hợp, đặc điểm chính trị, văn hóa cũng ảnh hưởng tới việc lựa chọn mô hình giám sát tối ưu.

1.2. Các hình thức của mô hình giám sát tài chính

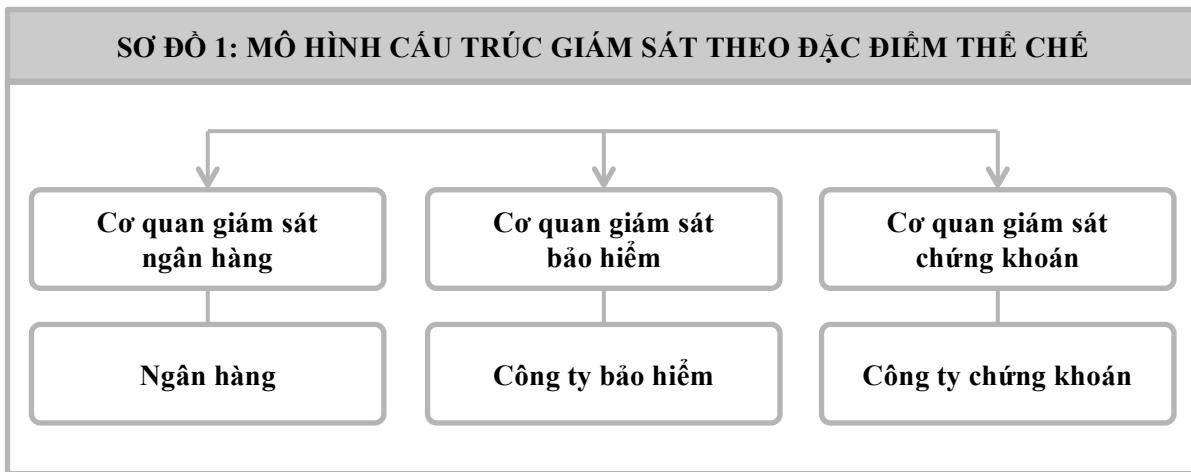
1.2.1. Mô hình hệ thống giám sát theo thể chế

Trong mô hình này, cấu trúc giám sát được phân chia theo mảng thị trường, các chức năng giám sát thực hiện chức năng giám sát theo 3 lĩnh vực: ngân hàng, chứng khoán và bảo hiểm, tồn tại độc lập 3 cơ quan chuyên biệt giám sát khác nhau. Mỗi cơ quan này có kỹ thuật, nghiệp vụ riêng, hoạt động với những nguyên tắc chuẩn mực khác nhau, nhưng luôn có tính nhất quán trong hoạt động phối hợp và chia sẻ thông tin. Việc giám sát được tiến hành trên tất cả các mặt: ổn định hệ thống, giám sát thận trọng, đạo đức thị trường và bảo vệ khách hàng. Các quốc gia đi theo mô hình này đều xây dựng những bộ luật riêng, mỗi bộ luật điều chỉnh hoạt động trong từng khu vực tài chính nhất định (Luật Ngân hàng, Luật Chứng khoán, Luật Bảo hiểm), kèm với đó là các bộ luật giám sát của từng khu vực. Mỗi bộ luật giám sát đều quy định rõ ràng quyền và trách nhiệm của các cơ quan giám sát, tính độc lập của mỗi cơ quan. Tùy vào đặc điểm và cấu trúc của thị trường tài chính mỗi quốc gia, đặc điểm văn hóa chính trị của mỗi nước mà cơ chế vận hành của mô hình giám sát theo thể chế sẽ có thể khác nhau. Đây là kiểu mô hình giám sát dựa trên cách tiếp cận truyền thống khi quyền giám sát đối với một tổ chức tài chính phụ thuộc vào tình trạng pháp lý của tổ chức đó.

Do tính chất chuyên môn hóa của các cơ quan giám sát theo từng lĩnh vực, lợi thế của mô hình này là mỗi cơ quan sẽ nắm bắt sâu sắc và đầy đủ thông tin hơn về đặc điểm hoạt động của đối tượng giám sát, tăng cường tính nhất quán trong hoạt động quản lý.

Tuy nhiên, mô hình vẫn tồn tại một số hạn chế sau (i) có sự chòng chéo giữa việc quản lý hoạt động kinh doanh và quản lý hoạt động giám sát nên làm giảm hiệu quả của hoạt động giám sát, (ii) mô hình này gặp nhiều khó khăn trong việc xử lý yêu cầu giám sát các sản phẩm tài chính phức tạp, tích hợp nhiều tiện ích, (iii) do tính độc lập tương đối của các cơ quan giám sát chuyên biệt, nên hạn chế trong việc cung cấp chia sẻ thông tin và phối hợp giám sát của các cơ quan trong trường hợp cần thiết, (iv) chi phí cho việc duy trì mô hình giám sát thể chế sẽ có thể tốn kém hơn.

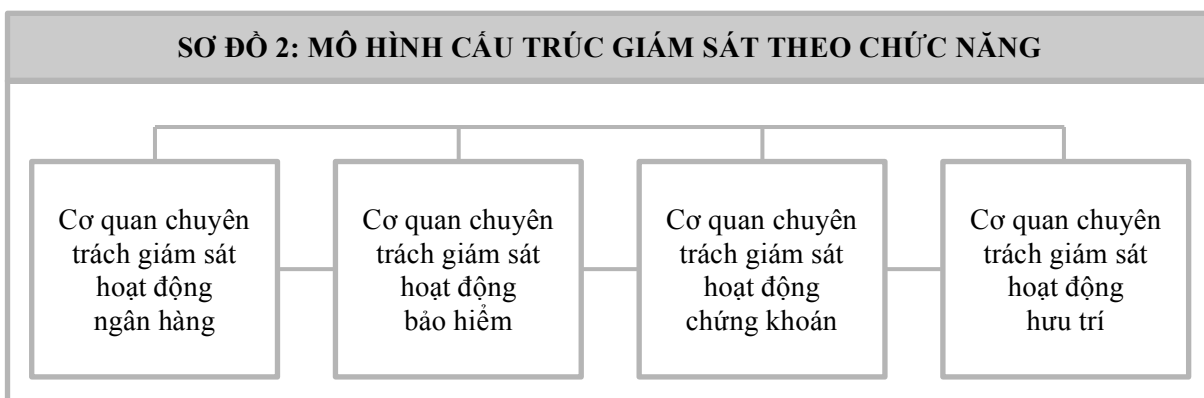
Mô hình này hiện đang được Thái Lan, Malaysia... áp dụng. Ở Thái Lan, ba cơ quan tham gia giám sát thị trường tài chính (ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm) bao gồm: NHTW Thái Lan (BOT); Ủy ban Ngoại hối và Chứng khoán Thái Lan (SEC); Ủy ban Bảo hiểm (OIC). Ba cơ quan giám sát này có trách nhiệm trong việc giám sát, thanh tra hệ thống tài chính của Thái Lan: Các tổ chức lưu ký do Nhóm giám sát trực thuộc BOT giám sát; các tổ chức không lưu ký do SEC và OIC cùng giám sát.



1.2.2. Mô hình hệ thống giám sát theo chức năng

Đây là mô hình giám sát các tổ chức tài chính dựa trên hoạt động kinh doanh mà không quan tâm đến hình thức pháp lý của tổ chức tài chính đó. Như vậy, một tổ chức tài chính cung cấp nhiều dịch vụ trên nhiều lĩnh vực thì sẽ chịu sự giám sát từ nhiều cơ quan khác nhau. Thực chất về cơ bản, cấu trúc hệ thống luật giám sát trong mô hình giám sát thể chế và mô hình giám sát theo chức năng không khác nhau. Sự khác nhau chính là với mô hình giám sát chức năng, tồn tại ít nhất một cơ quan giám sát đối với từng hoạt động ngân hàng, chứng khoán hay bảo hiểm. Những cơ quan này độc lập với nhau, thực hiện đồng thời nhiệm vụ giám sát và đảm bảo an toàn trong lĩnh vực phụ trách, chịu sự chỉ đạo chung của cơ quan tư vấn quốc gia. Mô hình giám sát này thể hiện một số lợi thế sau: (i) khắc phục được hiện tượng một cơ quan giám sát giải thích việc thực hiện một quy định theo nhiều hướng khác nhau, (ii) thực hiện giám sát một cách đầy đủ hơn đối với các tổ chức cung cấp dịch vụ tài chính

Những hạn chế của mô hình này là: (i) đôi lúc khó xác định được một hoạt động kinh doanh thuộc cơ quan giám sát nào quản lý, (ii) một hoạt động kinh doanh hay một tổ chức tài chính có thể đồng thời chịu sự giám sát của nhiều cơ quan, (iii) thiếu hụt thông tin của cơ quan giám sát về mọi hoạt động của tổ chức tài chính.

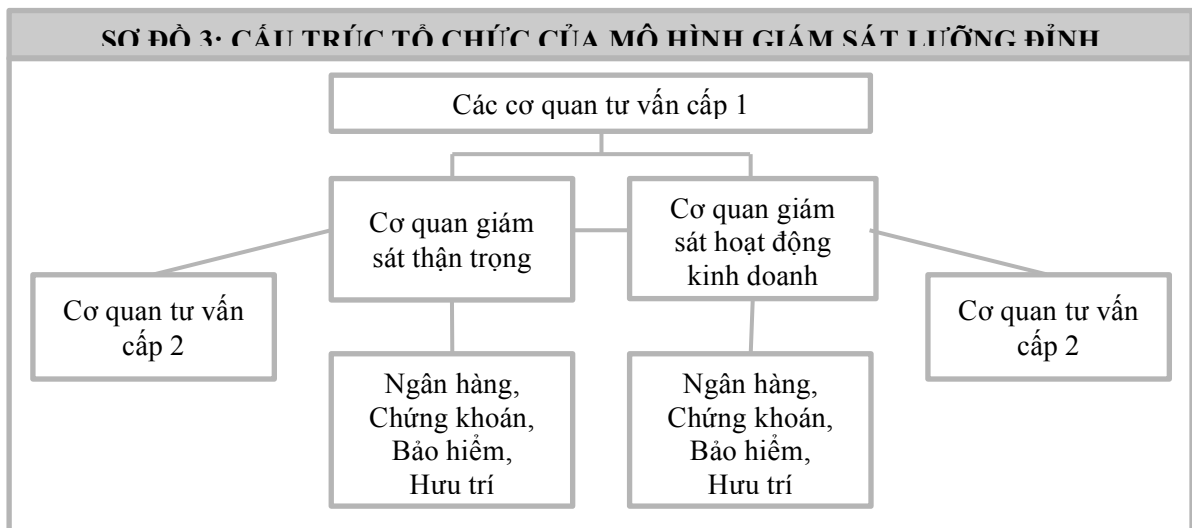


Pháp và Ý là hai quốc gia áp dụng mô hình này. Ở Pháp, NHTW Pháp và Cơ quan giám sát thận trọng (ACPR) cùng tham gia chia sẻ trách nhiệm giám sát ngân hàng và bảo hiểm, đảm bảo sự an toàn của hệ thống tài chính và bảo vệ khách hàng. Việc giám sát được xác định theo mô hình hoạt động kinh doanh của thực thể, theo đó phân ra hoạt động ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm và hưu trí.

1.2.3. Mô hình giám sát lưỡng đỉnh

Mô hình này dựa trên nguyên tắc giám sát theo mục tiêu với sự phân chia chức năng của hai cơ quan: cơ quan giám sát an toàn (thận trọng) và cơ quan giám sát hoạt động kinh doanh, cùng chịu chỉ đạo chung của cơ quan tư vấn cấp 1. Mặc dù có tính độc lập riêng nhưng cả hai cơ quan này luôn có sự hợp tác chặt chẽ trong việc chia sẻ thông tin, phối hợp thông qua các hiệp ước, biên bản, ghi nhớ..., và đồng thời giám sát cả 3 lĩnh vực: ngân hàng, chứng khoán và bảo hiểm. Trong đó, cơ quan giám sát an toàn đảm bảo sự an toàn của hệ thống tài chính bằng việc đưa ra các thủ tục hành chính và các chuẩn mực riêng trong khi cơ quan giám sát hoạt động kinh doanh thực hiện giám sát các hoạt động cụ thể. Do hệ thống luật được phân chia theo các mục tiêu khác nhau (an toàn hay hoạt động kinh doanh), nên với các quốc gia áp dụng mô hình giám sát này, hệ thống luật pháp cần thiết phải có tính thống nhất cao, giúp thúc đẩy sự phát triển của khu vực tài chính và nâng cao hiệu quả giám sát đối với các tổ chức tài chính.

Áo và Đức là hai quốc gia áp dụng mô hình này. Ở Áo, NHTW Áo (OeNB) và Cơ quan giám sát thị trường tài chính Áo (FMA) tham gia giám sát thị trường tài chính. Theo đó, OeNB chịu trách nhiệm giám sát an toàn vĩ mô và đảm bảo an toàn hệ thống ngân hàng, còn FMA giám sát hoạt động của cả ba lĩnh vực ngân hàng, chứng khoán và bảo hiểm. Riêng đối với lĩnh vực ngân hàng, FMA phối hợp với OeNB cùng giám sát (OeNB thanh tra tại chỗ và giám sát từ xa, FMA là đơn vị ra quyết định thanh tra, giao nhiệm vụ thanh tra cho OeNB, tiến hành xử phạt hành chính).



1.2.4. Mô hình giám sát tài chính hợp nhất

Đây là xu hướng mô hình giám sát được nhiều quốc gia lựa chọn trong khoảng một thập niên trở lại đây. Đặc điểm của mô hình này là chỉ tồn tại một cơ quan giám sát duy nhất thực hiện giám sát toàn bộ 3 lĩnh vực là ngân hàng, chứng khoán và bảo hiểm. Mô hình giám sát hợp nhất có thể được chia thành 2 loại: hợp nhất hoàn toàn và hợp nhất một phần. Trong đó hợp nhất hoàn toàn là mô hình chỉ có một cơ quan giám sát toàn bộ lĩnh vực tài chính và thị trường vốn, trong khi hợp nhất một phần hình thành cơ quan giám sát chỉ 2 trong số 3 lĩnh vực.

Xuất phát từ đặc điểm thường chỉ có một cơ quan giám sát duy nhất, mang tính tập trung quyền lực và trách nhiệm, mô hình giám sát hợp nhất có một số ưu thế sau: (i) tăng hiệu quả giám sát chéo đối với các tập đoàn tài chính kinh doanh đa ngành, tăng cường năng lực quản lý rủi ro, (ii) tạo sự cạnh tranh bình đẳng giữa các sản phẩm tài chính, (iii) tăng cường khả năng tổng hợp dữ liệu thông tin, (iv) tận dụng được tối đa nguồn nhân lực giám sát, đặc biệt với các quốc gia có hạn chế về chất lượng nguồn nhân lực.

Tuy nhiên, hiệu quả của mô hình giám sát tài chính hợp nhất lại phụ thuộc rất lớn vào cấu trúc và độ sâu chuyên môn của các cơ quan giám sát tiền nhiệm. Các cơ quan này càng được tổ chức tốt và có năng lực giám sát cao thì việc hợp nhất chúng thành một cơ quan duy nhất mới thực sự hiệu quả.

Nhật Bản và Hàn Quốc là hai quốc gia điển hình ở châu Á theo mô hình này. Theo đó, trước cải cách, hệ thống tài chính của hai quốc gia này đều bộc lộ nhiều bất cập, thiếu tính độc lập, tính minh bạch, ít nguồn lực và thiếu các biện pháp giám sát. Sau khủng hoảng tài chính, Nhật Bản và Hàn Quốc đều có những nỗ lực đáng kể trong việc cải cách cơ chế thanh tra giám sát tài chính bằng cách thiết lập cơ quan giám sát tài chính mới và tổ chức hoạt động thanh tra, giám sát hiệu quả hơn. Ở Nhật Bản, hoạt động giám sát và thanh tra là hai bộ phận tách rời. Hoạt động giám sát và xử lý sau thanh tra ở Nhật Bản được gắn liền và giao cho một bộ phận đảm nhiệm.

1.3. Xu hướng cải cách/thay đổi trong mô hình giám sát tài chính trên thế giới

Kể từ sau ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008-2009, thế giới đã chứng kiến những thay đổi khá mạnh trong hệ thống giám sát tài chính. Đây cũng là câu chuyện đặt ra với Việt Nam, trong bối cảnh độ mở của nền kinh tế ngày càng rộng, các dòng chu chuyển vốn, tài chính, cũng như biến động của các biến số kinh tế vĩ mô ngày càng nhanh và khó lường. Lựa chọn mô hình giám sát tài chính nào là tối ưu? Giám sát như thế nào? Ở mức độ nào? Và công cụ giám sát ra sao để tạo điều kiện tốt nhất cho các tổ chức tài chính phát huy được hết vai trò của mình trong việc cung cấp các dịch vụ tài chính đối với nền kinh tế, đồng thời hạn chế tối đa được các rủi ro có thể gặp phải.

Giám sát tài chính hợp nhất là mô hình được nhiều nước hướng đến nhiều hơn trong số 4 mô hình giám sát (giám sát theo thể chế, giám sát theo chức năng, giám sát hợp nhất, giám sát lưỡng đỉnh), với tỷ lệ các nước lựa chọn mô hình này tăng từ 20% vào năm 1996 lên hơn 31% như hiện nay. Một số các quốc gia đã thực hiện mô hình giám sát hợp nhất đầu tiên là Na Uy (1986), Đan Mạch (1988), Thụy Điển (1991), Anh (1997), Đức và Áo (2002), Iceland (2003), và Bỉ (2004)... Các nguyên nhân cơ bản lý giải cho xu hướng này là: (i) Kịp thời phản ánh sự phát triển của hệ thống tài chính cũng như hoạt động kinh doanh của các định chế tài chính; (ii) Nâng cao hiệu quả giám sát trong bối cảnh các tập đoàn tài chính được thành lập ngày càng nhiều; (iii) Mô hình giám sát phân tán không thể ứng phó kịp thời và hiệu quả trước những tác động tiêu cực từ các cú sốc bên ngoài đến khu vực tài chính trong nước.

Na Uy là quốc gia đầu tiên đã thực hiện hợp nhất các cơ quan giám sát bằng việc sáp nhập cơ quan thanh tra của ngân hàng với bảo hiểm. Đây là kết quả có được sau một quá trình

dài thống nhất trong hệ thống kiểm soát tài chính của nước này. Trên thực tế, có hai cách tiếp cận trong việc chuyển đổi từ mô hình giám sát kiểu phân tán sang giám sát hợp nhất. Thứ nhất là hình thức chuyển đổi một cách dần dần, được thể hiện qua các nền kinh tế Bắc Âu như Đan Mạch, Na Uy và Thụy Điển. Thứ hai là hình thức chuyển đổi một cách nhanh chóng, chứng kiến sự thay đổi lớn, như đã xảy ra với Anh và Hàn Quốc. Nói đến trường hợp của Hàn Quốc, một nước châu Á có khá nhiều nét tương đồng với Việt Nam. Nước này đã bắt tay ngay vào việc cải tổ mô hình giám sát tài chính sau khủng hoảng Đông Á 1997, và đã có được thành tựu đầu tiên vào giữa tâm bão của cuộc khủng hoảng toàn cầu 2008, bằng sự ra đời của Cơ quan dịch vụ Giám sát tài chính (FSS), trên cơ sở hợp nhất 4 cơ quan Cơ quan giám sát Ngân hàng, Hội đồng giám sát chứng khoán, Hội đồng giám sát bảo hiểm và Cơ quan giám sát các tổ chức tài chính phi ngân hàng. Cho đến nay, hệ thống giám sát tài chính của Hàn Quốc hoạt động theo mô hình một tổ chức hợp nhất hoàn toàn. Quyền lực giám sát tập trung vào một hệ thống trên nền tảng một bộ luật thống nhất quy định các hoạt động về ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm, thị trường tài chính nói chung và bảo vệ người tiêu dùng. Có thể nhận thấy, hệ thống tài chính và đặc biệt là hệ thống ngân hàng Hàn Quốc ổn định hơn từ khi hoạt động giám sát tài chính chuyển sang mô hình mới. Điều này được chứng minh qua mức độ tăng trưởng tổng tài sản của các tổ chức tài chính cũng như sự ổn định nói chung của toàn thị trường trước ảnh hưởng của khủng hoảng toàn cầu 2008- 2009.

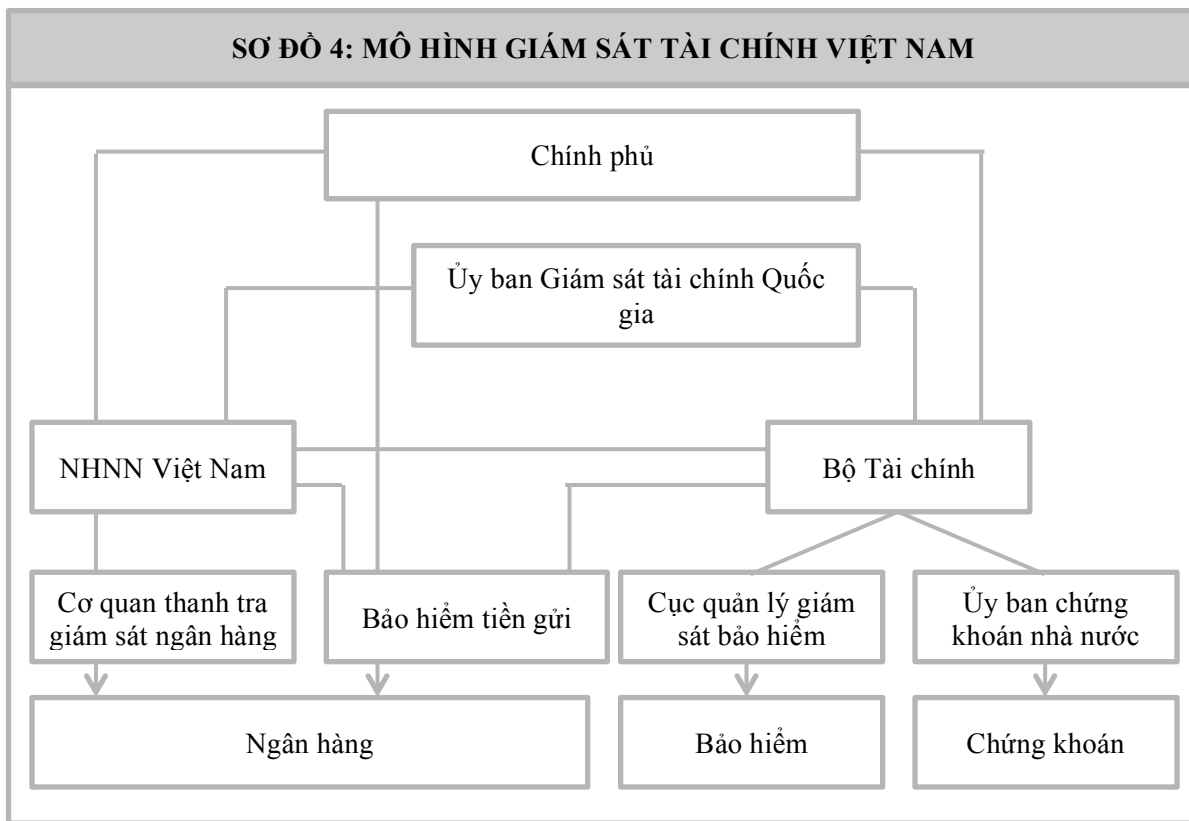
Tuy nhiên, với trường hợp của Anh, mặc dù vẫn lựa chọn mô hình giám sát hợp nhất sau khủng hoảng, nhưng cơ quan giám sát tài chính đầu não của Anh là FSA lại thể hiện sự thiếu hiệu quả khi không thể ngăn chặn được sự bùng nổ của hoạt động cho vay ngay sau đó cùng với những thất bại trong việc kiểm soát các hoạt động kinh doanh rủi ro của các ngân hàng. Để rồi đến tháng 4/2013, nước này đã chuyển từ mô hình giám sát hợp nhất sang mô hình giám sát lưỡng đỉnh. Với mô hình mới, FSA không còn nữa, mà thay vào đó là sự tồn tại của hai cơ quan hoạt động tài chính và cơ quan quản lý thận trọng. Ngoài Anh, một số nước khác đã xây dựng thành công mô hình này như Úc, Hà Lan, Thổ Nhĩ Kỳ, Latvia...

Nhìn chung, dù với mô hình giám sát nào, xu thế sau khủng hoảng tài chính toàn cầu là nâng cao vai trò giám sát của các ngân hàng trung ương và tăng cường các chuẩn mực giám sát để nâng cao khả năng chống đỡ trước các cú sốc từ bên ngoài. Các chuẩn mực này vẫn tiếp tục được phát triển dựa trên các chuẩn mực quốc tế như: Basel với các nguyên tắc giám sát về ngân hàng, Ủy ban chứng khoán Quốc tế (IOSCO) với các nguyên tắc giám sát về chứng khoán và Hiệp hội Cơ quan giám sát Bảo hiểm Quốc tế (IAIS) với các nguyên tắc giám sát về hoạt động bảo hiểm. Phương thức giám sát cũng được điều chỉnh theo hướng tăng cường vai trò của giám sát thận trọng vĩ mô đối với hệ thống tài chính. Bên cạnh đó, trong bối cảnh các tập đoàn tài chính được thành lập ngày càng nhiều làm cho việc phân định chức năng nhiệm vụ giữa các cơ quan quản lý và giám sát trên thị trường tài chính trở nên phức tạp hơn, vấn đề phát triển cơ chế giám sát các tập đoàn tài chính cũng được chú trọng.

2. Thực tiễn mô hình giám sát thị trường tài chính Việt Nam

2.1. Mô hình giám sát thị trường tài chính ở Việt Nam

Hiện nay ở Việt Nam áp dụng mô hình giám sát TTTC phân tán (chuyên ngành), theo đó mỗi ngành được giám sát bởi cơ quan giám sát riêng biệt. Cụ thể, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) trực tiếp giám sát lĩnh vực ngân hàng. Bộ Tài chính giám sát lĩnh vực chứng khoán thông qua Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) và lĩnh vực bảo hiểm thông qua Cục Quản lý và Giám sát Bảo hiểm. Ủy ban Giám sát Tài chính quốc gia (UBGSTCQG) trực thuộc Chính phủ giám sát vĩ mô.



Cơ quan thanh tra, giám sát ngân hàng thuộc ngân hàng Nhà nước Việt Nam thực hiện thanh tra, giám sát ngân hàng, phòng, chống rửa tiền, thực hiện chức năng thanh tra hành chính, thanh tra chuyên ngành và giám sát chuyên ngành về ngân hàng trong các lĩnh vực thuộc phạm vi quản lý nhà nước của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam.

Ủy ban chứng khoán Nhà nước (trực thuộc Bộ tài chính) thực hiện thanh tra tại chỗ, giám sát từ xa hoạt động của công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ đầu tư chứng khoán, quỹ đầu tư chứng khoán, công ty đầu tư chứng khoán, thị trường chứng khoán (TTCK) và xử lý các vi phạm về hoạt động chứng khoán theo quy định của Pháp luật.

Cục quản lý, giám sát bảo hiểm trực thuộc Bộ tài chính kiểm tra, giám sát hoạt động của doanh nghiệp bảo hiểm và doanh nghiệp môi giới bảo hiểm Việt Nam, văn phòng đại diện của doanh nghiệp bảo hiểm nước ngoài và doanh nghiệp môi giới nước ngoài tại Việt Nam, đồng thời phối hợp với Thanh tra Bộ trong việc xây dựng kế hoạch và thực hiện thanh tra hoạt động của các doanh nghiệp kinh doanh bảo hiểm.

Bảo hiểm tiền gửi Việt Nam được thành lập với mục tiêu bảo vệ quyền lợi của người gửi tiền, nâng cao niềm tin của công chúng, góp phần duy trì sự ổn định và phát triển của hệ thống ngân hàng- tài chính. Về nguyên tắc, Bảo hiểm tiền gửi là một cơ quan độc lập và có

vai trò quan trọng trong việc thực hiện chức năng, nhiệm vụ thanh tra giám sát hoạt động ngân hàng và các tổ chức tín dụng, phối hợp hoạt động, chia sẻ thông tin và cùng gánh vác, chia sẻ trách nhiệm trong việc quản lý rủi ro, thực hiện giám sát đảm bảo an toàn và phát triển hệ thống tài chính - tiền tệ với các cơ quan quản lý Nhà nước như Bộ Tài chính, NHNN.

UBGSTCQG là đầu mối điều phối hoạt động giám sát chuyên ngành, giám sát chung thị trường tài chính và việc chấp hành các thông lệ, chuẩn mực quốc tế về hoạt động giám sát của các cơ quan thanh tra giám sát chuyên ngành trên cả ba lĩnh vực bảo hiểm, chứng khoán, ngân hàng. Ủy ban cũng tiến hành phân tích dự báo, cảnh báo mức độ an toàn hệ thống tài chính ngân hàng và nguy cơ rủi ro với thị trường tài chính quốc gia, thiết lập cơ sở dữ liệu, tổng hợp, xử lý và cung cấp thông tin về thị trường tài chính quốc gia báo cáo Chính phủ. Với chức năng tư vấn cho Chính phủ về điều phối giám sát trên TTTC, UBGSTCQG có quan hệ phối hợp trực tiếp với Bộ Tài chính và NHNN nhằm nắm bắt được diễn biến hoạt động giám sát trên cả 3 lĩnh vực ngân hàng, bảo hiểm, chứng khoán; được yêu cầu 2 cơ quan quản lý này cũng như các định chế tài chính thuộc thẩm quyền quản lý của NHNN và Bộ Tài chính cung cấp thông tin phục vụ giám sát; có trách nhiệm đưa ra những khuyến nghị về xử lý vi phạm đối với tổ chức và cá nhân tham gia 3 lĩnh vực trên.

Với mô hình trên, phần lớn các cơ quan giám sát chuyên ngành vừa thực hiện chức năng cấp phép, xây dựng cơ chế, chính sách, vừa thực hiện chức năng hướng dẫn, triển khai thực hiện cơ chế chính sách; vừa thực hiện vai trò kiểm tra, giám sát hoạt động của các chủ thể trên thị trường.

Đây là mô hình giám sát phù hợp với đặc điểm kinh tế của Việt Nam trong thời gian đầu xây dựng hệ thống tài chính. Việc giám sát được thực hiện tách biệt cho từng lĩnh vực kinh tế, phù hợp với điều kiện thị trường ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm còn chưa phát triển và tương đối tách xa nhau, chưa có sự xuất hiện của định chế tham gia vào 2 hoặc tất cả lĩnh vực trên TTTC.

2.2. Một số tồn tại bất cập của mô hình giám sát tài chính tại Việt Nam

Đánh giá tổng thể, mô hình giám sát tài chính Việt Nam đã đạt được những kết quả quan trọng trong việc bảo đảm sự phát triển của từng bộ phận TTTC, thông qua việc thanh tra, giám sát tính tuân thủ của các chủ thể đối với các quy định pháp lý trên TTTC. Tuy nhiên, mô hình giám sát tài chính tại Việt Nam vẫn còn có một số vấn đề tồn tại như sau:

Một là, mô hình giám sát của Việt Nam chưa thể hiện rõ cấu trúc cụ thể, vừa có bóng dáng của cơ quan giám sát chuyên ngành khi đồng thời tồn tại 3 cơ quan chuyên ngành giám sát ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm là NHNN, UBCKNN, Cục bảo hiểm và cơ quan giám sát hợp nhất (Ủy ban Giám sát tài chính quốc gia). Vai trò của UBGSTCQG trong phối hợp hoạt động của các cơ quan giám sát còn mờ nhạt mới chỉ dừng lại ở chức năng tham mưu tư vấn cho Chính phủ, khi phát hiện sai phạm cũng không có thẩm quyền xử lý vi phạm mà có trách nhiệm đề xuất kiến nghị Chính phủ hoặc các cơ quan thanh tra giám sát chuyên ngành xử lý. Ủy ban chưa có quyền ban hành, xây dựng chính sách pháp lý chung liên quan đến hoạt động giám sát TTTC.

Hai là, các cơ quan giám sát vừa thực hiện chức năng cấp phép, ban hành cơ chế - chính sách, vừa tổ chức kiểm tra, thanh tra, giám sát hoạt động của các tổ chức. Điều này dễ dẫn tới xung đột về lợi ích. Ví dụ như cơ quan giám sát ngân hàng có Vụ Quản lý cấp phép các TCTD và hoạt động ngân hàng. Ủy ban Chứng khoán Nhà nước có nhiệm vụ “cấp, gia hạn, đình chỉ, thu hồi giấy phép, giấy chứng nhận liên quan đến hoạt động chứng khoán và thị trường chứng khoán; chấp nhận những thay đổi liên quan đến hoạt động chứng khoán và thị trường chứng khoán”. Cục Quản lý giám sát bảo hiểm có trách nhiệm “Tiếp nhận, kiểm tra hồ sơ để trình Bộ trưởng Bộ Tài chính cấp, gia hạn, đình chỉ, thu hồi giấy phép thành lập và hoạt động, giấy phép đặt văn phòng đại diện liên quan đến hoạt động kinh doanh bảo hiểm, bao gồm cả trường hợp đầu tư ra nước ngoài của doanh nghiệp bảo hiểm, doanh nghiệp môi giới bảo hiểm; chấp thuận những thay đổi liên quan đến hoạt động kinh doanh bảo hiểm.”

Ba là, thiếu sự phối kết hợp, liên thông trong giám sát toàn bộ thị trường tài chính do các cơ quan giám sát hoạt động một cách độc lập theo lĩnh vực của mình. Chưa có một luật thanh tra giám sát chuyên ngành quy định rõ chức năng, nhiệm vụ và cách thức hoạt động các cơ quan giám sát. Và đặc biệt để làm rõ cơ chế phối hợp hoạt động và trao đổi thông tin giữa các cơ quan chủ chốt: NHNN, Bộ Tài chính, Bảo hiểm tiền gửi, và Ủy ban Giám sát tài chính quốc gia (UBGSTCQG). Trong khi đó các cơ quan giám sát cũng chưa chủ động trong việc ký kết các văn bản phối hợp và trao đổi thông tin song phương với các cơ quan khác. Các thông tin kiểm tra giám sát thông thường luôn được giữ bí mật và sử dụng cho mục đích riêng của từng cơ quan làm hạn chế khả năng giám sát của toàn hệ thống. Nhiều tập đoàn tài chính có hoạt động chứng khoán phải thực hiện nhiều báo cáo với nhiều yêu cầu khác nhau cho các cơ quan giám sát tài chính. Sự phối hợp thiếu hiệu quả các các cơ quan giám sát dẫn đến khó khăn trong việc giám sát các tập đoàn tài chính cùng lúc tham gia hoạt động trên nhiều thị trường (tín dụng, TTCK, bảo hiểm...), trong việc xử lý yêu cầu về giám sát các sản phẩm tài chính mới là sự đan xen giữa nhiều sản phẩm tài chính khiến cho việc xác định cơ quan giám sát nào chịu trách nhiệm giám sát trở nên phức tạp. Hệ thống giám sát tài chính tồn tại nhiều cơ quan chuyên ngành nên xuất hiện hiện tượng giám sát trùng lặp các hoạt động giống hoặc tương tự nhau giữa các cơ quan giám sát hoặc bỏ trống các lĩnh vực giám sát từ đó tạo ra nguy cơ làm lãng phí nguồn lực. Nhiều đơn vị phải tiếp đón quá nhiều đoàn thanh tra – giám sát trên cùng một khía cạnh hoạt động.

Bốn là, do triển khai mô hình giám sát theo chức năng nên hệ thống luật và văn bản pháp luật cũng được định hướng quy chuẩn cho việc giám sát theo chuyên ngành. Hệ thống luật giám sát chưa hoàn chỉnh và chưa thống nhất, có sự phân tách giữa Luật NHNN, Luật các TCTD với Luật Chứng khoán, Luật Bảo hiểm. Tất cả các luật này đều đề cập với vấn đề giám sát an toàn, bảo vệ người tiêu dùng, quản trị rủi ro và công bố thông tin của các tổ chức dưới quyền. Vì xây dựng tách bạch nhau nên các quy định liên quan đến các đối tượng này có thể bị trùng lặp, mâu thuẫn. Các cơ sở pháp lý cho hoạt động thanh tra truyền thống bỏ sót nhiều lĩnh vực hoạt động, dịch vụ, sản phẩm mới của các tổ chức tài chính, đặc biệt là những sản phẩm dịch vụ ngân hàng có sự kết hợp giữa các lĩnh vực kinh doanh khác nhau.

Nhằm là, thiếu cơ chế giám sát hợp nhất hiệu quả đối với tập đoàn tài chính - hiểu một cách chung nhất là một nhóm công ty nằm dưới sự kiểm soát chung của một chủ thể mà các hoạt động kinh doanh cốt lõi và chủ yếu của nhóm công ty này là cung ứng dịch vụ từ ít nhất hai trong số ba lĩnh vực tài chính: ngân hàng, bảo hiểm và chứng khoán. Mô hình tiêu biểu của tập đoàn tài chính là công ty Mẹ - Con. Trong đó, công ty mẹ có thể là một ngân hàng, công ty bảo hiểm, công ty quản lý vốn. Với mô hình giám sát tài chính hiện hành, chưa có một cơ quan nào có thẩm quyền giám sát tổng hợp đối với các định chế hoạt động đa ngành. Theo Luật NHNN và Luật TCTD, NHNN (cụ thể Cơ quan Thanh tra Giám sát ngân hàng) chỉ có quyền đối với TCTD, không có thẩm quyền can thiệp trực tiếp với công ty con hoạt động trong lĩnh vực bảo hiểm, chứng khoán (thu thập thông tin, thanh tra tại chỗ khi cần, quy định về giới hạn và lĩnh vực đầu tư). Ngược lại, Bộ Tài chính (Cục Giám sát bảo hiểm) không có thẩm quyền trực tiếp can thiệp vào các TCTD là công ty con của Công ty Bảo hiểm. Thực tế, nhiệm vụ kiểm soát rủi ro các tập đoàn tài chính tạm thời được coi là thuộc chức năng của UBGSTCQG. Tuy nhiên cơ quan này lại không có chức năng giám sát từng định chế tài chính mà chỉ là tư vấn cho Thủ tướng Chính phủ trong giám sát tổng thể thị trường tài chính.

3. Một số khuyến nghị về mô hình nhằm nâng cao hiệu quả giám sát tại Việt Nam

3.1 Đề xuất mô hình giám sát tài chính cho Việt Nam

Những bất cập của mô hình giám sát tài chính phân tán của Việt Nam hiện nay cho thấy tính cấp thiết của việc chuyển đổi sang mô hình giám sát tài chính hợp nhất. Đây cũng là xu thế khá phổ biến trên thế giới. Những nước hiện đang áp dụng mô hình này là Nhật Bản, Đức, Anh, Hàn Quốc, Singapore... Mô hình này đã minh chứng sự thành công tại các nước qua việc đảm bảo các mục tiêu đề ra đối với hệ thống giám sát tài chính: (i) ổn định hệ thống tài chính; (ii) đảm bảo sự an toàn và lành mạnh của các định chế tài chính; (iii) bảo vệ người tiêu dùng các sản phẩm tài chính; (iv) đảm bảo sự cạnh tranh lành mạnh trên thị trường tài chính.

Mô hình hợp nhất chỉ bao gồm một cơ quan giám sát duy nhất chịu trách nhiệm giám sát toàn bộ các trung gian và thị trường thuộc lĩnh vực ngân hàng, tài chính và bảo hiểm và đặc biệt sẽ giám sát hiệu quả các tập đoàn tài chính cũng như các ngân hàng đa năng. Cơ quan này thực hiện chức năng giám sát nhằm đảm bảo tính ổn định, minh bạch, cạnh tranh bình đẳng cũng như bảo vệ các nhà đầu tư trong lĩnh vực ngân hàng, tài chính, bảo hiểm.

Đối với Việt Nam, Cơ quan giám sát tài chính quốc gia sẽ được hình thành trên cơ sở hợp nhất các cơ quan thanh tra chuyên ngành thuộc Ngân hàng Nhà nước, Ủy ban chứng khoán Nhà nước và Cục Quản lý Bảo hiểm. Cơ quan này chịu trách nhiệm chính về thanh tra, giám sát các tổ chức tài chính tại Việt Nam theo luật định và các hoạt động giám sát khác khi có chỉ định của Ủy ban giám sát tài chính quốc gia.

Mạng an toàn tài chính quốc gia sẽ bao gồm 3 tổ chức: UBGSTCQG, cơ quan giám sát tài chính quốc gia và cơ quan Bảo hiểm tiền gửi. Theo đó, UBGSTCQG sẽ thực hiện chức năng quản lý nhà nước về hoạt động thanh tra giám sát tài chính. Cơ quan giám sát tài chính quốc gia thực hiện chức năng giám sát thị trường ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm. Cơ quan

bảo hiểm tiền gửi giám sát, xử lý đổ vỡ ngân hàng nhằm duy trì lòng tin của công chúng vào hệ thống ngân hàng.

Quá trình xây dựng mô hình, cơ chế vận hành mô hình giám sát tài chính hợp nhất tại Việt Nam cần bám sát các nguyên tắc sau:

- Cần có kế hoạch cho giai đoạn quá độ để sáp nhập toàn bộ các chức năng liên quan từ các cơ quan Chính phủ khác nhau, do thực trạng đa dạng các tổ chức tài chính, mức độ hội nhập thị trường cũng như những kinh nghiệm còn hạn chế trong việc quản lý sự thay đổi mang tính chất “bùng nổ” tại Việt Nam. Kinh nghiệm thực tiễn tại các nước thuộc Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD), việc hợp nhất các tổ chức giám sát thường kéo dài 2-3 năm: Canada phải mất 3 năm, Úc và Na-uy phải mất hơn 2 năm. Trước mắt, Việt Nam cần phân định rõ, tăng cường chức năng, nhiệm vụ của các cơ quan quản lý, nhất là đối với NHNN, UBCKNN, Bộ Tài chính. NHNN cần có mức độ độc lập hơn nữa trong xây dựng và thực thi chính sách tiền tệ-ngân hàng; đặc biệt cần tăng cường hiệu lực phối hợp giữa các cơ quan quản lý cũng như nâng cao hơn nữa vị trí pháp lý cho UBGSTCQG. Đến năm 2020 có thể từng bước áp dụng mô hình giám sát hợp nhất một phần rồi tiến tới hợp nhất giám sát toàn bộ hệ thống tài chính, tùy thuộc trình độ phát triển của hệ thống tài chính và thể chế chính trị Việt Nam.

- Bảo đảm Cơ quan giám sát tài chính quốc gia hoạt động độc lập với Bộ Tài chính, một phần vì vai trò của Bộ Tài chính là đại diện sở hữu nhà nước và quản lý tài sản. Cần thiết lập cơ chế chia sẻ thông tin và phối hợp hành động hiệu quả giữa cơ quan này và Ngân hàng Nhà nước.

- Hoàn thiện pháp luật về giám sát tài chính ở Việt Nam. Pháp luật về giám sát tài chính Việt Nam được quy định ở nhiều văn bản khác nhau như Luật Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, Luật Thanh tra, Luật Chứng khoán... và các văn bản khác hướng dẫn thi hành các đạo luật này. Thực trạng này sẽ dẫn đến những hệ quả là: dễ dẫn đến mâu thuẫn, chông chéo trong các quy định về giám sát tài chính; không bảo đảm tính thống nhất và tính liên thông trong giám sát tài chính; khó truy cứu trách nhiệm của từng cơ quan giám sát tài chính, khi không hoàn thành nhiệm vụ giám sát; dễ tạo ra những “khoảng cách” trong thực tiễn giám sát...

3.2. Một số giải pháp đổi mới và hoàn thiện mô hình giám sát tài chính ở Việt Nam

Mô hình giám sát phân tán sẽ trở nên lỗi thời trước những yêu cầu phát triển kinh tế-xã hội, những thách thức từ sự phát triển nhanh chóng của khu vực tài chính Việt Nam cũng như xu thế tự do hóa tài chính. Từ thực tế trên, việc xây dựng hệ thống giám sát tài chính hợp nhất cho Việt Nam trở thành một yêu cầu tất yếu. Để thực hiện lộ trình hoàn thiện mô hình giám sát tài chính ở Việt Nam theo định hướng trên cần thực thi một số giải pháp sau:

3.2.1. Hoàn thiện khung pháp lý về giám sát tài chính ở Việt Nam

Thứ nhất, tiến hành nghiên cứu, tổng rà soát thực trạng pháp luật về giám sát tài chính ở nước ta hiện nay, đánh giá mức độ phù hợp của các quy định pháp luật với thực tiễn phát triển thị trường tài chính Việt Nam là cơ sở cho việc pháp điển hóa, phát triển, bổ sung các quy định pháp luật phù hợp với thực tiễn phát triển thị trường tài chính Việt Nam.

Thứ hai, tách chức năng giám sát tài chính ra khỏi cơ quan quản lý nhà nước về thị trường tài chính. Theo đó, cơ quan giám sát tài chính được chủ động trong việc thực hiện nhiệm vụ giám sát, hạn chế đến mức thấp nhất các can thiệp hành chính vào quá trình vận hành thị trường. Làm được điều này, hoạt động giám sát tài chính sẽ bảo đảm tính độc lập, chủ động trong việc thực hiện giám sát, từng bước giám sát thị trường tài chính thông qua các công cụ của thị trường, hạn chế sự can thiệp bằng các biện pháp hành chính đối với hoạt động của thị trường.

Thứ ba, ban hành Luật giám sát tài chính quốc gia. Luật giám sát tài chính quốc gia tối thiểu phải có những nội dung sau đây: Mô hình tổ chức cơ quan giám sát tài chính; Những nguyên tắc của hoạt động giám sát tài chính; Nội dung giám sát tài chính, mà cụ thể là tách chức năng giám sát tài chính ra khỏi chức năng quản lý nhà nước về ngân hàng, bảo hiểm, chứng khoán; Quy trình giám sát tài chính; Thẩm quyền của cơ quan giám sát tài chính. Luật giám sát tài chính quốc gia cũng chuẩn hóa khái niệm, các bộ phận cấu thành mạng an toàn tài chính quốc gia. Ngoài ra, Luật này phải quy định rõ quyền lực của cơ quan giám sát trong việc yêu cầu các tổ chức tài chính cung cấp các thông tin cần thiết cho quá trình thanh tra, giám sát. Các quy định, chính sách liên quan đến việc thanh tra, giám sát các tổ chức tài chính phải được công khai, minh bạch và công bằng.

Các Luật chuyên ngành về chứng khoán, NHNN, Bảo hiểm cũng cần có những sửa đổi nhất định để tách bạch hoạt động giám sát và hoạt động quản lý của các cơ quan quản lý nhà nước chuyên ngành đối với TTTC và nhất quán với Luật giám sát tài chính quốc gia.

3.2.2. Xây dựng cơ sở hạ tầng công nghệ thông tin

Để chất lượng hoạt động thanh tra- giám sát được đảm bảo, bên cạnh việc hoàn thiện khung pháp lý, Chính phủ cần khẩn trương chỉ đạo việc đầu tư xây dựng cơ sở hạ tầng thông tin. Cần đầu tư xây dựng Trung tâm Thông tin để hệ thống cơ sở dữ liệu về tài chính, ngân hàng, bảo hiểm và chứng khoán, thống kê tập trung trong kho dữ liệu với các chế độ khai thác theo thẩm quyền khác nhau. Trên cơ sở các thông tin là báo cáo đầu vào được hệ thống sắp xếp theo từng đơn vị báo cáo, cấp mã truy cập, khai thác thông tin trong hệ thống theo thẩm quyền của các cơ quan sử dụng thông tin.

Để Trung tâm Thông tin đạt hiệu quả cần có quy định rõ ràng về chế độ báo cáo, quy trình báo cáo, tiến độ báo cáo, nội dung báo cáo và có hình thức từ chối chấp nhận đối với các bộ phận nộp báo cáo không đúng quy định.

3.2.3. Hoàn thiện mô hình khung giám sát và đánh giá thị trường tài chính

Chính phủ cần có sự chỉ đạo các cơ quan thanh tra giám sát chuyên ngành nhanh chóng hoàn thiện hệ thống chỉ tiêu, phương pháp giám sát phù hợp với tiêu chuẩn và thông lệ quốc tế, làm căn cứ để đánh giá mức độ tuân thủ và giám sát rủi ro của hệ thống tài chính. Trên cơ sở đó xây dựng mô hình khung giám sát đánh giá thị trường tài chính.

Khung giám sát đánh giá thị trường tài chính sẽ bao gồm: (i) Đánh giá vĩ mô thị trường tài chính (ảnh hưởng của thị trường tài chính quốc tế; ảnh hưởng của các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô trong nước; tác động của các chính sách tài khóa, tiền tệ; cảnh báo sớm nguy cơ

khủng hoảng trên thị trường tài chính...) và (ii) Đánh giá các chỉ tiêu lành mạnh tài chính (các chỉ tiêu lành mạnh tài chính trên các khu vực ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm; cấu trúc và sự phát triển của thị trường tài chính; cảnh báo rủi ro và khuyến nghị chính sách...)

3.2.4. Nâng cao hiệu lực giám sát chuyên ngành để chuẩn bị tốt cho việc hợp nhất các cơ quan giám sát.

Đổi mới cách thức giám sát thông qua áp dụng các công cụ giám sát mới. Nâng cao hiệu quả và hiệu lực giám sát chuyên ngành, tăng cường hiệu lực giám sát tuân thủ đồng thời chuyển dần sang giám sát dựa trên rủi ro thông qua việc thu hẹp các chuẩn mực trong nước với quốc tế cho các ngân hàng, công ty bảo hiểm; xây dựng và áp dụng các chỉ tiêu giám sát và ngưỡng cảnh báo an toàn vĩ mô, các mô hình định lượng.

Hiện đại hóa công nghệ và tăng khả năng ứng dụng công nghệ của các cơ quan thanh tra giám sát, xây dựng cơ sở dữ liệu hạ tầng đầy đủ, nhất quán và áp dụng công nghệ giám sát hiện đại để cập nhật thông tin từ cơ sở được giám sát đến cơ quan giám sát một cách kịp thời, nhanh chóng và đưa ra các dự báo chính xác kịp thời.

Tăng cường đội ngũ cán bộ có trình độ, dày dặn kinh nghiệm, kỹ năng cao để thực hiện các hoạt động giám sát tài chính. Tổ chức tốt công tác đào tạo, đào tạo lại đội ngũ nhân lực giám sát chuyên ngành, nâng cao năng lực phân tích chính sách và dự báo tài chính vĩ mô của cán bộ giám sát. Việc đào tạo, nâng cao năng lực chuyên môn, đạo đức nghề nghiệp cho đội ngũ chuyên môn cần gắn trách nhiệm đối với việc bỏ sót sai phạm khi thực hiện thanh tra, giám sát. Xây dựng cơ chế giám sát hoạt động thanh tra, giám sát, trong đó, có chế tài để xử lý các cá nhân của cơ quan thanh tra, giám sát có biểu hiện che giấu các sai phạm trong quá trình thanh tra, giám sát.

Xây dựng quy định hoạt động thanh tra, giám sát các tập đoàn, tổ chức tài chính hoạt động theo mô hình công ty mẹ - con kinh doanh đa ngành để đảm bảo an toàn của tổ chức tài chính được thanh tra, giám sát và an toàn chung của toàn hệ thống tài chính, quy định cụ thể các mô hình tổ chức tài chính để xác định cơ quan nào là cơ quan thanh tra, giám sát chuyên ngành chính. Trong đó, mỗi tập đoàn, tổ chức tài chính hoạt động theo mô hình công ty mẹ - con có một cơ quan giám sát chính; cho phép cơ quan giám sát chuyên ngành chính được quyền thanh tra, giám sát hoạt động của tất cả các công ty con, công ty liên kết của tổ chức tài chính mà không cần phải có sự đồng ý của cơ quan chủ quản, cơ quan quản lý chuyên ngành của tổ chức tài chính đó. Đồng thời xây dựng và ban hành bộ tiêu chuẩn chung giám sát hoạt động của các tổ chức tài chính phù hợp với chuẩn mực và thông lệ quốc tế.

Vai trò, trách nhiệm của từng cơ quan giám sát chuyên ngành cần được cụ thể hóa, phân định rõ ràng tránh sự chồng chéo, trùng lặp và quy trách nhiệm cho nhau. Đồng thời các cơ quan giám sát cần có sự phối hợp với nhau trong việc trao đổi, chia sẻ thông tin đảm bảo tính thống nhất trong hành động, cảnh báo, phát hiện và xử lý kịp thời các sai phạm của đối tượng bị thanh tra giám sát và đặc biệt là hỗ trợ việc tăng tính hiệu quả của giám sát an toàn vĩ mô và giám sát rủi ro hệ thống.

Thiết lập quan hệ hợp tác với các tổ chức quốc tế cũng như các cơ quan giám sát nước ngoài để có thể nhận được các hỗ trợ kỹ thuật cho nghiệp vụ giám sát tài chính và hỗ trợ lẫn nhau trong việc giám sát các hoạt động xuyên biên giới liên quan đến thị trường tài chính.

3.2.5. Nâng cao vị thế và tính độc lập của Ủy ban giám sát tài chính quốc gia

Hiện nay, UBGSTCQG Việt Nam là một tổ chức có tư cách pháp nhân, có trụ sở và con dấu riêng, có chức năng tham mưu, tư vấn cho Thủ tướng Chính phủ trong việc điều phối hoạt động giám sát TTTC quốc gia (ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm), giúp Thủ tướng Chính phủ giám sát chung TTTC, có quyền đề xuất việc ban hành các quy định trong điều phối hoạt động giám sát TTTC. Tuy nhiên quyền hạn và vị thế của UBGSTCQG còn hạn chế, không có thẩm quyền ban hành văn bản luật. Do đó đề xuất trong Luật giám sát tài chính quốc gia cần quy định rõ vị trí pháp lý độc lập của UBGSTCQG, theo đó UBGSTCQG trở thành một cơ quan trực thuộc Chính phủ hoặc Quốc hội, có đủ thẩm quyền trong việc ban hành văn bản pháp lý, quy định và xử lý vi phạm liên quan đến hoạt động thanh tra giám sát trên cả 3 lĩnh vực ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm. Cần quy định cơ chế chia sẻ thông tin, báo cáo thường xuyên, định kỳ hoặc báo cáo đột xuất về tình hình thực hiện hoạt động giám sát của các cơ quan giám sát chuyên ngành để có nguồn thông tin chính xác phục vụ cho hoạt động giám sát thị trường tài chính quốc gia, từ đó đưa ra tư vấn, cảnh báo rủi ro một cách kịp thời.

Tóm lại, đổi mới mô hình giám sát tài chính là việc làm cần được tiến hành song song với việc tiếp tục kiện toàn hệ thống tổ chức và vận hành thị trường tài chính. Trong bối cảnh hội nhập kinh tế quốc tế, thị trường tài chính Việt Nam tiếp tục chịu sự tác động mạnh mẽ từ những biến động của thị trường tài chính quốc tế. Nếu thiết lập được hệ thống giám sát tài chính đủ mạnh sẽ tạo tiền đề thuận lợi cho việc xây dựng, vận hành thị trường tài chính Việt Nam phát triển an toàn, lành mạnh, tránh được nguy cơ đổ vỡ dây chuyền hoặc nguy cơ xảy ra khủng hoảng tài chính.

Tài liệu tham khảo

- [1] Lê Xuân Sang (2013), Tái cơ cấu hệ thống giám sát thị trường tài chính Việt Nam, Tạp chí Quản lý Kinh tế, số 56
- [2] Lê Thị Thu Thủy (2012), Pháp luật Việt Nam về giám sát thị trường tài chính và thực tiễn áp dụng, Tạp chí Khoa học ĐHQGHN
- [3] Trần Kim Chung (2013), Hệ thống giám sát tài chính: Từ lý luận đến thực tiễn
- [4] Tô Ngọc Hưng (2011), Hệ thống giám sát tài chính Việt Nam, NXB Tài chính
- [5] Tô Ngọc Hưng (2013), Thực trạng và giải pháp giám sát tài chính tại Việt Nam, Tạp chí Tài chính, số 10
- [6] Lê Thị Thùy Vân (2013), Xu hướng cải cách hệ thống giám sát tài chính trên thế giới, Tạp chí Tài chính

- [7] Anh Duy (2011), Lựa chọn mô hình giám sát tài chính phù hợp cho Việt Nam, Chiến lược phát triển ngành ngân hàng – www.sbv.gov.vn
- [8] Đoàn Thị Thanh Hà (2013), Lựa chọn mô hình giám sát, kinh nghiệm các nước và bài học cho Việt Nam, Tạp chí Phát triển và Hội nhập, số 10
- [9] Nguyễn Mạnh Hùng (2013), Những vấn đề đặt ra trong công tác thanh tra giám sát chuyên ngành đối với tập đoàn tài chính ở nước ta, Hợp tác nghiên cứu – www.sbv.gov.vn
- [10] Viên Thế Giang, Võ Thị Mỹ Hương (2011), Phương hướng đổi mới giám sát tài chính Việt Nam
- [11] Working Group on Financial Supervision (2008), *The Structure of Financial Supervision: Approaches and Challenges in A Global Marketplace*, Special report.
- [12] United Nations (2015), Trade and Development Report, Making the international financial architecture work for development
- [13] OECD (2012), *Supervision of Financial Services in OECD area*.

ẢNH HƯỞNG CỦA MÔ HÌNH GIÁM SÁT TÀI CHÍNH ĐẾN HIỆU QUẢ ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

ThS. Nguyễn Thị Hòa

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Tóm tắt

Bài viết giới thiệu tổng quan bốn mô hình giám sát tài chính điển hình và điều kiện áp dụng của từng mô hình. Trên cơ sở phân tích mối quan hệ qua lại giữa các chính sách an toàn hệ thống với chính sách tiền tệ (CS TT), trong đó có ảnh hưởng của mô hình giám sát tài chính đến hiệu quả điều hành CS TT, bài viết nhấn mạnh sự phù hợp của mô hình giám sát hiện tại mà Việt Nam đang áp dụng, đồng thời đưa ra một số quan điểm, giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả phối hợp giữa chính sách an toàn và CS TT, hướng tới mục tiêu ổn định hệ thống tài chính, góp phần ổn định kinh tế vĩ mô, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

***Từ khóa:** an toàn hệ thống, chính sách vĩ mô thận trọng, giám sát an toàn vi mô, giám sát an toàn vĩ mô, ổn định tài chính, chính sách tiền tệ.*

IMPACT OF FINANCIAL SUPERVISION MODEL ON THE EFFECTIVENESS OF MONETARY POLICY

Nguyen Thi Hoa MSc

State Bank of Vietnam

Abstract

The paper gives an overview of four typical financial monitoring models and condition suitable for each model. On the basis of analyzing the interaction between system safety policies and monetary policies, including impact of the financial supervision model on the effectiveness of monetary policy, the paper highlights the relevance of current monitoring model applied in Viet Nam, and discuss a number of views and solutions to improve the effectiveness of coordination between safety and monetary policy, aiming at stabilizing the financial system, contributing to stabilizing the macro-economy, promoting economic growth.

***Keywords:** safe financial system, macro-prudential policies, micro- prudential supervision, macro- prudential supervision, financial stability, monetary policy.*

1. Đặt vấn đề

Khủng hoảng tài chính toàn cầu và suy thoái kinh tế đang có những dấu hiệu bước vào giai đoạn thoái trào. Tuy nhiên, những tín hiệu tiêu cực về nền kinh tế thế giới những năm sắp tới có thể sẽ lấn át những tín hiệu lạc quan, gây nguy hiểm cho sự phục hồi vốn còn chậm chạp trên thế giới: sự tan rã của liên minh Châu Âu, vai trò ngày càng mờ nhạt và suy giảm kinh tế Mỹ trong nền kinh tế chính trị khu vực, sự hạ cánh cứng của kinh tế Trung Quốc... Trong bối cảnh này, không thể phủ nhận việc các quốc gia sẽ có khả năng tiếp tục phải đối mặt với chu kỳ suy thoái kinh tế và khủng hoảng tài chính mới. Vấn đề đặt ra không phải là việc các nước xử lý đồ vỡ như thế nào mà là việc xây dựng cơ chế phòng ngừa và cảnh báo nguy cơ xảy ra khủng hoảng. Hơn bao giờ hết, sự phối hợp giữa CSTT với chính sách an toàn vĩ mô cũng như vai trò của ngân hàng trung ương (NHTW) trong ổn định tài chính phải được đặc biệt quan tâm.

2. Các mô hình giám sát tài chính trên thế giới và điều kiện áp dụng

Hiện nay trên thế giới tồn tại 04 mô hình giám sát tài chính được phân chia theo đối tượng giám sát/lĩnh vực giám sát, bao gồm: (i) Mô hình giám sát thể chế; (ii) Mô hình giám sát chức năng; (iii) Mô hình giám sát lưỡng đỉnh; (iv) Mô hình giám sát hợp nhất.

2.1. Mô hình giám sát thể chế

Mô hình giám sát thể chế dựa trên cách tiếp cận truyền thống, theo đó địa vị pháp lý của tổ chức tài chính sẽ quyết định cơ quan quản lý nào có nhiệm vụ giám sát hoạt động của nó. Theo cách tiếp cận này, hệ thống tài chính có 3 lĩnh vực: ngân hàng, chứng khoán và bảo hiểm, tương ứng là 3 cơ quan giám sát khác nhau. Trong đó, mỗi cơ quan giám sát toàn diện các lĩnh vực mà mình đảm nhiệm với mục tiêu: đảm bảo nguyên tắc kinh doanh, bảo vệ khách hàng và ổn định hệ thống tài chính.

Mô hình giám sát thể chế gồm bốn đặc điểm chính: (i) Tồn tại ba cơ quan riêng biệt giám sát ba mảng thị trường (ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm). Tuy đặc điểm hệ thống chính trị của từng nước mà các cơ quan sẽ trực thuộc các cấp thẩm quyền khác nhau; (ii) Hoạt động giám sát được chuyên môn hoá. Mỗi cơ quan có những kỹ thuật, nghiệp vụ riêng và hoạt động dưới những quy định, nguyên tắc và chuẩn mực khác nhau; (iii) Các cơ quan tiến hành giám sát thông qua một chu trình khép kín từ khâu cấp phép, kiểm tra giám sát định kỳ hoạt động kinh doanh, thanh tra và xử phạt vi phạm đến việc cho phép rút khỏi thị trường (đình chỉ hoặc xoá bỏ tổ chức); (iv) Việc phối hợp, chia sẻ thông tin giám sát, hạn chế rủi ro hệ thống phải được quy định cụ thể và đảm bảo bằng các văn bản quy phạm pháp luật, các thỏa thuận phối hợp, ghi nhớ...

Do những đặc điểm trên mà mô hình này thường phổ biến ở những thị trường tài chính chưa phát triển, năng lực giám sát, hệ thống pháp luật liên quan đến hoạt động giám sát chưa đủ mạnh; phạm vi hoạt động của các định chế tài chính chỉ nằm trong những hoạt động truyền thống, hoặc ngân hàng, hoặc bảo hiểm hoặc chứng khoán; các sản phẩm tài chính cũng chưa đa dạng, chưa có sự kết hợp giữa các loại hình dịch vụ tài chính.

Ở mô hình này, nhờ sự chuyên môn hoá, các cơ quan giám sát có thể nắm bắt được một cách sâu sắc nhất các đặc điểm về hoạt động của đối tượng giám sát, do đó, việc giám sát các lĩnh vực ngân hàng, tài chính, bảo hiểm tỏ ra hiệu quả hơn một cơ quan giám sát hai hay nhiều lĩnh vực trên thị trường tài chính. Việc giám sát cũng sẽ diễn ra thường xuyên hơn bởi hoạt động giám sát gắn liền với việc tổ chức hoạt động kinh doanh và được thực hiện bởi cùng một bộ chủ quản; yêu cầu giám sát cũng thường gắn liền với hoạt động nghiệp vụ của từng lĩnh vực nhằm đảm bảo an toàn cho từng định chế và hệ thống. Vì vậy, mô hình thể chế sẽ phát huy hiệu quả cao khi các cơ quan giám sát có phương pháp, quy trình và hệ thống chỉ tiêu giám sát đầy đủ, tuân theo thông lệ, chuẩn mực quốc tế tốt nhất; đặc biệt là việc đảm bảo một cơ sở hạ tầng tốt (bao gồm hệ thống máy tính để thu thập, xử lý thông tin và kho dữ liệu tập trung). Ngoài ra, do mỗi khu vực riêng chịu sự giám sát của các tổ chức khác nhau nên việc ban hành luật giám sát cho từng khu vực là yêu cầu tất yếu.

Tuy nhiên, cũng nhiều ý kiến cho rằng, việc áp dụng mô hình giám sát thể chế làm giảm tính hiệu quả của hoạt động giám sát khi không tạo được cơ chế độc lập cho hoạt động giám sát (cho phép cơ quan quản lý chuyên ngành vừa thực hiện chức năng quản lý hoạt động kinh doanh lại vừa quản lý hoạt động giám sát an toàn). Đây là trường hợp khi NHTW cùng lúc đóng hai vai, vừa xây dựng, ban hành cơ chế hoạt động cho các ngân hàng, vừa chính là cơ quan thanh tra giám sát các hoạt động đó, khiến việc phát hiện, xử lý sai phạm không thể thực hiện một cách minh bạch. Đặc biệt, việc phát triển của các tập đoàn tài chính đa năng hoạt động trong nhiều lĩnh vực và sự ra đời của các sản phẩm, công cụ tài chính phức tạp kéo theo sự gia tăng rủi ro từ những kẽ hở của pháp luật (regulatory arbitrage). Theo đó, các cơ quan giám sát sẽ gặp khó khăn trong việc xác định trách nhiệm giám sát đối với các sản phẩm liên kết đa lĩnh vực (ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm). Ngoài ra, nếu việc chia sẻ thông tin và sự phối hợp giữa các cơ quan giám sát thị trường không hiệu quả, việc giám sát toàn hệ thống sẽ bị hạn chế do thiếu thông tin giám sát.

Để khắc phục vấn đề này, các quốc gia áp dụng mô hình giám sát thể chế (như Thái Lan, Phillipines) thường ký kết các bản ghi nhớ song phương về chia sẻ thông tin và phối hợp hành động theo nguyên tắc tự nguyện giữa các cơ quan giám sát với nhau; hoặc hướng tới việc thành lập Ủy ban ổn định tài chính với vai trò là một chủ thể điều tiết hoạt động phối hợp giữa các thành viên là các cơ quan giám sát khác nhau. Nhiệm vụ của Ủy ban này là đảm bảo sự trao đổi thông tin và phối hợp hành động giữa lãnh đạo của NHTW và các cơ quan giám sát khác. Một số quốc gia cũng thiết kế cơ cấu nhân sự chéo, trong đó mỗi cơ quan giám sát sẽ cử đại diện của mình tham gia ban điều hành của các cơ quan giám sát còn lại để tăng cường sự trao đổi thông tin, đảm bảo hiệu quả cao hơn trong quá trình giám sát.

2.2. Mô hình giám sát chức năng

Mô hình giám sát chức năng là mô hình giám sát mà việc giám sát được xác định bởi hoạt động kinh doanh của các thực thể, không quan tâm đến hình thức pháp lý của các thực thể đó. Điểm khác nhau giữa mô hình này với mô hình giám sát thể chế là ở chỗ, mỗi loại hoạt động kinh doanh có thể có một cơ quan giám sát riêng biệt, do đó một tổ chức có thể

chịu sự giám sát của nhiều cơ quan khác nhau (ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm). Nếu cung cấp dịch vụ trên càng nhiều lĩnh vực, tổ chức này sẽ càng chịu sự giám sát của nhiều cơ quan. Do đó, mô hình này đòi hỏi có sự phân định rõ ràng trách nhiệm trong việc giám sát của các cơ quan tham gia giám sát đối với các hoạt động cụ thể như ngân hàng, chứng khoán hay bảo hiểm. Với đặc điểm trên, mô hình giám sát chức năng thường được áp dụng tại các quốc gia có hệ thống tài chính phát triển với nhiều sản phẩm tài chính phức tạp, kết hợp nhiều lĩnh vực (như ngân hàng-bảo hiểm, chứng khoán - bảo hiểm hay ngân hàng - chứng khoán...).

Hầu hết các nước thuộc mô hình giám sát chức năng (như Pháp, Italia) đều có hệ thống luật giám sát chặt chẽ dựa trên cơ sở 3 nhóm luật chính, hướng tới mục tiêu đảm bảo an toàn cho hệ thống tài chính của quốc gia và thúc đẩy sự phát triển của khu vực tài chính, đó là: (i) Luật ngân hàng với chức năng giám sát các hoạt động liên quan đến lĩnh vực ngân hàng, (ii) Luật tài chính với chức năng giám sát các hoạt động liên quan đến tài chính, chứng khoán, và (iii) Luật bảo hiểm với chức năng giám sát các hoạt động liên quan đến lĩnh vực bảo hiểm. Bên cạnh đó, hoạt động giám sát còn được hỗ trợ bởi các luật khác nhằm hỗ trợ việc giám sát tài chính như Luật doanh nghiệp, Luật cạnh tranh, Luật thương mại... Đối với hoạt động ngân hàng, NHTW thường được chỉ định là cơ quan chịu trách nhiệm giám sát.

Mô hình này được vận hành trên 3 nguyên tắc: (i) Có sự phân định rõ ràng trách nhiệm trong việc giám sát của các cơ quan tham gia giám sát đối với các hoạt động cụ thể như: ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm; (ii) Có sự phối hợp chặt chẽ giữa các cơ quan giám sát nhằm đảm bảo cho việc giám sát được hiệu quả do việc giám sát tài chính được phân công cho các cơ quan khác nhau; (iii) Các cơ quan giám sát có toàn quyền trong việc thực thi giám sát trong lĩnh vực của mình, từ việc cấp phép đến việc xử lý hành chính các hành vi vi phạm pháp luật. Theo đó, mô hình giám sát theo chức năng thường phù hợp với những thị trường tài chính phát triển khá thống nhất; phạm vi hoạt động của các định chế tài chính đa dạng; có sự kết hợp giữa các loại hình dịch vụ tài chính; đặc biệt năng lực giám sát, hệ thống pháp luật liên quan đến hoạt động giám sát phải tốt.

Ưu điểm của mô hình này là loại trừ được các khe hở giám sát do tránh được tình trạng nhiều cơ quan giám sát giải thích và thực hiện cùng một quy định theo những hướng khác nhau, hoặc thậm chí là mâu thuẫn; và cho phép xác định và giám sát một cách đầy đủ các tổ chức chỉ cung cấp một số lượng hạn chế các dịch vụ tài chính, hoặc các tổ chức quá nhỏ để có thể giám sát thận trọng và không nhất thiết phải chịu sự giám sát theo cách truyền thống. Tuy nhiên, do tính đa dạng và đổi mới của sản phẩm đặc biệt trong bối cảnh thị trường tài chính ngày càng phát triển như hiện nay, sẽ khó khăn trong việc phân biệt một hoạt động kinh doanh thuộc về cơ quan giám sát nào quản lý. Các tổ chức tài chính cũng sẽ có những bất lợi nhất định khi cùng lúc chịu sự giám sát của nhiều cơ quan. Đặc biệt, việc giám sát rủi ro hệ thống cũng sẽ bị hạn chế do thiếu thông tin đầy đủ, xuyên suốt về toàn bộ hoạt động của một tổ chức tài chính. Theo đó, việc xây dựng hệ thống thông tin tập trung, chia sẻ kho dữ liệu chung để giảm bớt quy trình và thời gian báo cáo cho các tổ chức tài chính, hỗ trợ tích cực cho việc tiến hành giám sát rủi ro toàn hệ thống được nhiều quốc gia áp dụng để giảm thiểu những bất lợi của mô hình.

2.3. Mô hình giám sát lưỡng đỉnh

Mô hình giám sát lưỡng đỉnh dựa trên nguyên tắc giám sát theo mục tiêu và dẫn đến sự phân chia chức năng giám sát đối với hai cơ quan: một cơ quan với chức năng giám sát an toàn (prudent) chịu trách nhiệm đảm bảo sự an toàn của cả hệ thống tài chính, và một cơ quan tập trung vào giám sát hoạt động kinh doanh (conduct-of-business) (các hoạt động cụ thể của các tổ chức tài chính trên thị trường) nhằm bảo vệ lợi ích của khách hàng. Đây được coi là mô hình tối ưu trong việc đảm bảo sự minh bạch, toàn vẹn thị trường và bảo vệ người tiêu dùng.

Mô hình giám sát lưỡng đỉnh tỏ ra hiệu quả tại những quốc gia có điều kiện kinh tế và thị trường tài chính phát triển. Đặc biệt mô hình này cũng được một số quốc gia đã từng áp dụng không thành công mô hình giám sát hợp nhất lựa chọn (như trường hợp của Anh¹) vì những ưu điểm nhất định trong việc đảm bảo sự minh bạch trong giám sát toàn bộ thị trường. Ngoài ra, việc xây dựng một hệ thống luật giám sát bao gồm nhiều luật khác nhau nhằm điều chỉnh phạm vi và quy định vai trò giám sát của từng cơ quan cũng là điều kiện quan trọng để áp dụng mô hình này.

Hạn chế của mô hình là làm nảy sinh mâu thuẫn khi cơ quan giám sát an toàn phải lựa chọn giữa sự an toàn hệ thống và bảo vệ người tiêu dùng vì cơ quan này thường sẽ ưu tiên mục tiêu an toàn hệ thống hơn và người tiêu dùng có thể bị thiệt hại khi một định chế tài chính nào đó phá sản. Do đó, một số quốc gia (Đức, Úc, Áo) đã quyết định thành lập thêm các cơ quan giám sát bổ sung để cân bằng lợi ích giữa quyền lợi của người tiêu dùng và an toàn hệ thống như việc thành lập Ủy ban cạnh tranh và người tiêu dùng chịu trách nhiệm bảo vệ người tiêu dùng nói chung và chống độc quyền.

2.4. Mô hình giám sát hợp nhất

Mô hình giám sát hợp nhất là mô hình chỉ bao gồm một cơ quan giám sát duy nhất chịu trách nhiệm giám sát toàn bộ các trung gian và thị trường thuộc lĩnh vực ngân hàng, tài chính và bảo hiểm. Theo đó, có hai loại giám sát hợp nhất: (i) Hợp nhất hoàn toàn (full integration): chỉ bao gồm một cơ quan duy nhất thực hiện việc giám sát toàn bộ ngành dịch vụ tài chính (ngân hàng, bảo hiểm) và thị trường vốn; (ii) Hợp nhất một phần (partial integration): cơ quan giám sát tài chính thực hiện giám sát 2 trên 3 lĩnh vực (two-pillar system) ví dụ như giám sát hai lĩnh vực ngân hàng và bảo hiểm; hoặc NHTW thực hiện giám sát các ngân hàng, và một tổ chức độc lập khác thì thực hiện giám sát các tổ chức tài chính phi ngân hàng và thị trường vốn. Mô hình hợp nhất một phần có đặc điểm và cơ chế hoạt động khá tương đồng với mô hình giám sát hai đỉnh nêu trên.

Sự khác nhau trong cơ cấu tổ chức của hai loại mô hình này chủ yếu dựa vào sự phân tách về trách nhiệm giám sát của NHTW và cơ quan giám sát tài chính hợp nhất đối với 3 mục tiêu của hệ thống giám sát tài chính: cơ quan giám sát tài chính hợp nhất chịu trách nhiệm chính về hai mục tiêu đó là giám sát an toàn vi mô và hoạt động kinh doanh; mục tiêu

¹ Với việc chuyển đổi sang mô hình giám sát lưỡng đỉnh, kể từ 1/4/2013, Cơ quan giám sát dịch vụ tài chính (FSA) của Anh được giải thể, Chính phủ Anh đã chuyển các chức năng của FSA sang cho Cơ quan hoạt động tài chính (Financial Conduct Authority – FCA) và Cơ quan giám sát an toàn (Prudential Regulation Agency – PRA).

còn lại là giám sát an toàn vĩ mô sẽ do cơ quan giám sát hợp nhất và một cơ quan khác (thường là NHTW) cùng chia sẻ trách nhiệm.

Ở hầu hết các quốc gia, việc thành lập cơ quan giám sát tài chính hợp nhất thường đồng thời với việc xem xét, sửa đổi, ban hành mới các đạo luật và quy định hiện hành trong lĩnh vực ngân hàng - chứng khoán - bảo hiểm nhằm tạo điều kiện cho cơ quan này hoàn thành tốt, hiệu quả chức năng nhiệm vụ. Thông thường, mô hình giám sát hợp nhất sẽ phải có các đạo luật chính sau: (i) Luật về cơ quan giám sát tài chính hợp nhất; (ii) Luật về ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm; (iii) Một số luật khác nhằm bổ sung hoặc hỗ trợ cho Luật về cơ quan giám sát tài chính như Luật doanh nghiệp, Luật hình sự...; (iv) Các cẩm nang hoặc thông tư hướng dẫn việc áp dụng các luật và quy định trong lĩnh vực tài chính; (v) Các cuốn sổ tay hướng dẫn giám sát đối với từng lĩnh vực cụ thể.

Vì mô hình này có quy mô, cơ cấu tổ chức nội bộ khá lớn nên vấn đề quan trọng nhất là phải đưa ra một khái niệm rõ ràng về mục tiêu, nhiệm vụ của cơ quan giám sát tài chính cũng như quyền hạn và trách nhiệm của các bộ phận trong cơ quan giám sát này. Theo đó, Luật về cơ quan giám sát tài chính phải được soạn thảo, chỉnh sửa và được thông qua trước khi cơ quan này được thành lập, trong đó Luật này phải trình bày rõ ràng mục tiêu, phạm vi điều chỉnh, quyền hạn cũng như trách nhiệm cơ quan giám sát tài chính. Các luật khác liên quan đến hoạt động của ngân hàng, công ty bảo hiểm, công ty chứng khoán phải minh bạch và nhất quán với Luật về cơ quan giám sát tài chính. Mô hình này thường phổ biến ở các thị trường tài chính phát triển. Những thay đổi trong chức năng hoạt động của các định chế tài chính, sự di chuyển vốn giữa các thị trường bộ phận, sự xuất hiện các sản phẩm tài chính mới là động lực cho sự ra đời mô hình giám sát hợp nhất.

Mô hình này có ưu điểm là ngăn ngừa những mâu thuẫn và khoảng cách trong việc giám sát các ngành thuộc lĩnh vực tài chính; Tạo ra một “sân chơi” thống nhất cho các ngành thuộc lĩnh vực tài chính; Nâng cao hiệu quả của hoạt động giám sát; tiết kiệm chi phí; nâng cao tính khả thi và hiệu quả của việc thực hiện 3 mục tiêu giám sát hoạt động kinh doanh, giám sát an toàn từng tổ chức và giám sát an toàn hệ thống. Tuy nhiên, điểm bất lợi là tính khả thi của mô hình giám sát hợp nhất. Sẽ là không khả thi nếu thực hiện giám sát 50 tổ chức lớn nhất với cùng một phương pháp mà không cần quan tâm đến những khác biệt ngành nghề của các tổ chức này; Sự khác biệt giữa các ngành thuộc lĩnh vực tài chính liên quan đến chuẩn mực kế toán trong hạch toán kinh doanh của NHTM, ngân hàng đầu tư và công ty bảo hiểm, chỉ có một số rất ít các tập đoàn tài chính tiến hành hợp nhất hoàn toàn hoạt động kinh doanh bảo hiểm với hoạt động ngân hàng; Khả năng ảnh hưởng đến sự cân bằng hợp lý giữa ba mục tiêu của hoạt động giám sát. Trên thực tế, mục tiêu giám sát hoạt động kinh doanh (conduct of business) dường như chỉ quan tâm đến việc mở rộng hình ảnh trong mắt người tiêu dùng và vấn đề chính trị hơn là các vấn đề liên quan đến việc bảo vệ người tiêu dùng; Những mâu thuẫn về quan niệm, về văn hóa trong mô hình giám sát hợp nhất. Trong mô hình này, nếu như các luật sư thường có xu hướng quan tâm nhiều hơn đến các quy định liên quan đến việc giám sát hoạt động kinh doanh của các tổ chức tài chính, trong khi đó các nhà kinh tế thường

coi giám sát an toàn toàn hệ thống là mục tiêu quan trọng hàng đầu; Khả năng cơ quan giám sát trở nên độc quyền và thiếu linh hoạt.

3. Ảnh hưởng của mô hình giám sát đến hiệu quả điều hành CSTT

Kinh nghiệm quốc tế cũng chỉ ra rằng, để một hệ thống tài chính hoạt động ổn định, an toàn và không quá nhạy cảm với khủng hoảng, việc xây dựng và tổ chức một hệ thống giám sát phù hợp là đặc biệt quan trọng. Hiệu quả của mô hình giám sát tài chính sẽ tác động trực tiếp đến hiệu quả hoạt động và an toàn của hệ thống các TCTD và thông qua việc duy trì, đảm bảo an toàn hệ thống tác động đến hiệu quả điều hành CSTT của NHTW. Điều này được lý giải như sau:

- Kênh dẫn truyền chủ yếu của CSTT đến nền kinh tế thường là thông qua hệ thống tài chính, trong đó chủ yếu là hệ thống ngân hàng (thông qua quá trình điều tiết cung tiền để cung ứng vốn cho nền kinh tế hoặc hỗ trợ thanh khoản cho hệ thống). Một hệ thống tài chính nói chung và ngân hàng nói riêng hoạt động an toàn, ổn định sẽ giúp nâng cao hiệu lực của CSTT, đồng thời giảm các rủi ro không mong muốn. Một hệ thống giám sát hiệu quả là một trong những điều kiện quan trọng góp phần tạo môi trường cho các TCTD hoạt động an toàn, lành mạnh, ổn định, hiệu quả.

- Theo chiều ngược lại, hệ thống giám sát tài chính nói chung trong đó cơ quan giám sát đảm bảo thực thi các chính sách an toàn vĩ mô sẽ góp phần quan trọng trong việc nhận dạng các rủi ro tiềm ẩn, đưa ra các tín hiệu cảnh báo, thực thi một số các biện pháp đảm bảo an toàn, ngăn ngừa hành vi chấp nhận rủi ro quá mức. Điều này góp phần giảm bớt các xung đột về mặt chính sách hoặc giảm thiểu những tác động phụ (không mong muốn) của một biện pháp chính sách cụ thể và tạo thêm không gian để CSTT có thể theo đuổi các mục tiêu của mình, qua đó nâng cao hiệu quả điều hành CSTT.

4. Một số hàm ý chính sách cho Việt Nam

4.1. Thay đổi tư duy chính sách theo hướng kết hợp hài hòa giữa CSTT và chính sách vĩ mô thận trọng (macroprudential policies)

Khủng hoảng tài chính 2007-2008 làm thay đổi mạnh mẽ tư duy thiết lập khung chính sách, trong đó khung chính sách mới hướng tới việc lấp đầy khoảng trống chưa được điều tiết bởi CSTT và chính sách an toàn vĩ mô. Giai đoạn trước khủng hoảng, hầu hết ngân hàng trung ương (NHTW) các nước đều cho rằng mục tiêu ổn định tài chính đạt được là nhờ các quy tắc giám sát an toàn vĩ mô (hoạt động thanh tra, giám sát các ngân hàng) còn NHTW chỉ tập trung vào mục tiêu kiềm chế lạm phát. Với lý luận đó, CSTT chỉ hướng tới việc ổn định giá cả và khuôn khổ CSTT lạm phát mục tiêu là đủ để NHTW thực hiện mục tiêu ổn định lạm phát trong trung hạn; trong khi việc giám sát tài chính tập trung vào rủi ro của từng định chế tài chính mà bỏ ngỏ sự phối hợp giữa nhóm chính sách kinh tế vĩ mô (tiền tệ và tài khóa), cũng như chưa làm rõ cơ quan nào được giao trách nhiệm đối phó với rủi ro hệ thống tài chính.

Khi đổ vỡ xảy ra, các nhà quản lý mới nhìn nhận rõ hơn về những bất cập trong giám sát tài chính, đặc biệt ở cấp độ giám sát an toàn vĩ mô - liên quan đến toàn bộ hệ thống tài

chính; việc sử dụng đơn thuần các công cụ của CSTT là không đủ để xử lý sự đổ vỡ của bong bóng tài sản xuất phát từ việc cho vay không kiểm soát. Đặc biệt, các NHTW đã ý thức được việc chính sách chỉ tập trung vào mục tiêu ổn định giá là chưa đủ để tạo ra một môi trường kinh tế vĩ mô tốt và ổn định; mà cần kết hợp với việc duy trì một hệ thống giám sát hiệu quả và khuôn khổ giám sát thận trọng (trong đó bao gồm các yêu cầu về vốn, thanh khoản, hành động can thiệp kịp thời (prompt corrective action), quy trình quản trị rủi ro chặt chẽ của từng định chế cũng như việc giám sát tính tuân thủ pháp luật của các định chế trong hệ thống). Theo đó, khuôn khổ chính sách thay đổi theo hướng tăng cường phối hợp chính sách vĩ mô, với trọng tâm phối kết hợp hài hòa giữa CSTT với chính sách vĩ mô thận trọng, thắt chặt liên kết giữa khối điều hành CSTT và cơ quan thanh tra, giám sát. Đây là bài học kinh nghiệm quý báu mà Việt Nam cần áp dụng.

4.2. Tạo môi trường thuận lợi cho CSTT đạt được mục tiêu thông qua việc hoàn thiện mô hình giám sát

Không có mô hình tối ưu vì sự phù hợp trong lựa chọn mô hình của từng nước phụ thuộc vào sự phát triển của thị trường tài chính, thể chế chính trị và đặc trưng của nền kinh tế của nước đó. Tuy nhiên, dù áp dụng mô hình giám sát tài chính nào, các nước cũng đều cần xem xét đảm bảo đạt được ba mục tiêu với nguồn lực hiện có và chi phí tối ưu, đó là: (i) đảm bảo sự ổn định, vận hành thông suốt của toàn bộ thị trường tài chính và nền kinh tế; (ii) đảm bảo sự lành mạnh, an toàn của các thể chế tài chính; (iii) đảm bảo đạo đức kinh doanh thị trường tài chính và bảo vệ người tham gia thị trường².

Đối với Việt Nam, việc duy trì hệ thống giám sát thể chế ở thời điểm hiện tại là phù hợp với điều kiện của một quốc gia đang phát triển và có trình độ phát triển của hệ thống tài chính ở mức trung bình, trong đó các NHTM giữ vai trò chi phối trong hệ thống tài chính³. Tuy nhiên, để khắc phục hạn chế của mô hình giám sát thể chế như đã phân tích ở trên và cải thiện hơn nữa mối quan hệ giữa điều hành CSTT và giám sát an toàn hệ thống, cần nghiên cứu, thực hiện các định hướng, giải pháp sau:

Một là, tăng cường vai trò và thẩm quyền của NHTW trong đảm bảo an toàn hệ thống và mở rộng phạm vi giám sát cho cơ quan thanh tra, giám sát

Từ thập kỷ 80 đến nay, các nước trên thế giới có xu hướng cải tổ mạnh mẽ cấu trúc giám sát theo hướng tập trung chức năng giám sát thị trường tài chính (ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm) vào một đơn vị duy nhất – Cơ quan giám sát tài chính (Financial supervision agency - FSA) và chuyển giao chức năng giám sát ngân hàng từ NHTW, chức năng giám sát chứng khoán và bảo hiểm từ các đơn vị giám sát chuyên ngành sang đơn vị này. Điều này xuất phát từ nhận định NHTW chỉ nên tập trung vào việc sử dụng các công cụ của CSTT, kiềm chế lạm phát bởi lạm phát thấp được cho là nhân tố chính góp phần thúc đẩy ổn định tài chính. Nhiều NHTW còn cho rằng CSTT và chính sách ổn định tài chính là hai

² Trần Kim Chung, 2013, Hệ thống Giám sát thị trường tài chính: Từ lý luận đến thực tiễn, Viện nghiên cứu quản lý kinh tế trung ương.

³ Hiện tại, các NHTM chiếm đến trên 80% tổng tài sản trong hệ thống tài chính.

phạm trù tách rời, có thể điều hành một cách riêng rẽ, kéo theo xu hướng thành lập Cơ quan giám sát độc lập, tách rời nhiệm vụ giám sát an toàn vĩ mô ra khỏi chức năng của NHTW.

Tuy nhiên, khủng hoảng tài chính 2007-2008 cho thấy sự bất cập trong việc các cơ quan quản lý giám sát chỉ tập trung vào từng định chế tài chính riêng lẻ (microprudential) mà không đánh giá đầy đủ mối liên kết chặt chẽ giữa các định chế này, giữa các khu vực tài chính, giữa các thị trường tài chính, và tác động tiềm tàng đến toàn bộ hệ thống tài chính và nền kinh tế (Shin, 2009). Một loạt định chế tài chính có bề dày hoạt động, nguồn lực tài chính dồi dào, công nghệ hiện đại đã sụp đổ, hoặc bị mua lại, hoặc phải nhận hỗ trợ từ chính phủ và NHTW. Điều này đặt ra yêu cầu cần có cơ quan đầu mối trong việc đánh giá những rủi ro hệ thống (systemic financial risk)⁴ và xử lý trong điều kiện xảy ra khủng hoảng. Theo đó, cho dù ở các nước có cơ quan giám sát tài chính hợp nhất độc lập hay các nước áp dụng mô hình giám sát thể chế, lưỡng định, chức năng, việc NHTW đảm nhận vai trò chủ chốt trong theo dõi, quản lý, và điều tiết ổn định tài chính và hệ thống tài chính đã và đang trở thành một xu hướng phổ biến. Từ sau 2008, ổn định tài chính đã được ghi nhận như một chức năng, nhiệm vụ của NHTW ở nhiều quốc gia, thậm chí, NHTW nhiều nước đã có xu hướng luật hóa mục tiêu ổn định tài chính trong đó quy định cụ thể khuôn khổ đánh giá tổng thể và bổ sung thêm chính sách đảm bảo ổn định tài chính (trọng tâm là chính sách an toàn vĩ mô), qua đó đảm bảo tăng trưởng kinh tế ổn định và bền vững. Theo thống kê của BIS, đến cuối năm 2014, 99 quốc gia trên tổng số 120 quốc gia khảo sát (tương đương 82,5%) đã có quy định về mục tiêu ổn định tài chính một cách cụ thể trong chức năng của NHTW. Trong số này, có 85 NHTW (tương đương khoảng 86%) được giao nhiệm vụ xem xét tính ổn định, lành mạnh và hoạt động hiệu quả cho toàn hệ thống tài chính⁵. Hầu hết các nước thuộc khu vực Đông Nam Á đã bổ sung mục tiêu ổn định tài chính vào luật NHTW (Philippines, Thailand, Malaysia, Singapore, Indonesia). Đặc biệt, Malaysia còn tiến xa hơn khi quy định nhiệm vụ ổn định tài chính ngang hàng với nhiệm vụ ổn định tiền tệ.

Bên cạnh đó, việc giám sát các đoàn tài chính ngân hàng trong bối cảnh các sản phẩm liên kết xuất hiện ngày càng nhiều cùng với sự mở rộng lĩnh vực kinh doanh của các công ty, tập đoàn cũng cần được chú trọng đẩy mạnh.

Hai là, tiếp tục xây dựng khuôn khổ pháp lý quy định chặt chẽ hơn cơ chế phối hợp giám sát giữa các cơ quan giám sát trong hệ thống tài chính Việt Nam, trong đó quy định rõ chức năng, nhiệm vụ của các thành viên để tránh chồng chéo và bù lấp khoảng trống giám sát

Theo đó, cần phân định rõ chức năng, nhiệm vụ, quyền hạn của từng thành viên trong mạng lưới an toàn tài chính quốc gia; trong đó xác định vai trò của cơ quan đầu mối trong

⁴ Ủy ban ổn định tài chính toàn cầu (CGFS, 2010) định nghĩa rủi ro hệ thống là “rủi ro gián đoạn các dịch vụ tài chính, có thể tác động đến toàn bộ hoặc một số phần của hệ thống tài chính và có khả năng tác động nghiêm trọng đến nền kinh tế thực”. 04 nhóm rủi ro hệ thống chủ yếu bao gồm: (i) Rủi ro gây ra bởi tăng trưởng tín dụng nóng và tăng giá tài sản do cung tín dụng nóng; (ii) rủi ro gây ra bởi tỉ lệ đòn bẩy tài chính (tài sản/vốn chủ sở hữu) quá cao và quá trình giảm mức sử dụng đòn bẩy tài chính (deleverage); (iii) rủi ro thanh khoản hệ thống do các định chế tài chính và các chủ thể tham gia thị trường khác không thể huy động nguồn ngắn hạn; (iv) rủi ro hệ thống liên quan đến dòng dịch chuyển vốn (capital flows) lớn và không ổn định, bao gồm cả cho vay bằng ngoại tệ.

⁵ The role of central banks in macroeconomic and financial stability, BIS no 76, 02/2014

việc thúc đẩy ổn định tài chính và giám sát khu vực ngân hàng, bao gồm cả giám sát các tập đoàn tài chính. Xây dựng cơ chế phối hợp hoặc cơ cấu chéo nhân sự tại các cơ quan giám sát tài chính nhằm đảm bảo cho quá trình thanh tra, giám sát được chặt chẽ và đầy đủ thông tin. Cơ chế giám sát an toàn vĩ mô và phòng tránh khủng hoảng nhằm ngăn ngừa kịp thời các rủi ro hệ thống và xử lý có hiệu quả các tác động, ảnh hưởng tiêu cực từ các cuộc khủng hoảng tài chính cũng cần được thiết lập.

Ba là, tiếp tục nâng cao chuẩn mực an toàn trong lĩnh vực tài chính; đưa ra tiêu chuẩn mới để định dạng các định chế tài chính có rủi ro hệ thống (SIFIs) và các phương thức mới để giám sát và giảm thiểu rủi ro của các định chế này

Các chuẩn mực an toàn về vốn, thanh khoản, và rủi ro hệ thống được nâng cao nữa với mục tiêu cải thiện an toàn hệ thống tài chính, điều hòa chu kỳ kinh tế, và giảm thiểu chi phí với người dân trong trường hợp khủng hoảng nổ ra. Vốn tự có được yêu cầu tăng cả về lượng và chất tại các quy định Basel III (do Ủy ban Basel ban hành), quy định về yêu cầu vốn tối thiểu CRR - Capital Requirements Regulation/CRD4 - Capital Requirement Directive IV (do Liên minh châu Âu ban hành) và đạo luật Dodd-Frank Act (do Mỹ ban hành). Tiêu chuẩn an toàn về thanh khoản cũng được nâng cấp để đảm bảo các định chế tài chính đủ khả năng thanh toán (theo quy định tại Basel III và CRR).

Các định chế tài chính có rủi ro hệ thống được xác định trên phạm vi toàn cầu (G-SIFIs) và từng quốc gia (D-SIFIs). Trên phương diện quốc tế, tháng 11/2012, Ủy ban ổn định tài chính G20 (FSB) xác định 29 định chế tài chính có rủi ro ảnh hưởng toàn cầu (G-SIFIs) yêu cầu các định chế này bổ sung mức vốn, áp dụng các chế độ giám sát sâu rộng hơn, và xây dựng kế hoạch cho trường hợp phải đóng cửa phá sản. Cách tiếp cận này cũng được các quốc gia (như Mỹ với đạo luật Dodd-Frank Act 2010, Châu Âu, và một số nước khác) áp dụng cho các định chế tài chính có rủi ro hệ thống ở trong nước (D-SIFIs).

Theo đó, từ nay đến năm 2020, hệ thống các TCTD Việt Nam cần áp dụng đầy đủ Basel II theo phương pháp cơ bản, tiến tới áp dụng Basel II theo phương pháp nâng cao sau năm 2020. Tiếp tục nâng cao khả năng cảnh báo sớm của Ngân hàng Nhà nước đối với những rủi ro tiềm ẩn mang tính hệ thống và ngăn ngừa nguy cơ vi phạm pháp luật ngành Ngân hàng của các TCTD, chi nhánh ngân hàng nước ngoài; xây dựng tiêu chí để xác định các tổ chức tín dụng có tầm quan trọng hệ thống; nâng cao hiệu quả hoạt động giám sát an toàn vĩ mô và giám sát an toàn vĩ mô trên cơ sở triển khai các công cụ, phương pháp giám sát rủi ro mới gắn liền với đẩy mạnh ứng dụng công nghệ thông tin; tiến tới áp dụng phương pháp thanh tra, giám sát dựa trên cơ sở rủi ro theo các thông lệ, chuẩn mực quốc tế đối với toàn hệ thống các tổ chức tín dụng.

5. Kết luận

Có thể thấy, sau khủng hoảng, sự phối hợp nhịp nhàng giữa các chính sách kinh tế vĩ mô ngày càng được nhìn nhận một cách rõ nét hơn và được chú trọng hơn. Sự phối hợp không chỉ dừng lại giữa chính sách tài khóa và CSTT như vẫn thường được nói đến mà bao gồm cả phối hợp giữa CSTT và chính sách an toàn, trong đó bao gồm sự tương thích và vận hành hiệu quả của mô hình giám sát hệ thống tài chính nói chung và hệ thống ngân hàng nói riêng.

Một mô hình giám sát tài chính phù hợp sẽ phát huy hiệu lực, hiệu quả trong công tác giám sát hệ thống tài chính, tạo môi trường thuận lợi cho sự phối hợp chặt chẽ, tương hỗ và phát huy tác dụng của các chính sách kinh tế vĩ mô. Từ đó, đảm bảo sự an toàn, ổn định của một hệ thống tài chính, sự ổn định kinh tế vĩ mô và tăng trưởng kinh tế bền vững – là mục tiêu hàng đầu của mỗi quốc gia./.

Tài liệu tham khảo

- [1] IMF, 2012, *Japan: Basel Core Principles for Effective Banking Supervision—Detailed Assessment of Compliance*.
- [2] Lee Jang Yung, 2007, *Korea's experience of financial supervision and financial sector examination*.
- [3] OECD, 2012, *Supervision of financial services in OECD area*.
- [4] *The role of central banks in macroeconomic and financial stability*, BIS no 76, 02/2014.
- [5] *Central bank: Before, during, and after crisis*, Masaaki Shirakawa Governor, Bank of Japan, 2013.
- [6] *Banking Supervision in Austria*, Oesterreichische Nationalbank, 2009.
- [7] *Guide to banking supervision*, European Central Bank, 2014.
- [8] Melecky, Martin & Podpiera, Anca Maria, 2015, *Placing Bank supervision in the Central Bank: implications for financial stability based on evidence from the global crisis*, Policy Research Working Paper Series 7320, The World Bank.
- [9] Melecky, Martin & Podpiera, Anca Maria, 2012, *Institutional structures of financial sector supervision, their drivers and emerging benchmark models*, MPRA Paper 37059, University Library of Munich, Germany.
- [10] Lucia Dalla Pellegrina, Donato Masciandaro, 2008, *Politicians, central banks, and the shape of financial supervision architectures*, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 16 Issue: 4, pp.290-317.
- [11] Daniel Zubwebuhler, 2013, *Recommendations for Financial Supervisory Architecture in Vietnam*, KPMG.

- [12] Đoàn Thanh Hà, 2012, *Nâng cao hiệu lực, hiệu quả hoạt động thanh tra, giám sát ngân hàng đối với các TCTD trên địa bàn TP.HCM*, Đề tài nghiên cứu khoa học cấp ngành.
- [13] Nguyễn Đăng Hồng, 2010, *Giải pháp đảm bảo an toàn hệ thống ngân hàng Việt Nam trong điều kiện hiện nay*, Đề tài nghiên cứu khoa học cấp ngành.
- [14] Hoàn thiện nền tảng giám sát hiệu quả thị trường tài chính Việt Nam, 2013, Báo cáo của Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia tại Hội thảo quốc tế “Tăng cường giám sát và lành mạnh hoá hệ thống tài chính”.
- [15] Lê Thị Thùy Vân, 2013, *Xu hướng cải cách hệ thống giám sát tài chính trên thế giới*, Tạp chí tài chính (số 10, 2013).

CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ SAU KHỦNG HOẢNG: DIỄN BIẾN QUỐC TẾ VÀ THỰC TẾ ĐIỀU HÀNH CỦA VIỆT NAM GIAI ĐOẠN 2011-2015

*ThS. Phạm Xuân Hòa - ThS. Nguyễn Thu Trang -
ThS. Nguyễn Hoài Nam - ThS. Nguyễn Thị Minh Ngọc
Ngân hàng Nhà nước Việt Nam*

Tóm tắt

Bài viết mong muốn khái quát những đặc điểm lớn trong điều hành CSTT sau khủng hoảng ở các nước lớn; Việc sử dụng công cụ chính sách phi truyền thống như QE, FG, lãi suất âm và sự phình to của bảng cân đối của NHTW một số nước; Những nét chính trong điều hành CSTT của các nước Châu Á, các nước đang phát triển rất gần Việt Nam. Bài nghiên cứu cố gắng đánh giá lại những nét nổi bật trong điều hành CSTT giai đoạn 2011-2015 của NHNN Việt Nam để thấy rõ hơn những thay đổi căn bản trong cung cách điều hành, trong việc sử dụng công cụ của CSTT một cách đồng bộ, bài bản và mang tính thị trường hơn...

Từ khóa: chính sách tiền tệ, khủng hoảng, điều hành

1. Những thay đổi trong điều hành CSTT của NHTW các nước lớn và Châu Á

Đã gần 10 năm sau khoảng hoảng tài chính toàn cầu diễn ra vào năm 2008, nhìn lại diễn biến CSTT của NHTW các nước, đặc biệt là những nước lớn trên thế giới có thể khẳng định rằng cuộc khủng hoảng lần này đã có ảnh hưởng mạnh mẽ đến việc điều hành CSTT trong thực tế. Sau khủng hoảng, vai trò, chức năng của NHTW đã được đàm thảo nhiều hơn, đồng thời bộ công cụ của CSTT cũng đã có những thay đổi nhất định - không chỉ bao gồm những hình thái quen thuộc như lãi suất, tỷ giá, tín dụng,..... - thường được gọi là công cụ truyền thống, mà nó đã được phát triển dưới nhiều tên gọi mới thậm chí là xuất hiện cả những công cụ mới – công cụ phi truyền thống, cụ thể như chính sách lãi suất 0% - ZIRP; nới lỏng định lượng – QE; Định hướng thị trường tiền tệ - FG; Lãi suất tiền gửi âm – NDR. Thậm chí, quan điểm điều hành CSTT cũng không chỉ hoàn toàn thiên về nới lỏng hay thắt chặt mà còn có thể ở trạng thái cân bằng – thích ứng với diễn biến của nền kinh tế.

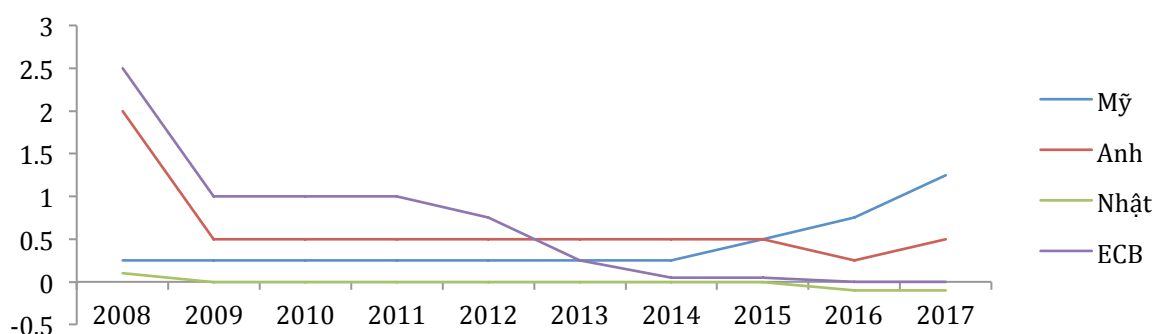
Sau khi khủng hoảng xảy ra, trong điều kiện dư địa của chính sách tài khóa đã rơi vào trạng thái cạn kiệt, CSTT được xem là chính sách hỗ trợ duy nhất cho kinh tế, tài chính toàn cầu. Chính vì vậy, phản ứng được xem là truyền thống của NHTW lúc bấy giờ đó là cắt giảm lãi suất. Lúc đầu việc giảm lãi suất được thực hiện cầm chừng sau đó đã diễn ra quyết liệt và ngày càng có xu hướng tiến tới các giới hạn thấp hơn. Sự thay đổi không chỉ diễn ra trong cách điều hành công cụ lãi suất áp dụng cho các khoản dự trữ tại NHTW mà tiếp đến là những thay đổi trong cách thức cung tiền ra nền kinh tế, cách thức quản lý kỳ vọng dưới hình thức các gói QE, FG – được biết đến là các công cụ phi truyền thống của CSTT.

Chính sách tiền tệ phi truyền thống của các nước lớn

Trong giai đoạn 2011 – 2014, các nước phát triển như Mỹ, Anh, Nhật Bản và khu vực EU đã đồng loạt thực hiện CSTT phi truyền thống - unconventional để theo đuổi các mục tiêu lớn như ổn định giá cả; phục hồi chức năng của hệ thống tài chính trung gian và thị trường tài chính; hỗ trợ cho tăng trưởng kinh tế. Các mục tiêu này có quan hệ chặt chẽ với nhau, đều hướng tới cái đích cuối cùng là hỗ trợ cho sự ổn định kinh tế thông qua việc giảm thiểu rủi ro sau khủng hoảng, ngăn chặn sự sụp đổ của hệ thống tài chính, sự suy giảm kinh tế và giảm phát. Hơn nữa, các chính sách này cũng có ảnh hưởng tích cực đối với các nền kinh tế mới nổi thông qua sự dịch chuyển của các dòng vốn.

Chính sách lãi suất: giới hạn đã bị xóa bỏ

Hình 1: Diễn biến lãi suất điều hành NHTW của các nước lớn



Để hỗ trợ kích thích tăng trưởng kinh tế và theo đuổi các mục tiêu lạm phát, công cụ lãi suất đương nhiên sẽ là lựa chọn đầu tiên của NHTW các nước. Những nền kinh tế đi đầu trong xu hướng này ngoại trừ sự vận dụng của Nhật Bản từ trước khủng hoảng phải kể đến Mỹ, Canada, EU, ECB... Lãi suất đã liên tục được cắt giảm, phổ biến giao động trong ngưỡng từ 0 – 0,25% và chưa có dấu hiệu chấm dứt rõ ràng trong khối NHTW các nước lớn. Cụ thể trong cuộc họp hội cuối năm 2014, Fed đã quyết định giữ nguyên tỷ lệ lãi suất thấp trong một khoảng thời gian hợp lý sau khi kết thúc các chương trình mua tài sản ở quy mô lớn trong điều kiện lạm phát vẫn thấp dưới 2%. Bên cạnh đó trong khuôn khổ mục tiêu chỉ dẫn được ban hành vào tháng 7/2014, ECB cũng tuyên bố sẽ duy trì lãi suất ở mức thấp thêm một thời gian nữa khi chưa đạt được mục tiêu lạm phát, khu vực kinh tế thực vẫn còn yếu kém, cơ chế truyền tải CSTT chưa được hiệu quả. Cùng duy trì xu hướng đó, Nhật Bản cũng tuyên bố giữ nguyên tỷ lệ lãi suất điều hành thấp dưới 0,1%, được duy trì từ năm 2009. Thậm chí có thể nhận thấy rằng lãi suất xấp xỉ 0% cũng không đủ để có thể thực hiện được các mục tiêu theo đuổi của NHTW một số nước nên giới hạn thấp gần ngưỡng 0% đã bị phá vỡ, lãi suất điều hành đã giảm xuống mức âm. Nổi bật đó là mức lãi suất âm mà ECB đã áp dụng vào giữa năm 2014 đối với phần dự trữ vượt quá và chính sách lãi suất -0,1% đối với tài khoản tiền gửi của các NHTM tại NHTW, tương tự chính sách lãi suất âm cũng đã xuất hiện tại một số quốc gia tại khu vực Châu Âu như Đan Mạch, Thụy Sĩ. Trên thực tế, chính sách lãi suất âm không được sử dụng một cách cô lập mà nó chính là một phần của các công cụ phi truyền thống được đưa ra để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và đưa lạm phát trở về mức mục tiêu.

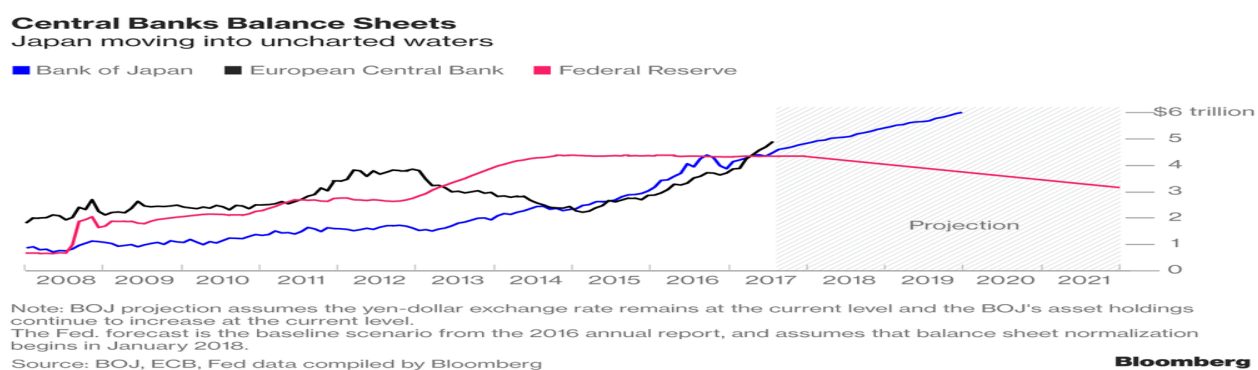
Các chương trình nói lỏng định lượng - QE

Sau năm 2007, 4 trong số các NHTW lớn nhất thế giới là Mỹ, Nhật Bản, Ngân hàng Trung ương Châu Âu và nước Anh đã sử dụng QE để đối phó với khủng hoảng. Vào thời điểm này, mặc dù các NHTW có rất ít kinh nghiệm trong việc sử dụng bảng cân đối của NHTW làm công cụ chính sách, ngoại trừ Nhật Bản (triển khai chương trình mua trái phiếu Chính phủ từ năm 2001), nhưng công cụ QE vẫn được lựa chọn để bơm tiền ra nền kinh tế thông qua việc mua trái phiếu chính phủ và mua lại tài sản của khu vực tư nhân. Trong đó, Fed và BOJ đã cũng thực hiện QE vào cuối năm 2008, BOE triển khai vào tháng 1/2009 còn ECB thì chậm hơn, bắt đầu triển khai vào tháng 1/2015.

Các gói QE được triển khai với kỳ vọng là sẽ phát huy hiệu quả thông qua hiệu ứng cân bằng danh mục đầu tư và thông qua hiệu ứng tài khóa. Trong trường hợp thứ nhất, việc NHTW bỏ tiền ra để mua các chứng khoán có mức độ rủi ro và kỳ hạn khác nhau trong danh mục đầu tư sẽ tác động đẩy giá chứng khoán gia tăng và lãi suất của các chứng khoán giảm xuống. Khi chi phí vay mượn ở mức thấp sẽ tác động làm gia tăng nhu cầu đầu tư của các hộ gia đình và doanh nghiệp trong nền kinh tế. Trong trường hợp thứ hai, việc chi phí vay mượn thấp sẽ giảm gánh nặng cho Chính phủ và giảm chi phí trong tương lai. Ngoài ra, thông qua gói QE, trong điều kiện mọi diễn biến khác là ổn định thì nó cũng có thể giúp NHTW định hình kỳ vọng lạm phát. Bởi vì, khi một NHTW công bố sẽ theo đuổi một tỷ lệ lạm phát cao hơn thì các gói QE cũng sẽ thuyết phục thị trường về khả năng thực hiện mục tiêu mà NHTW theo đuổi. Và nếu thị trường cho rằng giá trị của đồng tiền sẽ giảm xuống trong tương lai thì sẽ kích thích mọi người tiêu dùng nhiều hơn nữa tại thời điểm hiện tại. Thực hiện các gói QE đã mở rộng hơn vai trò người cho vay cuối cùng và xóa nhòa ranh giới giữa CSTT và CSTK, đồng thời cũng làm phình to hơn bảng cân đối tài sản của các NHTW. Trong khoảng thời gian từ năm 2007 – 2012, bảng cân đối tài sản của NHTW Anh đã tăng 380% và tại Châu Âu và Mỹ đã tăng lần lượt là 241% và 221%.

Về cơ bản, các gói QE được áp dụng tại Mỹ, Nhật và NHTW Châu Âu mặc dù có khác nhau về thời gian thực hiện cùng một số chi tiết cụ thể nhưng đều có điểm chung là triển khai các chương trình mua tài sản với quy mô lớn và tiếp tục thực hiện chính sách này mà chưa xác định thời điểm kết thúc và có cam kết để kết nối khung thời gian thực hiện chương trình với các mục tiêu điều hành, ví dụ như Fed cam kết là sẽ tiếp tục mua tài sản cho đến khi thị trường lao động được cải thiện bền vững trong điều kiện ổn định của giá cả, còn BOJ cho rằng họ sẽ thực hiện đến khi đạt được mục tiêu lạm phát (2%). Tuy nhiên, trong thực tế, Fed đã chính thức công bố kết thúc các chương trình nói lỏng định lượng vào tháng 10/2014 nhưng Châu Âu và Nhật Bản thì chưa xác định được hồi kết của việc sử dụng công cụ này. Các chương trình QE được thực hiện vào cuối năm 2014 và đầu năm 2015 tại Châu Âu nhằm mục đích là tăng cường vốn cho khu vực doanh nghiệp vừa và nhỏ, thúc đẩy tăng trưởng và cải thiện tình trạng thất nghiệp tại các nền kinh tế trong khu vực Châu Âu. Còn tại Nhật Bản, các chương trình QE vẫn tiếp tục được thực hiện khi lạm phát vẫn thấp dưới ngưỡng 2%. Cuối tháng 10/2014, BOJ tuyên bố sẽ tăng lượng tiền cơ bản hàng năm khoảng 80 nghìn tỷ JPY và quan điểm chính sách này vẫn tiếp tục được duy trì *cho đến thời điểm hiện nay*.

Hình 2: Bảng cân đối NHTW các nước lớn



Công cụ định hướng thị trường tiền tệ: Forward guidance - FG

Công cụ FG được sử dụng đồng thời với các công cụ khác, một mặt để tăng cường sự trao đổi thông tin giữa NHTW và xã hội về CSTT và đường dẫn của chính sách trong tương lai, mặt khác thông qua đó để quản lý kỳ vọng của thị trường. Theo tổng kết nghiên cứu, FG của NHTW tồn tại dưới 04 hình thức: thứ nhất là FG định lượng (không có thông số chính xác về việc khi nào và điều kiện nào thì NHTW sẽ thay đổi lãi suất – ví dụ như tuyên bố của ECB vào 7/2013 về việc sẽ duy trì lãi suất thấp trong một khoảng thời gian); thứ hai đó là FG cố định lịch (xác định thời gian, khoảng thời gian thực hiện chính sách; ví dụ như FG của Canada về việc sẽ duy trì lãi suất trong giai đoạn 2009 – 2010; hay chính sách của Mỹ xuyên suốt giai đoạn 2011 - 2015); cuối cùng đó FG dựa trên dữ liệu (xác định việc CSTT sẽ thay đổi như thế nào trong tương lai gắn kết với các chỉ số kinh tế vĩ mô cụ thể, ví dụ như gắn với tỷ lệ thất nghiệp, lạm phát, tăng trưởng kinh tế,...). Việc triển khai công cụ FG này nhằm quản lý được kỳ vọng của thị trường về chính sách lãi suất trong tương lai cũng như là phản ứng của các thị trường trước các thông tin kinh tế vĩ mô. Trên thực tế của NHTW các nước lớn, công cụ FG được sử dụng đồng thời và hỗ trợ cho công cụ lãi suất hay các chương trình QE.

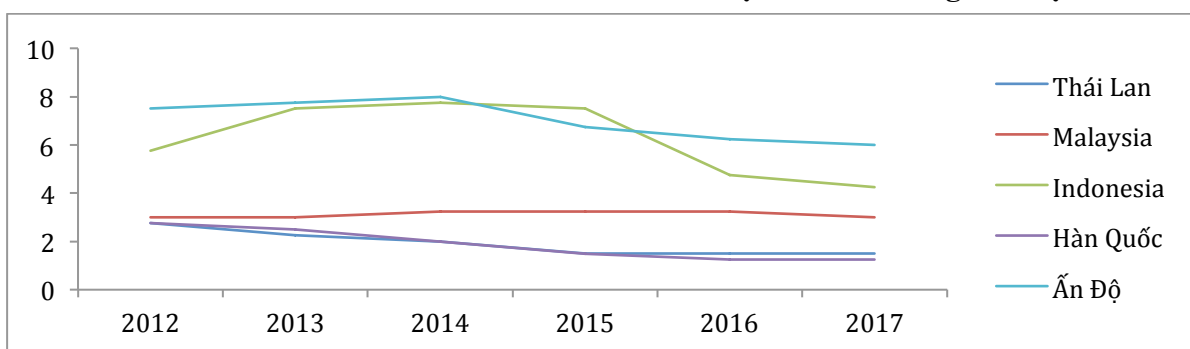
Chính sách tiền tệ tại các nước đang phát triển tại khu vực Châu Á

Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu cùng với khủng hoảng nợ công tại Châu Âu liên tiếp nổ ra trong giai đoạn từ 2008 trở lại đây đã khiến nền kinh tế toàn cầu rơi vào suy thoái trầm trọng. Trong bối cảnh đó, nhiều quốc gia trên trong khu vực Châu Á đã phải thực hiện các gói kích thích kinh tế để vực dậy nền kinh tế đang ở mức tăng trưởng yếu ớt. Những chính sách đó một mặt đã giúp các quốc gia này nhanh chóng lấy lại đà tăng trưởng mạnh mẽ so với các quốc gia phát triển, tuy nhiên một mặt khác lại tạo ra những áp lực đối với quá trình phát triển bền vững của nền kinh tế như tình trạng tăng trưởng nóng, bong bóng tín dụng, lạm phát có xu hướng gia tăng và thâm hụt cán cân vãng lai lên mức báo động tại một số nền kinh tế.

Trước tình hình này, kể từ năm 2013 đến nay, nhiều quốc gia trong khu vực Châu Á đã điều chỉnh lại định hướng phát triển kinh tế vĩ mô. Trên cơ sở đó, điều hành chính sách không chỉ hướng đến thúc đẩy tăng trưởng mà còn ưu tiên cho mục tiêu ổn định vĩ mô và hướng đến phát triển bền vững. Chính vì vậy, sau một thời gian dài thực hiện CSTT nói

lông, đặc biệt sau sự yên ắng trong công tác điều hành CSTT năm 2012 tại phần lớn các nền kinh tế mới nổi trong khu vực Châu Á và trước những thách thức mới lộ diện trong Quý I/2013, xu hướng điều hành CSTT đã được định hình phù hợp với tình hình kinh tế, tài chính và mục tiêu ưu tiên của của mỗi nước. Theo đó, CSTT đã được điều hành linh hoạt, không theo đuổi một khuôn khổ cứng nhắc mà nó sẽ được điều chỉnh phù hợp với điều kiện kinh tế, tài chính của mỗi quốc gia. Chính vì vậy đã có những nước điều hành CSTT ưu tiên mục tiêu kiểm soát lạm phát như Ấn Độ, Singapore, Trung Quốc hoặc ưu tiên nhiều hơn đến mục tiêu tăng trưởng như Hàn Quốc, Philippines, Đài Loan... hay chú trọng quản lý, giám sát chặt chẽ các chính sách kích thích tăng tổng cầu trong nền kinh tế tại các nước có tốc độ tăng trưởng tín dụng hộ gia đình ở mức cao, có nguy cơ hoặc đã từng trải qua bong bóng Bất động sản như Trung Quốc, Malaysia hay Hong Kong.

Hình 3: Diễn biến lãi suất tham chiếu của NHTW một số nước trong khu vực Châu Á



Tuy nhiên, bước sang năm 2014, tính thích ứng của chính sách trong cả một giai đoạn dài sau khủng hoảng có khả năng sẽ chấm dứt, NHTW các nước ngày càng thể hiện rõ hơn quan điểm điều hành CSTT theo hướng thắt chặt hay nói lỏng mà không quên đề cao yếu tố ổn định trong công tác điều hành. Nếu như Malayssia, Philippine, Indônêxia và Ấn Độ điều hành CSTT theo hướng thắt chặt thông qua việc điều chỉnh tăng tỷ lệ lãi suất chính sách để giảm áp lực lạm phát gia tăng hoặc ngăn chặn rủi ro xuất hiện bất cân đối tài chính và rủi ro rút vốn ra khỏi nền kinh tế thì Trung Quốc và Thái Lan lại điều chỉnh CSTT theo hướng nói lỏng để hỗ trợ tăng trưởng với các giải pháp chính sách thận trọng đảm bảo sự ổn định tài chính trong hệ thống ngân hàng nói riêng và cho cả nền kinh tế nói chung.

2. Thực tế điều hành chính sách tiền tệ của Việt Nam giai đoạn 2011-2015

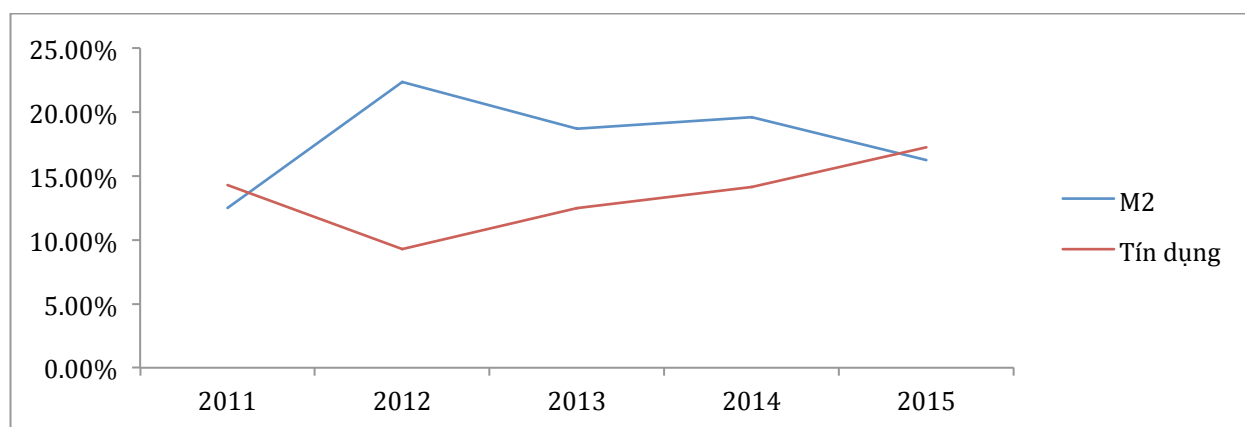
Sau khủng hoảng, cũng như NHTW của các nước trên thế giới, công tác điều hành CSTT của NHNN Việt Nam cũng đã có những ứng biến linh hoạt trước những tác động của kinh tế thế giới cũng như giải quyết những bất ổn trong nền kinh tế - hậu quả của việc tăng trưởng nóng trong giai đoạn trước. Định hướng điều hành CSTT của Việt Nam trong giai đoạn vừa qua có nhiều nét tương đồng với các quốc gia tại khu vực Châu Á, theo đuổi đồng thời cùng một lúc mục tiêu lạm phát, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế và ổn định vĩ mô. Vì vậy, giống như các nước, NHNN Việt Nam cũng đã sử dụng linh hoạt, đồng bộ các công cụ cơ bản của CSTT để thực hiện các mục tiêu theo đuổi. Mặc dù không có những “phiên bản” mới trong bộ công cụ chính sách như các nước phát triển nhưng trong thực tiễn triển khai, CSTT điều hành cũng đã có những cải tiến nổi bật như sau:

Xác định các mục tiêu điều hành trên cơ sở khoa học và thực tiễn

Trong giai đoạn trước năm 2011, việc xác định mục tiêu tăng trưởng M2, tín dụng được thực hiện dựa trên những kỹ thuật ước lượng thống kê cơ bản từ chính các chỉ tiêu tiền tệ. Vì thế mối liên hệ từ tài khoản tiền tệ của hệ thống ngân hàng đến các chỉ tiêu vĩ mô khác trong nền kinh tế như tăng trưởng kinh tế, lạm phát, NSNN, cán cân thanh toán là không chặt chẽ. Bắt đầu từ năm 2011, NHNN bắt đầu ứng dụng kỹ thuật Lập trình tài chính (FP) do IMF hướng dẫn trong việc xây dựng các chỉ tiêu tiền tệ, tín dụng định hướng cả năm. FP thực hiện đánh giá, phân tích, dự báo trên cả 4 khu vực kinh tế (Sản xuất thực, Chính phủ, khu vực đối ngoại và hệ thống tài chính ngân hàng) một cách đồng bộ, nhất quán thông qua các liên kết tương hỗ để đưa ra bức tranh tổng thể nền kinh tế, trên cơ sở đó, đề xuất bộ giải pháp kinh tế vĩ mô tổng thể để đảm bảo sự phát triển bền vững của nền kinh tế. Thông qua kỹ thuật FP, NHNN xác định được chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng, M2 phù hợp với các thông số và dự báo đầu vào từ các khu vực khác, đảm bảo được tính thống nhất, đồng bộ giữa khu vực tài chính tiền tệ với các khu vực còn lại. Ngoài ra, chỉ tiêu giới hạn tăng trưởng M2, tín dụng qua FP được NHNN tham chiếu với kết quả dự báo từ các phương pháp định lượng khác như mô hình kinh tế lượng và các phân tích định tính trước khi đưa ra quyết định cuối cùng.

Trên cơ sở đó, mục tiêu M2 hàng năm và tổng mức tín dụng cho nền kinh tế được xác định thấp hơn một nửa so với con số thực tế của giai đoạn 5 năm trước (bình quân giai đoạn 2006-2010, tín dụng tăng trưởng 35,9%/năm, M2 tăng trưởng 30,3%/năm). Điều này khẳng định hai điểm: thứ nhất, NHNN đã xác định căn nguyên ảnh hưởng chính đến lạm phát để có sự kiểm soát chặt chẽ hơn, đó là tình trạng tăng trưởng tín dụng nóng của giai đoạn trước tạo ra bong bóng bất động sản và chứng khoán đẩy lạm phát lên cao; thứ hai thể hiện quan điểm thận trọng của NHNN trong điều hành CSTT, đảm bảo tăng trưởng tiền tệ, tín dụng ở mức phù hợp với khả năng hấp thụ của nền kinh tế, qua đó một mặt kiểm soát lạm phát, mặt khác vẫn đảm bảo cung ứng đủ vốn để nền kinh tế tăng trưởng hợp lý.

Hình 4: Diễn biến thực tế tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán và dư nợ tín dụng giai đoạn 2011 – 2015 (%)



Nguồn: NHNN

Kết hợp hài hòa các công cụ để kiểm soát lượng cung tiền, tín dụng theo mục tiêu đặt ra, trong đó coi trọng các yếu tố có tính kỹ thuật về liều lượng, mức độ sử dụng của các công cụ khác nhau

Trong giai đoạn 5 năm vừa qua, công tác điều hành CSTT đang có những bước chuyển từ khuôn khổ điều hành theo lượng tiền sang khuôn khổ điều hành theo lãi suất, vì vậy trong giai đoạn này, việc lựa chọn các công cụ điều hành đã có sự kết hợp hài hòa. Để tháo gỡ và kiểm soát được nút thắt của lạm phát, hỗ trợ thanh khoản cho thị trường, ổn định tỷ giá NHNN đã lựa chọn kết hợp hài hòa giữa điều hành theo khối lượng và giá cả (kết hợp hài hòa giữa điều hành lượng tiền cung ứng, lãi suất, tỷ giá). Trên cơ sở đó, tương ứng với mục tiêu của từng năm, từng thời kỳ, các công cụ đã được lựa chọn phối hợp đồng bộ đảm bảo:

+ Phối hợp giữa điều hành lãi suất và tỷ giá hướng tới đảm bảo lợi ích nắm giữ đồng nội tệ, khuyến khích các doanh nghiệp xuất khẩu bán lại ngoại tệ cho các TCTD, ổn định kỳ vọng lạm phát và ổn định tỷ giá theo cam kết điều hành hàng năm;

+ Tăng cường vai trò của công cụ thị trường mở, phối hợp nhịp nhàng với các kênh của thị trường tiền tệ để điều tiết lượng tiền cung ứng. Nghiệp vụ OMO được điều hành linh hoạt, thận trọng thông qua hoạt động mua các giấy tờ có giá và bán tín phiếu NHNN với kỳ hạn và lãi suất được điều chỉnh phù hợp với diễn biến của thị trường để hỗ trợ thanh khoản và điều hòa vốn khả dụng cho các TCTD;

+ Phối hợp và điều chỉnh các mức lãi suất chỉ đạo một cách chủ động, truyền dẫn hiệu quả tín hiệu điều hành của NHNN để định hướng thị trường. Từ đầu năm 2012, NHNN đã điều hành lãi suất phù hợp với diễn biến kinh tế vĩ mô và mối quan hệ của lãi suất với cung tiền, lạm phát, tăng trưởng kinh tế và diễn biến của thị trường tiền tệ.

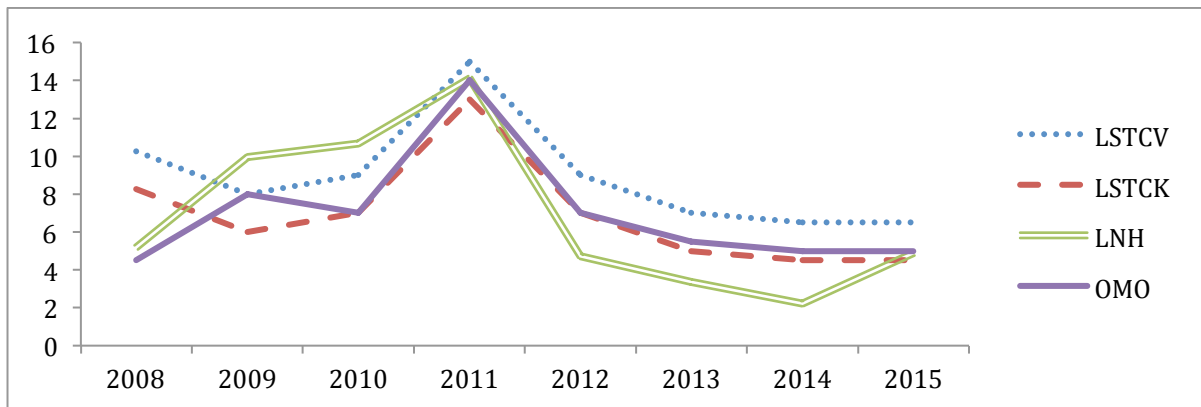
Việc lựa chọn công cụ, xác định thời điểm, liều lượng can thiệp, điều chỉnh từng công cụ được thực hiện một cách bài bản và phù hợp với thực tiễn. Phương thức điều hành này là sự thay đổi nhanh nhạy, phù hợp với quy định của Luật NHNN năm 2010, giải quyết được mối quan hệ biện chứng giữa lượng tiền, tín dụng, lãi suất, tỷ giá và lạm phát. Hơn nữa, phương thức này không chỉ góp phần giải quyết nhanh chóng những bất ổn trên thị trường tiền tệ, tạo dựng được niềm tin của thị trường vào cơ chế, chính sách mà còn tạo tiền đề cho việc áp dụng đầy đủ khuôn khổ điều hành CSTT theo lãi suất trong thời gian tới.

Các công cụ điều hành CSTT được điều hành mang tính thị trường hơn trong đó nổi bật là hai công cụ tỷ giá và lãi suất

Đối với công tác điều hành lãi suất, trong điều kiện thị trường ngày càng có xu hướng nhạy cảm mạnh theo giá (lãi suất), bên cạnh các giải pháp kiểm soát lượng cung tiền qua OMO và tín dụng, công cụ lãi suất đã được lựa chọn, giữ vai trò trọng yếu để truyền dẫn tín hiệu điều hành, định hướng thị trường. NHNN đã sử dụng lãi suất tái cấp vốn và lãi suất tái chiết khấu là công cụ chính sách chính yếu trong việc truyền dẫn tín hiệu tới thị trường để kiểm soát lạm phát, hạ nhiệt thị trường tín dụng. Hai lãi suất chính sách này liên tục được điều chỉnh phù hợp với diễn biến của lạm phát và tình hình kinh tế với vai trò tạo khung lãi suất định hướng cho lãi suất OMO và lãi suất liên ngân hàng. Các bước chuyển biến căn bản trong công tác điều hành lãi suất theo hướng chủ động, định hướng thị trường, điều chỉnh linh hoạt các mức lãi suất chính

sách trên cơ sở bám sát *diễn biến kinh tế vĩ mô và tiền tệ*¹ trong từng thời kỳ đã góp phần quan trọng trong việc thực hiện thành công nhiệm vụ giảm mặt bằng lãi suất để tháo gỡ khó khăn cho doanh nghiệp nhưng vẫn đảm bảo kiểm soát được lạm phát, ổn định thị trường tiền tệ.

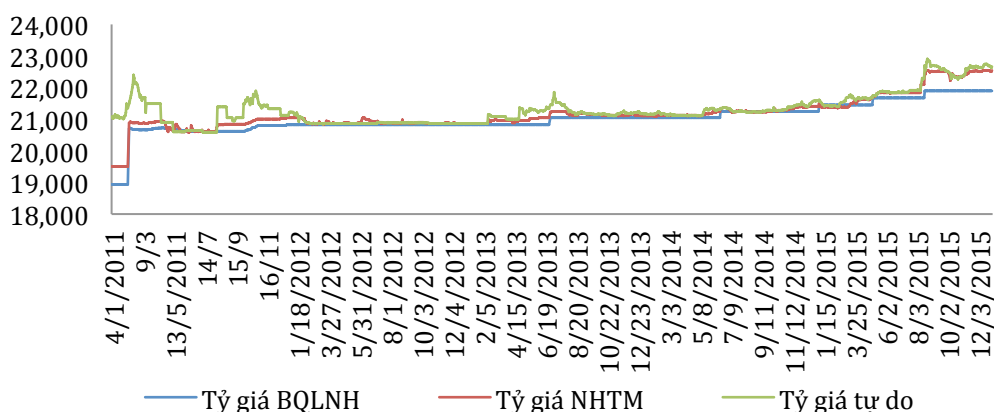
Hình 5: Diễn biến lãi suất điều hành của NHNN giai đoạn 2011 – 2015



Nguồn: NHNN

Đối với công tác điều hành tỷ giá, trong giai đoạn vừa qua, cơ chế điều hành tỷ giá đã liên tục có sự hoàn thiện, NHNN tiếp tục điều hành theo cơ chế tỷ giá thả nổi có quản lý, hàng ngày thực hiện việc công bố tỷ giá bình quân liên ngân hàng giữa VND và USD. Đồng thời, việc tính toán tỷ giá công bố hàng ngày cũng đã có sự thay đổi lớn, bám sát diễn biến của thị trường hơn với tên gọi mới là tỷ giá trung tâm. Cơ chế điều hành tỷ giá mới này được ban hành vào cuối năm 2015 và đã phát huy tác dụng ngày càng rõ nét thông qua sự ổn định của tỷ giá và thị trường ngoại hối từ năm 2016 đến nay. Bên cạnh việc thay đổi tỷ giá trung tâm, NHNN cũng đã thực hiện các nghiệp vụ phái sinh trong giao dịch giữa NHNN với các NHTM. Trước đây NHNN chỉ sử dụng nghiệp vụ giao ngay trong giao dịch ngoại tệ với NHTM. Tuy nhiên với cơ chế mới, NHNN sử dụng cả công cụ phái sinh nhằm đảm bảo nguồn cung ngoại tệ, giúp can thiệp thị trường tốt hơn và thúc đẩy phát triển thị trường phái sinh trong nước.

Hình 6: Diễn biến tỷ giá VND/USD giai đoạn 2011-2015



¹ Điều chỉnh tăng (năm 2011) lãi suất tái cấp vốn và tái chiết khấu; Điều chỉnh giảm các mức lãi suất điều hành theo diễn biến giảm của lạm phát ngay từ đầu năm 2012. Hiện tại, điều chỉnh giảm 10 lần đối với lãi suất tái cấp vốn từ 15% xuống 6,5%, lãi suất chiết khấu từ 13% xuống 4,5%. Điều chỉnh giảm 08 lần trần lãi suất tiền gửi tối đa bằng VNĐ 14%/năm xuống 6,5%/năm đối với tiền gửi có kỳ hạn từ 1 tháng đến 12 tháng; Lãi suất huy động kỳ hạn 6 tháng trở lên do các NHTM tự ấn định trên cơ sở cung cầu vốn của thị trường.

Những đổi mới trong công tác điều hành công cụ lãi suất và tỷ giá là rất kịp thời trong điều kiện đang có sự chuyển đổi khuôn khổ CSTT từ khuôn khổ điều hành về lượng sang điều hành theo giá, cũng như trong bối cảnh dòng vốn dần được tự do hóa theo lộ trình cam kết quốc tế.

Cam kết chính sách và đẩy mạnh công tác truyền thông chính sách cũng đóng góp vai trò quan trọng trong việc ổn định kỳ vọng thị trường và tăng niềm tin của công chúng đối với công tác điều hành CSTT của NHNN

Trong giai đoạn 2011 – 2015, đặc biệt vào những thời điểm đầu giai đoạn khi thị trường tài chính tiền tệ ngân hàng gặp nhiều biến động, để định hướng và tạo dựng niềm tin cho thị trường, NHNN đã thường xuyên cam kết và có lộ trình thực hiện đúng cam kết. Cụ thể như đối với công tác điều hành tỷ giá, ngoại trừ lần điều chỉnh tỷ giá mạnh vào tháng 2 năm 2011, trong những năm sau đó, NHNN đã chủ động công bố định hướng điều hành tỷ giá giao động trong khoảng 1 – 3% mỗi năm² nhằm tăng cường tính minh bạch, định hướng thị trường, đồng thời tạo điều kiện cho các doanh nghiệp chủ động xây dựng kế hoạch sản xuất kinh doanh.

Tương tự như vậy, đối với công tác điều hành lãi suất, kể từ năm 2012, trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế đang gặp nhiều khó khăn, NHNN ngay từ những Chỉ thị về điều hành CSTT vào thời điểm đầu năm đã thường xuyên đưa ra các cam kết về việc giảm hoặc giữ ổn định mặt bằng lãi suất nhằm hỗ trợ hoạt động sản xuất kinh doanh. Bên cạnh đó, những phát ngôn từ người đứng đầu NHNN cũng vạch ra những lộ trình rõ ràng về mức lãi suất cắt giảm trong từng giai đoạn cụ thể³. Và để thực hiện những cam kết này, trong 5 năm (2011-2015), NHNN đã liên tục điều chỉnh giảm các mức lãi suất điều hành (9 lần điều chỉnh giảm các mức lãi suất điều hành với tổng mức giảm 8,5%/năm), kết hợp với điều hành cung ứng tiền để điều tiết thanh khoản, tạo điều kiện cho các TCTD giảm lãi suất. Kết quả là chỉ trong vòng 5 năm, lãi suất huy động bằng VND đã giảm 57%, lãi suất cho vay giảm 51,2%, lãi suất huy động bằng USD giảm 78,5%, lãi suất cho vay giảm 35%, góp phần quan trọng trong việc kích thích nhu cầu đầu tư và sản xuất kinh doanh trong nền kinh tế.

Bên cạnh việc nỗ lực thực hiện các cam kết chính sách, từng bước minh bạch hóa và đẩy mạnh công tác truyền thông chính sách cũng đóng góp vai trò quan trọng trong việc ổn định kỳ vọng thị trường và tăng niềm tin của công chúng đối với công tác điều hành CSTT của NHNN trong giai đoạn 2011 – 2015. Từ năm 2012 nhiệm vụ truyền thông được cụ thể hóa trong các Chỉ thị 01/CT-NHNN của NHNN về tổ chức thực hiện chính sách tiền tệ và đảm bảo hoạt động ngân hàng an toàn và hiệu quả với quan điểm nâng cao tính công khai, minh bạch trong hoạt động của NHNN nhằm tạo sự nhận thức đúng đắn, sâu rộng và kịp thời về các giải pháp điều hành chính sách tiền tệ và hoạt động ngân hàng hàng năm. Công tác truyền thông được thực hiện thống nhất từ NHNN TW đến NHNN chi nhánh các tỉnh, thành phố và

² Mức điều chỉnh không quá 1% trong các tháng cuối năm 2011, không quá 2-3% trong năm 2012 và 2013; không quá 1-2% trong năm 2014, không quá 2% trong năm 2015.

các TCTD. Thông tin truyền thông hướng đến nhiều đối tượng trong xã hội, được cung cấp kịp thời bằng nhiều hình thức phong phú, dễ tiếp cận nhằm định hướng dư luận. Việc cam kết và truyền thông chính sách trong thời gian qua mặc dù chưa hẳn là một FG nhưng nó đã đóng góp nhất định vào việc giải quyết những bất ổn của thị trường, củng cố niềm tin chính sách trong xã hội, hỗ trợ tích cực cho quá trình điều hành của NHNN, đồng thời cũng phải thừa nhận rằng công cụ này cũng đã được phát huy mạnh mẽ, sử dụng có hiệu quả hơn so với thời gian trước.

Như vậy có thể thấy rằng, sau khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007 – 2008, công tác điều hành CSTT của NHNN đã có những thay đổi căn bản, vừa đảm bảo thực hiện được các mục tiêu đề ra, vừa thể hiện được những bước cải tiến rõ nét, đóng góp lớn vào việc giải quyết những bất ổn của nền kinh tế, đảm bảo nhịp độ tăng trưởng kinh tế và các mục tiêu vĩ mô khác trong giai đoạn vừa qua. Để minh chứng cho những kết quả đó, trên cơ sở nghiên cứu mô hình của Nguyễn Phi Lân (2010) và Nguyễn Phi Lân và cộng sự (2016), tác giả và các cộng sự đã sử dụng mô hình VAR⁴ với 06 biến để phân tích⁵ cơ chế truyền dẫn CSTT tại Việt Nam cho thấy các kết quả phân tích phù hợp với lý thuyết và thực tiễn điều hành CSTT trong thời gian qua (cấu trúc và kết quả phân tích – Phụ lục đính kèm) với một số nhận định chính như sau:

Thứ nhất, việc sử dụng trở lại công cụ hạn mức tín dụng của NHNN trong thời gian qua là cần thiết và phù hợp. Đây là một công cụ tiền tệ trực tiếp, có tác động mạnh đến việc hạn chế tăng khối lượng tiền trong nền kinh tế, qua đó kiểm soát lạm phát cũng như hướng các NHTM lựa chọn những dự án hiệu quả để đầu tư.

Thứ hai, tín dụng tăng cao trong nhiều năm qua cũng là một trong những nguyên nhân gây ra lạm phát.

Thứ ba, phối hợp điều hành công cụ lãi suất VND và ngoại tệ với các chính sách quản lý ngoại hối nhằm tăng cường sự ổn định của thị trường.

Thứ tư, mục tiêu ưu tiên của CSTT phụ thuộc vào diễn biến kinh tế vĩ mô.

Tóm lại, đến thời điểm hiện nay, định hướng điều hành CSTT đã có sự thay đổi theo hướng quay trở lại với đặc tính “truyền thống” nhưng những công cụ CSTT phi truyền thống vẫn thường được nhắc đến như là một cấu phần quan trọng trong việc điều hành CSTT trên toàn cầu. Tuy nhiên, sự xuất hiện của các công cụ này là tạm thời hay mãi mãi hiện nay vẫn chưa thể có câu trả lời chính xác khi mà các diễn biến kinh tế thế giới vẫn chưa thật sự bền vững và chưa có chính sách tài khóa phù hợp để giải quyết tổng cầu thiếu hụt. Mặc dù vậy, giới nghiên cứu vẫn không thể bỏ qua những quan ngại liên quan đến việc duy trì các CSTT nói lỏng trong điều kiện CSTK thắt lưng buộc bụng liệu có thể nhấn chìm kinh tế toàn cầu một lần nữa hay không?; hay Rủi ro ổn định hệ thống tài chính khi các chính sách nói lỏng của các nước lớn sẽ là những chính sách làm nghèo nước láng giềng; sự vận động của tiền tệ

⁴Mô hình VAR được nhóm nghiên cứu sử dụng có phương trình như sau:

$$A_0 Y_t = C + A_1 Y_{t-1} + A_2 Y_{t-2} + \dots + A_p Y_{t-p} + B_1 X_{t-1} + B_2 X_{t-2} + \dots + B_q X_{t-q} + \varepsilon_t$$

⁵ Sản lượng Công nghiệp, CPI, Lãi suất ngắn hạn 3 tháng, tỷ giá hối đoái, giá dầu quốc tế

sẽ rất dễ dẫn đến sóng tiền tệ trên các thị trường mới nổi, những tác động lan tỏa có thể đặt kinh tế vào trạng thái nguy hiểm.

Trước những thách thức này, yêu cầu hợp tác, phối hợp trên phạm vi quốc tế, đặc biệt của NHTW các nước lớn nên được cân nhắc. Bởi vì, việc tăng cường trao đổi thông tin có thể chế ngự được những giao động mạnh của thị trường tài chính. Đồng thời, Chính phủ và NHTW mỗi nước cũng nên có những công cụ vi mô, vĩ mô phù hợp để đối phó với những tác động lan tỏa của CSTT theo hướng hoặc là phải có những chính sách đảm bảo hài hòa được kinh tế trong nước và những rối loạn tài chính hoặc có thể là để ngăn chặn những bất ổn có thể xảy ra do rủi ro của CSTT phi truyền thống kéo dài⁶. Đồng thời, tất cả các nước đều chủ động nâng cao dự trữ ngoại hối hàng năm để sẵn sàng đối phó với sự biến động của dòng vốn khi kinh tế toàn cầu phục hồi cũng như tập trung củng cố các vùng đệm của chính sách (CSTK bền vững, hỗ trợ cho tăng trưởng, CSTT phát huy đúng vai trò,...) Và Việt Nam cũng không phải là một ngoại lệ trong xu hướng chung của thế giới, CSTT vẫn tiếp tục có những bước chuyển động phù hợp với diễn biến kinh tế vĩ mô để tạo nền tảng vững chắc cho quá trình chuyển đổi sang khuôn khổ CSTT từ lượng sang giá và luôn đề cao mục tiêu ổn định để hướng tới sự phát triển bền vững trong dài hạn.

Tài liệu tham khảo

- [1] Aizenman J., M. Binici and M.M. Hutchison (2014), The transmission of Federal Reserve tapering news to emerging financial markets, NBER, Working Paper 19980.
- [2] Arslanalp S. and T. Tsuda (2014), Tracking global demand for emerging market sovereign debt, IMF, Working Paper 14/39.
- [3] Blanchard O.J. and G.M. Milesi Ferretti (2009), Global imbalances in midstream ?, Staff Position Note 09/29.
- [4] Blanchard O.J., H. Faruquee and M. Das (2010), “The initial impact of the crisis on emerging market countries”, Brookings Papers on Economic Activity 41, 263-307.
- [5] Borio C. and P. Disyatat (2011), Global imbalances and the financial crisis : Link or no link ?, BIS, Working Papers 346.
- [6] Bùi Kim Yến, Nguyễn Khánh Hoàng (2014): Quản lý giá vàng nhìn từ góc độ kinh tế vĩ mô, Tạp chí Phát triển & hội nhập, số 19 (29), tháng 11-12/2014.
- [7] Chu Khánh Lâm (2013): Nghiên cứu thực nghiệm về truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh tín dụng tại Việt Nam, Tạp chí Ngân hàng, Số 5, Tháng 3/2013.
- [8] Elliott James, Kate McLoughlin and Ewan Rankin, Cross border capital flows since the global financial crisis;
- [9] Fiedman, M. (1956): The quantity theory of money: a restatement, Studies in the Quantity Theory of Money, Chicago University Press, Chicago.

⁶Tỷ lệ lãi suất thấp kéo dài tại các nền kinh tế lớn tạo ra rủi ro bất cân đối tài chính; áp lực lên tỷ giá và làm gia tăng tính không ổn định của dòng vốn vào các nền kinh mới nổi và các nền kinh tế phát triển với quy mô nhỏ hơn.

- [10] IMF, Global financial stability report 2011, 2012, 2013, 2014, 2015;
- [11] IMF, World economic outlook 2011, 2012, 2013, 2014, 2015;
- [12] John B. Taylor (1995): The monetary transmission mechanism: an empirical framework, Volume 9, Number 4, Journal of Economic Perspectives.
- [13] Nguyễn Minh Kiều, Nguyễn Văn Điệp (2013): Quan hệ giữa các yếu tố kinh tế vĩ mô và biến động thị trường chứng khoán: bằng chứng nghiên cứu từ thị trường Việt Nam, Tạp chí Khoa học & Công nghệ, Số 16, Quý III/2013.
- [14] Nguyễn Phi Lân (2010): Cơ chế truyền dẫn tiền tệ dưới góc độ phân tích định lượng, NHNN.
- [15] Nguyễn Phi Lân (2016): Giá dầu và cơ chế truyền dẫn tiền tệ ở Việt Nam, Tạp chí Ngân hàng, Số 7, Tháng 4/2016.
- [16] Nguyễn Phúc Cảnh (2014): Truyền dẫn của chính sách tiền tệ qua kênh giá tài sản tài chính: Nghiên cứu thực nghiệm tại Việt Nam, Tạp chí Phát triển & Hội nhập, Số 19(29), Tháng 11-12/2014.
- [17] Nguyễn Thị Kim Thanh (2014): Chính sách tiền tệ: Hiệu quả của tính linh hoạt và đồng bộ
- [18] P. Butzen, M. Deroose, S. Ide, Global imbalances and gross capital flows;
- [19] Thân Thị Thu Thủy, Lê Thị Thu Hồng (2014): Kiểm định mối quan hệ giữa giá vàng và lạm phát tại Việt Nam, Tạp chí Khoa học trường Đại học An Giang, Quyển 3(2).
- [20] The impact of inflation and deflation on the case for gold (2011), Oxford Economics.
- [21] Tô Ánh Dương, Bùi Quang Tuấn, Phạm Sỹ An, Dương Thị Thanh Bình, và Trần Thị Kim Chi (2012), “Lạm phát mục tiêu và hàm ý đối với khuôn khổ chính sách tiền tệ ở Việt Nam”, NXB Tri Thức.
- [22] UNCTAD, Trade and development report 2011, 2012, 2013, 2014, 2015;
- [23] Võ Thị Xuân Hạnh (2015): Phân tích tác động của tỷ giá hối đoái và lạm phát lên giá vàng tại Việt Nam.

Phụ lục

Phân tích tác động của các cú sốc bên ngoài nền kinh tế và cơ chế truyền tải chính sách tiền tệ của Việt Nam

A/ Các biến và cơ sở dữ liệu phục vụ phân tích

Mô hình VAR gồm 06 biến như sau.

Các biến của mô hình véc tơ tự hồi quy (VAR)

Các biến trong mô hình	Viết tắt	Thời gian (tháng)	Nguồn
Sản lượng công nghiệp trong nước	SL	1998:01-2015: 12	GSO
Chỉ số CPI trong nước	CPI	1998:01-2015: 12	IFS-IMF
Tín dụng	CRED	1998:01-2015: 12	IFS-IMF
Lãi suất ngắn hạn 3 tháng VND	R	1998:01-2015: 12	IFS-IMF
Tỷ giá hối đoái giữa USD và VND	EX	1998:01-2015: 12	IFS-IMF
Giá dầu quốc tế	OP	1998:01-2015: 12	IFS-IMF

Lưu ý: IFS-IMF: Hệ thống cơ sở dữ liệu các chỉ tiêu tài chính của Quỹ Tiền tệ Quốc tế;

Số liệu được tổng hợp từ các nguồn: Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF), Tổng cục Thống kê (GSO), Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (SBV). Số liệu của các biến đều ở dạng logarit trừ biến lãi suất.

B/ Cấu trúc và các kiểm định mô hình

* Cấu trúc của mô hình

Mô hình VAR được nhóm nghiên cứu sử dụng có phương trình như sau:

$$A_0 Y_t = C + A_1 Y_{t-1} + A_2 Y_{t-2} + \dots + A_p Y_{t-p} + B_1 X_{t-1} + B_2 X_{t-2} + \dots + B_q X_{t-q} + \varepsilon_t \quad (1)$$

Trong đó $Y_t = (SL, CPI, CRED, R, EX)$ là một véc-tơ (5×1) của các biến nội sinh, lần lượt là sản lượng công nghiệp trong nước⁷, chỉ số giá tiêu dùng, cung tiền M2, lãi suất và tỷ giá tại thời điểm t . A_i là ma trận (5×5) của các tham số với $i = 0, 1, 2, \dots, p$; X_t là véc-tơ biến ngoại sinh (ở đây chỉ bao gồm giá dầu quốc tế⁸), B là ma trận (5×1) các tham số của biến ngoại sinh; ε_t là véc-tơ (5×1) của các cú sốc gồm có sốc sản lượng công nghiệp, sốc lạm phát, sốc tín dụng, sốc lãi suất và sốc tỷ giá.

⁷ Do không có số liệu GDP theo tháng, nhóm nghiên cứu đã sử dụng số liệu sản lượng công nghiệp trong nước thay cho GDP. Phân tích tương quan (Covariance analysis) giữa GDP và giá trị sản xuất công nghiệp theo năm từ 1998 đến 2015 cho thấy tương quan giữa GDP và sản lượng công nghiệp đạt 0.935 với mức tin cậy 5%.

⁸ Giá dầu quốc tế chịu ảnh hưởng của các yếu tố khác ngoài các biến nội sinh (các yếu tố trong nước) trong nước trong mô hình.

*** Kiểm định tính dừng của các biến và độ trễ của mô hình**

Thực hiện kiểm định ADF cho thấy tất cả các biến đều dừng ở phân sai bậc 1. Do vậy, các biến trên có thể được sử dụng trong mô hình VAR.

Kiểm định tính dừng ADF

Biến	Kiểm định ADF		Trạng thái
	Không có xu thế (No trend)	Có xu thế (Trend)	
SL	-17.32141*	-17.4177*	Stationary (dừng)
CPI	-4.76402*	-4.82731*	Stationary (dừng)
CRED	-10.4675*	-10.4447*	Stationary (dừng)
R	-7.2598*	-7.2626*	Stationary (dừng)
EX	-15.2061*	-15.18092*	Stationary (dừng)
OP	-9.73743*	-9.70493*	Stationary (dừng)

Lưu ý: *** có ý nghĩa thống kê ở mức 10%; ** ở mức 5%; and * ở mức 1%; Kết quả ước lượng trên phần mềm Eviews 8.0.

Kiểm định độ trễ cho thấy, độ dài trễ là 4 tháng được lựa chọn theo các tiêu chuẩn LR, FPE, AIC.

Kiểm định độ trễ tối ưu mô hình VAR

VAR Lag Order Selection Criteria
 Endogenous variables: LCN1_SA LCPI_SA LCRED R
 LXR
 Exogenous variables: C LOP_SA
 Date: 05/04/17 Time: 13:46
 Sample: 1998M01 2015M12
 Included observations: 162

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	97.55254	NA	2.33e-07	-1.080896	-0.890303	-1.003512
1	1167.273	2046.996	5.85e-13	-13.97868	-13.31161	-13.70784
2	1254.921	162.3110	2.70e-13	-14.75211	-13.60856*	-14.28781*
3	1285.921	55.49404	2.51e-13	-14.82619	-13.20615	-14.16843
4	1320.421	59.62868	2.25e-13*	-14.94347*	-12.84695	-14.09225
5	1333.361	21.56767	2.63e-13	-14.79459	-12.22159	-13.74991
6	1356.777	37.58053	2.71e-13	-14.77502	-11.72555	-13.53689
7	1381.775	38.57786*	2.75e-13	-14.77500	-11.24905	-13.34341
8	1397.457	23.23201	3.14e-13	-14.65996	-10.65752	-13.03491

* indicates lag order selected by the criterion
 LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
 FPE: Final prediction error
 AIC: Akaike information criterion
 SC: Schwarz information criterion
 HQ: Hannan-Quinn information criterion

Kiểm định loại trừ trễ cho thấy tất cả các trễ đều cần thiết trong mô hình với mức ý nghĩa 1%. Vì vậy, mô hình VAR (4) được áp dụng để phân tích phản ứng xung và phân rã phương sai trong phần tiếp theo.

* Kiểm định độ ổn định của mô hình VAR

Kiểm định độ ổn định của mô hình cho thấy, mô hình VAR (4) với độ trễ là 4 tháng, không có nghiệm nào nằm ngoài vòng tròn đơn vị. Điều này cho thấy mô hình VAR (4) thỏa mãn điều kiện mô hình ổn định.

Kiểm định độ ổn định của mô hình VAR

Roots of Characteristic Polynomial

Endogenous variables: LCN1_SA LCPI_SA LCRED R

LXR

Exogenous variables: C LOP_SA

Lag specification: 1 4

Root	Modulus
0.997522	0.997522
0.982212 - 0.013267i	0.982302
0.982212 + 0.013267i	0.982302
0.853380 - 0.248662i	0.888870
0.853380 + 0.248662i	0.888870
0.768550	0.768550
-0.243740 + 0.654617i	0.698522
-0.243740 - 0.654617i	0.698522
-0.002594 + 0.661476i	0.661481
-0.002594 - 0.661476i	0.661481
0.510397 - 0.354759i	0.621578
0.510397 + 0.354759i	0.621578
0.125665 + 0.601319i	0.614309
0.125665 - 0.601319i	0.614309
-0.597640	0.597640
-0.386197 - 0.347300i	0.519390
-0.386197 + 0.347300i	0.519390
-0.193659 - 0.444011i	0.484406
-0.193659 + 0.444011i	0.484406
0.020972	0.020972

No root lies outside the unit circle.

VAR satisfies the stability condition.

*** Kiểm tra trật tự biến trong mô hình:**

Phân tích nhân quả (Granger Causality)

Pairwise Granger Causality Tests

Sample: 1998M01 2015M12

Lags: 4

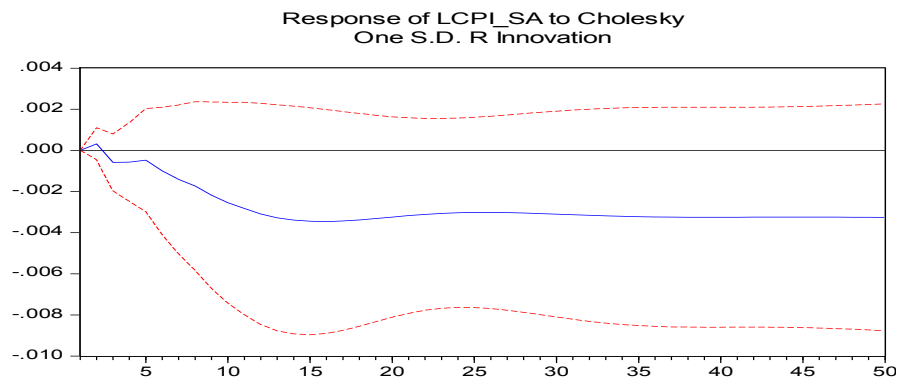
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
LCPI_SA does not Granger Cause LCN1_SA	216	0.42888	0.7877
LCN1_SA does not Granger Cause LCPI_SA		2.08589	0.0839
LCRED does not Granger Cause LCN1_SA	162	0.23790	0.9166
LCN1_SA does not Granger Cause LCRED		2.37601	0.0545
R does not Granger Cause LCN1_SA	216	2.81597	0.0263
LCN1_SA does not Granger Cause R		0.46192	0.7636
LXR does not Granger Cause LCN1_SA	216	0.62554	0.6448
LCN1_SA does not Granger Cause LXR		0.57952	0.6778
LCRED does not Granger Cause LCPI_SA	162	0.54315	0.7043
LCPI_SA does not Granger Cause LCRED		1.23438	0.2987
R does not Granger Cause LCPI_SA	216	1.80367	0.1294
LCPI_SA does not Granger Cause R		7.84530	7.E-06
LXR does not Granger Cause LCPI_SA	216	2.27065	0.0628
LCPI_SA does not Granger Cause LXR		3.36137	0.0108
R does not Granger Cause LCRED	162	0.24416	0.9128
LCRED does not Granger Cause R		6.22801	0.0001
LXR does not Granger Cause LCRED	162	0.96001	0.4313
LCRED does not Granger Cause LXR		0.25556	0.9059
LXR does not Granger Cause R	216	0.91973	0.4534
R does not Granger Cause LXR		2.22694	0.0673

Căn cứ kiểm định Granger với độ trễ là 4 và các lý thuyết hiện hành, nhóm nghiên cứu đưa ra mô hình với trật tự $Y_t = (SL, CPI, CRED, R, EX)$.

*** Phản ứng xung của lạm phát đối với các cú shock lãi suất, tín dụng, tỷ giá**

Phản ứng của lạm phát với sốc lãi suất được thể hiện như sau:

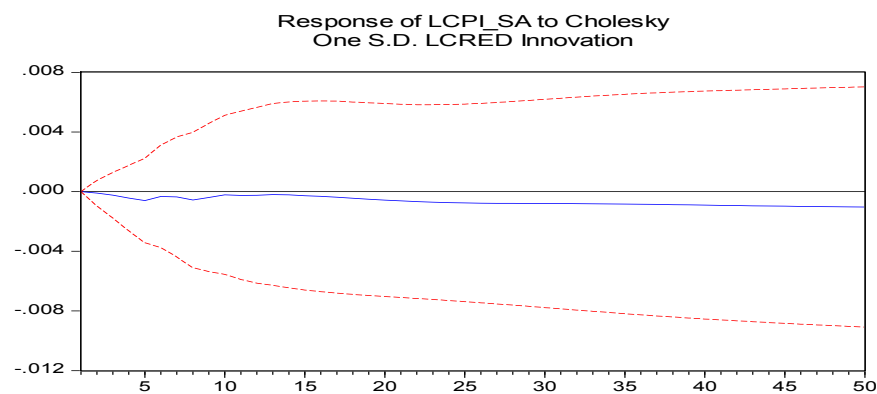
Phản ứng của lạm phát với sốc lãi suất



Kết quả cho thấy, lạm phát ở Việt Nam chịu tác động gần như ngay lập tức trước cú sốc lãi suất. Cụ thể, trong vòng 2 tháng đầu tiên, lãi suất tăng khiến lạm phát có xu hướng tăng thêm, tuy nhiên đến 20 tháng kể từ sau cú sốc lãi suất, tốc độ tăng CPI của Việt Nam giảm liên tục. Điều này phù hợp với lý thuyết về cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ; theo đó công cụ lãi suất là một trong các công cụ chính kiểm soát lạm phát.

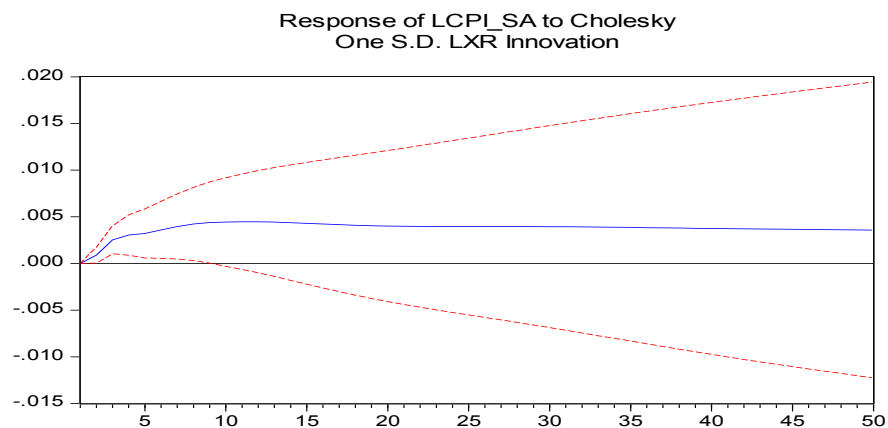
Phản ứng của lạm phát với sốc tín dụng được thể hiện như sau

Phản ứng của lạm phát với sốc tín dụng



Hình trên cho thấy cú sốc tăng tín dụng tác động kéo theo lạm phát giảm nhẹ trong thời gian dài.

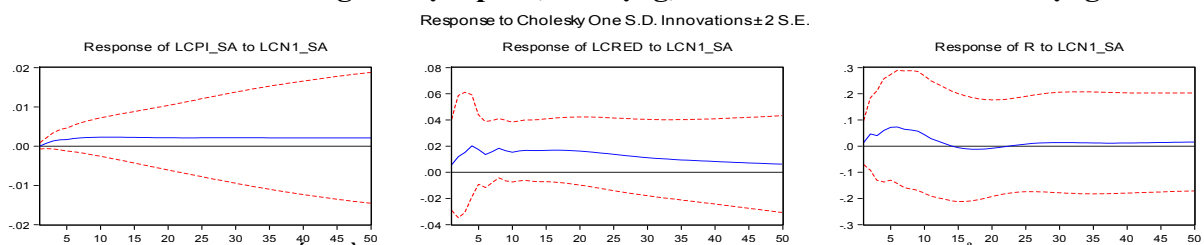
Phản ứng của lạm phát với sốc tỷ giá



Hình trên cho thấy cú sốc tăng tín dụng ngay lập tức tác động kéo theo lạm phát tăng và ngược lại. Điều này phù hợp với lý thuyết và thực tiễn Việt Nam trong thời gian qua. Sự gia tăng tín dụng sẽ có tác động làm tăng cung tiền, qua đó tác động đến lạm phát. Tuy nhiên tác động của tín dụng có xu hướng giảm dần trong dài hạn. Trên thực tế, trong các năm 2000-2001, kinh tế Việt Nam rơi vào tình trạng thiếu phát. Để khắc phục tình trạng này, chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ được sử dụng để khôi phục đà tăng trưởng kinh tế thông qua các gói kích thích kinh tế. Cùng với đó, tăng trưởng tín dụng rất cao, trung bình là 35,3% giai đoạn 2005-2011, đã gây ra nguy cơ về rủi ro tín dụng và việc kiểm soát lạm phát⁹. Trước tình hình đó, từ năm 2011, NHNN đã thực hiện các biện pháp kiểm soát tăng trưởng tín dụng ở mức hợp lý để kiểm soát lạm phát và đồng thời hỗ trợ tăng trưởng kinh tế thông qua việc phân bổ chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng hàng năm đối với các TCTD và định hướng tăng trưởng tín dụng vào các ngành, lĩnh vực ưu tiên. Kết quả tăng trưởng tín dụng năm 2015 khoảng 18% nhưng chỉ số giá tiêu dùng bình quân năm 2015 chỉ ở mức 0,63%, thấp kỷ lục trong vòng 15 năm từ năm 2001.

*** Tác động tới lạm phát, tín dụng, lãi suất trước cú sốc sản lượng**

Phản ứng của lạm phát, tín dụng, lãi suất trước cú sốc sản lượng



Trước các cú sốc về tăng trưởng trong nước (tăng trưởng nóng) (thể hiện qua việc tăng trưởng khu vực sản xuất), lạm phát ở Việt Nam có xu hướng tăng cao trong khoảng 7-8 tháng. Để đối phó với chiều hướng tăng mạnh của CPI trong nước, chính sách tiền tệ trong nước có xu hướng thắt chặt, thể hiện qua đường lãi suất phản ứng tăng cao và nhanh trong khoảng thời gian đạt đỉnh tháng thứ 7-8, trong khi đó tăng trưởng tín dụng giảm trong thời gian này, kết quả là chỉ số CPI có xu hướng tăng chậm lại. Tuy nhiên, sau khoảng thời gian kiểm soát và hạn chế tốc độ tăng cao của CPI, chính sách tiền tệ có xu hướng nới lỏng (kể từ tháng thứ 15 lãi suất có xu hướng giảm) để hỗ trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh trong nước).

d. Phân tích phân rã phương sai (variance decomposition)

Phân rã phương sai được sử dụng để đánh giá mức độ biến động của các biến trong nước khi đối mặt với các cú sốc trong ngắn hạn và trung hạn. Kết quả được thể hiện tại Bảng dưới. Một số điểm chính trong kết quả phân rã phương sai như sau:

Thứ nhất, biến động chỉ số CPI trong nước chịu ảnh hưởng rất lớn từ chính các cú sốc do nó tạo ra (90,2%). Trong khi đó, biến động lãi suất trong ngắn hạn chủ yếu được giải thích bởi tốc độ tăng CPI trong nước 67,8%.

Thứ hai, biến động lãi suất ngắn hạn trong nước, ngoài được giải thích bởi tốc độ tăng CPI trong nước, còn được giải thích bởi biến động về tín dụng trong nước (4,21%) và từ cú sốc do chính nó tạo ra (23,86%).

Thứ ba, biến động của tốc độ tăng trưởng tín dụng chủ yếu được giải thích bởi tốc độ

⁹Năm 2008, lạm phát của Việt Nam ở mức cao kỷ lục 19,89%.

tăng trưởng sản lượng công nghiệp trong nước (2,27%), chỉ số CPI trong nước (7,61%) và cú sốc do chính nó tạo ra (87,3%).

Thứ tư, biến động tỷ giá chủ yếu được giải thích bởi cú sốc do chính nó tạo ra (73,4%) cho thấy ảnh hưởng rất lớn của yếu tố tâm lý (kỳ vọng về tỷ giá).

Phân rã phương sai của các biến trong nước

Period	S.E.	Variance Decomposition of LCN1_SA:				
		LCN1_SA	LCPI_SA	LCRED	R	LXR
1	0.055628	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.056710	99.71545	0.042280	0.013892	0.039899	0.188482
3	0.061523	99.48986	0.233004	0.041110	0.066983	0.169040
4	0.066146	96.23584	0.258473	0.069010	3.043440	0.393237
5	0.070869	95.89403	0.225183	0.181932	3.309573	0.389285
6	0.073834	95.62777	0.259817	0.282783	3.453421	0.376212
7	0.077228	94.85474	0.448324	0.667974	3.672596	0.356365
8	0.080055	94.55130	0.612856	0.717847	3.773507	0.344490
9	0.082709	94.50263	0.850023	0.679474	3.642363	0.325506
10	0.085118	94.35453	1.122238	0.693037	3.521188	0.309008

Period	S.E.	Variance Decomposition of LCPI_SA:				
		LCN1_SA	LCPI_SA	LCRED	R	LXR
1	0.005020	0.004865	99.99513	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.008853	0.703853	98.15445	0.012790	0.131316	0.997587
3	0.013000	1.359300	94.08264	0.040369	0.260636	4.257059
4	0.017294	1.627025	92.53467	0.085356	0.254907	5.498037
5	0.021416	1.649665	92.16590	0.133509	0.215112	5.835816
6	0.025539	1.734170	91.77338	0.110510	0.303319	6.078623
7	0.029616	1.783817	91.36709	0.096826	0.451638	6.300631
8	0.033524	1.815099	90.95544	0.103600	0.618896	6.506965
9	0.037215	1.837653	90.56022	0.095322	0.843979	6.662826
10	0.040687	1.851589	90.20505	0.082657	1.096449	6.764250

Period	S.E.	Variance Decomposition of LCRED:				
		LCN1_SA	LCPI_SA	LCRED	R	LXR
1	0.221967	0.066887	0.058881	99.87423	0.000000	0.000000
2	0.290207	0.209376	0.056075	99.61991	0.059796	0.054843
3	0.294021	0.471510	0.161721	98.76526	0.064414	0.537092
4	0.299203	0.910102	1.512153	96.14228	0.138503	1.296958
5	0.307458	1.179476	3.132582	94.03191	0.185947	1.470081
6	0.311390	1.338924	4.131457	92.81209	0.243777	1.473757
7	0.314249	1.565075	5.065539	91.37060	0.412175	1.586610
8	0.317963	1.859420	6.054725	89.68210	0.565923	1.837837
9	0.321304	2.083585	6.932109	88.36917	0.594228	2.020906
10	0.323809	2.276779	7.617256	87.35264	0.588996	2.164328

Period	S.E.	Variance Decomposition of R:				
		LCN1_SA	LCPI_SA	LCRED	R	LXR
1	0.534089	0.067178	4.992571	1.072119	93.86813	0.000000
2	0.864700	0.310669	10.49917	2.192256	86.97289	0.025018
3	1.087025	0.332376	23.52053	3.196143	72.54839	0.402566
4	1.351959	0.413243	36.44098	6.795473	55.20947	1.140837
5	1.580508	0.507859	46.22606	7.749319	43.74925	1.767512
6	1.761347	0.581435	54.77259	6.433663	35.86196	2.350352

7	1.922581	0.599709	61.13002	5.409699	30.12127	2.739305
8	2.052497	0.616927	65.03153	4.756298	26.52361	3.071642
9	2.148646	0.634444	67.00269	4.367800	24.64606	3.348997
10	2.217030	0.634380	67.81050	4.211772	23.86146	3.481885

Period	S.E.	Variance Decomposition of LXR:			R	LXR
		LCN1_SA	LCPI_SA	LCRED		
1	0.011142	1.637617	0.994674	0.781067	3.427547	93.15910
2	0.014643	2.232056	1.219440	1.427742	2.291639	92.82912
3	0.016720	3.674431	1.000188	2.710334	2.440470	90.17458
4	0.018541	4.205094	1.757655	3.666690	3.818652	86.55191
5	0.020418	4.476659	2.895215	5.226121	4.581804	82.82020
6	0.022326	4.615578	4.227907	6.362835	4.522452	80.27123
7	0.024046	4.749000	5.777175	6.647574	4.380692	78.44556
8	0.025630	4.876648	7.166190	7.013793	4.180423	76.76295
9	0.027166	4.968593	8.481808	7.700519	3.862325	74.98675
10	0.028608	5.065405	9.746697	8.215515	3.537573	73.43481

Cholesky Ordering: LCN1_SA LCPI_SA LCRED R LXR

ĐÁNH GIÁ TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH LÃI SUẤT ÂM ĐỐI VỚI THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH QUỐC TẾ

ThS. Nguyễn Ngọc Minh

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Tóm tắt

Trong bối cảnh kinh tế toàn cầu phục hồi chậm chạp sau khủng hoảng tài chính, lạm phát giảm xuống quá thấp, lãi suất ngân hàng trung ương (NHTW) áp dụng cho ngân hàng thương mại (NHTM) đã tiệm cận hoặc giảm đến mức bằng 0%, NHTW của một số nước như Đan Mạch, Thụy Điển, Thụy Sĩ, Nhật Bản và khu vực đồng EURO đã áp dụng chính sách lãi suất âm để hỗ trợ phát triển kinh tế hoặc để giảm áp lực lên giá của đồng nội tệ. Do đây là chính sách chưa từng được áp dụng trước đây, đồng thời các mô hình kinh tế hiện không có hướng dẫn, phân tích về việc áp dụng chính sách lãi suất âm nên bài viết này sẽ tập trung nghiên cứu khái niệm, mục tiêu áp dụng chính sách này cùng như phân tích diễn biến thực tế và tác động của chính sách này đối với thị trường tài chính quốc tế trong thời gian gần đây.

Từ khóa: *lãi suất âm, đầu tư danh mục, dự trữ ngoại hối, lợi nhuận ngân hàng.*

EFFECTS OF NEGATIVE INTEREST RATES TO INTERNATIONAL FINANCIAL MARKET

Nguyen Ngoc Minh MA

State Bank of Vietnam

Abstract

In the context of slow recovery of global economy, central banks of some countries including Denmark, Sweden, Swiss, Japan and the EU have implementing the negative interest rate policy in order to support the economic development or to reduce the pressure on their currency appreciation. The negative interest rates on excess reserves of commercial banks at central banks have resulting negative interest rates in the interbank market, negative interest rates for corporate deposits at the commercial banks and negative yields for many bonds including government bonds.

Based on the current data, negative interest rates have helped to increase credit, improve inflation, thus support the economic development or helped to reduce the pressure on domestic currency appreciation of some countries, while do not have clear positive effects in other countries. On the other hands, data have shown that negative interest rates have caused the decrease of commercial banks' profit in some countries as well as brought the negative effects to the return for foreign reserves belonging to central banks, which have been forcing central banks to changed their portfolio management strategy and strengthen their risk management. Furthermore, central banks have applied only small negative interest rates,

thus their policy has not bought significant risks to the commercial banks such as the risk of bank-run, credit booming, etc.

The negative interest rates can not resolve the problems of the economy such as low demand for consumption and investment or low capital efficiency, etc. Thus, this policy should be implemented with fiscal policies by governments. Moreover, this policy should not be prolonged in order to avoid negative effects to the financial system and the yields from portfolio investment of foreign reserves by central banks.

Keywords: *negative interest rates, portfolio investment, foreign reserves, profit of commercial banks.*

1. Khái niệm

Trước hết, lãi suất hiệu theo nghĩa chung nhất là giá cả của quyền sử dụng vốn vay trong một khoảng thời gian nhất định và thường được định nghĩa là tỷ lệ trên tổng tiền vay mà người vay phải trả cho người cho vay. Tuy nhiên, gần đây khi có hiện tượng lãi suất âm trên thị trường tài chính quốc tế, định nghĩa về lãi suất được điều chỉnh để phù hợp với cả trường hợp bên cho vay phải trả lãi suất cho bên đi vay. Cụ thể, lãi suất được định nghĩa là tỷ lệ chênh lệch giữa tiền cho vay và tiền nhận về, được thể hiện bằng một tỷ lệ phần trăm của tiền gốc trong một khoảng thời gian, thường là một năm. Trong đó, lãi suất được thông báo chính thức trong các quan hệ tín dụng và chưa được điều chỉnh bởi ảnh hưởng của lạm phát là lãi suất danh nghĩa và lãi suất thực là lãi suất danh nghĩa đã trừ đi tỷ lệ lạm phát.

NHTW sử dụng tỷ lệ lãi suất áp dụng đối với NHTM để tác động đến lãi suất thị trường, giúp mở rộng hay thu hẹp tín dụng, đầu tư, tiêu dùng, đồng thời kích thích hoặc hạn chế huy động vốn..., từ đó kiểm soát lạm phát và góp phần phát triển kinh tế. Đồng thời, công cụ lãi suất còn được NHTW sử dụng để góp phần cân bằng cán cân thanh toán quốc tế thông qua tác động của lãi suất đến cầu đồng nội tệ và cung, cầu ngoại tệ trên thị trường ngoại hối...

Lãi suất âm của NHTW là hiện tượng khi NHTW hạ lãi suất đối với tiền gửi của NHTM xuống đến mức âm, theo đó, NHTM phải trả lãi suất đối với dự trữ dư thừa tại NHTW. Lãi suất âm của NHTW có thể tác động đến lãi suất trên thị trường liên ngân hàng và lãi suất các NHTM áp dụng đối với tiền gửi tại ngân hàng.

Lãi suất thực âm trên thị trường xảy ra khi lãi suất danh nghĩa mặc dù có thể dương nhưng thấp hơn tỷ lệ lạm phát. Lãi suất thực âm không phải là hiện tượng hiếm trong thực tế và cũng được ghi nhận trong các lý thuyết tài chính. Tuy nhiên, lãi suất danh nghĩa âm lại chưa từng xảy ra và các lý thuyết kinh tế trước đây cũng khẳng định lãi suất danh nghĩa không thể thấp hơn không. Lý giải chính cho điều này là nếu như lãi suất thấp hơn không, người gửi tiền có thể lựa chọn tự giữ tiền mặt và không gửi tiền vào ngân hàng, như vậy, việc tự bảo quản tiền tương đương với việc hưởng lãi suất danh nghĩa bằng không.

Trong thực tế hiện nay, việc tự cất giữ tiền mặt cũng có những khó khăn và chi phí nhất định. Đối với doanh nghiệp, các hoạt động thanh toán thương mại, đầu tư và vay nợ ngày nay chủ yếu được thực hiện qua hệ thống ngân hàng, do đó, doanh nghiệp phải mất thời gian

và chi phí vận chuyển tiền mặt đến ngân hàng để thực hiện thanh toán nếu doanh nghiệp tự cất giữ tiền mặt. Đối với cá nhân, nhiều giao dịch thanh toán cũng có thể được thực hiện thông qua Internet nếu cá nhân giữ tiền ở tài khoản ngân hàng, qua đó tiết kiệm thời gian và chi phí đi lại. Ngoài ra, việc tự cất giữ tiền với khối lượng lớn cũng buộc doanh nghiệp và cá nhân phải mất thêm chi phí về bảo quản và chịu rủi ro mất mát cao.

Do việc để tiền ở tài khoản ngân hàng thuận tiện, an toàn hơn việc cất giữ tiền mặt, khi các NHTM áp dụng lãi suất âm ở mức nhỏ đối với các khoản tiền gửi tại ngân hàng, doanh nghiệp và cá nhân có thể vẫn chấp nhận trả lãi suất để giữ tiền ở ngân hàng. Tuy nhiên lãi suất tiền gửi không thể ở mức âm quá cao, do khi lãi suất giảm xuống mức âm cao, chi phí lãi suất âm có thể cao hơn các chi phí liên quan đến việc tự cất giữ tiền mặt, khi đó bên gửi tiền, đặc biệt là các cá nhân sẽ có xu hướng chuyển dần sang giữ tiền mặt. Do đó, các nhà nghiên cứu cho rằng vẫn tồn tại mức sàn âm đối với lãi suất danh nghĩa, là mức lãi suất danh nghĩa ở mức âm thấp nhất và mức sàn này phụ thuộc vào các chi phí liên quan đến việc tự cất giữ tiền mặt và các chi phí thực hiện giao dịch thanh toán khi không có sẵn tiền ở tài khoản ngân hàng...

2. Mục tiêu của NHTW khi áp dụng lãi suất âm

Khi mức lãi suất tiệm cận hoặc bằng không vẫn chưa có tác dụng kích thích tín dụng, tăng tỷ lệ lạm phát hoặc giảm áp lực tăng giá đồng tiền như mong muốn, các NHTW đã phải áp dụng mức lãi suất âm. Mục đích được các NHTW tuyên bố cho việc thực hiện chính sách lãi suất âm bao gồm để tăng tỷ lệ lạm phát và giảm áp lực tăng giá đồng tiền.

- Về mục đích tăng tỷ lệ lạm phát, thúc đẩy phát triển kinh tế:

Lãi suất âm phản ánh những yếu kém tồn tại dai dẳng tại nhiều nước phát triển sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu. Các nền kinh tế của các nước phát triển đang ở trong tình trạng hồi phục chậm chạp, giá cả và cầu đầu tư giảm, tỷ lệ thất nghiệp cao... Trong bối cảnh đó, một số NHTW đã áp dụng chính sách lãi suất âm để thúc đẩy tín dụng, qua đó thúc đẩy đầu tư và tiêu dùng, từ đó tăng tổng cầu, tạo công ăn việc làm, tăng giá cả hàng hóa và góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Các NHTW áp dụng chính sách lãi suất âm để thúc đẩy tín dụng, tăng lạm phát, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế gồm NHTW châu Âu (ECB) và NHTW Nhật Bản.

- Về mục đích giảm áp lực lên giá của đồng tiền:

Khi thị trường nhìn nhận đồng Krone của Đan Mạch như một đồng tiền trú ẩn an toàn, các nhà đầu tư đổ xô mua đồng nội tệ của các nước này khiến đồng tiền này tăng giá. Trong bối cảnh đó, NHTW Đan Mạch áp dụng mức lãi suất âm để hạn chế dòng vốn nước ngoài, từ đó ngăn đồng tiền không lên giá quá mức.

- Đối với Thụy Sĩ và Thụy Điển, mục tiêu của chính sách lãi suất âm vừa để tăng tỷ lệ lạm phát vừa để ngăn đồng tiền lên giá quá mức, do hai nước này vừa phải đối mặt với tỷ lệ lạm phát thấp, vừa phải đối phó với áp lực từ dòng vốn nước ngoài đối với tỷ giá đồng tiền.

3. Diễn biến lãi suất âm ở một số nước trên thế giới

NHTW Đan Mạch là NHTW đầu tiên áp dụng chính sách lãi suất âm, theo đó lãi suất đối với chứng chỉ tiền gửi của NHTW Đan Mạch đã ở mức âm từ tháng 7 năm 2012. Tiếp

theo, từ tháng 6/2014, NHTW châu Âu (ECB) đã áp dụng lãi suất âm đối với tiền gửi của các NHTM, trở thành NHTW lớn đầu tiên áp dụng lãi suất âm và đã duy trì mức lãi suất -0,4% đối với tiền gửi của các NHTM từ năm 2016 đến nay. Sau đó, NHTW Thụy Sĩ đã áp dụng lãi suất âm đối với tiền gửi của các NHTM từ cuối năm 2014 và duy trì mức lãi suất -0,75% từ năm 2015 đến nay. Tiếp theo Thụy Sĩ, lãi suất repo (lãi suất thị trường mở) của Thụy Điển đã ở mức âm từ tháng 2/2015 và duy trì ở mức -0,5% từ năm 2016 đến nay. NHTW Nhật Bản cũng áp dụng chính sách lãi suất âm từ đầu năm 2016 và đến thời điểm tháng 10/2017, lãi suất chiết khấu của NHTW Nhật ở mức -0,1%.

Sau khi NHTW áp dụng mức lãi suất âm đối với các NHTM, lãi suất trên thị trường liên ngân hàng đã ở mức âm. Cụ thể, lãi suất Libor đối với đồng EUR, CHF và JPY và lãi suất trên thị trường liên ngân hàng ở một số quốc gia đã thấp hơn “không”: lãi suất Libor 3 tháng đối với đồng Francs Thụy Sĩ (CHF) đã giảm xuống mức âm từ cuối năm 2014, ở mức -0,73% vào tháng 10/2017; lãi suất Libor 3 tháng đối với đồng EUR đã giảm xuống mức âm từ năm 2015, ở mức -0,38% vào ngày 16/10/2017; lãi suất Libor 3 tháng đối với đồng JPY đã giảm xuống mức âm vào tháng 2/2016 và ở mức -0,04% vào tháng 10/2017; lãi suất 3 tháng trên thị trường liên ngân hàng tại Thụy Điển và Đan Mạch đã giảm xuống mức âm từ năm 2015, ở mức -0,52% trên thị trường Thụy Điển vào ngày 17/10/2017, ở mức -0,3% trên thị trường Đan Mạch vào ngày 17/10/2017.

Khi lãi suất trên thị trường liên ngân hàng ở mức âm, các NHTM đã áp mức lãi suất âm đối với số dư tài khoản lớn của khách hàng doanh nghiệp, tuy nhiên các NHTM chưa áp dụng lãi suất âm đối với khách hàng cá nhân do lo ngại về khả năng khách hàng cá nhân rút tiền khỏi hệ thống ngân hàng; đồng thời, một số NHTM đã áp dụng lãi suất âm đối với khách hàng thông qua các loại phí, như phí duy trì tài khoản và các loại phí khác. Theo số liệu của IMF, tại Thụy Điển, Đan Mạch, Thụy Sĩ và Nhật Bản và tại khu vực đồng EUR, lãi suất áp dụng đối với người gửi tiền cá nhân nhìn chung vẫn ở mức dương. Theo Tradingeconomics, trung bình lãi suất tiền gửi đối với khách hàng doanh nghiệp và cá nhân tại Nhật Bản và Đan Mạch vẫn duy trì ở mức dương, tuy nhiên, tại thị trường Thụy Điển và Thụy Sĩ đã xuống mức âm, trong đó mức âm bắt đầu tại Thụy Điển từ năm 2014 và bắt đầu tại Thụy Sĩ từ 2015.

Không chỉ riêng đối với tiền gửi, lãi suất âm lan sang cả thị trường trái phiếu. Vào thời điểm cao điểm giữa năm 2016, tổng giá trị thị trường của các loại trái phiếu, bao gồm các khoản nợ được chứng khoán hóa và nợ của doanh nghiệp hưởng lãi suất âm đạt tới 12,2 nghìn tỷ USD. Cũng vào thời điểm cao điểm giữa năm 2016, lãi suất trái phiếu Chính phủ Nhật và Đức thời hạn tới 15 năm đã ở mức âm. Tại Thụy Sĩ từ tháng 2/2016 lãi suất trái phiếu Chính phủ thời hạn 10 năm đã ở mức âm.

4. Đánh giá tác động của chính sách lãi suất âm

4.1. Đối với những tác động tích cực được mong đợi của chính sách lãi suất âm

Việc giảm lãi suất xuống mức âm được mong đợi có tác động kích thích tăng trưởng tín dụng hoặc hạn chế dòng vốn nước ngoài, từ đó giảm áp lực tăng giá đồng tiền.

4.1.1. Đối với tác động tăng tín dụng và tăng lạm phát

- Về mặt lý thuyết, lãi suất giảm khiến chi phí đi vay giảm, thúc đẩy nhu cầu vay vốn của hộ gia đình và doanh nghiệp. Tuy nhiên, đối với trường hợp lãi suất âm, tác động tăng tín dụng của việc giảm lãi suất chỉ đúng khi lãi suất giảm xuống mức âm nhỏ. Khi lãi suất tiếp tục giảm xuống mức âm lớn hơn thì tác dụng kích thích tín dụng sẽ ngày càng giảm dần, thậm chí đến một mức nào đó lãi suất âm có thể có tác động tiêu cực đối với tín dụng. Cụ thể:

+ Do lo ngại về khả năng người gửi tiền rút tiền khỏi hệ thống ngân hàng nên các NHTM không muốn áp lãi suất âm đối với tiền gửi hoặc chỉ áp dụng mức lãi suất âm rất nhỏ. Khi lãi suất của NHTW giảm xuống mức âm sâu hơn, lãi suất tiền gửi của NHTM không tiếp tục giảm hoặc chỉ giảm xuống mức âm ở tỷ lệ vô cùng nhỏ. Tương ứng với lãi suất tiền gửi, lãi suất tín dụng của NHTM chỉ giảm tỷ lệ nhỏ, thấp hơn tỷ lệ giảm lãi suất của NHTW vì nếu NHTM giảm lãi suất tín dụng bằng với tỷ lệ giảm của NHTW thì NHTM phải chấp nhận lợi nhuận bị giảm do chênh lệch giữa lãi suất tín dụng và lãi suất tiền gửi thấp đi. Khi lãi suất âm của NHTW giảm sâu đến một mức nào đó, lãi suất tín dụng của NHTM giảm không đáng kể hoặc không tiếp tục giảm thêm khiến chính sách giảm lãi suất của NHTW không có tác dụng giảm lãi suất tín dụng, từ đó không có tác dụng kích thích tăng trưởng tín dụng.

+ Mặt khác, việc hưởng lãi suất quá thấp hoặc không được hưởng lãi suất khiến việc tiết kiệm để dành khi về hưu trở nên khó khăn hơn, khiến các hộ gia đình tiết kiệm chi tiêu nhiều hơn, khiến cầu hàng hóa giảm. Khi cầu hàng hóa và dịch vụ không tăng, mặc dù chi phí vay giảm, các công ty không muốn vay tiền để đầu tư.

+ Đặc biệt, trong một số trường hợp, lãi suất âm có thể có tác động tiêu cực làm giảm hoạt động tín dụng nếu các NHTM áp dụng mức lãi suất cấp tín dụng cao hơn để bù lại chi phí phải trả lãi suất âm cho NHTW hoặc NHTM sẽ hạn chế việc cấp tín dụng trong trường hợp lượng tiền gửi của NHTM bị giảm do lãi suất tiền gửi của NHTM bị giảm.

Như vậy, trong điều kiện lãi suất âm, tác động kích thích tín dụng của việc giảm lãi suất kém hiệu quả hơn trong môi trường lãi suất dương.

- Tác động thực tế tại các nước đã áp dụng lãi suất âm:

Các NHTW thường áp dụng chính sách lãi suất âm đồng thời với việc mua trái phiếu chính phủ, do đó nhìn chung, khó tách bạch tác dụng của chính sách lãi suất âm với tác dụng của việc mua trái phiếu chính phủ. Các tài liệu nghiên cứu hiện nay thường xem xét tác dụng chung của cả chính sách lãi suất âm và việc mua trái phiếu của NHTW đối với mục tiêu tăng tín dụng và tăng tỷ lệ lạm phát.

Theo tài liệu nghiên cứu của IMF, số liệu cho thấy chính sách lãi suất âm và việc mua trái phiếu của các NHTW đã có tác dụng giúp giảm lãi suất cho vay ở hầu hết các nước, bao gồm khu vực đồng EUR, Nhật Bản, Đan Mạch, Thụy Điển (ngoại trừ tại Thụy Sĩ lãi suất cho vay vẫn duy trì ở mức ổn định). Tuy nhiên, đối với tác dụng tăng tín dụng và tăng lạm phát của chính sách lãi suất âm và việc mua trái phiếu của NHTW thì nghiên cứu cho thấy kết quả tùy vào tình hình thực tế ở từng nước. Cụ thể:

+ Tại khu vực đồng EUR: số liệu cho thấy nhờ lãi suất cho vay đối với các doanh

nghiệp và hộ tiêu dùng giảm, lượng tín dụng tăng; như vậy, nhìn chung lãi suất âm đã giúp kích thích tăng trưởng tín dụng. Đối với lạm phát, mặc dù tỷ lệ lạm phát tại khu vực hiện vẫn thấp, ở mức 1,4% vào tháng 10/2017; tuy nhiên, theo IMF, triển vọng lạm phát trung hạn của khu vực đang được cải thiện.

+ Tại Thụy Sĩ, cũng theo IMF, chính sách lãi suất âm cũng đang có tác dụng cải thiện triển vọng lạm phát.

+ Tại Thụy Điển: chính sách lãi suất âm kết hợp với việc mua trái phiếu Chính phủ đã có tác dụng cải thiện và nâng tỷ lệ lạm phát. Chỉ số giá tiêu dùng (so với cùng kỳ năm trước) của Thụy Điển duy trì xu hướng tăng từ giữa năm 2015 đến nay và trong 3 tháng quý III/2017 liên tục duy trì ở mức trên 2%.

+ Tại Nhật Bản, mặc dù các NHTM đã rút lượng tiền dự trữ dư thừa khỏi NHTW và lãi suất tín dụng đã giảm, nhưng cầu tín dụng vẫn yếu và tín dụng đối với khối doanh nghiệp không tăng. Đồng thời, tỷ lệ lạm phát tại Nhật vẫn thấp, duy trì ở mức dưới 1% từ giữa năm 2015 đến nay. Theo phân tích và nghiên cứu của Ngân hàng phát triển châu Á (ADB), mặc dù lãi suất tại Nhật Bản ở mức âm nhưng tín dụng và giá cả vẫn không tăng do có những khó khăn trong nội tại nền kinh tế, gồm (i) lực lượng lao động của Nhật đang suy giảm do dân số già, phụ nữ ít tham gia lực lượng lao động, (ii) hệ thống ngân hàng kém linh hoạt, (iii) chính quyền địa phương hoạt động không hiệu quả, (iv) tăng trưởng chậm trong khối khởi nghiệp và doanh nghiệp vừa và nhỏ, hiệu quả vốn cận biên thấp, và (v) cầu đầu tư giảm. Theo ADB, kinh tế Nhật Bản trì trệ là do các vấn đề cơ cấu trong nền kinh tế và không được giải quyết chỉ bằng chính sách tiền tệ.

4.1.2. Đối với tác động giảm áp lực tăng giá đồng tiền

Theo lý thuyết thì việc giảm lãi suất sẽ làm giảm cầu đối với đồng nội tệ, khiến đồng nội tệ giảm giá hoặc giảm áp lực tăng giá đồng tiền. Tuy nhiên, trong thực tế, tác động của chính sách giảm lãi suất đến tỷ giá còn phụ thuộc vào điều kiện thực tế của từng nước, do tỷ giá chịu tác động bởi nhiều yếu tố, không chỉ riêng lãi suất của đồng nội tệ, đặc biệt trong bối cảnh hiện nay khi thế giới có nhiều biến động về kinh tế và chính trị. Cụ thể, việc áp dụng lãi suất âm đã có kết quả tốt giúp bảo vệ ổn định tỷ giá của Đan Mạch và Thụy Điển. Tuy nhiên, đối với Thụy Sĩ, chính sách lãi suất âm chỉ có tác dụng giảm áp lực lên giá đồng tiền phần nào, kết quả đồng Thụy Sĩ vẫn chịu áp lực lên giá, áp lực này chỉ giảm bớt kể từ quý 3/2017.

4.2. Đối với tác động tiêu cực không mong muốn

4.2.1. Tác động đến khu vực tài chính, ngân hàng

a. Tác động giảm lợi nhuận của hệ thống ngân hàng thương mại

Nghiên cứu của Cục dự trữ liên bang Mỹ (FED) được công bố vào tháng 2/2017 sử dụng số liệu của 3.385 ngân hàng từ 47 nước trong giai đoạn từ năm 2005 đến năm 2013 đã chỉ ra rằng khi lãi suất giảm thì mức chênh lệch giữa lãi suất cho vay và lãi suất tiền gửi giảm theo và khi lãi suất càng giảm sâu thì mức chênh lệch giữa hai lãi suất lại càng giảm nhiều hơn. Do đó, nhìn chung, lãi suất thấp có tác động tiêu cực tới lợi nhuận từ chênh lệch lãi suất của hệ thống ngân hàng.

Đối với môi trường lãi suất âm, thì việc giảm lãi suất của NHTW lại càng có tác động tiêu cực tới lợi nhuận của hệ thống ngân hàng. Lý do là NHTM khó chuyển lãi suất âm cho người gửi tiền và khi mức lãi suất giảm xuống mức âm sâu, lãi suất tiền gửi không giảm hoặc giảm rất ít, dẫn đến mức chênh lệch lãi suất cho vay và lãi suất tiền gửi giảm mạnh, khiến lợi nhuận từ chênh lệch lãi suất của hệ thống ngân hàng giảm nhiều.

Trong hệ thống ngân hàng thương mại, các ngân hàng nghiêng về hoạt động phục vụ các doanh nghiệp sẽ chịu ảnh hưởng giảm lợi nhuận ít hơn là các ngân hàng nghiêng về hoạt động bán lẻ do các ngân hàng này có thể đẩy chi phí lãi suất âm cho các doanh nghiệp (các doanh nghiệp thường phải chấp nhận trả lãi vì hoạt động của các doanh nghiệp đòi hỏi phải giữ số dư tài khoản ở ngân hàng). Ngoài ra, do các ngân hàng nhỏ thường có thu nhập từ chênh lệch lãi suất cao hơn, lãi suất âm có tác động tiêu cực lớn hơn tới lợi nhuận của hệ thống ngân hàng ở những nước có nhiều ngân hàng nhỏ, chẳng hạn như Đức, Ý.

Về dài hạn, NHTM có thể bù đắp lợi nhuận giảm do chênh lệch lãi suất giảm thông qua việc tăng hoạt động cho vay, tăng thu nhập từ các nguồn khác ngoài nguồn chênh lệch lãi suất và cắt giảm chi phí... Hơn nữa, khi điều kiện kinh tế vĩ mô được cải thiện (là kết quả mong đợi từ việc giảm lãi suất để thúc đẩy kinh tế), lợi nhuận hệ thống ngân hàng được tăng lên do việc tăng tín dụng, tăng chất lượng tín dụng, giảm các khoản nợ xấu, do đó giảm chi phí xử lý nợ xấu... Tuy nhiên, giới phân tích cũng đưa ra lưu ý rằng nếu ngược lại, điều kiện kinh tế vĩ mô không được cải thiện hoặc lại trở nên xấu hơn thì nhu cầu vay vốn sẽ ít hơn, NHTM sẽ gặp khó khăn trong hoạt động cấp tín dụng và có thể phải giảm lãi suất cho vay, tác động tiêu cực đến lợi nhuận của ngân hàng. Đồng thời, điều kiện kinh tế vĩ mô xấu hơn có thể làm tăng các khoản nợ xấu, buộc NHTM phải tăng dự trữ bắt buộc, tăng chi phí xử lý nợ xấu. Ngoài ra, điều kiện kinh tế xấu hơn cũng sẽ làm giảm thu nhập và nhu cầu gửi tiền của hộ gia đình, làm giảm lượng tiền gửi vào hệ thống ngân hàng cũng khiến NHTM gặp khó khăn trong hoạt động tín dụng, khiến NHTM phải tăng lãi suất tiền gửi hoặc tăng lãi suất cho vay.

Về ngắn hạn, một số ngân hàng có thể tăng phí quản lý thẻ ATM, phí quản lý tài khoản và các loại phí khác để bù đắp thu nhập bị giảm do việc giảm chênh lệch lãi suất. Tuy nhiên, khả năng bù đắp thiệt hại từ việc mở rộng thêm các hoạt động thu lợi nhuận ngoài nguồn hưởng chênh lệch lãi suất (ngoài hoạt động tín dụng) trong ngắn hạn bị hạn chế, đặc biệt hạn chế ở những nước mà hoạt động thị trường vốn đóng góp nhỏ vào thu nhập của hệ thống ngân hàng. Ở châu Âu, các ngân hàng thường có tỷ lệ thu nhập phi lãi suất thấp, do đó, các ngân hàng ở khu vực này gặp khó khăn hơn trong việc tăng thu nhập phi lãi suất để bù đắp lợi nhuận bị giảm do việc giảm chênh lệch lãi suất.

Tác động thực tế đối với lợi nhuận NHTM tại một số nước đã áp dụng lãi suất âm:

- Tại Nhật Bản, lãi suất cho vay giảm nhiều hơn lãi suất tiền gửi, do đó chênh lệch lãi suất của hệ thống ngân hàng giảm. Kết quả là các ngân hàng lớn ở Nhật Bản đã có báo cáo về việc bị giảm lợi nhuận kể từ khi NHTW Nhật Bản thực hiện chính sách lãi suất âm.

- Tại khu vực châu Âu:

+ Tại Đan Mạch, số liệu cho thấy lợi nhuận của hệ thống ngân hàng vẫn tăng, một phần do (i) chất lượng các khoản tín dụng tăng lên, do đó giảm chi phí xử lý nợ xấu và (ii) lợi nhuận phi lãi suất của hệ thống ngân hàng được tăng lên, trong đó có nguồn thu từ các loại phí tăng lên.

+ Tại khu vực đồng EUR, chênh lệch lãi suất giảm do lãi suất cho vay giảm nhiều hơn lãi suất tiền gửi. Tuy nhiên, mức chênh lệch lãi suất giảm đã được bù đắp phần nào bởi doanh số tín dụng tăng, nguồn thu từ các loại phí tăng nhẹ và các biện pháp cắt giảm chi phí, các ngân hàng thực hiện chuyển đổi thời hạn khoản vay thu được lợi nhuận lớn hơn khi đường cong lãi suất dốc hơn. Tuy nhiên, tựu chung lại, đến nay, khu vực ngân hàng tại châu Âu vẫn chịu tác động giảm lợi nhuận do lãi suất âm.

b. Tác động thay đổi chiến lược đầu tư dự trữ ngoại hối của các NHTW

Dự trữ ngoại hối (DTNH) có vai trò quan trọng trong việc xây dựng lòng tin đối với chính sách tiền tệ, tỷ giá, đồng thời giúp đảm bảo khả năng thanh toán quốc tế và đáp ứng các nghĩa vụ nợ nước ngoài của một quốc gia. Để thực hiện tốt được vai trò này, các tài sản thuộc DTNH được các NHTW quản lý hoặc đầu tư theo mục tiêu an toàn, thanh khoản và sinh lời. Tuy nhiên, chính sách lãi suất âm của một số NHTW đã tác động đến mục tiêu sinh lời trong hoạt động đầu tư DTNH của các NHTW, khiến các NHTW đã phải điều chỉnh chiến lược đầu tư DTNH, như đa dạng hóa đồng tiền đầu tư DTNH, đa dạng hóa tài sản đầu tư...

- Điều chỉnh cơ cấu đồng tiền đầu tư DTNH của các NHTW:

Trong cơ cấu đồng tiền đầu tư DTNH của các NHTW, đồng EUR chiếm tỷ lệ đầu tư khá cao chỉ sau USD do đồng tiền này là một đồng tiền mạnh, có giá trị ổn định, có tính thanh khoản cao, đồng thời giữ vai trò quan trọng trong hoạt động thanh toán thương mại và đầu tư quốc tế. Tuy nhiên, từ khi ECB áp dụng chính sách lãi suất âm khiến lợi tức đối với các khoản tiền gửi bằng đồng EUR thuộc DTNH của các NHTW tại các NHTM giảm mạnh, thậm chí ở mức âm, đồng thời lợi tức trái phiếu bằng đồng EUR của chính phủ các nước Đức, Pháp... cũng giảm mạnh, thậm chí còn xuống mức âm khiến NHTW các nước phải điều chỉnh giảm lượng đầu tư DTNH vào đồng EUR. Theo cơ sở dữ liệu Thống kê dự trữ hối đoái chính thức (COFER) của IMF, từ khi ECB áp dụng chính sách lãi suất âm từ tháng 6/2014 đến nay, tỷ lệ đầu tư DTNH vào đồng EUR của các NHTW đã duy trì xu hướng giảm; giảm mạnh từ mức 24,1% vào Quý I/2014 xuống các mức 21,56%, 21,2%, 20,01% tương ứng vào Quý III/2014, Quý IV/2014 và Quý I/2015, tiếp đó liên tục duy trì ở mức thấp dưới 20% từ Quý II/2015 đến thời điểm quý II/2017.

Cùng với xu hướng giảm đầu tư vào đồng EUR, một số NHTW đã thực hiện đa dạng hóa đồng tiền đầu tư DTNH, như xem xét bổ sung đầu tư DTNH đối với đồng RMB của Trung Quốc là đồng tiền có lợi tức tương đối cao và đã được bổ sung vào rổ tiền tệ Quyền rút vốn đặc biệt (SDR) của IMF từ tháng 10/2016 hoặc đồng CAD, AUD là các đồng tiền tương đối mạnh. Trung bình, tỷ lệ đầu tư DTNH vào đồng RMB từ Quý IV năm 2016 đến nay ở mức 1,08%.

- Đa dạng hóa tài sản đầu tư DTNH:

Các NHTW thường đầu tư DTNH thông qua hình thức tiền gửi hoặc đầu tư vào các tài sản có tính an toàn và thanh khoản cao như trái phiếu chính phủ của các nước được xếp hạng tín nhiệm cao. Trước khủng hoảng tài chính toàn cầu, các hình thức đầu tư này vẫn mang lại lợi tức khá cao. Tuy nhiên, sau khủng hoảng tài chính toàn cầu, lãi suất trên thị trường quốc tế giảm xuống ở mức thấp, đặc biệt kể từ khi một số NHTW áp dụng lãi suất âm, trái phiếu bằng đồng EUR của các chính phủ được xếp hạng cao như Đức, Thụy Sĩ, Nhật Bản đã ở mức âm. Do muốn bảo toàn vốn, hầu hết các NHTW không muốn trả lãi suất cho các khoản đầu tư DTNH. Để tránh phải trả lãi suất âm, các NHTW đang phải đa dạng hóa tài sản đầu tư DTNH, trong đó nhiều NHTW đã phải chấp nhận đầu tư vào các tài sản mang tính rủi ro cao hơn và tính thanh khoản thấp hơn. Một khảo sát thực hiện vào tháng 8/2015 đối với các nhà quản lý quỹ dự trữ ngoại hối từ 77 NHTW quản lý tới 6000 tỷ USD DTNH cho thấy đa số các NHTW đang điều chỉnh chiến lược đầu tư theo hướng đầu tư cả vào những tài sản rủi ro hơn.

Một trong số những tài sản các NHTW thực hiện đa dạng hóa đầu tư trong bối cảnh lãi suất âm là trái phiếu doanh nghiệp và trái phiếu của Chính phủ các nước có thị trường mới nổi. Các tài sản này được đánh giá có tính an toàn và thanh khoản kém hơn trái phiếu Chính phủ các nước Mỹ, Đức, Nhật, Thụy Sĩ...; tuy nhiên, để đạt được lợi tức lớn hơn và đặc biệt để tránh phải đầu tư DTNH với lãi suất âm, một số NHTW đã đầu tư vào các tài sản này. Trong đó, từ năm 2015, NHTW Thụy Sĩ đã đầu tư vào trái phiếu chính phủ Trung Quốc và trái phiếu doanh nghiệp ở các thị trường mới nổi. NHTW Thụy Điển và Na Uy cũng tăng đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp và các tài sản có rủi ro cao hơn trước đây. Đồng thời, một cuộc khảo sát được thực hiện với 18 NHTW tại châu Âu, Trung Đông và châu Phi trong năm 2016 cho thấy gần một nửa số NHTW dự kiến tăng đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp do lợi tức từ trái phiếu chính phủ ở mức quá thấp.

Bên cạnh tăng cường đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp và trái phiếu chính phủ các nước thị trường mới nổi, các NHTW cũng tăng cường đầu tư vào cổ phiếu, cũng là một tài sản có tính rủi ro cao hơn trái phiếu chính phủ của các nước được xếp hạng tín dụng cao. Cụ thể, từ năm 2014 NHTW Phần Lan đã bắt đầu đầu tư vào cổ phiếu doanh nghiệp, còn tại Thụy Sĩ, đến năm 2017, tổng đầu tư vào cổ phiếu đã chiếm tới khoảng 20% tổng DTNH của Thụy Sĩ. Đồng thời, cuộc khảo sát được thực hiện với 18 NHTW tại châu Âu, Trung Đông và châu Phi trong năm 2016 cho thấy phần lớn các NHTW dự kiến tiếp tục tăng cường đầu tư thêm vào cổ phiếu doanh nghiệp.

Hơn nữa, theo một cuộc khảo sát do Central Banking Publications và Ngân hàng HSBC thực hiện, một số NHTW đang xem xét đầu tư vào các khoản cho vay được cơ cấu thành chứng khoán được bảo đảm bằng tài sản, các tài sản này được đánh giá là có mức độ rủi ro tương đối cao. Ngoài ra, một số NHTW đã phải kéo dài thời hạn đầu tư tài sản để hưởng lãi suất cao hơn. Tuy nhiên, các tài sản dài hạn này thường có tính thanh khoản không cao, do đó, có thể tác động đến việc thực hiện chức năng của DTNH như chức năng ổn định thị trường ngoại tệ, đảm bảo khả năng thanh toán quốc tế của quốc gia...

Đồng thời, trong bối cảnh lãi suất đối với một số đồng tiền đã ở mức âm, các NHTW đã tăng cường đa dạng hóa đầu tư sang vàng. Trong đó, Nga và Trung Quốc là 2 nước dẫn đầu xu hướng này. Theo số liệu của Hội đồng vàng thế giới, chỉ tính riêng 6 tháng cuối năm 2015, các NHTW trên thế giới đã mua trên 336 tấn vàng, là lượng vàng kỷ lục mua được trong 6 tháng của các NHTW. Theo Theguardian, tính từ năm 2008 đến quý III năm 2016 lượng vàng trong dự trữ ngoại hối của các NHTW đã tăng thêm 2.800 tấn, tương đương 9,4% tổng dự trữ, đưa vàng chiếm tới 13% tổng dự trữ của các NHTW. Mặc dù vàng có tính thanh khoản cao nhưng giá vàng thường có những biến động lớn, có thể tác động đến việc bảo tồn giá trị của quỹ DTNH của các quốc gia.

- Tăng cường công tác quản lý rủi ro trong đầu tư DTNH:

Chính sách lãi suất âm đã tác động đến lợi tức đầu tư DTNH của các NHTW, khiến các NHTW đang phải đầu tư vào các tài sản rủi ro cao hơn và tính thanh khoản thấp hơn. Tuy nhiên, các cuộc khủng hoảng tài chính trên thế giới đã cho thấy việc đầu tư DTNH cần đặt ưu tiên đối với việc đảm bảo an toàn và thanh khoản cho quỹ DTNH. Trong bối cảnh hiện nay, để các nhà quản lý quỹ DTNH có các quyết định đầu tư đúng đắn thì khuôn khổ hướng dẫn đầu tư phải được tăng cường theo hướng quy định chi tiết các nhiệm vụ trong quản lý quỹ DTNH, những mục tiêu dài hạn của quỹ, việc cân bằng giữa lợi suất và rủi ro, các mức độ rủi ro được phép đầu tư (bao gồm quy định cụ thể các đồng tiền, tài sản, thời hạn, đối tác được phép đầu tư). Đồng thời, để giám sát chặt chẽ rủi ro trong đầu tư, cần xây dựng các chỉ số định lượng, bao gồm chỉ số về rủi ro về tỷ giá, rủi ro lãi suất, rủi ro tập trung, rủi ro tín dụng.

Trên cơ sở khuôn khổ hướng dẫn đầu tư, nhà quản lý quỹ DTNH phải thực hiện thường xuyên phân bổ đầu tư trên cơ sở theo dõi những diễn biến thực tế và dự báo về lãi suất, tỷ giá các đồng tiền trên thị trường tài chính quốc tế để có những quyết định đầu tư kịp thời và hiệu quả.

c. Rủi ro đối với hệ thống ngân hàng thương mại và các trung gian tài chính

Việc áp dụng chính sách lãi suất âm có thể gây ra những rủi ro tiềm tàng đối với hệ thống ngân hàng và các trung gian tài chính, bao gồm:

- Rủi ro tháo chạy tiền gửi khỏi hệ thống ngân hàng:

Nếu các ngân hàng áp dụng mức lãi suất âm đối với người gửi tiền, người gửi tiền có thể giữ tiền ở nhà, tương đương với việc hưởng lãi suất danh nghĩa bằng “không”. Do đó, nếu lãi suất tiền gửi ở mức âm cao có thể dẫn đến sự tháo chạy, rút tiền đồng loạt khỏi ngân hàng của người gửi tiền (bank-run), gây nguy hiểm cho cả hệ thống. Tuy nhiên, với mức lãi suất âm mà các NHTW đang áp dụng hiện nay, số liệu cho thấy đến nay chưa xảy ra tình trạng tăng sử dụng tiền mặt đáng kể trong dân chúng.

- Rủi ro do hệ thống ngân hàng và các trung gian tài chính chấp nhận rủi ro cao hơn: Khi lãi suất giảm sâu, do không muốn áp dụng lãi suất âm đối với tiền gửi, hệ thống ngân hàng phải chấp nhận giảm lợi nhuận hoặc chấp nhận rủi ro cao hơn thông qua việc cho vay các dự án có rủi ro lớn để thu lãi cho vay cao hơn. Các quỹ quản lý tài sản có thể mua các tài sản rủi ro cao hơn để hưởng lãi dương.

- Rủi ro do hệ thống ngân hàng và các trung gian tài chính chấp nhận rủi ro cao hơn: Khi lãi suất giảm sâu, do không muốn áp dụng lãi suất âm đối với tiền gửi, hệ thống ngân hàng phải chấp nhận giảm lợi nhuận hoặc chấp nhận rủi ro cao khi cấp tín dụng cho các dự án có rủi ro lớn để thu lãi suất cho vay cao hơn. Đồng thời, các quỹ quản lý tài sản có thể mua các tài sản rủi ro cao hơn để hưởng lãi dương.

- Lãi suất âm nếu không được kiểm soát tốt có thể tạo nên bong bóng tín dụng ở một số lĩnh vực. Chẳng hạn như, lãi suất âm đã làm giảm lãi suất thế chấp mua nhà ở Đan Mạch, theo đó, giới phân tích cho rằng nếu chính sách lãi suất âm kéo dài có thể gây rủi ro tạo nên bong bóng giá nhà ở tại nước này.

- Mặt khác dòng tiền có thể bị chảy ra nước ngoài, đổ về nơi có lãi suất cao hơn, tạo nên bong bóng ở các khu vực khác trên thế giới, gây rủi ro cho hệ thống tài chính toàn cầu. Ngoài ra, nếu ngày càng có nhiều NHTW áp dụng chính sách lãi suất âm như là một công cụ để kích thích nền kinh tế, công cụ này có thể cuối cùng sẽ dẫn đến một cuộc chiến trang tiền tệ giữa các đồng tiền bị phá giá vì mục đích cạnh tranh.

Như vậy, lãi suất âm có thể gây ra những rủi ro tiềm tàng tương đối lớn đối với hệ thống ngân hàng và tài chính. Tuy nhiên, do các NHTW mới áp dụng mức lãi suất âm tương đối nhỏ, tới nay trong hệ thống ngân hàng và các trung gian tài chính chưa có những dấu hiệu đáng kể của những rủi ro nói trên. Khi chính sách lãi suất âm tiếp tục kéo dài hoặc giảm sâu hơn nữa, những rủi ro tiềm tàng nói trên có thể có những biểu hiện rõ nét hơn.

4.2.2. Ngoài ra, giới phân tích còn đưa ra lo ngại về hậu quả lâu dài của chính sách lãi suất âm là sự lệ thuộc vào chính sách tiền tệ để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và do đó làm giảm hiệu quả hoạt động của nền kinh tế.

5. Kết luận

Như vậy, đến nay, tác dụng tích cực tăng trưởng tín dụng, tăng lạm phát và giảm sức ép tăng giá đồng tiền của chính sách lãi suất âm đã được ghi nhận ở một số nước, trong khi tại một số nước chính sách này chưa có tác dụng tích cực rõ nét. Đặc biệt tại Nhật Bản do những khó khăn về cơ cấu trong nội bộ nền kinh tế nên chính sách lãi suất âm chưa có tác dụng kích thích tăng tín dụng và tăng lạm phát, đồng thời, lại đang gây ra tác động tiêu cực đối với lợi nhuận của hệ thống ngân hàng nước này. Hơn nữa, do lãi suất các NHTW áp dụng mới ở mức âm nhỏ, tới nay chưa có những dấu hiệu đáng kể cho thấy có những rủi ro đối với hệ thống ngân hàng thương mại và các trung gian tài chính do chính sách lãi suất âm gây ra. Mặt khác, chính sách lãi suất âm đã có tác động tiêu cực đến mục tiêu sinh lời của các quỹ DTNH thuộc các NHTW, khiến các NHTW đang phải điều chỉnh chiến lược đầu tư DTNH và tăng cường công tác quản lý rủi ro.

Nhìn chung, giới phân tích đồng thuận rằng, chính sách lãi suất âm có thể có tác dụng hỗ trợ thúc đẩy kinh tế sau giai đoạn khủng hoảng nếu như mức lãi suất âm chỉ tương đối nhỏ và không được duy trì quá lâu để tránh những tác động tiêu cực đối với khu vực tài chính cũng như với lợi tức đầu tư DTNH của các NHTW. Về lâu dài, chính sách lãi suất âm không giải quyết được các vấn đề tồn tại trong nền kinh tế như cầu tiêu dùng, cầu đầu tư yếu, hiệu

quả sử dụng vốn kém... Do đó, chính sách lãi suất âm cũng như chính sách tiền tệ nới lỏng cần đi kèm với chính sách tài khóa của chính phủ như tăng chi tiêu của chính phủ, chính sách về cải cách cơ cấu, cải cách khu vực tài chính nhằm đảm bảo an toàn hệ thống và ngăn ngừa các cú sốc trong tương lai.

Tài liệu tham khảo

- [1] Bank of Japan. 2016. Introduction of “Quantitative and Qualitative Monetary Easing with a Negative Interest Rate.”
- [2] ADB, 2017, The effectiveness of Japan’s negative interest rate policy
- [3] ECB, 2017, Monetary policy and bank profitability in a low interest rate environment
- [4] ECB, 2017, Do negative interest rates make banks less safe?
- [5] FED, 2017, “Low-For-Long” Interest Rates and Banks’ Interest Margins and Profitability: Cross-Country Evidence
- [6] IMF, 2017, Negative interest rates policies – initial experiences and assessments
- [7] BIS, 2016, Unconventional monetary policies

KHUÔN KHỔ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ NÀO CHO VIỆT NAM TRONG TƯƠNG LAI?

TS. Nguyễn Thị Kim Thanh

Quỹ tín dụng nhân dân Việt Nam

Tóm tắt

Trên cơ sở bản chất của CSTT, bài viết giới thiệu qua các khuôn khổ CSTT mà các nước trên thế giới đã áp dụng trong một thế kỷ qua, những tranh luận về khuôn khổ CSTT của NHTW trên thế giới trong và sau khủng hoảng kinh tế và tài chính thế giới năm 2007-2008. Đồng thời điếm lại quá trình điều hành CSTT của Việt Nam từ năm 1992 đến nay, để từ đó rút ra khuôn khổ chính sách tiền tệ của Việt Nam trong tương lai.

***Từ khóa:** mục tiêu, công cụ, khung chính sách tiền tệ*

MONETARY POLICY FRAMEWORK FOR VIETNAM IN THE FUTURE?

Dr. Nguyen Thi Kim Thanh

Vietnam People's Credit Fund

Abstract

Based on the nature of the monetary policy, the paper introduces the monetary policy frameworks that have been used in the world for over a century. The paper gives reviews and debates on the monetary policy framework which have been applied by certain central banks in the world during and after the financial crisis 2007-2008. The process of administering the monetary policy in Vietnam from 1992 till now will be also pointed out. In conclusion, the author suggests the suitable monetary policy framework for Vietnam in the future.

***Keywords:** target, tools, monetary policy framework*

Chính sách tiền tệ (CSTT) là một công cụ quản lý kinh tế vĩ mô. Trong bất cứ bối cảnh nào chính sách tiền tệ cũng theo đuổi mục tiêu chung là ổn định kinh tế vĩ mô, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Với bản chất là công cụ quản lý vĩ mô linh hoạt, chính sách tiền tệ theo đuổi thực hiện nhiều mục tiêu. Cục dự trữ liên bang Mỹ (Fed) trong quá trình thực thi chính sách tiền tệ đã đưa ra 6 mục tiêu cơ bản của chính sách tiền tệ¹ là: (i) Tăng trưởng kinh tế, (ii) Ổn định giá cả, (iii) Công ăn việc làm cao, (iv) Ổn định lãi suất; (v) Ổn định thị trường ngoại hối; và (vi) Ổn định thị trường tài chính. Sáu mục tiêu này chứa đựng những nguyên lý cơ bản của tiền tệ tác động đến ổn định kinh tế vĩ mô và phát triển kinh tế. Do vậy, mặc dù thị trường

¹Federic S.Miskin (1995): Ngân hàng và thị trường tài chính

tài chính tiền tệ, tình hình kinh tế có trải qua những bước thăng trầm, cơ chế tiền tệ và tỷ giá có nhiều thay đổi, mà sự thay đổi lớn nhất là hệ thống Bretton Woods sụp đổ, nhưng mục tiêu cuối cùng của chính sách tiền tệ về cơ bản không thay đổi.

Thực tế cũng cho thấy, tùy theo tình hình cụ thể các Quốc gia đã lựa chọn khuôn chính sách tiền tệ phù hợp với bối cảnh lúc đó nhằm đạt được mục tiêu mong muốn. Quỹ Tiền tệ quốc tế IMF đã tổng kết sau sụp đổ hệ thống Bretton Woods, là có 3 khung CSTT được hầu hết các NHTW sử dụng, đó là khuôn khổ CSTT kiểm soát khối lượng; khuôn khổ CSTT kiểm soát giá (lãi suất hoặc tỷ giá) và khuôn khổ CSTT lạm phát mục tiêu. Điểm đáng chú ý ở đây là những nước áp dụng khuôn khổ CSTT kiểm soát khối lượng là những nước có thị trường tài chính kém phát triển, đi kèm với khuôn khổ này là các công cụ tiền tệ trực tiếp, như hạn mức tín dụng, kiểm soát trần sàn lãi suất.; những nước có thị trường phát triển, chủ yếu là những nước phát triển thường áp dụng khuôn khổ CSTT kiểm soát giá và sử dụng công cụ tiền tệ gián tiếp, chủ yếu là công cụ lãi suất áp dụng nguyên tắc Taylor để xác định lãi suất chủ đạo của NHTW. Tuy nhiên trong những thập kỷ 70-90 lạm phát cao là mối đe dọa của các quốc gia, trong hầu hết các nền kinh tế tiên tiến, ngân hàng trung ương hoạt động theo một chiến lược phù hợp với cách tiếp cận lý thuyết lạm phát mục tiêu linh hoạt và nhằm đạt được lạm phát thấp, hoặc ổn định giá cả, như một mục tiêu chính, một số nước đã thiết lập một khuôn khổ CSTT mới đó là khuôn khổ CSTT lạm phát mục tiêu, với việc sử dụng lãi suất ngắn hạn như là một công cụ chính để đạt được mục tiêu. Bắt đầu là New Zealand áp dụng khuôn khổ này từ năm 1989, tiếp đó là gần 30 nước áp dụng khuôn khổ này. Kết quả cho thấy các quốc gia áp dụng khuôn khổ lạm phát mục tiêu tỷ lệ lạm phát đã giảm đáng kể từ mức trung bình 9,2% xuống còn 3,2%. Điều quan trọng là lạm phát giảm đi kèm với sự giảm biến động lạm phát và ổn định được kỳ vọng lạm phát. Cũng trong giai đoạn này cũng không ít quốc gia không áp dụng khuôn khổ CSTT lạm phát mục tiêu nhưng lạm phát cũng vẫn suy giảm hơn trước đó.

Chính vì vậy, khi khủng hoảng kinh tế và tài chính toàn cầu năm 2007-2008 xảy ra, nhiều học giả đã phê phán khuôn khổ chính sách này. Họ cho rằng các NHTW đã tập trung quá mức vào sự ổn định của lạm phát và ít quan tâm đến sự phát triển tài chính, chẳng hạn như sự gia tăng nhanh chóng của giá nhà hoặc sự gia tăng tỷ số đòn bẩy của các định chế tài chính trước khủng hoảng tài chính. Đặc biệt, sau gần mười năm phục hồi kinh tế sau khủng hoảng, NHTW Mỹ Fed, NHTW châu Âu đã khẳng định được vai trò quan trọng của CSTT trong việc hỗ trợ quá trình phục hồi đó. Thông qua sự kết hợp của việc cắt giảm lãi suất và mở rộng của bảng cân đối kế toán của NHTW, một số NHTW áp dụng chính sách lãi suất âm để phục hồi kinh tế. NHTW Châu Âu (ECB) và Fed đã cung cấp mức độ cần thiết các gói kích thích tiền tệ để ngăn chặn một cuộc suy thoái sâu hơn, thậm chí có tính chu kỳ và để ngăn chặn hoàn toàn nguy cơ giảm phát. Việc tiếp tục kích thích tiền tệ như vậy vẫn là quan trọng để đảm bảo một sự điều chỉnh bền vững của quá trình kiểm soát lạm phát với mức độ phù hợp đảm bảo mục tiêu ổn định giá cả của khu vực ECB và của nước Mỹ.

Từ thực tế đó, các nền kinh tế tiên tiến, nhiều nhà bình luận đã bắt đầu thảo luận về việc NHTW cuối cùng sẽ trở lại hiện trạng trước khủng hoảng, hoặc cho dù nhiều công cụ

sáng tạo lấp rập để ứng phó với cuộc khủng hoảng sẽ là một tính năng vĩnh viễn hoặc thậm chí cho dù khuôn khổ CSTT cần trải qua một cuộc đại tu lớn. Vì vậy, vấn đề đang được các học giả trên thế giới đang tranh luận hiện nay là:

- (i) Những gì nên là mục tiêu CSTT của NHTW;
- (ii) Các công cụ nào họ nên sử dụng để đạt được mục tiêu đó.

Trong bài giảng của Vítor Constancio, Phó Chủ tịch NHTW Châu Âu tại Instituto Superior de Economia e Gestão, Lisbon, ngày 25 tháng 5 năm 2017 về Tương lai của các khuôn khổ CSTT, sau hàng loạt những lập luận, cuối cùng ông đã đưa ra kết luận cho tương lai của CSTT, đó là CSTT sẽ cố gắng duy trì khuôn khổ chính sách lạm phát mục tiêu linh hoạt, đi cùng với các chính sách kinh tế vĩ mô thận trọng. Điều này có nghĩa là sự trở lại của bảng cân đối kế toán và lãi suất sẽ là những công cụ chính của CSTT, tuy nhiên vẫn cần có các công cụ khác cho các tình huống ít thường xuyên hơn. Ông tin tưởng rằng một chiến lược lạm phát mục tiêu linh hoạt này có thể giữ vai trò trung tâm cho bất kỳ khuôn khổ CSTT trong tương lai.

Tuy nhiên, một trong những bài học từ cuộc khủng hoảng là cần phải có những cơ chế tốt hơn để giảm thiểu rủi ro về ổn định tài chính, các NHTW cần có nhiều công cụ vĩ mô để bổ sung cho bộ công cụ chính sách của họ. Trong tương lai, khi đã đạt được sự thống nhất bền vững với mục tiêu lạm phát của chúng ta, việc quản lý lãi suất ngắn hạn một lần nữa trở thành công cụ chính của chính sách tiền tệ. Song chính sách lãi suất này cần có sự tính toán thận trọng, nhất là khi sử dụng chính sách lãi suất âm hoặc chính sách lãi suất bằng 0 cần phải xét tới giới hạn dưới, cái gọi là Effective Lower Bound (ELB) để đảm bảo hiệu quả cao nhất của CSTT. Một số nghiên cứu cũng đã khẳng định, khi công cụ lãi suất ở giới hạn dưới, thì công cụ truyền thông có vai trò hỗ trợ quan trọng để đảm bảo hiệu quả của CSTT.

Đối với Việt Nam thì sao?

Bắt đầu từ năm 1992, CSTT mới bắt đầu hình thành ở Việt Nam, trong giai đoạn này Việt Nam đang trong thời kỳ lạm phát cao, kinh tế tăng trưởng thấp (giai đoạn cuối của thời kỳ lạm phát siêu mã), nền kinh tế đang trong giai đoạn chuyển đổi. CSTT lúc này tập trung cao vào kiểm soát lạm phát cho đến năm 1996. Để đạt được mục tiêu kiểm soát lạm phát, nguyên tắc điều hành đầu tiên của NHNN lúc đó là kiềm chế khối lượng tiền tăng thêm hàng năm, đặc biệt là chấm dứt hẳn cung ứng tiền cho mục tiêu bù đắp thâm hụt ngân sách, qua việc kiểm soát mức tăng tiền cơ sở MB. Nguyên tắc này được xây dựng dựa trên sự nhận thức lúc đó là ổn định tiền tệ là tiền đề cho sự phát triển trong nền kinh tế lạm phát cao. Công cụ lúc đó được sử dụng là dự trữ bắt buộc để kiểm soát mức tăng MB. Chính sách lãi suất lúc này của của NHNN là chính sách lãi suất thực dương và qui định cụ thể mức lãi suất cho vay và lãi suất huy động cho các NHTM. Đến năm 1996 chuyển sang qui định trần lãi suất cho vay, lãi suất huy động được tự do hóa.

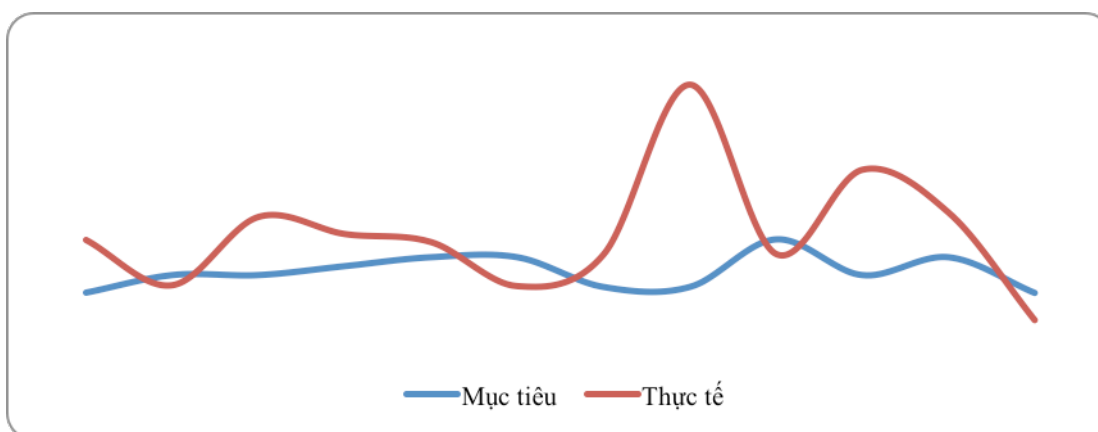
Có thể nói trong giai đoạn này, CSTT tuy mới sơ khai nhưng mục tiêu điều hành là hướng vào hạn chế những nguyên nhân gây lạm phát, tạo nhân tố thuận lợi cho tăng trưởng kinh tế, chẳng hạn như hướng nguồn vốn tín dụng vào các doanh nghiệp làm ăn có hiệu quả,

đi kèm với những giải pháp cung tiền cho mục tiêu tín dụng là việc cải tổ, chuyển đổi mô hình hoạt động của các doanh nghiệp nhà nước, chuyển đổi phương thức quản lý từ kế hoạch hóa tập trung sang cơ chế thị trường có định hướng của Nhà nước. Chính vì vậy mà siêu lạm phát bị đẩy lùi, tăng trưởng kinh tế được phục hồi. Cụ thể là lạm phát đã được kiềm chế xuống mức 17,5% năm 1992 thấp hơn nhiều so với mức lạm phát năm 1991 và những năm trước đó; năm 1993 lạm phát tiếp tục xuống mức 5,2%, năm 1994 là 14,4%, năm 1995 là 12,7%, năm 1996 là 4,5%. Đồng thời tăng trưởng kinh tế đạt mức cao năm 1992 là 8,7%, các năm tương ứng là 8,1%, 8,8%, 9,5%, 9,3%.

Cuộc khủng hoảng kinh tế Châu Á năm 1997-1998, mặc dù nền kinh tế Việt Nam lúc đó mức độ hội nhập còn thấp, song chịu ảnh hưởng không nhỏ. Thị trường tiền tệ biến động mạnh, nhất là tỷ giá, lạm phát có xu hướng giảm nhưng mức độ biến động còn cao (năm 1997 lạm phát 3,6%, năm 1998 lạm phát 9,2%, năm 1999 lạm phát 0,1%), hệ thống ngân hàng có dấu hiệu bất ổn, nợ đọng cao. Do vậy, CSTT lúc này ngoài việc vẫn tiếp tục theo đuổi mục tiêu kiểm soát lạm phát thì tập trung vào bình ổn tỷ giá, bình ổn thị trường tiền và ổn định hệ thống ngân hàng. NHNN đã sử dụng công cụ dự trữ bắt buộc để thực hiện cơ cấu một số ngân hàng thương mại yếu kém và đã đạt được kết quả mong muốn.

Dưới tác động của khủng hoảng, nền kinh tế Việt Nam năm 1999 bước vào suy thoái, tăng trưởng kinh tế chỉ đạt 4,8% và lạm phát chỉ ở mức 0,1% và lạm phát ở mức dưới 5% kéo dài đến năm 2003; thị trường tiền tệ tương đối ổn định, hệ thống các TCTD trên đà phát triển, chính vì vậy trong giai đoạn từ 1999-2003, CSTT lúc này tập trung chủ yếu vào phục hồi kinh tế, nhiều gói kích cầu được thực hiện, tăng trưởng tín dụng được đẩy mạnh. Công cụ chủ yếu lúc này được NHNN sử dụng để điều tiết cung tiền là công cụ dự trữ bắt buộc. NHNN đã giảm mạnh tỷ lệ dự trữ bắt buộc để tăng cung tiền. Đồng thời đây là điều kiện thuận lợi để NHNN thực hiện đổi mới các công cụ CSTT, như đổi mới điều hành cơ chế tỷ giá, từng bước thực hiện tự do hóa lãi suất, hình thành công cụ nghiệp vụ thị trường mở.

Đồ thị 1: Mức tăng tín dụng mục tiêu và thực tế giai đoạn 2000 - 2011



Tuy nhiên thực tế đã chứng minh, những động thái chính sách của NHNN trong giai đoạn này cùng với các chính sách kích cầu đầu tư khác, nhất là chính sách tài khóa, chỉ tập trung giải quyết những vấn đề trước mắt, chủ quan với mức lạm phát thấp, mà nguyên nhân thấp chủ yếu là do giá lương thực và thực phẩm, giá dầu thấp. Chính vì vậy, khi giá lương

thực thực phẩm tăng cao và sự biến động mạnh của giá dầu thè giới từ năm 2004, thì hậu quả của cung tiền và kích cầu đầu tư kém hiệu quả tạo cú huých làm giá tăng lạm phát bắt đầu từ cuối năm 2004 đạt 9,5% (năm 2003 là 3,6%) và đạt đỉnh điểm 19,98% năm 2008. Trong khi tình hình lạm phát đang có xu hướng tăng, thì Việt Nam chính thức gia nhập WTO. Điều này gây ra những cộng hưởng bất lợi khó lường: Việt Nam gia nhập WTO ký kết năm 2006 và chính thức có lực từ tháng 01/2007 đã thúc đẩy dòng vốn đầu tư nước ngoài vào mạnh làm tăng khối lượng tiền trong nền kinh tế, tăng nguồn vốn đầu tư tín dụng của các NHTM, VND lên giá. Chính sách tiền tệ lúc này tập trung vào kiểm soát lạm phát, nhưng các động thái chính sách đã không có tác động làm giảm cung tiền, lượng tiền mua ngoại tệ lớn để VND không lên giá quá cao ảnh hưởng đến xuất khẩu, nhưng mức độ trung hòa hóa dòng tiền thấp, nên các NHTM huy động được nhiều tiền đã hạ thấp điều kiện vay vốn, dẫn đến tăng trưởng tín dụng tăng cao, hiệu quả thấp. Trong tình hình này, mặc dù NHNN áp dụng công cụ hạn mức tín dụng, nhưng tín dụng vẫn tăng trưởng vượt quá cao so với mục tiêu đặt ra. Tiếp đến là khủng hoảng kinh tế thế giới năm 2008 xảy ra, tác động trước hết đến giảm dòng vốn ngân hàng, nhất là nguồn ngoại tệ làm cho tỷ giá tăng vọt (VND mất giá), trong khi đó tín dụng vẫn tăng trưởng mạnh. Lúc này NHNN hạn chế cung tiền để hạn chế tăng trưởng tín dụng, cùng với việc bán dự trữ ngoại tệ để ổn định tỷ giá dẫn đến thanh khoản hệ thống ngân hàng bị đe dọa, các NHTM đua nhau tăng lãi suất để đảm bảo thanh khoản. Thị trường tiền tệ, thị trường vàng bất ổn. Thêm vào đó các doanh nghiệp do khủng hoảng làm ăn thua lỗ không trả nợ được ngân hàng, nợ xấu tăng cao, đẩy hệ thống ngân hàng lúc này đứng trên bờ vực thẳm.

Có thể nói động thái CSTT trong giai đoạn khủng hoảng (2008-2011) là: (i) cùng một lúc theo đuổi nhiều mục tiêu, vừa kiểm soát lạm phát, vừa thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, bằng các gói kích cầu (năm 2009 khi tăng trưởng thấp), lại thiếu triệt để; (ii) các công cụ CSTT còn ít, nhưng quan trọng hơn, là chưa phân định rõ chức năng của từng công cụ, dẫn đến việc phối hợp các công cụ CSTT đôi khi còn lúng túng, và tính hiệu quả của từng công cụ còn hạn chế, chẳng hạn như việc xác định mức lãi suất tái cấp vốn, lãi suất cho vay qua đêm còn mang nặng tính cảm tính; nghiệp vụ thị trường mở xác định vốn khả dụng còn thiếu nhiều thông tin...; tỷ giá vừa được coi là công cụ vừa là mục tiêu điều hành...; (iii) trong điều hành bị động, chạy theo xử lý những vấn đề trước mắt, chưa thấy được độ trễ của tác động chính sách. Với bản chất của CSTT là tác động trễ đến các biến kinh tế vĩ mô, do vậy để đảm bảo kiểm soát lạm phát có hiệu quả, sát với mục tiêu, ngoài việc phân tích và đánh giá các yếu tố về chính trị, xã hội thì vấn đề tối quan trọng là các nhà hoạch định và thực thi CSTT phải nắm bắt, dự báo được các nhân tố kinh tế tác động đến lạm phát những tháng tiếp theo phù hợp với độ trễ tác động của những thay đổi CSTT, song trên thực tế điều này không được coi trọng.

Chính vì vậy, mà tác động của CSTT cùng với sự thiếu đồng bộ của các chính sách kinh tế vĩ mô khác đã làm trầm trọng thêm những ảnh hưởng bất lợi của khủng hoảng, lạm phát tiếp tăng cao năm 2011 ở mức 18,13%, kinh tế chưa có dấu hiệu phục hồi, thị trường tiền tệ, thị trường vàng vẫn bất ổn, thị trường tiêu thụ hàng hóa bị thu hẹp, hàng hóa tồn kho ở mức cao, sức mua của dân chúng giảm, thị trường bất động sản đóng băng, thị trường vốn ảm đạm và hoạt động của hệ thống ngân hàng – trung gian tài chính trọng yếu trong nền kinh tế

phải đối mặt với nhiều rủi ro lớn, nhiều doanh nghiệp nhất là doanh nghiệp nhỏ và vừa phải thu hẹp sản xuất, dừng hoạt động hoặc giải thể.

Trước thực trạng như vậy, từ cuối năm 2011 đến nay CSTT đã có sự chuyển hướng căn bản từ bị động sang chủ động, kiên trì theo đuổi mục tiêu kiềm chế lạm phát coi là mục tiêu hàng đầu. Đồng thời cũng hỗ trợ tích cực chống suy giảm kinh tế, tháo gỡ khó khăn cho doanh nghiệp; tiếp đến là ổn định cho được thị trường tiền tệ: giảm mặt bằng lãi suất ở mức hợp lý, điều hành tỷ giá linh hoạt, chấm dứt tình trạng thiếu thanh khoản trên thị trường; củng cố tính lành mạnh của hệ thống ngân hàng, từng bước hạn chế tình trạng đô la hóa. Trong điều hành chính sách tiền tệ có tính quyết liệt cao để đạt được mục tiêu, các công cụ CSTT được phối hợp sử dụng đồng bộ, phát huy tính hiệu quả của từng công cụ trong những bối cảnh cụ thể nhằm giải quyết những vấn đề cấp bách và những vấn đề mang tính lâu dài. Chẳng hạn như để giải quyết vấn đề cấp bách NHNN đã phối hợp đồng bộ các công cụ CSTT, trong đó thực hiện hạn mức tín dụng cùng với việc hạ thấp mặt bằng lãi suất cho vay, tạo sự chênh lệch giữa lãi suất VND và lãi suất USD, thiết lập lại kỷ luật thị trường tiền tệ thực sự đã mang lại những hiệu ứng tích cực, trước hết là đến thanh khoản hệ thống, thị trường tiền tệ, ổn định tỷ giá, kiểm soát lạm phát và hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Điều đáng nói ở đây, là NHNN đã nhận thức được tầm quan trọng về tác động trễ của chính sách, nên đã quan tâm phát triển công tác dự báo thị trường, dự báo diễn biến kinh tế vĩ mô, trước hết là thiết lập được hệ thống tin thị trường cập nhật, nâng cao năng lực dự báo của cán bộ và ứng dụng công nghệ thông tin hiện đại để phục vụ công tác dự báo. Bên cạnh đó, để giải quyết những bất cập trong giai đoạn khủng hoảng, NHNN đã sử dụng công cụ truyền thông, minh bạch hóa chính sách từng bước tạo lập lại lòng tin thị trường.

Kết quả, lạm phát đã được kiểm soát có xu hướng giảm dần từ năm 2011 đến nay, lạm phát đến tháng 10/2017 so với cùng kỳ ở mức thấp 2,98%; tăng trưởng kinh tế bắt đầu phục hồi, quý 3/2017 đạt mức tăng trưởng 7,46% và 9 tháng đầu năm đạt mức 6,41%, đặc biệt là thị trường tiền tệ, thị trường vàng ổn định, nhất là tỷ giá, NHNN mua được một lượng lớn dự trữ ngoại tệ, lãi suất thị trường giảm mạnh so với năm 2011; hệ thống ngân hàng về cơ bản khắc phục được những bất cập của thời kỳ khủng hoảng: thanh khoản hệ thống trong tầm kiểm soát, tỷ lệ nợ xấu được giảm thấp, quy mô vốn tăng cao, năng lực quản trị điều hành được nâng lên đáng kể...

Từ những kết quả đạt được như vậy, cho thấy sự chuyển đổi khuôn khổ chính sách tiền tệ trong giai đoạn này là phù hợp với tình hình kinh tế và diễn biến thị trường tài chính trong nước và quốc tế nên đã phát huy hiệu quả. Đó là khuôn khổ chính sách chủ động, kiên trì theo đuổi mục tiêu hàng đầu là kiềm soát lạm phát trong trung và dài hạn gắn với mục tiêu hỗ trợ tăng trưởng kinh tế và lành mạnh hệ thống ngân hàng. Cơ chế điều hành linh hoạt, chủ động, phối hợp hiệu quả các công cụ CSTT truyền thống đi kèm với các công cụ đặc thù gắn với việc lành mạnh hóa các TCTD, qua đó thúc đẩy hơn tính hiệu quả của CSTT.

Khuôn khổ CSTT nào cho Việt Nam trong tương lai?

Từ bản chất của CSTT, những khuôn khổ CSTT được các nước trên thế giới áp dụng trong nhiều thập kỷ qua, nhất là trong thời kỳ khủng hoảng và hậu khủng hoảng 2008 vừa qua,

trong đó có Việt Nam cho thấy, không có một khuôn khổ CSTT nào tối ưu một quốc gia ở tất cả các giai đoạn, mà khuôn khổ CSTT tối ưu chỉ có được khi quốc gia đó phát huy tối đa bản chất của CSTT áp dụng vào những điều kiện cụ thể của tình hình trong nước. Quá trình điều hành CSTT từ khi đổi mới đến nay, như đề cập phần trên đã thấy được, CSTT của Việt Nam cũng đã trải qua nhiều giai đoạn thăng trầm khác nhau, cũng có lúc thành công, cũng có lúc thất bại. Bài học thành công trong giai đoạn từ năm 2011 đến nay là cơ sở quan trọng cho việc thiết lập một khuôn khổ CSTT hiệu quả cho Việt Nam trong tương lai.

Thực tế đó cho thấy, chiến lược CSTT tối ưu cho Việt Nam trong tương lai là cần đạt được những yếu tố cơ bản sau:

(i) Lựa chọn đúng mục tiêu theo đuổi, trong đó phải coi mục tiêu kiểm soát lạm phát ở mức thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và việc làm luôn là mục tiêu trung hạn mà CSTT cần được ưu tiên theo đuổi;

(ii) Cùng với nó là cơ chế vận hành các công cụ CSTT linh hoạt, đồng bộ, sáng tạo, phát huy tối đa tính hiệu quả của từng công cụ. Sử dụng truyền thông về các giải pháp CSTT như là một công cụ hỗ trợ quan trọng khi mà các công cụ truyền thống dư địa hoạt động kém hiệu quả, chẳng hạn như chính sách lãi suất dưới mức ELB;

(iii) Quan trọng là tạo dựng kênh truyền tải CSTT với sự phản ứng nhanh kịp thời của thị trường, theo đó thiết lập kỷ luật thị trường nghiêm ngặt và củng cố tính lành mạnh, hiệu quả của các định chế tài chính luôn là mục tiêu song hành trong quá trình vận hành CSTT và;

(iv) Sự phối hợp đồng bộ với các chính sách kinh tế vĩ mô là điều tối cần thiết trong quá trình vận hành CSTT.

Ngoài ra, Việt Nam ngày càng hội nhập sâu, rộng vào thị trường tài chính quốc tế, trong khi mức độ phát triển thị trường tiền tệ của Việt Nam còn thấp so với quốc tế, thị trường còn phản ứng chưa nhanh nhạy với những động thái CSTT và chính sách kinh tế vĩ mô như thị trường quốc tế. Vì vậy khuôn khổ CSTT của Việt Nam trong tương lai, ngoài việc phải đạt được những yếu tố cơ bản trên, thì cần phải tiếp tục hoàn thiện hơn nữa các công cụ CSTT, xây dựng mô hình xác định mức lãi suất chính sách hiệu quả, xây dựng hệ thống thông tin thị trường nhằm giảm đến mức thấp nhất bất đối xứng về thông tin, nâng cao năng lực dự báo, luôn đảm bảo “looking forward” trong điều hành CSTT.

Thay cho lời kết, vì những diễn biến khó lường của thị trường trong tương lai, vì thế chúng ta không nên cố gắng để dự đoán những gì xa hơn trong tương lai có thể mang lại. Các NHTW cần phải mở ra nhiều cách giải quyết những thách thức trong tương lai, khi mà kiến trúc hệ thống tài chính phát triển theo hướng ứng dụng công nghệ thông tin tiên tiến, có thể vượt qua công nghệ 4.0 hiện nay, và đừng cho rằng khủng hoảng sẽ không xảy ra nữa. Như Voltaire nói: "Chúng ta không nên xúc phạm tương lai bằng cách cố gắng để tiên đoán nó".

Tài liệu tham khảo

- [1] The future of monetary policy frameworks - Lecture by Vítor Constâncio, Vice-President of the European Central Bank at the Instituto Superior de Economia e Gestão, Lisbon, 25 May 2017
- [2] The effects of fiscal policy at the effective lower bound-Dennis Bonam^a, Jakob de Haan^{a, b} and Beau Soederhuizen^c, a De Nederlandsche Bank b University of Groningen, CESinfo c Nyenrode Business University, 5 May 2017
- [3] Bài tham luận về CSTT của Nguyễn Thị Kim Thanh trong diễn đàn kinh tế mùa xuân năm 2012 của Quốc Hội
- [4] Luận án tiến sỹ của Nguyễn Thị Kim Thanh năm 2008- Website của NHNN

ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ PHI TRUYỀN THỐNG TẠI ANH NHẪM ỨNG PHÓ VỚI KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH TOÀN CẦU

ThS. Phạm Đức Anh - ThS. Nguyễn Thị Thùy Dương

Học viện Ngân hàng

Tóm tắt

Cuộc khủng hoảng tài chính khởi nguồn từ bong bóng cho vay thế chấp dưới chuẩn tại Mỹ năm 2007 đã gây ra nhiều xáo trộn nghiêm trọng đối với kinh tế Anh: lạm phát hàng năm liên tục vượt mục tiêu 2%, tăng trưởng GDP giảm mạnh so với giai đoạn trước, tỷ lệ thất nghiệp không có dấu hiệu cải thiện, năng suất lao động liên tục sụt giảm. Nhằm giúp nền kinh tế vượt qua giai đoạn khó khăn trên, BOE đã triển khai một loạt biện pháp chính sách tiền tệ phi truyền thống gồm: (1) tăng cường hỗ trợ thanh khoản; (2) chương trình mua tài sản (APF); (3) đề án tài trợ để cho vay (FLS); (4) định hướng mục tiêu. Thông qua phân tích quá trình triển khai loạt biện pháp đặc biệt trên cũng như đánh giá hiệu quả mà chúng đem lại, bài viết chỉ ra một số bài học quan trọng dành cho các Ngân hàng Trung ương trong việc điều hành chính sách tiền tệ phi truyền thống nhằm ứng phó với khủng hoảng tài chính thực sự có hiệu quả.

***Từ khóa:** chính sách tiền tệ phi truyền thống; ngân hàng trung ương; nới lỏng định lượng (QE); khủng hoảng tài chính.*

ON THE CONDUCT OF UNCONVENTIONAL MONETARY POLICY IN THE UK TO DEFUSE THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS

Pham Duc Anh MSc - Nguyen Thi Thuy Duong MSc

Banking Academy of Vietnam

Abstract

The global financial crisis triggered by the US subprime mortgage bubble in 2007 has caused serious turmoil in the UK economy, specifically: annual inflation continued to exceed the set target of 2%, output growth decelerated sharply compared to the prior period; unemployment rate revealed no signs of improvement; labor productivity continued to fall, etc. To safeguard the economy from such difficult situation, BOE has launched a series of unconventional monetary policy measures, namely: (1) Enhanced Liquidity Support; (2) Asset Purchase Program (APF); (3) Funding for Lending Scheme (FLS); (4) Forward Guidance. Through analysis of the implementation of these special measures as well as judgement on their effects, the paper draws important lessons for central banks in the conduct of unconventional monetary policy to cope with the financial crisis in effective ways.

***Keywords:** unconventional monetary policy; central bank; quantitative easing (QE); financial crisis.*

1. Sự cần thiết phải thực hiện chính sách tiền tệ phi truyền thống

Trong điều kiện bình thường, Ngân hàng Trung ương (NHTW) điều hành chính sách tiền tệ (CSTT) thông qua việc thiết lập lãi suất qua đêm mục tiêu trên thị trường tiền tệ liên ngân hàng và điều tiết cung tiền tương ứng với mục tiêu này thông qua hoạt động thị trường mở (OMO). Nhờ điều chỉnh các mức lãi suất chủ chốt thông qua năm kênh truyền dẫn tới nền kinh tế thực (kênh tín dụng, tài sản, bảng cân đối, lãi suất và tỷ giá), NHTW có thể quản lý hiệu quả trạng thái thanh khoản trên thị trường tiền tệ và theo đuổi mục tiêu ổn định giá cả trong trung hạn. Đây là biện pháp hữu hiệu hỗ trợ thanh khoản cho nền kinh tế trong thời kỳ suy thoái, kiềm chế áp lực lạm phát trong chu kỳ tăng trưởng, qua đó sẽ đảm bảo được sự ổn định trên thị trường tiền tệ. Tuy nhiên, khi nền kinh tế rơi vào bất ổn, công cụ CSTT truyền thống dường như là chưa đủ để giúp NHTW hoàn thành các mục tiêu, bởi hai lý do sau:

(i) Các cú sốc kinh tế với cường độ mạnh khiến lãi suất danh nghĩa buộc phải giảm về 0%. Ở mức này, việc giảm sâu hơn lãi suất điều hành là bất khả thi, do đó việc tìm kiếm thêm các giải pháp kích thích tiền tệ “phi truyền thống” là đòi hỏi cấp thiết. Suy rộng ra, việc kích thích tiền tệ tăng cường trong điều kiện lãi suất điều hành ở mức 0% có thể được thực hiện bằng ba cách: (i) định hướng kỳ vọng lãi suất trung và dài hạn; (ii) thay đổi kết cấu bảng cân đối tài sản của NHTW; và (iii) mở rộng quy mô bảng cân đối tài sản của NHTW (Bernanke & Reinhart, 2004). Các biện pháp trên có một điểm chung: chúng được thiết kế để cải thiện các điều kiện tài chính khi việc can thiệp đối với lãi suất liên ngân hàng trở nên mất tác dụng.

(ii) Biện pháp phi truyền thống có thể được bảo đảm khi lãi suất điều hành chưa chạm mức 0% nếu chất lượng các kênh truyền dẫn CSTT bị suy giảm đáng kể. Trong trường hợp này, NHTW sẽ có hai lựa chọn thay thế: (i) giảm lãi suất danh nghĩa ngắn hạn xuống thấp hơn so với mức lãi suất ở điều kiện thông thường và (ii) can thiệp trực tiếp vào quá trình truyền dẫn bằng các biện pháp phi truyền thống.

Khi ý định giảm lãi suất tiệm cận mức 0% của NHTW để kích cầu trong bối cảnh suy thoái trở nên bất khả thi, nền kinh tế được coi là rơi vào trạng thái “Lãi suất tiệm cận không” (*Zero Lower Bound - ZLB*). Ở trạng thái này, NHTW không thể can thiệp hơn nữa đối với nền kinh tế thông qua việc hạ lãi suất điều hành, bởi lẽ lãi suất đã tiệm cận 0%. Trạng thái ZLB có thể dẫn tới hiện tượng “bẫy thanh khoản” - được mô tả là trạng thái các chủ thể kinh tế sẽ ưu tiên nắm giữ tiền thay vì đi vay với mức lãi suất rất thấp (lý do có thể do kỳ vọng đối với nền kinh tế giảm sút), dẫn tới suy giảm đầu tư, tiêu dùng, tổng cầu và lạm phát (Keynes, 1936). Do đó, bất kỳ động thái bơm tiền nào vào hệ thống cũng sẽ không thể tạo ra sức bật cho các chỉ số kinh tế vĩ mô. Một khi rơi vào bẫy thanh khoản, nền kinh tế sẽ chìm sâu vào vòng xoáy giảm phát, theo đó lãi suất thực thể hiện tốc độ tăng nhanh hơn lãi suất danh nghĩa và các công cụ CSTT truyền thống trở nên bất lực.

Tóm lại, những gì đã trải qua trong giai đoạn khủng hoảng 2007-2008 chỉ ra rằng các công cụ CSTT phi truyền thống ra đời là điều tất yếu, kể cả trong bối cảnh lãi suất điều hành chưa được điều chỉnh tiệm cận 0%. Từ đó, có thể hiểu chính sách tiền tệ phi truyền thống là chính sách trực tiếp nhắm tới chi phí và sự sẵn có của nguồn tài trợ bên ngoài dành cho ngân hàng, hộ gia đình và công ty phi tài chính. Các nguồn tài chính này có thể tồn tại dưới dạng thanh khoản của NHTW, khoản vay, trái phiếu hoặc cổ phiếu. Do chi phí tài trợ bên ngoài thường cao hơn lãi suất liên ngân hàng được tham chiếu bởi CSTT, biện pháp CSTT phi truyền thống có thể được coi là nỗ lực để giảm bớt sự chênh lệch lợi suất giữa các loại hình tài trợ bên ngoài, do đó có thể ảnh hưởng đến giá tài sản và dòng chảy của các quỹ trong nền kinh tế. Hơn nữa, do biện pháp phi truyền thống nhằm tác động tới điều kiện tài chính, việc thiết kế chúng cần phải tính đến kết cấu tài chính của nền kinh tế, đặc biệt là kết cấu dòng chảy của quỹ.

2. Kinh nghiệm của Ngân hàng Trung ương Anh (BOE)

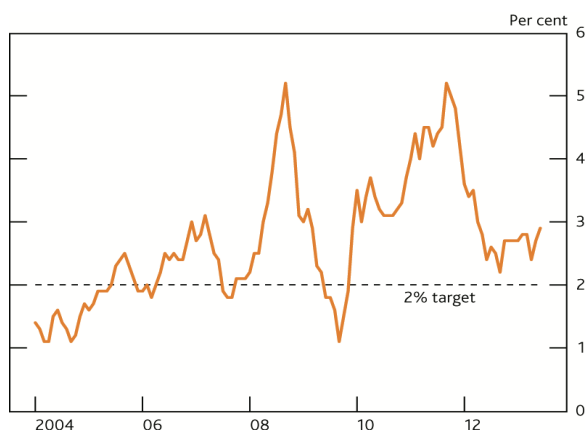
2.1. Bối cảnh thực thi chính sách tiền tệ phi truyền thống tại Anh

Tại Anh, việc điều hành CSTT là trách nhiệm chính của Ủy ban Chính sách tiền tệ (Monetary Policy Committee - MPC) - trực thuộc NHTW Anh (Bank of England - BOE). Mục tiêu chủ yếu MPC hướng tới là duy trì lạm phát (cân bằng bình quân) ở mức 2%/năm. Bên cạnh đó, MPC cũng kiêm nhiệm vai trò hỗ trợ Chính phủ hoàn thành mục tiêu chính sách vĩ mô về tăng trưởng và việc làm. Theo đó, trong một số thời kỳ trung hạn, MPC được trao quyền mở rộng lạm phát để ưu tiên thúc đẩy các chỉ số vĩ mô khác. Trong thời kỳ trước khi xảy ra khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007 - 2008, BOE điều hành CSTT dựa trên việc áp dụng bộ công cụ truyền thống gồm công cụ thường xuyên, nghiệp vụ thị trường mở và dự trữ bắt buộc nhằm hướng tới mục tiêu lãi suất xác định (Binseil, 2004). Một khi làm tốt nhiệm vụ này, thị trường tiền tệ mới có thể đạt mức ổn định cao như kỳ vọng của BOE.

Cuộc khủng hoảng tài chính khởi nguồn từ bong bóng cho vay thế chấp dưới chuẩn tại Mỹ năm 2007 và ngày càng trầm trọng sau sự sụp đổ của ngân hàng đầu tư Lehman Brothers năm 2008 đã gây ra những xáo trộn nghiêm trọng đối với kinh tế Anh. Theo đó, mức tăng CPI hàng năm liên tục vượt mục tiêu 2%, có những thời điểm lên tới 4,5 - 5% như năm 2008. Mức lạm phát cao như vậy có thể coi là hệ quả của một loạt cú sốc tăng giá (giá năng lượng, giá hàng hóa phi nhiên liệu, thuế VAT) và sự mất giá khá mạnh của đồng bảng Anh trong giai đoạn 2007-2008. Tăng trưởng sản lượng của Anh cũng giảm mạnh so với giai đoạn trước đó và so với các nền kinh tế lớn khác như Mỹ và EU. Trong khi đó, tỷ lệ thất nghiệp giai đoạn 2007-2008 hầu như không cải thiện so với các năm trước, dao động trong khoảng 5 - 6%. Đáng chú ý, năng lực cung ứng của nền kinh tế Anh cũng cho thấy nhiều bất ổn khi đường biểu diễn năng suất lao động bắt ngờ sụt giảm vào thời điểm đầu năm 2008.

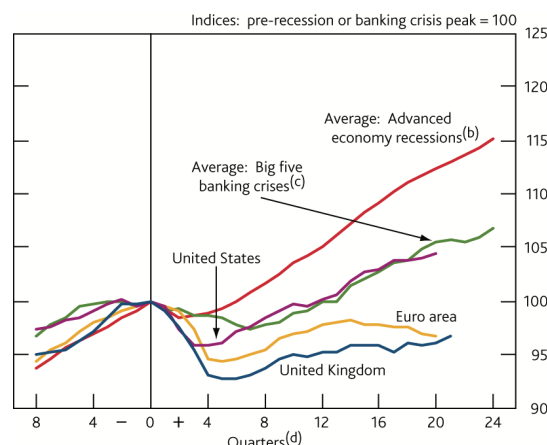
Hình 1: Diễn biến kinh tế vĩ mô tại Anh

(a) CPI



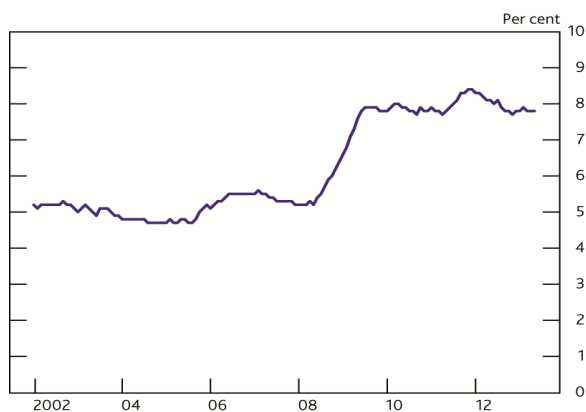
Nguồn: BOE (2016)

(b) GDP so với nền kinh tế khác



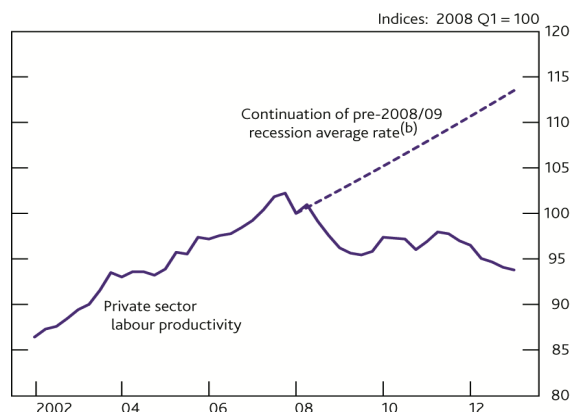
Nguồn: BOE (2016)

(c) Tỷ lệ thất nghiệp



Nguồn: BOE (2016)

(d) Năng suất lao động khu vực tư nhân



Nguồn: BOE (2016)

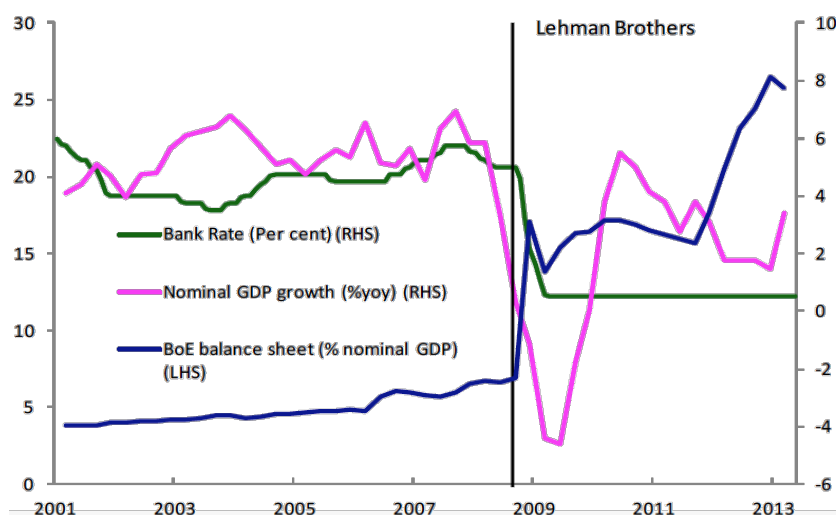
Để giúp nền kinh tế sớm thoát khỏi trì trệ, tháng 3/2009, MPC tuyên bố giảm sâu lãi suất ngân hàng (Bank Rate) từ 5% (2008) xuống còn 0,5% (*mức sàn hiệu quả*¹), đồng thời phát động chương trình mua tài sản (Asset Purchase Facility, APF). MPC tin rằng động thái trên có thể đảm bảo thực hiện mục tiêu lạm phát cân bằng ở mức 2% trong trung hạn. Chính sách mua tài sản (chủ yếu là Gilt) sử dụng ngân sách của NHTW nhằm mục tiêu hỗ trợ cung tiền cho nền kinh tế, qua đó kích cầu giúp Anh đạt được mục tiêu lạm phát trung hạn.

Kết thúc gói QE1 (tháng 1/2010), BOE mua thành công số tài sản có giá trị 200 tỷ bảng Anh (trong đó gilt chiếm 198 tỷ bảng) - tương đương 14% GDP của Anh. Sau đó, BOE tiếp tục bổ sung 125 tỷ bảng thông qua gói QE2 từ tháng 10/2011 – 5/2012, rồi 50 tỷ bảng thông qua gói QE3 từ tháng 7/2012 – 11/2012 – nâng tổng quy mô tài trợ QE lên 375 tỷ bảng

¹ Việc giảm lãi suất sâu hơn có thể ảnh hưởng xấu tới khả năng sinh lời của Hiệp hội nhà ở, theo đó các điều kiện tín dụng sẽ bị thắt chặt chứ không còn được nới lỏng như hiện tại.

(Joyce & Tong, 2012). Ngoài ra, để tăng cường hiệu quả điều hành, một số công cụ chính sách khác cũng được BOE đưa vào triển khai, ví dụ: hỗ trợ thanh khoản cho hệ thống ngân hàng theo Đề án thanh khoản đặc biệt (Special Liquidity Scheme - SLS) (tháng 4/2008); mở rộng danh mục tài sản thế chấp đối với hợp đồng Repo (tháng 6/2012); định hướng thị trường với việc xác định rõ các điều kiện cần để xem xét nâng lãi suất ngân hàng (tháng 8/2013) ...

Hình 2: GDP, lãi suất và bảng cân đối tài sản NHTW Anh



Nguồn: BOE (2013)

2.2. Thực tiễn áp dụng chính sách tiền tệ phi truyền thống tại Anh

Nhằm giúp kinh tế Anh ứng phó với khủng hoảng tài chính, bên cạnh động thái giảm lãi suất ngân hàng về mức tối ưu 0,5% kể từ tháng 3/2009, BOE đã triển khai một loạt các biện pháp CSTT phi truyền thống bao gồm: (1) tăng cường hỗ trợ thanh khoản; (2) chương trình mua tài sản (APF); (3) đề án tài trợ để cho vay (FLS); (4) định hướng mục tiêu.

2.2.1. Tăng cường hỗ trợ thanh khoản

Phản ứng đầu tiên của BOE trước "cơn bão" khủng hoảng tài chính 2007-2008 là đưa ra một loạt biện pháp nhằm đáp ứng thanh khoản cho thị trường (Cross và cộng sự, 2010). Hoạt động cho vay của BOE được mở rộng vượt lượng tiền cần thiết để giúp ngân hàng đạt được mục tiêu dự trữ đã định (lúc này thanh khoản ngân hàng trở nên dồi dào hơn). Theo đó, khối lượng giao dịch repo được BOE thực hiện và danh mục tài sản thế chấp được chấp nhận đều có sự mở rộng. Tháng 4/2008, sau sự sụp đổ của ngân hàng đầu tư Bear Stearns, BOE chính thức thông qua Đề án thanh khoản đặc biệt (SLS), theo đó ngân hàng và hiệp hội nhà ở được phép giao dịch hoán đổi chứng khoán chất lượng cao song tạm thời kém thanh khoản, chứng khoán thế chấp và một số loại chứng khoán khác để nhận về tín phiếu kho bạc. Từ sau vụ sụp đổ Lehman Brothers tháng 9/2008, BOE quyết định thiết lập một giao ước hoán đổi với Fed và một số NHTW khác, qua đó ngân hàng của Anh có thể vay thêm USD. Đến tháng 10/2008, chính sách cho vay khẩn - cửa sổ chiết khấu (Discount Window Facility) được BOE bổ sung như một kênh hỗ trợ thanh khoản dành cho các tổ chức tài chính.

Động thái trên hướng đến tăng cường thanh khoản cho toàn bộ thị trường chứ không nhằm “bóp méo” CSTT. Đến cuối năm 2008, một phần thanh khoản tăng cường được bơm vào thông qua các biện pháp trên bắt đầu được hút trở lại cùng với tín phiếu kho bạc 1 tuần.

2.2.2. Chương trình mua tài sản (*Asset Purchase Facility - APF*)

(i) Diễn biến chương trình:

Chương trình mua tài sản được MPC đưa vào triển khai kể từ ngày 05/03/2009. Ban đầu, MPC tiến hành mua 75 tỷ bảng tài sản thuộc khu vực tư nhân và khu vực công sử dụng ngân sách của BOE và dự kiến mất khoảng 3 tháng để hoàn thành. Phần lớn tài sản được giao dịch là trái phiếu chính phủ. Giao dịch ban đầu chỉ giới hạn đối với gilt đáo hạn từ 5 – 25 năm, sau đó phạm vi được mở rộng cho gilt đáo hạn từ 3 năm trở lên. Trong các tháng tiếp theo, MPC quyết định nâng tổng mức tài sản mua vào và ngưng giao dịch tài sản trong tháng 2/2010 - lúc này tổng tích lũy của gói APF đã đạt mốc 200 tỷ bảng.

Không lâu sau khi kết thúc gói QE1, khủng hoảng nợ châu Âu lan rộng, MPC có động thái phản ứng bằng việc tái khởi động chương trình APF với gói hỗ trợ mới trị giá 125 tỷ bảng. Thời gian thực hiện QE2 diễn ra từ tháng 10/2011 – 5/2012. Nhận thấy mức độ hỗ trợ thanh khoản cho thị trường vẫn chưa thể giúp kinh tế Anh bứt phá, MPC tiếp tục thông qua gói cứu trợ QE3 có giá trị 50 tỷ bảng, thực hiện kể từ tháng 7/2012 – 11/2012. Mặc dù cổ phiếu công ty và thương phiếu cũng được chấp nhận trong danh mục mua tài sản của BOE theo chương trình QE, song điều này chỉ nhằm cải thiện tình hình giao dịch chứ không nhằm gọi mở nhu cầu mua các chứng khoán này (Fisher, 2010).

(ii) Thiết kế và triển khai chương trình:

Chương trình mua trái phiếu gilt của BOE được tiến hành bằng thể thức đấu giá ngược (reverse auction), theo đó bên tham gia đưa ra mức giá tại đó họ chấp nhận bán một số lượng xác định trái phiếu gilt. Hoạt động này diễn ra 2 lần/tuần kể từ tháng 3 đến tháng 8/2009, sau đó tăng lên 3 lần/tuần, được điều phối bởi Ban thu mua tài sản (APF) thuộc BOE. Tại mỗi phiên đấu giá, BOE chấp nhận lời chào giá thấp nhất (so với giá thị trường) cho tới khi đạt lượng mua kỳ vọng. Hoạt động mua lại gilt của BOE áp dụng đối với mọi thời gian đáo hạn từ 3 năm trở lên, nhưng sẽ không được vượt quá 70% lượng thả nổi tương ứng của từng trái phiếu gilt. Cho dù bên tham gia đấu giá chủ yếu là ngân hàng và môi giới chứng khoán, song họ vẫn có thể đại diện cho khách hàng của mình đưa ra chào giá. Cuộc đấu giá cũng chấp nhận lời chào giá phi cạnh tranh đến từ công ty tài chính, theo đó họ chấp nhận bán gilt ở mức giá chốt bình quân của phiên đấu giá cạnh tranh. BOE cũng quy định rõ mức chào thấp nhất là 5 triệu bảng đối với đấu giá cạnh tranh và 1 triệu bảng đối với đấu giá phi cạnh tranh.

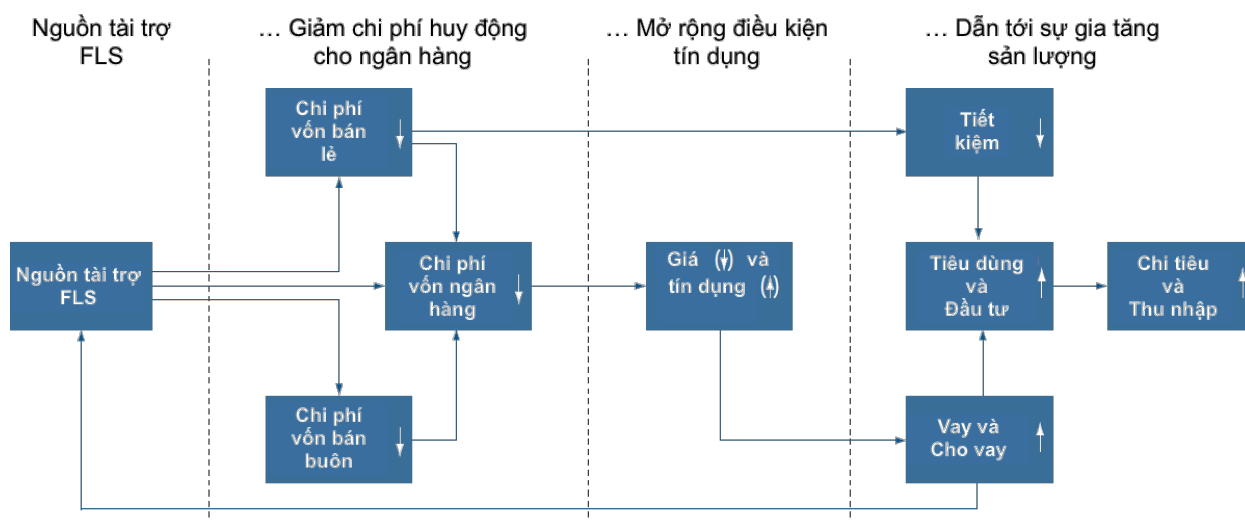
Quy mô đấu giá và lượng gilt mua lại mỗi tuần được công bố vào 16h00 thứ năm của tuần trước thời điểm diễn ra đấu giá. BOE có thể đưa ra một số thay đổi về thời gian và quy mô của cuộc đấu giá ứng với gilt của từng thời gian đáo hạn, do đó bên tham gia đấu giá có thể biết được khá chắc chắn về loại gilt nào có thể được BOE mua lại vào thứ năm của tuần trước khi đấu giá bắt đầu. Hạn chốt đưa ra chào giá phi cạnh tranh là trước 12h00 trưa ngày đấu giá. Vào lúc 13h00, quy mô cuộc đấu giá cạnh tranh sẽ được thông báo. Đấu giá cạnh

tranh sẽ diễn ra từ 14h15 - 14h45, lúc này các bên tham gia được quyền chào giá. Tại thời điểm kết thúc đấu giá (14h45), BOE so sánh lợi suất của từng chào giá cạnh tranh với lợi suất trung bình (mid-yield) của gilt niêm yết trên hệ thống DMO's Bloomberg và xếp hạng chúng từ cao xuống thấp. Chào giá cạnh tranh sau đó được phân bổ từ cao xuống thấp, trong đó đưa một phần vào nhóm chào giá thấp nhất được chấp nhận nếu việc làm này là cần thiết để đáp ứng mục tiêu mua lại của BOE. BOE cũng không hạn chế về cấu phần từng loại gilt sẽ mua trong mỗi phiên đấu giá. Do phần lớn hoạt động giao dịch gilt trên thị trường sẽ tiếp diễn đến 16h30 - đây là thời điểm ghi nhận phản ứng của thị trường trước kết quả đấu giá cũng như những thông tin mới công bố (Joyce và cộng sự, 2011).

2.2.3. Đề án tài trợ để cho vay (Funding for Lending Scheme - FLS)

Ngày 13/07/2012, đề án tài trợ để cho vay (Funding for Lending Scheme - FLS) lần đầu tiên được triển khai bởi BOE và Bộ Tài chính Anh (HM Treasury) như một động thái phản ứng trước bối cảnh hoạt động tín dụng ngân hàng trì trệ và khủng hoảng nợ công Châu Âu ngày càng lan rộng (dẫn tới chi phí vốn của ngân hàng tăng cao). Mục tiêu của đề án FLS nhằm hỗ trợ vốn vay với kỳ hạn dài, lãi suất thấp hơn lãi suất leo thang của thị trường, gắn kết trực tiếp giữa lượng và chi phí vốn sẵn có của đề án với hiệu quả cho vay ra nền kinh tế của bên tham gia. Đề án được thiết kế chủ yếu để khuyến khích ngân hàng và hiệp hội nhà ở tại Anh đẩy mạnh cho vay đối với hộ gia đình và khu vực doanh nghiệp. Đây được coi là một biện pháp hỗ trợ cho chương trình QE, theo đó dòng vốn sẽ được bơm trực tiếp vào hệ thống ngân hàng chứ không bơm dần trải như các gói QE. Nguồn tài trợ FLS giúp làm giảm bớt áp lực chi phí huy động cũng như chi phí phát hành vốn ra thị trường đối với ngân hàng.

Hình 3: Kênh truyền dẫn tác động của đề án FLS tại Anh



Nguồn: Churm và cộng sự (2012)

Đến ngày 24/04/2013, đề án FLS được mở rộng nhằm vào các mục tiêu: (i) củng cố niềm tin của ngân hàng và hiệp hội nhà ở rằng chi phí vốn để cho vay ra nền kinh tế Anh vẫn sẽ ở mức thấp cho tới tháng 1/2015; (ii) tiếp thêm động lực để ngân hàng tăng cường cho vay tới doanh nghiệp nhỏ và vừa; (iii) hỗ trợ thêm nguồn để các tổ chức tín dụng phi ngân hàng tăng cường cho vay ra nền kinh tế. Song song với đề án FLS mở rộng, Chính phủ Anh thông

qua một loạt đề án khác thúc đẩy cho vay theo lĩnh vực đặc thù, đồng thời Ủy ban Chính sách tài chính (FPC) cũng đưa ra các khuyến nghị để tăng cường nguồn vốn ngân hàng. Quan trọng nhất, việc triển khai đề án mở rộng một lần nữa khẳng định sự bảo trợ của BOE đối với các ngân hàng Anh trước sự leo thang của chi phí vốn nhằm thúc đẩy tăng trưởng tín dụng theo mục tiêu đã định. Hình 3 khái lược cơ chế truyền dẫn tác động của đề án FLS tại Anh.

2.2.4. Định hướng mục tiêu

Định hướng mục tiêu là một công cụ chính sách đặc lực giúp MPC hoàn thành mục tiêu lạm phát 2% trong thời kỳ khủng hoảng. Về mặt cơ chế, định hướng mục tiêu sẽ giúp tăng cường hiệu lực kích thích tiền tệ của BOE trên ba khía cạnh. Thứ nhất, nó mang tới sự minh bạch tốt hơn trong quan điểm của MPC về việc đánh đổi khoảng thời gian đưa lạm phát về sát mục tiêu để dành thời gian cho hồi phục tăng trưởng và việc làm. Thứ hai, nó giúp giảm thiểu sự không chắc chắn về đường lối điều hành CSTT khi nền kinh tế phục hồi. Thứ ba, định hướng mục tiêu cho phép MPC xem xét mở rộng quy mô kinh tế mà không gây ra bất kỳ rủi ro nào đối với việc ổn định giá cả và thị trường tài chính.

Thực tế cho thấy, BOE đã áp dụng có hiệu quả công cụ định hướng chính sách vào thời kỳ trong và sau khủng hoảng nhằm đảm bảo các mục tiêu ổn định giá cả và ổn định thị trường tài chính, thể hiện dưới hai hình thức sau: (i) *thông cáo chính sách trong giai đoạn 2009-2012* và (ii) *định hướng mục tiêu theo điều kiện kể từ 2014, khi nền kinh tế đang dần đi vào phục hồi*.

(i) Thông cáo chính sách trong giai đoạn 2009-2012

Trong thời kỳ khủng hoảng, kinh tế Anh phải hứng chịu nhiều xáo trộn, trong đó đáng lo ngại nhất là sự thiếu hụt trầm trọng thanh khoản trên toàn hệ thống ngân hàng. Giải pháp trung tâm đối với vấn đề trên nằm ở các gói cứu trợ QE đến từ MPC với liều lượng thích hợp cho từng giai đoạn (chương trình APF), và công tác truyền thông của giới chức Anh (BOE và HM Treasury) lúc này chủ yếu đề cập tới các khía cạnh của chương trình APF. Trong điều kiện lạm phát và sản lượng thực tế ở khá xa mức tiềm năng, định hướng mục tiêu có thể mang tới sự minh bạch tốt hơn trong quan điểm của MPC về việc đánh đổi khoảng thời gian đưa lạm phát về sát mục tiêu để dành thời gian cho hồi phục tăng trưởng và việc làm. Định hướng chính sách rõ ràng cũng giúp người dân đưa ra dự báo tốt hơn về lãi suất trong tương lai, qua đó ảnh hưởng đến quyết định chi tiêu và tiết kiệm của các hộ gia đình và doanh nghiệp.

Quy mô các cú sốc gần đây và những khó khăn trong việc nhận định hiệu quả phản ứng của cung khi cầu tăng cho thấy sự đánh đổi giữa tốc độ đưa lạm phát trở lại mức mục tiêu và phạm vi mở rộng kinh tế cũng không thực sự chắc chắn. Việc nhanh chóng đưa lạm phát về ngưỡng mục tiêu có thể dẫn tới nguy cơ kéo dài thời gian sử dụng kém hiệu quả nguồn lực quốc gia, từ đó sẽ làm giảm sức cung trong trung hạn của kinh tế Anh. Mặt khác, lạm phát trở lại ngưỡng mục tiêu quá chậm có thể khiến mọi người hoài nghi về cam kết của MPC trong việc neo lạm phát sát mục tiêu. Việc mất lòng tin trong công chúng sẽ khiến nỗ lực đưa lạm phát về sát ngưỡng mục tiêu trở nên tốn kém hơn, gây ra không ít chi phí cho nền kinh tế trong trung hạn.

Trong bối cảnh đó, định hướng mục tiêu cung cấp một khuôn khổ vững chắc nhờ đó MPC có thể mở rộng quy mô kinh tế mà không gây ra bất kỳ rủi ro nào đối với việc ổn định giá cả và thị trường tài chính. Một khi năng suất phục hồi nhanh hơn dự kiến, thất nghiệp sẽ giảm mạnh, kéo theo áp lực lạm phát giảm. Trong trường hợp này, định hướng mục tiêu của MPC có thể xem là một công cụ chính sách thích ứng được duy trì trong thời gian đủ dài.

(ii) Định hướng mục tiêu theo điều kiện khi kinh tế Anh phục hồi

Khi kinh tế phục hồi và ổn định, tháng 8/2013, MPC bắt đầu đưa ra chỉ dẫn lãi suất mục tiêu dựa trên phương pháp ***định hướng theo điều kiện (state-contingent guidance)*** với tuyên bố sẽ cố định Bank rate ở mức 0,5% ít nhất cho đến khi tỷ lệ thất nghiệp giảm về ngưỡng 7%, miễn là không gây ra nguy cơ mới về lạm phát hay bất ổn tài chính. Cam kết này sẽ thay đổi nếu một trong ba điều kiện "knock-out" sau bị vi phạm:

- Lạm phát trong 18 - 24 tháng tiếp theo được dự báo vượt mục tiêu 2% từ 0,5 điểm phần trăm trở lên.
- Kỳ vọng lạm phát trong trung hạn không được giữ vững
- Ủy ban Chính sách tài chính (FPC) nhận định lập trường CSTT có thể sẽ đe dọa tới ổn định tài chính và các biện pháp pháp lý không thể kiểm chế được điều này.

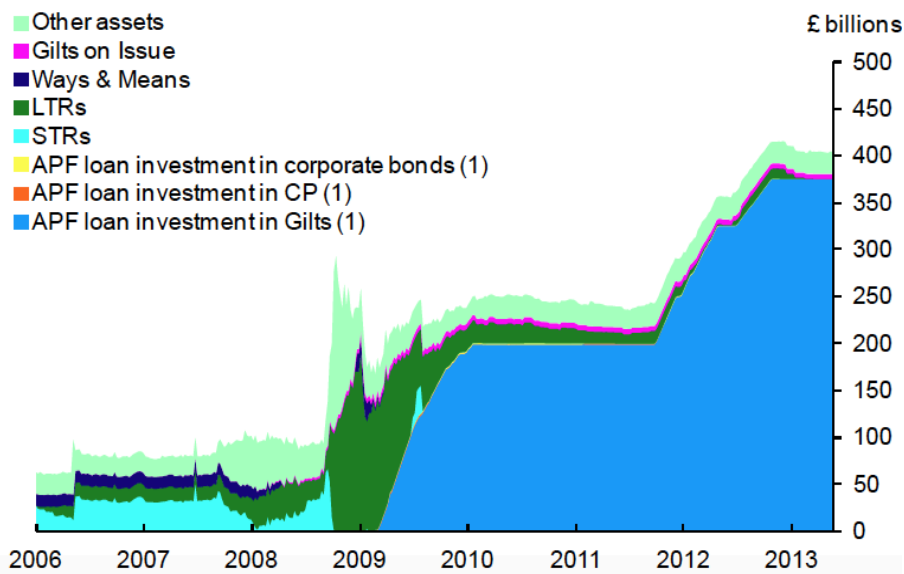
Mục đích công bố chỉ dẫn mục tiêu nhằm minh bạch thông tin để thị trường, doanh nghiệp và hộ gia đình nắm rõ các điều kiện duy trì CSTT. MPC nhận thấy đây là thời điểm phù hợp để triển khai hoạt động kích thích tiền tệ cho tới khi nền kinh tế thoát khỏi tình trạng trì trệ, với điều kiện mục tiêu ổn định giá cả không gây nguy hại tới ổn định tài chính. Mặc dù vậy, ở một số thời điểm, tuyên bố mục tiêu của MPC vẫn được điều chỉnh linh hoạt cho phù hợp với thực tại. Đơn cử vào tháng 2/2014, khi tỷ lệ thất nghiệp đã giảm về sát mức 7%, tính toán của chuyên gia MPC cho thấy "room" tăng trưởng sản lượng vẫn còn, vì vậy việc nâng lãi suất ngay lúc này cần thảo luận kỹ lại. Theo đó, lộ trình điều chỉnh lãi suất về sau, ngoài việc xem xét thận trọng điều kiện "knock-out", cần bám sát tình hình phát triển kinh tế.

2.3. Kết quả thực hiện các biện pháp CSTT phi truyền thống

2.3.1. Tác động đến bảng cân đối của BOE

Việc triển khai công cụ CSTT phi truyền thống giúp BOE cải thiện mạnh mẽ quy mô bảng cân đối tài sản và sự đa dạng trong danh mục chứng khoán nắm giữ. Trước khi áp dụng CSTT phi truyền thống, BOE nắm giữ khoảng 75-80 tỷ bảng chứng khoán chất lượng cao và không nắm giữ bất kỳ chứng khoán liên quan đến nợ cũng như gilt. Sau khi kết thúc gói QE3, BOE đã không còn tập trung nắm giữ chứng khoán chất lượng cao như trước, thay vào đó đã chuyển dần tỷ trọng danh mục sang trái phiếu gilt với nhiều kỳ hạn (chiếm 78%) và chứng khoán công ty kỳ hạn dài từ 3-5 năm. Quy mô bảng cân đối của BOE tăng gấp 4 lần khi chuyển từ giai đoạn khủng hoảng 2008-2009 (khoảng 98 tỷ, với sự lán át của chứng khoán kỳ hạn dài) sang giai đoạn hồi phục 2012-2013 (ước khoảng 400 tỷ bảng, lúc này gilt do BOE nắm giữ chiếm tới 90% tổng danh mục). Bên cạnh sự gia tăng về khối lượng, kỳ hạn trung bình của trái phiếu gilt cũng tăng mạnh, từ 2,2 năm (2007) lên 7,8 năm (2013).

Hình 4: Kết cấu bảng cân đối tài sản của BOE, 2006-2013

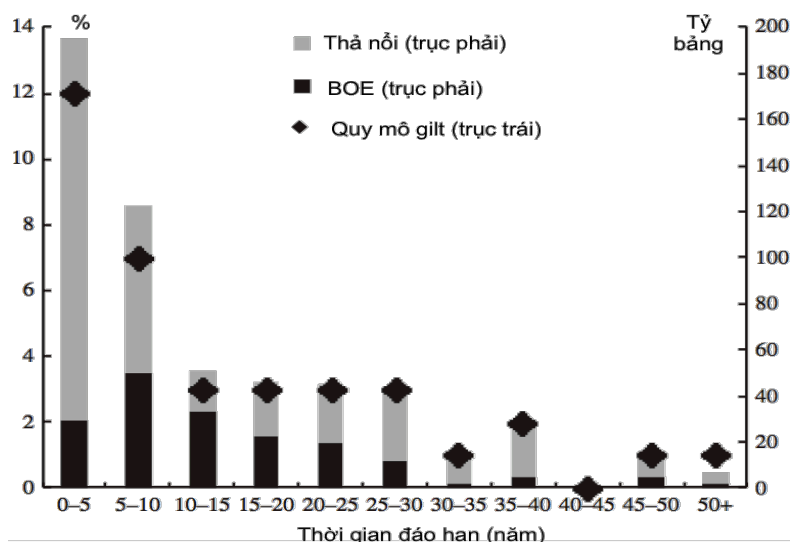


Nguồn: BOE (2016)

2.3.2. Kết quả triển khai các gói mua tài sản

Thứ nhất, gói nới lỏng định lượng QE1 đã cho thấy những tác động rõ rệt tới thị trường tài chính Anh: lợi suất trái phiếu gilt giảm khoảng 100 điểm cơ bản, giá của các loại hình chứng khoán đều thể hiện đà tăng, bên cạnh đó có thể kể đến tác động tái cân bằng danh mục tài sản theo kỳ hạn (portfolio balance effects) do BOE nắm giữ như đã chỉ ra trong các nghiên cứu của Joyce và cộng sự (2011), Joyce & Tong (2012) (xem Hình 5).

Hình 5: Phân phối gilt do BOE giao dịch và gilt thả nổi, 2009-2010

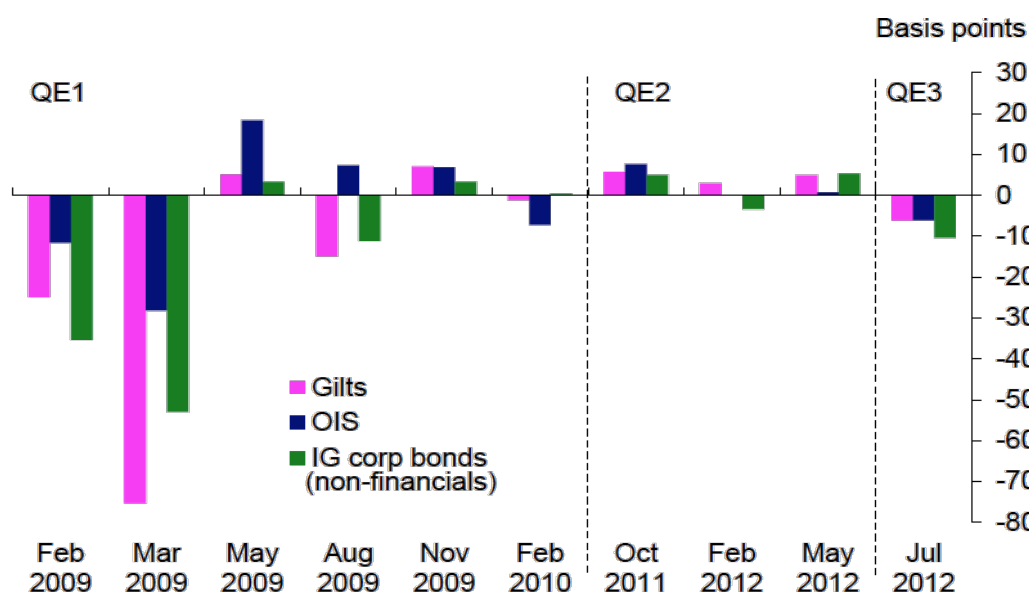


Nguồn: Joyce & Tong (2012)

Phản ứng của lợi suất và giá chứng khoán trước các tuyên bố của BOE giai đoạn 2009-2012 được mô tả trong Hình 6 và Bảng 1. Dựa trên Bảng 6, có thể thấy giá các loại tài sản tài chính đang dần hồi phục trong giai đoạn QE1, dù rằng việc phân tách đóng góp cho đà hồi phục này có đến từ chương trình QE hay đến từ các yếu tố khác là điều không đơn giản. Thống kê cũng ghi nhận những ảnh hưởng nhất định từ gói QE tới tỷ giá bảng Anh, dù mức

độ ảnh hưởng là khá khiêm tốn. Bên cạnh đó, nhiều nghiên cứu về tác động vĩ mô đã chỉ ra được vai trò quan trọng của chương trình QE trong việc giúp giảm thiểu tổn thất sản lượng và mức độ giảm phát (Kapetanios và cộng sự, 2012; Bridges & Thomas, 2012). Trong khi đó, kết quả tính toán của Joyce và cộng sự (2011) cho thấy tác động từ gói hỗ trợ 200 tỷ bảng cũng tương đương với sự sụt giảm 150-300 điểm cơ bản của lãi suất ngân hàng.

Hình 6: Phản ứng của lợi suất chứng khoán trước các tuyên bố của BOE



Nguồn: BOE (2016)

Bảng 1: Phản ứng của giá chứng khoán trước các tuyên bố của BOE

Tài sản	QE1: tổng giá trị 200 tỷ bảng. 6 tuyên bố (2/2009, 3/2009, 5/2009, 8/2009, 11/2009, 2/2010)		QE2/3: tổng giá trị 175 tỷ bảng. 5 tuyên bố (10/2011, 2/2012, 5/2012, 7/2012, 11/2012)	
	Thay đổi sau tuyên bố QE1	Thay đổi từ 4/3/2009 – 26/1/2010	Thay đổi sau tuyên bố QE2/3	Thay đổi từ 5/10/2011 – 31/10/2012
Lợi suất Gilt (5-25 năm, giao ngay)	-104bp	-9bp	+2bp	-45bp
Lợi suất CK công ty (điểm đầu tư)	-69bp	-390bp	-7bp	-200bp
Lợi suất CK công ty (lợi suất cao)	-151bp	-1938bp	-11bp	-354bp
FTSE (toàn bộ CK)	-3%	+46%	+4%	+6%
Tỷ giá bảng Anh	-4%	+4%	+1%	+6%

Nguồn: BOE (2016)

Thứ hai, việc đánh giá tác động của các chương trình mua tài sản giai đoạn sau là không hề đơn giản, một phần vì trong quá trình tiếp tục triển khai các gói hỗ trợ, thị trường dường như đã dần thích ứng được với động thái mua tài sản của BOE. Thêm nữa, diễn biến ngày càng tồi tệ của khủng hoảng nợ Châu Âu cũng phần nào làm triệt tiêu những tác động

tích cực từ các gói QE, biểu hiện thông qua sự sụt giảm giá tài sản rủi ro, nỗi lo sợ rủi ro ngày càng tăng và hiệu ứng tái cân bằng danh mục tài sản dần bị bóp méo.

Thứ ba, phân tích liên quan tới sự thay đổi bất ngờ trong phân phối gilt của BOE cho thấy tác động của gói cứu trợ QE1 và QE2 thông qua các tổ chức tín dụng trong nước là tương tự nhau (Banerjee và cộng sự, 2012). Một bằng chứng khác được công bố bởi Butt và cộng sự (2012) chỉ ra rằng tác động của các gói này đối với việc cải thiện cung tiền cũng không có sự khác biệt, song mức độ tác động là vượt trội so với các kênh khác.

2.3.3. Kết quả triển khai Đề án tài trợ để cho vay (FLS)

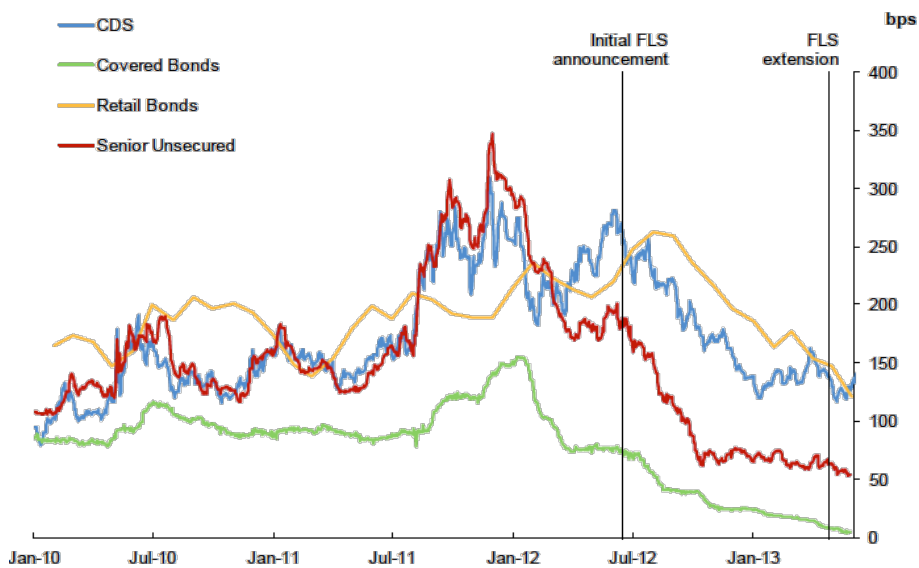
Thứ nhất, việc triển khai Đề án FLS với trọng tâm hỗ trợ khoản vay lãi suất ưu đãi – thời hạn dài đã thu hút sự tham gia đông đảo của 40 tổ chức ngân hàng. Thống kê của BOE cho thấy số khoản vay đủ điều kiện giải ngân chiếm tới 80%, và tổng lượng vốn chảy vào hệ thống ngân hàng trong giai đoạn triển khai đạt 16,6 tỷ bảng.

Thứ hai, các chỉ báo về chênh lệch lãi suất nguồn vốn dài hạn (đối với cả thị trường bán buôn và bán lẻ), lãi suất vay ngắn hạn không tài sản đảm bảo và lãi suất LIBOR tại Anh đều giảm mạnh sau thời điểm tuyên bố Đề án FLS. Lý do của sự sụt giảm trên một phần do các yếu tố khác chi phối, trong đó có tuyên bố Giao dịch tiền tệ công khai (Outright Monetary Transactions – OMT) của ECB – song chủ yếu đây là hệ quả tất yếu từ việc thực hiện FLS.

Thứ ba, việc triển khai Đề án FLS cũng góp phần làm giảm bớt cấu phần tín dụng có tài sản bảo đảm dành cho đối tượng hộ gia đình và tổ chức lớn.

Thứ tư, sau khi FLS được triển khai, cho vay ròng nhìn chung vẫn được duy trì ổn định, dù rằng thực tế này đang trái ngược với giả thuyết cho vay ròng có thể sụt giảm. Sang những tháng đầu năm 2013, cho vay ròng bắt đầu phục hồi và chuyển sang đà tăng mạnh.

Hình 7: Diễn biến chênh lệch lãi suất vay chỉ báo



Nguồn: BOE (2016)

3. Bài học kinh nghiệm về điều hành CSTT phi truyền thống nhằm ứng phó với khủng hoảng tài chính

Quá trình phân tích, đánh giá kinh nghiệm áp dụng công cụ CSTT phi truyền thống của BOE nhằm hỗ trợ nền kinh tế sớm vượt qua cơn bão khủng hoảng 2007-2008 trên đây có thể được tóm lược thông qua ba bài học quan trọng sau:

3.1. Bài học về điều kiện và thời điểm thực hiện CSTT phi truyền thống

Nếu như trước đây ổn định giá trị tiền tệ được coi là mục tiêu hàng đầu của CSTT, thì từ khi khủng hoảng tài chính toàn cầu khởi phát năm 2007 và ngày càng trầm trọng vào năm 2008 - 2009, duy trì ổn định tài chính nhằm đảm bảo hiệu quả truyền dẫn CSTT trở thành ưu tiên hàng đầu đối với NHTW Anh. Để giúp kinh tế Anh ứng phó trước khủng hoảng, ngoài việc hạ lãi suất ngân hàng về mức tối ưu 0,5% kể từ tháng 3/2009, MPC đã triển khai một loạt biện pháp CSTT phi truyền thống khác như tăng cường hỗ trợ thanh khoản, chương trình mua tài sản (APF) và đề án tài trợ để cho vay (FLS). Ủy ban này tin rằng động thái trên có thể đảm bảo thực hiện mục tiêu lạm phát cân bằng ở mức 2% trong trung hạn. Chính sách mua tài sản, chủ yếu là trái phiếu chính phủ trung - dài hạn (gilt) sử dụng ngân sách của NHTW, nhằm mục tiêu hỗ trợ cung tiền cho nền kinh tế, qua đó kích cầu giúp nước Anh đạt được mục tiêu lạm phát trung hạn. Rõ ràng, việc can thiệp quyết đoán, chính xác về thời điểm, sử dụng các biện pháp chính sách khác nhau với liều lượng thích hợp từ ủy ban MPC (thuộc BOE) có vai trò đặc biệt quan trọng trong công cuộc giải cứu nền kinh tế Anh vượt qua bão khủng hoảng.

3.2. Bài học về lựa chọn công cụ CSTT phi truyền thống

Bằng chứng thực nghiệm từ Kapetanios và cộng sự (2012), Bridges & Thomas (2012) đã cho thấy công cụ nói lỏng định lượng QE phát huy hiệu quả rất tốt tại Anh (được biết đến dưới dạng chương trình mua tài sản APF) trong việc ngăn ngừa tổn thất sản lượng và giảm phát. Trong bối cảnh lãi suất điều hành không thể giảm sâu hơn nữa (zero-lower bound conditions) nhằm giải quyết dư địa của khủng hoảng tài chính, biện pháp CSTT phi truyền thống QE vẫn luôn chứng tỏ được sự hữu ích và linh hoạt của nó dựa trên một hệ thống đa dạng các kênh dẫn truyền, qua đó hỗ trợ BOE duy trì được mục tiêu CPI ở mức 2%.

Đề án tài trợ để cho vay (FLS) thực hiện vai trò bổ trợ trong việc giải quyết trực diện tình trạng trì trệ của hoạt động cho vay. Đề án này góp phần làm giảm bớt áp lực chi phí vốn về phía ngân hàng, đồng thời đảm bảo tốt hơn cho mục tiêu tăng trưởng tín dụng đã được định sẵn. Ngoài ra, FLS còn được coi như một chính sách bảo hiểm trước những cú sốc bất lợi về chi phí vốn ngân hàng trong tương lai.

Ngoài ra, định hướng mục tiêu cũng là một công cụ chính sách đắc lực giúp MPC đạt mục tiêu lạm phát 2% trong giai đoạn khủng hoảng. Về cơ chế, định hướng mục tiêu giúp tăng cường hiệu lực kích thích tiền tệ của BOE trên ba khía cạnh: (i) nó mang tới sự minh bạch tốt hơn trong quan điểm của MPC về việc đánh đổi khoảng thời gian đưa lạm phát về sát mục tiêu để dành thời gian cho hồi phục tăng trưởng và việc làm; (ii) nó giúp giảm thiểu sự không chắc chắn về đường lối điều hành CSTT khi nền kinh tế phục hồi; (iii) định hướng mục tiêu cho phép MPC xem xét mở rộng quy mô kinh tế mà không gây ra bất kỳ rủi ro nào đối

với việc ổn định giá cả và thị trường tài chính. Trên thực tế, BOE đã áp dụng khá hiệu quả công cụ định hướng chính sách vào thời kỳ trong và sau khủng hoảng nhằm đảm bảo các mục tiêu về ổn định giá cả và ổn định thị trường tài chính.

3.3. Bài học về phương thức điều hành công cụ chính sách tiền tệ phi truyền thống

Trong số các biện pháp CSTT phi truyền thống, biện pháp tăng cường thanh khoản đặc biệt và chương trình mua tài sản được BOE sử dụng tích cực hơn cả. Để hỗ trợ thanh khoản cho toàn hệ thống, BOE triển khai các gói cho vay vượt hạn mức cần thiết để các ngân hàng dành ra một phần vốn dự trữ (danh mục tài sản thế chấp cho các khoản vay cũng có sự mở rộng) cũng như thực hiện giao dịch hoán đổi chứng khoán chất lượng cao (song mất thanh khoản tạm thời) lấy tín phiếu kho bạc với các trung gian tài chính. Khi thị trường bắt đầu dò dẫm thanh khoản trở lại, NHTW có thể hút lại một phần vốn đã cung ra trước đó thông qua việc bán ra thị trường tín phiếu ngắn hạn. Đặc biệt, vào những thời điểm “sốt” thanh khoản, dự trữ ngoại hối của BOE hoàn toàn có thể được tăng cường thông nhờ ký kết giao ước hoán đổi ngoại tệ với NHTW các nước khác.

Trong khi đó, chương trình mua trái phiếu chính phủ (gilt) của BOE được tiến hành theo thể thức đấu giá ngược, diễn ra 2 - 3 lần/tuần và được điều phối độc lập bởi Ban mua tài sản (APF) thuộc BOE. Phiên đấu giá chủ yếu chấp nhận chào giá cạnh tranh từ ngân hàng và môi giới chứng khoán, bên cạnh một lượng không đáng kể chào giá phi cạnh tranh. Quá trình mua lại gilt từ các ngân hàng chỉ có tác động làm tăng quy mô dự trữ của NHTW chứ không ảnh hưởng đến tổng cung tiền; trong khi việc mua lại tài sản từ tổ chức phi ngân hàng có thể làm tăng lượng tiền gửi của ngân hàng, và lượng tăng này được ghi nhận vào mức tăng cung tiền. Từ đây có thể thấy, giao dịch mua lại tài sản từ các tổ chức phi ngân hàng mới chính là điểm mấu chốt giúp hỗ trợ cung tiền cho nền kinh tế.

Tài liệu tham khảo

- [1] Banerjee, R., Daros, S., Latto, D. & McLaren, N. (2012), Using changes in auction maturity sectors to identify the impact of QE on gilt yields, BOE Quarterly Bulletin.
- [2] Bernanke, B.S. & Reinhart V.R. (2004), “Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates”, *American Economic Review*, 94 (2), 85-90.
- [3] Bindseil, U. (2004), *Monetary Policy Implementation: Theory, past and present*, Oxford University Press.
- [4] BOE (2013), *Monetary Policy Trade-offs and Forward Guidance*, Monetary Policy Committee.
- [5] BOE (2016), *Monetary Policy and Volatility in the Sterling Money Market*, Staff Working Paper No.588.
- [6] Bridges, J. & Thomas, R. (2012), The impact of QE on the UK economy — some supportive monetarist arithmetic, Bank of England Working Paper No. 442.
- [7] Butt, N., Domit, S., McLeay, M. & Thomas, R. (2012), What can the money data tell us about the impact of QE?, Bank of England Quarterly Bulletin.
- [8] Churm, R., Leake, J., Radia, A., & Srinivasan, S. (2012), The Funding for Lending Scheme, Bank of England Quarterly Bulletin.
- [9] Cross, M., Fisher, P. & Weeken, O. (2010), The Bank’s Balance Sheet During the Crisis, *Quarterly Bulletin (Bank of England)* 50 (1), 34–42.
- [10] Economics Online (2013), *Monetary Policy in the UK*, accessed 28 August 2017: <economicsonline.co.uk/Global_economics/Monetary_policy.html>
- [11] Fawley, B.W. and Neely, C.J. (2013), Four stories of Quantitative Easing, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Jan/Feb 2013, 95(1), 51-88.
- [12] Fisher, P. (2010), The corporate sector and the Bank of Englands asset purchases, Speech to Association of Corporate Treasurers.
- [13] Joyce, M. & Tong, M. (2012), QE and the Gilt Market: A disaggregated Analysis, *Economic Journal*, 122 (November), 348-384.
- [14] Joyce, M., Lasasosa, A., Stevens, I. & Tong, M. (2011), The financial market impact of quantitative easing, *International Journal of Central Banking*, Vol. 7(3), 113–61.
- [15] Kapetanios, G., Mumtaz, H., Stevens I., & Theodoridis, K. (2012), Assessing the economy-wide effects of quantitative easing, *Economic Journal*, Vol. 122 (564), 316-347.
- [16] Keynes, J.M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Palgrave Macmillan.
- [17] Kohn, D. (2004), Testimony of Governor Donald Kohn before the Senate Committee on Banking Housing and Urban Affairs, June 22.
- [18] Whitesell (2006), Interest rate corridors and reserves, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 53(6), 1177- 1195.

**Phụ lục: Các thông cáo quan trọng từ nhà chức trách Anh
(giai đoạn 2009-2014)**

Thời gian	Thông cáo	Nội dung	Thông tin mở rộng
19/01/2009	Thông cáo Bộ Tài chính (HM Treasury)	Giới thiệu chương trình APF: BOE sẽ mua vào 50 tỷ bảng tài sản tài chính chất lượng cao sử dụng ngân sách Bộ Tài chính.	
11/02/2009	Báo cáo lạm phát BOE	Nhận thấy nỗ lực neo lạm phát về 2% có dấu hiệu chững lại, BOE tin rằng chương trình mua tài sản APF sẽ giải quyết được vấn đề.	
05/03/2009	Thông cáo MPC/QE1	MPC mua vào 75 tỷ bảng tài sản bằng quỹ dự trữ BOE. Phần lớn gilt mua vào có thời gian đáo hạn 5 – 25 năm.	QE tích lũy: 75 tỷ bảng. Lãi suất giảm từ 1% xuống 0,5%
07/05/2009	Thông cáo MPC	MPC tăng lượng mua tài sản thêm 50 tỷ bảng.	QE tích lũy: 125 tỷ bảng.
06/08/2009	Thông cáo MPC	MPC tăng lượng mua tài sản thêm 50 tỷ bảng, đồng thời mở rộng danh mục mua đối với gilt đáo hạn 3 năm trở lên. Đồng thời, MPC thông qua chương trình cho vay gilt, theo đó các bên được phép vay gilt trong danh mục APF, đổi lại bằng phí giao dịch và một gilt khác làm tài sản thế chấp.	QE tích lũy: 175 tỷ bảng.
05/11/2009	Thông cáo MPC	MPC tăng lượng mua tài sản thêm 25 tỷ bảng.	QE tích lũy: 200 tỷ bảng.
04/02/2010	Thông cáo MPC	MPC tuyên bố tổng lượng tài sản đã mua đạt 200 tỷ bảng, đưa ra đánh giá về quy mô hợp lý của chương trình APF và khẳng định sẽ tiếp tục mở rộng chương trình nhằm hỗ trợ thanh khoản thị trường.	Quá trình mua tài sản về sau sẽ được tài trợ từ việc phát hành trái phiếu kho bạc.
06/10/2011	Thông cáo MPC/QE2	MPC tăng lượng mua tài sản thêm 75 tỷ bảng.	QE tích lũy: 275 tỷ bảng.
29/11/2011	Quyết định của Bộ Tài chính (HM Treasury)	Hạ trần quy mô tài sản tài chính nắm giữ từ 50 tỷ xuống còn 10 tỷ bảng.	
09/02/2012	Thông cáo MPC	MPC tăng lượng mua tài sản thêm 50 tỷ bảng.	QE tích lũy: 325 tỷ bảng.
05/07/2012	Thông cáo MPC/QE3	MPC tăng lượng mua tài sản thêm 50 tỷ bảng.	QE tích lũy: 375 tỷ bảng.
07/08/2013	Định hướng mục tiêu theo điều kiện	MPC dự kiến sẽ duy trì mức lãi suất điều hành 0,5% cho đến khi tỷ lệ thất nghiệp xuống dưới mức 7%.	
12/02/2014	Định hướng mục tiêu theo điều kiện	MPC cho rằng dù tỷ lệ thất nghiệp giảm mạnh, song vẫn còn "room" cho tăng trưởng kinh tế trước khi tăng lãi suất. Hướng điều chỉnh lãi suất trong tương lai sẽ dựa trên tình hình phát triển kinh tế.	Tỷ lệ thất nghiệp về sát mức 7%.

Nguồn: Fawley và Neely (2013)

XÂY DỰNG KHUNG CHÍNH SÁCH AN TOÀN VĨ MÔ – KINH NGHIỆM QUỐC TẾ VÀ KHUYẾN NGHỊ CHO VIỆT NAM

ThS. Tô Thị Hồng Anh - ThS. Lê Công Hội

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Tóm tắt

Từ sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008 và khủng hoảng nợ khu vực Châu Âu năm 2010, các cơ quan hoạch định chính sách đã tăng cường quan tâm đến xây dựng khung chính sách an toàn vĩ mô (hoặc khuôn khổ chính sách an toàn vĩ mô) nhằm bổ sung cho những thiếu hụt, khoảng trống trong giám sát rủi ro hệ thống và hướng đến mục tiêu ổn định hệ thống tài chính. Việt Nam cũng đã có những bước khởi đầu trong thực hiện nhiệm vụ ổn định tài chính, ban hành Nghị định 156/2013/NĐ-CP (nay là Nghị định 16/2017/NĐ-CP), trong đó giao Ngân hàng Nhà nước Việt Nam thực hiện nhiệm vụ ổn định hệ thống tiền tệ, tài chính và thành lập Vụ Ổn định tiền tệ - tài chính trong cơ cấu tổ chức của NHNN. Trong khuôn khổ bài viết này, nhóm tác giả làm rõ sự cần thiết xây dựng khung chính sách an toàn vĩ mô, tổng hợp kinh nghiệm quốc tế về xây dựng khung chính sách an toàn vĩ mô và đúc kết một số bài học cho Việt Nam. Cuối cùng, bài viết đưa ra một số gợi ý, giải pháp nhằm thực thi khuôn khổ chính sách an toàn vĩ mô tại Việt Nam.

Từ khóa: *khung chính sách an toàn vĩ mô, khuôn khổ chính sách an toàn vĩ mô, rủi ro hệ thống tài chính, khuôn khổ an toàn vĩ mô, ổn định tài chính, chỉ số an toàn vĩ mô.*

DEVELOPING MACROPRUDENTIAL POLICY FRAMEWORK – INTERNATIONAL EXPERIENCES AND RECOMMENDATIONS FOR VIETNAM

To Thi Hong Anh MSc - Le Cong Hoi MSc

State Bank of Vietnam

Abstract

Since the 2008 global financial crisis and the 2010 European debt crisis, policy-makers have been increasingly interested in developing a macroprudential policy frame (or macroprudential policy framework) to fulfill gaps in systemic risk supervision and toward the goal of financial system's stability. Vietnam has also taken initial steps in implementing tasks related to financial stability by issuing Decree 156/2013/ND-CP (now is Decree 16/2017/ND-CP) which assigns the State Bank of Vietnam with the task of stabilizing monetary and financial system and establishing the Monetary and Financial Stability Department within the organizational structure of the State Bank of Vietnam. Within the scope of this article, the group of authors aims to clarify the need for developing a macroprudential policy framework and summarize international experiences related to this subject to draw lessons for Vietnam. Finally, this paper provides some suggestions and solutions to implement the macroprudential policy framework in Vietnam.

Keywords: *Macroprudential policy, Macroprudential policy framework, financial system risk, macroprudential framework, financial stability, macroprudential indicators.*

1. Sự cần thiết xây dựng khung chính sách an toàn vĩ mô

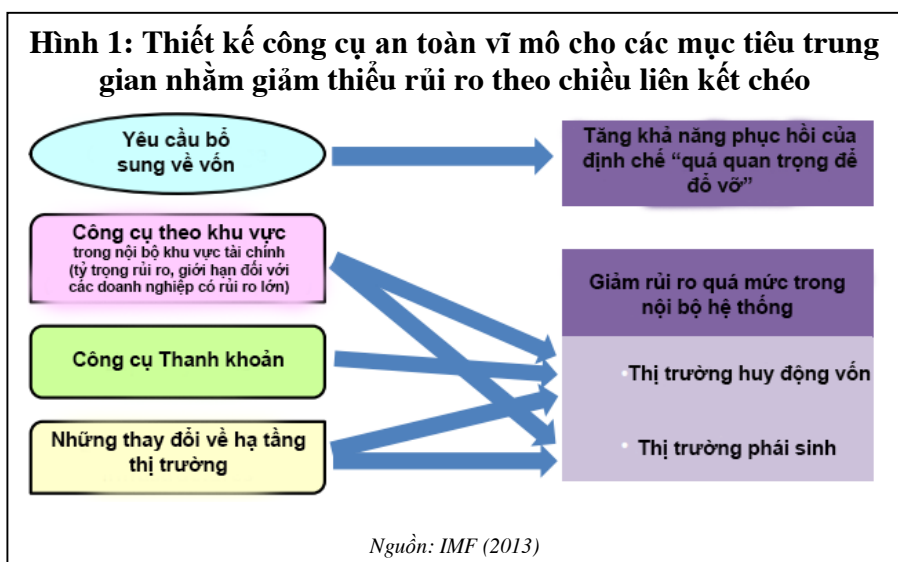
Cuộc khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế toàn cầu 2008-2009 với những hậu quả kéo dài của nó đã thúc giục các nhà hoạch định chính sách soát xét lại hiệu quả của các chính sách kinh tế vĩ mô hiện hành. Cuộc khủng hoảng đã cho thấy sự thiếu hụt chính sách khi mà các chính sách vĩ mô truyền thống (như các chính sách tiền tệ, tài khóa, tài chính vĩ mô) đã không thể phát hiện kịp thời, ngăn ngừa và xử lý khủng hoảng. Chính vì vậy, nếu như trước khủng hoảng tài chính 2008, các nhà hoạch định chính sách chỉ chú trọng tới hai bộ chính sách độc lập một cách tương đối đó là chính sách kinh tế vĩ mô và chính sách an toàn vĩ mô, thì sau khủng hoảng họ đã chuyển mỗi quan tâm sang chính sách an toàn vĩ mô (chính sách ATVM) và đặt chính sách này vào trung tâm của sự tương tác giữa các chính sách kinh tế vĩ mô với chính sách an toàn vĩ mô.

Xuất phát từ những đòi hỏi trên, tại cuộc họp tại Seoul năm 2010, các nhà lãnh đạo thuộc nhóm G20 đã đồng thuận đề nghị Hội đồng Ổn định tài chính (FSB), IMF và Ngân hàng Thanh toán Quốc tế (BIS) xây dựng một khuôn khổ chính sách an toàn vĩ mô nhằm ngăn ngừa rủi ro hệ thống cho khu vực tài chính (FSB, IMF và BIS, 2011). Khuôn khổ này chính là sự bổ sung cần thiết cho những thiếu hụt, khoảng trống trong giám sát rủi ro hệ thống nêu trên, nhằm đạt được mục tiêu cuối cùng là ổn định hệ thống tài chính.

Chính sách an toàn vĩ mô là giải pháp sử dụng các công cụ an toàn để ngăn ngừa và giảm thiểu rủi ro hệ thống (IMF, FSB, BIS, 2016). Chính sách an toàn vĩ mô có nhiệm vụ ngăn ngừa, giảm thiểu rủi ro hệ thống, nhằm mục tiêu chính là ổn định tài chính. Yếu tố trọng tâm trong chính sách này là rủi ro hệ thống. Rủi ro hệ thống là nguy cơ gián đoạn cung cấp dịch vụ tài chính khi chịu sự tác động của một hoặc nhiều tác nhân bên trong hoặc bên ngoài gây ảnh hưởng đến sự ổn định của hệ thống tiền tệ, tài chính và có khả năng gây ra thiệt hại nghiêm trọng không chỉ đối với hệ thống tài chính mà còn đối với nền kinh tế. Rủi ro hệ thống bắt nguồn từ những yếu tố dễ bị tổn thương được tích tụ qua thời gian (chiều thời gian hoặc tính thuận chu kỳ) và hình thành từ các mối liên kết và lan truyền trong hệ thống tài chính (chiều liên kết hoặc tính cấu trúc).

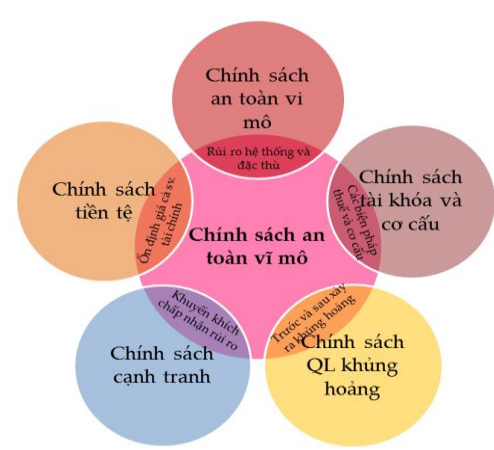
Mục tiêu của chính sách ATVM bao gồm các mục tiêu trung gian và mục tiêu cuối cùng. Mục tiêu cuối cùng của CSATVM là góp phần bảo vệ sự ổn định của hệ thống tài chính thông qua việc tăng cường khả năng phục hồi (khả năng đối phó với các cú sốc) của hệ thống tài chính và giảm nguy cơ tích tụ rủi ro. Các mục tiêu trung gian được xác lập nhằm ngăn ngừa và giảm thiểu các rủi ro hệ thống. Trong khi chính sách an toàn vĩ mô có các mục tiêu trung gian giải quyết các rủi ro về tín dụng, thanh khoản, thị trường, hoạt động... thì chính sách ATVM thường có các mục tiêu trung gian ngăn chặn rủi ro hệ thống bắt nguồn từ tăng trưởng tín dụng quá mức, mất cân đối kỳ hạn quá mức, ảnh hưởng lan truyền và những khiếm khuyết của cơ sở hạ tầng tài chính.

Hình 1 là một ví dụ về thiết lập các mục tiêu trung gian (nhằm tăng cường sự phục hồi của các tổ chức tài chính có tầm quan trọng hệ thống (SIFI) và giảm rủi ro quá mức trong hệ thống) và các công cụ an toàn vĩ mô được lựa chọn gắn kết với các mục tiêu trung gian cụ thể nhằm giảm thiểu các rủi ro hệ thống theo chiều liên kết.



Phạm vi tác động của chính sách ATVM là toàn bộ hệ thống tài chính (gồm các lĩnh vực ngân hàng, chứng khoán và bảo hiểm) và tương tác của nó với nền kinh tế thực (khu vực doanh nghiệp và hộ gia đình). Ổn định tài chính là kết quả phối hợp hiệu quả của nhiều chính sách, đặc biệt với chính sách an toàn vĩ mô và chính sách tiền tệ. Sự xuất hiện của chính sách an toàn vĩ mô không thay thế các chính sách kinh tế vĩ mô cũng như các chính sách an toàn vĩ mô. Trái lại, chính sách an toàn vĩ mô là sự bổ sung toàn diện cho bộ chính sách điều hành kinh tế vĩ mô hiện đại, tạo thành một khuôn khổ ổn định tài chính hữu hiệu cho từng quốc gia. Giữa các chính sách này có sự tương tác và giao thoa lẫn nhau. Việc thực hiện mục tiêu của chính sách này sẽ hỗ trợ cho việc đạt được mục tiêu của chính sách kia và ngược lại (Hình 2). Cùng với chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa, chính sách an toàn vĩ mô góp phần tạo nên thể “kiềng ba chân” trong bộ chính sách điều hành kinh tế vĩ mô của các nước nhằm hướng tới sự ổn định kinh tế vĩ mô.

Hình 2: Tương tác giữa chính sách an toàn vĩ mô với các chính sách khác



Việc thực hiện các chính sách an toàn vĩ mô sẽ không thể loại trừ hoàn toàn những tổn thương của hệ thống tài chính trước các cú sốc. Tuy nhiên, một chính sách an toàn vĩ mô thích hợp sẽ hỗ trợ sự ổn định của hệ thống tài chính, tăng khả năng phục hồi của thị trường trước các cú sốc và cần bao gồm chức năng cảnh báo sớm để dự báo nguy cơ khủng hoảng trong tương lai. Việc thực hiện chính sách an toàn vĩ mô sẽ khuyến khích các tổ chức tài chính xây

dự phòng vốn trong giai đoạn nền kinh tế đi lên để chuẩn bị cho việc hấp thụ các tổn thất trong tương lai (SEACEN, 2012).

Như vậy, chính sách an toàn vĩ mô nhằm đạt được sự ổn định của toàn bộ hệ thống tài chính, chứ không phải sự lành mạnh của từng tổ chức tài chính riêng lẻ. Chính sách an toàn vĩ mô tập trung vào sự tương tác giữa các tổ chức tài chính, các thị trường tài chính, cơ sở hạ tầng tài chính và toàn bộ nền kinh tế. Không có bộ công cụ chính sách an toàn vĩ mô chuẩn tắc cho tất cả các nước. Việc lựa chọn các công cụ của các quốc gia thường phụ thuộc vào mức độ phát triển kinh tế và tài chính, cơ chế tỷ giá hối đoái và khả năng tổn thương trước các cú sốc nhất định (IMF, 2011b). Tiêu chí để lựa chọn các công cụ an toàn vĩ mô là tính đơn giản, hiệu quả và dễ thực hiện. Việc lựa chọn các công cụ an toàn vĩ mô phải phù hợp với các mục tiêu chính sách công khác (tài khóa, tiền tệ và an toàn vĩ mô). Các nhân tố có thể ảnh hưởng đến việc lựa chọn các công cụ như giai đoạn phát triển kinh tế và tài chính, cơ chế tỷ giá hối đoái và loại hình các cú sốc.

2. Kinh nghiệm quốc tế về xây dựng khung chính sách an toàn vĩ mô

Khuôn khổ chính sách an toàn vĩ mô gồm yếu tố pháp lý, thể chế, các hoạt động phục vụ an toàn vĩ mô (thu thập dữ liệu, giám sát, phân tích, kiểm định sức chịu đựng, đánh giá rủi ro), các công cụ chính sách (công cụ an toàn vĩ mô, khuyến nghị chính sách, cảnh báo sớm), nguồn nhân lực và các yếu tố khác có liên quan (sự phối hợp với các chính sách, sự phối hợp triển khai của các đơn vị liên quan, ...) nhằm đạt được mục tiêu trung gian là tăng cường khả năng phục hồi của hệ thống tài chính và ngăn ngừa rủi ro hệ thống, tiến tới mục tiêu cuối cùng là ổn định



tài chính (Hình 3). Tổng hợp kinh nghiệm của các quốc gia, IMF gợi ý một khuôn khổ an toàn vĩ mô phải đạt 3 nhóm yêu cầu chính sau: (i) Xây dựng khung phân tích cho nhận diện và giám sát các rủi ro hệ thống; Lập quy trình xác định và thu thập thông tin, số liệu cần thiết; và tiến hành đánh giá nguy cơ rủi ro đối với ổn định tổng thể hệ thống tài chính (đánh giá về xu hướng, quy mô, xác suất, thời điểm, khả năng phục hồi hệ thống) và thứ tự ưu tiên; (ii) Thiết kế bộ công cụ chính sách nhằm ngăn ngừa và hạn chế rủi ro hệ thống; soạn thảo hướng dẫn sử dụng công cụ; và thực hiện đánh giá hiệu quả chính sách; và (iii) Cơ cấu tổ chức thực hiện chính sách an toàn vĩ mô, gồm cả cơ chế quản trị điều hành như tính pháp lý, thẩm quyền; tính trách nhiệm và minh bạch; và cơ chế điều phối, chia sẻ thông tin, dữ liệu.

2.1. Để triển khai hiệu quả khuôn khổ chính sách an toàn vĩ mô cần thiết lập cơ sở pháp lý rõ ràng, quy định rõ trách nhiệm, quyền hạn của đơn vị thực hiện nhiệm vụ ổn định tài chính và chính sách an toàn vĩ mô

Kinh nghiệm các nước cho thấy chức năng ổn định tài chính thường được quy định tại văn bản pháp lý cấp cao nhất là Luật. Luật Ngân hàng trung ương Malaysia 2009 quy định mục tiêu của NHTW là “thúc đẩy sự ổn định tiền tệ và ổn định tài chính nhằm đóng góp vào sự phát triển bền vững nền kinh tế Malaysia”. Như vậy, cơ sở pháp lý để NHTW Malaysia thực hiện chức năng ổn định tài chính được thể hiện rõ ràng tại Luật, đây là cơ sở vững chắc để NHTW triển khai nhiệm vụ ổn định tài chính và thực thi chính sách an toàn vĩ mô.

Tương tự, Luật NHTW Indonesia nêu rõ chức năng của NHTW Indonesia là “đạt được và duy trì sự ổn định của đồng Rupiah Indonesia thông qua việc duy trì ổn định tài chính và thúc đẩy ổn định hệ thống tiền tệ tài chính để phát triển kinh tế quốc gia bền vững”. Khuôn khổ ổn định tài chính cũng được thiết lập rõ ràng, gồm 6 thành tố cơ bản là (i) điều kiện kinh tế vĩ mô ổn định; (ii) các tổ chức tài chính được tổ chức quy củ; (iii) hệ thống thanh toán an toàn và lành mạnh; (iv) thị trường tài chính hiệu quả; (v) khuôn khổ giám sát an toàn vĩ mô lành mạnh; và (vi) khuôn khổ giám sát an toàn vĩ mô lành mạnh. Tại NHTW có Khối Ổn định tài chính, gồm 3 đơn vị là Vụ Chính sách an toàn vĩ mô, Vụ Giám sát hệ thống tài chính và Vụ Phát triển doanh nghiệp và Tiếp cận tài chính.

Trung Quốc thiết lập mô hình thể chế để giải quyết, xử lý các vấn đề liên quan ổn định tài chính và an toàn vĩ mô, trong đó quy định rõ trách nhiệm của Ngân hàng Trung ương Trung Quốc trong Luật đối với nhiệm vụ ổn định tài chính. Ngoài ra, trách nhiệm của các cơ quan giám sát chuyên ngành cũng được thể hiện tại Luật, bao gồm Ủy ban giám sát Ngân hàng Trung Quốc (CBRC), Ủy ban Chứng khoán Trung Quốc (CSRC) và Ủy ban Bảo hiểm Trung Quốc (CIRC); và các cơ quan, đơn vị tham gia khác như Cơ quan quản lý ngoại hối Trung Quốc (SAFE), Ủy ban phát triển và cải cách quốc gia (NDRC) và Bộ Tài chính (MOF). Bên cạnh đó là Ban Xử lý Khủng hoảng tài chính (Financial Crisis Response Group-FCRG), Hội đồng liên Bộ điều phối quy định tài chính (Financial Regulatory Coordination Joint Ministerial Conference-JMC) được thành lập nhằm tăng cường công tác phối hợp và giải quyết các vấn đề mang tính liên ngành.

Luật NHTW Hàn Quốc 2011 quy định “NHTW Hàn Quốc sẽ chú ý đến sự ổn định tài chính trong việc thực hiện chính sách tiền tệ và tín dụng”. Trong cơ cấu tổ chức của NHTW Hàn Quốc có Vụ Phân tích an toàn vĩ mô để thực thi nhiệm vụ giám sát an toàn vĩ mô.

Tại Việt Nam, chức năng ổn định tài chính chưa được quy định tại Luật. Hiện tại, vấn đề ổn định tài chính chỉ mới thể hiện tại nhiệm vụ Chính phủ giao cho một đơn vị cấp Bộ thực hiện và chưa quy định tại chức năng của đơn vị đó. Cụ thể, Nghị định 16/2017/NĐ-CP¹ quy định một trong những nhiệm vụ của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam là ổn định hệ thống tiền tệ - tài chính, chưa thể hiện là chức năng của NHNN và cũng chưa được quy định tại Luật

¹ Nghị định Chính phủ số 16/2017/NĐ-CP ngày 17/2/2017 quy định chức năng, nhiệm vụ, quyền hạn và cơ cấu tổ chức của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam.

NHNN. Do đó, NHNN chỉ có thẩm quyền trong phạm vi khu vực ngân hàng để thực hiện nhiệm vụ ổn định tài chính. Để khắc phục nhược điểm này, NHNN cần được giao thực hiện chức năng “góp phần ổn định tài chính” tại Luật NHNN và Nghị định Chính phủ về chức năng, nhiệm vụ, quyền hạn và cơ cấu tổ chức của NHNN.

2.2. Việc thực thi khuôn khổ chính sách an toàn vĩ mô thường bao gồm hai giai đoạn chính là giám sát an toàn vĩ mô và áp dụng công cụ an toàn vĩ mô.

Tại Malaysia, quá trình giám sát an toàn vĩ mô sử dụng các công cụ giám sát an toàn vĩ mô (chỉ số cảnh báo sớm, kiểm định sức chịu đựng vĩ mô, đánh giá rủi ro lan truyền), từ đó đưa ra các khuyến nghị cho giai đoạn tiếp theo là áp dụng công cụ an toàn vĩ mô. NHTW Indonesia thực hiện giai đoạn 1 là Quy trình giám sát an toàn vĩ mô (bao gồm 4 bước là theo dõi hệ thống tài chính, nhận diện rủi ro, đánh giá rủi ro và cảnh báo rủi ro), từ đó làm cơ sở để thực hiện giai đoạn 2 là hoạch định và thực thi chính sách an toàn vĩ mô, bao gồm việc lựa chọn, áp dụng công cụ và đánh giá hiệu quả chính sách. Tương tự, Ngân hàng Trung ương Hàn Quốc chú trọng quá trình giám sát an toàn vĩ mô theo các bước: (1) Xác định nguồn gốc rủi ro; (2) Nhận diện rủi ro; (3) Đánh giá rủi ro; (4) Cảnh báo rủi ro; từ đó đưa ra các khuyến nghị và đề xuất hành động chính sách thông qua việc áp dụng các công cụ an toàn vĩ mô. Đây là hai giai đoạn cơ bản và quan trọng của thực thi chính sách an toàn vĩ mô. Do đó, các quốc gia mới triển khai như Việt Nam cần chú trọng thực hiện. Tại Việt Nam, NHNN đã ban hành Quy chế giám sát rủi ro hệ thống² nhằm quy định nội dung, trình tự, thủ tục, trách nhiệm của các đơn vị trong thực hiện giám sát rủi ro hệ thống. Theo Quy chế này, quy trình giám sát rủi ro hệ thống được thực hiện qua 4 bước: Theo dõi hệ thống tài chính, Nhận diện rủi ro, Đánh giá rủi ro và Báo cáo rủi ro. Đây có thể xem là giai đoạn giám sát an toàn vĩ mô như kinh nghiệm quốc tế. Để thực hiện đầy đủ chính sách an toàn vĩ mô, NHNN cần thực hiện giai đoạn 2 là đề xuất lựa chọn, áp dụng công cụ an toàn vĩ mô để xử lý các nguy cơ rủi ro trên hệ thống tài chính.

2.3. Thực hiện nhiệm vụ ổn định tài chính cần có sự phối hợp thực hiện các nhiệm vụ một cách chặt chẽ, đầy đủ, toàn diện, cụ thể là về quá trình giám sát an toàn vĩ mô, đánh giá rủi ro hệ thống, quyết định chính sách và đánh giá hiệu lực của chính sách.

Tại Malaysia, có sự phối hợp, thống nhất trong quy trình giám sát, đánh giá, quyết định chính sách, công tác giám sát an toàn vĩ mô cũng được tăng cường để nâng cao hiệu quả giám sát an toàn vĩ mô. Công tác phối hợp được thực thi thông qua Ủy ban điều hành ổn định tài chính - là ủy ban cấp cao được thành lập theo Luật, có thẩm quyền xem xét và quyết định chính sách liên quan đến ổn định tài chính, thành phần bao gồm đại diện NHTW, Bộ Tài chính, Ủy ban chứng khoán, Bảo hiểm tiền gửi... Thông qua điều hành của Ủy ban, các quyết định về ổn định tài chính, chính sách an toàn vĩ mô được thực hiện thống nhất, hiệu quả.

² Quyết định số 2563/QĐ-NHNN ngày 31/12/2016 của Thống đốc Ngân hàng Nhà nước Việt Nam ban hành Quy chế Giám sát rủi ro hệ thống.

NHTW Indonesia chuẩn hóa các quy trình thực hiện nhiệm vụ, bao gồm Quy trình xây dựng chính sách, Quy trình xây dựng quy định, Quy trình thực thi và đánh giá chính sách, Quy trình xây dựng Báo cáo Ổn định tài chính.

Tại Hàn Quốc, mô hình SAMP được xây dựng nhằm đánh giá toàn diện các nhân tố rủi ro hệ thống tài chính hỗ trợ cho công tác điều hành chính sách an toàn vĩ mô. Mô hình SAMP không chỉ thực hiện giám sát rủi ro hệ thống mà còn thực hiện kiểm định sức chịu đựng (stress test), đánh giá hiệu lực của chính sách an toàn vĩ mô áp dụng.

Hiện tại ở Việt Nam, chưa có một đơn vị chịu trách nhiệm điều phối các nhiệm vụ liên quan đến ổn định tài chính, chính sách an toàn vĩ mô. Do đó, thiếu sự thống nhất, đồng bộ, hiệu quả trong giám sát an toàn vĩ mô và áp dụng các biện pháp, chính sách. Từ đó, có thể thấy thật sự cần thiết thành lập một đơn vị như Hội đồng ổn định tài chính ở cấp quốc gia (hoặc bổ sung nhiệm vụ “ổn định tài chính” cho Hội đồng tư vấn chính sách tài chính, tiền tệ quốc gia hiện nay) để điều phối, chỉ đạo các hoạt động liên quan đến ổn định tài chính do các Bộ, ngành khác nhau thực hiện.

2.4. Nguy cơ rủi ro hệ thống thường bắt nguồn từ khu vực bất động sản và công cụ LTV là lựa chọn phổ biến để xử lý rủi ro này.

Quá trình giám sát an toàn vĩ mô đều cho thấy nguy cơ rủi ro do giá nhà ở, bất động sản tăng quá mức và các quốc gia đã áp dụng công cụ LTV để xử lý rủi ro hệ thống. Ví dụ NHTW New Zealand đánh giá giá nhà tại Auckland duy trì mức cao 9,3% và tỷ lệ giá nhà trên thu nhập ở mức 9,6 nằm trong nhóm cao nhất trên thế giới, nhiều thành phố có mức tăng trưởng giá nhà cao hơn 10%. Biện pháp NHTW New Zealand đưa ra là áp dụng công cụ LTV để giới hạn tỷ lệ cho vay trên giá trị. Tương tự, thị trường nhà đất ở Hàn Quốc trải qua giai đoạn tăng trưởng nóng 2000-2002, giá nhà tăng cao, ở mức bình quân 8,9%/năm, cùng với đó tín dụng của hộ gia đình để mua nhà tăng cao, ở mức bình quân 13,9%/năm. NHTW Hàn Quốc đã áp dụng công cụ LTV để hạn chế rủi ro hệ thống do sự tăng nóng của giá nhà và tín dụng vào bất động sản. Các quốc gia khác như Indonesia, Trung Quốc cũng trải qua bối cảnh tương tự và đã áp dụng công cụ LTV.

2.5. Để phòng ngừa, hạn chế rủi ro hệ thống và đảm bảo mục tiêu tăng trưởng kinh tế cần có sự phối hợp nhiều công cụ chính sách, bao gồm chính sách an toàn vĩ mô, chính sách an toàn vĩ mô, chính sách tiền tệ, chính sách tài khóa.

Tại Malaysia, để xử lý rủi ro hệ thống từ thị trường bất động sản, có sự phối hợp áp dụng nhiều công cụ chính sách, bao gồm công cụ LTV (chính sách an toàn vĩ mô), điều chỉnh trọng số rủi ro (chính sách an toàn vĩ mô), áp dụng thuế lợi nhuận chuyển nhượng bất động sản (chính sách tài khóa). Bên cạnh đó, qua kinh nghiệm các nước cho thấy việc áp dụng công cụ LTV thường kết hợp với công cụ về thuế (chẳng hạn như đánh thuế đối với mua nhà thứ hai trở đi, thuế theo diện tích, khu vực...) để đạt hiệu quả chính sách. Ngoài ra, tác động của việc áp dụng công cụ chính sách an toàn vĩ mô cần đánh giá toàn diện vì có thể làm giảm rủi ro ở lĩnh vực này nhưng có thể gia tăng rủi ro ở lĩnh vực khác. Kinh nghiệm Hàn Quốc cho thấy việc thắt chặt công cụ LTV và DTI có tác dụng làm giảm rủi ro hệ thống ở khu vực ngân

hàng nhưng đồng thời làm chuyển hướng tín dụng sang tổ chức tín dụng phi ngân hàng và gia tăng rủi ro ở khu vực này.

2.6. Để đánh giá hiệu lực của chính sách cần xây dựng mô hình kinh tế lượng và thu thập dữ liệu có thời gian đủ dài, cả trước thời gian áp dụng công cụ và sau khi áp dụng công cụ.

Trong trường hợp của Malaysia, thời gian bắt đầu áp dụng công cụ là năm 2010, dữ liệu được sử dụng từ năm 2004 đến hết năm 2013, sau đó việc đánh giá được tiếp tục thực hiện vào hàng quý. NHTW Indonesia đánh giá việc áp dụng công cụ chính sách an toàn vĩ mô trong giai đoạn 01/2011-08/2014, dựa trên xây dựng mô hình kinh tế lượng gồm nhiều biến số như nợ xấu, chỉ số giá bất động sản, tăng trưởng GDP, lãi suất liên ngân hàng...

Tại Hàn Quốc, NHTW xây dựng mô hình SAMP nhằm đánh giá các nhân tố rủi ro của hệ thống tài chính một cách toàn diện và có hệ thống. Mô hình SAMP cũng được sử dụng để phân tích ảnh hưởng của chính sách an toàn vĩ mô qua quá trình áp dụng công cụ chính sách. Ngân hàng trung ương của nhiều quốc gia trên thế giới xây dựng mô hình đánh giá rủi ro hệ thống riêng biệt để hỗ trợ thiết lập chính sách an toàn vĩ mô như mô hình RAMSI (Anh), SRM (Áo), MFRAF (Canada).

2.7. Công tác truyền thông đóng vai trò quan trọng trong thực thi khuôn khổ chính sách an toàn vĩ mô

NHTW Hàn Quốc sử dụng Báo cáo ổn định tài chính (FSR), xuất bản định kỳ 6 tháng, cung cấp toàn diện, minh bạch thông tin về hệ thống tài chính, đưa ra cảnh báo sớm các nguy cơ rủi ro hệ thống và hành động chính sách. Hàn Quốc rất coi trọng FSR, khi việc xây dựng FSR được quy định tại Luật NHTW và yêu cầu FSR phải được nộp lên Quốc hội. NHTW Malaysia xây dựng quy trình truyền thông chính sách an toàn vĩ mô gắn kết với các đơn vị bên ngoài, thực hiện quy trình toàn diện và rõ ràng, cho phép truyền thông hiệu quả các chính sách và vấn đề liên quan. Quá trình truyền thông được thực hiện rõ ràng, minh bạch, gắn kết công chúng từ quá trình xây dựng chính sách, ban hành chính sách.

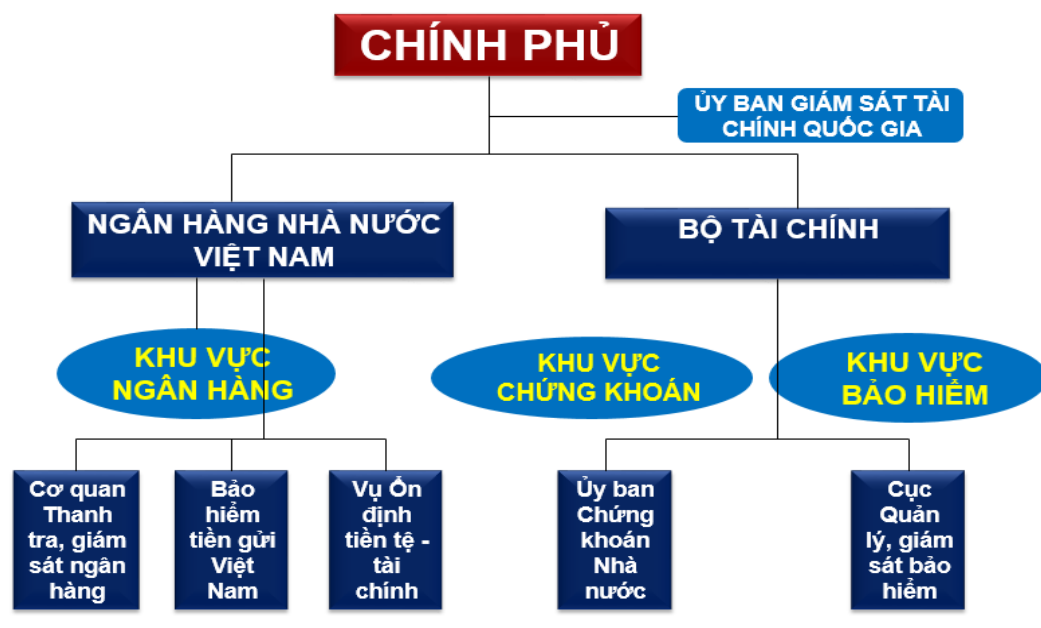
3. Đề xuất giải pháp thực thi khuôn khổ an toàn vĩ mô tại Việt Nam

Công tác giám sát an toàn vĩ mô đối với hệ thống tài chính Việt Nam liên quan đến nhiều cơ quan (Hình 4). Ngân hàng Nhà nước giám sát hệ thống các tổ chức tín dụng; khu vực chứng khoán và bảo hiểm được giám sát bởi Bộ Tài chính. Như vậy, mỗi cơ quan chỉ tập trung vào giám sát chuyên ngành riêng của mình và không thực hiện giám sát hợp nhất các tập đoàn tài chính. Ngoài ra, Ủy ban Giám sát tài chính Quốc gia được thành lập năm 2008 có chức năng tham mưu, tư vấn cho Thủ tướng Chính phủ trong điều phối hoạt động giám sát thị trường tài chính quốc gia (ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm). Tuy nhiên, đây là cơ quan tham mưu, tư vấn, không có chức năng quản lý Nhà nước.

Theo Nghị định 16/2017/NĐ-CP ngày 17/02/2017 về chức năng, nhiệm vụ, cơ cấu tổ chức của NHNN, Chính phủ giao Ngân hàng Nhà nước (NHNN) nhiệm vụ ổn định hệ thống tiền tệ, tài chính thông qua xây dựng chính sách đảm bảo ổn định hệ thống tiền tệ, tài chính và thực hiện các biện pháp ngăn ngừa rủi ro có tính hệ thống trong lĩnh vực tiền tệ, tài chính.

Đồng thời, trong cơ cấu tổ chức của NHNN có Vụ Ổn định tiền tệ-tài chính để tham mưu, giúp Thống đốc thực hiện nhiệm vụ này.

Hình 4: Tổ chức, cơ quan tham gia giám sát tài chính tại Việt Nam



Nhằm thực hiện nhiệm vụ ổn định hệ thống tiền tệ, tài chính, Ngân hàng Nhà nước đã thành lập Tổ công tác ổn định tiền tệ - tài chính (Quyết định số 2471/QĐ-NHNN ngày 20/12/2016) và ban hành Quy chế giám sát rủi ro hệ thống (Quyết định số 2563/QĐ-NHNN ngày 31/12/2016). Mặc dù văn bản này chỉ giới hạn phạm vi áp dụng trong nội bộ NHNN, song được ghi nhận là nền móng đầu tiên cho thực hiện công tác ổn định hệ thống tiền tệ, tài chính thông qua tăng cường giám sát an toàn vĩ mô hướng đến mục tiêu ổn định tài chính. Quy chế này đã hệ thống hóa và thể chế hóa quy trình theo dõi, giám sát rủi ro hệ thống, giúp xác định các mục tiêu trung gian gắn với lựa chọn công cụ an toàn vĩ mô thích hợp nhằm hạn chế và ngăn ngừa rủi ro hệ thống tài chính, qua đó, đẩy mạnh năng lực quản lý, giám sát của NHNN, góp phần phát triển bền vững hệ thống ngân hàng nói riêng, hệ thống tài chính nói chung; đồng thời tạo cơ sở thiết lập cơ chế trao đổi, phối hợp, chia sẻ thông tin, số liệu phục vụ điều hành và thực thi chính sách an toàn vĩ mô trong nội bộ Ngân hàng Nhà nước cũng như giữa NHNN và các Bộ/Ngành/đơn vị hữu quan.

Theo Quy chế này, quy trình giám sát rủi ro hệ thống được thực hiện qua các bước từ theo dõi, nhận diện rủi ro đến đánh giá và đưa ra các cảnh báo, khuyến nghị. Trước hết, quá trình theo dõi hệ thống tài chính được thực hiện thông qua bộ chỉ số an toàn vĩ mô, bao gồm các khu vực của hệ thống tài chính và nền kinh tế, nhằm phát hiện những biến động, rủi ro tiềm ẩn đối với hệ thống tài chính. Dựa trên kết quả theo dõi hệ thống tài chính, rủi ro hệ thống được nhận diện thông qua các phương pháp phân tích (sử dụng bộ chỉ số an toàn vĩ mô (MPIs) bao gồm chỉ số cảnh báo sớm, bản đồ nhiệt (heatmap), phân tích mối liên kết tài chính vĩ mô) để xác định nguy cơ rủi ro hệ thống đe dọa đến ổn định của hệ thống tài chính. Từ đó, sử dụng các mô hình đánh giá rủi ro (ví dụ mô hình Macro Stress Test) để đánh giá, đo lường các cú sốc lên hệ thống tài chính, tập trung vào hệ thống ngân hàng theo các kịch bản đo

lường rủi ro tín dụng, rủi ro lãi suất, rủi ro tỷ giá, rủi ro thanh khoản... Dựa trên quá trình theo dõi, phân tích, đánh giá rủi ro, báo cáo rủi ro được lập và báo cáo lên cấp thẩm quyền, đề xuất các giải pháp an toàn vĩ mô thích hợp nhằm ngăn ngừa, giảm thiểu rủi ro hệ thống.

Trong thời gian tới, NHNN cần ưu tiên hoàn thiện khung pháp lý, thể chế và khung phân tích cho hoàn thiện các bước theo dõi rủi ro hệ thống đã được ban hành. Một số gợi mở và đề xuất như sau:

a) Văn bản pháp lý nhằm tăng cường công tác phối hợp giữa các Bộ/Ngành liên quan đến khuôn khổ an toàn vĩ mô:

Hiện nay, các Bộ/Ngành đang triển khai phối hợp công tác trên cơ sở các văn bản ghi nhớ (MOU) ký kết giữa hai bộ hoặc liên bộ. Tuy nhiên, thực tiễn cho thấy công tác phối hợp giữa Bộ/Ngành cần phải được tăng cường hơn nữa, đặc biệt liên quan vấn đề ổn định tài chính, an toàn vĩ mô là những nội dung triển khai mới tại Việt Nam. Trước mắt, trên cơ sở các MOU hiện hành, cần tiếp tục rà soát các nhu cầu cụ thể về thông tin, số liệu cần thiết cho mục tiêu giám sát an toàn vĩ mô để bổ sung vào MOU giữa các bên nhằm đảm bảo kịp thời chia sẻ nguồn thông tin cần thiết cho công tác nhận diện, phân tích, đánh giá, cảnh báo rủi ro hệ thống, cũng như quá trình đưa ra quyết định thực hiện chính sách an toàn vĩ mô. Trong trung và dài hạn, có thể xây dựng cơ chế phối hợp giữa NHNN với Bộ Tài chính, UBGSTCQG và các Bộ/Ngành hữu quan nhằm mục tiêu ổn định tài chính, trong đó cơ chế chia sẻ thông tin, số liệu cụ thể cũng như tần suất cung cấp.

Bên cạnh đó, cần tiếp tục nghiên cứu thể chế thực thi nhiệm vụ ổn định tài chính ở cấp độ quốc gia nhằm giải quyết các vấn đề nằm ngoài thẩm quyền quyết định của một Bộ, ngành để đưa ra định hướng, quyết định trên cơ sở báo cáo, thảo luận các nội dung, đề xuất và khuyến nghị liên quan đến đánh giá rủi ro hệ thống tài chính và giám sát các tổ chức tài chính có tầm quan trọng hệ thống.

b) Xây dựng hệ thống cơ sở dữ liệu, các chỉ số an toàn vĩ mô, hệ thống các chỉ số tiên lượng rủi ro hệ thống, hệ thống các chỉ số kích ứng chính sách an toàn vĩ mô, các mô hình, phương pháp phân tích tính dễ bị tổn thương của các khu vực nền kinh tế... là rất cần thiết cho công tác phân tích, đánh giá ổn định tài chính. Cụ thể: (i) Xây dựng hệ thống cơ sở dữ liệu phân tích rủi ro hệ thống; (ii) Hoàn thiện Bộ chỉ số an toàn vĩ mô (MPIs) và lập bản đồ nhiệt cho các chỉ số MPIs. Phân loại nhóm các chỉ số tiên lượng để nhận diện, phân tích nguy cơ rủi ro hệ thống và xác định mục tiêu hoạt động của chính sách an toàn vĩ mô. Tập hợp nhóm các chỉ số kích ứng chính sách an toàn vĩ mô giúp lựa chọn công cụ an toàn vĩ mô thích hợp nhằm ngăn ngừa rủi ro hệ thống; (iii) Xây dựng các mô hình đánh giá rủi ro hệ thống, các phương pháp phân tích tính dễ bị tổn thương đối với khu vực tài chính, chẳng hạn như: Phân tích tính bền vững của nợ; Phương pháp phân tích tính dễ bị tổn thương đối với các khu vực nền kinh tế; Phương pháp phân tích mối liên kết tài chính – vĩ mô; Phân tích tính dễ bị tổn thương trên cơ sở bảng cân đối (CCA)...

Tài liệu tham khảo

- [1] Bank of Indonesia (2014), *Financial Stability Review*, Vol. 22, March 2014.
- [2] Clement (2010), *The term “macroprudential”: origins and evolution*, BIS Quarterly Review, March 2010.
- [3] European Central Bank, (2009), *Financial Stability Review*, June 2009.
- [4] European Central Bank, (2016), *Financial Stability Review*, June 2016.
- [5] FSB, IMF and BIS (2011), *Macroprudential Tools and Frameworks*, Update to G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors.
- [6] IMF (2011), *Macroprudential Policy: An Organizing Framework*.
- [7] IMF (2013), *Interaction of Monetary and Macroprudential Policies*.
- [8] IMF (2014), *Staff guidance note on macroprudential policy*.
- [9] IMF-FSB-BIS (2016), *Elements of Effective Macroprudential Policies: Lessons from International Experience*.
- [10] Longworth (2011), *Remarks on macroprudential policy frameworks*, BIS Paper No 60, December 2011.
- [11] SEACEN (2012), *Framework for Macro-prudential Policies for Emerging Economies in a Globalized Environment*.
- [12] World Bank (2014), *Macroprudential Policy Framework: A Practice Guide*, The World Bank, Washington DC.

ẢNH HƯỞNG CỦA CẠNH TRANH ĐẾN SỰ ỔN ĐỊNH CỦA CÁC NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI Ở VIỆT NAM

ThS. Hoàng Thị Phương Anh - Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh

TS. Đinh Thị Thu Hà - Đại học Nha Trang

ThS. Vũ Minh Hà - Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh

Tóm tắt

Mục tiêu của nghiên cứu này là xem xét tác động của sự cạnh tranh của đến sự ổn định tài của các NHTM ở Việt Nam trong giai đoạn từ năm 2005-2016. Trong bài nghiên cứu này chúng tôi dùng biến Lerner để đại diện cho cạnh tranh và biến Z-score đại diện cho sự ổn định tài chính của các ngân hàng. Bằng việc sử dụng mô hình hiệu ứng cố định chuẩn, kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy rằng, ngân hàng càng có sức mạnh thị trường lớn thì rủi ro ngân hàng càng thấp. Nói cách khác, khi mức độ cạnh tranh càng thấp, thì các ngân hàng càng hạn chế thực hiện các hoạt động đem lại rủi ro (risk-taking). Bên cạnh đó, bài nghiên cứu còn tìm thấy mối quan hệ phi tuyến giữa cạnh tranh và ổn định.

Từ khóa: cạnh tranh; ổn định tài chính; ngân hàng thương mại.

THE EFFECTS OF COMPETITIVENESS ON STABILITY OF COMMERCIAL BANKS IN VIETNAM

Hoang Thi Phuong Anh MSc - University of Economics Ho Chi Minh City

Dr. Dinh Thi Thu Ha - Nha Trang University

Vu Minh Ha MSc - University of Economics Ho Chi Minh City

Abstract

The objective of this study is to examine the effects of competition on the financial stability of commercial banks in Vietnam in 2005-2016. In this paper we use the Lerner as proxy for competition and the Z-score as proxy for bank financial stability. Using the standard fixed-effects model, our empirical results show that the more market power the bank has, the lower the risk the bank encounter. In other words, the lower level of competition the bank has, the more restrictive for banks to carry out risk-taking activities. In addition, the study also found a nonlinear relationship between competition and stabilization.

Keywords: competition, financial stability, commercial bank.

1. Giới thiệu

Sự xuất hiện của các cuộc khủng hoảng tài chính là một trong những khía cạnh quan trọng trong mối quan hệ cạnh tranh - ổn định của hệ thống ngân hàng bởi những cuộc khủng hoảng này có thể trực tiếp tác động đến tính cạnh tranh cũng như hành vi của các ngân hàng trong hoạt động liên quan đến chấp nhận rủi ro của mình. Khủng hoảng tài chính cũng làm hình thành sự tái cơ cấu của hệ thống ngân hàng, làm thay đổi mức độ cạnh tranh cũng như vấn đề về rủi ro đạo đức của ngân hàng. Do đó, đánh giá mối quan hệ của cạnh tranh và hành vi chấp nhận rủi ro của các ngân hàng có thể chỉ ra những nhân tố có thể tác động đến mối quan hệ này.

Cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008 đã góp phần cải thiện mức độ an toàn trong luật định khi yêu cầu các ngân hàng cần tăng nguồn vốn yêu cầu theo quy ước Basel III. Tuy nhiên, luật định về quy tắc an toàn có thể bị biến thể dưới những hình thức khác nhau và làm phát sinh sự cạnh tranh. Trên thực tế, các luật định có thể trực tiếp làm suy yếu sự cạnh tranh thông qua hạn chế việc thành lập các ngân hàng mới, hạn chế về các điều khoản hoạt động và tạo ra các rào cản tài chính, hoặc gián tiếp bằng cách tạo ra sức ép để buộc các ngân hàng sáp nhập. Tuy nhiên, ảnh hưởng của cạnh tranh và hành vi chấp nhận rủi ro của các tổ chức tín dụng vẫn chưa rõ ràng, còn gây nhiều tranh cãi và thu hút sự quan tâm của các nhà hoạch định chính sách cũng như những nhà nghiên cứu.

Theo quan điểm truyền thống, cạnh tranh ngân hàng được xem là có hại cho sự ổn định tài chính. Quan điểm này được hỗ trợ bởi nhiều nghiên cứu (Smith, 1984; Hellmann, Murdock và Stiglitz, 2000; Matutes và Vives, 2000) và dựa trên ý tưởng cho rằng sự cạnh tranh sẽ làm xói mòn lợi nhuận ngân hàng và do đó làm giảm giá trị thương hiệu của ngân hàng. Kết quả sẽ khuyến khích các ngân hàng gia tăng rủi ro vì các chi phí cơ hội của việc phá sản đối với các cổ đông sẽ giảm. Tuy nhiên, trái ngược với quan điểm truyền thống, Boyd và De Nicolo (2005) lại chứng minh rằng sự tập trung sức mạnh thị trường sẽ làm gia tăng rủi ro. Các kết quả trái ngược đã gây khó khăn trong việc nhận diện liệu sự cải tổ các chính sách về cạnh tranh và cạnh tranh hiệu quả giữa các định chế tài chính có làm xuất hiện một phương thức khác để cải thiện sự bền vững trong hệ thống ngân hàng, tăng cường nguồn vốn bổ sung yêu cầu. Do đó, trong bài nghiên cứu này mục tiêu chính của chúng tôi là muốn xem xét ảnh hưởng của cạnh tranh đến sự ổn định trong hệ thống các ngân hàng tại Việt Nam.

2. Tổng quan lý thuyết và các nghiên cứu trước đây

2.1. Cơ sở lý thuyết

Ảnh hưởng của cạnh tranh và ổn định trong hệ thống ngân hàng là chủ đề được quan tâm trong cả giới khoa học và các nhà hoạch định chính sách trong hơn hai thập kỷ vừa qua, đặc biệt sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2008 (Beck, 2008; Carletti, 2008; Carletti, 2010; Acharya và Richardson, 2009; Beck và cộng sự, 2010).

- Dưới góc nhìn về cạnh tranh – bất ổn:

Ngân hàng không thể đạt được vị thế độc quyền trong thị trường cạnh tranh dẫn đến lợi nhuận thấp. Do đó, các ngân hàng sẽ ít có khả năng chống đỡ được những cú shock từ phía

cung hoặc phía cầu tín dụng và có khuynh hướng chấp nhận rủi ro cao (Marcus, 1984; Keeley, 1990).

Diamond (1984), Ramakrishnan và Thakor (1984), Boyd và Prescott (1986), Williamson (1986) đã chứng minh rằng một môi trường cạnh tranh thấp với hệ thống ngân hàng tập trung thường được tập hợp bởi những ngân hàng lớn và có khả năng đa dạng hoá danh mục của mình. Smith (1984) cho rằng mối quan hệ trong hệ thống các ngân hàng có thể tồn tại trong một giai đoạn dài hơn trong môi trường cạnh tranh thấp hơn nếu như thông tin về nhu cầu thanh khoản của người đi vay là riêng tư. Do đó, thị trường tập trung cao và cạnh tranh thấp có thể làm giảm rủi ro vỡ nợ và dẫn đến mức độ ổn định cao hơn trong hệ thống ngân hàng. Boot và Greenbaum (1993) và Allen và Gale (2004) cho thấy trong một môi trường cạnh tranh cao hơn, các ngân hàng sẽ ít có động lực đánh giá khách hàng của mình một cách đầy đủ hơn, do đó sẽ làm tăng tính bất ổn của ngân hàng.

Cạnh tranh cũng có thể tác động đến tính bất ổn thông qua sự lan truyền. Bằng cách sử dụng mô hình về lan truyền tài chính trong thị trường liên ngân hàng Allen và Gale (2000) cho thấy dưới điều kiện cạnh tranh hoàn hảo, các ngân hàng đều là những người chấp nhận giá và sẽ không có ngân hàng nào có động lực cung cấp thanh khoản cho những ngân hàng đang gặp vấn đề. Kết quả là các ngân hàng đang gặp phải vấn đề sẽ sụp đổ và gây hậu quả tiêu cực đến toàn hệ thống. Tương tự, Saez và Shi (2004) đã nhận định rằng các ngân hàng có thể hợp tác, hành động một cách có chiến lược và giúp đỡ những ngân hàng khác ứng phó với sự thiếu hụt thanh khoản tạm thời trong một thị trường cạnh tranh không hoàn hảo. Allen và Gale (2000) tìm thấy bằng chứng cho thấy một hệ thống ngân hàng tập trung với số lượng nhỏ những ngân hàng có quy mô lớn có khuynh hướng ổn định hơn vì các ngân hàng này dễ dàng theo dõi, tạo ra ít chi phí hơn để giám sát và do đó có nhiều khả năng đối phó với các cú shock hơn.

Allen và Gale (2004) nhận thấy khủng hoảng tài chính thường xuất hiện ở những hệ thống ngân hàng ít tập trung hơn bởi sự thiếu vắng của một nhà cung cấp các sản phẩm tài chính có sức mạnh thị trường. Các sản phẩm này có thể đem lại những khoản lợi nhuận cao có thể bù trừ sự suy giảm chất lượng của tài sản. Tương tự, Smith và cộng sự (2003) cho thấy sự hiện diện của những ngân hàng độc quyền lớn trong thị trường tập trung có thể nâng cao lợi nhuận và do đó làm giảm bất ổn tài chính bằng việc cung cấp những sản phẩm lãi suất cao hơn có thể bảo vệ hệ thống khỏi những cú shock thanh khoản và cú shock vĩ mô bên ngoài.

Một tranh luận khác của quan điểm cạnh tranh – bất ổn là việc đưa ra những kế hoạch bảo hiểm tiền gửi có thể làm giảm thiểu tính bất ổn của hệ thống tuy nhiên cũng có thể dẫn đến vấn đề về rủi ro đạo đức bằng cách tạo động lực cho các ngân hàng tham gia vào những hoạt động rủi ro hơn. Do đó, ở một môi trường cạnh tranh hơn, các khoản bảo hiểm lớn có thể phá huỷ tính ổn định của hệ thống ngân hàng (Diamond và Dybvig, 2000; Matutes và Vives, 1996). Bên cạnh đó, Hellmann và cộng sự (2000) cho rằng đưa ra trần lãi suất tiền gửi vẫn cần thiết để ngăn chặn các ngân hàng tham gia vào những hoạt động có rủi ro cao trong môi trường cạnh tranh.

Như vậy, theo quan điểm truyền thống, sự cạnh tranh trong hệ thống ngân hàng được cho là nguy hại đến tính ổn định của hệ thống tài chính (Leroy và Lucotte, 2017). Kết luận này được rút ra từ nhiều nghiên cứu (Smith, 1984; Hellmann và cộng sự, 2000; Matutes và Vives, 2000) và được căn cứ trên quan niệm rằng sự cạnh tranh làm suy giảm lợi nhuận của các ngân hàng. Các lý thuyết tài chính cho rằng sự đánh đổi giữa cạnh tranh và ổn định có thể được lý giải căn cứ trên khả năng ngày càng tốt của các ngân hàng trong công tác quản lý những người đi vay (Boot và Thakor, 1993; Allen và Gale, 2000), tính đa dạng hoá trong danh mục (Beck, 2008) cũng như các điều luật quản lý ngày càng chặt chẽ trên thị trường. Keeley (1990) cho thấy sự cạnh tranh gay gắt trong hệ thống ngân hàng sẽ làm suy giảm giá trị của ngân hàng và làm tăng rủi ro. Các nghiên cứu thực nghiệm khác cũng cho thấy tồn tại sự đánh đổi giữa cạnh tranh và tính ổn định của hệ thống ngân hàng (Berger và cộng sự, 2009; Ariss, 2010; Jiménez và cộng sự, 2013; Fungáčová và Weill, 2013).

- Dưới góc nhìn về cạnh tranh - ổn định:

Tồn tại một góc nhìn khác về cạnh tranh – bất ổn đó là một hệ thống ngân hàng cạnh tranh hơn và/hoặc ít tập trung hơn sẽ ổn định hơn. Học thuyết "Quá lớn để sụp đổ" - Too Big To Fail (Mishkin và cộng sự, 2006; Barth và cộng sự, 2012) đã chỉ ra rằng các nhà hoạch định chính sách thường tập trung vào những thất bại của các ngân hàng khi có ít số lượng các ngân hàng trong một hệ thống tập trung. Do đó, các ngân hàng này thường có khuynh hướng nhận được những đảm bảo hay những khoản cứu trợ của chính phủ, điều này có thể dẫn đến những rủi ro đạo đức, khuyến khích những hoạt động có rủi ro cao và làm tăng tính bất ổn của hệ thống (Kane, 2010; Rosenblum, 2011). Thêm vào đó, rủi ro lan truyền này có thể tăng lên trong một hệ thống tập trung với những ngân hàng lớn.

Bên cạnh đó, các ngân hàng có sức mạnh thị trường lớn thường có khuynh hướng áp dụng mức lãi suất cao hơn, điều này có thể khiến cho những người đi vay nhận lấy rủi ro cao hơn và khả năng vỡ nợ cũng lớn hơn.

Caminal và Matutes (2002) cho rằng cạnh tranh thấp có thể dẫn đến các khoản vay lớn hơn làm tăng khả năng vỡ nợ của ngân hàng. Boyd và De Nicoló (2005) tranh luận rằng một hệ thống ngân hàng tập trung tạo điều kiện cho các ngân hàng áp dụng mức lãi suất cao hơn, điều này sẽ khuyến khích người đi vay thực hiện những hoạt động rủi ro hơn. Hệ quả là số lượng các khoản vay không hiệu quả tăng lên, dẫn đến khả năng vỡ nợ cao hơn.

Trong thị trường cạnh tranh, lãi suất cho vay thấp hơn, vấn đề quá lớn để sụp đổ cũng như các khoản cứu trợ trở nên nhỏ hơn và do đó tạo ra mối quan hệ cùng chiều giữa cạnh tranh và ổn định trong hệ thống ngân hàng (Boyd và De Nicoló, 2005).

Stiglitz và Weiss (1981) cho rằng do tính cạnh tranh thấp sẽ làm tăng lãi vay, người đi vay có xu hướng sẽ ưa chuộng các dự án có rủi ro cao hơn và sự xuất hiện của các định chế "Quá lớn để sụp đổ" (Too Big To Fail) chính là hệ quả của các chính sách giải cứu của chính phủ (Kane, 1989; Acharya và Steffen, 2015), hoặc sự thiếu đa dạng trong danh mục các ngân hàng (Wagner, 2010) và các ý kiến khác bác bỏ giả thuyết đánh đổi giữa tính ổn định và sự cạnh tranh trong hệ thống các ngân hàng. Những nghiên cứu thực nghiệm gần đây cũng cho

thấy sự ủng hộ đối với quan điểm này (De Nicoló, Jalal và Boyd, 2006; Schaeck và cộng sự, 2009; Uhde và Heimeshoff, 2009; Schaeck và Cihák, 2014; Paw lowska, 2015).

Bên cạnh đó, tồn tại trường hợp khi mà mối quan hệ cạnh tranh và ổn định là mối quan hệ không tuyến tính. Martinez-Miera và Repullo (2010), Berger và cộng sự (2009) cho rằng cạnh tranh và độc quyền có thể cùng tồn tại và ảnh hưởng đồng thời dẫn đến sự ổn định hoặc bất ổn của hệ thống. Martinez-Miera và Repullo (2010) lập luận rằng lãi suất cao sẽ mang lại lợi nhuận cao hơn cho ngân hàng. Cơ chế này sẽ tạo ra mối quan hệ hình chữ U giữa cạnh tranh ngân hàng và mức độ ổn định. Berger và cộng sự (2009) chỉ ra rằng các nghiên cứu không nhất thiết có thể chỉ rõ những dự đoán trái chiều về mối quan hệ giữa cạnh tranh ngân hàng và ổn định tài chính. Một số nghiên cứu cho thấy rủi ro ngân hàng có thể không tăng lên thậm chí trong trường hợp sức mạnh thị trường khuyến khích lựa chọn các danh mục tài sản có rủi ro hơn do các ngân hàng có thể tự bảo vệ vốn điều lệ của mình bằng cách sử dụng nhiều phương pháp khác nhau để bù đắp những rủi ro lớn hơn có thể gặp phải. Các phương pháp này có thể bao gồm việc tăng vốn cổ phần, giảm rủi ro lãi suất, hay bán các công cụ phái sinh tín dụng.

2.2. Tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm

Như vậy, các kết quả trái ngược đã gây khó khăn để nhận diện liệu sự cải tổ các chính sách về cạnh tranh và cạnh tranh hiệu quả giữa các định chế tài chính có làm xuất hiện một phương thức khác để cải thiện sự bền vững trong hệ thống tài chính hay tăng cường nguồn vốn bổ sung yêu cầu. Leroy và Lucotte (2017) sử dụng hệ số Z để đo lường rủi ro của hệ thống ngân hàng và chỉ số Lerner để đo lường tính cạnh tranh của các ngân hàng đã kiểm định lại mối quan hệ giữa cạnh tranh và rủi ro cho 54 ngân hàng Châu Âu trong giai đoạn 2004 - 2013. Các tác giả nhận thấy sự cạnh tranh sẽ khuyến khích các ngân hàng chấp nhận các rủi ro và do đó làm tăng tính bất ổn của hệ thống các ngân hàng.

Yeyati và Micco (2007) sử dụng mẫu nghiên cứu gồm các ngân hàng thương mại từ tám quốc gia Châu Mỹ Latin trong giai đoạn 1993-2002 và tìm thấy mối quan hệ cùng chiều giữa rủi ro ngân hàng (đo lường thông qua chỉ số Z-score) và cạnh tranh (thông qua chỉ số H), tuy nhiên, hệ số tìm được của cạnh tranh ngân hàng không cho thấy kết quả có ý nghĩa thống kê, kết quả hỗ trợ cho mô hình cạnh tranh – bất ổn.

Schaeck và Čihák (2008) sử dụng mẫu nghiên cứu gồm 3600 ngân hàng từ mười quốc gia Châu Âu và hơn 8900 ngân hàng Mỹ trong giai đoạn 1995 – 2005 để phân tích mối quan hệ giữa cạnh tranh ngân hàng và tính ổn định của hệ thống. Kết quả tìm được cho thấy tính cạnh tranh làm tăng tính ổn định của của ngân hàng thông qua tăng tính hiệu quả. Trong một nghiên cứu tương tự, Berger và cộng sự (2009) sử dụng mẫu nghiên cứu gồm 8235 ngân hàng từ 23 quốc gia công nghiệp giai đoạn 1999-2005 nhận thấy các ngân hàng có sức mạnh thị trường (đo lường thông qua chỉ số Lerner) sẽ chịu ít rủi ro hơn (đo lường thông qua chỉ số Z). Các kết quả này ủng hộ cho quan điểm truyền thông về cạnh tranh - bất ổn. Mặt khác, các tác giả cũng chỉ ra sức mạnh thị trường của ngân hàng cũng khuyến khích các danh mục đầu tư rủi ro hơn. Các tác giả lập luận rằng các ngân hàng có thể bảo vệ vốn điều lệ của mình khỏi những khoản cho vay có rủi ro cao thông qua việc nắm giữ nhiều vốn cổ phần hơn.

Sử dụng mẫu nghiên cứu của 31 cuộc khủng hoảng ngân hàng tại 45 quốc gia trong giai đoạn 1980-2005; Schaeck và cộng sự (2009) cho thấy cạnh tranh làm giảm khả năng xảy ra khủng hoảng và kéo dài thời gian dẫn đến khủng hoảng, thậm chí trong trường hợp sau khi hệ thống ngân hàng tập trung được điều tiết.

De Nicoló và cộng sự (2009) cung cấp bằng chứng thực nghiệm cho thấy kết quả ủng hộ quan điểm cạnh tranh-ổn định. Đối với thị trường Mỹ và các ngân hàng quốc tế, nhóm tác giả cho thấy mức độ cạnh tranh cao của ngân hàng không nhất thiết phải có quan hệ với khả năng phá sản của ngân hàng. Trong trường hợp các ngân hàng Châu Âu, Uhde và Heimeshoff (2009) đã nhấn mạnh hệ thống ngân hàng tập trung làm suy yếu tính ổn định của hệ thống. Ảnh hưởng tiêu cực này trở nên trầm trọng hơn tại những quốc gia kém phát triển ở miền Đông Châu Âu.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô tả dữ liệu

Nghiên cứu của chúng tôi dựa trên dữ liệu của bảng cân đối kế toán và báo cáo thu nhập hàng năm của 31 NHTM Việt Nam trong giai đoạn từ năm 2005-2016. Nguồn dữ liệu được lấy từ cơ sở dữ liệu của bankscope. Các ngân hàng trong mẫu của chúng tôi bao gồm các NHTM, chi nhánh ngân hàng nước ngoài và ngân hàng có vốn của nước ngoài.

3.2. Mô tả biến

- Đo lường cạnh tranh ngân hàng:

Dựa trên phương pháp phi cấu trúc, chúng tôi sử dụng chỉ số Lerner để đo lường cạnh tranh của ngân hàng tương tự như nhiều nghiên cứu trước đây (xem Berger và cộng sự, 2009; Ariss, 2010; Beck và cộng sự., 2013; Leory, 2014; Fungáčová và Weill, 2014; Leroy và Lucotte, 2017; Nguyễn Thị Thùy Linh và cộng sự, 2015; Phan Thị Thơm và Thân Thị Thu Thủy, 2015, 2016). Chỉ số Lerner được tính toán như sau:

$$Lerner = \frac{P - MC}{P}$$

Trong đó: P là giá trung bình đầu ra của ngân hàng. MC là chi phí biên. Khi cạnh tranh hoàn hảo tồn tại thì giá bán bằng chi phí biên, do vậy chỉ số này sẽ có giá trị bằng 0. Khi giá cả lớn hơn chi phí biên thì chỉ số Lerner sẽ lớn hơn 0 và ở trong khoảng giữa 0 và 1. Chỉ số càng gần 1 thì quyền lực độc quyền của doanh nghiệp càng cao. Hai đầu vào cần thiết để có được chỉ số Lerner là giá cả và chi phí cận biên. Phương pháp thường được dùng trong các nghiên cứu trước đây để ước tính giá (P) là bằng tỷ lệ giữa tổng doanh thu trên tổng tài sản. Chi phí biên (MC) được ước tính dựa trên hàm chi phí Translog với một biến đầu ra (tổng chi phí) và ba mức giá đầu vào (giá lao động, giá vốn vật chất và giá của việc vay mượn). Hàm chi phí như sau:

$$\ln TC = \alpha_0 + \alpha_1 \ln y + \frac{1}{2} \alpha_2 (\ln y)^2 + \sum_{j=1}^3 \beta_j \ln w_j + \sum_{j=1}^3 \sum_{k=1}^3 \beta_{jk} \ln w_j \times \ln w_k + \sum_{j=1}^3 \gamma_j \ln y \ln w_j + \varepsilon \quad (1)$$

Trong đó: TC đại diện cho tổng chi phí được tính bằng tổng của chi phí nhân sự, chi phí ngoài lãi, chi phí lãi phải trả. w_1 là giá lao động (là tỷ số giữa chi phí nhân sự trên tổng tài sản), w_2 là giá vốn vật chất (là tỷ số giữa chi phí ngoài lãi trên tài sản cố định), w_3 là giá của vay mượn (là tỷ số giữa chi phí lãi phải trả trên tổng tiền gửi).

Việc ước tính hàm translog trên, trong nghiên cứu này chúng tôi sẽ sử dụng phương pháp SFA để ước lượng các hệ số α_1 , α_2 và y_j trong phương trình (1). Sau đó, chúng tôi sẽ sử dụng các hệ số này để tính chi phí biên như sau:

$$MC = \frac{TC}{y} (\alpha_1 + \alpha_2 \ln y + \sum_{j=1}^3 y_j \ln w_j) \quad (2)$$

- Đo lường tính ổn định của ngân hàng:

Theo Leroy và Lucotte (2015) tính ổn định của ngân hàng có thể được đo lường thông qua khuynh hướng các ngân hàng thực hiện các hoạt động đem lại rủi ro (risk-taking). Ngân hàng càng có khuynh hướng thực hiện các hoạt động đem lại rủi ro sẽ càng bất ổn. Do đó trong bài nghiên cứu này chúng tôi xác định mức độ ổn định của ngân hàng thông qua đo lường rủi ro.

Chúng tôi đo lường rủi ro dựa trên chỉ số Z-score. Bởi vì nó đo lường khoảng cách đến phá sản, chỉ số này thường được xem xét trong các nghiên cứu về ngân hàng (xem, Lepetit và Strobel, 2013; Laeven và Levine, 2009). Hệ số Z cũng được xem như chỉ số cho thấy mức độ ổn định của ngân hàng, chỉ số này càng cao cho thấy ngân hàng càng ổn định và ít có khuynh hướng thực hiện các hoạt động đem lại rủi ro (risk-taking).

Chỉ số Z-score được tính như sau:

$$Z - Score = \frac{ROA + E/A}{\sigma_{ROA_{it}}}$$

Trong đó, ROA là tỷ suất sinh lợi của ngân hàng trên tổng tài sản; E/A đại diện cho vốn cổ phần trên tổng tài sản, $\sigma_{ROA_{it}}$ là độ lệch chuẩn của ROA. Để tính độ lệch chuẩn của ROA, chúng tôi sử dụng phương pháp của Beck và cộng sự (2013)

3.3. Mô hình nghiên cứu

Chúng tôi kế thừa mô hình nghiên cứu thực nghiệm của Leory và Lucotte (2015) để giải quyết câu hỏi làm thế nào cạnh tranh ảnh hưởng đến sự ổn định trong hệ thống ngân hàng:

$$Risk_{it} = \alpha + \beta_1 Lerner_{it-1} + \beta_2 LernerSq_{it-1} + \beta_k X_{it-1} + \varepsilon_{i,t}$$

Trong đó:

- Risk đại diện cho rủi ro của chúng tôi được tính bằng hệ số Z-score
- Lerner là chỉ số Lerner giúp đánh giá mức độ cạnh tranh của ngân hàng. Tuy nhiên, theo lập luận của Schaeck và Čihák (2008) thì mối quan hệ giữa cạnh tranh và rủi ro có thể bị nội sinh, do đó chúng tôi sẽ lấy trễ một kỳ để hạn chế hiện tượng nội sinh (Fungáčová và Weill, 2014).
- LernerSq là bình phương của biến Lerner nhằm xem xét mối quan hệ phi tuyến

giữa cạnh tranh và ổn định

- X là biến đại diện cho các đặc điểm của ngân hàng như quy mô ngân hàng (SIZE được tính bằng logarit của tổng tài sản), tỷ lệ thu nhập ngoài lãi trên tổng thu nhập (NonIncome), tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản (FIX), tỷ lệ cho vay trên tổng tài sản (LOANS) và tỷ lệ thanh khoản (LIQ được tính bằng cách lấy tài sản có khả năng thanh khoản chia cho tổng tài sản). Các biến này được lấy trễ một kỳ để hạn chế hiện tượng nội sinh (Fungáčová và Weill, 2014).

Mô hình trên sẽ được hồi quy dữ liệu bảng với hiệu ứng cố định chuẩn.

4. Kết quả nghiên cứu

Bảng 1 xem xét ảnh hưởng của cạnh tranh đối với tính lành mạnh của các ngân hàng bằng cách sử dụng hệ số Z-score như một đại diện cho sự ổn định tài chính. Trong đó mô hình (1), (2) trình bày các ước tính với hồi quy cố định của ngân hàng, có hoặc không có các biến kiểm soát. Kết quả hồi quy trong mô hình (1) - (2) đều chỉ ra rằng chỉ số Lerner có tác động tích cực và có ý nghĩa quan trọng với chỉ số Z-Score. Z-Score là đại diện nghịch đảo của rủi ro của ngân hàng, chỉ số này cho thấy ngân hàng càng có sức mạnh thị trường lớn thì rủi ro ngân hàng càng thấp. Nói cách khác, khi mức độ cạnh tranh càng thấp, thì các ngân hàng càng hạn chế các các ngân hàng thực hiện các hoạt động đem lại rủi ro (risk-taking). Kết quả nghiên cứu này của chúng tôi phù hợp với các kết quả nghiên cứu thực nghiệm trước đó (xem Berger và cộng sự, 2009; Anginer và cộng sự, 2014). Dựa theo quan điểm truyền thống về "cạnh tranh - bất ổn", những phát hiện của chúng tôi có thể được lý giải bởi khi sự cạnh tranh của ngân hàng càng cao sẽ làm xói mòn sức mạnh thị trường của ngân hàng, làm giảm lợi nhuận biên và kết quả giảm giá trị thương hiệu từ đó khuyến khích các ngân hàng thực hiện các hoạt động có rủi ro nhiều hơn.

Biến Lenersq có tác động tích cực và đáng kể đến biến Z-score, điều này hàm ý rằng có một mối quan hệ phi tuyến tính giữa cạnh tranh và sự ổn định của ngân hàng. Liên quan đến các biến số kiểm soát, chúng tôi tìm thấy biến Fix có tác động tích cực và có ý nghĩa quan trọng chỉ số Z-score, điều này cho thấy rằng ngân hàng càng có nhiều tài sản thì nguy cơ vỡ nợ càng thấp, từ đó có sự ổn định cao hơn. Kết quả này thì phù hợp với kết quả tìm được của Anginer và cộng sự (2014) và Laeven và cộng sự (2014). Phát hiện này ủng hộ cho quan điểm quá lớn để đổ vỡ "Too-Big-To-Fail" để giúp cải thiện sự ổn định (Farhi và Tirole, 2012). Biến tỷ lệ vay vốn (Loan) và Z-Score có mối quan hệ tiêu cực và có ý nghĩa thống kê. Kết quả này cho thấy các ngân hàng tham gia nhiều hơn vào các hoạt động cho vay sẽ làm gia tăng rủi ro ngân hàng.

Bảng 1: Ảnh hưởng của cạnh tranh đến sự ổn định tài chính

Biến phụ thuộc	Z-SCORE (1)	Z-SCORE (2)
Lerner	0.394*** (-0.002)	0.365** (-0.056)
Lernersq		0.0468** (0.033)
Nonincome		-72.26 (0.129)
Size		-1.528 (0.787)
Fix		244.4* (0.099)
Loans		-105* (0.073)
Liq		135.4 (0.183)
Hằng số C	63.23*** (0.000)	22.91* (0.097)
N	264	264
R-sq	0.074	0.045

Ghi chú: Bảng 1 được ước lượng bằng mô hình dữ liệu bảng với hiệu ứng cố định chuẩn. Biến phụ thuộc là rủi ro ($\Delta \ln \text{loan}$). Các biến giải thích: Lerner, Nonincome, Fix, Liquid, Size, Loans lấy trễ một kỳ. Trong ngoặc là p-value; *, **, *** thể hiện mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%.

5. Kết luận

Nghiên cứu này nhằm mục đích xem xét mối quan hệ giữa cạnh tranh trong ngân hàng và sự ổn định về tài chính. Để đạt được điều này, chúng tôi tiến hành khảo sát 31 NHTM ở Việt Nam trong giai đoạn từ năm 2005-2016. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy rằng khi ngân hàng có quyền lực thị trường càng lớn thì mức độ ổn định sẽ càng tốt hơn.

Phát hiện của chúng tôi hàm ý những chính sách quan trọng. Nhiều nghiên cứu cho rằng khi các ngân hàng có quyền lực thị trường quá lớn sẽ làm cho thị trường tài chính bất ổn hơn. Tuy nhiên, nghiên cứu của chúng tôi lại tìm thấy kết quả ngược lại, khi cho rằng sự cạnh tranh quá mức giữa các ngân hàng sẽ làm cho sự bất ổn ngày càng trầm trọng hơn. Điều này có thể thấy rõ khi cuộc khủng hoảng tài chính diễn ra đã cho thấy tác động rất tiêu cực của cạnh tranh đối với sự ổn định của thị trường tài chính. Điều này chúng tôi thấy rằng, các nhà hoạch định chính sách nên hạn chế việc cạnh tranh quá mức giữa các ngân hàng bằng cách thực hiện việc sáp nhập các ngân hàng yếu, nhỏ để nâng cao sức mạnh tài chính của các ngân hàng, từ đó sẽ giúp cho hệ thống tài chính trở nên ổn định hơn. Bên cạnh đó, các nhà hoạch định chính sách cũng nên giảm bớt các khoản vay ưu đãi và khuyến khích các ngân hàng phát triển được

sức mạnh tín dụng độc lập. Đồng thời, để nâng cao hiệu quả phân bổ nguồn lực trong nền kinh tế, các nhà quản lý nên khuyến khích đổi mới tài chính giữa các ngân hàng dựa trên cơ sở quản lý rủi ro hiệu quả, giúp các ngân hàng ổn định hơn. Cuối cùng, chúng tôi khuyến nghị các nhà hoạch định chính sách nên có các chính sách liên quan đến các chương trình bảo hiểm tiền gửi để giúp tạo ra các thị trường tài chính hiệu quả hơn.

Tài liệu tham khảo

- [1] Acharya, V. V., & Richardson, M. P. (Eds.). (2009). Restoring financial stability: how to repair a failed system (Vol. 542). John Wiley & Sons.
- [2] Acharya, V. V., & Steffen, S. (2015). The “greatest” carry trade ever? Understanding eurozone bank risks. *Journal of Financial Economics*, 115(2), 215-236.
- [3] Allen, F., & Gale, D. (2000). Financial contagion. *Journal of Political Economy*, 108(1), 1-33.
- [4] Allen, F., & Gale, D. (2004). Competition and financial stability. *Journal of Money, Credit, and banking*, 36(3), 453-480.
- [5] Anginer, D., Demirguc-Kunt, A., & Zhu, M. (2014). How does competition affect bank systemic risk?. *Journal of Financial Intermediation*, 23(1), 1-26.
- [6] Ariss, R. T. (2010). On the implications of market power in banking: Evidence from developing countries. *Journal of banking & Finance*, 34(4), 765-775.
- [7] Barth, J. R., Pragma, A. P., & Swagel, P. (2012). Just how big is the too-big-to-fail problem?. *Journal of Banking Regulation*, 13(4), 265-299.
- [8] Beck, T., (2008). Bank Competition and Financial Stability: Friends or Foes? Policy Research Working Paper No. 4656, World Bank.
- [9] Beck, T., Coyle, D., Dewatripont, M., Freixas, X., & Seabright, P. (2010). Bailing out the banks: reconciling stability and competition. Centre for Economic Policy Research, London.
- [10] Berger, A. N., Klapper, L. F., & Turk-Ariss, R. (2009). Bank competition and financial stability. *Journal of Financial Services Research*, 35(2), 99-118.
- [11] Boot, A. W., & Thakor, A. V. (1993). Self-interested bank regulation. *The American Economic Review*, 206-212.
- [12] Boot, A. A., & Greenbaum, S. I. (1995). (1995). 9 Bank regulation, reputation and rents: theory and policy implications. *Capital Markets and Financial Intermediation*, 262.
- [13] Boyd, J. H., & De Nicolo, G. (2005). The theory of bank risk taking and competition revisited. *The Journal of finance*, 60(3), 1329-1343.
- [14] Boyd, J. H., & Prescott, E. C. (1986). Financial intermediary-coalitions. *Journal of Economic Theory*, 38(2), 211-232.
- [15] Caminal, R., & Matutes, C. (2002). Market power and banking failures. *International Journal of Industrial Organization*, 20(9), 1341-1361.
- [16] Carletti, E. (2010). Competition, concentration and stability in the banking sector. *IstEin WP*, (8).
- [17] Carletti, E. (2008). Competition and regulation in banking. *Handbook of financial intermediation and banking*, 126(5), 449-482

- [18] De Nicoló, M. G., Jalal, A. M., & Boyd, J. H. (2006). Bank risk-taking and competition revisited: New theory and new evidence (No. 6-297). International Monetary Fund
- [19] Diamond, D. W. (1984). Financial intermediation and delegated monitoring. *The review of economic studies*, 51(3), 393-414.
- [20] Diamond, D. W., & Dybvig, P. H. (2000). Bank runs, deposit insurance, and liquidity. Federal Reserve Bank of Minneapolis. *Quarterly Review-Federal Reserve Bank of Minneapolis*, 24(1), 14.
- [21] Farhi, E., & Tirole, J. (2012). Collective moral hazard, maturity mismatch, and systemic bailouts. *The American Economic Review*, 102(1), 60-93.
- [22] Fungáčová, Z., Herrala, R., & Weill, L. (2013). The influence of bank ownership on credit supply: Evidence from the recent financial crisis. *Emerging Markets Review*, 15, 136-147.
- [23] Hellmann, T. F., Murdock, K. C., & Stiglitz, J. E. (2000). Liberalization, moral hazard in banking, and prudential regulation: Are capital requirements enough?. *American economic review*, 147-165.
- [24] Jiménez, G., Lopez, J. A., & Saurina, J. (2013). How does competition affect bank risk-taking?. *Journal of Financial Stability*, 9(2), 185-195.
- [25] Kane, E. J. (1989). The S & L insurance mess: how did it happen? The Urban Insitute..
- [26] Kane, E.J. (2010). Redefining and containing systemic risk. *Atlantic Economic Journal*, 38(3), 251-264.
- [27] Keeley, M.C. (1990). Deposit insurance, risk, and market power in banking. *The American Economic Review*, 80(5), 1183–1200.
- [28] Laeven, L. & Levine, R. (2009). Bank governance, regulation and risk taking. *Journal of financial economics*, 93(2), 259-275.
- [29] Leroy, A., & Lucotte, Y. (2017). Is there a competition-stability trade-off in European banking?. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 46, 199-215.
- [30] Lepetit, L. & Strobel, F. (2013). Bank insolvency risk and time-varying Z-score measures. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 25, 73-87.
- [31] Marcus, A.J. (1984). Deregulation and bank financial policy. *Journal of Banking & Finance*, 8(4), 557-565.
- [32] Martinez-Miera, D. & Repullo, R. (2010). Does competition reduce the risk of bank failure?. *The Review of Financial Studies*, 23(10), 3638-3664.
- [33] Matutes, C. & Vives, X. (2000). Imperfect competition, risk taking, and regulation in banking. *European Economic Review*, 44(1), 1–34.
- [34] Matutes, C. & Vives, X. (1996). Competition for deposits, fragility, and insurance. *Journal of Financial intermediation*, 5(2), 184-216.

- [35] Mishkin, F.S. (1999). Financial consolidation: Dangers and opportunities. *Journal of Banking & Finance*, 23(2), 675-691.
- [36] Mishkin, F.S., Stern, G., & Feldman, R. (2006). How Big a Problem Is Too Big to Fail? A Review of Gary Stern and Ron Feldman's "Too Big to Fail: The Hazards of Bank Bailouts". *Journal of Economic Literature*, 988-1004.
- [37] Nguyễn Thị Thùy Linh, Trần Hoàng Ngân & Trương Thị Hồng (2015). Quyền lực thị trường của ngân hàng và khả năng truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh tín dụng: Bằng chứng tại một số nước ASEAN. *Tạp chí Phát triển kinh tế*, 26(9), 26-43.
- [38] Pawlowska, M. (2015). Changes in the size and structure of the European Union banking sector - the role of competition between banks. National Bank of Poland WP 205.
- [39] Phan Thị Thơm & Thân Thị Thu Thủy (2016). Cạnh tranh và hiệu quả trong hệ thống ngân hàng thương mại Việt Nam, *Tạp chí Phát triển kinh tế*, 27(6), 45-63.
- [40] Ramakrishnan, R.T., & Thakor, A.V. (1984). Information reliability and a theory of financial intermediation. *The Review of Economic Studies*, 51(3), 415-432.
- [41] Rosenblum, H. (2011). Choosing the road to prosperity: why we must end too big to fail—now. Federal Reserve Bank of Dallas 2011 Annual Report, 2-23.
- [42] Sáez, L. & Shi, X. (2004). Liquidity pools, risk sharing, and financial contagion. *Journal of Financial Services Research*, 25(1), 5-23.
- [43] Schaeck, K. & Cihák, M. (2014). Competition, efficiency, and stability in banking. *Financial Management*, 43(1), 215-241.
- [44] Schaeck, K., & Čihák, M. (2008). How does competition affect efficiency and soundness in banking? New empirical evidence.
- [45] Schaeck, K., Cihak, M. & Wolfe, S. (2009). Are competitive banking systems more stable?. *Journal of Money, Credit and Banking*, 41(4), 711-734.
- [46] Smith, B.D. (1984). Private information, deposit interest rates, and the stability of the banking system. *Journal of Monetary Economics*, 14(3), 293–317.
- [47] Smith, B.D., De Nicoló, M.G., & Boyd, J.H. (2003). Crisis in competitive versus monopolistic banking systems (No. 3-188). International Monetary Fund.
- [48] Stiglitz, J.E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American economic review*, 71(3), 393-410.
- [49] Uhde, A. & Heimeshoff, U. (2009). Consolidation in banking and financial stability in Europe: Empirical evidence. *Journal of Banking & Finance*, 33(7), 1299-1311.
- [50] Williamson, S.D. (1986). Costly monitoring, financial intermediation, and equilibrium credit rationing. *Journal of Monetary Economics*, 18(2), 159-179.
- [51] Yeyati, E.L. & Micco, A. (2007). Concentration and foreign penetration in Latin American banking sectors: Impact on competition and risk. *Journal of Banking & Finance*, 31(6), 1633-1647.

CHÍNH SÁCH TỶ GIÁ TẠI CÁC NƯỚC ASEAN-5 SAU KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH TOÀN CẦU VÀ BÀI HỌC CHO VIỆT NAM

Trung tâm Nghiên cứu BIDV

Ngân hàng TMCP Đầu tư & Phát triển Việt Nam

Tóm tắt

Chính sách tỷ giá vẫn là mối quan tâm hàng đầu của nhiều quốc gia hiện nay, nhất là khi sự can thiệp sâu vào cơ chế tỷ giá được xem là nguyên nhân cơ bản dẫn đến những bất ổn, châm ngòi cho cuộc khủng hoảng Châu Á năm 1997. Hiện nay, nhiều quốc gia, trong số đó có các nước ASEAN-5, đã áp dụng cơ chế tỷ giá linh hoạt với sự xem xét cẩn trọng và đạt được những thành công nhất định,. Trên cơ sở nghiên cứu định lượng đối với các nước ASEAN-5, nghiên cứu này tập trung phân tích cơ chế tỷ giá tại Việt Nam. Kết quả cho thấy, biến động của VND vẫn phụ thuộc mạnh vào đồng USD dù Việt Nam đã áp dụng tỷ giá trung tâm với cơ chế linh hoạt hơn từ tháng 1/2016. Nguyên nhân là do thời gian áp dụng chưa đủ dài so với giai đoạn quan sát.

Từ khóa: *Cơ chế tỷ giá, đồng tiền tham chiếu, rổ tiền tệ, neo.*

THE EXCHANGE RATE REGIME IN THE ASEAN-5 COUNTRIES IN THE AFTERMATH OF THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS AND EXPERIENCE FOR VIETNAM

BIDV Research Centre

Bank for Investment & Development of Vietnam

Abstract

The exchange rate regime has been at the forefront of efforts from many Governments, especially heavily managed exchange rate regimes were widely believed as the main factor that triggered the Asian Financial Crisis in 1997. In recent years, most countries, including the ASEAN-5 have applied more flexible exchange rate regimes under scrutiny and prudence; therefore obtained significant achievements. Based on a quantitative research of the ASEAN-5 countries, this paper analysed the exchange rate regime in Vietnam. The results showed that movements in the US dollar have impacts on the volatility of Vietnamese dong although the State Bank of Vietnam had introduced the greater exchange rate flexibility since January 2016. The reason was that the application has started in a short time in comparison to the observed period.

Keywords: *exchange rate regime, reference currency, currency basket, peg.*

1. Giới thiệu chung

Sự can thiệp sâu vào cơ chế tỷ giá được xem là nguyên nhân cơ bản dẫn đến những bất ổn, chầm ngòi cho cuộc khủng hoảng Châu Á (Goldstein, 1999). Sau khủng hoảng, phần lớn các quốc gia mới nổi tuyên bố áp dụng chính sách tỷ giá linh hoạt hơn. Tuy nhiên, nhiều nghiên cứu cho thấy: (i) các nước tiếp tục can thiệp vào các thị trường ngoại hối; đồng thời (ii) tăng cường sử dụng cơ chế điều chỉnh tỷ giá như một công cụ hấp thụ sốc (Calvo và Reinhart, 2000; Shambaugh, 2015). Hiện nay, chính sách tỷ giá của các nước ASEAN-5 đang được thực hiện với sự xem xét cẩn trọng. Động thái trên bao hàm: (i) ý nghĩa về mặt chính sách tiền tệ là giành được lợi thế so sánh nhờ định giá thấp đồng nội tệ; và (ii) quan điểm về phản ứng linh hoạt tương ứng với cấu trúc toàn cầu. Những thay đổi trên đã đem lại những chuyển biến tích cực tại các nước ASEAN-5.

Tại Việt Nam, trước đây, ngân hàng nhà nước (NHNN) duy trì chế độ tỷ giá ít linh hoạt, công tác điều hành xoay quanh tỷ giá USD mục tiêu. Sau tháng 01/2016, việc áp dụng tỷ giá trung tâm đã giúp cơ chế tỷ giá mang tính thị trường, linh hoạt hơn. Tuy nhiên, hiện nay độ mở của nền kinh tế Việt Nam khá cao trong bối cảnh kinh tế, tài chính và địa chính trị thế giới đang đối mặt với nhiều khó khăn. Vì vậy, những thách thức đối với công tác điều hành và quản lý cơ chế tỷ giá ở Việt Nam đang còn ở phía trước. Với nội dung tập trung vào “**Chính sách tỷ giá tại các nước ASEAN-5 sau khủng hoảng tài chính toàn cầu và bài học cho Việt Nam**”, nghiên cứu này được thực hiện nhằm phân tích những kinh nghiệm tại các nước và rút ra bài học cho Việt Nam; từ đó, đề xuất một số giải pháp, khuyến nghị cho công tác điều hành lãi suất.

2. Sự cần thiết phải nghiên cứu

Tại Việt Nam, trước tháng 1/2016, NHNN duy trì chế độ tỷ giá ít linh hoạt. Theo đó, công tác điều hành xoay quanh tỷ giá USD mục tiêu (ví dụ, NHNN công bố tỷ giá bình quân liên ngân hàng, giới hạn biên độ tỷ giá; hoặc thực hiện những can thiệp nhằm hạn chế những biến động mạnh trong biên độ giao dịch giữa đồng Việt Nam và USD). Từ tháng 1/2016, tỷ giá trung tâm được NHNN công bố hàng ngày vào trước phiên giao dịch dựa trên 3 chỉ số chính: sự biến động của một rổ 8 đồng tiền của các nước đối tác kinh tế chủ chốt của Việt Nam, chỉ số phản ánh cung cầu ngoại tệ và các cân đối vĩ mô. Cơ chế này đã có những nói lỏng, mang tính thị trường và theo hướng linh hoạt hơn.

Thời gian qua, công tác điều hành chính sách tỷ giá của Việt Nam đã đạt được một số kết quả. Trong quá trình hội nhập kinh tế quốc tế, chính sách tỷ giá đã thực hiện vai trò quan trọng như một công cụ điều tiết các quan hệ kinh tế quốc tế, tác động tới tăng trưởng kinh tế thông qua tăng năng lực cạnh tranh của các doanh nghiệp, cải thiện cán cân thanh toán cũng như các cân đối lớn trong nền kinh tế. Tuy nhiên, với xu hướng hội nhập sâu, độ mở và mức độ liên kết của hệ thống tài chính Việt Nam với hệ thống tài chính quốc tế sẽ ngày càng lớn hơn.¹ Trong bối cảnh kinh tế thế giới diễn biến phức tạp và khó lường, khi trở

¹ Tại Việt Nam, cùng với sự ra đời của Pháp lệnh Ngoại hối (2005), tài khoản vốn được tự do hóa từng bước, nhất là đối với dòng vốn vào và dòng vốn đầu tư trực tiếp. Dựa vào tiêu chí đo lường sự tự do hóa tài khoản vốn

thành một nền kinh tế mở nhưng có quy mô nhỏ thì Việt Nam sẽ chịu tác động khá lớn từ các cú sốc bên ngoài. Theo đó, công tác điều hành chính sách tỷ giá phải đối mặt với những khó khăn, thách thức cần được quan tâm, giải quyết với những câu hỏi nghiên cứu cụ thể như: *Chính sách tỷ giá tại Việt Nam đang vận hành thế nào? Có gì khác biệt trong các giai đoạn trước và sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu? Theo đó, chính sách của các nền kinh tế chủ chốt có ảnh hưởng thế nào tới Việt Nam?* Để giải đáp những câu hỏi đó, nghiên cứu này mô phỏng các tác động của các đồng tiền chủ yếu trong rổ tiền tệ đã được NHNN lựa chọn nhằm giúp xác định mức độ biến động trong tỷ giá VND thông qua các mô hình kinh tế lượng. Kết quả nghiên cứu cung cấp thông tin đánh giá cần thiết và khuyến nghị những điều chỉnh thích hợp.

3. Một số nghiên cứu tại ASEAN-5 và quốc tế trước đây

Những nghiên cứu từ cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ năm 1997 chỉ ra một số các nguyên nhân chính gây ra khủng hoảng. Một là, các nước trong khu vực về cơ bản thực hiện chủ trương ổn định tỷ giá so với USD thông qua các hoạt động can thiệp sâu, dẫn tới tình trạng định giá đồng nội tệ cao hơn giá trị thực (Goldstein, 1999). Hai là, sự thiếu thận trọng trong việc điều hành chính sách tiền tệ trước những tác động bên ngoài, nhất là sự hoang mang của các nhà đầu tư, dẫn đến sự rút vốn ồ ạt. Sau khủng hoảng, phần lớn các quốc gia mới nổi tuyên bố áp dụng chính sách tỷ giá linh hoạt hơn. Tuy nhiên, nhiều nghiên cứu cho thấy: (i) các nước tiếp tục can thiệp vào các thị trường ngoại hối; đồng thời (ii) tăng cường sử dụng cơ chế điều chỉnh tỷ giá như một công cụ hấp thụ sốc (Calvo và Reinhart, 2000).

Năm 2008, *cuộc khủng hoảng tài chính bắt nguồn từ hoạt động cho vay bất động sản dưới chuẩn của Mỹ* lại làm dấy lên mối quan ngại liên quan đến chính sách tiền tệ. Một là, nếu chỉ dựa vào công cụ chính sách chủ yếu là thông tin về lãi suất (thực) để đưa ra các đánh giá về chính sách tiền tệ là chưa đủ. Hai là, trong công tác điều hành, các ngân hàng trung ương (NHTW) nên đánh giá các xu thế (hay các bong bóng) nhằm ước lượng mức lạm phát thực, thay vì dựa trên các lạm phát mục tiêu. Ba là, nhiều Chính phủ đang thực hiện chính sách lạm phát mục tiêu, do đó dường như đang xem nhẹ việc ổn định tài chính và kiểm soát an toàn. Điển hình là việc NHTW Anh chuyển chức năng giám sát tài chính sang một cơ quan riêng biệt là Cơ quan quản lý dịch vụ tài chính trong suốt nửa đầu của thập niên 90. Bốn là, rủi ro tài chính lan truyền, bao gồm sự di chuyển các dòng vốn và biến động của các đồng tiền, chưa nhận được nhiều sự quan tâm, kể cả nghiên cứu chính thống (Cukierman, 2013).

Những bài học kinh nghiệm từ các cuộc khủng hoảng trên đã gợi ý về sự cần thiết phải có những nghiên cứu toàn diện hơn về các yếu tố trong chính sách tiền tệ, nhất là việc áp dụng cơ chế tỷ giá linh hoạt hơn trong bối cảnh gia tăng phụ thuộc lẫn nhau giữa các nền kinh tế, kèm theo đó là khả năng lan truyền rủi ro. Trong xu thế đó, Klyuev và Dao (2016) thực hiện nghiên cứu đối với các nước ASEAN-5. Nghiên cứu đề cập đến việc Chính phủ các nước

¹ là KAOPEN và AREAR do Furceri và Loungani (2015) đề xuất, mức độ tự do tài khoản vốn của Việt Nam những năm gần đây cao hơn Lào và Myanmar, tương đương với Thái Lan nhưng thấp hơn Singapore, Malaysia, Brunei và Campuchia.

ASEAN-5 tuyên bố tập trung vào ổn định giá cả, thừa nhận thực hiện can thiệp vào thị trường ngoại hối khi cần thiết. Tuy nhiên, mục đích của việc can thiệp không phải để duy trì các mức tỷ giá mục tiêu mà nhằm giảm bớt những biến động mạnh. Indonesia, Philippines và Thái Lan theo đuổi lạm phát mục tiêu và tuyên bố thả nổi tỷ giá, còn Malaysia và Singapore quản lý giá trị của đồng nội tệ theo một rổ tiền tệ với các đồng tiền thành phần không được tiết lộ. Singapore dùng tỷ giá để điều hành chính sách tiền tệ, trong khi 4 quốc gia còn lại sử dụng lãi suất ngắn hạn là công cụ chính sách chủ yếu. Cả 5 quốc gia đều khá cởi mở với tài khoản vốn, yếu tố được xem là tạo ra thách thức đối với hoạt động kiểm soát các điều kiện tiền tệ trong nước và cơ chế tỷ giá.

Trên cơ sở quan sát những động thái trong quản lý tỷ giá và dự trữ ngoại hối, Klyuev và Dao (2016) cho rằng các nước ASEAN-5 không áp dụng cơ chế thả nổi hay can thiệp ngắn hạn nhằm ổn định thị trường một cách đơn thuần. Các quốc gia này đã đạt được những thành công nhất định nhờ chính sách tỷ giá được thực hiện với sự xem xét cẩn trọng, với sự bao hàm: (i) ý nghĩa về mặt chính sách tiền tệ do giành được lợi thế so sánh nhờ định giá thấp đồng nội tệ; và (ii) quan điểm về phản ứng linh hoạt tương ứng với cấu trúc toàn cầu. NHTW Malaysia, Philippines và Singapore công bố mục tiêu hàng đầu là ổn định giá cả. Còn NHTW Indonesia theo đuổi mục tiêu duy trì ổn định giá trị của đồng nội tệ, theo đó cần: (i) ổn định giá cả hàng hóa, dịch vụ (giá trong nước); và ổn định tỷ giá (giá ngoài nước). NHTW Thái Lan cũng công bố mục tiêu chính là duy trì “ổn định về tiền tệ, hệ thống tài chính và hệ thống thanh toán”. Vì thế, trách nhiệm của NHTW Indonesia và Thái Lan không phải là soạn thảo các quy định hướng tới mục tiêu ổn định giá cả nhưng ổn định giá cả vẫn được coi trọng do việc áp dụng chính sách lạm phát mục tiêu. Hiện nay, đồng tiền của các nước ASEAN-5 không tham chiếu một đồng tiền cụ thể (Girardin, 2011). Một vài quốc gia bắt đầu xem xét sử dụng đồng CNY, trong khi một vài nước khác tiếp tục sử dụng đồng USD, dù đồng CNY đang dần đóng vai trò quan trọng trong những năm gần đây, do là giá trị CNY so với USD đang được quản lý can thiệp mạnh trong một thời gian dài.²

4. Phương pháp, mô hình và dữ liệu nghiên cứu

4.1. Phương pháp nghiên cứu: Trong nghiên cứu định lượng, mô hình nghiên cứu được xây dựng dựa trên một vài nghiên cứu gốc đã có sẵn. Cơ sở để lựa chọn các nghiên cứu gốc là tính chuẩn mực; hoặc sự tương đồng với nghiên cứu đang thực hiện về đối tượng, số liệu, mục đích... Nghiên cứu này tập trung vào chính sách tỷ giá đồng nội tệ trong mối quan hệ với các đồng tiền khác tương tự như nghiên cứu của Klyuev và Dao (2016) đối với các nước ASEAN-5 (chi tiết kết quả nghiên cứu tại phần PHỤ LỤC). Sự lựa chọn trên là phù hợp vì giữa Việt Nam và ASEAN-5 có những tương đồng như: cùng là nền kinh tế nhỏ, mở và mới nổi sau khủng hoảng tài chính toàn cầu.

² Chính phủ Trung Quốc can thiệp rất mạnh vào đồng CNY để duy trì mức tỷ giá nhất định so với USD. Theo đó, một đồng tiền ít biến động so với đồng USD cũng sẽ ít biến động so với đồng CNY (Klyuev và Dao, 2016).

4.2. Số liệu và giai đoạn nghiên cứu: Số liệu được thu thập từ Bloomberg trong giai đoạn quan sát (từ tháng 3/1999 đến tháng 10/2017), mỗi tháng ứng với một quan sát. Giai đoạn quan sát sau đó được chia thành Trước và trong khủng hoảng (từ tháng 3/1999 đến tháng 12/2009) và Sau khủng hoảng (từ tháng 1/2010 đến tháng 10/2017). Việc lựa chọn giai đoạn quan sát trên là do sự sẵn có của số liệu tại Việt Nam.

4.3. Mô hình áp dụng: Tương tự nghiên cứu của Frankel and Wei (1994), nghiên cứu áp dụng mô hình sau hồi quy đa biến. Theo đó, những biến động của đồng VND so với một đồng tiền cơ sở là biến phụ thuộc, các biến độc lập là biến động so với một đồng tiền cơ sở của các đồng tiền trong rổ 8 đồng tiền do NHNN đề xuất. Đồng tiền cơ sở được lựa chọn là Bảng Anh (GBP) và Franc Thụy Sĩ.³ Các đồng tiền trong rổ tiền tệ do NHNN đề xuất là: USD, CNY, JPY, EUR, KRW, THB, TWD và SGD.

$$\ln \frac{(GBP/VND)_t}{(GBP/VND)_{t-1}} = \beta_0 + \beta_{USD} * \ln \frac{(GBP/USD)_t}{(GBP/USD)_{t-1}} + \dots + \beta_{SGD} * \ln \frac{(GBP/SGD)_t}{(GBP/SGD)_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$\ln \frac{(CHF/VND)_t}{(CHF/VND)_{t-1}} = \beta_0 + \beta_{USD} * \ln \frac{(CHF/USD)_t}{(CHF/USD)_{t-1}} + \dots + \beta_{SGD} * \ln \frac{(CHF/SGD)_t}{(CHF/SGD)_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (2)$$

Ở phương trình (1) hoặc (2), về mặt lý thuyết, nếu VND neo vào đồng tiền X trong rổ tiền tệ thì biến động tỷ giá của VND (so với đồng tiền cơ sở) sẽ có mối quan hệ tuyến tính với biến động tỷ giá của đồng tiền X (cũng so với đồng tiền cơ sở trên). Cụ thể trong kết quả của mô hình, nếu VND neo vào đồng tiền X thì hệ số tương quan giữa chúng sẽ gần với giá trị 1, kèm theo đó là độ tin cậy cao (hay xác suất p rất nhỏ). Ngược lại, các đồng tiền khác có hệ số tương quan với VND là không đáng kể hoặc không có ý nghĩa thống kê. Ngoài ra, R bình phương hay mức độ giải thích của mô hình rất gần với giá trị 1.

Bảng 1: Mô tả các biến trong mô hình

Tỷ giá	Số quan sát	Trung bình	Phương sai	Tỷ giá	Số quan sát	Trung bình	Phương sai
GBP/VND	222	28997	4296	CHF/VND	222	16544	5560
GBP/USD	222	1,63	0,19	CHF /USD	222	0,89	0,17
GBP/CNY	222	11,86	2,20	CHF /CNY	222	6,32	0,69
GBP/JPY	222	172,65	31,10	CHF /JPY	222	92,96	15,98
GBP/EUR	222	1,35	0,17	CHF /EUR	222	0,73	0,11
GBP/KRW	222	1815,7	158,69	CHF/KRW	222	996,30	195,83
GBP/THB	222	58,43	9,42	CHF /THB	222	31,35	3,59
GBP/TWD	222	51,82	6,82	CHF /TWD	222	28,17	4,62
GBP/SGD	222	2,54	1,66	CHF /SGD	222	1,30	0,12

³ Ban đầu, đồng bảng Anh được lựa chọn trong nghiên cứu do đây là đồng ngoại tệ mạnh, được công nhận rộng rãi và KHÔNG thuộc rổ tiền tệ của NHNN. Tuy nhiên, do giá trị đồng Bảng Anh có một số hạn chế như: ít được sử dụng ngoài lãnh thổ Liên hiệp vương quốc Anh; đồng thời, vị trí của đồng tiền này trong thương mại quốc tế đang là một ẩn số sau sự kiện Anh rời Liên minh Châu Âu EU (Brexit) vào năm 2016. Vì vậy, nghiên cứu bổ sung thêm một đồng tiền cơ sở khác là Franc Thụy Sĩ - đồng tiền không thuộc rổ tiền tệ của NHNN và luôn được đánh giá là ổn định hàng đầu thế giới (theo đánh giá của Goldman Sachs đăng trên trang Bloomberg ngày 11/7/2017).

5. Kết quả và thảo luận

Bảng 2 là các mô hình biểu diễn mối quan hệ tuyến tính giữa biến động của VND (so với một đồng tiền cơ sở) và biến động của các loại ngoại tệ khác (cũng so với một đồng tiền cơ sở đã sử dụng). Phương pháp đọc hiểu kết quả như sau:

(i) R-bình phương lớn hơn 0,83 hay các mô hình có thể giải thích được trên 83% các biến động của biến động tỷ giá VND theo đồng tiền cơ sở.

(ii) Mỗi mô hình cho phép ước lượng giá trị thay đổi trung bình của biến phụ thuộc theo một tập hợp các đồng tiền trong rổ tiền tệ.

(iii) Mỗi hệ số tương quan (β) ứng với mỗi biến độc lập cho biết: khi biến độc lập thay đổi một đơn vị thì biến phụ thuộc có xu hướng thay đổi β đơn vị (trong điều kiện các yếu tố khác không đổi).

Bảng 2: Mối quan hệ giữa biến động của VND và biến động của ngoại tệ khác

Đồng tiền cơ sở	Giai đoạn	R ²	Hệ số cố định	Rổ tiền tệ do NHNN đề xuất							
				Log USD	Log CNY	Log JPY	Log EUR	Log KRW	Log THB	Log TWD	Log SGD
GBP	Toàn bộ	0,89	0,002 ***	0,74 ***	0,22 **	0,01	-0,11 ***	0,0001	0,03	0,05	0,001
	Trước - trong khủng hoảng	0,95	0,002	0,8 ***	0,14	-0,02	-0,05 *	-0,03	0,04	0,08	0,001
	Sau khủng hoảng	0,83	0,03	0,69 ***	0,26	0,04	-0,12 *	0,0002	0,05	0,18	-0,2
CHF	Toàn bộ	0,93	0,002 ***	0,92 ***	0,004	-0,01	-0,03 *	-0,06 *	0,03	0,17 **	0,02
	Trước - trong khủng hoảng	0,97	0,002 **	1,06 ***	-0,07	0,01	-0,01	-0,01	0,04	0,09	-0,07
	Sau khủng hoảng	0,91	0,003 *	0,72 ***	0,1	-0,01	-0,004	-0,19 **	0,02	0,37 **	0,05

Ghi chú: ***, **, * tương ứng với các mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.

Dù sử dụng GBP hay CHF là đồng tiền cơ sở thì các kết quả ở Bảng 2 đều phù hợp với các dấu hiệu đã đề cập tại mục 4.3. Đó là: (i) NHNN duy trì chế độ tỷ giá neo vào đồng USD (do đó, hệ số tương quan gần với giá trị 1, mức độ tin cậy cao); (ii) R bình phương hay mức độ giải thích của mô hình rất gần với giá trị 1.⁴

+ GBP là đồng tiền cơ sở:

Cho cả 3 giai đoạn nghiên cứu, các mô hình có R- bình phương cao hơn 83%. Trong đó, khi đồng USD tăng 1%, đồng VND cũng có xu hướng tăng ít nhất 0,7% (và ngược lại). Còn nếu đồng EUR tăng 1%, đồng VND cũng có xu hướng giảm ít nhất 0,05% (và ngược lại). Riêng mô hình áp dụng với toàn bộ số liệu cho thấy mối quan hệ giữa biến động của VND với biến động của CNY. Đó là, khi đồng CNY tăng 1%, đồng VND cũng có xu hướng tăng ít nhất

⁴ Từ tháng 1/2016, tỷ giá trung tâm được áp dụng, tương ứng với 22 trong số 222 quan sát của mẫu. Do đó, không làm ảnh hưởng tới kết luận chung.

0,22% (và ngược lại). Tuy nhiên, khi chia nhỏ tập quan sát thành hai bộ số liệu thì mối quan hệ trên không được khẳng định.

+ CHF là đồng tiền cơ sở:

Khi sử dụng đồng CHF làm đồng tiền cơ sở, hai kết luận (i) và (ii) đều được khẳng định nhưng ở mức độ mạnh hơn. Cụ thể, đối với cả ba giai đoạn quan sát, R- bình phương tối thiểu là 91%. Trong đó, khi đồng USD tăng 1%, đồng VND cũng có xu hướng tăng ít nhất 0,72% (và ngược lại).

So với khi sử dụng đồng GBP là đồng tiền cơ sở, sự khác biệt là: mối quan hệ với đồng EUR và CNY không được phản ánh trong các mô hình. Tuy nhiên, toàn bộ giai đoạn và sau khủng hoảng cho thấy mối quan hệ giữa biến động của VND với biến động của KRW và TWD. Cụ thể, khi đồng KRW tăng 1%, đồng VND cũng có xu hướng giảm ít nhất 0,06% (và ngược lại). Còn đồng TWD tăng 1%, đồng VND cũng có xu hướng tăng ít nhất 0,17% (và ngược lại)

Kết luận: Có thể thấy sau khủng hoảng tài chính toàn cầu, sự phụ thuộc của VND vào USD đã giảm mạnh. Những biến động của VND đã gắn với những đồng ngoại tệ khác như EUR, KRW hay TWD.

6. Kiểm tra độ tin cậy

Tương tự như nghiên cứu Klyuev và Dao (2016), nghiên cứu này sử dụng phương pháp kiểm tra độ tin cậy như Frankel và Wei (2008) đề xuất. Mô hình có dạng sau:

$$d\ln\left(\frac{GBP}{VND}\right)_t = \beta_0 + \beta_{USD} * d\ln\left(\frac{GBP}{USD}\right)_t + \dots + \beta_{SGD} * d\left(\frac{GBP}{SGD}\right)_t + \varepsilon_t$$

$$d\ln\left(\frac{CHF}{VND}\right)_t = \beta_0 + \beta_{USD} * d\ln\left(\frac{CHF}{USD}\right)_t + \dots + \beta_{SGD} * d\left(\frac{CHF}{SGD}\right)_t + \varepsilon_t$$

Kết quả kiểm định tại Bảng 3 khẳng định toàn bộ các kết quả tìm được ở Bảng 2. Do đó, có thể kết luận rằng kết quả ước lượng tại Bảng 2 là đáng tin cậy.

Bảng 3: Mối quan hệ giữa biến động VND và biến động ngoại tệ khác

Đồng tiền cơ sở	Giai đoạn	R ²	Hệ số cố định	Rõ tiền tệ do NHNN đề xuất							
				Log USD	Log CNY	Log JPY	Log EUR	Log KRW	Log THB	Log TWD	Log SGD
GBP	Toàn bộ	0,88	0,002* **	0,74 ***	0,22 **	0,01	-0,11 ***	0,000	0,02	0,05	0,0002
	Trước - trong khủng hoảng	0,95	0,002* **	0,8 ***	0,14	-0,01	-0,05 *	-0,02	0,03	0,08	0,0002
	Sau khủng hoảng	0,85	0,003	0,75** *	0,19	0,01	-0,08	0,000	-0,03	0,18	-0,07
CHF	Toàn bộ	0,93	0,002	0,92 ***	0,0005	-0,01	-0,03	-0,07 **	0,03	0,2 **	0,02
	Trước - trong khủng hoảng	0,96	0,002* *	1,07 ***	-0,07	0,07	0,001	-0,01	0,04	0,09 *	-0,07
	Sau khủng hoảng	0,90	0,003* *	0,77 ***	0,04	-0,03	-0,01	-0,18 **	-0,02	0,4 **	0,1

***, **, * tương ứng với các mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.

7. Bài học kinh nghiệm từ các nước ASEAN-5 và một số khuyến nghị

Trên cơ sở kinh nghiệm của các nước ASEAN-5, có thể rút ra các bài học sau:

(i) không nên thả nổi hoàn toàn đồng nội tệ, thay vào đó thực hiện cơ chế linh hoạt với sự xem xét cẩn trọng như: can thiệp vào thị trường ngoại hối khi cần thiết, nhằm giảm bớt những biến động mạnh về tỷ giá, tập trung vào ổn định giá cả và giành lợi thế nhờ định giá thấp đồng nội tệ.

(ii) công cụ chủ yếu trong điều hành chính sách tiền tệ có thể là cơ chế tỷ giá hoặc lãi suất ngắn hạn.

(iii) thực hiện hội nhập thông qua tự do hóa tài khoản vốn nhưng kèm theo nâng cao trình độ quản lý

(iv) không neo đồng nội tệ vào một đồng tiền cụ thể.

(v) duy trì ổn định về tiền tệ, hệ thống tài chính và hệ thống thanh toán (bài học của Thái Lan).

Tại Việt Nam, tuy kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng trong thời gian quan sát, biến động của VND vẫn neo vào USD. Tuy nhiên, hiện nay, có thể tạm thời khẳng định Việt Nam đã thoát khỏi những tác động tiêu cực của việc phụ thuộc chặt chẽ vào đồng USD. Để điều hành chính sách tỷ giá linh hoạt, trong những năm tiếp theo, NHNN cần tiếp tục đổi mới trong công tác quản lý tỷ giá theo rõ tiền tệ theo hướng:

- Cần có sự phối hợp đồng bộ các chính sách kinh tế vĩ mô trong các giai đoạn phát triển khác nhau của nền kinh tế. Cụ thể, những thay đổi trong chính sách tỷ giá hối đoái cần gắn liền với những đổi mới trong chính sách thương mại và đầu tư do đây là những yếu tố quan trọng tác động lên cán cân thương mại. Kinh nghiệm của Hàn Quốc, Trung Quốc và Thái Lan trong điều hành chính sách tỷ giá cho thấy, việc lựa chọn thời điểm và mức độ để thực hiện điều chỉnh là rất quan trọng, đóng vai trò quyết định thành công trong: giảm áp lực đối với cân bằng cán cân thương mại, nâng cao năng lực cạnh tranh của nền kinh tế, ổn định giá cả trong nước.

- Tiếp tục kiên trì mục tiêu điều hành tỷ giá linh hoạt trong ngắn hạn, tương đối ổn định trong dài hạn nhằm kiềm chế lạm phát, nâng cao sức cạnh tranh của hàng xuất khẩu, đồng thời hỗ trợ cho doanh nghiệp cắt giảm chi phí đầu vào, khôi phục ổn định kinh tế vĩ mô.

- Đẩy mạnh công tác dự báo trong việc phòng ngừa rủi ro hoặc đầu cơ. Trong bối cảnh cung cầu ngoại tệ và tỷ giá trên thị trường biến động phức tạp, có những thời điểm biến động đột biến, NHNN cần kịp thời bám sát diễn biến thị trường, cập nhật thông tin và đánh giá các dòng vốn để có chính sách điều hành tỷ giá thích hợp.

- Cần phối hợp chặt chẽ với các ngân hàng thương mại do các ngân hàng có ảnh hưởng lớn trên thị trường, là kênh truyền tải nhanh. Đồng thời, cần hoàn chỉnh thị trường ngoại tệ liên ngân hàng nhằm giúp NHNN có thể hiệu quả can thiệp khi cần thiết.

Tài liệu tham khảo

- [1] Calvo, G. và Reinhart, C. (2000), “Fear of Floating”. National Bureau of Economic Research. Working Paper 7993 tại <http://www.nber.org/papers/w7993>.
- [2] Cukierman, A. (2013). “Monetary policy and institutions before, during and after the global financial crisis”. *Journal of Financial Stability*. Vol.9 (3) trang 373-384.
- [3] Frankel, J. và Wei, S. (2008). “*Estimation of De Facto Exchange Rate Regimes: Synthesis of the Techniques for Inferring Flexibility and Basket Weights*”. National Bureau of Economic Research. Working Paper 14016 tại <http://www.nber.org/papers/w14016>.
- [4] Furceri, D. và Loungani, P. (2015), “Capital Account Liberalization and Inequality”, IMF working paper WP/15/243.
- [5] Goldstein, M. (1999). “*Safeguarding Prosperity in a Global Financial System: The Future International Architecture*”. Xuất bản bởi the Institute for International Economics.
- [6] Girardin, E. (2011). “A de facto Asian- currency unit bloc in East Asia: it has been there but we did not look for it”. ADBI Working Paper No. 262.
- [7] Klyuev, V. and Dao. T. N. (2016). “*Evolution of Exchange Rate Behavior in the ASEAN-5 Countries*”, *IMF Working Paper WP/16/165*.
- [8] Shambaugh, J (2015) “Rethinking Exchange Rate Regimes after the Crisis” in Akerlof. G, Blanchard. O, Romer. D và Stiglitz. J (eds.), *What Have We Learned? Macroeconomic Policy After the Crisis* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).

Phụ lục: Kết quả hồi quy ở các nước ASEAN-5

Quốc gia	Biến số	Trước AFC	Giai đoạn I	Giai đoạn II	Sau GFC	Giai đoạn II	Sau GFC
Indonesia	USD	1***	0,89***	0,88***	0,74***	0,7***	0,42***
	JPY	-0,01	0,18***	-0,13***	-0,01	-0,13***	-0,01
	EUR	0	-0,05	0,10	-0,02	0,10	-0,01
	GBP	0	-0,13	0,04	0,13***	0,05	0,13***
	CNY					0,19	0,33***
	R-square	0,97	0,30	0,62	0,58	0,62	0,58
Malaysia	USD	0,92***	1***	0,87***	0,66***	0,27	0,27***
	JPY	0,02	0	-0,03	-0,06**	-0,03	-0,06**
	EUR	0,04***	0	0,05	0,03	0,04	0,03
	GBP	0	0	0,04	0,16***	0,05	0,15***
	CNY					0,61***	0,39***
	R-square	0,88	1	0,87	0,61	0,88	0,62
Philippines	USD	1,06***	0,95***	0,87***	0,9***	0,74***	0,48***
	JPY	-0,02	0,09***	0,01	-0,03	0,01	-0,03
	EUR	0,02	0,01	0,1**	0	0,1**	0
	GBP	-0,06***	-0,06	-0,04	0,06***	-0,04	0,06**
	CNY					0,13	0,43***
	R-square	0,62	0,70	0,79	0,81	0,79	0,82
Singapore	USD	0,85***	0,7***	0,65***	0,47***	0,39***	0,27***
	JPY	0,09***	0,19***	0,06***	0,04***	0,06***	0,04***
	EUR	0,09***	0,05***	0,16***	0,17***	0,15***	0,17***
	GBP	-0,01	0	0,03	0,11***	0,03	0,11***
	CNY					0,27***	0,21***
	R-square	0,89	0,9	0,92	0,82	0,92	0,83
Thái Lan	USD	0,97***	0,78***	0,78***	0,74***	0,45***	0,55***
	JPY	0,04***	0,17***	0,1***	0,01	0,1***	0,01
	EUR	-0,03	0,03	0,02	0,07***	0,01	0,07***
	GBP	-0,01	-0,02	0,04	0,05**	0,05	0,05**
	CNY					0,34***	0,2***
	R-square	0,85	0,8	0,85	0,84	0,85	0,85

Nguồn: Klyuev và Dao, 2016

***, **, * tương ứng với các mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%. Trước AFC là Trước khủng hoảng tài chính châu Á, Sau GFC là Sau khủng hoảng tài chính thế giới. Giai đoạn I là giai đoạn 1999- giữa 2005, Giai đoạn II là giai đoạn 2005-2008.

HOÀN THIỆN PHÁP LUẬT VỀ THỰC HIỆN CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ QUỐC GIA CỦA NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC VIỆT NAM

ThS. Phan Đăng Hải

Học viện Ngân hàng

Tóm tắt

Việc thực hiện chính sách tiền tệ quốc gia (CSTTQG) ảnh hưởng đến mọi mặt của đời sống kinh tế - xã hội và là một nhiệm vụ quan trọng mà hầu hết các quốc gia đều trao cho ngân hàng trung ương (NHTW). Ở Việt Nam, trong bối cảnh khung chính sách tiền tệ đã có nhiều thay đổi kể từ cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, việc xây dựng và hoàn thiện khung pháp luật về thực hiện CSTTQG của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNNVN) càng phải được đặc biệt quan tâm nhằm tránh những ảnh hưởng bất lợi của CSTTQG tới tiến trình phát triển kinh tế - xã hội. Thông qua bài viết, tác giả tập trung phân tích những bất cập trong thực trạng pháp luật về thực hiện CSTTQG của NHNNVN đồng thời đưa ra một số đề xuất nhằm hoàn thiện các quy định pháp luật về thực hiện CSTTQG của NHNNVN.

Từ khóa: Hoàn thiện pháp luật, thực hiện chính sách tiền tệ quốc gia, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, công cụ thực hiện chính sách tiền tệ quốc gia

COMPLETE THE LAW ON CONDUCTING THE MONETARY POLICY OF STATE BANK OF VIETNAM

Phan Dang Hai MSc

Banking Academy of Vietnam

Abstract

One of the most significant missions of the State bank (SB) in every nations is conducting the Monetary policy (MP) which owns a comprehensive impact on economic and social condition. In Vietnam, after experiencing positive changes in the frame of monetary policy from the global financial crisis, the vital role of the law from State bank of Vietnam (SBV) on completing monetary policy need to be paid much attention. This avoids the negative influence on the economic and social development. In the article below, the author will focus on analyzing the weak features in current law on conducting the Monetary policy of State bank of Vietnam and raise some recommendations to improve this situation.

Keywords: Completing law, conducting monetary policy, State bank of Vietnam, the tools on conducting monetary policy

1. Thực trạng pháp luật về thực hiện chính sách tiền tệ quốc gia của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Chính sách tiền tệ quốc gia (CSTTQG) là một trong những chính sách kinh tế quan trọng được sử dụng để điều tiết kinh tế vĩ mô. CSTTQG được hiểu là các quyết định về tiền tệ ở tầm quốc gia của cơ quan nhà nước có thẩm quyền, bao gồm quyết định mục tiêu ổn định giá trị đồng tiền biểu hiện bằng chỉ tiêu lạm phát, quyết định sử dụng các công cụ và biện pháp để thực hiện mục tiêu đề ra. Ngoài ra, việc thực hiện CSTTQG còn nhằm mục đích bảo đảm an toàn hoạt động ngân hàng và hệ thống các tổ chức tín dụng (TCTD); bảo đảm sự an toàn, hiệu quả của hệ thống thanh toán quốc gia; góp phần thúc đẩy phát triển kinh tế - xã hội theo định hướng xã hội chủ nghĩa. Có thể thấy, việc điều chỉnh bằng pháp luật đối với hoạt động thực hiện CSTTQG là yêu cầu mang tính khách quan, xuất phát từ tầm quan trọng và bản chất của hoạt động thực hiện CSTTQG trong nền kinh tế cũng như yêu cầu về quản lý nhà nước đối với hoạt động này.

Trong thời gian trở lại đây, đặc biệt sau khủng hoảng tài chính toàn cầu, các cơ quan nhà nước có thẩm quyền đã thực hiện nhiều công việc cụ thể, trong đó việc xây dựng và hoàn thiện khung pháp lý hoàn chỉnh đảm bảo hiệu quả cho hoạt động thực hiện CSTTQG của NHNNVN trở thành một vấn đề có ý nghĩa quan trọng. Cơ sở pháp lý cao nhất quy định về việc NHNNVN thực hiện CSTTQG là Luật Ngân hàng Nhà nước Việt Nam năm 2010 (gọi tắt là Luật NHNNVN). Luật NHNNVN đã đưa ra các quy định mang tính định hướng, nguyên tắc nhằm ghi nhận sự tồn tại của các công cụ thực hiện CSTTQG cũng như hoạt động điều hành của NHNNVN. Trên cơ sở đó, rất nhiều văn bản hướng dẫn cụ thể việc sử dụng từng công cụ trong điều hành CSTTQG đã ra đời, ví dụ như: Thông tư 42/2015/TT-NHNN Quy định về nghiệp vụ thị trường mở do Thống đốc Ngân hàng Nhà nước Việt Nam ban hành; Thông tư 01/2012/TT-NHNN quy định về chiết khấu giấy tờ có giá của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đối với TCTD, chi nhánh ngân hàng nước ngoài do Ngân hàng Nhà nước Việt Nam ban hành; Văn bản hợp nhất 06/VBHN-NHNN năm 2014 hợp nhất Thông tư quy định về cho vay có bảo đảm bằng cầm cố giấy tờ có giá của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đối với TCTD... Chỉ tính riêng trong giai đoạn 2011 – 2015, NHNNVN đã ban hành hơn 20 thông tư về điều hành lãi suất huy động, cho vay; các thông tư về tái cấp vốn, dự trữ bắt buộc, chiết khấu giấy tờ có giá, thị trường mở, cho vay cầm cố giấy tờ có giá [3]. Các văn bản quy phạm pháp luật này đã tạo cơ sở pháp lý cho NHNNVN điều hành linh hoạt, thận trọng chính sách tiền tệ phù hợp với diễn biến kinh tế vĩ mô, giúp ổn định giá trị đồng tiền, kiềm chế lạm phát, giảm đáng kể mặt bằng lãi suất cho vay đối với doanh nghiệp, hỗ trợ khả năng tiếp cận vốn cho doanh nghiệp và giúp doanh nghiệp vượt qua giai đoạn khó khăn của nền kinh tế, giảm thiểu tác động tiêu cực của khủng hoảng, hỗ trợ đặc lực chuyển dịch cơ cấu và chuyển đổi mô hình tăng trưởng kinh tế, khuyến khích phát triển nông nghiệp, nông thôn.

Tuy nhiên, nếu nhìn nhận một cách tổng thể, lĩnh vực này vẫn còn tồn tại một số bất cập, hạn chế trong thực trạng pháp luật, tập trung chủ yếu vào hai vấn đề sau đây:

Thứ nhất, về tính độc lập trong điều hành CSTTQG của NHNNVN

Đến nay, trên thế giới đã biết đến 3 mô hình NHTW: (1) NHTW độc lập với chính phủ; (2) NHTW là một cơ quan thuộc chính phủ; và (3) NHTW thuộc Bộ Tài chính. Ở Mỹ và Châu Âu, Hội đồng thống đốc là cơ quan quyết định các CSTTQG và hội đồng này được chọn ra từ các thống đốc của các ngân hàng thành viên mà không phải do Chính phủ hay Quốc hội bầu, do đó, có thể thấy các CSTTQG ở các quốc gia này không bị ảnh hưởng bởi chính sách tài khoá và không phục vụ cho Chính phủ. Còn ở Việt Nam, theo quy định của Luật NHNNVN, NHNNVN là “cơ quan ngang bộ của Chính phủ” (Điều 2). Phải nói rằng, không có mô hình nào là ưu điểm vượt trội và không có điểm hạn chế do vậy lựa chọn mô hình nào là tùy thuộc vào vị trí, khả năng cũng như chế độ chính trị, nền kinh tế xã hội của mỗi nước. Bên cạnh những lợi ích từ việc sử dụng mô hình NHTW trực thuộc Chính Phủ như: tạo được sự đồng bộ trong mục tiêu phát triển kinh tế với Chính phủ; giúp Chính phủ thuận lợi trong việc giảm thâm hụt ngân sách, tạo niềm tin vào hệ thống ngân hàng... thì mô hình trên bộc lộ điểm hạn chế chủ yếu là NHTW sẽ mất đi sự chủ động trong việc thực hiện CSTTQG. Sự phụ thuộc vào Chính phủ có thể làm cho NHTW xa rời mục tiêu dài hạn của mình là ổn định giá trị tiền tệ, góp phần tăng trưởng kinh tế. Thảm quyền của NHTW trong xây dựng và điều hành CSTTQG sẽ hạn chế, có mức độ độc lập thấp và chịu sự can thiệp hành chính toàn diện của Chính phủ.

Theo tổng kết của IMF, sự độc lập của NHTW trong thực thi CSTTQG ở các nước có thể chia ra làm 4 mức độ: (1) Mức độ cao nhất là “Độc lập trong việc thiết lập mục tiêu”: NHTW có trách nhiệm quyết định chính sách tiền tệ và chế độ tỷ giá nếu như nó không được thả nổi; (2) Mức độ độc lập thứ 2 là “Độc lập trong việc xây dựng chỉ tiêu hoạt động”: NHTW được trao trách nhiệm quyết định CSTTQG và chế độ tỷ giá nhưng khác với kiểu độc lập về mục tiêu. Điều này cần được qui định rõ ràng trong luật; (3) Mức độ độc lập thấp hơn là “Độc lập trong việc lựa chọn công cụ điều hành”: Chính phủ hoặc Quốc hội quyết định chỉ tiêu CSTTQG, có sự bàn bạc, thoả thuận với NHTW. NHTW có trách nhiệm hoàn thành chỉ tiêu; (4) Mức độ độc lập thấp nhất là “Mức độ độc lập bị hạn chế thậm chí không có”: Chính phủ sẽ quyết định chính sách (cả mục tiêu lẫn chỉ tiêu hoạt động) cũng như là can thiệp vào quá trình triển khai thực thi chính sách. Đối chiếu với các mức độ độc lập nêu trên, thì NHNNVN hiện nay đang ở mức độ độc lập thấp nhất.

Trên thực tế, NHNNVN không phải là chủ thể có thể có ý kiến quyết định cuối cùng về CSTTQG. Không những thế, CSTTQG còn chịu sự ảnh hưởng rất mạnh mẽ từ ý kiến của Hội đồng tư vấn chính sách tài chính – tiền tệ quốc gia. CSTTQG do NHNNVN đề nghị cũng có thể bị Chính phủ điều chỉnh và có thể bị Quốc hội phủ quyết. Những bất cập này một phần cũng đến từ quy chế pháp lý đối với NHNNVN. Theo Luật NHNNVN, NHNNVN không độc lập trong việc thiết lập mục tiêu, không độc lập trong xây dựng chỉ tiêu hoạt động và thậm chí là không tự chủ hoàn toàn trong việc lựa chọn công cụ điều hành. Cụ thể: Về thảm quyền quyết định CSTTQG thì Quốc hội quyết định chỉ tiêu lạm phát hàng năm được thể hiện thông qua việc quyết định chỉ số giá tiêu dùng và giám sát việc thực hiện CSTTQG (Điều 3). Chính

phủ trình Quốc hội quyết định chỉ tiêu lạm phát hàng năm. Thủ tướng Chính phủ, Thống đốc Ngân hàng Nhà nước quyết định việc sử dụng các công cụ và biện pháp điều hành để thực hiện mục tiêu chính sách tiền tệ quốc gia theo quy định của Chính phủ. (Điều 3). Về mục tiêu, NHNNVN thực hiện nhiều mục tiêu xung đột lẫn nhau như ổn định giá trị đồng tiền; bảo đảm sự an toàn, hiệu quả của hệ thống thanh toán quốc gia; góp phần thúc đẩy phát triển kinh tế – xã hội theo định hướng xã hội chủ nghĩa (Điều 4); xây dựng chỉ tiêu lạm phát hàng năm để Chính phủ trình Quốc hội quyết định và tổ chức thực hiện (Điều 5). Về bảo lãnh, tạm ứng cho ngân sách, NHNNVN không bảo lãnh cho tổ chức, cá nhân vay vốn, trừ trường hợp bảo lãnh cho tổ chức tín dụng vay vốn nước ngoài theo quyết định của Thủ tướng Chính phủ (Điều 25); NHNNVN ứng cho ngân sách trung ương để xử lý thiếu hụt tạm thời quỹ NSNN theo quyết định của Thủ tướng Chính phủ. Khoản tạm ứng này phải được hoàn trả trong năm ngân sách, trừ trường hợp đặc biệt do Ủy ban thường vụ Quốc hội quyết định (Điều 26). Về quản lý ngoại hối và hoạt động ngoại hối, Thủ tướng Chính phủ quyết định việc sử dụng Dự trữ ngoại hối nhà nước cho nhu cầu đột xuất, cấp bách của Nhà nước; trường hợp sử dụng Dự trữ ngoại hối nhà nước dẫn đến thay đổi dự toán ngân sách thì thực hiện theo quy định của Luật NSNN. NHNNVN báo cáo Thủ tướng Chính phủ theo định kỳ và đột xuất về quản lý Dự trữ ngoại hối nhà nước. Bộ Tài chính kiểm tra việc quản lý Dự trữ ngoại hối nhà nước do NHNNVN thực hiện theo quy định của Chính phủ (Điều 32); NHNNVN thực hiện việc mua, bán ngoại hối trên thị trường trong nước vì mục tiêu chính sách tiền tệ quốc gia; mua, bán ngoại hối trên thị trường quốc tế và thực hiện giao dịch ngoại hối khác theo quy định của Thủ tướng Chính phủ (Điều 33).

Các quy định trên cho thấy, tính độc lập trong hoạt động của NHNN còn rất thấp, nhất là trong việc xây dựng và thực thi CSTTQG. Điều này có ảnh hưởng nhất định đến việc nâng cao năng lực hoạt động của NHNNVN với vai trò là một NHTW trong bối cảnh toàn cầu hoá và hội nhập kinh tế quốc tế. Vì vậy, cần thiết phải có sự thay đổi các qui định trong Luật NHNNVN hiện tại để có thể nâng cao hơn nữa vị thế độc lập của NHTW.

Thứ hai, về các công cụ thực hiện CSTTQG

Theo Luật NHNNVN, Thống đốc NHNN quyết định việc sử dụng công cụ thực hiện CSTTQG, bao gồm tái cấp vốn, lãi suất, tỷ giá hối đoái, dự trữ bắt buộc, nghiệp vụ thị trường mở và các công cụ, biện pháp khác theo quy định của Chính phủ.

Với khung pháp lý cơ bản được quy định trong Luật NHNNVN và các văn bản hướng dẫn cụ thể, các công cụ đã được NHNNVN thực hiện đồng bộ, linh hoạt, phù hợp với bối cảnh kinh tế vĩ mô và điều kiện thị trường tiền tệ trong từng giai đoạn, đạt được các mục tiêu CSTTQG. Tuy nhiên, nội dung quy định pháp luật về vấn đề này trên thực tế vẫn còn tồn tại nhiều bất cập cần phải chỉnh sửa. Cụ thể:

Một là, các loại giấy tờ có giá là tài sản bảo đảm trong giao dịch tái cấp vốn quy định trong Quyết định số 11/QĐ-NHNN còn hạn chế so với thực tế. Về bản chất, giấy tờ có giá trong giao dịch tái cấp vốn đóng vai trò là tài sản bảo đảm trong trao đổi, bao gồm cả giấy tờ có giá ngắn hạn và dài hạn. Theo hướng dẫn cụ thể của NHNNVN thì các giấy tờ có

giá được chiết khấu bao gồm: tín phiếu Kho bạc Nhà nước, trái phiếu Kho bạc Nhà nước, tín phiếu NHNN và các giấy tờ có giá khác được Thống đốc NHNN quy định trong từng thời kỳ; các giấy tờ có giá là tài sản cho vay cầm cố gồm: tín phiếu NHNN, tín phiếu Kho bạc Nhà nước, trái phiếu Kho bạc Nhà nước, trái phiếu công trình Trung ương, trái phiếu ngoại tệ, công trái xây dựng Tổ quốc; và trong nghiệp vụ thâu chi và cho vay qua đêm thì tài sản cầm cố gồm: tín phiếu Kho bạc, tín phiếu NHNN và các giấy tờ có giá khác được Thống đốc NHNN quy định trong từng thời kỳ. Quy định như vậy làm hạn chế khối lượng giấy tờ có giá thuộc sở hữu của các tổ chức tín dụng và được phép chuyển dịch trong giao dịch dân sự, ví dụ như chứng chỉ tiền gửi hay trái phiếu doanh nghiệp hoàn toàn có thể đóng vai trò là tài sản bảo đảm trong các giao dịch [6].

Hai là, chủ thể chấp hành dự trữ bắt buộc còn chưa phù hợp với thực tế. Theo Luật NHNNVN và Luật các tổ chức tín dụng 2010, chủ thể phải chấp hành dự trữ bắt buộc là tổ chức tín dụng, bao gồm: ngân hàng thương mại, tổ chức tín dụng phi ngân hàng, tổ chức tài chính vi mô, quỹ tín dụng nhân dân và các tổ chức tín dụng nước ngoài hiện diện thương mại tại Việt Nam. Tuy nhiên, trên thực tế hiện nay ngoài các tổ chức tín dụng còn có loại hình tổ chức khác có khả năng huy động tiền gửi tiết kiệm như tiết kiệm bưu điện – thực hiện trên mạng lưới bưu chính viễn thông công cộng - nhưng không phải chấp hành nghĩa vụ dự trữ bắt buộc. Điều này một mặt ảnh hưởng đến khả năng thanh toán của các tổ chức tín dụng và khả năng điều tiết tiền tệ của công cụ dự trữ bắt buộc do một phần tiền gửi của nền kinh tế không phải chịu dự trữ bắt buộc, mặt khác lại ảnh hưởng đến khả năng huy động vốn của các tổ chức tín dụng, đồng thời gây nên khó khăn cho việc quản lý hoạt động ngân hàng và thực hiện CSTTQG của NHNNVN.

Ba là, các quy định về xử lý vi phạm đối với các tổ chức tín dụng vi phạm nghĩa vụ chấp hành dự trữ bắt buộc còn chưa đủ sức răn đe. Mức phạt đối với phần thiếu dự trữ bắt buộc được Văn bản hợp nhất 10/VBHN-NHNN năm 2015 hợp nhất Quyết định về Quy chế dự trữ bắt buộc đối với các tổ chức tín dụng đề cập khá chi tiết là chịu phạt theo 150% lãi suất (đối với Đồng Việt Nam và ngoại tệ). Ngoài ra, Điều 34 Nghị định 96/2014/NĐ-CP cũng hình thức xử phạt vi phạm hành chính và các biện pháp khắc phục hậu quả đối với hành vi không duy trì đủ dự trữ bắt buộc theo quy định pháp luật, tuy nhiên hình thức xử phạt phổ biến chỉ là cảnh cáo.

Bốn là, quy định về các giấy tờ có giá được sử dụng trong giao dịch nghiệp vụ thị trường mở còn hạn chế. Các tổ chức tín dụng tham gia nghiệp vụ thị trường mở một phần vì nhu cầu vốn khả dụng đáp ứng cho Thực tế cho thấy, hàng hoá giao dịch trong nghiệp vụ thị trường mở hiện nay còn khá nghèo nàn, chủ yếu thông qua một số loại giấy tờ có giá nhất định là tín phiếu Kho bạc Nhà nước và trái phiếu Kho bạc Nhà nước thời hạn 2 đến 3 năm và một số trái phiếu công trình giao thông thuỷ lợi, chưa tạo ra những cơ hội tốt cho các thành viên trong việc lựa chọn giấy tờ có giá để tham gia giao dịch. Mặt khác, thương phiếu – một loại hàng hoá đặc biệt quan trọng của nghiệp vụ thị trường mở ở các nước phát triển - mặc dù đã được điều chỉnh bởi Luật các công cụ chuyển nhượng năm 2005 nhưng hiện nay không tạo được cơ sở pháp lý thúc đẩy sự hình thành quan hệ thương phiếu và hình thành thị trường

thương phiếu ở Việt Nam. Một số loại giấy tờ có giá khác như trái phiếu do các doanh nghiệp có uy tín phát hành cũng không được sử dụng trong các giao dịch, cần thiết phải sớm có sự bổ sung phù hợp trên cơ sở quy định chặt chẽ đảm bảo lợi ích của các bên tham gia.

Nhìn chung, về thực tiễn thi hành pháp luật, NHNNVN vẫn sử dụng chủ yếu các biện pháp hành chính thông qua việc quy định trần lãi suất huy động, cho vay; chưa lựa chọn được lãi suất chính sách, chưa xây dựng được cơ chế điều hành và phương pháp xác định lãi suất của NHNNVN để đảm bảo quan hệ chặt chẽ giữa các loại lãi suất này và với lãi suất tín phiếu kho bạc và lãi suất thị trường. Khả năng điều tiết bằng nghiệp vụ thị trường mở đôi khi bị hạn chế do hàng hóa trên thị trường chưa đa dạng, các mức lãi suất ở các phiên đấu thầu không hoàn toàn theo quan hệ cung cầu. Dự trữ bắt buộc chưa bao trùm toàn bộ khối lượng tiền trong nền kinh tế nên hạn chế khả năng kiểm soát cung tiền của NHNNVN qua công cụ này. Việc truyền dẫn CSTTQG qua kênh lãi suất, tỷ giá và giá tài sản đã mạnh dần lên nhưng chưa có những phân tích lượng hoá cụ thể mức độ tác động của khối lượng tiền cung ứng đến mục tiêu cuối cùng của CSTTQG, đến tín dụng nền kinh tế, lãi suất hay tỷ giá, từ đó hạn chế phần nào hiệu quả các quyết định của NHNNVN khi thị trường có những biến động [4]. Mặt bằng lãi suất, nợ xấu còn cao; việc xử lý nợ xấu và các ngân hàng yếu kém còn chậm, chưa thực chất; bên cạnh đó, rủi ro hoạt động tín dụng vẫn đáng lo ngại do nhiều TCTD tiếp tục đẩy mạnh cho vay đầu tư trung, dài hạn làm gia tăng chênh lệch kỳ hạn giữa huy động vốn và cho vay; tình trạng tín dụng đen vẫn phát triển mạnh ở vùng nông thôn xa xôi... [5]

Với những phân tích về thực trạng quy định pháp luật và thực tiễn thi hành pháp luật trên đây, có thể khẳng định rằng việc hoàn thiện pháp luật về thực hiện CSTTQG của NHNNVN nhằm tạo ra một cơ sở pháp lý chặt chẽ, đồng bộ, có tính hệ thống là một vấn đề cần thiết nhằm nâng cao hiệu quả điều hành CSTTQG của NHNNVN.

2. Những yêu cầu cơ bản cho việc hoàn thiện pháp luật về thực hiện chính sách tiền tệ quốc gia của Ngân hàng nhà nước Việt Nam

Việc hoàn thiện pháp luật về thực hiện CSTTQG ở Việt Nam phải đáp ứng những yêu cầu sau đây:

Thứ nhất, việc hoàn thiện pháp luật phải xuất phát từ yêu cầu giúp NHNNVN nâng cao vị thế của NHTW, giúp NHNNVN thực hiện tốt nhất vai trò là cơ quan hoạch định và thực thi CSTTQG trong điều kiện phù hợp thực tiễn về thể chế chính trị, kinh tế - xã hội của Việt Nam. Yêu cầu này đòi hỏi pháp luật điều chỉnh phải được thiết kế và vận hành theo hướng tăng cường tính độc lập cho NHTW và tạo cơ hội cho cơ quan này được tự do hành động trong việc hoạch định và thực thi CSTTQG thông qua việc sử dụng các công cụ điều tiết. Một NHTW độc lập phải là một cơ quan được trao quyền tự chủ trong thực thi và điều hành chính sách tiền tệ, độc lập với sự can thiệp hành chính, chính trị từ phía các cơ quan nhà nước. Vấn đề đặt ra là, cần tránh khuynh hướng cho rằng, nâng cao vai trò độc lập của NHTW nghĩa là NHNNVN sẽ thoát ly hoàn toàn khỏi Chính phủ. Để đạt được mục tiêu phát triển nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa ở Việt Nam thì việc NHNNVN trực thuộc Chính phủ là hoàn toàn hợp lý. Vì vậy, vẫn cần phải thiết lập các quy định pháp lý về mối quan hệ giữa

NHNNVN với Chính phủ nhằm đảm bảo hoạt động của NHNNVN hỗ trợ tốt cho các chương trình kinh tế của Chính phủ, tuy nhiên, trong khả năng cho phép, nâng cao tối đa tính độc lập của NHNNVN để bảo đảm ổn định kinh tế vĩ mô hiệu quả, đặc biệt trong giai đoạn kiểm chế lạm phát hiện nay [8].

Thứ hai, việc hoàn thiện pháp luật phải xuất phát từ bản chất và tính đặc thù của thị trường và của từng công cụ thực hiện CSTTQG. Pháp luật chỉ là hình thức bên ngoài phản ánh các mối quan hệ xã hội phát sinh trong quá trình điều hành CSTTQG. Quá trình hoàn thiện pháp luật trong lĩnh vực này phải phù hợp với quá trình đổi mới theo hướng chuyên mạnh sang các giải pháp thị trường, điều hành bám sát quy luật thị trường, loại bỏ các công cụ điều tiết trực tiếp mang tính hành chính và tách rời quy luật thị trường. Ngoài ra, pháp luật về thực hiện CSTTQG của NHNNVN phải được hoàn thiện phù hợp với những yêu cầu mang tính nghiệp vụ, kinh tế - tài chính do thực tiễn thực hiện các công cụ của CSTTQG đặt ra. Bản thân các công cụ thực hiện CSTTQG và cơ chế vận hành của các công cụ trong điều tiết tiền tệ là nội dung mang tính nghiệp vụ chuyên môn và được xây dựng dựa trên các chuẩn mực quốc tế về hoạt động ngân hàng. Pháp luật không thể quy định theo hướng làm “méo mó” bản chất nghiệp vụ, cơ chế vận hành và tác động của các công cụ này mà chỉ có thể xây dựng, hoàn thiện sao cho phù hợp với điều kiện thực tiễn của nền kinh tế Việt Nam.

Thứ ba, việc hoàn thiện pháp luật phải hướng tới mục tiêu làm hài hòa nhu cầu và lợi ích của các bên liên quan đến CSTTQG, bao gồm lợi ích của Nhà nước và nền kinh tế, lợi ích của các TCTD, lợi ích của cộng đồng doanh nghiệp và dân cư cũng như lợi ích của các nhà đầu tư trong và ngoài nước. Việc thỏa mãn một cách hài hòa các nhóm lợi ích này trong bối cảnh hiện nay giúp các quy định pháp luật trở nên khả thi và dễ được chấp nhận trên thực tế.

3. Một số kiến nghị nhằm hoàn thiện pháp luật về thực hiện chính sách tiền tệ quốc gia của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

3.1. Một số kiến nghị nhằm hoàn thiện pháp luật liên quan đến hoạt động điều hành chính sách tiền tệ quốc gia của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Như đã đề cập, pháp luật hiện hành quy định về địa vị pháp lý của NHNNVN không tạo được cơ sở thuận lợi để NHNNVN điều hành CSTTQG, tạo ra sự chi phối quá sâu của Chính phủ vào lĩnh vực tiền tệ ngân hàng. Trên thực tế, NHTW độc lập luôn là chuẩn mực quan trọng để xây dựng hệ thống ngân hàng theo thông lệ quốc tế.

Dưới góc độ pháp lý, nhằm tăng tính độc lập của NHNNVN theo hướng xây dựng một NHTW hiện đại, Luật NHNNVN cần sửa đổi theo hướng sau:

Thứ nhất, phải trao quyền cho NHNNVN được thực sự độc lập trong quyết định thực thi chính sách và lựa chọn công cụ điều hành. Quy định tại Khoản 4 Điều 3: “*Thủ tướng Chính phủ, Thống đốc Ngân hàng Nhà nước quyết định việc sử dụng các công cụ và biện pháp điều hành để thực hiện mục tiêu chính sách tiền tệ quốc gia theo quy định của Chính phủ*” và Điều 10: “*Thống đốc Ngân hàng Nhà nước quyết định việc sử dụng công cụ thực hiện chính sách tiền tệ quốc gia*” của Luật Ngân hàng Nhà nước Việt Nam 2010 thể hiện sự mâu thuẫn, không rõ ràng trong phân định thẩm quyền. Theo đó, quy định pháp luật phải xác

định rõ Thống đốc NHNN có quyền quyết định trong việc thi hành CSTTQG và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đó mà không cần thông qua Chính phủ. Đồng thời, pháp luật phải quy định NHNNVN phải được trao đủ thẩm quyền trong việc lựa chọn các công cụ điều hành CSTTQG một cách linh hoạt và phù hợp nhất cũng như kiểm soát các công cụ đó. Chính phủ chỉ được can thiệp vào trừ khi công bố công khai những lý do mà Chính phủ muốn chỉ đạo NHNNVN nhằm thay đổi những chính sách tiền tệ. Tất nhiên, song song với các thẩm quyền được trao, NHNNVN phải chịu trách nhiệm trước Quốc hội và kết quả điều hành CSTTQG và thực hiện chức năng của NHTW.

Thứ hai, pháp luật cần quy định theo hướng NHNNVN độc lập trong quan hệ với ngân sách. Để đảm bảo hiệu quả của chính sách tiền tệ, những nhiệm vụ như tạm ứng chi NSNN hay tài trợ trực tiếp cho thâm hụt NSNN của Chính phủ cũng nên được quy định theo hướng để NHNNVN có quyền từ chối nếu không phù hợp với mục tiêu thâm hụt ngân sách đã được Quốc hội phê duyệt hàng năm và chủ động trong việc điều hành cung, cầu tiền trên thị trường. Hơn nữa, cần có quy định cụ thể về chức năng “là ngân hàng của Chính phủ” của Ngân hàng nhà nước theo hướng NHNNVN sẽ không cho ngân sách vay trực tiếp mà chỉ cấp tín dụng gián tiếp cho Chính phủ thông qua việc cho ngân sách vay trên thị trường thứ cấp có hạn mức và lấy trái phiếu Chính phủ làm tài sản bảo đảm khi cho các ngân hàng thương mại vay.

Thứ ba, xác định rõ mục tiêu hoạt động của NHNNVN. Điều 4 Luật Ngân hàng Nhà nước Việt Nam quy định: “Hoạt động của NHNN nhằm ổn định giá trị đồng tiền; bảo đảm an toàn, hiệu quả của hệ thống thanh toán quốc gia; góp phần thúc đẩy phát triển kinh tế xã hội theo định hướng xã hội chủ nghĩa”. Có thể nói, các mục tiêu hoạt động của NHNNVN được quy định trong Luật có phần ô m đờ m, bởi lẽ mục tiêu cao nhất theo xu hướng phát triển và hội nhập quốc tế đó là mục tiêu của NHTW. Do vậy, chỉ nên xác định mục tiêu của NHNNVN là “đảm bảo an toàn hệ thống ngân hàng và ổn định giá trị đồng tiền”, đây là mục tiêu chính yếu, những mục tiêu còn lại là hệ quả của việc đạt được các mục tiêu trên. Việc theo đuổi quá nhiều mục tiêu sẽ hạn chế năng lực và tính chủ động của một NHTW [7].

3.2. Một số kiến nghị nhằm hoàn thiện pháp luật về các công cụ thực hiện chính sách tiền tệ quốc gia

Để các công cụ thực hiện CSTTQG phát huy hiệu quả, pháp luật về các công cụ thực hiện CSTTQG cần thiết phải có một số nội dung cần hoàn thiện đảm bảo phù hợp với thực tiễn hoạt động ngân hàng tại Việt Nam và thông lệ quốc tế. Tác giả xin đưa ra một số giải pháp cụ thể nhằm hoàn thiện nội dung quy định pháp luật cũng như nâng cao hiệu quả trong quá trình thi hành pháp luật về các công cụ thực hiện CSTTQG như sau:

Thứ nhất, về công cụ tái cấp vốn:

- Bổ sung quy định về một số loại giấy tờ có giá khác có thể đóng vai trò là tài sản bảo đảm như chứng chỉ tiền gửi, trái phiếu doanh nghiệp tại Quyết định số 11/QĐ-NHNN năm 2010 về danh mục giấy tờ có giá được sử dụng trong các giao dịch của NHNNVN.

- Quy định chặt chẽ về hình thức tái cấp vốn tại Điều 11 Luật NHNNVN nhằm hạn chế sự bất bình đẳng trong việc tiếp cận hình thức cấp tín dụng này của NHNNVN.

Thứ hai, về công cụ lãi suất:

- Bổ sung “các loại lãi suất khác” tại Điều 12 Luật NHNNVN để phù hợp hơn với thực tiễn điều hành CSTTQG. Trong thời gian tới, cơ chế điều hành chính sách tiền tệ phải hướng vào việc tác động đến lãi suất ngắn hạn trên thị trường liên ngân hàng thay cho việc điều hành dựa trên việc quản lý khối lượng tiền (và lãi suất) như hiện nay. Theo đó, lãi suất ngắn hạn trên thị trường liên ngân hàng sẽ là mục tiêu trung gian và NHNNVN sẽ phải sử dụng các công cụ chính sách tiền tệ gián tiếp của mình như lãi suất tái chiết khấu hoặc các nghiệp vụ trên thị trường mở để tác động đến lãi suất mục tiêu đó [6].

- Ban hành quy định hình thành cụm lãi suất chủ đạo gồm lãi suất tái cấp vốn, lãi suất chiết khấu, lãi suất nghiệp vụ thị trường mở và quy định chính là công cụ thực hiện CSTTQG.

Thứ ba, về công cụ tỷ giá hối đoái: Việt Nam vẫn nên quy định áp dụng cơ chế tỷ giá thả nổi có sự quản lý nhà nước nhưng cần nới lỏng biên độ dao động. Pháp luật có thể quy định một biên độ nhất định nhưng không quá hẹp, dần tiến tới xóa bỏ biên độ này cho phù hợp với thông lệ quốc tế, xóa bỏ những can thiệp thông qua biện pháp hành chính không phù hợp với tiến trình hội nhập, tự do hóa tài chính và thương mại.

Thứ tư, về công cụ dự trữ bắt buộc:

- Sửa đổi quy định pháp luật về chủ thể chấp hành dự trữ bắt buộc theo hướng quy định chặt chẽ hơn về đối tượng thực hiện dự trữ bắt buộc cho phù hợp với thực tiễn (ví dụ như hình thức tiết kiệm bưu điện).

- Sửa đổi các quy định về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực tiền tệ và hoạt động ngân hàng theo hướng nâng cao mức phạt đối với các TCTD vi phạm nghĩa vụ chấp hành dự trữ bắt buộc nhằm tạo ra chế tài nghiêm khắc, đủ sức răn đe các TCTD vi phạm, qua đó tạo ra ý thức chấp hành pháp luật về dự trữ bắt buộc tốt hơn.

Thứ năm, về nghiệp vụ thị trường mở: Sớm bổ sung Danh mục về giấy tờ có giá được sử dụng trong giao dịch nghiệp vụ thị trường mở để tạo điều kiện pháp lý nhằm đa dạng hóa giao dịch trên thị trường.

Tài liệu tham khảo

- [1] Nguyễn Hương Giang (2010), *Sự độc lập của Ngân hàng Trung ương và một số gợi ý chính sách cho Việt Nam*, Tạp chí Ngân hàng, Số 23/2010.
- [2] Nguyễn Thị Nhung (2011), *Dự trữ bắt buộc – Từ lý thuyết đến thực tiễn*, Tạp chí Ngân hàng, Số 5, Tr.13-17.
- [3] Đoàn Thái Sơn (2016), *Hoàn thiện thể chế ngân hàng, nhiều kết quả quan trọng* (<http://tinnhanhchungkhoan.vn/tien-te/hoan-thien-the-che-ngan-hang-nhieu-ket-qua-quan-trong-150039.html>)
- [4] Tạp chí Tài chính (2016), *Thực thi chiến lược chính sách tiền tệ ở Việt Nam: Một vài đánh giá, đề xuất* (<http://nfsc.gov.vn/nghien-cuu-trao-doi/thuc-thi-chien-luoc-chinh-sach-tien-te-o-viet-nam-mot-vai-danh-gia-de-xuat>)
- [5] Tạp chí Tài chính (2017), *Chính sách tiền tệ cần được điều hành chủ động, linh hoạt và thận trọng* (<http://tapchitaichinh.vn/thi-truong-tai-chinh/vang-tien-te/chinh-sach-tien-te-can-duoc-dieu-hanh-chu-dong-linh-hoat-va-than-trong-100352.html>)
- [6] Tô Mai Thanh (2013), *Một số yêu cầu hoàn thiện pháp luật về các công cụ thực hiện chính sách tiền tệ ở Việt Nam hiện nay*, Tạp chí Dân chủ và Pháp luật, Số 09, Tr.35-38.
- [7] Tô Mai Thanh (2013), *Địa vị pháp lý của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam trong điều hành các công cụ thực hiện chính sách tiền tệ quốc gia*, Tạp chí Nghề Luật, Số 04, Tr.68-72
- [8] Nguyễn Văn Thuyết (2015), *Nghiên cứu mô hình ngân hàng trung ương hiện đại phù hợp với thực tế Việt Nam hiện nay*. (<http://www.daotaomof.vn/bvct/chi-tiet/366/chuyen-de-21-nghien-cuu-mo-hinh-ngan-hang-trung-uong-hien-dai-phu-hop-voi-thuc-te-viet-nam-hien-nay.html>)
- [9] Lê Thị Thu Thủy (2013), *Tổ chức và hoạt động của Ngân hàng Trung ương các nước và những gợi ý về triển vọng hiến định ở Việt Nam*, Tạp chí Nghiên cứu Lập pháp, Số 10, Tr.55-64.
- [10] Nguyễn Văn Tuyên (2006), *Khái quát về cơ chế pháp lý thực hiện chính sách tiền tệ quốc gia của Ngân hàng trung ương trong điều kiện nền kinh tế thị trường Việt Nam*, Tạp chí Luật học, Số 08, Tr.16-19.

TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ ĐẾN THANH KHOẢN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN: NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM TẠI VIỆT NAM

ThS. Đặng Thị Quỳnh Anh - PGS.TS. Lê Thị Tuyết Hoa

Đại học Ngân hàng TP. Hồ Chí Minh

Tóm tắt

Nghiên cứu sử dụng mô hình tự hồi quy vector (VAR) nhằm đánh giá tác động của chính sách tiền tệ đến thanh khoản của thị trường chứng khoán Việt Nam theo các đặc tính gồm: tính tức thời, độ rộng, độ sâu và độ đàn hồi của thị trường. Dữ liệu nghiên cứu được sử dụng có tần suất tháng, theo thời gian, từ tháng 01/2002 đến tháng 12/2016. Kết quả nghiên cứu cho thấy khi NHNN nới lỏng (thắt chặt) CSTT sẽ tác động làm tăng (giảm) thanh khoản TTCK nhưng mức độ tác động thấp, chỉ ở mức 8 – 12%. Ngoài ra, các cú sốc lạm phát có tác động ngược chiều đối với thanh khoản của thị trường.

Từ khóa: *chính sách tiền tệ, thanh khoản thị trường chứng khoán, Việt Nam.*

THE IMPACT OF MONETARY POLICY ON STOCK MARKET LIQUIDITY: EVIDENCE FROM VIETNAM

Dang Thi Quynh Anh MSc - Assoc. Prof., Dr. Le Thi Tuyet Hoa

Banking University Ho Chi Minh City

Abstract

The study investigates the impact of monetary policy on the liquidity of Vietnam's stock market by using Vector autoregression model (VAR). The liquidity of stock market is considered based on 4 characteristics as follows: instantness, breadth, depth and resilience. Research data is monthly data for the period from 2002 to 2016. The results indicate that when the State Bank of Vietnam (SBV) implemented monetary policy loosening (tightening), the monetary policy will effect of increasing (decreasing) the liquidity of the Vietnam's stock market, but the impact is low, only at 8-12%. In addition, the shock of inflation has negative impact on the stock market liquidity in Vietnam.

Keywords: *monetary policy, stock market liquidity, Vietnam.*

1. Giới thiệu

Thanh khoản được ví như mạch máu của thị trường chứng khoán (TTCK) và được các nhà đầu tư, nhà hoạch định chính sách cũng như các công ty niêm yết quan tâm hàng đầu (Kumar và Misra, 2015). Thanh khoản còn tác động đến các quyết định quan trọng trong quản trị công ty như quyết định chính sách cổ tức, chia cổ phiếu, cấu trúc vốn, định giá công ty... Ngoài ra, thanh khoản còn là một trong các chỉ tiêu đánh giá tính hiệu quả, mức độ năng động của TTCK. Một TTCK không thể được coi là phát triển nếu thanh khoản cổ phiếu thấp, giá trị giao dịch bình quân phiên có qui mô nhỏ so với giá trị vốn hóa thị trường.

Theo xếp hạng của MSCI, TTCK Việt Nam hiện đang được xếp vào nhóm thị trường cận biên (frontier market). Với thứ hạng này, TTCK Việt Nam chịu thiệt thòi khi các quỹ đầu tư quốc tế thường chỉ dành tối đa 2 - 3% giá trị danh mục giải ngân vào loại thị trường này. Một trong các tiêu chí định lượng của MSCI để được nâng hạng đó là TTCK Việt Nam cần mở rộng quy mô và gia tăng tính thanh khoản.

Chính vì vậy, nghiên cứu về diễn biến thanh khoản, các nhân tố tác động đến thanh khoản (đặc biệt là các nhân tố vĩ mô) trên TTCK Việt Nam là vấn đề rất cần thiết trong bối cảnh hội nhập kinh tế quốc tế ngày càng sâu rộng như hiện nay. Trong các nhân tố vĩ mô được đề cập đến thì các nhân tố về chính sách tiền tệ (CSTT) đóng vai trò quan trọng tác động đến thanh khoản. Ở Việt Nam trong thời gian gần đây bắt đầu có một số nghiên cứu về tác động của CSTT đến thanh khoản của TTCK như: Trần Thị Xuân Anh và Ngô Thị Hằng (2012), Nguyễn Hữu Huy Nhật (2013). Các nghiên cứu trên đều khẳng định các yếu tố thuộc CSTT có tác động đến thanh khoản TTCK, tuy nhiên do thời gian nghiên cứu và các biến số sử dụng khác nhau nên mức độ và chiều hướng tác động chưa nhất quán.

Để tiếp tục bổ sung về cơ sở lý thuyết và thực nghiệm về tác động của CSTT đến thanh khoản TTCK, nghiên cứu này được thực hiện nhằm lượng hóa tác động của các yếu tố CSTT đến từng đặc tính thanh khoản (tính tức thời, độ rộng, độ sâu và độ đàn hồi). Từ đó giúp làm rõ chiều hướng và mức độ tác động của CSTT lên thanh khoản TTCK Việt Nam, đưa ra một số khuyến nghị cho nhà điều hành chính sách và nhà đầu tư trên thị trường.

1.1. Cơ sở lý thuyết

Thanh khoản của thị trường chứng khoán

Theo Lybek và Sarr (2002) khái niệm thanh khoản có thể được nghiên cứu ở nhiều phạm vi khác nhau như: thanh khoản tài sản (asset liquidity), thanh khoản thị trường tài sản (an asset's market liquidity), thanh khoản thị trường tài chính (a financial market's liquidity) và thanh khoản của định chế tài chính (the liquidity of a financial institutions). Trong đó, thanh khoản của một tài sản là khả năng và chi phí chuyển đổi tài sản thành tiền hoặc tài sản khác.

Black (1971) đã cho rằng TTCK được coi là có tính thanh khoản tốt nếu thỏa mãn các điều kiện sau: (i) luôn có giá hỏi mua và giá chào bán để cho các nhà đầu tư có thể mua bán chứng khoán ngay lập tức; (ii) chênh lệch giữa giá hỏi mua và chào bán nhỏ; (iii) nhà đầu tư có thể mua được một lượng lớn chứng khoán ngay lập tức với chi phí giao dịch thấp. Còn theo Harris (1990), một TTCK được coi là có tính thanh khoản cao nếu bất cứ chứng khoán nào đều có thể chuyển đổi thành tiền mặt hoặc ngược lại với chi phí thấp.

Baker (1996) đã đề cập đến các đặc tính của thanh khoản thị trường bao gồm:

- *Tính tức thời* (immediacy): thể hiện tốc độ các lệnh giao dịch được thực hiện, phụ thuộc vào hệ thống giao dịch thanh toán của thị trường, khả năng mua và bán một lượng cổ phiếu nhất định ở một mức giá tương đương tại cùng một thời điểm.

- *Độ rộng* (breadth): một thị trường có độ rộng cao khi có một lượng lớn các lệnh mua bán được thực hiện mà không ảnh hưởng nhiều đến giá các cổ phiếu.

- *Độ sâu* (depth): một thị trường có độ sâu lớn khi tồn tại nhiều lệnh đặt mua, đặt bán tại các mức giá khác nhau xung quanh giá đang được giao dịch trên thị trường.

- *Độ đàn hồi* (resiliency): một thị trường được coi là có độ đàn hồi cao nếu có nhiều lệnh mua và lệnh bán được đặt nhằm phản ứng với sự thay đổi giá trên thị trường. Như vậy, trong khi đặc điểm độ sâu của thị trường đề cập đến khối lượng giao dịch tại mức giá mua và bán tốt nhất thì đặc điểm độ đàn hồi xem xét đến độ co giãn của cung và cầu chứng khoán, thường được đo lường bởi biến động tỷ suất sinh lợi trong ngày.

Bảng 1: Các đặc tính thanh khoản của TTCK

Đặc tính	Chỉ tiêu	Cách tính
Tính tức thời (immediacy)	Số lượng cổ phiếu niêm yết có thể giao dịch	Tổng khối lượng cổ phiếu của các công ty trên TTCK được tự do giao dịch
	Tỷ lệ ngày giao dịch có tỷ suất sinh lời bằng 0 (Zeros)	$\text{Zeros} = \frac{\text{Số ngày giao dịch có tỷ suất sinh lợi bằng 0 trong tháng } t}{\text{Tổng số ngày giao dịch trong tháng } t} \quad (1)$
Độ rộng (breadth)	Khối lượng cổ phiếu được giao dịch	Tổng khối lượng cổ phiếu được giao dịch theo đơn vị thời gian: ngày, tháng, quý, năm.
	Giá trị cổ phiếu được giao dịch (Trading Volume)	Tổng giá trị cổ phiếu được giao dịch theo đơn vị thời gian: ngày, tháng, quý, năm.

Đặc tính	Chỉ tiêu	Cách tính
	Tỷ lệ thanh khoản (LR - Liquidity Ratio)	$LR_t = \frac{\sum_{i=1}^T P_{it} V_{it}}{\sum_{i=1}^T PC_{it} } \quad (2)$ <ul style="list-style-type: none"> - V_{it} là tổng khối lượng cổ phiếu i được giao dịch vào ngày t - P_{it} : giá cổ phiếu i vào ngày t - $PC_{it} = P_{it} - P_{it-1}$: chênh lệch giá cổ phiếu i ngày t so với ngày $t-1$
Độ sâu (depth)	Tỷ lệ luân chuyển cổ phiếu	$\text{Turnover} = \frac{V}{M} \quad (3)$ <ul style="list-style-type: none"> - V: tổng giá trị giao dịch của các cổ phiếu trên thị trường theo ngày, tháng, quý hoặc năm - M: giá trị vốn hóa toàn thị trường vào cuối ngày, tháng, quý hoặc năm
	Chỉ số thanh khoản Martin (MLI- market liquidity index)	$MLI_t = \sum \frac{(P_t - P_{t-1})^2}{Q_t} \quad (4)$ <ul style="list-style-type: none"> - P_t: giá đóng cửa ngày t của chỉ số chứng khoán - P_{t-1}: giá đóng cửa ngày $t-1$ của chỉ số chứng khoán - Q_t: khối lượng cổ phiếu được giao dịch ngày t
Độ đàn hồi (resiliency)	Hệ số hiệu quả thị trường (MEC - Market Efficiency Coefficient)	$MEC = \frac{\text{Var}(R_T)}{T + \text{Var}(r_t)} \quad (5)$ <ul style="list-style-type: none"> - $\text{Var}(R_t)$ là phương sai logarit tỷ suất sinh lời cổ phiếu trong dài hạn - $\text{Var}(r_t)$ là phương sai logarit tỷ suất sinh lời cổ phiếu trong ngắn hạn - T là số thời kỳ ngắn trong một thời kỳ dài
	Chỉ số thiếu thanh khoản Ailliq	$ILLIQ_{i,t} = \frac{1}{D_{i,t}} \sum_{d=1}^{D_{i,t}} \frac{ R_{i,t,d} }{VOLD_{i,t,d}} \quad (6)$ $AILLIQ_t = \frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^{N_t} ILLIQ_{i,t} \quad (7)$ <ul style="list-style-type: none"> - $D_{i,t}$: Số ngày giao dịch trong tháng t của cổ phiếu i - $R_{i,t,d}$: Tỷ suất lợi nhuận của cổ phiếu i trong ngày d của tháng t - $VOLD_{i,t,d}$: Giá trị giao dịch của cổ phiếu i trong ngày d của tháng t - Với N_t là số cổ phiếu được giao dịch trong tháng t

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

2.1. Cơ sở lý thuyết về tác động của CSTT đến thanh khoản TTCK

Theo Fleming và Remolona (2001), việc mở rộng CSTT tác động đến thanh khoản TTCK thông qua tác động làm giảm chi phí giao dịch và chi phí huy động vốn. Chẳng hạn thông qua nghiệp vụ thị trường mở, việc mua giấy tờ có giá của NHTW sẽ làm tăng dự trữ của các NHTM đồng thời làm tăng cung tiền ra nền kinh tế. Các NHTM có thể mở rộng tài trợ cho các giao dịch ký quỹ hoặc cho các nhà đầu tư trên TTCK vay. Vì vậy, mở rộng CSTT sẽ tác động làm gia tăng thanh khoản trên TTCK.

Nghiên cứu của Brunnermeier và Pedersen (2009) đã chứng minh cho điều này dựa trên việc phát triển mô hình nghiên cứu mối quan hệ tác động qua lại giữa nguồn tài trợ thanh khoản và thanh khoản của tài sản. Mô hình cho rằng các nhà giao dịch bị hạn chế về khả năng huy động

vốn sẽ gặp khó khăn khi đáp ứng các yêu cầu ký quỹ, do đó làm giảm thanh khoản của thị trường. Vì vậy, CSTT có thể tác động đến thanh khoản của cổ phiếu trên thị trường thông qua việc nói lỏng (hay thắt chặt) CSTT sẽ làm giảm bớt (hoặc trầm trọng thêm) tình trạng vay ký quỹ, từ đó tác động làm tăng (giảm) thanh khoản về vốn của những người tham gia thị trường.

Jensen và Moorman (2010) cũng tìm thấy mối liên hệ giữa CSTT và thanh khoản cổ phiếu trên thị trường. Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy sự mở rộng của CSTT sẽ làm gia tăng thanh khoản của vốn, từ đó tác động làm tăng thanh khoản cho toàn bộ thị trường.

Ngoài ra, trong dài hạn CSTT còn tác động đến hành vi nhà đầu tư và cấu trúc thị trường, từ đó ảnh hưởng đến thanh khoản. Nếu NHTW thực hiện CSTT nói lỏng, duy trì lãi suất ở mức thấp nhằm thúc đẩy kinh tế thì cũng có tác động khuyến khích các nhà đầu tư tìm kiếm các cơ hội đầu tư với tỷ suất sinh lời cao hơn như đầu tư cổ phiếu, trái phiếu, mặc dù thanh khoản không cao như gửi ngân hàng. Các quỹ đầu tư cũng sẽ cơ cấu lại danh mục, đầu tư nhiều hơn vào thị trường cổ phiếu.

2.2. Một số nghiên cứu thực nghiệm về tác động của CSTT đến thanh khoản TTCK

Nhiều nghiên cứu tại các quốc gia khác nhau trên thế giới đã tìm thấy tác động cùng chiều của CSTT đến thanh khoản TTCK, theo đó nói lỏng (thắt chặt) tiền tệ sẽ làm tăng (giảm) thanh khoản của thị trường. Chẳng hạn như nghiên cứu của Chordia và ctg (2005) trên TTCK Mỹ trong khoảng thời gian từ 17/06/1991 đến 31/12/1998 theo tần suất tháng. Kết quả cho thấy mở rộng sẽ đi kèm với sự tăng lên của thanh khoản thị trường. Sự tác động cùng chiều này tiếp tục được khẳng định trong các nghiên cứu tiếp theo của Goyenko và Ukhov (2009), Lu-Andrews và Glascock (2010).

Söderberg (2008) đã nghiên cứu ảnh hưởng của 14 biến số vĩ mô lên thanh khoản của ba SGDCK vùng Scandinavian từ năm 1993 đến 2005. Kết quả cho thấy lãi suất chính sách có thể dùng để dự đoán thanh khoản TTCK Copenhagen, trong khi đó tốc độ tăng cung tiền lại đóng vai trò quan trọng đối với thanh khoản của TTCK. Fernández-Amador và ctg (2013) cũng tìm thấy tác động cùng chiều của CSTT đến thanh khoản của cổ phiếu ở cấp độ vĩ mô và vi mô trong giai đoạn 1999 – 2009 tại các nước châu Âu như: Đức, Pháp và Ý.

Ở Châu Á, nghiên cứu của Kim (2013) về mối quan hệ giữa thanh khoản TTCK và nền kinh tế thực tại Hàn Quốc trong giai đoạn từ tháng 02/1995 đến tháng 04/2011 cho thấy thanh khoản TTCK có mối liên hệ mạnh mẽ với sự phát triển của nền kinh tế trong tương lai. Vì vậy, việc thực thi các chính sách giúp gia tăng thanh khoản TTCK cũng sẽ tác động đến hoạt động kinh tế thực.

Ở Việt Nam, trong giai đoạn gần đây các nghiên cứu của Trần Thị Xuân Anh và Ngô Thị Hằng (2012), Nguyễn Hữu Huy Nhựt (2013) bước đầu đã cho thấy CSTT có những ảnh hưởng nhất định đến thanh khoản TTCK, tuy nhiên mức độ không lớn. Còn kết quả nghiên cứu của Trần Thị Hải Lý (2015) lại cho thấy những thay đổi ngoài kỳ vọng của hai biến số thuộc CSTT không

có ảnh hưởng nào có ý nghĩa lên thanh khoản thị trường. Tuy nhiên, cá nghiên cứu trên chưa thực hiện đo lường tất cả các đặc tính thanh khoản của TTCK và đánh giá tác động của CSTT đến từng đặc tính này.

3. Khái quát về điều hành chính sách tiền tệ của NHNN Việt Nam và diễn biến thanh khoản của thị trường chứng khoán giai đoạn 2002 – 2016

Khái quát về điều hành chính sách tiền tệ của NHNN Việt Nam giai đoạn 2002 – 2016

Từ thực tế điều hành CSTT trong giai đoạn từ năm 2002 - 2010 cho thấy NHNN đã thực hiện CSTT đa mục tiêu gồm có: tăng trưởng kinh tế, kiềm chế lạm phát và ổn định tỷ giá. Từ bảng 2 cho thấy hàng năm Quốc hội thực hiện ấn định chỉ tiêu tăng trưởng GDP và tốc độ tăng CPI trong Nghị quyết về kế hoạch phát triển kinh tế xã hội. Theo đó, chính phủ và NHNN phải cố gắng điều hành để đạt được mục tiêu đề ra. Ở giai đoạn trước năm 2007 (trước khi Việt Nam gia nhập WTO) mục tiêu và kết quả thực hiện tương đối khớp với nhau. Tuy nhiên, từ sau năm 2007, đặc biệt giai đoạn 2008 – 2011, tăng trưởng sản lượng thường không đạt mục tiêu đề ra, trong khi đó lạm phát luôn ở mức cao hơn kỳ vọng ban đầu.

Bảng 2: Mục tiêu cuối cùng của CSTT Việt Nam giai đoạn 2002-2016

Năm	Tăng trưởng sản lượng (%)		Tỷ lệ lạm phát (%)	
	Mục tiêu	Thực hiện	Mục tiêu	Thực hiện
2002	7-7,2	7,08	4	4
2003	7-7,5	7,34	3	3
2004	7	7,79	< 5	9,5
2005	8-8,5	8,43	6,5	8,4
2006	8	8,17	<8	6,6
2007	8,2-8,5	8,48	<8,2-8,5	12,63
2008	8,5-9	6,18	<8,5-9	19,89
2009	6,5	5,32	<15	6,52
2010	6,5	6,78	<7	11,75
2011	7-7,5	5,89	< 15	18,13
2012	6 – 6,5	5,03	<10	8
2013	5,5	5,42	8,0	6,04
2014	5,8	5,98	7,0	1,84
2015	6,2	6,68	5,0	0,6
2016	6,7	6,21	<5	4,74

Nguồn: Tổng hợp từ Nghị quyết Quốc hội về kế hoạch phát triển kinh tế xã hội và Báo cáo tình hình kinh tế xã hội của GSO từ năm 2002 – 2016

Luật NHNN Việt Nam 2010 ra đời (có hiệu lực từ ngày 1/1/2011) đã đánh dấu sự thay đổi lớn trong quan điểm điều hành CSTT qua việc xác định mục tiêu cao nhất là ổn định giá trị đồng tiền biểu hiện bằng chỉ tiêu lạm phát do Quốc hội quyết định (Điều 3, luật NHNN 2010). Kết quả của việc thay đổi này đã thể hiện rõ rệt ở chỉ tiêu lạm phát từ sau năm 2011. Riêng năm 2014 lạm phát chỉ có 1,84% thấp hơn nhiều so với mục tiêu khoảng 7% do Quốc hội đưa ra. Việc thắt chặt tín dụng, giảm cầu tiêu dùng cùng với giá dầu thế giới giảm mạnh đã dẫn đến kết quả này.

Tuy nhiên, việc cố gắng duy trì lạm phát thấp do giảm cầu tiêu dùng mà không phải do tăng năng suất lao động làm giảm chi phí sản xuất, hạ giá thành là biện pháp không bền vững, trong tương lai có thể gây mất cân đối cung cầu hàng hóa và tạo ra lạm phát do thiếu cung.

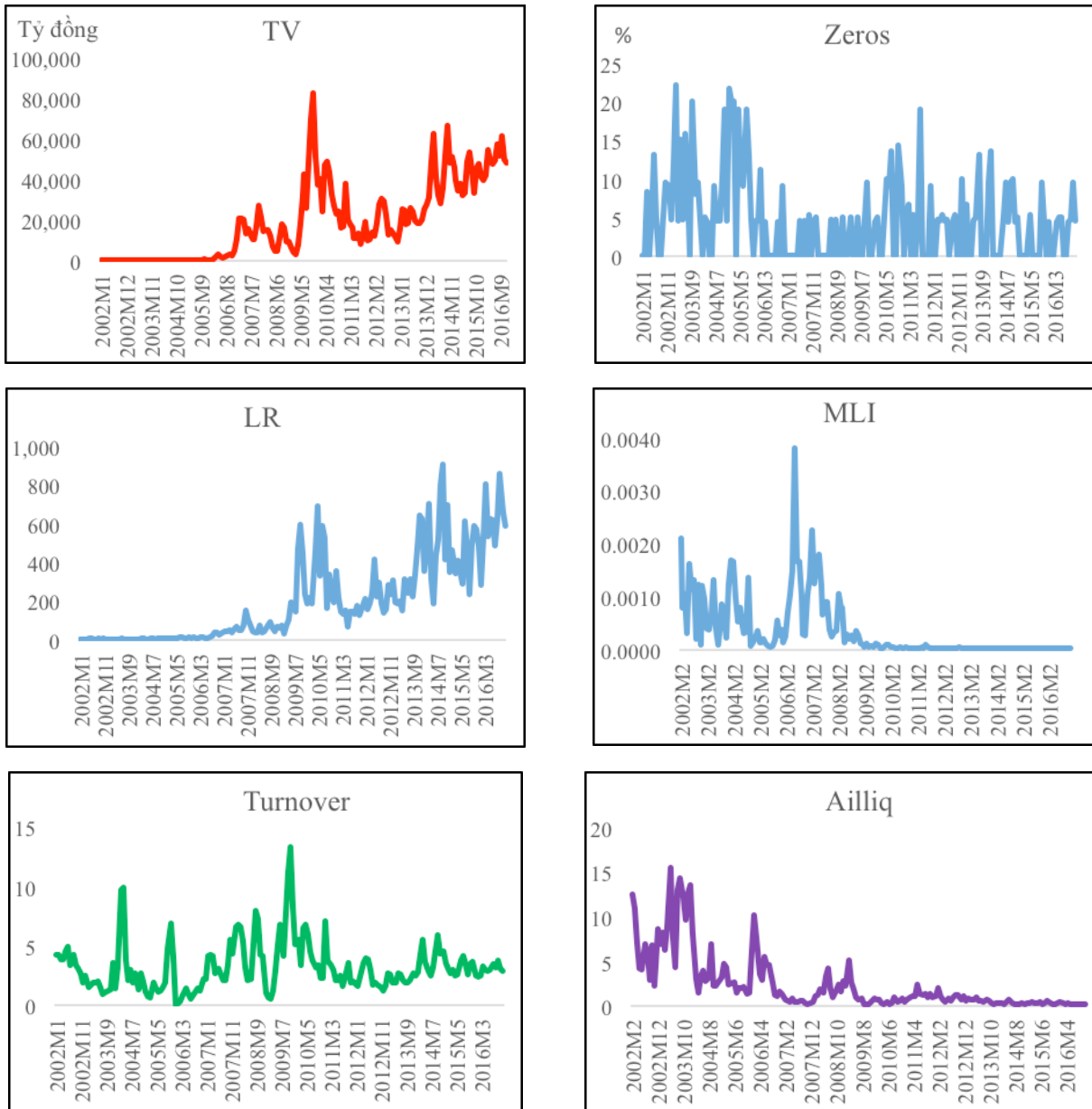
Việc chuyển đổi điều hành CSTT từ đa mục tiêu sang điều hành CSTT hướng đến mục tiêu lạm phát là định hướng đúng của Quốc hội, chính phủ và NHNN. Từ thực tế cho thấy trong giai đoạn 2012 – 2016, lạm phát ở Việt Nam được kiềm chế dưới 10%, tạo môi trường vĩ mô ổn định cho hoạt động của các chủ thể trong nền kinh tế.

Diễn biến thanh khoản trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2002 - 2016

Thanh khoản TTCK Việt Nam được nghiên cứu theo các đặc tính thanh khoản gồm: tính tức thời, độ rộng, độ sâu và độ đàn hồi. Tương ứng với từng đặc tính có các chỉ số đo lường khác nhau. Tính tức thời của thị trường được đo lường qua chỉ tiêu Zeros. Đây là chỉ tiêu mang ý nghĩa kém thanh khoản, Zeros càng lớn, tính thanh khoản của thị trường càng thấp. Độ rộng của thị trường được đo lường qua chỉ tiêu giá trị giao dịch theo tháng (TV) và tỷ lệ thanh khoản (LR). Đây là hai chỉ tiêu mang ý nghĩa thanh khoản, giá trị của TV và LR càng lớn, thanh khoản của thị trường càng tốt. Độ sâu của thị trường được biểu hiện qua tỷ lệ luân chuyển cổ phiếu (Turnover) và chỉ số thanh khoản Martin (MLI). Trong đó Turnover là chỉ tiêu thể hiện tính thanh khoản còn MLI là chỉ tiêu thể hiện tính thiếu thanh khoản, MLI càng lớn, thanh khoản càng giảm. Độ đàn hồi của thị trường được đo lường qua chỉ tiêu Ailliq, đây cũng là một chỉ tiêu biểu hiện tính kém thanh khoản.

Từ hình 1 cho thấy các chỉ tiêu thể hiện tính thanh khoản là giá trị giao dịch, tỷ lệ thanh khoản và tỷ lệ luân chuyển cổ phiếu ngày càng gia tăng mạnh, cao nhất là giai đoạn 2009 đến 2010. Tổng giá trị giao dịch tăng mạnh từ tháng 04/2009 với mức 17.631 tỷ đồng và đạt mức cao nhất trong toàn thời kỳ là 86.300 tỷ đồng vào tháng 10/2009. Tỷ lệ thanh khoản có xu hướng ngày càng tăng, nhất là từ năm 2012 đến 2016, cho thấy thanh khoản TTCK Việt Nam ngày càng được cải thiện về độ rộng và độ sâu.

Hình 1: Diễn biến thanh khoản TTCK Việt Nam giai đoạn 2002 – 2016



Nguồn: Tính toán của tác giả

Các chỉ tiêu thể hiện cho tính thiếu thanh khoản gồm: chỉ số thanh khoản (MLI), tỷ lệ ngày giao dịch có tỷ suất sinh lời bằng 0 (Zeros) và Ailliq đều diễn biến theo chiều ngược lại. Các chỉ số này đạt giá trị cao ở giai đoạn trước năm 2007 và giảm dần ở các năm sau đó. Riêng chỉ số Ailliq cho thấy thị trường thiếu thanh khoản mạnh vào giai đoạn xảy ra khủng hoảng tài chính năm 2008. Nguyên nhân là do vào giai đoạn này lượng cổ phiếu giao dịch bị sụt giảm mạnh từ mức hơn 3 triệu cổ phiếu/ngày xuống còn 1 triệu cổ phiếu/ngày. Trong khi đó, VNI lại biến động tăng giảm mạnh, gần hết biên độ +/-5%. Từ năm 2009 đến 2016, khi lượng cổ phiếu

được giao dịch tăng lên liên tục với mức độ biến động của VNI cũng không cao như trước nên Ailliq không còn biến động mạnh.

4. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

Mô hình nghiên cứu của Chordia và cộng sự (2005) được sử dụng để xem xét tác động của CSTT đến thanh khoản TTCK Việt Nam. Đây cũng là mô hình được sử dụng trong nhiều nghiên cứu trên thế giới như (Lu-Andrews và Glascock, 2010), Fernández-Amador và ctg (2013).

Mô hình nghiên cứu có dạng như sau:

$$z_t = c + Az_{t-1} + u_t \quad (1)$$

Trong đó:

$$z_t = \begin{pmatrix} LIQ_t \\ IR_t \\ MZ_t \\ SR_t \\ CPI_t \\ IP_t \end{pmatrix} \quad c = \begin{pmatrix} c_1 \\ c_2 \\ c_3 \\ c_4 \\ c_5 \\ c_6 \end{pmatrix} \quad A = \begin{pmatrix} a_{11} & a_{12} & a_{13} & a_{14} & a_{15} & a_{16} \\ a_{21} & a_{22} & a_{23} & a_{24} & a_{25} & a_{26} \\ a_{31} & a_{32} & a_{33} & a_{34} & a_{35} & a_{36} \\ a_{41} & a_{42} & a_{43} & a_{44} & a_{45} & a_{46} \\ a_{51} & a_{52} & a_{53} & a_{54} & a_{55} & a_{56} \\ a_{61} & a_{62} & a_{63} & a_{64} & a_{65} & a_{66} \end{pmatrix} \quad u_t = \begin{pmatrix} u_{1,t} \\ u_{2,t} \\ u_{3,t} \\ u_{4,t} \\ u_{5,t} \\ u_{6,t} \end{pmatrix}$$

Trong mô hình (1), z_t là vector các biến nội sinh, gồm biến đại diện cho thanh khoản TTCK, biến đại diện cho CSTT, biến đại diện cho hoạt động kinh tế là chỉ số sản xuất công nghiệp và lạm phát; u_t là vector của phần dư, c là vector hằng số (hệ số chặn), A là ma trận vuông cấp $n \times n$, bao gồm hệ số hồi quy của tất cả các biến nội sinh trong mô hình.

Biến LIQ_t là biến đại diện cho 5 biến thanh khoản thị trường cổ phiếu gồm: Zeros, LR, MLI, Turnover và Ailliq. Nhóm biến đại diện cho CSTT gồm: cung tiền (M2) và lãi suất liên ngân hàng (IR). Nhóm biến kiểm soát gồm tỷ suất sinh lời bình quân tháng của cổ phiếu (SR), lạm phát (CPI) và sản lượng công nghiệp (IP). Trật tự các biến trong mô hình được sắp xếp dựa theo các nghiên cứu trước đó của Chordia và ctg (2005), Goyenko và Ukhov (2009), Fernández-Amador và ctg (2013). Theo đó, các biến vĩ mô như sản lượng (IP_t), lạm phát (CPI_t) được sắp xếp đầu tiên, sau đó là các biến số đại diện CSTT như cung tiền ($M2_t$), lãi suất liên ngân hàng (IR_t) và cuối cùng là các biến tỷ suất sinh lời cổ phiếu (SR_t), các biến số đại diện cho thanh khoản (LIQ_t).

5. Mô tả biến số và nguồn dữ liệu

Các biến số đo lường thanh khoản thị trường cổ phiếu

Thanh khoản của thị trường cổ phiếu Việt Nam được xem xét dựa trên bốn đặc tính, đó là: tính tức thời, độ rộng, độ sâu và độ đàn hồi của thị trường theo các công thức được trình bày trong Bảng 3.

Các biến số đại diện cho chính sách tiền tệ

Từ thực tế điều hành CSTT của NHNN qua giai đoạn từ năm 2002 đến 2016 và dựa trên nhiều kết quả nghiên cứu về CSTT Việt Nam như: Phạm Thị Tuyết Trinh (2013), Nguyen, H.T (2014)... cho thấy công cụ được NHNN sử dụng chủ yếu trong điều hành CSTT là lãi suất tái cấp

vốn, lãi suất tái chiết khấu, tỷ giá USD/VND nhằm đạt được mục tiêu trung gian là tốc độ tăng tổng phương tiện thanh toán (M2), tốc độ tăng trưởng tín dụng của hệ thống ngân hàng, lãi suất liên ngân hàng; qua đó đạt được mục tiêu cuối cùng là sản lượng và lạm phát. Vì vậy, trong nghiên cứu này các biến số được sử dụng đại diện cho điều hành CSTT của NHNN Việt Nam gồm: lãi suất liên ngân hàng (IR) và tốc độ tăng trưởng cung tiền (M2).

Các biến kiểm soát của mô hình

Ngoài ra, mô hình nghiên cứu còn có các biến kiểm soát gồm: tỷ suất sinh lời bình quân tháng của cổ phiếu, sản lượng công nghiệp và lạm phát.

Nguồn dữ liệu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu thứ cấp, tần suất tháng trong giai đoạn từ tháng 01/2002 đến tháng 12/2016 từ các nguồn đáng tin cậy như: Ủy ban chứng khoán nhà nước (SSC), Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM (HSX), Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX), NHNN (SBV), Thống kê Tài chính Quốc tế (IFS) của Quỹ Tiền tệ Quốc tế, Trung tâm phân tích khu vực châu Á (ARIC) và một số website có uy tín trên thị trường chứng khoán như Cafef, Stox Plus

Bảng 3: Tổng hợp các biến số và nguồn dữ liệu

Biến số	Ký hiệu	Cách tính	Nguồn
Các biến đo lường thanh khoản	Zeros	Công thức (1)	HOSE, StoxPlus, Cafef
	TV	Tổng giá trị cổ phiếu được giao dịch trong tháng	
	LR	Công thức (2)	
	Turnover	Công thức (3)	
	MLI	Công thức (4)	
	Ailliq	Công thức (6,7)	
Tỷ suất sinh lời bình quân của cổ phiếu	SR	Bình quân tỷ suất sinh lời của VNI trong tháng	HOSE
Lãi suất liên ngân hàng	IR	Lãi suất liên ngân hàng bình quân các ngày giao dịch trong tháng	NHNN
Cung tiền	M2	Tốc độ thay đổi tổng phương tiện thanh toán (%)	IFS
Chỉ số sản xuất công nghiệp	IP	Chỉ số sản xuất công nghiệp (%)	ARIC
Lạm phát	CPI	Chỉ số giá hàng tiêu dùng (%)	IFS

Nguồn: tác giả

6. Tính dừng, sai phân của dữ liệu và độ trễ của mô hình

Hai phương pháp kiểm định tính dừng của chuỗi dữ liệu thời gian phổ biến là Augmented Dickey-Fuller (ADF) và Phillips-Perron (PP). Nếu dữ liệu chưa dừng, nghiên cứu sử dụng phương pháp sai phân để biến đổi chuỗi thành dừng và biến số sai phân sẽ được sử dụng trong mô hình hồi quy.

Bảng 4: Kết quả kiểm định ADF và PP các chuỗi dữ liệu mô hình VAR

Biến số	Chuỗi gốc		Chuỗi sai phân bậc I		Kết quả
	Kiểm định ADF	Kiểm định PP	Kiểm định ADF	Kiểm định PP	
Zeros	-4,9717***	-11,3724***			I(0)
LR	-14,0837***	-23,9088***			I(0)
TV	-10,2733***	-11,7968***			I(0)
MLI	-13,3127***	-25,5438***			I(0)
Turnover	-6,1684***	-4,9772***			I(0)
Ailliq	-13,7046***	-14,0208***			I(0)
SR	-9,8265***	-9,8256***			I(0)
IR	-2,0751	-2,5923***	-11,7516***	-11,9321***	I(1)
M2	-1,2655	-2,6524*	-7,6133***	-10,7506***	I(1)
IP	-3,4358**	-10,9083**			I(0)
CPI	-2,6178*	-2,6421*			I(0)

(Ghi chú: ***, **, *lần lượt cho biết mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%)

Nguồn: Trích xuất từ phần mềm Eviews 8.0

Từ kết quả ở bảng 4 cho thấy phần lớn các chuỗi đều dừng ở bậc gốc, trừ các biến cung tiền và lãi suất liên ngân hàng. Vì vậy, để đảm bảo các chuỗi dữ liệu đều dừng, việc lấy sai phân bậc I cho các chuỗi này được thực hiện và kết quả cho thấy chuỗi các chuỗi không dừng ở bậc gốc đều dừng ở sai phân bậc I với mức ý nghĩa 1%.

Dựa vào các tiêu chuẩn thông tin để xác định độ phù hợp của mô hình để lựa chọn độ trễ tối ưu. Các tiêu chuẩn thông tin thường được sử dụng là AIC, BSC, HQ, LR, FPE. Theo Brooks (2008), việc lựa chọn độ trễ tối ưu đối với mô hình VAR thường sử dụng tiêu chuẩn AIC và FPE. Vì vậy, độ trễ tối ưu cho từng mô hình VAR trình bày ở bảng 5 cũng được lựa chọn theo các tiêu chuẩn này.

Bảng 5: Độ trễ tối ưu của các mô hình VAR

Mô hình	Biến số	Độ trễ tối ưu được lựa chọn
VAR01	IP, CPI, M2, IR, SR, ZEROS	2
VAR02	IP, CPI, M2, IR, SR, LR	2
VAR03	IP, CPI, M2, IR, SR, TV	2
VAR04	IP, CPI, M2, IR, SR, MLI	2
VAR05	IP, CPI, M2, IR, SR, TURNOVER	2
VAR06	IP, CPI, M2, IR, SR, AILLIQ	3

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ phần mềm Eviews 8.0

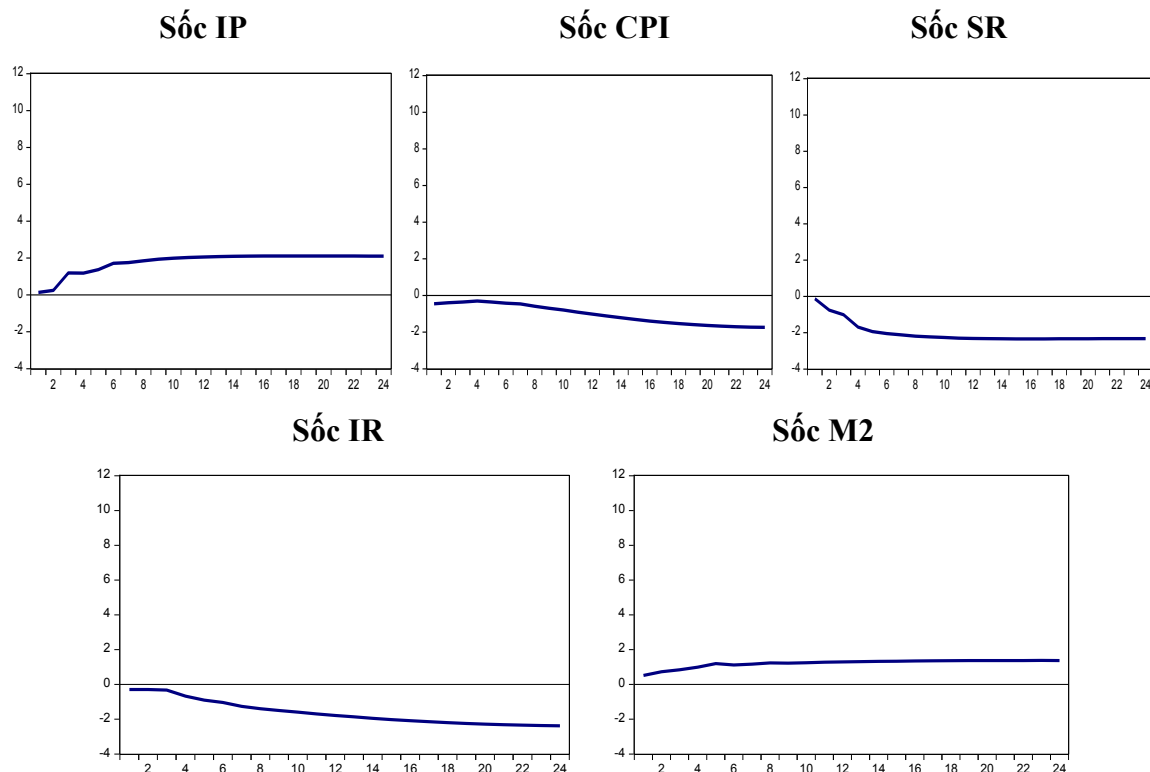
Các kiểm định cho mô hình VAR gồm kiểm định tính ổn định tổng quát của mô hình bằng nghiệm nghịch đảo của đa thức đặc tính AR, kiểm định tương quan chuỗi của phần dư được thực hiện. Kết quả cho thấy tất cả các nghiệm của đa thức đều nằm trong vòng tròn đơn vị, chứng tỏ các mô hình VAR được ước lượng có tính ổn định. Đồng thời, kết quả cho thấy không có tồn tại tương quan chuỗi của phần dư trong mô hình.

7. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

Tác động của chính sách tiền tệ đến tính tức thời của thị trường

Để thấy được tác động của các yếu tố CSTT đến tính tức thời của thanh khoản, mô hình VAR01 được ước lượng với ba nhóm biến gồm: biến Zeros (đại diện cho tính tức thời của thanh khoản thị trường), biến lãi suất liên ngân hàng (IR), biến cung tiền (M2) là nhóm biến đại diện cho CSTT, biến tỷ suất sinh lời cổ phiếu (SR), biến sản lượng (IP) và biến lạm phát (CPI) là nhóm biến kiểm soát.

Hình 2: Phản ứng tích lũy của Zeros



Nguồn: Trích xuất từ phần mềm Eviews 8.0

Hình 2 cho thấy phản ứng của biến Zeros trước cú sốc xảy ra của các biến số trong mô hình VAR. Khi có cú sốc xảy ra với cung tiền, Zeros bắt đầu tăng lên từ tháng thứ 2 và đạt mức cân bằng mới là tăng 1,2% sau 4 tháng. Điều đó cho thấy khi có sự tăng lên của lượng tiền cung ứng đã có tác động làm tăng tính thiếu thanh khoản của thị trường nhưng có độ trễ 4 tháng. Trong khi đó, tỷ lệ ngày giao dịch có tỷ suất sinh lời bằng 0 lại phản ứng ngược chiều với cú sốc xảy ra đối với lãi suất liên ngân hàng. Khi có cú sốc dương đối với lãi suất liên ngân hàng, Zeros không

giảm ngay lập tức mà bắt đầu giảm từ tháng thứ 4 với mức giảm nhẹ 0,7% và đạt mức cân bằng mới là giảm 2,0% sau 12 tháng. Như vậy, các biến số CSTT tác động đến Zeros ngược chiều so với kỳ vọng, mở rộng CSTT tác động làm gia tăng số ngày giao dịch có tỷ suất sinh lời bằng 0, qua đó làm giảm thanh khoản của TTCK.

Ngoài ra, một cú sốc dương của chỉ số giá hàng tiêu dùng cũng có tác động đến tỷ lệ ngày giao dịch có tỷ suất sinh lời bằng 0 với mức giảm 0,4% sau 6 tháng và đạt mức cân bằng mới là giảm 1,5% sau 12 tháng. Điều này có thể được giải thích như sau: khi lạm phát tăng sẽ làm tăng kỳ vọng đối với lãi suất thị trường và tỷ suất sinh lời kỳ vọng khi đầu tư cổ phiếu. Từ đó dẫn đến việc giao dịch trên thị trường sôi động hơn, giá cổ phiếu biến động mạnh và làm giảm số ngày giao dịch có tỷ suất sinh lời bằng 0.

Bảng 6: Phân rã phương sai của Zeros

Kỳ	IP	CPI	M2	IR	SR	ZEROS
1	0.069	0.758	0.981	0.171	0.263	97.758
3	3.188	0.720	1.239	0.176	2.289	92.388
6	3.382	0.681	1.368	0.689	4.101	89.778
9	3.397	0.757	1.375	0.882	4.108	89.482
12	3.399	0.857	1.374	0.947	4.109	89.314
24	3.392	1.019	1.371	1.034	4.098	89.086

Nguồn: Trích xuất từ phần mềm Eviews 8.0

Kết quả phân rã phương sai từ bảng 6 cho thấy cung tiền và lãi suất liên ngân hàng không giải thích được nhiều sự biến động của Zeros. Cụ thể, ngay từ kỳ đầu tiên cung tiền chỉ giải thích được 1% thay đổi của tỷ suất sinh lời bằng 0 nhưng tỷ lệ này bắt đầu tăng nhẹ và đạt mức cao nhất vào kỳ thứ 9 là 1,37%. Trong khi đó mục tiêu cuối cùng của CSTT là lạm phát và tăng trưởng kinh tế lần lượt giải thích được 3,4% và 0,8% biến động của tỷ lệ ngày giao dịch có tỷ suất sinh lời bằng 0.

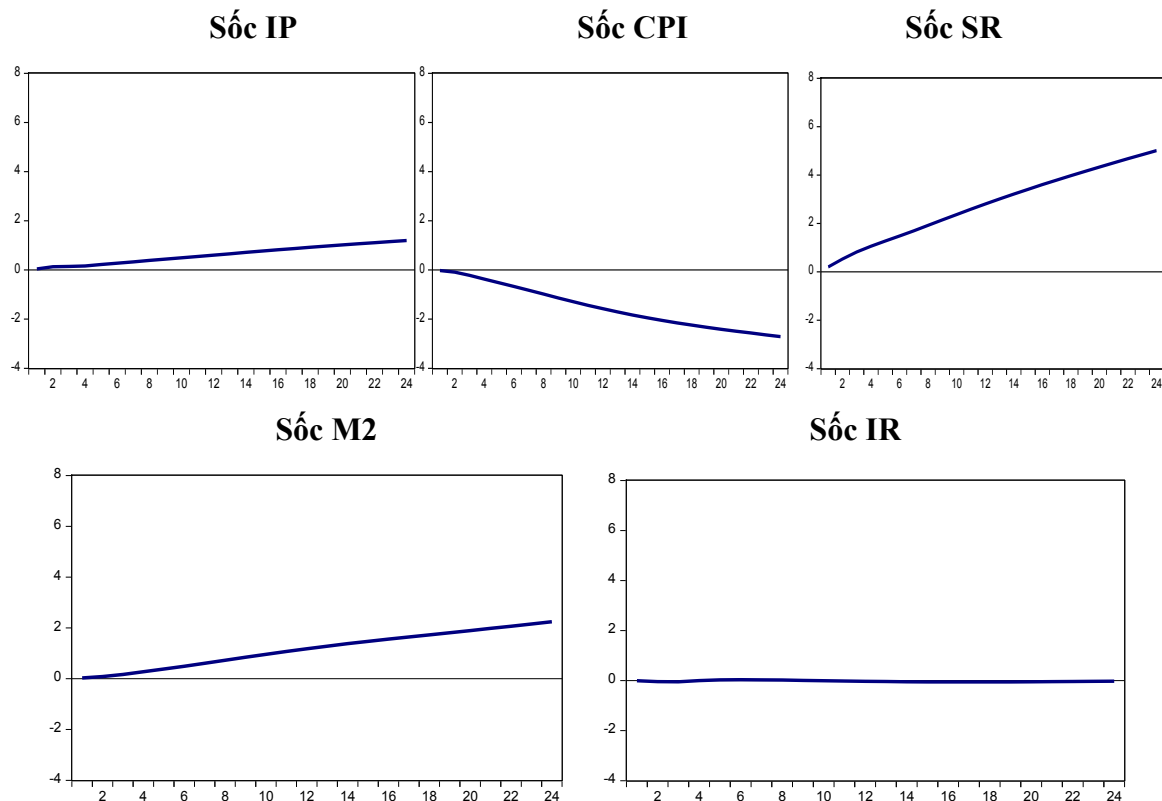
Từ kết quả ước lượng cho thấy, tính tức thời của thanh khoản TTCK Việt Nam (đại diện là chỉ tiêu tỷ lệ ngày giao dịch có tỷ suất sinh lời bằng 0) có chịu tác động từ những thay đổi của các yếu tố CSTT như lãi suất liên ngân hàng và cung tiền, tuy nhiên mức tác động không lớn. Khi NHNN nới lỏng tiền tệ đã làm tăng tỷ lệ số ngày giao dịch có tỷ suất sinh lời bằng 0 hay nói cách khác là tác động làm giảm thanh khoản của TTCK. Tuy nhiên, để đánh giá được các tác động của CSTT đến thanh khoản TTCK là tích cực hay tiêu cực thì cần tiếp tục ước lượng các mô hình với thước đo thanh khoản khác nhau.

Tác động của chính sách tiền tệ đến độ rộng của thị trường

Để đánh giá tác động của các biến CSTT đến độ rộng của thị trường, mô hình VAR02 và VAR03 được ước lượng. với ba nhóm biến gồm: biến giá trị giao dịch cổ phiếu (TV) và biến tỷ lệ thanh khoản (LR) là các biến đại diện cho độ rộng của thị trường; biến lãi suất liên ngân hàng

(IR), biến cung tiền (M2) là nhóm biến đại diện cho CSTT, biến tỷ suất sinh lời cổ phiếu (SR), biến sản lượng (IP) và biến lạm phát (CPI) là nhóm biến kiểm soát.

Hình 3: Phản ứng của giá trị giao dịch đối với cú sốc chính sách tiền tệ, sản lượng và lạm phát



Nguồn: Trích xuất từ phần mềm Eviews 8.0

Hình 3 cho thấy giá trị giao dịch của TTCK Việt Nam phản ứng cùng chiều khi có cú sốc xảy ra đối với cung tiền sau 3 tháng. TV tiếp tục tăng mạnh sau đó và đạt mức tăng 2% sau 18 tháng. Tuy nhiên, lãi suất liên ngân hàng lại không tác động đến giá trị giao dịch trên TTCK. Từ kết quả này cho thấy CSTT nói lỏng qua việc gia tăng cung tiền có tác động làm tăng giá trị giao dịch, qua đó làm gia tăng thanh khoản cho thị trường.

Kết quả ước lượng mô hình VAR02 còn cho thấy giá trị giao dịch của thị trường phản ứng cùng chiều với sốc sản lượng công nghiệp ngay từ tháng thứ hai và đạt mức cân bằng mới tăng 1% sau 12 tháng. Ngoài ra, sốc lạm phát lại gây ra phản ứng ngược chiều của giá trị giao dịch sau một quý và đạt mức cân bằng mới giảm 2,4% sau 12 tháng. Từ đó cho thấy, sự tăng lên của chỉ số giá hàng tiêu dùng làm gia tăng lo ngại về tăng lạm phát trong nền kinh tế, từ đó tác động làm giảm giá trị giao dịch trên TTCK, qua đó làm giảm thanh khoản của thị trường.

Ngoài ra, hình 3 còn cho thấy phản ứng mạnh mẽ của giá trị giao dịch đối với cú sốc tỷ suất sinh lời của TTCK. TV tăng ngay từ tháng đầu tiên khi có cú sốc xảy ra đối với tỷ suất sinh

lời và tiếp tục tăng mạnh sau đó, đạt mức 5% sau 24 tháng. Điều đó cho thấy khi tỷ suất sinh lời trên TTCK gia tăng sẽ kích thích các nhà đầu tư tiếp tục gia tăng giao dịch, quy mô đầu tư.

Bảng 7: Phân rã phương sai của giá trị giao dịch

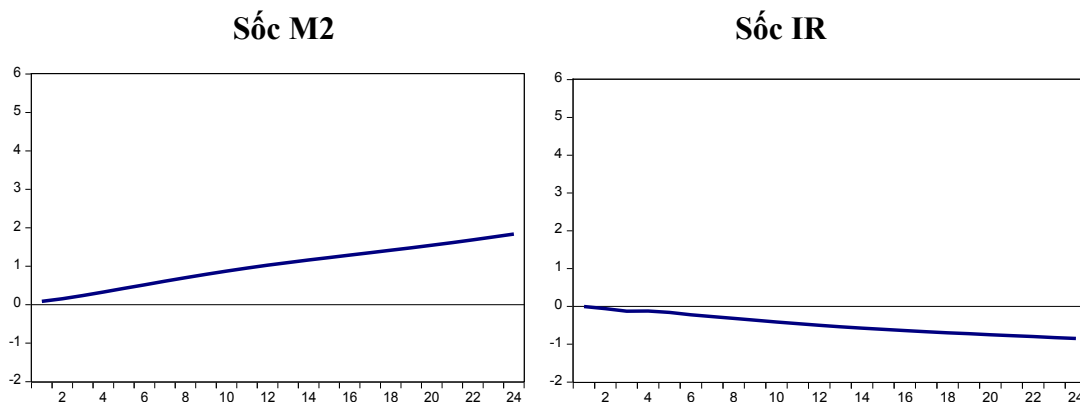
Kỳ	IP	CPI	M2	IR	SR	TV
1	1.697	0.445	1.379	0.023	31.582	64.874
3	2.160	5.147	3.340	0.117	47.306	41.929
6	2.049	11.413	6.954	0.830	39.605	39.147
9	2.176	14.281	9.251	0.600	36.703	36.989
12	2.303	15.535	10.331	0.469	35.644	35.717
24	2.673	14.483	11.576	0.402	34.999	35.867

Nguồn: Trích xuất từ phần mềm Eviews 8.0

Phân rã phương sai của giá trị giao dịch trong bảng 7 cho thấy, các biến trong mô hình VAR02 giải thích được ngay lập tức sự biến động của giá trị giao dịch. Trong đó, cung tiền giải thích được sự biến động của TV ngay từ kỳ đầu tiên và tăng mạnh sau 12 tháng, đạt tới 11,5% vào tháng 13 và tiếp tục duy trì ổn định sau đó. Chỉ số sản xuất công nghiệp chỉ giải thích được xấp xỉ 2% độ biến động của giá trị giao dịch và duy trì ổn định từ kỳ thứ 3. Trong khi đó, lạm phát có tác động mạnh đến giá trị giao dịch từ sau 3 kỳ và đạt mức cao nhất sau 12 kỳ với mức giải thích lên tới 15,5%. Từ bảng 5.6 còn cho thấy giá trị giao dịch chịu tác động mạnh nhất từ TSSL trên TTCK. Ngay từ kỳ đầu tiên, TSSL giải thích được tới 31,5% mức độ biến động của TV và tiếp tục tăng mạnh sau đó, đạt mức cao nhất chiếm gần 40% sau 6 kỳ.

Mô hình VAR03 được ước lượng với biến đại diện cho độ rộng của thị trường là tỷ lệ thanh khoản (LR). Đây là chỉ tiêu cho biết mức độ biến động của khối lượng giao dịch ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trên thị trường, LR càng cao cho thấy thanh khoản của thị trường càng tốt.

Hình 4: Phản ứng của tỷ lệ thanh khoản đối với cú sốc chính sách tiền tệ



Nguồn: trích xuất từ phần mềm Eviews 8.0

Hình 4 thể hiện tỷ lệ thanh khoản phản ứng tăng ngay với cú sốc xảy ra của cung tiền từ kỳ đầu tiên và tiếp tục tăng mạnh sau đó, đạt mức tăng 2% sau 20 tháng. Bên cạnh đó, LR cũng có phản ứng đối với cú sốc của với lãi suất liên ngân hàng nhưng chậm hơn và theo chiều ngược

lại. LR bắt đầu giảm sau 3 kỳ và tiếp tục giảm sau đó, đạt mức giảm 1% sau 22 tháng. Từ đó, cho thấy việc nói lỏng CSTT bằng cách gia tăng cung tiền và giảm lãi suất liên ngân hàng có tác động làm tăng tỷ lệ thanh khoản cho TTCK.

Bảng 8: Phân rã phương sai của tỷ lệ thanh khoản

Kỳ	IP	CPI	M2	IR	SR	LR
1	1.923	0.523	3.758	0.224	8.250	85.322
3	3.426	7.426	6.378	2.124	15.755	64.891
6	5.600	9.738	6.725	1.580	13.268	63.088
9	7.148	11.832	7.289	1.515	12.317	59.900
12	8.143	12.524	7.651	1.515	12.086	58.081
24	9.782	11.044	9.219	1.244	11.797	56.915

Nguồn: Trích xuất từ phần mềm Eviews 8.0

Phân rã phương sai của tỷ lệ thanh khoản trong bảng 8 cho thấy tỷ lệ thanh khoản chịu tác động của các biến số trong mô hình ngay từ kỳ thứ nhất và nhanh chóng tăng lên sau đó. Tác động mạnh nhất đến biến động của LR là TSSL của TTCK, giải thích được ngay lập tức 8,2% mức độ biến động của LR và tiếp tục tăng lên sau đó và đạt mức cao nhất là 15,7% sau 3 tháng. Sốic IP giải thích được 2,0% biến động của tỷ lệ thanh khoản ngay từ kỳ thứ nhất và tiếp tục tăng lên đạt mức xấp xỉ 10% sau 24 kỳ. Chỉ số giá hàng tiêu dùng đóng góp 0,5% biến động của LR ngay từ tháng đầu tiên và tiếp tục tăng lên đạt mức cao nhất là 12,5% sau 12 tháng. Cung tiền và lãi suất liên ngân hàng giải thích được hơn 10% mức độ biến động của LR sau 12 tháng.

Tác động của chính sách tiền tệ đến độ sâu của thị trường

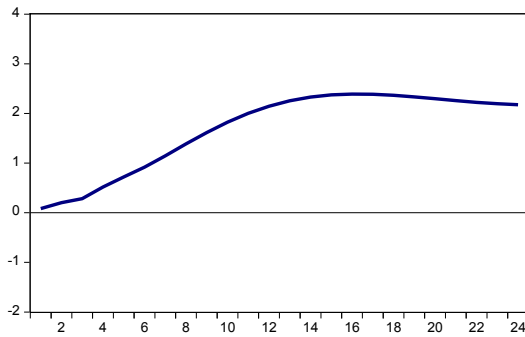
Để đánh giá tác động của CSTT đến độ sâu của TTCK Việt Nam, mô hình VAR04 và VAR05 được ước lượng với ba nhóm biến gồm: biến tỷ lệ luân chuyển cổ phiếu (turnover) và biến chỉ số thanh khoản thị trường (MLI) là các biến đại diện cho độ sâu của thị trường; biến lãi suất liên ngân hàng (IR), biến cung tiền (M2) là nhóm biến đại diện cho CSTT, biến tỷ suất sinh lời của TTCK (SR), biến sản lượng (IP) và biến lạm phát (CPI) là nhóm biến kiểm soát.

Hình 5 cho thấy tỷ lệ luân chuyển cổ phiếu phản ứng mạnh với cú sốc cung tiền từ tháng thứ 3 với mức tăng 0,5% và đạt mức cao nhất tăng 2,5% sau 12 tháng. Ngược lại, turnover lại phản ứng nhẹ đối với sự thay đổi lãi suất liên ngân hàng.

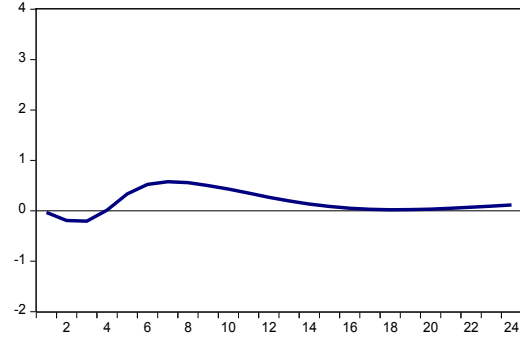
MLI có phản ứng ngược chiều đối với cú sốc cung tiền và cùng chiều với sốc lãi suất liên ngân hàng. MLI giảm 0,16% khi có cú sốc cung tiền và tăng 0,11% khi có cú sốc lãi suất. Điều đó cho thấy khi NHNN thực hiện CSTT mở rộng sẽ tác động làm giảm MLI hay chính là tác động làm gia tăng thanh khoản cho TTCK.

Hình 5: Phản ứng của Turnover và MLI đối với cú sốc chính sách tiền tệ

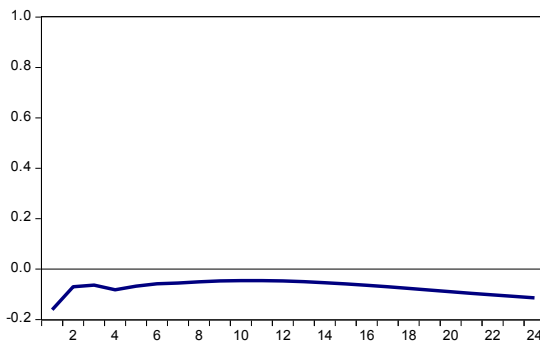
Phản ứng của Turnover do sốc M2



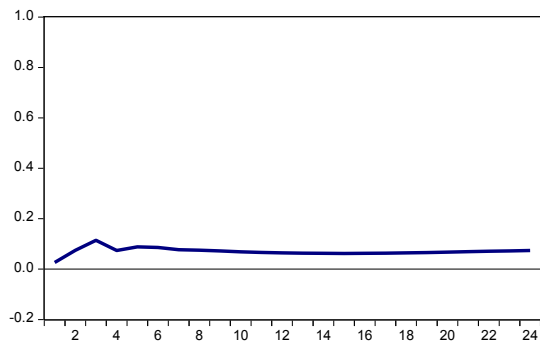
Phản ứng của Turnover do sốc IR



Phản ứng của MLI do sốc M2



Phản ứng của MLI do sốc IR



Nguồn: Trích xuất từ phần mềm Eviews 8.0

Bảng 9 cho thấy mức độ biến động của tỷ lệ luân chuyển cổ phiếu được giải thích nhiều nhất bởi biến tỷ suất sinh lời. Ngay từ kỳ đầu tiên SR đã giải thích được 9,6% mức độ biến động của Turnover và tiếp tục tăng mạnh sau đó, đạt mức cao nhất là 22,3% sau 3 kỳ. Các biến đại diện CSTT giải thích được hơn 11% mức độ biến động của Turnover và 5% mức độ biến động của MLI sau 12 kỳ. biến chỉ số sản xuất công nghiệp giải thích được nhiều nhất sự biến động của MLI ở mức 6,3%.

Bảng 9: Phân rã phương sai của Turnover và MLI

Phân rã phương sai của Turnover						
Kỳ	IP	CPI	M2	IR	SR	TURNOVER
1	0.638	0.079	0.754	0.016	9.655	88.857
3	1.778	1.037	1.250	0.481	22.393	73.060
6	4.311	1.835	2.940	4.853	21.778	64.282
9	5.162	2.524	5.511	4.750	20.739	61.314
12	5.276	3.196	7.003	4.852	20.159	59.514
24	5.381	3.613	7.355	4.988	19.938	58.725
Phân rã phương sai của MLI						
Kỳ	IP	CPI	M2	IR	SR	MLI
1	2.658	0.000	3.074	0.083	0.148	94.037

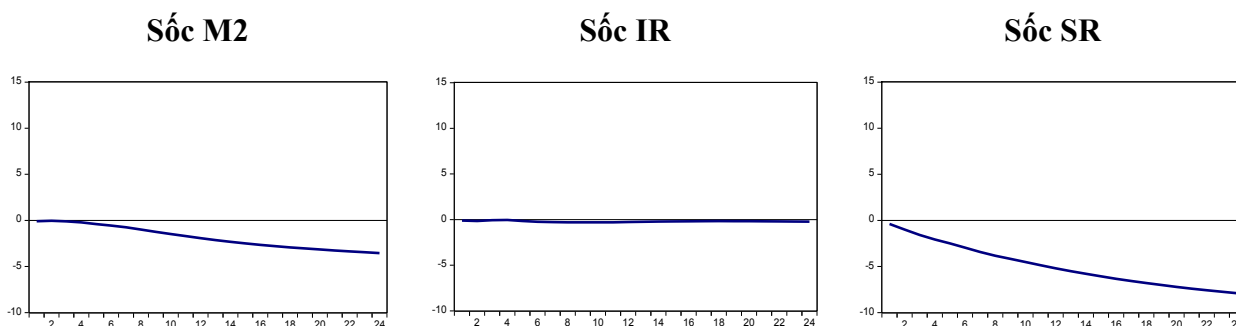
3	2.532	1.508	3.493	0.485	1.383	90.599
6	3.130	3.996	4.590	0.599	2.236	85.449
9	3.230	4.127	4.565	0.805	2.288	84.984
12	3.265	4.138	4.656	0.824	2.283	84.834
24	3.285	4.142	4.759	0.878	2.302	84.634

Nguồn: Trích xuất từ phần mềm Eviews 8.0

Tác động của chính sách tiền tệ đến độ đàn hồi của thị trường

Để đánh giá tác động của các yếu tố CSTT đến độ đàn hồi của thị trường, mô hình VAR05 được ước lượng với biến Ailliq là biến đại diện cho độ đàn hồi của thị trường.

Hình 6: Phản ứng của Ailliq đối với cú sốc chính sách tiền tệ



Nguồn: Trích xuất từ phần mềm Eviews 8.0

Hình 6 thể hiện phản ứng ngược chiều của chỉ số thiếu thanh khoản của Amihud với cú sốc cung tiền từ kỳ thứ 4 và đạt mức giảm 3,5% sau 20 tháng. Tuy nhiên, Ailliq lại không phản ứng với lãi suất liên ngân hàng. Kết quả này cho thấy việc thắt chặt tiền tệ của NHNN bằng cách giảm cung tiền đã tác động làm giảm thanh khoản của TTCK. Ngoài ra, hình 6 còn cho thấy phản ứng mạnh mẽ của Ailliq trước cú sốc tỷ suất sinh lời của TTCK. Chỉ số thiếu thanh khoản của Amihud bắt đầu giảm ngay từ kỳ đầu tiên và tiếp tục giảm mạnh sau đó, đạt mức giảm 7% sau 18 tháng khi có cú sốc tỷ suất sinh lời.

Bảng 10: Phân rã phương sai của AILLIQ

Kỳ	IP	CPI	M2	IR	SR	AILLIQ
1	0.830	0.018	0.141	0.406	6.453	92.151
3	0.815	1.655	0.202	0.484	22.229	74.616
6	6.918	1.730	0.498	0.636	26.939	63.279
9	9.249	2.258	1.617	0.579	29.259	57.039
12	10.417	2.691	2.622	0.522	29.900	53.848
24	12.009	2.839	3.695	0.455	31.149	49.852

Nguồn: Trích xuất từ phần mềm Eviews 8.0

Phân rã phương sai của độ nhạy cảm của giá từ bảng 10 cho thấy cung tiền giải thích được và lãi suất liên ngân hàng chỉ giải thích được xấp xỉ 4% biến động của Ailliq sau 12 tháng,

Trong khi đó, biến động của độ nhạy cảm giá chịu ảnh hưởng mạnh nhất của tỷ suất sinh lời trên TTCK, với mức giải thích đến 30%.

Tóm lại, từ những phân tích lần lượt cho các thước đo thanh khoản (hoặc kém thanh khoản) đại diện cho các đặc tính thanh khoản của TTCK gồm: tính tức thời, độ rộng, độ sâu và độ đàn hồi của thị trường, cho thấy:

- Các thước đo thanh khoản (thiếu thanh khoản) đều có phản ứng cùng chiều trước các cú sốc cung tiền và phản ứng ngược chiều trước các cú sốc của lãi suất liên ngân hàng. Từ đó cho thấy việc CSTT mở rộng (thắt chặt) của NHNN có tác động làm gia tăng (sụt giảm) thanh khoản TTCK Việt Nam. Kết quả ước lượng còn cho thấy phản ứng của các biến số thanh khoản với sốc cung tiền mạnh hơn so với sốc lãi suất liên ngân hàng. Đồng thời, phân rã phương sai cho thấy các biến điều hành CSTT giải thích được khoảng 10% biến động của các biến số thanh khoản (hoặc kém thanh khoản), trong đó M_2 giải thích được nhiều hơn mức độ biến động của các biến thanh khoản so với lãi suất liên ngân hàng. Nguyên nhân là do từ thực tế điều hành CSTT của NHNN Việt Nam, tốc độ tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán đều được công bố vào đầu mỗi năm cho thấy định hướng nói lỏng (thắt chặt) tiền tệ, trong khi đó NHNN lại không có những cam kết rõ ràng đối với các lãi suất điều hành, nhất là lãi suất liên ngân hàng.

- Sốc sản lượng công nghiệp có tác động đến các biến số thanh khoản của thị trường, nhưng lại không có ảnh hưởng rõ ràng đến các biến số thiếu thanh khoản. Cụ thể là tỷ lệ thanh khoản và giá trị giao dịch tăng lên đáng kể sau cú sốc dương của sản lượng công nghiệp. Kết quả này phù hợp với kết quả nghiên cứu của Trần Thị Hải Lý (2015) trên TTCK Việt Nam, Choi và Cook (2006) trên TTCK Nhật Bản, Lu-Andrews và Glascock (2010) trên TTCK Mỹ.

- Biến động của lạm phát cũng có những tác động đáng kể đến cả các biến số thanh khoản và thiếu thanh khoản của thị trường. Trong đó, các biến thanh khoản phản ứng khá mạnh và ngược chiều với lạm phát. Điều đó cho thấy thanh khoản của thị trường phản ứng mạnh tỷ lệ nghịch với chỉ số giá hàng tiêu dùng.

Như vậy, kết quả nghiên cứu về tác động của CSTT đến thanh khoản TTCK Việt Nam phù hợp với các lập luận của lý thuyết cũng như với nghiên cứu thực nghiệm ở tại một số quốc gia khác trên thế giới. Việc mở rộng CSTT tác động tăng thanh khoản thị trường cổ phiếu thông qua làm giảm chi phí giao dịch và chi phí huy động vốn trong ngắn hạn. Còn trong dài hạn CSTT tác động đến hành vi nhà đầu tư và cấu trúc thị trường, từ đó ảnh hưởng đến thanh khoản. Bằng chứng thực nghiệm từ các nghiên cứu tại nhiều thị trường trên thế giới cũng cho thấy điều này.

8. Kết luận và khuyến nghị chính sách

Từ kết quả phân tích phản ứng đầy cho thấy khi NHNN nói lỏng (thắt chặt) CSTT sẽ tác động làm tăng (giảm) thanh khoản TTCK. Tuy nhiên, từ phân rã phương sai cho thấy mức độ tác động của các biến CSTT đến các đặc tính thanh khoản của TTCK Việt Nam chưa cao, chỉ khoảng

từ 8 – 12%. Hơn nữa, trong hai biến nghiên cứu đại diện cho CSTT, cung tiền có tác động đến các biến số thanh khoản mạnh hơn và rõ rệt hơn so với lãi suất liên ngân hàng.

Từ thực tế điều hành của NHNN Việt Nam cho thấy mục tiêu ưu tiên hàng đầu của CSTT là tăng trưởng kinh tế, kiểm soát lạm phát và tạo công ăn việc làm. Tuy nhiên, từ kết quả nghiên cứu cho thấy tác động nhất định của CSTT đối với thanh khoản TTCK. Cơ chế tác động được thể hiện qua mức tăng trưởng tín dụng nói chung và dòng tín dụng chảy vào TTCK nói riêng. Ngoài ra, CSTT của NHNN Việt Nam còn tác động trực tiếp lên điều kiện chặt chẽ hoặc dễ dãi trong hoạt động cho vay của NHTM đối với đầu tư chứng khoán (chẳng hạn như Chi thị 03/2007/CT-NHNN và quyết định 03/2008/QĐ-NHNN). Vì vậy, các nhà điều hành CSTT cần lưu ý đến mục tiêu hỗ trợ sự phát triển TTCK Việt Nam nói chung và gia tăng thanh khoản cho thị trường nói riêng khi xây dựng mục tiêu điều hành CSTT hàng năm.

Ngoài ra, kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra rằng khi có cú sốc xảy ra đối với lạm phát làm các thước đo thanh khoản giảm và thước đo kém thanh khoản tăng. Do đó, việc tiếp tục điều hành nhằm duy trì một tỷ lệ lạm phát ổn định trong dài hạn của NHNN Việt Nam là rất cần thiết, không những hỗ trợ cho kinh tế tăng trưởng mà còn thúc đẩy thanh khoản trên thị trường cổ phiếu. Một khi lạm phát được duy trì ổn định ở mức thấp sẽ thúc đẩy các nhà đầu tư tìm kiếm các kênh đầu tư mới có tỷ suất sinh lời cao hơn so với gửi tiết kiệm ở ngân hàng, một trong các kênh đầu tư đó chính là TTCK.

Tài liệu tham khảo

- [1] Trần Thị Xuân Anh và Ngô Thị Hằng (2012), Lượng hóa tác động của chính sách tiền tệ đến tính thanh khoản của thị trường chứng khoán Việt Nam, *Tạp chí Khoa học và đào tạo ngân hàng*, số 127, tháng 12/2012, trang 24 – 38.
- [2] Trần Thị Hải Lý (2015), Chính sách tiền tệ và thanh khoản của thị trường chứng khoán Việt Nam, *Tạp chí Phát triển kinh tế*, số 26(6), 02-22.
- [3] Nguyễn Hữu Huy Nhật (2013), Nghiên cứu tác động của chính sách tiền tệ đến tính thanh khoản trên thị trường chứng khoán Việt Nam, *Tạp chí Phát triển kinh tế* số 276 (10/2013), 58-74.
- [4] Phạm Thị Tuyết Trinh 2013, *Vai trò của tỷ giá hối đoái trong cơ chế dẫn truyền chính sách tiền tệ Việt Nam*, Luận án Tiến sĩ kinh tế, Trường Đại học Ngân hàng TP.HCM
- [5] Amihud, Y. 2002. Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. *Journal of financial markets*, 5, 31-56.
- [6] Baker, H. K. 1996. Trading location and liquidity: an analysis of US dealer and agency markets for common stocks.
- [7] Baker, H. K. 1996. Trading location and liquidity: an analysis of US dealer and agency markets for common stocks.
- [8] Black, F. 1971. Toward a fully automated stock exchange, Part II. *Financial Analysts Journal*, 27, 24-28.
- [9] Brooks, C. 2008. Introductory Econometrics for Finance.
- [10] Brunnermeier, M. K. và Pedersen, L. H. 2009. Market liquidity and funding liquidity. *Review of Financial studies*, 22, 2201-2238.
- [11] Choi, W. G. và Cook, D. 2006. Stock market liquidity and the macroeconomy: Evidence from Japan. *Monetary Policy with Very Low Inflation in the Pacific Rim, NBER-EASE, Volume 15*. University of Chicago Press.
- [12] Chordia, T.;Sarkar, A. và Subrahmanyam, A. 2005. An empirical analysis of stock and bond market liquidity. *Review of Financial Studies*, 18, 85-129.
- [13] Fernández-Amador, O.;Gächter, M.;Larch, M. và Peter, G. 2013. Does monetary policy determine stock market liquidity? New evidence from the euro zone. *Journal of Empirical Finance*, 21, 54-68.
- [14] Fleming, M. J. và Remolona, E. M. 2001. The term structure of announcement effects.
- [15] Freixas, X.;Martin, A. và Skeie, D. 2011. Bank liquidity, interbank markets, and monetary policy. *Review of Financial Studies*, 24, 2656-2692.

- [16] Goyenko, R. Y. và Ukhov, A. D. 2009. Stock and bond market liquidity: A long-run empirical analysis. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44, 189-212.
- [17] Harris, L. 1990. Liquidity, trading rules and electronic trading systems.
- [18] Jensen, G. R. và Moorman, T. 2010. Inter-temporal variation in the illiquidity premium. *Journal of Financial Economics*, 98, 338-358.
- [19] Kim, J. 2013. How does Stock Market Liquidity Forecast Economic Growth? *European Journal of Business and Management*, 5, 155-164.
- [20] Kumar, G. và Misra, A. K. 2015. Closer View at the Stock Market Liquidity: A Literature Review. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 7, 35-57.
- [21] Lu-Andrews, R. và Glascock, J. L. 2010. Macroeconomic effects on stock liquidity. *Available at SSRN 1662751*.
- [22] Söderberg, J. 2008. Do macroeconomic variables forecast changes in liquidity? An out-of-sample study on the order-driven stock markets in Scandinavia. Centre for Labour Market Policy Research (CAFO), School of Business and Economics, Linnaeus University.

**ĐIỀU HÀNH THÀNH CÔNG CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ
TRONG SỰ PHỐI HỢP ĐỒNG BỘ VỚI MỘT SỐ BIỆN PHÁP HÀNH CHÍNH
SAU KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH TOÀN CẦU**

PGS.TS. Nguyễn Đắc Hưng

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

TS. Lương Văn Hải

Viện Đại học Mở Hà Nội

Tóm tắt

Kể từ sau khi xảy ra cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008 đến nay, có nhiều công cụ được NHTW các nước và NHNN Việt Nam sử dụng phối hợp trong điều hành chính sách tiền tệ, đặc biệt là một số công cụ có tính chất phi truyền thống. Việc sử dụng các công cụ điều hành phi truyền thống như thế nào để cơ chế tác động gián tiếp, hay tác động trực tiếp vào thị trường tiền tệ, vào thanh khoản và lãi suất ngắn hạn theo mục tiêu của chính sách tiền tệ và đảm bảo an toàn hệ thống tài chính là tùy thuộc vào mức độ phát triển và hội nhập của hệ thống tài chính, vào diễn biến kinh tế vĩ mô và một số yếu tố khác. Công cụ dự trữ bắt buộc: về bản chất công cụ này có tính bắt buộc tuân thủ đối với các tổ chức huy động tiền gửi, nhưng về cơ chế tác động thì nó tác động đến cơ sở tiền tệ, đến tín dụng, đến thanh khoản, đến chi phí hoạt động của các TCTD, tức là tác động gián tiếp, hay còn gọi là công cụ điều hành gián tiếp, nhưng tính tuân thủ là bắt buộc. Trong 9 năm gần đây, kể từ năm 2009 đến nay, NHNN Việt Nam giữ ổn định tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với các TCTD, trong khi vẫn linh hoạt điều chỉnh các tỷ lệ của các công cụ khác, đồng thời thực hiện một số biện pháp hành chính nhằm đạt được các mục tiêu trong điều hành chính sách tiền tệ, ổn định hệ thống ngân hàng. Nhìn chung, kể từ năm 2007 đến nay, NHNN đã chủ động, linh hoạt phối kết hợp đồng bộ giữa các công cụ, các nghiệp vụ NHTW và các biện pháp quản lý khác, thực hiện mục tiêu trong điều hành chính sách tiền tệ.

Từ khóa: điều hành chính sách tiền tệ; biện pháp hành chính; phối hợp đồng bộ.

**SUCCESSFUL MONETARY POLICY MANAGEMENT
IN THE CO-OPERATION WITH ADMINISTRATIVE MEASURES
AFTER THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS**

Assoc. Prof., Dr. Nguyen Dac Hung

State Bank of Vietnam

Dr. Luong Van Hai

Hanoi Open University

Abstract

Since the global financial crisis of 2008, there have been many instruments used by central banks in many countries and the SBV to coordinate monetary policy, especially non-traditional instruments. The ways of using non-traditional instruments to both indirectly influence, or directly affect the currency market, liquidity and short-term interest rates in accordance with the objectives of monetary policy and ensuring the stability of the financial system are dependent on the level of development and integration of the financial system, on macroeconomic developments and other factors. Require reserve instrument: This instrument is intrinsically compulsory for deposit receipt organizations, but it also affects monetary base, credit, liquidity, operating expenses of credit institutions, ie indirect effects, or indirect management instruments, but compliance is mandatory. In the past nine years, since 2009, the State Bank of Vietnam (SBV) has kept a stable reserve ratio for credit institutions, while flexibly adjusted the rates of other instruments. Some administrative measures to achieve the objectives of monetary policy management, stabilizing the banking system. In general, since 2007, the State Bank of Vietnam has actively and flexibly coordinated the synchronization between instruments, banking operations and other management measures to achieve the objectives of monetary policy.

Keywords: *Monetary policy management; administrative measures; cooperation.*

Chính sách tiền tệ (CSTT) được hiểu là một trong số các chính sách kinh tế vĩ mô hàng đầu của Nhà nước, mà NHTW thông qua các công cụ của CSTT và nghiệp vụ NHTW thực hiện việc kiểm soát và điều tiết khối lượng tiền cung ứng, nhằm đạt được các mục tiêu KT-XH của đất nước trong từng thời kỳ nhất định (GDP, CPI, việc làm). Khái niệm hay cách hiểu khác theo Luật NHNN Việt Nam, chính sách tiền tệ là các quyết sách về tiền tệ ở tầm quốc gia nhằm thực mục tiêu ổn định tiền tệ. Mục tiêu của chính sách tiền tệ có 3 cấp độ: mục tiêu cao nhất, mục tiêu trung gian và mục tiêu hoạt động. Các công cụ điều hành chính sách tiền tệ bao gồm: dự trữ bắt buộc; lãi suất; tỷ giá; nghiệp vụ thị trường mở, cho vay tái cấp vốn, cho vay tái chiết khấu; nghiệp vụ Swap ...

1. Giai đoạn thực hiện chính sách tiền tệ bình thường trong năm 2007 nhưng đã có dấu hiệu thắt chặt trước khi khủng hoảng tài chính xảy ra

NHNN vẫn giữ nguyên các loại lãi suất chủ đạo và tỷ lệ dự trữ bắt buộc, quy định tỷ lệ cho vay chứng khoán thực hiện trong năm 2007. Tác giả bài viết cho rằng, ở thời điểm này NHNN đã thể hiện việc điều hành chính sách tiền tệ thắt chặt ở một số điểm chủ yếu sau đây: i) tỷ lệ tiền gửi dự trữ bắt buộc tăng gấp gấp 2 lần từ tháng 6/2007 và NHNN đưa ra quyết định tăng tỷ lệ tiền gửi dự trữ bắt buộc, nhưng thời điểm thực hiện là từ đầu tháng 2/2008; ii) NHNN quyết định thay đổi tỷ lệ quy định về dư nợ cho vay chứng khoán trong tổng dư nợ của TCTD; iii) NHNN quyết định mở rộng phạm vi tiền gửi phải nộp dự trữ bắt buộc tại NHNN; iv) Một số biện pháp khác về điều hành hoạt động tín dụng [1].

Với các quyết định điều hành chính sách tiền tệ theo hướng nói trên, diễn biến lãi suất huy động vốn và lãi suất cho vay nội tệ đối với khách hàng của các NHTM trên thị trường vẫn bình thường. Tuy nhiên một tác động không mong đợi đã thấy, đó là thanh khoản của một số NHTM trong khoảng thời gian này đã có biểu hiện căng thẳng hơn so với trước đó. Nguyên nhân của tình trạng này một mặt do tăng trưởng tín dụng của các NHTM cao, mặt khác còn do tính thông lệ là vào thời điểm đầu năm dương lịch và giáp Tết Nguyên đán nên nhu cầu chi tiền mặt của Kho bạc nhà nước, của các doanh nghiệp, của một số tổ chức khác có tiền gửi tại NHTM tăng cao, do đó họ phải tập trung rút tiền gửi tại các NHTM. Tác động tiếp theo của diễn biến này đó là lãi suất trên thị trường liên ngân hàng đã bắt đầu tăng, quy mô vay mượn trên thị trường cũng tăng cao [1].

Trong giai đoạn này tín dụng của các NHTM vẫn tăng trưởng nóng, nhất là dư nợ cho vay bất động sản ở Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh. Riêng tháng 1/2008, dư nợ cho vay của các NHTM trong cả nước tăng thêm 60.000 tỷ đồng. Trước đó, tháng 11 và 12/2007 mỗi tháng dư nợ cho vay cũng tăng thêm 60.000 tỷ đồng. Tính chung trong 3 tháng tổng cộng dư nợ cho vay tăng thêm tới 180.000 tỷ đồng, nên điều hành chính sách tiền tệ phải nhanh chóng chuyển sang thắt chặt.

2. Giai đoạn thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt năm 2008 - 2009 khi xảy ra khủng hoảng tài chính toàn cầu

Dấu hiệu thắt chặt chính sách tiền tệ đã được thực hiện từ tháng 12/2007. Tiếp đó, một trong số tám giải pháp “Kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, bảo đảm an sinh xã hội và tăng trưởng bền vững” được Chính phủ đưa ra ngay từ giữa tháng 3/2008 đó là thực hiện thắt chặt chính sách tiền tệ. Điều này có thể thấy rõ qua các biện pháp đã được NHNN Việt Nam triển khai thực hiện trong các thời điểm điều chỉnh lãi suất cụ thể sau đây:

Bảng 1: Diễn biến lãi suất điều hành của NHNN các năm 2005 đến tháng 9/2008 trước khi xảy ra khủng hoảng tài chính (%/năm)

Thời điểm áp dụng	Lãi suất cơ bản	Lãi suất tái cấp vốn	Lãi suất tái chiết khấu
01/12/2005	8,25	6,50	4,50
01/02/2008	8,75	7,50	6,00
19/5/2008	12,00	13,00	11,00
11/6/2008	14,00	15,00	13,00

Nguồn: Tổng hợp từ trang www.sbv.gov.vn và một số nguồn khác

Bảng 2: Diễn biến các mức lãi suất điều hành của NHNN từ tháng 10/2008 đến tháng 1/2010 (%/năm)

Thời điểm áp dụng	Lãi suất cơ bản	Lãi suất cho vay tối đa	Lãi suất tái cấp vốn	Lãi suất tái chiết khấu
21/10/2008	13,00	19,50	14,00	12,00
05/11/2008	12,00	18,00	13,00	11,00
21/11/2008	11,00	16,50	12,00	10,00
05/12/2008	10,00	15,00	11,00	9,00
22/12/2008	8,50	12,75	9,50	7,50
01/02/2009	7,00	10,50	8,00	6,00

Nguồn: Ngân hàng Nhà nước

Không chỉ điều chỉnh 3 loại lãi suất nói trên, từ tháng 10/2008 khi bị tác động mạnh của khủng hoảng tài chính tiền tệ, NHNN thực hiện tới 5 lần điều chỉnh các loại lãi suất khác. Trong điều hành chính sách tiền tệ, phối hợp với việc điều hành cộng cụ lãi suất nói trên, NHNN còn sử dụng một số biện pháp khác, cụ thể:

- Ngày 17/3/2008, có tổng số 41 TCTD phải mua 20.300 tỷ đồng tín phiếu NHNN bắt buộc, trong đó 3 NHTM NN mỗi ngân hàng phải mua 3.000 tỷ đồng, nhưng NHNO&PTNT Việt Nam, các NHTM CP nông thôn, QTD ND không phải mua tín phiếu loại này [2].

Kể từ ngày 22/12/2008, tỷ lệ dự trữ bắt buộc bằng Đồng Việt Nam không kỳ hạn và có kỳ hạn dưới 12 tháng đối với các TCTD đô thị giảm 3% xuống còn 5%; NHNo&PTNT Việt Nam cũng giảm % xuống còn 2%; của NHTM CP nông thôn và QTD TW, Ngân hàng hợp tác vẫn ở mức 1%; tiền gửi từ 12 tháng trở lên với mức tương ứng còn 2%, 1% và 1% [2].

Cuối năm 2008, NHNN đã thực hiện một loạt quyết định liên tục cắt giảm lãi suất chủ đạo, trong đó có lãi suất cơ bản, cắt giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc. NHNN cũng điều chỉnh giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi VND không kỳ hạn và có kỳ hạn dưới 12 tháng từ 5% xuống còn 3%; đối với tiền gửi VND có kỳ hạn từ 12 tháng trở lên từ 2% giảm xuống 1%/năm; Điều chỉnh giảm lãi suất đối với tiền gửi dự trữ bắt buộc bằng nội tệ từ 8,5%/năm xuống còn 1,2%/năm; điều chỉnh giảm lãi suất tiền gửi vượt dự trữ bắt buộc bằng ngoại tệ của TCTD tại NHNN từ mức 1% xuống 0,1%/năm [2].

- NHNN đã ban hành cơ chế lãi suất thỏa thuận của TCTD đối với cho vay các nhu cầu vốn phục vụ đời sống, cho vay thông qua nghiệp vụ phát hành, sử dụng thẻ tín dụng phù hợp với quy định tại Nghị quyết số 23/2008/QH12 và chỉ đạo của Thủ tướng Chính phủ tại văn bản số 627/VPCP-KTTH ngày 23/1/2009 [2].

- Ngày 23/1/2009, Thủ tướng Chính phủ đã ban hành Quyết định 131/QĐ-TTg, về Hỗ trợ lãi suất 4%/năm cho các tổ chức, cá nhân vay vốn ngân hàng, với thời hạn tối đa là 8 tháng, bắt đầu thực hiện từ ngày 1/2/2009 [2].

Trong giai đoạn này điều hành chính sách tiền tệ của NHNN có đặc điểm nổi bật đó là vừa sử dụng công cụ gián tiếp vừa quay trở lại sử dụng công cụ trực tiếp. Đồng thời tăng cường các biện pháp hành chính khác, như ban hành quy định cấm thu phí,... Các quyết định thắt chặt chính sách tiền tệ trong giai đoạn này làm bộc lộ những hạn chế, bất cập trong quản trị điều hành của không ít NHTM, như quản trị rủi ro thanh khoản, quản trị rủi ro tín dụng, quản trị rủi ro lãi suất,... Một số NHTM cổ phần vay vốn trên thị trường liên ngân hàng với tỷ trọng quá lớn để tăng trưởng dư nợ cho vay nóng; tỷ lệ cho vay bất động sản, cho vay chứng khoán quá lớn, chạy đua tăng lãi suất thu hút tiền gửi trên thị trường,... Trong giai đoạn nghiệp vụ thị trường mở hoạt động với tần suất và quy mô lớn nhất kể từ năm 2009, đứng vai trò rất quan trọng trong đảm bảo thanh khoản cho các TCTD.

Điều hành công cụ dự trữ bắt buộc:

Trong các năm từ 2002 đến tháng 2/2008, trước khi xảy ra khủng hoảng tài chính tại Mỹ, NHNN có xu hướng điều chỉnh tăng tỷ lệ DTBB; đồng thời duy trì tỷ lệ DTBB đối với nội tệ tiền gửi dưới 12 tháng thấp hơn tỷ lệ DTBB tiền gửi ngoại tệ, từ tháng 7/2004 điều chỉnh ngược lại, từ tháng 6/2007 duy trì mức tương đương. Từ tháng 11/2008, NHNN bắt đầu điều chỉnh giảm dần tỷ lệ DTBB, nhưng quy định tỷ lệ DTBB tiền gửi ngoại tệ cao hơn tiền gửi nội tệ. Tỷ lệ tiền gửi DTBB đối với nội tệ được duy trì ổn định ở mức thấp kể từ tháng 3/2009 [2].

Bảng 3: Diễn biến tỷ lệ dự trữ bắt buộc, 2002 - 2011 (%)

Ngày áp dụng	Dưới 12 tháng		Trên 12 tháng	
	VND	Ngoại tệ	VND	Ngoại tệ
Tháng 12/2002	3	5	0	0
Tháng 8/2003	2	4	1	1
Tháng 7/2004	5	8	2	2
Tháng 6/2007	10	10	4	4
Tháng 2/2008	11	11	5	5
Tháng 11/2008	10	9	4	3
Tháng 12/2008	8	9	2	3
Tháng 12/2008	6	7	2	3
Tháng 1/2009	5	7	1	3
Tháng 3/2009	3	7	1	3
Tháng 2/2010	3	4	1	2
Tháng 5/2011	3	6	1	4
Tháng 6/2011	3	7	1	5
Tháng 9/2011	3	8	1	7

Nguồn: Ngân hàng Nhà nước [2]

Nếu xem xét riêng việc điều hành tỷ lệ dự trữ bắt buộc từ khi xảy ra khủng hoảng tài chính toàn cầu đến hết năm 2009 có thể thấy rõ hơn ở bảng sau:

Bảng 4: Diễn biến tỷ lệ DTBB từ tháng 10/2008 đến 2009 (%)

Tỷ lệ DTBB (% tổng số dư tiền gửi phải DTBB)	2007	2008 -2009 (6 lần thay đổi)					
		↑	↓	↓	↓	↓	↓
- Không kỳ hạn và dưới 12 tháng							
+ VND	10	11	10	8	6	5	3
+ Ngoại tệ	10	11	9	9	7	7	7
- Từ 12 -24 tháng							
+ VND	4	5	4	2	2	1	1
+ Ngoại tệ	4	5	3	3	3	3	3

(Nguồn: Ngân hàng Nhà nước) [2]

3. Điều hành các công cụ chính sách tiền tệ trong năm 2010

Về công cụ lãi suất. Các mức lãi suất chủ đạo được điều hành ổn định trong những tháng đầu năm, từ tháng 11/2010 lãi suất cơ bản được nâng từ mức 8%/năm lên 9%/năm. Lãi suất tiền gửi USD của các Tổ chức kinh tế tại các TCTD được quy định là 1%. Từ tháng 4/2010, NHNN hướng dẫn các NHTM và TCTD khác thực hiện lãi suất thỏa thuận trong hoạt động cho vay đối với khách hàng. Song nhìn chung trong năm 2010 lãi suất cho vay và lãi suất tiền gửi của các NHTM đứng ở mức cao, trong 2 tháng cuối năm còn tăng cao hơn, lãi

suất tiền gửi VND cao nhất lên tới 14%/năm và lãi suất cho vay VND cũng lên tới 16-19%/năm [2].

Về công cụ dự trữ bắt buộc. Ngày 18/1/2010, NHNN quyết định điều chỉnh giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc tiền gửi ngoại tệ từ mức 7% xuống 4% đối với kỳ hạn 12 tháng và từ 3% xuống 2% đối với kỳ hạn trên 12 tháng. Tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi nội tệ vẫn được duy trì ở mức thấp: 3% đối với tiền gửi trên 12 tháng của các TCTD đô thị, các TCTD hoạt động ở nông thôn và cho vay lĩnh vực nông nghiệp ở mức 1%... [2]

Về công cụ tỷ giá. Trong năm 2010 tỷ giá trên thị trường tự do tăng trên 10% và tỷ giá giao dịch của các TCTD đối với khách hàng tăng 5,9%. Trong năm 2010 NHNN thực hiện 2 lần điều chỉnh tăng tỷ giá liên ngân hàng, ngày 11/2/2010 điều chỉnh tăng 3,36% và ngày 18/8/2010, điều chỉnh tăng 2,1%. Mục tiêu của việc điều chỉnh nhằm khuyến khích xuất khẩu, hạn chế nhập siêu. Đồng thời giữ ổn định biên độ tỷ giá và đảm bảo yêu cầu ngoại tệ cho các nhu cầu quan trọng, nhu cầu thiết yếu của nền kinh tế [2].

Về nghiệp vụ thị trường mở và cho vay tái cấp vốn. NHNN cũng chủ động điều hành linh hoạt thị trường mở, đảm bảo hỗ trợ vốn khả dụng, khả năng thanh toán cho các NHTM và TCTD với lãi suất phù hợp. Công cụ cho vay tái cấp vốn cũng được sử dụng một cách có hiệu quả theo mục tiêu đã định, mở rộng cho vay tái cấp vốn đối với NHNo&PTNT Việt Nam để mở rộng cho vay nông nghiệp – nông thôn.

Về quản lý hoạt động ngân hàng trong sự phối hợp đảm bảo hiệu quả điều hành các công cụ chính sách tiền tệ năm 2010

Trong năm 2010, NHNN cũng tiếp tục ban hành các văn bản, đưa ra các quy định cụ thể về an toàn phù hợp dần với thông lệ quốc tế; đồng thời tăng cường hoạt động thanh tra giám sát hoạt động của các NHTM, kiên xử lý các trường hợp gây biến động và thiếu an toàn đối với thị trường tiền tệ. Luật NHNN Việt Nam và Luật các TCTD có hiệu lực thi hành từ ngày 1/1/2011, tạo hành lang pháp lý mới cho hoạt động tiền tệ - ngân hàng ở Việt Nam theo yêu cầu hội nhập quốc tế.

Tổng kết lại, hoạt động ngân hàng năm 2010 có một số điểm đáng chú ý sau đây:

Điểm nổi bật thứ nhất đó là thực hiện Nghị định 141 của Chính phủ về mức vốn pháp định của các TCTD với thời hạn hết năm 2010, các NHTM cổ phần phải có số vốn tối thiểu là 3.000 tỷ đồng, nhiều NHTM CP phải chạy đua với nhiều biện pháp khác nhau để tăng vốn theo quy định. Tuy nhiên đến thời điểm chốt, tức là giữa tháng 12/2010, bên cạnh số đông ngân hàng tăng đủ vốn, thậm chí tăng cao mức vốn, thì vẫn còn khoảng gần 10 NHTM CP không tăng đủ vốn, Chính phủ cho gia hạn thời gian tăng vốn cho đến hết năm 2011. [2]

Điểm nổi bật thứ hai đó là từ ngày 1/10/2010 các NHTM phải thực hiện các tỷ lệ an toàn trong hoạt động theo quy định tại Thông tư số 13 của NHNN. Song qua thực tế triển khai với những khó khăn nảy sinh trên thực tế, những phản ánh từ các TCTD và dư luận, theo chỉ đạo của Chính phủ, NHNN đã ban hành Thông tư số 19, điều chỉnh, bổ sung một số quy định về tỷ lệ an toàn tại Thông tư 13 [2].

Điểm nổi bật thứ ba là về lãi suất. Từ đầu năm cho đến tháng 10/2010, thực hiện Nghị quyết của Chính phủ và các chỉ tiêu được Quốc hội thông qua, NHNN thực hiện chính sách tiền tệ linh hoạt, nhằm góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, kiềm chế lạm phát, đảm bảo an sinh xã hội. Trong giai đoạn này lãi suất cơ bản được giữ ổn định ở mức 8%/năm. Các loại lãi suất chủ đạo khác của NHNN cũng được duy trì ổn định. Lãi suất huy động vốn và lãi suất cho vay của các TCTD đối với khách hàng đứng ở mức cao. Lãi suất huy động vốn nội tệ cao nhất lên tới 11 – 12%/năm, USD khoảng 4,5%/năm; lãi suất cho vay nội tệ 14 – 15%/năm và cho vay USD khoảng 6-7%/năm. Song do những diễn biến mới của nền kinh tế, lạm phát có xu hướng gia tăng, từ tháng 11/2010, NHNN đã phải chuyển ngay sang hướng điều hành chính sách tiền tệ thắt chặt, nhằm kiềm chế lạm phát. Lãi suất cơ bản được tăng lên 9%/năm. Lãi suất của các TCTD cũng biến động mạnh. Lãi suất huy động vốn nội tệ cao nhất lên tới 14%/năm, thậm chí cá biệt có thời điểm lên tới 17%/năm. Lãi suất huy động USD lên tới 5,0 – 5,2%/năm. Lãi suất cho vay nội tệ lên tới 16 - 20%/năm. Lãi suất cho vay USD tăng lên trên 7%/năm. Đây là các mức lãi suất cao nhất trong khu vực và tương đương với lãi suất của năm 2008 [2].

Về cơ chế điều hành lãi suất có nhiều văn bản dưới luật về vấn đề này. Tại Quyết định số 16/2008/QĐ-NHNN, ngày 16/5/2008, lãi suất tiền gửi và tiền vay của khách hàng tại các NHTM bị khống chế, không quá 150% lãi suất cơ bản do NHNN công bố trong từng thời kỳ. Tại Thông tư số 12/2010/TT-NHNN, ngày 14/4/2010, các TCTD được phép cho vay theo lãi suất thỏa thuận, nhưng lãi suất huy động vẫn bị khống chế bởi Quyết định 16/2008. Song tại công văn số 9779/NHNN-CSTT, lãi suất huy động được ấn định không quá 14%/năm. Tuy nhiên theo Điều 91, Luật các TCTD năm 2010 có hiệu lực thi hành từ 1/1/2011, quy định: “TCTD được quyền ấn định và phải niêm yết công khai mức lãi suất huy động vốn, mức phí cung ứng dịch vụ trong hoạt động kinh doanh của TCTD. TCTD và khách hàng có quyền thỏa thuận về lãi suất, phí cấp tín dụng trong hoạt động ngân hàng của TCTD theo quy định của pháp luật”. Luật cũng quy định” Trong trường hợp hoạt động ngân hàng có diễn biến bất thường, để đảm bảo an toàn hệ thống TCTD, NHNN có quyền quy định cơ chế xác định phí, lãi suất trong hoạt động kinh doanh của TCTD” [2].

Điểm đáng chú ý thứ năm đó là về diễn biến của giá vàng. Trong năm giá vàng thị trường trong nước thời điểm cao nhất tăng tới 36,72% so với đầu năm 2010 tác động lớn đến tâm lý của người dân về sự mất giá vào đồng tiền Việt Nam, tạo thêm áp lực tăng lãi suất huy động vốn của NHTM. Một lượng tiền đáng kể được người dân đầu tư vào vàng, vốn huy động khan hiếm, góp phần tạo sức ép tăng lãi suất.

Tính chung trong năm 2010 giá vàng tăng tới 36,72%, thấp hơn mức tăng 64,32% của năm 2009; trong cả thời kỳ 2001 – 2010 giá vàng tăng 7,3 lần [4].

Điểm nổi bật thứ sáu, Chính phủ đã ban hành Nghị định 41/2010/NĐ-CP về chính sách tín dụng nông nghiệp- nông thôn thay cho Quyết định 67/TTg, đang đi vào cuộc sống. NHNN giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với các TCTD đầu tư vốn vào nông nghiệp – nông thôn, khuyến khích mở rộng đầu tư vốn, tăng dư nợ cho vay đối với khu vực này. Bên cạnh

đó NHNN cũng cho vay tái cấp vốn hàng chục tỷ đồng đối với NHNo&PTNT Việt Nam, TCTD có mạng lưới lớn nhất, quy mô dư nợ cho vay lớn nhất đối với nông nghiệp – nông thôn [2].

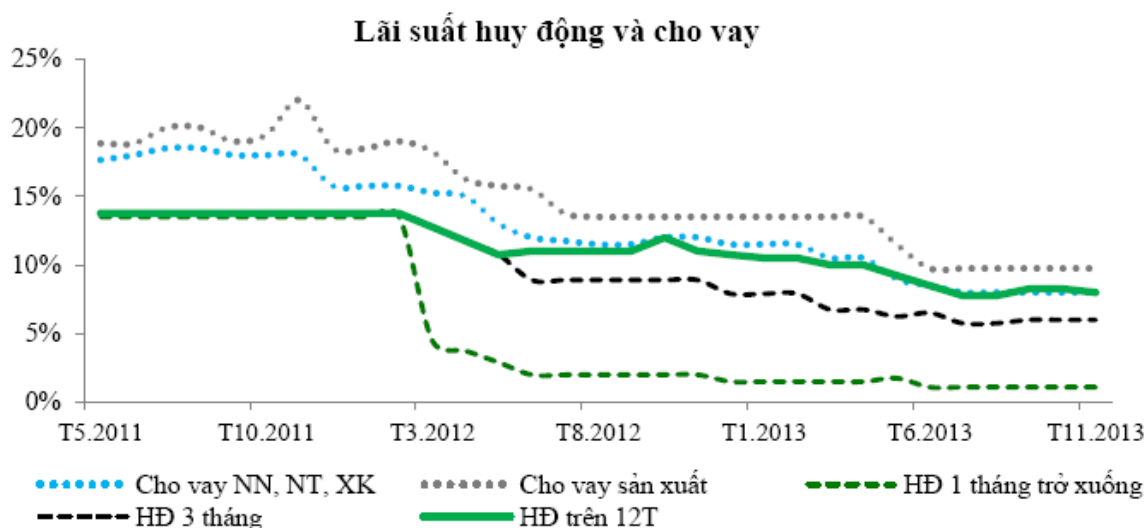
Điểm nổi bật thứ bảy đó là, trong bối cảnh môi trường kinh tế vĩ mô có nhiều khó khăn, nhưng các NHTM và TCTD khác tiếp tục nâng cao năng lực cạnh tranh, đẩy mạnh huy động vốn và đầu tư có hiệu quả cho nền kinh tế nói chung và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế nói riêng, kinh doanh có lãi.

4. Điều hành các công cụ chính sách tiền tệ từ năm 2011 đến nay

4.1. Điều hành công cụ lãi suất

Từ cuối năm 2011, đầu năm 2012, NHNN thực hiện đồng bộ các biện pháp điều hành giảm lãi suất của hệ thống ngân hàng trong nền kinh tế. Từ cuối năm 2013 đến nay lãi suất tương đối ổn định.

Hình 1: Diễn biến một số loại lãi suất nội tệ chủ yếu, 2011 - 2013



Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ trang www.sbv.gov.vn và báo cáo của Vietcombank [2]; [3]

Với Thông tư số 09/2011, NHNN quy định kể từ ngày 14/4/2011, lãi suất tiền gửi Đô la Mỹ tối đa của Tổ chức tại TCTD không quá 1%/năm và của cá nhân không quá 3,0%/năm. Tiếp đến với Thông tư số 14/2011, kể từ ngày 2/6/2011, hai mức lãi suất nói trên lần lượt được điều chỉnh xuống còn 0,5%. [2]

Năm 2012, NHNN thực hiện 6 lần cắt giảm lãi suất điều hành, năm 2013 thực hiện 1 lần; trong năm 2014, thực hiện 2 lần; các năm 2015-2016 giữ ổn định lãi suất. Ngày 7/7/2017, NHNN Việt Nam đã có các quyết định điều chỉnh giảm một số mức lãi suất điều hành và lãi suất cho vay lĩnh vực ưu tiên, có hiệu lực từ ngày 10/7/2017. Theo đó, NHNN quyết định giảm 0,25%/năm các mức lãi suất điều hành gồm lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu, lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng và cho vay bù đắp thiếu hụt vốn trong thanh toán bù trừ của NHNN Việt Nam đối với các TCTD; giảm 0,5%/năm lãi suất

cho vay ngắn hạn tối đa VND của TCTD đối với khách hàng vay để đáp ứng nhu cầu vốn phục vụ một số lĩnh vực, ngành kinh tế [2].

4.2. Điều hành công cụ dự trữ bắt buộc

NHNN đã có Quyết định số 750/QĐ-NHNN, ngày 9/4/2011 điều chỉnh tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc USD thực hiện từ tháng 5/2011, từ 4% lên 6%, tăng 2%. Đối với NHNO&PTNT Việt Nam, QTD TW, NH HTX tăng từ 3% lên 5%. Tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi từ 12 tháng trở lên bằng USD cũng lần lượt tăng từ 2% lên 4% và từ 1% lên 3% trên tổng số dư tiền gửi phải DTBB. Từ kỳ dự trữ tháng 9/2011, tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi USD áp dụng, lần lượt tăng từ 6 lên 8%, từ 5 lên 7%, hai mức còn lại tăng từ 4 và 3% lên 5%. NHNN cũng giảm lãi suất tiền gửi vượt dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi USD của các TCTD tại NHNN từ 0,1%/năm xuống 0,05%/năm, áp dụng từ kỳ dự trữ bắt buộc tháng 10/2011. [2]

Tỷ lệ dự trữ bắt buộc hiện nay các TCTD đang thực hiện cụ thể như sau: tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi bằng VND áp dụng theo QĐ 379/QĐ-NHNN ngày 24/2/2009 (áp dụng từ kỳ dự trữ tháng 3/2009), tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi bằng USD áp dụng theo QĐ 1925/QĐ-NHNN ngày 26/8/2011 (áp dụng từ kỳ dự trữ tháng 9/2011). Mức cụ thể xem ở bảng dưới đây [2]:

Bảng 5: Tỷ lệ dự trữ hiện hành

Loại TCTD	Tiền gửi VND		Tiền gửi ngoại tệ	
	Không kỳ hạn và dưới 12 tháng	Từ 12 tháng trở lên	Không kỳ hạn và dưới 12 tháng	Từ 12 tháng trở lên
Các NHTM Nhà nước (không bao gồm NHNo & PTNT), NHTMCP đô thị, chi nhánh ngân hàng nước ngoài, ngân hàng liên doanh, công ty tài chính, công ty cho thuê tài chính	3%	1%	8%	6%
Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển nông thôn	1%	1%	7%	5%
NHTMCP nông thôn, ngân hàng hợp tác, QTDND TW	1%	1%	7%	5%
TCTD có số dư tiền gửi phải tính dự trữ bắt buộc dưới 500 triệu đồng, QTDND cơ sở, Ngân hàng Chính sách xã hội	0%	0%	0%	0%

Nguồn: NHNN Việt Nam [2]

Tỷ lệ dự trữ bắt buộc cũng được điều chỉnh theo hướng khuyến khích các TCTD mở rộng huy động vốn cho vay nông nghiệp, nông thôn. Theo đó các tỷ lệ nói trên là áp dụng đối với các TCTD ở đô thị, còn TCTD có tỷ trọng cho vay khá nông nghiệp – nông thôn thì chỉ ở mức 1 % đối với nội tệ và 7% đối với USD. Việc điều hành có tính chất định hướng này còn kết hợp với điều hành lãi suất [2].

Ngoài ra, để hỗ trợ phát triển nông nghiệp nông thôn, Thông tư 20/2010/TT-NHNN ngày 29/9/2010 còn quy định áp dụng tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi VND chỉ bằng 1/20 mức thông thường đối với TCTD có tỷ trọng dư nợ cho vay phát triển nông nghiệp, nông thôn từ 70% trở lên, hoặc bằng một phần năm mức thông thường đối với TCTD có tỷ trọng

đư nợ cho vay phát triển nông nghiệp, nông thôn từ 40% đến dưới 70%. Trên thực tế, đã có những TCTD đáp ứng yêu cầu và được áp dụng tỷ lệ dự trữ bắt buộc thấp như Agribank, LienVietPostBank, Kienlongbank, MDB (đã sáp nhập vào HDBank), MHB (đã sáp nhập vào BIDV) [2].

Trong điều hành tỷ lệ dự trữ bắt buộc, NHNN chủ động tạo khoảng cách chênh lệch xa giữa tiền gửi nội tệ và tiền gửi ngoại tệ, theo hướng tạo sự hấp dẫn tiền gửi nội tệ, khuyến khích gửi nội tệ vào NHTM, ngược lại không khuyến khích tiền gửi USD nhằm mục tiêu chống đô la hóa nền kinh tế. Mục tiêu này còn được kết hợp với điều chỉnh lãi suất tiền gửi VND và tiền gửi USD.

Để phù hợp với yêu cầu thực tiễn tái cơ cấu TCTD, ngày 4/12/2015, NHNN ban hành Thông tư số 23/2015/TT-NHNN sửa đổi, bổ sung một số điều của quy chế dự trữ bắt buộc đối với các TCTD. Theo quy định trước đó, trường hợp TCTD bị đặt vào tình trạng kiểm soát đặc biệt, Thống đốc NHNN sẽ xem xét quyết định giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc cho các TCTD đến mức tối thiểu 0%. Thông tư 23 có hiệu lực từ ngày 28/1/2016, tiếp tục kế thừa cơ chế trên, đồng thời mở rộng với quy định: đối với TCTD đang thực hiện phương án cơ cấu lại đã được phê duyệt, TCTD tham gia cơ cấu lại TCTD yếu kém theo chỉ định, Thống đốc NHNN xem xét quyết định giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc cụ thể cho từng TCTD. [2]

Với quy định trên, NHNN tiếp tục có thêm cơ chế tạo khả năng hỗ trợ cho các TCTD thực hiện tái cơ cấu, đặc biệt là với những trường hợp nhận hoặc được chỉ định tham gia tái cơ cấu NHTM yếu kém thời gian qua.

4.3. Điều hành công cụ tỷ giá kết hợp với quản lý ngoại hối

Từ ngày 11/2/2011 NHNN điều chỉnh tăng 9,3% tỷ giá liên ngân hàng và thu hẹp biên độ giao dịch tỷ giá VND/USD của các NHTM với doanh nghiệp cũng như khách hàng nói chung từ $\pm 3\%$ xuống còn $\pm 1\%$ [2].

Ngày 29/4/2011 NHNN ban hành Thông tư số 11/2011/TT-NHNN quy định về chấm dứt huy động và cho vay vốn bằng vàng của TCTD. Theo quy định, TCTD không được thực hiện cho vay vốn bằng vàng đối với khách hàng và các TCTD khác [2].

Năm 2012 tỷ giá chỉ biến động 1% so với mức biến động 3% xác định hồi đầu năm của NHNN, đặc biệt khác xa lo ngại của giới phân tích với phá giá dự đoán từ 8 – 10%. Dù trong năm có xuất hiện một số đợt sóng, song thị trường nhanh chóng lùi về mốc ban đầu [4].

Năm 2013, NHNN điều chỉnh 1 lần tăng 1% tỷ giá bình quân liên ngân hàng vào ngày 27/6/2013, lên mức 21.036 VND/USD, sau 1,5 năm ổn định ở mức 20.828 VND/USD [2]; [3].

Năm 2014, NHNN cũng chỉ thực hiện 1 lần điều chỉnh tăng 1% tỷ giá bình quân thị trường liên ngân hàng vào ngày 19/6/2014. [2]

Năm 2015, NHNN 3 lần điều chỉnh tỷ lệ bình quân liên ngân hàng vào các tháng 1, tháng 5 và tháng 8/2015; NHNN cũng 2 lần nới rộng biên độ giao dịch tỷ giá từ mức $\pm 1\%$ lên $\pm 2\%$ và $\pm 3\%$ [2].

Năm 2016, ngay từ đầu năm 2016, NHNN thực hiện công bố tỷ giá trung tâm biến động linh hoạt hàng ngày theo sát diễn biến thị trường trong, ngoài nước và phù hợp với mục tiêu điều hành chính sách tiền tệ. So với đầu năm, tỷ giá VND/USD cuối năm 2016 tăng khoảng 1,1 - 1,2%. Thanh khoản thị trường tốt, các nhu cầu ngoại tệ hợp pháp được đáp ứng đầy đủ, kịp thời [2].

Năm 2017, NHNN giữ ổn định tỷ giá.

4.4. Về nghiệp vụ thị trường mở, cho vay tái cấp vốn

Về bản chất, đây là các công cụ gián tiếp vì tác động gián tiếp vào thị trường, vào thanh khoản và lãi suất ngắn hạn. Song trong trường hợp NHTW chủ động cho vay, trực tiếp hỗ trợ thanh khoản cho riêng NHTM nào đó thì điều hành có dáng dấp công cụ trực tiếp.

Công cụ này trong các năm gần đây được NHNN tăng quy mô giao dịch, tăng số phiên giao dịch và linh hoạt khác trong điều hành, xử lý có hiệu quả vấn đề thanh khoản, vấn đề lãi suất trên thị trường tiền tệ; riêng trong 5 năm gần đây 2011 – 2015 đã được sử dụng khá tốt cho trung hòa khối lượng tiền đưa ra để mua trên USD tăng cường cho quỹ dự trữ ngoại tệ nhưng không gây ra lạm phát tiền tệ; đồng thời hỗ trợ thanh khoản cho một số NHTM trong một số thời điểm phải kiểm soát đặc biệt, thời điểm cuối năm...

4.5. Về nghiệp vụ Swap

Từ năm 2009 đến nay, NHNN thực hiện nghiệp vụ Swap để hỗ trợ khả năng thanh toán cho các NHTM thiếu hụt vốn khả dụng nhưng dư thừa nguồn ngoại tệ, số dư ngoại tệ hoán đổi năm 2009 là 1,5 tỷ USD, năm 2010 là 125 triệu USD, hai năm gần đây: 2011 – 2012 kết quả không ổn định. Trong các năm 2013 – 2015 hầu như các NHTM không phải sử dụng nghiệp vụ này [2].

Kiểm soát tăng trưởng tín dụng, điều chỉnh cơ cấu, nâng cao chất lượng tín dụng:

Một giải pháp khác cũng đang được các NHTM chấp hành triển khai theo Chỉ thị 01 của Thống đốc NHNN, đó là xây dựng lại kế hoạch tăng trưởng tín dụng năm 2011 không quá 20% so với cuối năm 2010, thực tế đến hết năm 2011 tín dụng tăng khoảng trên 12% [2]

Về chiến lược kinh doanh, đồng thời để đảm bảo an toàn hoạt động ngân hàng và thực hiện Nghị quyết 11, các NHTM đều điều chỉnh phần lớn tăng trưởng tín dụng trong năm nay sang tập trung cho sản xuất, khu vực nông nghiệp - nông thôn, sản xuất và thu mua hàng xuất khẩu, công nghiệp hỗ trợ và DNNVV, với kỳ vọng sẽ góp phần rất lớn vào tăng trưởng tạo ra nhiều hàng hóa cho thị trường.

Theo quy định trong Chỉ thị 01 của Thống đốc NHNN, đến 30/6/2011, tỷ trọng dư nợ cho vay lĩnh vực phi sản xuất của các TCTD so với tổng dư nợ tối đa là 22% và đến 31/12/2011 tối đa là 16%, trong đó tập trung là hạn chế cho vay chứng khoán và đầu tư bất động sản [2].

5. Kết quả nghiên cứu

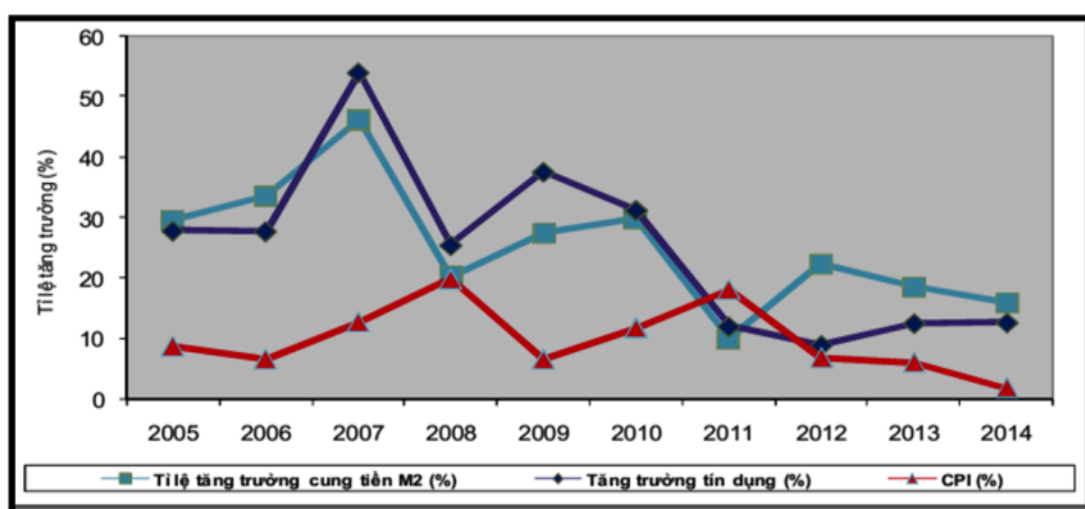
5.1. Về kết quả tổng quát

5.2.1. NHNN đạt được mục tiêu cao nhất trong điều hành chính sách tiền tệ và quản lý hoạt động ngân hàng, đó là ổn định tiền tệ, hỗ trợ thúc đẩy tăng trưởng bền vững, góp phần bảo đảm an sinh xã hội và hệ thống TCTD phát triển an toàn, lành mạnh.

(1) Về thực hiện mục tiêu cao nhất trong điều hành chính sách tiền tệ

Có thể tham khảo biểu đồ về mối quan hệ giữa tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán (TPTTT), tín dụng (dư nợ cho vay), CPI dưới đây:

Hình 2: Mối quan hệ giữa tăng trưởng TPTTT, tín dụng và CPI, 2005-2014



Nguồn: Tổng cục Thống kê và NHNN [2]; [4]

Trong 4 năm gần đây (2013-2017), tổng phương tiện thanh toán, tín dụng đối với nền kinh tế của hệ thống NH đều đạt mức tăng trưởng theo dự kiến từ đầu năm. Theo số liệu của NHNN, tính đến ngày 20/9/2017, tín dụng tăng 11,02% so với cuối năm 2016 - là mức tăng cao so với các năm gần đây (cùng kỳ năm 2016 tăng 10,46% và cùng kỳ năm 2015 tăng 10,78%). Cơ cấu tín dụng tập trung chủ yếu vào lĩnh vực SXKD, trong đó, tín dụng đối với một số ngành kinh tế trọng điểm và lĩnh vực ưu tiên tăng cao hơn so với mức tăng chung của toàn hệ thống [2].

(2) Hệ thống NHTM nâng cao năng lực cạnh tranh, trong đó các NHTM NN và có vốn NN tiếp tục giữ vị trí hàng đầu về thị phần. Hoạt động của các TCTD đóng góp tích thực hiện hiện chính sách tiền tệ, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, kiểm soát lạm phát.

Hoạt động của các NHTM nói chung và phân chia thị phần trong cạnh tranh của 10 NHTM lớn nhất:

Sau quá trình sáp nhập, hợp nhất, NHNN mua lại,...đến nay các chỉ tiêu chủ yếu về hoạt động của các NHTM: tổng tài sản, mạng lưới, dịch vụ ngân hàng hiện đại và tiện ích,... đều tăng trưởng cao. Môi trường hoạt động ngân hàng nói chung, môi trường cạnh tranh nói

riêng ngày càng lành mạnh hơn. Các NHTM về cơ bản đang cạnh tranh bình đẳng, đáp ứng nhu cầu vốn thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Theo số liệu của NHNN về một số chỉ tiêu cơ bản của hệ thống các TCTD tính đến hết ngày 31/5/2017, theo đó, tổng tài sản có của toàn hệ thống TCTD đã đạt 8,97 triệu tỷ đồng, tăng 5,45% so với hồi đầu năm. Nhiều khả năng đến thời điểm hiện tại, tổng tài sản của hệ thống đã vượt 9 triệu tỷ đồng.

Đi sâu hơn, đến hết ngày 31/5/2017, tổng tài sản của nhóm NHTM Nhà nước đạt 4,07 triệu tỷ đồng, trong khi đó, tổng tài sản của nhóm NHTM Cổ phần đạt 3,6 triệu tỷ đồng, tăng lần lượt 5,54% và 5,49%. Nhóm các ngân hàng liên doanh, nước ngoài đạt tổng tài sản 858 nghìn tỷ đồng, tăng 3,6%. Song song, nhóm công ty tài chính, cho thuê tài chính đạt tổng tài sản 126 nghìn tỷ đồng, tăng 10,19% [2].

Về vốn tự có, toàn hệ thống TCTD đạt tổng vốn tự có 681 nghìn tỷ đồng, tăng 6,52%, trong đó dẫn đầu là nhóm NHTM Cổ phần với 269 nghìn tỷ đồng, tăng 6,03%; theo sau là nhóm NHTM Nhà nước với 242 nghìn tỷ đồng, tăng 5,7%. Nhóm ngân hàng liên doanh, nước ngoài ghi nhận mức tăng vốn tự có ấn tượng với 10,17%, đạt 144 nghìn tỷ đồng. Trong khi nhóm công ty tài chính, cho thuê tài chính gần như không tăng [2].

Về vốn điều lệ, toàn hệ thống TCTD vẫn duy trì tốc độ gia tăng “ì ạch” 2,28%, đạt 499 nghìn tỷ đồng. Dẫn đầu tiếp tục là nhóm NHTM Cổ phần với 103 nghìn tỷ đồng, tăng 1,24%, trong khi nhóm NHTM Nhà nước đạt 147 nghìn tỷ đồng, tăng 0,76%. Nhóm ngân hàng liên doanh, nước ngoài một lần nữa dẫn đầu về tốc độ tăng trưởng vốn điều lệ với mức tăng 7,51%, đạt gần 112 nghìn tỷ đồng. Đáng chú ý, vốn điều lệ của các công ty tài chính, cho thuê tài chính bất ngờ giảm 2,52%, còn 19,2 nghìn tỷ đồng. [2]

5.2.2. NHNN đạt được mục tiêu trung gian trong điều hành chính sách tiền tệ và hoạt động ngân hàng: lãi suất giảm dần và ổn định, tỷ giá cũng ổn định và nằm trong tầm kiểm soát

Nếu như lãi suất trên thị trường: Lãi suất huy động vốn, lãi suất cho vay của các TCTD,... năm 2011 còn ở mức rất cao thì từ đầu năm 2012 đã giảm dần trong các năm 2013-2014, khá ổn định và giảm nhẹ trong các năm 2015 - 2017. Các mức lãi suất hiện nay thấp nhất trong hơn 10 năm qua. Hiện mặt bằng lãi suất cho vay đối với các lĩnh vực ưu tiên ở mức: ngắn hạn 6 - 6,5%/năm, trung và dài hạn 8-10,5%/năm; đối với SXKD thông thường, khoảng 6,8 - 9%/năm đối với ngắn hạn; 9,3 - 11%/năm đối với trung dài hạn. [2]

5.2.3. NHNN thành công lớn trong thực hiện được mục tiêu trực tiếp của đề án tái cơ cấu hay thực hiện có hiệu quả các giải pháp của đề án tái cơ cấu TCTD

Theo số liệu của NHNN, tính đến nay có 17 TCTD, chi nhánh NH nước ngoài giảm thông qua sáp nhập, hợp nhất, rút giấy phép, đặc biệt là các NHTMCP yếu kém. NHNN chỉ đạo nợ xấu được xử lý quyết liệt và đạt được mục tiêu đề ra. Theo đánh giá và xác định của NHNN, thì nợ xấu của các đến cuối tháng 9/2012 là gần 465.000 tỷ đồng, tương đương 17,21% tổng dư nợ. Đến hết tháng 9/2017 tỷ lệ nợ xấu của hệ thống TCTD Nợ xấu theo báo cáo khoảng 2,9% so với tỷ lệ cuối (năm 2016 khoảng 2,6% [2].

6. Kết luận và hàm ý chính sách

6.1. Dự báo và hàm ý chính sách thời gian tới

6.1.1. NHNN tăng cường và tiếp tục nâng cao chất lượng hoạt động thanh tra giám sát ngân hàng theo các tiêu chuẩn quốc tế, gắn liền với đó là tiếp tục hoàn thiện các quy định phát luật và quản lý tiền tệ, hoạt động ngân hàng, nâng cao chất lượng cán bộ thanh tra và chất lượng thanh tra giám sát, hỗ trợ hiệu quả cho xây dựng và điều hành chính sách tiền tệ.

Hoạt động thanh tra giám sát nên chuyển sang theo hướng giám sát rủi ro, giám sát theo Basel II và thực hiện có hiệu quả kế hoạch đổi mới, nâng cao chất lượng thanh tra sau kiến nghị của Thanh tra Chính phủ. Hoạt động mua bán lại, sáp nhập TCTD không diễn ra như các năm qua. Tuy nhiên việc chuyển nhượng cổ phần, cổ phiếu và hoạt động đầu tư vào NHTM CP sẽ diễn ra thường xuyên hơn trên thị trường chứng khoán. Do đó, hoạt động quản lý nhà nước đối với các NHTM và TCTD nói chung cần chuyển hướng mạnh hay tập trung vào các nội dung được đề cập nói trên.

6.1.2. Chính phủ, các bộ ngành và các địa phương tạo điều kiện cho NHNN, các TCTD tăng cường tiếp tục xử lý nợ xấu theo Nghị quyết 42 của Quốc hội; các TCTD chính mình phải chủ động phòng ngừa, ngăn chặn nợ xấu thông qua nâng cao năng lực quản trị điều hành, đặc biệt là quản trị rủi ro theo thông lệ quốc tế, góp phần nâng cao hiệu quả điều hành các công cụ chính sách tiền tệ trong giai đoạn hiện nay

Để xử lý nợ xấu một cách triệt để, bền vững, ngăn chặn nguy cơ nợ xấu quay trở lại đòi hỏi cần có sự tham gia, hỗ trợ tích cực của các cơ quan, bộ, ngành, địa phương và doanh nghiệp trong việc phục hồi, hỗ trợ sản xuất kinh doanh, xử lý hàng tồn kho, xử lý nợ trong xây dựng cơ bản, thúc đẩy đầu tư, tiêu dùng, tháo gỡ khó khăn cho thị trường bất động sản...

TCTD cần quyết liệt và có các biện pháp cụ thể hơn trong xử lý nợ xấu theo Nghị quyết 42 của Chính phủ; tăng cường kiểm tra và kiểm soát nội bộ trong hoạt động cho vay.

6.1.3. Chính phủ, NHNN tiếp tục tạo môi trường cạnh tranh hoạt động ngân hàng sôi động hơn, lành mạnh hơn, đáp ứng nhu cầu nền kinh tế hội nhập rộng hơn trong thời gian tới

Tiếp tục cho phép các nhà đầu tư nước ngoài mua cổ phần mới trong các NHTM chưa có nhà đầu tư nước ngoài, tăng tỷ lệ sở hữu của đối tác nước ngoài trong các NHTM CP; tiếp tục lựa chọn cho phép mở Ngân hàng 100% vốn nước ngoài, chi nhánh ngân hàng nước ngoài tại Việt Nam.

Nhà nước nên giảm tỷ lệ sở hữu trong các NHTM CP hiện nay, chỉ nên giữ tối đa tỷ lệ 55-60% trong khoảng 2 NHTM. Bên cạnh đó tiếp tục rà soát lại các quy định pháp luật đảm bảo cạnh tranh bình đẳng và sôi động hơn giữa các NHTM.

Chính phủ cần tái cơ cấu mạnh hơn đối với Ngân hàng Phát triển Việt Nam cũng như tín dụng nhà nước; mở rộng hoạt động và nâng cao vai trò của NHCS XH Việt Nam, hỗ trợ phát triển bền vững hệ thống QTD ND.

6.1.4. Điều hành chính sách tiền tệ và quản lý hoạt động ngân hàng cần hướng vào việc khai thác lợi thế của Việt Nam trong quá trình hội nhập sâu rộng kinh tế quốc tế

Trong điều hành chính sách tiền tệ theo hướng chuyển dần sang các công cụ gián tiếp, nên có định hướng sử dụng các công cụ: dự trữ bắt buộc, cho vay tái cấp vốn,... hướng dòng vốn ưu tiên vào lĩnh vực công nghiệp phụ trợ, sản xuất nông nghiệp ứng dụng công nghệ cao, vào chế biến nông lâm thủy hải sản theo tiêu chuẩn quốc tế.

Trong quản lý hoạt động ngân hàng cần hướng các NHTM tiếp tục mở rộng mạng lưới ở nông thôn, tiếp tục đầu tư hiện đại hóa công nghệ ngân hàng, mở rộng các dịch vụ ngân hàng tiện ích và hiện đại.

Cần tiếp tục phát triển về chất lượng hệ thống QTDND, cơ cấu lại NH Phát triển Việt Nam và tái cơ cấu tín dụng nhà nước, mở rộng hoạt động của NHCSXH Việt Nam.

Kết luận

Sau khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008, điều hành các công cụ chính sách tiền tệ của NHTW có những thay đổi về khung điều hành cũng như cách thức sử dụng. NHNN Việt Nam cũng đã chủ động, linh hoạt điều hành các công cụ lãi suất, tỷ giá, dự trữ bắt buộc, tín dụng,... góp phần đạt được các mục tiêu phát triển kinh tế - xã hội hàng năm, kiểm soát lạm phát, nâng cao giá trị Đồng Việt Nam và phù hợp với các diễn biến kinh tế vĩ mô. Trong thời gian tới, hội nhập kinh tế quốc tế ngày càng sâu rộng, kinh tế vĩ mô trong và ngoài nước có những diễn biến khó lường, đòi hỏi NHNN cần nâng cao chất lượng dự báo, nâng cao năng lực xây dựng và điều hành các công cụ chính sách tiền tệ, đáp ứng yêu cầu mới.

Tài liệu tham khảo

- [1] <http://vneconomy.vn/tai-chinh/tang-ty-le-du-tru-bat-buoc-len-15-67242.htm>
- [2] Báo cáo thường niên hàng năm, các năm 1997-2016 của NHNN; Trang web: www.sbv.gov.vn (các mục có liên quan)
- [3] Báo cáo hoạt động kinh doanh, Báo cáo tài chính hàng năm, các năm 2008-2016 của Vietcombank và của các NHTM được lựa chọn
- [4] Tổng cục Thống kê: www.gso.gov.vn (các mục có liên quan)
- [5] Trang web của các NHTM được lựa chọn, đề cập
- [6] www.vneconomy.com.vn (các mục có liên quan)

TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ LÊN VỐN ĐẦU TƯ TƯ NHÂN TẠI VIỆT NAM: NGHIÊN CỨU GIAI ĐOẠN TRONG VÀ SAU KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH

TS. Phan Thị Quốc Hương - ThS. Lê Việt An

Đại học Quy Nhơn

Tóm tắt

Bài viết nghiên cứu tác động của chính sách tiền tệ lên vốn đầu tư tư nhân tại Việt Nam trong giai đoạn 2007-2015 và ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính lên xu hướng tác động của chính sách tiền tệ đối với đầu tư tư nhân tại Việt Nam. Theo kết quả kiểm định của phương pháp ước lượng GMM hệ thống hai bước, thông qua khối tiền tệ mở rộng, khối lượng tín dụng trong nước đối với khu vực tư nhân và lãi suất thực cho thấy chính sách tiền tệ có tác động tích cực lên vốn đầu tư tư nhân tại Việt Nam. Ngoài ra, lượng vốn đầu tư thời kỳ trước cũng được kiểm định có tác động thuận chiều lên vốn đầu tư tư nhân. Trong khi đó tăng trưởng kinh tế của các địa phương lại là rào cản lớn cho quyết định đầu tư của các doanh nghiệp thuộc khu vực này. Cuối cùng, kết quả nghiên cứu cho thấy khủng hoảng tài chính không có ảnh hưởng lên tác động của chính sách tiền tệ đối với đầu tư tư nhân tại Việt Nam trong giai đoạn 2007-2015.

Từ khóa: *Chính sách tiền tệ, vốn đầu tư tư nhân, GMM*

THE IMPACTS OF MONEYTARY POLICY ON PRIVATE INVESTMENT IN VIETNAM: DURING AND AFTER THE FINANCIAL CRISIS

Dr. Phan Thi Quoc Huong - Le Viet An MSc

Quy Nhon University

Abstract

The purpose of this paper is to evaluate the impact of monetary policy on private investment, and the impact of the financial crisis on the influence of monetary policy on private investment in Vietnam from 2007 to 2015. The model is analyzed by the two-step system GMM. The fruits show that the broad money supply, domestic credit for private sector, and real interest rate give an evidence for positive affectation of monetary policy on private investment in Vietnam. The capital in private sector is also affected by the previous investment positively. Nonetheless, local economic growth is a major barrier to investment decisions of private enterprises. Finally, the study shows that the financial crisis has no effect on the impact of monetary policy on private investment in Vietnam in the period 2007-2015.

Keywords: *Monetary policy, private investment, GMM.*

1. Giới thiệu

Đầu tư là một thành phần quan trọng của tổng cầu và là một nguồn lực hàng đầu cho tăng trưởng kinh tế, bởi lẽ gia tăng đầu tư sẽ làm nâng cao năng lực sản xuất của nền kinh tế. Do đó, tỷ lệ đầu tư cao sẽ tạo nên sự tăng trưởng kinh tế nhanh. Theo Jongwanich và Kohpaiboon (2008), đầu tư đóng vai trò thiết yếu và quan trọng trong việc mở rộng năng lực sản xuất của nền kinh tế, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế trong dài hạn. Levine và Renelt (1992) lập luận rằng đầu tư là hàng hóa vốn, là yếu tố quyết định đến tăng trưởng kinh tế. Ngoài ra, De Long và Summers (1991) chỉ ra cách thức tổng đầu tư trong nước thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Cụ thể, nó trực tiếp gia tăng lượng vốn cho nền kinh tế và gián tiếp thông qua thúc đẩy phát triển công nghệ. Bên cạnh đó, các nhà nghiên cứu còn nhấn mạnh vai trò của môi trường đầu tư đến hiệu quả dòng vốn, đặc biệt là với đầu tư tư nhân. Theo World Bank (2003), môi trường đầu tư tốt tạo cơ hội và động lực cho các nhà đầu tư tăng cường hoạt động, tạo việc làm và mở rộng sản lượng; do đó tăng đầu tư tư nhân và tăng trưởng kinh tế. Bernal và cộng sự (2004) lưu ý rằng cải thiện môi trường đầu tư ở các nước đang phát triển là chìa khóa để tăng luồng đầu tư, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Vấn đề là xác định đúng các nhân tố ảnh hưởng đến việc tạo dựng môi trường đầu tư thuận lợi cho đầu tư tư nhân.

Một trong những tác nhân của việc này là hiệu quả các chính sách kinh tế vĩ mô của nhà nước, cụ thể là chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ. Trái với chính sách tài khóa, tác động của chính sách tiền tệ khi đi vào thị trường để giải quyết vấn đề bất ổn kinh tế tỏ ra nhanh hơn. Thảo luận về điều này, Khan (2010) lập luận rằng các mục tiêu chính sách tiền tệ liên quan đến việc quản lý nhiều mục tiêu tiền tệ bao gồm: thúc đẩy tăng trưởng, tạo việc làm, ổn định giá cả, làm giảm nhẹ những cú sốc trong chu kỳ kinh tế, ngăn chặn khủng hoảng tài chính, ổn định lãi suất dài hạn và tỷ giá hối đoái thực.

Việt Nam đã tiến hành công cuộc đổi mới từ cuối những năm 1980 sau thời kỳ bao cấp. Kể từ khi mở cửa, kinh tế Việt Nam bị ảnh hưởng rất lớn từ những cú sốc kinh tế của kinh tế toàn cầu, đặc biệt là 2 cú sốc tài chính: khủng hoảng tài chính tại Châu Á năm 1997 và gần đây nhất là khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008. Đối phó với tác động của khủng hoảng tài chính, chính phủ Việt Nam đã thực hiện hàng loạt các chính sách nhằm khôi phục nền kinh tế như điều chỉnh mức lãi suất thấp, gia tăng hạn mức tín dụng, quản lý tỷ giá... Các chính sách này là những công cụ liên quan đến việc điều chỉnh lượng cung tiền của nền kinh tế. Vậy, liệu việc sử dụng chính sách tiền tệ để can thiệp của chính phủ Việt Nam có ảnh hưởng gì đến lượng vốn đầu tư tư nhân hay không? Để trả lời câu hỏi trên, nghiên cứu này giải quyết hai vấn đề chính sau: (i) Xem xét tác động của chính sách tiền tệ lên vốn đầu tư tư nhân tại Việt Nam trong giai đoạn 2007-2015; (ii) Xem xét ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính lên xu hướng tác động của chính sách tiền tệ đối với đầu tư tư nhân tại Việt Nam. Ngoài ra, trong nghiên cứu, chúng tôi còn kiểm định ảnh hưởng của các yếu tố khác đến vốn đầu tư tư nhân tại Việt Nam. Với vai trò quan trọng của vốn đầu tư tư nhân đối với tăng trưởng kinh tế, bằng chứng thực nghiệm từ nghiên cứu này sẽ giúp ích rất nhiều cho việc hoạch định và thực thi chính sách tiền tệ tại Việt Nam.

Các phần còn lại của báo cáo được kết cấu như sau: mục 2 trình bày tổng quan nghiên cứu; mục 3 trình bày mô hình nghiên cứu; mục 4 trình bày dữ liệu và phương pháp nghiên cứu; kết quả nghiên cứu và kết luận sẽ được trình bày trong hai mục còn lại.

2. Tổng quan nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

Tác động của chính sách tiền tệ đến vốn đầu tư tư nhân được đề cập trong 2 lý thuyết: Lý thuyết cổ điển và Lý thuyết của Keynes về đầu tư khu vực tư nhân. Song, quan điểm của 2 lý thuyết này lại trái ngược nhau. Theo lý thuyết cổ điển về đầu tư khu vực tư nhân, đầu tư của khu vực tư nhân bị ảnh hưởng tiêu cực bởi những thay đổi trong chính sách tiền tệ. Tăng chi tiêu của chính phủ bằng các thay đổi trong chính sách tiền tệ có xu hướng làm giảm khả năng tiếp cận nguồn vốn đầu tư từ các nguồn tài chính phi ngân hàng. Điều này xuất phát từ những khó khăn khi cùng phải cạnh tranh với việc vay nợ của chính phủ. Maana và cộng sự (2008) cũng cho rằng việc vay nợ trong nước của chính phủ ảnh hưởng đến đầu tư của khu vực tư nhân ở khía cạnh tiếp cận tín dụng. Ngoài ra, lãi suất được xác định là yếu tố truyền dẫn quan trọng tác động của chính sách tiền tệ lên vốn đầu tư tư nhân. Với giả thiết cung tiền không đổi, việc gia tăng nợ trong nước để đáp ứng tăng chi tiêu của chính phủ làm cho lãi suất phải tăng để đưa thị trường vốn vào trạng thái cân bằng. Tuy nhiên, lãi suất tăng làm gia tăng chi phí sử dụng vốn, do vậy làm giảm đầu tư của khu vực tư nhân.

Ở một phương diện khác, trong lý thuyết về đầu tư khu vực tư nhân, Keynesian cho rằng chính phủ sẽ có hành vi phù hợp để kích thích tăng trưởng kinh tế thông qua việc sử dụng chính sách vĩ mô. Theo ông, trong nền kinh tế luôn tồn tại thất nghiệp tự nhiên và sự nhạy cảm của đầu tư tư nhân đối với lãi suất là thấp. Do vậy, chính phủ có thể dùng chính sách tiền tệ để điều tiết các biến động kinh tế vĩ mô mà không làm ảnh hưởng nhiều đến các nhà đầu tư trong nước. Như vậy, ngược với lý thuyết cổ điển, lý thuyết của Keynesian lại ủng hộ quan điểm tác động tích cực của chính sách tiền tệ đối với vốn đầu tư tư nhân.

2.2. Tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm

Không những về mặt lý thuyết, tác động của chính sách tiền tệ lên vốn đầu tư tư nhân cũng là chủ đề được nhiều nhà nghiên cứu thực nghiệm quan tâm. Hầu hết các nghiên cứu cho thấy chính sách tiền tệ, thông qua lượng tiền cung ứng, lãi suất, tỷ giá hối đoái, hạn mức tín dụng..., là những công cụ quan trọng có thể sử dụng để tác động đến vốn đầu tư tư nhân.

Sử dụng dữ liệu từ 5 nước Malaysia, Hy Lạp, Thái Lan, Mexico và Hàn Quốc, Wai và Wong (1982) đã thực hiện nghiên cứu các yếu tố quyết định vốn đầu tư tư nhân tại các nước đang phát triển. Kết quả kiểm định cho thấy ngoài vốn đầu tư của nhà nước, tín dụng ngân hàng đối với khu vực tư nhân giữ một vai trò quan trọng trong quyết định dòng vốn đầu tư tư nhân tại các nước đang phát triển.

Nghiên cứu cho trường hợp Pakistan trong giai đoạn 1959-1960 và 1961-1963, Khan (1988) cho rằng việc gia tăng tín dụng của ngân hàng thương mại đối với khu vực tư nhân sẽ tác động làm gia tăng nguồn vốn đầu tư khu vực này. Ngoài ra, Sakr (1993), Syed và Majeed

(2007) cũng cung cấp bằng chứng cho thấy tác động thuận chiều của tín dụng khu vực tư nhân lên vốn đầu tư tư nhân tại Pakistan.

Theo Oshikoya (1994) việc gia tăng sản lượng đầu ra là yếu tố quan trọng trong quyết định đầu tư tư nhân ở một số quốc gia Châu Phi. Do đó, thông qua các chính sách tài khóa hay chính sách tiền tệ như tăng đầu tư của nhà nước vào cơ sở hạ tầng, điều chỉnh cơ cấu chi ngân sách nhà nước theo hướng hiệu quả hay giảm tỷ lệ nợ, ổn định tỷ giá hối đoái, kiểm soát lạm phát... sẽ có tác động gia tăng lượng vốn đầu tư tại khu vực này.

Đối với Thổ Nhĩ Kỳ, sử dụng dữ liệu trong giai đoạn 1970-1996, kết quả nghiên cứu của Akkina và Celebi (2002) cho thấy quy mô và chi phí tín dụng ảnh hưởng rất lớn đến đầu tư tư nhân. Tuy nhiên, chưa có bằng chứng thống kê đối với tác động của lãi suất cho vay trung hạn lên quyết định đầu tư của khu vực này.

Trong nghiên cứu của Ndikumana (2005) đối với 7 ngành công nghiệp chính và 26 tiểu ngành trong lĩnh vực sản xuất tại Nam Phi trong giai đoạn 1970-2001, kết quả kiểm định theo phương pháp GMM hai bước cho thấy chính sách tiền tệ có ảnh hưởng đến quyết định đầu tư tư nhân. Ảnh hưởng trực tiếp của việc giảm lãi suất đối với đầu tư tư nhân được xác định là nhỏ; tuy nhiên thông qua tăng nhu cầu trong nước và giảm chi phí tín dụng, các tác động gián tiếp đến đầu tư tư nhân lại rất đáng kể. Ngoài ra, nghiên cứu cũng chỉ ra rằng giảm thiểu sự mất ổn định tỷ giá sẽ khuyến khích đầu tư tư nhân.

Ang (2009) nghiên cứu tác động của chính sách lĩnh vực tài chính lên vốn đầu tư tư nhân cho trường hợp của Ấn Độ và Malaysia. Kết quả hồi quy theo phương pháp OLS và ARDL cho thấy việc kiểm soát lãi suất có tác động tích cực đến đầu tư tư nhân với xu hướng tác động được tìm thấy rõ ràng hơn đối với Malaysia. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu cũng cho thấy chương trình tín dụng hỗ trợ cho một số ngành ưu tiên có khuynh hướng ngăn cản sự hình thành vốn tư nhân ở cả hai nước. Cuối cùng, quy định về mức dự trữ và tính thanh khoản cao có tác động không đồng nhất đối với vốn tư nhân tại hai nước, ở Ấn Độ tác động được xác định là tích cực thì đối với Malaysia xu hướng là ngược lại.

Từ tình huống của 18 quốc gia ở châu Phi trong giai đoạn 1991-2004, Misati và Nyamongo (2011) cho rằng xu hướng tác động của lãi suất và tín dụng đối với khu vực tư nhân lên vốn đầu tư tư nhân trái ngược nhau. Nếu như gia tăng lãi suất làm giảm đầu tư tư nhân thì việc mở rộng hạn mức tín dụng sẽ giúp gia tăng nguồn vốn đầu tư của khu vực này. Ngoài ra, phát triển thị trường chứng khoán và chất lượng thể chế cũng đóng một vai trò quan trọng trong quyết định mức đầu tư tư nhân ở châu Phi. Xem xét một quốc gia khác ở cùng châu lục là Kenya, Olweny và Chiluwe (2012) cho rằng chính sách tiền tệ có tác động tích cực lên vốn đầu tư tư nhân nước này.

Trong một nghiên cứu khác của Ndikumana (2016) đối với 37 quốc gia tiểu vùng Sahara Châu Phi giai đoạn 1980-2012, tác động gián tiếp của chính sách tiền tệ lên vốn đầu tư tư nhân được tìm thấy thông qua hệ thống ngân hàng, trong khi đó tác động trực tiếp được tìm thấy thông qua kênh lãi suất hay chi phí sử dụng vốn. Nghiên cứu của Alawneh và cộng sự (2015) đối với Jordan giai đoạn 2000-2011 cũng cho kết quả tương tự. Theo nhóm tác giả,

thông qua công cụ tỷ lệ dự trữ bắt buộc, chính sách tiền tệ có ảnh hưởng rất lớn đến vốn đầu tư tư nhân tại Jordan. Ngoài ra, tác động của chính sách tiền tệ lên vốn đầu tư tư nhân cũng được tìm thấy tại Ethiopia trong giai đoạn 1975-2011. Kết quả này được tìm thấy trong nghiên cứu của Hailu và Debele (2015). Cụ thể, trong ngắn hạn đầu tư công, cung tiền và sản lượng thực có tác động tiêu cực lên vốn đầu tư tư nhân nhưng tỷ giá hối đoái thực lại có xu hướng tác động ngược lại. Trong dài hạn, đầu tư công, GDP thực và cung tiền có tác động động tích cực lên vốn đầu tư tư nhân nhưng tỷ giá thực lại có xu hướng tác động tiêu cực. Đối với lãi suất, mặc dù lãi suất thực được kiểm định có tác động tích cực lên vốn đầu tư tư nhân tại Ethiopia nhưng không đáng kể về lâu dài.

Sử dụng dữ liệu của Nigeria trong giai đoạn 1970-2012, Agu (2015) cho biết tỷ lệ đầu tư có tương quan dương với cả tốc độ tăng trưởng của thu nhập khả dụng lẫn lãi suất thực tế đối với tiền gửi ngân hàng. Ngoài ra, nghiên cứu cũng phát hiện đầu tư tại Nigeria chậm lại trong giai đoạn 1970-2012 là do tăng lãi suất cho vay, giảm chi tiêu công, giảm tiết kiệm, bất ổn về chính trị và cơ sở hạ tầng không đảm bảo. Trong một nghiên cứu trước đó của Anastasia và cộng sự (2011) cũng cho thấy chính sách tiền tệ, thông qua cung tiền, có tác động đến vốn đầu tư tư nhân tại Nigeria.

Nghiên cứu của Fu và Liu (2015) xem xét ảnh hưởng của chính sách tiền tệ đối với việc điều chỉnh đầu tư của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán của Trung Quốc từ năm 2005 đến năm 2012. Theo đó, tác động của chính sách tiền tệ được xác định thông qua hai kênh: tiền tệ và tín dụng. Cụ thể, các công ty có xu hướng điều chỉnh vốn đầu tư nhanh hơn trong thời kỳ chính sách tiền tệ thắt chặt. Ngoài ra, tốc độ điều chỉnh vốn đầu tư của các công ty sẽ có xu hướng tăng lên khi cung tiền tệ và tín dụng tăng. Đặc biệt, xu hướng này trở nên đáng kể trong giai đoạn chính sách tiền tệ thắt chặt hơn mở rộng.

Trong một nghiên cứu gần đây, Brima và Brima (2017) xem xét ảnh hưởng của tỷ lệ thay đổi chính sách tiền tệ ở Sierra Leone đến hành vi đầu tư tư nhân giai đoạn 1980-2014. Kết quả nghiên cứu dựa trên phương pháp ECM cho thấy cung tiền và tổng mức tiết kiệm trong nước được kiểm định có tác động tích cực đối với hoạt động đầu tư này. Ngược lại, tỷ lệ tín phiếu kho bạc và nợ trong nước lại có ảnh hưởng tiêu cực.

Mặc dù đa số các nghiên cứu cho thấy có tồn tại tác động của chính sách tiền tệ lên vốn đầu tư tư nhân nhưng một số ít lại cho thấy tác động này còn nhiều mơ hồ. Điển hình là nghiên cứu của Emmons và Schmid (2004). Theo các tác giả, sự thay đổi lãi suất ảnh hưởng đến giá trị hiện tại của dòng tiền (thông qua tỷ lệ chiết khấu) và giá trị thời gian trong quyết định đầu tư. Một mặt, lãi suất thấp sẽ gia tăng giá trị hiện tại của dòng tiền đầu tư trong tương lai nên sẽ thúc đẩy hoạt động đầu tư. Mặt khác, lãi suất thấp lại làm trì hoãn quyết định đầu tư bởi lẽ nó làm giảm chi phí cơ hội về thời gian trong tính toán để ra quyết định. Do đó, với xu hướng ảnh hưởng hai mặt của lãi suất thấp lên quyết định đầu tư như vậy thì tác động chính sách tiền tệ lên vốn đầu tư thông qua lãi suất vẫn chưa rõ ràng.

Đối với Việt Nam, trên cơ sở tổng quan, chúng tôi thấy rằng phần lớn các nghiên cứu chỉ mới tập trung xem xét tác động truyền dẫn của chính sách tiền tệ thông qua cung tiền, lãi suất, tỷ giá hối đoái, hạn mức tín dụng (Trần Ngọc Thơ và Nguyễn Hữu Tuấn, 2013; Cao Thị

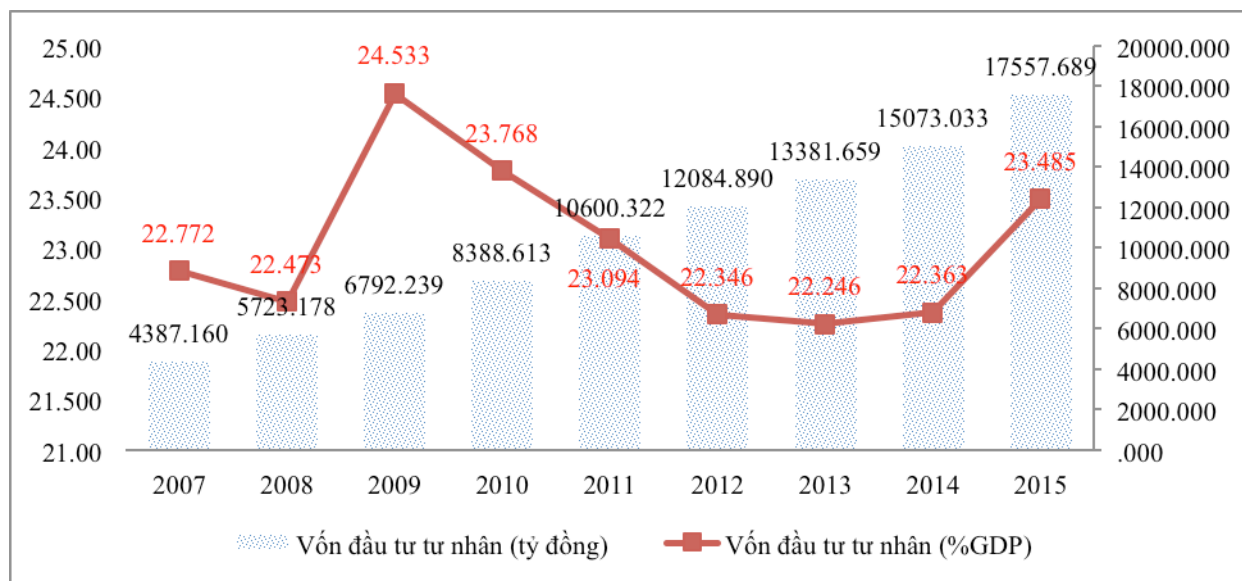
Ý Nhi và Lê Thu Giang, 2015; Phạm Thế Anh, 2015; Phạm Anh Tuan, 2016; Nguyễn Xuân Vinh và Nguyễn Phúc Cảnh, 2017) hay nghiên cứu tác động của chính sách tiền tệ đến thị trường chứng khoán (Đương Thị Mai Phương và cộng sự, 2015). Hiện vẫn chưa có nghiên cứu nào được thực hiện nhằm xem xét tác động của chính sách tiền tệ lên vốn đầu tư của tư nhân. Do đó, chúng tôi hy vọng kết quả từ nghiên cứu này của chúng tôi một mặt củng cố về mặt lý thuyết, mặt khác sẽ cung cấp bằng chứng thực nghiệm về tác động của chính sách tiền tệ lên vốn đầu tư của tư nhân tại Việt Nam, nhất là xem xét tác động này dưới ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính toàn cầu.

3. Thực trạng vốn đầu tư tư nhân và các kênh tác động của chính sách tiền tệ giai đoạn trong và hậu khủng hoảng tài chính

Vốn đầu tư tư nhân

Theo số liệu của Tổng cục Thống kê Việt Nam (2016), trung bình giai đoạn 2007-2015 vốn đầu tư tư nhân tại Việt Nam chiếm 23,01% GDP, hơn hẳn so với nguồn vốn đầu tư của nhà nước (chiếm 20,29%) và đầu tư trực tiếp nước ngoài (5,74%). Có thể nói, đây là nguồn vốn rất quan trọng trong đầu tư phát triển kinh tế tại Việt Nam. Về xu hướng biến động, nếu dựa trên giá trị, dòng vốn đầu tư tư nhân tại Việt Nam có xu hướng gia tăng đều đặn qua các năm trong giai đoạn trên, với tốc độ tăng trung bình là 19,1%/năm. Trong đó, năm có tốc độ gia tăng cao nhất (30,5%) là 2008, nhưng đã sụt giảm kể từ năm 2009 dưới tác động của khủng hoảng tài chính. Nếu tính theo tỷ trọng so với GDP, dòng vốn đầu tư tư nhân tại Việt Nam có xu hướng biến động không đều trong giai đoạn 2007-2015. Điểm đặc biệt là trong giai đoạn khủng hoảng, tỷ trọng vốn tư nhân xuống khá thấp. Nó liên quan đến tình hình kinh tế ảm đạm sau khủng hoảng, nên khá nhiều nhà đầu tư rút bớt vốn. Tuy nhiên, sau khi chạm đáy, đến 2014, dòng vốn này mới có dấu hiệu phục hồi trở lại.

Hình 1: Vốn đầu tư tư nhân tại Việt Nam giai đoạn 2007-2015

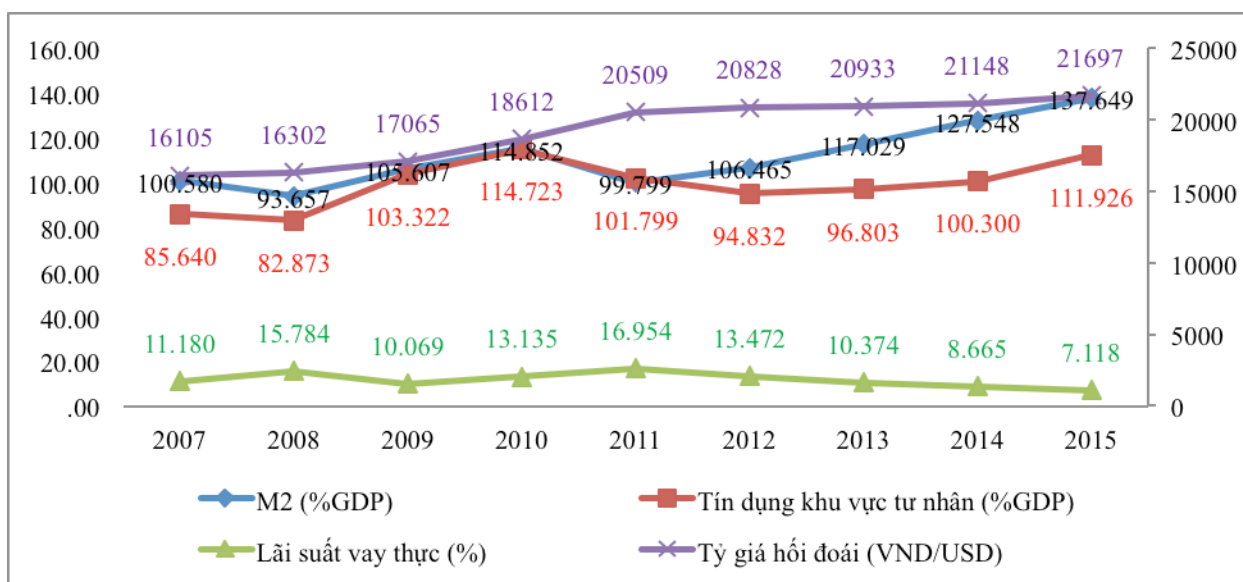


Nguồn: Tổng cục Thống kê Việt Nam, 2016

Các kênh tác động của chính sách tiền tệ

Nhìn chung, trong giai đoạn 2007-2015, như nhiều quốc gia khác trên thế giới, Việt Nam đã chứng kiến những biến động mạnh của nền kinh tế. Nhằm ổn định và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, Ngân hàng nhà nước đã thực hiện chính sách tiền tệ linh động tùy thuộc vào tình hình nền kinh tế trong từng năm. Giai đoạn 2007-2008, Việt Nam phải đối đầu với tỷ lệ lạm phát tăng cao cộng với kinh tế có xu hướng chững lại ở năm 2008 do khủng hoảng tài chính toàn cầu. Trong bối cảnh này, Ngân hàng nhà nước buộc phải thắt chặt chính sách tiền tệ bằng cả 3 công cụ cơ bản: bán tín phiếu, tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc, tăng lãi suất chiết khấu. Năm 2009 và 2010, kinh tế tiếp tục suy giảm nên Ngân hàng nhà nước nới lỏng chính sách tiền tệ một cách thận trọng và linh động. Năm 2011, với sự gia tăng rất cao của tốc độ lạm phát Ngân hàng nhà nước lại đảo chiều chính sách tiền tệ theo hướng kiểm soát lạm phát và ổn định kinh tế vĩ mô. Từ năm 2012 đến 2015, với sự ổn định của nền kinh tế Ngân hàng nhà nước thực thi chính sách tiền tệ theo hướng chặt chẽ, thận trọng, linh hoạt, phối hợp hài hòa với chính sách tài khóa nhằm ổn định thị trường tiền tệ. Các báo cáo thường niên của Ngân hàng nhà nước cũng cho thấy các công cụ của chính sách tiền tệ phân nào đã phát huy tác dụng trong thực thi chính sách tiền tệ ở từng năm, từ đó ảnh hưởng đến tình hình nền kinh tế nói chung cũng như vốn đầu tư tư nhân tại Việt Nam. Cụ thể, xu hướng biến động của khối tiền tệ, tín dụng khu vực tư nhân, lãi suất, tỷ giá hối đoái trong giai đoạn 2007-2015 được trình bày ở hình 2. Việc hạn chế số liệu công bố không cho phép chúng tôi xem xét những công cụ còn lại.

Hình 2: Vốn đầu tư tư nhân tại Việt Nam giai đoạn 2007-2015



Nguồn: Tổng cục Thống kê Việt Nam, 2016

Trong 4 công cụ được xem xét, khối tiền, tín dụng đối với khu vực tư nhân và lãi suất được xác định là 3 kênh truyền dẫn chính sách tiền tệ tốt nhất ở từng năm. Năm 2008, với chính sách tiền tệ theo hướng thắt chặt thì khối tiền, tín dụng đối với khu vực tư nhân có xu hướng giảm xuống kèm theo xu hướng lãi suất gia tăng. Năm 2009 và 2010, chính sách tiền tệ theo hướng nới lỏng; khối tiền, tín dụng đối với khu vực tư nhân có xu hướng tăng lên đi

chung với xu hướng giảm sút của lãi suất. Năm 2011, với chính sách tiền tệ theo hướng thắt chặt nhằm kiểm soát lạm phát thì một lần nữa khối tiền, tín dụng đối với khu vực tư nhân có xu hướng giảm xuống và lãi suất gia tăng. Từ năm 2012 đến 2015, chính sách tiền tệ theo hướng chặt chẽ, thận trọng, linh hoạt để duy trì mức lạm phát vừa phải và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế thì khối tiền, tín dụng đối với khu vực tư nhân có xu hướng tăng lên (trong đó tín dụng đối với khu vực tư nhân có xu hướng tăng chậm hơn) cộng với lãi suất có xu hướng giảm nhẹ. Tuy nhiên, không giống như khối tiền, tín dụng khu vực tư nhân và lãi suất, tỷ giá hối đoái trong giai đoạn 2007-2015 luôn có xu hướng gia tăng qua các năm, không có liên quan đến chính sách tiền tệ.

4. Phương pháp nghiên cứu

4.1. Mô hình nghiên cứu

Quyết định đầu tư là một trong 3 quyết định tài chính quan trọng của công ty. Nó được xem là quyết định khởi mào bởi lẽ dựa trên quyết định đầu tư công ty mới tiếp tục thực hiện 2 quyết định tài chính quan trọng tiếp theo - quyết định nguồn tài trợ và quyết định phân chia lợi tức. Để đưa ra quyết định đầu tư, công ty cần phải tính toán cả về các yếu tố đầu vào và kết quả thu được trong tương lai. Do đó, bên cạnh nguồn lực huy động phục vụ cho yếu tố đầu vào thì công ty còn quan tâm đến những tác động của các chính sách vĩ mô. Dựa trên các nghiên cứu trước đây đối với các yếu tố quyết định vốn đầu tư tư nhân nói chung và các nghiên cứu về tác động của chính sách tiền tệ lên nguồn vốn này nói riêng (đã được đề cập trong phần tổng quan), chúng tôi xây dựng mô hình nghiên cứu ảnh hưởng của chính sách tiền tệ lên vốn đầu tư tư nhân tại Việt Nam như sau:

$$\text{PriC}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{MP}_{it} + \beta_2 \text{PriC}_{it-1} + \beta_3 \text{PubC}_{it} + \beta_4 \text{FdiC}_{it} + \beta_5 \text{Gdp}_{it} + \beta_6 \text{Trade}_{it} + \beta_7 \text{Inflat}_{it} + \beta_8 \text{Infras}_{it} + \beta_9 \text{Labor}_{it} + \beta_{10} \text{HuC}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó:

β_i : là các hệ số hồi quy trong mô hình, với $i = 0 \dots 3$

$i = 1 \dots 63$: phản ánh 63 tỉnh/thành phố tại Việt Nam.

$t = 2007-2015$: phản ánh khoảng thời gian nghiên cứu.

$\varepsilon_{i,t}$: sai số ngẫu nhiên.

Biến phụ thuộc: Vốn đầu tư tư nhân

Trong mô hình, biến PriC - phản ánh vốn đầu tư tư nhân tại Việt Nam - được sử dụng làm biến phụ thuộc. Biến PriC được đo lường bằng tỷ trọng vốn đầu tư tư nhân so với GDP, cách xác định này dựa trên các nghiên cứu của Ahmed và Miller (2000), Carrasco (1998), Cavallo và Daude (2011).

Biến tác động: Chính sách tiền tệ

Biến đại diện cho chính sách tiền tệ trong mô hình là MP. Theo Hörngren (1995) và Handa (2009), về mặt lý thuyết, chính sách tiền tệ tác động đến nền kinh tế nói chung và khu vực tư nhân bằng cách sử dụng một trong các cơ chế sau đây: (1) Kiểm soát lượng tiền trong lưu thông dưới hình thức tín dụng; (2) Sử dụng lãi suất để tác động đến khả năng vay mượn

hay gửi tiết kiệm từ đó ảnh hưởng đến mức chi tiêu và đầu tư của doanh nghiệp; (3) Thông qua cơ chế điều hành tỷ giá hối đoái giữa các đồng tiền quốc gia và ngoại tệ. Do đó, để nghiên cứu tác động của chính sách tiền tệ đến vốn đầu tư của tư nhân tại Việt Nam, dựa trên cơ sở lý thuyết, các nghiên cứu thực nghiệm đã được thực hiện trong và ngoài Việt Nam như đã đề cập, đặc biệt dựa trên nguồn số liệu có thể thu thập được chúng tôi sử dụng 4 chỉ tiêu để phản ánh biến chính sách tiền tệ tại Việt Nam như sau:

- Khối tiền tệ mở rộng của nền kinh tế (M2): được xác định bằng tỷ trọng tổng khối tiền tệ mở rộng của nền kinh tế so với GDP.

- Tín dụng trong nước cho khu vực tư nhân (CP): là tổng lượng tín dụng trong nước cung cấp cho các doanh nghiệp tư nhân, chẳng hạn như thông qua các khoản vay, mua chứng khoán và tín dụng thương mại và các khoản phải thu khác xác lập yêu cầu bồi thường. Chỉ tiêu này được xác định bằng tỷ trọng tổng lượng tín dụng trong nước đối với khu vực tư nhân so với GDP.

- Lãi suất vay thực (IR): là tỷ lệ lãi suất cho vay được điều chỉnh theo tỷ lệ lạm phát.

- Tỷ giá hối đoái (ER): là log tự nhiên của tỷ giá trao đổi giữa tiền đồng Việt Nam so với tiền đô la Mỹ.

Dựa trên báo cáo thường niên do Ngân hàng Nhà nước Việt Nam công bố trong giai đoạn 2007-2015, ngoài các công cụ trên, việc điều hành chính sách tiền tệ tại Việt Nam còn thông qua nghiệp vụ thị trường mở, tỷ lệ dự trữ bắt buộc, tái cấp vốn và tái chiết khấu. Tuy nhiên, việc hạn chế về số liệu công bố đã không cho phép chúng tôi sử dụng các công cụ này vào nghiên cứu của chúng tôi.

Từ mô hình (1), khi lần lượt đưa 4 chỉ tiêu được sử dụng để phản ánh biến chính sách tiền tệ vào ta sẽ có 4 mô hình tương ứng như sau:

$$\text{PriC}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{MZ}_{it} + \beta_2 \text{PriC}_{it-1} + \beta_3 \text{PubC}_{it} + \beta_4 \text{FdiC}_{it} + \beta_5 \text{Gdp}_{it} + \beta_6 \text{Trade}_{it} + \beta_7 \text{Inflat}_{it} + \beta_8 \text{Infras}_{it} + \beta_9 \text{Labor}_{it} + \beta_{10} \text{HuC}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$\text{PriC}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CP}_{it} + \beta_2 \text{PriC}_{it-1} + \beta_3 \text{PubC}_{it} + \beta_4 \text{FdiC}_{it} + \beta_5 \text{Gdp}_{it} + \beta_6 \text{Trade}_{it} + \beta_7 \text{Inflat}_{it} + \beta_8 \text{Infras}_{it} + \beta_9 \text{Labor}_{it} + \beta_{10} \text{HuC}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$\text{PriC}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{IR}_{it} + \beta_2 \text{PriC}_{it-1} + \beta_3 \text{PubC}_{it} + \beta_4 \text{FdiC}_{it} + \beta_5 \text{Gdp}_{it} + \beta_6 \text{Trade}_{it} + \beta_7 \text{Inflat}_{it} + \beta_8 \text{Infras}_{it} + \beta_9 \text{Labor}_{it} + \beta_{10} \text{HuC}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$\text{PriC}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ER}_{it} + \beta_2 \text{PriC}_{it-1} + \beta_3 \text{PubC}_{it} + \beta_4 \text{FdiC}_{it} + \beta_5 \text{Gdp}_{it} + \beta_6 \text{Trade}_{it} + \beta_7 \text{Inflat}_{it} + \beta_8 \text{Infras}_{it} + \beta_9 \text{Labor}_{it} + \beta_{10} \text{HuC}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Việc đưa cả 4 chỉ tiêu được sử dụng để phản ánh biến chính sách tiền tệ vào cùng một mô hình đã không được lựa chọn vì trên cơ sở tính toán yếu tố lạm phát phương sai (variance-inflation factor - VIF) cho thấy có tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến giữa các yếu tố này.

Biến kiểm soát:

Mặc dù mục tiêu chính là nghiên cứu tác động của chính sách tiền tệ lên vốn đầu tư của tư nhân tại Việt Nam, nhưng trên cơ sở tổng quan các nghiên cứu về các yếu tố quyết định vốn đầu tư tư nhân (Oshikoya, 1994; Akkina và Celebi, 2002; Khan, 2010; Agu, 2015) cho thấy vốn đầu tư tư nhân còn bị ảnh hưởng bởi các yếu tố khác. Trong trường hợp này, để gia tăng mức độ giải thích của các biến độc lập trong mô hình đối với biến phụ thuộc vốn đầu tư tư nhân bên cạnh biến tác động chính cần nghiên cứu là chính sách tiền tệ chúng tôi sẽ đưa thêm các biến khác, đóng vai trò là các biến kiểm soát, vào mô hình. Cụ thể, các biến kiểm soát được đưa vào trong mô hình như sau:

Biến trễ của vốn đầu tư tư nhân ($PriC_{t-1}$): trong hầu hết các nghiên cứu về các yếu tố quyết định vốn đầu tư của tư nhân chúng tôi tìm thấy biến trễ của vốn đầu tư tư nhân cũng có ảnh hưởng rất lớn đến biến phụ thuộc. Điều này cho thấy quyết định đầu tư của các nhà đầu tư tư nhân có xu hướng dựa trên thông tin trong quá khứ. Trong trường hợp này chúng tôi lựa chọn độ trễ bậc 1 nhằm xem xét ảnh hưởng của thông tin năm liền kề trước đó đối với quyết định của các nhà đầu tư trong năm nay.

Vốn đầu tư của nhà nước (PubC): được xác định bằng tỷ trọng vốn đầu tư nhà nước so với GDP. Cả lý thuyết lẫn thực nghiệm cho thấy vốn đầu tư nhà nước là một trong những yếu tố có ảnh hưởng rất lớn đến vốn đầu tư tư nhân. Tuy nhiên, xu hướng tác động của vốn đầu tư của nhà nước lên vốn đầu tư tư nhân được xác định theo hai chiều hướng trái ngược nhau. Một mặt, tăng vốn đầu tư công có thể cản trở vốn đầu tư tư nhân trong quá trình tiếp cận vốn tín dụng – thường gọi là hiệu ứng lấn át. Mặt khác, vốn đầu tư nhà nước cũng có thể có tác động tích cực đến vốn đầu tư tư nhân thông qua hiệu quả đạt được từ hoạt động đầu tư cơ sở hạ tầng xã hội.

Vốn đầu tư nước ngoài (FdiC): được xác định bằng tỷ trọng vốn đầu tư nước ngoài so với GDP. Cũng giống như vốn đầu tư nhà nước, vốn đầu tư nước ngoài có thể có tác động hai mặt đến vốn đầu tư tư nhân. Bên cạnh lợi ích tạo ra từ việc chuyển giao công nghệ, trình độ quản lý, định hướng phát triển thị trường... thì đầu tư nước ngoài có thể tác động tiêu cực lên vốn đầu tư tư nhân thông qua việc cạnh tranh nhằm chiếm lĩnh thị trường nội địa.

Ngoài ra, tốc độ tăng trưởng kinh tế (Gdpg), độ mở thương mại (Trade), tỷ lệ lạm phát (Inflat), phát triển cơ sở hạ tầng (Infras), lực lượng lao động (Labor) và chất lượng nguồn nhân lực (HuC) được xác định là các yếu tố ảnh hưởng ở cả phương diện đầu ra và đầu vào đối với hoạt động sản xuất kinh doanh của các công ty. Do đó, chúng được xác định có tác động lên vốn đầu tư tư nhân trong nhiều nghiên cứu thực nghiệm (Carrasco, 1998; Ghura và Goodwin, 2000; Erden và Holcombe, 2005; Gjini và Kukeli, 2012). Theo đó, tốc độ tăng trưởng kinh tế được xác định bằng tốc độ tăng GDP thực hàng năm; độ mở thương mại tính bằng tỷ trọng tổng kim ngạch xuất nhập khẩu so với GDP; tỷ lệ lạm phát tính bằng tốc độ tăng chỉ số giá tiêu dùng (CPI) hàng năm; phát triển cơ sở hạ tầng tính bằng tốc độ tăng số thuê bao điện thoại cố định hàng năm; lực lượng lao động đo bằng tốc độ tăng lực lượng lao động từ 15 tuổi trở lên hàng năm; và chất lượng nguồn nhân lực đo bằng tốc độ tăng số học sinh trung cấp chuyên nghiệp hàng năm.

Cuối cùng, nhằm xem xét khủng hoảng tài chính có ảnh hưởng đến tác động của chính sách tiền tệ lên vốn đầu tư hay không, chúng tôi sử dụng 4 biến tương tác giữa khối tiền tệ mở rộng, khối lượng tín dụng trong nước đối với khu vực tư nhân, lãi suất thực và tỷ giá hối đoái và biến giả Dummy. Biến giả có giá trị là 1 nếu như năm nghiên cứu là 2007, 2008 và có giá trị là 0 trong các năm còn lại. Việc biến tương tác được kiểm định có ý nghĩa thống kê cho thấy tác động của chính sách tiền tệ lên vốn đầu tư tư nhân có sự thay đổi giữa thời kỳ trong và sau khủng hoảng tài chính. Nếu ngược lại thì khủng hoảng tài chính không ảnh hưởng đến tác động của chính sách tiền tệ lên vốn đầu tư tại Việt Nam.

Sau đây là các mô hình nghiên cứu tác động của chính sách tiền tệ đến vốn đầu tư tư nhân có tính đến tác động của khủng hoảng tài chính.

$$\text{PriC}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{MZ}_{it} + \beta_2 \text{PriC}_{it-1} + \beta_3 \text{PubC}_{it} + \beta_4 \text{FdiC}_{it} + \beta_5 \text{Gdp}_{it} + \beta_6 \text{Trade}_{it} + \beta_7 \text{Inflat}_{it} + \beta_8 \text{Infras}_{it} + \beta_9 \text{Labor}_{it} + \beta_{10} \text{HuC}_{it} + \beta_{11} \text{MZ}_{it} * \text{Dummy} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$\text{PriC}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CP}_{it} + \beta_2 \text{PriC}_{it-1} + \beta_3 \text{PubC}_{it} + \beta_4 \text{FdiC}_{it} + \beta_5 \text{Gdp}_{it} + \beta_6 \text{Trade}_{it} + \beta_7 \text{Inflat}_{it} + \beta_8 \text{Infras}_{it} + \beta_9 \text{Labor}_{it} + \beta_{10} \text{HuC}_{it} + \beta_{11} \text{CP}_{it} * \text{Dummy} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

$$\text{PriC}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{IR}_{it} + \beta_2 \text{PriC}_{it-1} + \beta_3 \text{PubC}_{it} + \beta_4 \text{FdiC}_{it} + \beta_5 \text{Gdp}_{it} + \beta_6 \text{Trade}_{it} + \beta_7 \text{Inflat}_{it} + \beta_8 \text{Infras}_{it} + \beta_9 \text{Labor}_{it} + \beta_{10} \text{HuC}_{it} + \beta_{11} \text{IR}_{it} * \text{Dummy} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

$$\text{PriC}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ER}_{it} + \beta_2 \text{PriC}_{it-1} + \beta_3 \text{PubC}_{it} + \beta_4 \text{FdiC}_{it} + \beta_5 \text{Gdp}_{it} + \beta_6 \text{Trade}_{it} + \beta_7 \text{Inflat}_{it} + \beta_8 \text{Infras}_{it} + \beta_9 \text{Labor}_{it} + \beta_{10} \text{HuC}_{it} + \beta_{11} \text{ER}_{it} * \text{Dummy} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

4.2. Phương pháp nghiên cứu

Trong các mô hình nghiên cứu được xây dựng, bên cạnh các biến độc lập khác, độ trễ bậc 1 của biến phụ thuộc vốn đầu tư tư nhân (PriC_{t-1}) cũng được xem là một biến độc lập, nên về mặt lý thuyết đây là mô hình hồi quy dữ liệu bảng động (Dynamic panel data models). Do vậy, trong mô hình có thể phát sinh các vi phạm: (1) Biến đầu tư tư nhân bị nội sinh vì tồn tại quan hệ tương quan giữa độ trễ bậc 1 của biến phụ thuộc vốn đầu tư tư nhân (PriC_{t-1}) với phần dư trong mô hình; (2) Sự hiện diện của biến trễ bậc 1 của biến phụ thuộc vốn đầu tư tư nhân (PriC_{t-1}) sẽ dẫn đến hiện tượng tự tương quan bậc 1 trong các mô hình; (3) Đặc điểm của các tỉnh/thành phố không thay đổi theo thời gian, chẳng hạn như vị trí địa lý và dân số học, có thể tương quan với các biến giải thích; Điều này cho thấy tồn tại tác động cố định hàm chứa trong phần dư của các mô hình; (4) Dữ liệu bảng trong nghiên cứu có thời gian ngắn (thời gian: $T = 9$) và mảng không gian lớn (các tỉnh/thành phố: $N = 63$).

Nhằm khắc phục các vi phạm trên, phương pháp ước lượng GMM sai phân (Difference Generalized method of moments - GMM) của Arellano và Bover (1991), Blundell và Bond (1998) là phương pháp ước lượng phù hợp nhất để đạt được kết quả ước lượng vững, không chệch cũng như kết quả kiểm định đáng tin cậy. Sau khi tiến hành chạy thử đối với các phương pháp ước lượng GMM sai phân khác nhau, dựa trên kiểm định Arellano-Bond về tự tương quan bậc 2 và kiểm định Sargan về biến công cụ ngoại sinh thì phương pháp GMM hệ thống hai bước được xác định là phù hợp nhất.

4.3. Dữ liệu nghiên cứu

Rất nhiều nghiên cứu thực nghiệm đối với Việt Nam gặp hạn chế lớn từ số liệu thống kê. Việt Nam bắt đầu cải cách nền kinh tế từ năm 1986 nên từ những năm đầu của thập niên 90 công tác thống kê số liệu mới thực sự được quan tâm tại Việt Nam. Sự hạn chế về số liệu là một trong những nguyên nhân chính dẫn đến sự hạn chế trong việc sử dụng dữ liệu chuỗi thời gian để nghiên cứu các vấn đề kinh tế tại Việt Nam. Ngoài ra, về mặt thống kê nếu chỉ sử dụng dữ liệu chuỗi thời gian ở cấp độ quốc gia thì tính đến năm 2015 chỉ đạt được khoảng 25 quan sát < 30 quan sát nên phần dư của mô hình chưa đạt phân phối chuẩn. Thêm vào đó, với số lượng biến đưa vào mô hình hồi quy nhiều nhưng số quan sát ít sẽ dẫn đến giá trị ước lượng và kiểm định không đáng tin cậy và hiệu quả. Nhằm khắc phục hạn chế này, dữ liệu về các yếu tố phản ánh chính sách tiền tệ được lấy theo năm từ nguồn của Ngân hàng thế giới (World Development Indicators database). Thông tin về các biến còn lại được lấy từ dữ liệu thống kê theo năm của 63 tỉnh/thành phố trong giai đoạn 2007-2015 của Tổng cục Thống kê Việt Nam.

5. Kết quả nghiên cứu

5.1. Thống kê mô tả các biến

Bảng 1: Thống kê mô tả các biến

Các biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Độ lệch chuẩn
PriC	567	23,01	1,14	71,41	9,18
M2	567	111,47	93,66	137,65	13,42
CP	567	99,14	82,87	114,72	10,03
IR	567	1,85	-5,62	7,32	3,95
ER	567	19.244	16.105	21.697	2.117
PubC	567	20,29	2,73	180,68	17,52
FdiC	567	5,74	0,00	150,83	13,13
Gdpp	567	9,34	-31,60	148,20	10,68
Trade	567	110,26	0,07	4234,26	350,30
Inflat	567	11,17	-9,08	142,89	13,49
Infras	557	4,13	-100,00	1876,63	86,10
Labor	567	1,84	-16,12	17,80	2,95
HuC	560	13,51	-100,00	910,94	83,04

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 1 trình bày kết quả thống kê mô tả các biến trong các mô hình nghiên cứu. Đối với biến phụ thuộc vốn đầu tư tư nhân, trung bình trong giai đoạn 2007-2015 vốn đầu tư tư nhân tại các địa phương chiếm 23,01% tổng sản phẩm quốc dân. Trong đó, mức vốn đầu tư tư nhân nhỏ nhất là 1,14% (ở Bà Rịa – Vũng Tàu năm 2011) và giá trị lớn nhất là 71,41% (tỉnh Lai Châu năm 2009). Đối với các yếu tố phản ánh chính sách tiền tệ, do ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính toàn cầu ở hai năm 2007, 2008 và những năm sau đó là giai đoạn phục hồi nền kinh tế nên chính sách tiền tệ của Việt Nam trong giai đoạn này có nhiều biến động. Cụ thể, trung bình trong giai đoạn 2007-2015 tổng khối tiền tệ mở rộng chiếm 111,47% GDP,

cao nhất là 137,65% GDP (2015) và thấp nhất là 93,66% GDP (2008). Trung bình tổng lượng tín dụng trong nước đối với khu vực tư nhân chiếm 99,14% GDP với mức cao nhất là 114,72% GDP (2010) và thấp nhất là 82,87% GDP (2008). Lãi suất thực trung bình là 1,85%/năm, cao nhất là 7,32% (2015), thấp nhất là -5,62% (2008). Tỷ giá hối đoái trung bình là 19.244 VND/USD, cao nhất là 21.697 VND/USD (2015) và thấp nhất là 16.105 VND/USD (2007). Từ số liệu thống kê trên có thể thấy chính phủ đã thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt để đối đầu với tỷ lệ lạm phát rất cao (18,66%) năm 2008.

Đối với các biến kiểm soát, kết quả thống kê cho thấy trung bình trong giai đoạn 2007-2015 vốn đầu tư nhà nước, vốn đầu tư nước ngoài lần lượt chiếm 20,29% và 5,74% GDP; tốc độ tăng trưởng kinh tế là 9,34%, tổng kim ngạch xuất nhập khẩu chiếm 110,26% GDP, tỷ lệ lạm phát là 11,17%/năm, tốc độ tăng trưởng số thuê bao điện thoại cố định là 4,13%/năm, tốc độ tăng trưởng lực lượng lao động từ 15 tuổi trở lên là 1,84%/năm, tốc độ tăng trưởng số học sinh trung cấp chuyên nghiệp là 13,51%/năm. Về số quan sát, khác với các biến khác, biến chất lượng nguồn nhân lực bị thiếu số liệu ở một số năm nên số quan sát chỉ đạt 560. Như vậy, số liệu được sử dụng nghiên cứu là dữ liệu bảng không cân đối.

5.2. Kết quả hồi quy

Bảng 2 và 3 trình bày tác động của chính sách tiền tệ lên vốn đầu tư tư nhân khi chưa xét và có xét đến ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính. Trong tất cả mô hình, kết quả kiểm định Wald (F test) đối với giả thuyết H_0 (các hệ số beta của các biến độc lập đều bằng 0) bị bác bỏ tại mức ý nghĩa 1% (giá trị $P_{\text{value}} < 1\%$). Điều này chứng tỏ mô hình hồi quy thực hiện theo phương pháp ước lượng GMM hệ thống hai bước có ý nghĩa trong giải thích tác động lên biến phụ thuộc vốn đầu tư tư nhân. Về tính phù hợp của mô hình khi ước lượng theo phương pháp GMM hệ thống hai bước, trong cả hai trường hợp xem xét kết quả kiểm định Arellano-Bond đối với tự tương quan bậc 2 và kiểm định Sargan về biến công cụ ngoại sinh trong tất cả các mô hình đều có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 5% (P-value luôn lớn hơn 0,05). Theo đó, không đủ cơ sở để bác bỏ giả thuyết H_0 về không có tự tương quan bậc 2 và biến công cụ ngoại sinh trong mô hình, hay kết quả ước lượng theo GMM sai phân được xác định là phù hợp với dữ liệu nghiên cứu. Tiếp sau chúng ta sẽ xem xét kết quả kiểm định tác động của các biến độc lập lên biến phụ thuộc trong các mô hình.

Đầu tiên chúng ta sẽ xem xét tác động của chính sách tiền tệ đối với vốn đầu tư tư nhân tại Việt Nam trong giai đoạn 2007-2015. Như đã lập luận ở phần mô hình nghiên cứu, mô hình 2, 3, 4 và 5 được xây dựng dựa trên 4 yếu tố đại diện cho chính sách tiền tệ, bao gồm khối tiền tệ mở rộng (M2), khối lượng tín dụng trong nước đối với khu vực tư nhân (CP), lãi suất thực (IR) và tỷ giá hối đoái (ER).

Bảng 2: Kết quả ước lượng theo phương pháp GMM hệ thống hai bước - Chưa xét đến tác động của khủng hoảng tài chính

Biến	Mô hình 2	Mô hình 3	Mô hình 4	Mô hình 5
M2	0.0572*** (0.000)			
CP		0.0917*** (0.001)		
IR			0.1971*** (0.000)	
ER				-2.5866 (0.455)
PriC_1	0.9300*** (0.000)	0.8463*** (0.000)	0.9122*** (0.000)	0.8658*** (0.000)
PubC	0.0068 (0.678)	0.0163 (0.370)	0.0052 (0.748)	0.0028 (0.891)
FdiC	-0.0244* (0.099)	-0.0101 (0.415)	-0.0297* (0.027)	-0.0151 (0.241)
Gdpg	-0.0747*** (0.006)	-0.0880*** (0.002)	-0.0624* (0.038)	-0.0632* (0.051)
Trade	-0.0005 (0.480)	-0.0008 (0.270)	-0.0005 (0.380)	-0.0006 (0.406)
Inflat	-0.0122 (0.336)	-0.0232 (0.337)	-0.0065 (0.422)	-0.0697 (0.256)
Infras	0.0010 (0.713)	0.0009 (0.640)	0.0019 (0.482)	0.0006 (0.811)
Labor	-0.0084 (0.947)	0.0391 (0.771)	-0.0047 (0.974)	0.0137 (0.929)
HuC	0.0077 (0.183)	-0.0001 (0.984)	0.0080 (0.163)	0.0046 (0.468)
_cons	-3.9620 (0.140)	-4.8790 (0.187)	2.3582 (0.262)	29.7867 (0.395)
Số quan sát	495	495	495	495
Số biến công cụ	20	20	20	20
F(9, 62)	21.42	13.83	28.48	12.56
P _{value}	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Arellano-Bond test for AR(1)	-3.1	-2.98	-3.1	-2.85
P _{value}	0.002	0.003	0.002	0.004
Arellano-Bond test for AR(2)	1.33	1.31	1.23	1.29
P _{value}	0.184	0.192	0.218	0.196
Sagan test	7.28	9.46	9.52	12.98
P _{value}	0.608	0.396	0.390	0.164

*** Đạt mức ý nghĩa 1%.

** Đạt mức ý nghĩa 5%.

* Đạt mức ý nghĩa 10%.

Nguồn: Tính toán của các tác giả

Trong số 4 yếu tố được sử dụng thì khối tiền tệ mở rộng (M2), khối lượng tín dụng trong nước đối với khu vực tư nhân (CP) và lãi suất thực (IR) đều được kiểm định có tác động thuận chiều lên vốn đầu tư tư nhân tại mức ý nghĩa rất thấp 1%. Theo đó, việc gia tăng khối tiền tệ mở rộng, khối lượng tín dụng trong nước đối với khu vực tư nhân và lãi suất thực sẽ tác động làm gia tăng lượng vốn đầu tư tư nhân tại Việt Nam. Về mức độ tác động, lãi suất thực được xác định có mức độ tác động lớn nhất đến vốn đầu tư tư nhân, tiếp theo là tín dụng đối với khu vực tư nhân và cuối cùng là khối tiền tệ mở rộng. Tại mức ý nghĩa 10%, kết quả kiểm định cho thấy không đủ cơ sở để bác bỏ giả thuyết H_0 (hệ số $\rho = 0$) do đó tỷ giá hối đoái (ER) được kiểm định không có tác động lên vốn đầu tư tư nhân tại Việt Nam. Thật vậy, trong giai đoạn 2007-2015, cùng chung xu hướng toàn cầu, kinh tế Việt Nam chịu áp lực rất lớn từ khủng hoảng kinh tế. Chính phủ Việt Nam đã nhiều lần điều chỉnh chính sách tiền tệ cho phù hợp để bình ổn nền kinh tế. Nếu như trong năm 2007 và đầu năm 2008 chính sách tiền tệ được thắt chặt nhằm kiềm chế tốc độ tăng giá trên thị trường thì từ cuối năm 2008 trở đi dưới ảnh hưởng của suy thoái kinh tế chính phủ lại điều chỉnh chính sách tiền tệ theo hướng mở rộng. Mặc dù theo báo cáo thường niên của Ngân hàng nhà nước, tỷ giá hối đoái cũng được sử dụng như là một công cụ nhằm thực thi chính sách tiền tệ trong giai đoạn 2007-2015. Song, không giống như các công cụ khác, tỷ giá hối đoái duy nhất chỉ có một xu hướng gia tăng trong giai đoạn này (xem hình 2). Như vậy, cùng với xu hướng biến động và kết quả kiểm định cho thấy tỷ giá hối đoái chưa được xem là công cụ chính trong thực thi chính sách tiền tệ tại Việt Nam trong giai đoạn 2007-2015.

Đối với các biến kiểm soát, trong các biến đưa vào mô hình duy nhất chỉ có biến trễ bậc 1 của vốn đầu tư tư nhân (PriC_1) và tốc độ tăng trưởng kinh tế (Gdp_g) có ý nghĩa thống kê trong tác động lên vốn đầu tư tư nhân tại Việt Nam. Trong đó, vốn đầu tư tư nhân có xu hướng cùng chiều với lượng vốn đầu tư năm trước nhưng lại ngược chiều với tốc độ tăng trưởng kinh tế địa phương. Thật vậy, hầu như các doanh nghiệp có vốn đầu tư tư nhân tại Việt Nam là những doanh nghiệp có quy mô nhỏ và vừa là chủ yếu, khả năng cạnh tranh thấp. Do đó, các doanh nghiệp này ít có xu hướng lựa chọn những địa phương tăng trưởng cao bởi lo ngại tính cạnh tranh lớn, nhất là khi đối đầu với các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài. Điều này càng thể hiện rõ hơn khi kết quả kiểm định ở mô hình 2 và 4 cho thấy vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FdiC) có tác động nghịch chiều lên vốn đầu tư tư nhân, do đó, có tồn tại hiệu ứng lẩn át của vốn nước ngoài đối với vốn tư nhân tại Việt Nam.

Về ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính lên xu hướng tác động của chính sách tiền tệ đối với đầu tư tư nhân tại Việt Nam, trong bảng 3, tất cả các biến tương tác giữa biến giả Dummy và 4 yếu tố đại diện cho chính sách tiền tệ ở các mô hình đều được kiểm định không có tác động lên biến phụ thuộc đầu tư tư nhân tại mức ý nghĩa 10%. Như vậy, kết quả kiểm định này cho thấy khủng hoảng tài chính không có ảnh hưởng lên tác động của chính sách tiền tệ đối với đầu tư tư nhân tại Việt Nam trong giai đoạn 2007-2008.

Bảng 3: Kết quả ước lượng dữ liệu bảng động theo phương pháp GMM hệ thống hai bước - Xét đến tác động của khủng hoảng tài chính

Biến	Mô hình 6	Mô hình 7	Mô hình 8	Mô hình 9
M2	0.0665*** (0.000)			
CP		0.1276*** (0.000)		
IR			0.2286*** (0.000)	
ER				-3.5616*** (0.436)
PriC_1	0.9678*** (0.000)	0.8824*** (0.000)	0.9306*** (0.000)	0.9274*** (0.000)
PubC	0.0020 (0.895)	0.0159 (0.371)	0.0004 (0.983)	-0.0014 (0.945)
FdiC	-0.0277 (0.138)	-0.0083 (0.614)	-0.0343** (0.020)	-0.0083 (0.446)
GdpG	-0.0803*** (0.001)	-0.1015*** (0.000)	-0.0655** (0.025)	-0.0764*** (0.003)
Trade	-0.0003 (0.675)	-0.0006 (0.436)	-0.0004 (0.460)	-0.0003 (0.531)
Inflat	-0.0102 (0.445)	-0.0247 (0.459)	-0.0071 (0.413)	-0.0306 (0.458)
Infras	0.0003 (0.901)	-0.0010 (0.589)	0.0013 (0.614)	0.0007 (0.832)
Labor	0.0014 (0.991)	0.0398 (0.703)	0.0048 (0.973)	0.0270 (0.791)
HuC	0.0095 (0.117)	-0.0008 (0.907)	0.0097 (0.100)	0.0033 (0.603)
M2*Dummy	0.0080 (0.356)			
CP*Dummy		0.0199 (0.198)		
IR*Dummy			-0.1554 (0.360)	
ER*Dummy				-0.0874 (0.593)
_cons	-5.8270** (0.016)	-9.3297** (0.044)	1.8929 (0.392)	37.9095 (0.415)
Số quan sát	495	495	495	495
Số biến công cụ	21	21	21	28
F(10, 62)	25.09	13.19	26.70	25.94
P _{value}	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Arellano-Bond test for AR(1)	-3.07	-2.96	-3.10	-3.08
P _{value}	0.002	0.003	0.002	0.002
Arellano-Bond test for AR(2)	1.32	1.29	1.21	1.23
P _{value}	0.168	0.196	0.226	0.220
Sagan test	11.5	9.94	9.57	22.66
P _{value}	0.243	0.355	0.386	0.123

Nguồn: Tính toán của các tác giả

5. Kết luận

Trên cơ sở kết quả ước lượng dữ liệu bảng động theo phương pháp GMM hệ thống hai bước có thể rút ra một số kết luận như sau:

Trong giai đoạn 2007-2015 chính sách tiền tệ có tác động tích cực lên vốn đầu tư tư nhân tại Việt Nam. Cụ thể, việc gia tăng khối tiền tệ mở rộng, khối lượng tín dụng trong nước đối với khu vực tư nhân và lãi suất thực sẽ làm gia tăng lượng vốn đầu tư tư nhân tại Việt Nam. Tuy nhiên, tỷ giá hối đoái được kiểm định không có tác động lên vốn tư nhân trong giai đoạn này.

Ngoài ra, kết quả nghiên cứu cũng cho thấy vốn đầu tư tư nhân còn phụ thuộc vào thông tin đầu tư năm trước và tốc độ tăng trưởng kinh tế. Trong đó, vốn đầu tư tư nhân có xu hướng cùng chiều với lượng vốn đầu tư năm trước nhưng lại có xu hướng ngược chiều với tốc độ tăng trưởng kinh tế địa phương.

Cuối cùng, nghiên cứu không tìm thấy bằng chứng về ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính lên tác động của chính sách tiền tệ đối với đầu tư tư nhân tại Việt Nam trong giai đoạn 2007-2008.

Mặc dù đã đạt được một số thành công nhất định nhưng sự hạn chế về số liệu đối với nghiệp vụ thị trường mở, tỷ lệ dự trữ bắt buộc, tái cấp vốn và tái chiết khấu đã không cho phép chúng tôi xem xét tất cả các công cụ mà Ngân hàng nhà nước đã sử dụng nhằm thực thi chính sách tiền tệ trong giai đoạn 2007-2015. Trong thời gian tới, nếu có thể tiếp cận được số liệu liên quan chúng tôi hy vọng có thể mở rộng phạm vi nghiên cứu cho tất cả các công cụ, từ đó có thể xem xét toàn diện hơn ảnh hưởng của chính sách tiền tệ lên vốn đầu tư tư nhân tại Việt Nam.

Tài liệu tham khảo

- [1] Ahmed, H., & Miller, S. M. (2000). Crowding-out and crowding-in effects of the components of government expenditure. *Contemporary Economic Policy*, 18(1), 124-133.
- [2] Akkina, K. R., & Celebi, M. A. (2002). The determinants of private fixed investment and the relationship between public and private capital accumulation in Turkey. *The Pakistan Development Review*, 243-254.
- [3] Alawneh, A. M., Al-Fawwaz, T. M., & Shawaqfeh, G. N. (2015). The Impact of the Fiscal and Quantitative Monetary Policies on the Domestic and Foreign Direct Investment in Jordan. An Empirical Study. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 5(4), 1-10.
- [4] Anastasia, O. C., Omade, S. I., & Osemen, E. J. (2011). Long Run Relationship between Private Investment and Monetary Policy in Nigeria. *Research Journal of Finance and Accounting*, 2(6), 30-39.

- [5] Ang, J. B. (2009). Private investment and financial sector policies in India and Malaysia. *World Development*, 37(7), 1261-1273.
- [6] Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of econometrics*, 68(1), 29-51.
- [7] Bernal, L.E., Kaukab, R.S. and Yu III, V.P.B. (2004). *The World Development Report 2005: An Unbalanced message on Investment Liberalisation*. Research paper, International Group of Twenty Four, <http://www.g24.org/kauk0904.pdf>
- [8] Blundell, R. and Bond, S. (1998). Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models. *Journal of Econometrics*, 87, 115-143.
- [9] Brima, S. and Brima, A. S. (2017). Monetary Policy Effects on Private Sector Investment: Evidence from Sierra Leone. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(1), 476-488.
- [10] Cao Thị Ý Nhi và Lê Thu Giang (2015). Ứng dụng mô hình SVAR nghiên cứu kênh truyền dẫn tiền tệ và gợi ý chính sách tiền tệ tại Việt Nam. *Kinh tế & Phát triển*, 216, 37-47.
- [11] Carrasco, M. (1998). Crowding Out and Government Spending. *University Avenue Undergraduate Journal of Economics*, 2(1), 4.
- [12] Cavallo, E., Daude C. (2011), Public investment in developing countries: A blessing or a curse?. *Journal of Comparative Economics*. 39(1), 65-81. Agu, O. C. (2015). Determinants Of Private Investment In Nigeria An Econometric Analysis. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 3(4), 1-14.
- [13] De Long, J. B., & Summers, L. H. (1991). Equipment investment and economic growth. *The Quarterly Journal of Economics*, 106(2), 445-502.
- [14] Dương Ngọc Mai Phương, Vũ Thị Phương Anh, Đỗ Thị Trúc Đào và Nguyễn Hữu Tuấn (2015). Tác động của chính sách tiền tệ đến thị trường chứng khoán: Bằng chứng tại Việt Nam. *Phát Triển & Hội Nhập*, 25(35), 3-13.
- [15] Emmons, W. R., & Schmid, F. A. (2004). Monetary policy actions and the incentive to invest. *Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper Series*, (2004-018).
- [16] Erden, L., Holcombe, R.G. (2005). The effects of public investment on private investment in developing economies. *Public Finance Review*, 33(5), 575-602.
- [17] Fu, Q., & Liu, X. (2015). Monetary policy and dynamic adjustment of corporate investment: A policy transmission channel perspective. *China Journal of Accounting Research*, 8(2), 91-109.
- [18] Jongwanich, J., & Kohpaiboon, A. (2008). Private investment: Trends and determinants in Thailand. *World Development*, 36(10), 1709-1724.
- [19] Gjini, A., Kukeli, A. (2012). Crowding-out effect of public investment on private investment: An empirical investigation. *Journal of Business & Economics Research (Online)*, 10(5), 269.

- [20] Ghura, D., Goodwin, B. (2000). Determinants of private investment: a crossregional empirical investigation. *Applied Economics*, 32, 1819-1829.
- [21] Hailu, D. B., & Debele, F. (2015). The Effect of Monetary Policy on the Private Sector Investment in Ethiopia: ARDL Co-Integration Approach. *Economics*, 4(2), 22.
- [22] Handa J. (2009). *Monetary Economics 2nd Edition*. McGill University, Canada.
- [23] Hörngren, L. (1995). Monetary policy in theory and practice. *Quarterly Review*, 3, 1-12.
- [24] Khan, A. H. (1988). Macroeconomic policy and private investment in Pakistan. *The Pakistan Development Review*, 277-291.
- [25] Khan, S.M. (2010). The Design and Effects of Monetary Policy in SubSaharan African Countries. *Series Peterson Institute for International Economics Working Paper*, 10(11), 1-18.
- [26] Levine, R., & Renelt, D. (1992). A sensitivity analysis of cross-country growth regressions. *The American economic review*, 942-963.
- [27] Maana, I., Owino, R., & Mutai, N. (2008, June). Domestic Debt and its Impact on the Economy–The Case of Kenya. *In 13th Annual African Econometric Society Conference in Pretoria, South Africa from 9th to 11th July*.
- [28] Misati, R. N., & Nyamongo, E. M. (2011). Financial development and private investment in Sub-Saharan Africa. *Journal of Economics and Business*, 63(2), 139-151.
- [29] Ndikumana, L. (2008). Can macroeconomic policy stimulate private investment in South Africa? New insights from aggregate and manufacturing sector-level evidence. *Journal of International Development*, 20(7), 869-887.
- [30] Ndikumana, L. (2016). Implications of monetary policy for credit and investment in sub-Saharan African countries. *Journal of African Development*, 18(2):1–18
- [31] Olweny, T., & Chilwe, M. (2012). The effect of monetary policy on private sector investment in Kenya. *Journal of Applied Finance and Banking*, 2(2), 239.
- [32] Oshikoya, T. W. (1994). Macroeconomic determinants of domestic private investment in Africa: An empirical analysis. *Economic development and cultural change*, 42(3), 573-596.
- [33] Pham Tuan Anh (2016). *Monetary Policies And The Macroeconomic Performance Of Vietnam*. Doctoral thesis, Queensland University of Technology.
- [34] Phạm Thế Anh (2015). Ứng dụng mô hình SVAR trong phân tích hiệu ứng chuyển của tỷ giá hối đoái ở Việt Nam. *Kinh tế & Phát triển*, 220, 48-58.
- [35] Sakr, K. (1993). Determinants of Private Investment in Pakistan. *Washington D.C, IMF Working Paper /93/30*.
- [36] Syed, S. H. & Majeed, M. T. (2007). Public policy and private investment in Pakistan. *MPRA Paper No.57675*.

- [37] Trần Ngọc Thơ và Nguyễn Hữu Tuấn (2013). Cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ ở Việt Nam tiếp cận theo mô hình SVAR. *Phát Triển & Hội Nhập*, 10 (20), 8-16.
- [38] Vo, X. V., & Nguyen, P. C. (2017). Monetary Policy Transmission in Vietnam: Evidence from a VAR Approach. *Australian Economic Papers*, 56(1), 27-38.
- [39] Wai, U. T., & Wong, C. H. (1982). Determinants of private investment in developing countries. *The Journal of Development Studies*, 19(1), 19-36.
- [40] World Bank (2003). *Determinants of Private Sector Growth in Ethiopia's Urban Industry: The Role of Investment Climate*. May 6, 2003, DECRG/RPED, World Bank in Collaboration with the Ethiopian Research Institute(EDRI), Washington DC: DECRG/RPED, The World Bank.
- [41] Wray, L.R. (1989). A Keynesian Presentation of the Relations among Government Deficits, Investment, Saving, and Growth. *Journal of Economic Issues*, 23(4), 977-1002.

TÁC ĐỘNG CỦA TÍN DỤNG TỚI TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ VÀ GỢI Ý CHÍNH SÁCH CHO VIỆT NAM

TS. Chu Khánh Lâm - Nguyễn Thu Huyền

Học viện Ngân hàng

Tóm tắt

Bài nghiên cứu xem xét tác động của tín dụng tới tăng trưởng kinh tế của các quốc gia trên thế giới. Sử dụng phương pháp GMM và dữ liệu giai đoạn 1980 – 2015, kết quả mô hình cho thấy khi tỷ lệ tín dụng/GDP thấp hơn ngưỡng tối ưu, tăng tín dụng thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Khi tỷ lệ tín dụng/GDP tăng vượt ngưỡng tối ưu, mở rộng tín dụng không còn thúc đẩy tăng trưởng kinh tế như kỳ vọng. Tại Việt Nam, hệ thống tài chính phụ thuộc vào hệ thống ngân hàng và tín dụng ngân hàng trở thành nguồn vốn cung ứng chủ yếu cho các chủ thể kinh tế trong khi thị trường trái phiếu và cổ phiếu chưa thể hiện được vai trò tương xứng. Sự mất cân đối trong cấu trúc tài chính đòi hỏi cần có giải pháp để giải quyết nhằm bảo đảm sự ổn định của thị trường và nâng cao vai trò của thị trường tài chính đối với phát triển kinh tế.

Từ khóa: *cấu trúc tài chính, tín dụng, tăng trưởng kinh tế, GMM*

IMPACT OF CREDIT ON ECONOMIC GROWTH AND POLICY RECOMMENDATIONS FOR VIETNAM

Dr. Chu Khanh Lan - Nguyen Thu Huyen

Banking Academy of Vietnam

Abstract

This research examines the impact of credit on economic growth. By employing GMM and 1980 – 2015 data set, the model indicates that up to a point, bank credit fosters economic growth. Beyond that limit, credit growth no longer adds to growth as expected. In Vietnam, financial system is mostly based on banking system and bank credit is the main funding source for economic activities while the stock and bond markets are not well-developed. The unbalanced financial structure urges the solutions to ensure financial stability and improve the role of financial market in fostering economic growth.

Key words: *financial structure, credit, economic growth, GMM.*

1. Giới thiệu

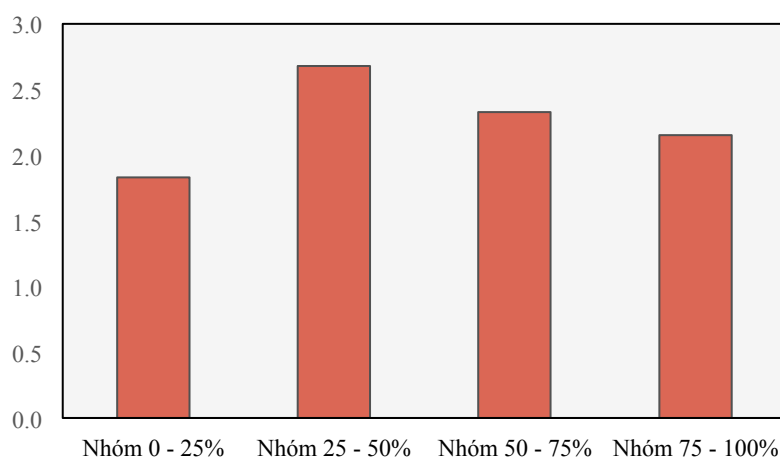
Đặc điểm cấu trúc tài chính của mỗi quốc gia có thể được phân loại thành thị trường tài chính dựa vào ngân hàng (bank-based) và thị trường tài chính dựa vào thị trường chứng khoán (market-based). Từng cấu trúc tài chính có những tác động tích cực và tiêu cực khác nhau đối với tăng trưởng kinh tế. Bằng cách thu thập thông tin về doanh nghiệp, hệ thống ngân hàng có khả năng nâng cao hiệu quả phân bổ, sử dụng nguồn vốn và nâng cao hiệu quả hoạt động quản trị doanh nghiệp (Diamond, 1984). Mặt khác, hệ thống ngân hàng với chức năng quản lý dữ liệu chéo và quản lý rủi ro thanh khoản làm tăng hiệu quả đầu tư, góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế (Allen và Gale, 1999; Bencivenga và Smith, 1991). Dựa vào mối quan hệ dài hạn với doanh nghiệp vay vốn, hệ thống ngân hàng giảm thiểu tình trạng che giấu thông tin của các doanh nghiệp diễn ra trên thị trường chứng khoán (Stiglitz, 1985; Boot, Greenbaum và Thakor, 1993). Nhìn chung, các quan điểm ủng hộ thị trường tài chính dựa vào hệ thống ngân hàng cho rằng hoạt động của ngân hàng ít bị cản trở bởi hạn chế của các quy định, chính sách, các ngân hàng có khả năng khai thác thông tin và hạn chế rủi ro đạo đức, giúp giảm thiểu các thông tin sai lệch vì có mối quan hệ dài hạn với các doanh nghiệp và từ đó giúp tăng trưởng kinh tế.

Bên cạnh những tác động tích cực, thị trường tài chính dựa vào ngân hàng cũng có những nhược điểm. *Thứ nhất*, hệ thống ngân hàng có xu hướng ưu tiên những khoản vay có tính an toàn cao, độ rủi ro thấp, đó thường là các khoản vay của các doanh nghiệp lớn, uy tín và có mối quan hệ thân thiết với các ngân hàng. Do vậy, sẽ không hề dễ dàng cho các doanh nghiệp nhỏ hoặc các doanh nghiệp mới thành lập có thể vay được vốn trong môi trường cạnh tranh (Hellwig, 1991; Rajan, 1992). *Thứ hai*, bởi hoạt động của hệ thống ngân hàng ít bị cản trở bởi các quy định pháp lý và ít minh bạch hơn so với thị trường chứng khoán, các ngân hàng có thể cấu kết với các doanh nghiệp, gây thiệt hại cho chủ sở hữu và ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động quản trị doanh nghiệp (Hellwig, 1998; Wenger và Kaserer, 1998). Trong khi đó, thị trường chứng khoán với tính cạnh tranh cao sẽ có vai trò tích cực trong việc tập hợp các tín hiệu, thông tin thị trường và truyền tải các thông tin đó một cách có hiệu quả đến các nhà đầu tư. Hơn thế nữa, thị trường chứng khoán phát triển còn có thể đem lại lợi ích cho hoạt động tài chính, quản trị rủi ro, quản trị doanh nghiệp của doanh nghiệp và sự phát triển chung của thị trường tài chính (Boot và Thakor, 1997; Allen và Gale, 1999; Levine, 1991; Obstfeld, 1994; Jensen và Murphy, 1990). Quan điểm này cho rằng thị trường chứng khoán với khả năng tạo được lợi nhuận lớn từ việc khai thác thông tin giao dịch có thể giúp cho các doanh nghiệp phát triển hơn (Holmstrom và Tirole, 1993).

Một số nghiên cứu đưa ra kết luận rằng thị trường tài chính nói riêng và nền kinh tế nói chung không thể tăng trưởng tốt khi chỉ dựa vào hệ thống ngân hàng hay chứng khoán. Merton và Bodie (1995) và Levine (1997) đều cho rằng các bộ phận của thị trường tài chính bao gồm thị trường chứng khoán và các trung gian tài chính sẽ đồng thời thúc đẩy sự phát triển cho nền kinh tế. Các thành phần cấu tạo nên thị trường tài chính sẽ có vai trò khai thác các cơ hội đầu tư tiềm ẩn, thúc đẩy quản trị doanh nghiệp có hiệu quả, nâng cao chất lượng

hoạt động quản trị rủi ro cũng như cải thiện tính thanh khoản. Dựa trên việc cung cấp các dịch vụ này ra thị trường có hiệu quả hay không, mỗi cấu trúc tài chính lại có thể khuếch đại tăng trưởng kinh tế ở một mức độ khác nhau. Quan điểm ủng hộ thị trường tài chính bao gồm cả thị trường chứng khoán và ngân hàng cho rằng cả thị trường chứng khoán và các ngân hàng đều không thể kết luận đâu là bộ phận chủ đạo của thị trường tài chính. Thị trường tài chính cần được tạo nên bởi cả thị trường chứng khoán và hệ thống ngân hàng với một tỷ lệ phù hợp ở từng quốc gia và từng điều kiện. Các doanh nghiệp cần phải tìm ra sự kết hợp một cách hợp lý giữa việc tìm nguồn tài trợ vốn giữa thông qua thị trường và thông qua hệ thống ngân hàng.

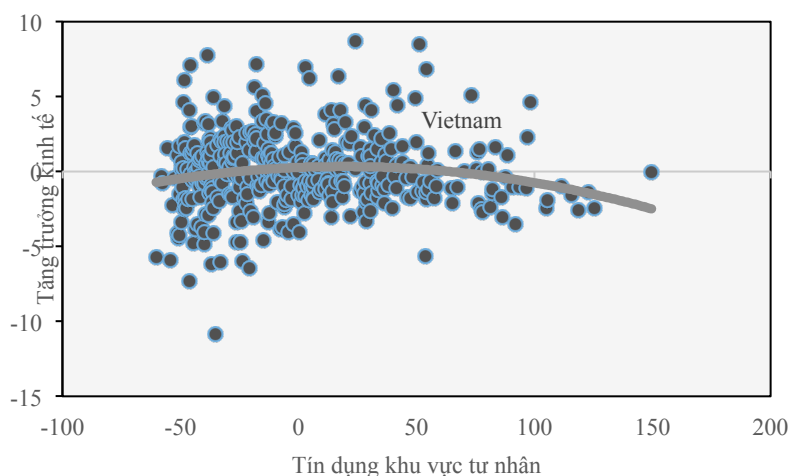
Hình 1: Tăng trưởng GDP theo các nhóm phần tư của tỷ lệ tín dụng/GDP (%)



Nguồn: The World Bank data và tính toán của tác giả

Hình 1 mô tả mối quan hệ giữa tăng trưởng GDP theo tỷ lệ tín dụng/GDP tăng dần được sắp xếp theo các nhóm phần tư sử dụng dữ liệu từ 61 quốc gia trong giai đoạn từ năm 1980 đến 2015. Khi tỷ lệ tín dụng/GDP tăng từ nhóm phần tư thứ nhất lên nhóm phần tư thứ hai, tốc độ tăng trưởng GDP tăng theo nhưng khi sang tới nhóm phần tư thứ ba và thứ tư, đóng góp của tỷ lệ tín dụng/GDP cao hơn vào tốc độ tăng trưởng kinh tế lại giảm dần.

Hình 2: Tỷ lệ tín dụng/GDP và tăng trưởng kinh tế so với giá trị bình quân (%)



Nguồn: World Bank data và tính toán của tác giả

Xem xét mối quan hệ giữa độ lệch của tỷ lệ tín dụng/GDP và tăng trưởng tín dụng so với giá trị bình quân cho thấy dạng parabol ngược (hình 2). Theo đó, khi tỷ lệ tín dụng/GDP thấp hơn giá trị bình quân, tăng tín dụng góp phần thúc đẩy kinh tế tăng trưởng. Khi tỷ lệ tín dụng/GDP vượt ra khỏi giá trị bình quân, đóng góp của tín dụng vào tăng trưởng kinh tế giảm dần. Tuy nhiên, ngoài tín dụng là kênh huy động vốn, tăng trưởng kinh tế còn phụ thuộc vào sự phát triển của thị trường cổ phiếu cũng như các nhân tố khác như trình độ học vấn, biến động giá cả, phát triển thương mại...

Nhóm tác giả muốn xem xét tác động trong dài hạn của tín dụng/GDP tới tăng trưởng kinh tế khi kiểm soát ảnh hưởng từ các nhân tố khác thông qua mô hình nghiên cứu định lượng. Trước tiên, bài nghiên cứu sẽ tiến hành tổng quan các nghiên cứu trước về sự phát triển của thị trường tài chính nói chung, và hệ thống ngân hàng, tới tăng trưởng kinh tế. Phương pháp nghiên cứu và dữ liệu sử dụng được trình bày trong nội dung tiếp theo. Dựa trên kết quả nghiên cứu, nhóm tác giả thảo luận thực trạng của Việt Nam và đưa ra một vài gợi ý chính sách.

2. Tổng quan nghiên cứu

Một trong những nghiên cứu nổi bật về tác động của thị trường tài chính đến tăng trưởng kinh tế là nghiên cứu của King và Levine (1993). Trên cơ sở lý thuyết các sản phẩm và dịch vụ được cung cấp bởi các trung gian tài chính như nhận tiền gửi tiết kiệm, biến đổi tài sản, quản trị rủi ro hay thực hiện các giao dịch có đảm bảo có ảnh hưởng tới nền kinh tế, King và Levine đã đưa ra giả thuyết thị trường tài chính phát triển ở mức độ cao có ảnh hưởng trực tiếp làm tăng trưởng kinh tế nhanh trong cả ngắn hạn và dài hạn, tăng tích lũy vốn và hiệu quả kinh tế. Các tác giả đã tiến hành xem xét xem liệu rằng mức độ phát triển của thị trường tài chính có ảnh hưởng trực tiếp và đáng kể đến tốc độ tăng trưởng kinh tế trong dài hạn hay không. Sử dụng mô hình hồi quy với dữ liệu của 80 quốc gia trong khoảng thời gian từ năm 1960 đến 1989, các tác giả đã chỉ ra được các chỉ số kinh tế thể hiện mức độ phát triển của thị trường tài chính có mối liên hệ chặt chẽ và đáng kể với tăng trưởng kinh tế trong dài hạn. Ngoài ra, các chỉ số này có thể giúp dự đoán được tốc độ tăng trưởng kinh tế trong tương lai.

Dựa trên nghiên cứu tiên phong của King và Levine (1993), đã có rất nhiều tác giả khác như Pagano (1993), Levine (1997), Levine và Zervos (1998), Beck, Demirgüç-Kunt, Levine (1999),... xem xét mối quan hệ giữa thị trường tài chính và tăng trưởng kinh tế. Trong đó, rất nhiều nghiên cứu nhấn mạnh vào tác động tích cực thị trường tài chính tới tăng trưởng kinh tế. Cụ thể, Pagano (1993) đã sử dụng mô hình tăng trưởng nội sinh thể hiện tổng sản lượng có mối quan hệ tuyến tính với tổng vốn cổ phần để xem xét các ảnh hưởng của sự phát triển của thị trường tài chính tới tăng trưởng kinh tế. Pagano đã chứng minh được rằng các trung gian tài chính có thể ảnh hưởng tới tăng trưởng kinh tế thông qua huy động các khoản tiết kiệm và chuyển chúng thành các khoản đầu tư, hoặc thông qua hiệu suất sử dụng vốn đầu tư. Nghiên cứu của Pagano đã giải quyết được một số vấn đề trước đó bằng việc đưa ra một mô hình phân tích trên nền tảng lý thuyết.

Sử dụng nguồn dữ liệu của 47 quốc gia trong khoảng thời gian từ năm 1976 đến năm 1993, Levine và Zervos (1998) đã nghiên cứu xem thanh khoản của thị trường chứng khoán và sự phát triển của hệ thống ngân hàng có tác động tích cực hay tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế và mở rộng nghiên cứu tác động của tăng trưởng tài chính tới tích lũy tài sản và năng suất lao động. Dựa trên các chỉ số tăng trưởng của năng suất, của sản lượng đầu ra hay các khoản tiết kiệm trong nền kinh tế, các tác giả đã tập trung vào nghiên cứu mối liên hệ giữa các chỉ số để đo lường khối lượng giao dịch, quy mô hay tính lỏng của các công cụ trên thị trường chứng khoán với tăng trưởng kinh tế trong dài hạn. Sử dụng nguồn dữ liệu của 47 quốc gia trong khoảng thời gian từ năm 1976 đến năm 1993, họ đã chứng minh được cả mức độ phát triển của thị trường chứng khoán và hệ thống ngân hàng đều có mối quan hệ với tăng trưởng sản lượng đầu ra, tăng trưởng vốn và tăng trưởng năng suất lao động trong tương lai. Điều đó tương đồng với những dự đoán của Levine (1991), Bengt Holmstrom và Jean Tirole (1993), Bencivenga và cộng sự (1995). Tuy nhiên, nghiên cứu của Levine và Zervos đã có sự phát triển hơn những nghiên cứu trước của King và Levine (1993) chỉ tập trung vào nghiên cứu mối liên hệ giữa sự phát triển của hệ thống ngân hàng với tăng trưởng kinh tế. Không chỉ vậy, họ đã khắc phục được những thiếu sót trong các nghiên cứu của Levine và David Renelt (1992) đã không tìm ra được mối liên hệ cụ thể giữa tăng trưởng và các chỉ số kinh tế vĩ mô. Nghiên cứu của Levine và Zervos đã loại bỏ được những hạn chế trong việc sử dụng giá trị bình quân cho toàn bộ các giá trị của biến độc lập và biến giải thích trong các mô hình ở các nghiên cứu trước đó. Vào năm 1993, Raymond Atje và Jovanovic cũng đã từng có một nghiên cứu về thị trường chứng khoán và tăng trưởng kinh tế như Levine và Zervos (1998) nhưng họ chỉ nghiên cứu trong một khoảng thời gian ngắn từ 1980 đến năm 1988 với dữ liệu của 40 quốc gia, trong khi Levine và Zervos đã tiến hành mở rộng số lượng quốc gia tiến hành nghiên cứu lên thêm 20% nữa ở mức 47 quốc gia và thu thập số liệu trong một quãng thời gian dài hơn gấp đôi cùng với sự bổ sung nhiều chỉ số.

Một vài nghiên cứu đã tập trung nhấn mạnh vai trò của hệ thống ngân hàng đến tăng trưởng kinh tế như các nghiên cứu của Beck, Levine và Loayza (2000). Beck, Levine và Loayza (2000) đã thực hiện nghiên cứu về tác động của hệ thống ngân hàng tới tăng trưởng năng suất lao động, tích lũy tài sản, tỷ lệ tiết kiệm cá nhân và tăng trưởng kinh tế như thế nào. Các tác giả đã lựa chọn các chỉ số về tăng trưởng của hệ thống ngân hàng, tốc độ tăng trưởng GDP bình quân thực, tốc độ tăng trưởng vốn bình quân, tốc độ tăng trưởng năng suất lao động bình quân, tỷ lệ tiết kiệm cá nhân. Hai phương pháp được sử dụng là hồi quy tuyến tính với dữ liệu chéo và phương pháp ước lượng moment tổng quát GMM với dữ liệu bảng. Dựa trên cơ sở tích lũy tài sản là chỉ số cốt lõi để phân tích tốc độ tăng trưởng kinh tế cùng với nguồn dữ liệu của 63 quốc gia trong khoảng thời gian từ năm 1960 đến 1995, Beck, Levine và Loayza đã đưa ra được kết luận hệ thống ngân hàng có tác động tích cực và là một trong những nhân tố ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng GDP thực tế bình quân và tăng trưởng năng suất lao động bình quân. Bên cạnh đó, hệ thống ngân hàng càng phát triển với tốc độ cao thì tốc độ tăng trưởng của GDP bình quân đầu người và năng suất lao động bình quân càng cao. Nghiên cứu của Beck, Levine và Loayza đã cung cấp các bằng chứng về mối liên hệ giữa mức

độ và tốc độ tăng trưởng của năng suất lao động của tại quốc gia khác nhau với tăng trưởng kinh tế. Ngoài ra, nghiên cứu còn đưa ra kết luận rằng mức độ ảnh hưởng thực tế của hệ thống ngân hàng với tích lũy vốn thấp hơn mức độ ảnh hưởng của hệ thống ngân hàng với tăng trưởng năng suất lao động. Nghiên cứu này có ưu điểm vượt trội hơn so với nghiên cứu của Rajan và Zingales 1998, Demirgüç-Kunt và Maksimovic (1999) khi đã tìm ra được nguyên nhân dẫn đến ảnh hưởng của hệ thống ngân hàng đến tăng trưởng kinh tế. Nghiên cứu của Beck, Levine và Loayza (2000) đã cải tiến về cả phương pháp phân tích và dữ liệu sử dụng và sử dụng thêm một biến số mới là tăng trưởng của năng suất các yếu tố tổng hợp.

Nghiên cứu của Cecchetti và Kharoubi (2012) đã chỉ ra khi thị trường tài chính phát triển vượt quá một mức độ, tác động tích cực của nó tới tăng trưởng kinh tế sẽ chuyển sang tiêu cực. Sử dụng dữ liệu của 50 quốc gia phát triển và mới nổi trong giai đoạn từ năm 1980 tới 2009, hai tác giả nhận thấy sản lượng trên mỗi đơn vị lao động tăng lên khi tỷ lệ tín dụng/GDP tăng từ nhóm phần tư thứ nhất lên nhóm thứ ba, nhưng lại giảm xuống khi chuyển sang nhóm thứ tư. Kết quả hồi quy cho thấy mối quan hệ giữa sản lượng trên mỗi đơn vị lao động với tỷ lệ tín dụng/GDP có dạng parabol ngược.

3. Phương pháp nghiên cứu

Tham khảo mô hình của các nghiên cứu trước đây của Levine và Zervos (1998), Beck, Levine và Loayza (2000), Cecchetti và Kharoubi (2012), nhóm tác giả sử dụng mô hình nghiên cứu có dạng sau:

$$\Delta y_{i,t} = \alpha y_{i,t-1} + \delta \text{bankcredit}_{i,t} + \gamma \text{bankcredit}_{i,t}^2 + \beta' X_{i,t} + \eta_t + \varepsilon_{i,t}$$

Trong đó:

Y: GDP bình quân đầu người

Bankcredit: tỷ lệ tín dụng cho khu vực tư nhân do hệ thống ngân hàng cung cấp/GDP

X: các biến: giá trị giao dịch trên vốn hóa thị trường cổ phiếu, GDP bình quân đầu người (năm đầu), tỷ lệ lạm phát, độ mở thương mại, số năm học bình quân người từ 15 tuổi trở lên (năm đầu).

η_t là tác động riêng biệt không đổi theo thời gian và không quan sát được của từng quốc gia

Để giải quyết được vấn đề tự tương quan của các sai số và biến nội sinh có thể làm thiên lệch kết quả ước lượng của mô hình bảng động tuyến tính, Arellano và Bond (1991) đã đề xuất sử dụng mô hình GMM sai phân (difference GMM). Cách thực hiện là chuyển mô hình gốc sang mô hình sai phân bậc nhất; đồng thời đưa thêm biến trễ của biến độc lập và biến phụ thuộc vào mô hình như biến công cụ. Việc lấy sai phân của mô hình sẽ giúp loại bỏ được sự tương quan giữa các phần dư và vấn đề nội sinh. Tuy nhiên, Blundell và Bond (1998) đã chứng minh được rằng nếu biến phụ thuộc có mối quan hệ tương quan cao với biến trễ mà khoảng thời gian lại không quá lớn thì DGMM vẫn có các sai lệch về kết quả, các biến công cụ được đánh giá là không đủ mạnh làm mô hình có độ tin cậy cao.

Để khắc phục nhược điểm này Blundell và Bond (1998) đã đề xuất một hệ hai phương trình gồm GMM cơ bản (level GMM) và GMM sai phân. Hệ hai phương trình này được gọi là

là System GMM; trong đó, với phương trình cơ bản, biến công cụ là các biến trễ của sai phân bậc nhất của các biến giải thích. Hệ hai phương trình được xem là phù hợp khi thỏa mãn hai điều kiện là tồn tại các hạn chế về giới hạn xác định quá mức (xác định tính phù hợp của các biến công cụ) và không tồn tại hiện tượng tương quan bậc hai trong sai phân bậc nhất.

Dữ liệu được lấy bình quân cho giai đoạn 5 năm để xem xét mối quan hệ trong dài hạn giữa tăng trưởng tín dụng và tăng trưởng kinh tế. Dù vậy, cách thức sử dụng tỷ lệ tín dụng/GDP để đo lường vai trò của tín dụng trong việc giảm thiểu chi phí giao dịch và giải quyết vấn đề thông tin bất cân xứng là không hoàn toàn hoàn hảo. Lý do là cho tới hiện nay, chưa có một chỉ tiêu nào có thể đo lường một cách trực tiếp tác động của hệ thống ngân hàng đối với việc giảm thiểu chi phí giao dịch và giải quyết vấn đề thông tin bất cân xứng. Sử dụng tỷ lệ tín dụng/GDP chỉ phần nào mô tả sự phát triển của hệ thống ngân hàng về mặt định lượng. Dù vậy, tỷ lệ này vẫn có ưu điểm hơn các cách thức đo lường khác như tỷ lệ M3/GDP nhờ loại bỏ được các khoản tín dụng cho Chính phủ và doanh nghiệp nhà nước.

Để kiểm soát tác động của các nhân tố khác ảnh hưởng tới tăng trưởng kinh tế, nhóm tác giả bổ sung các biến kiểm soát có khả năng ảnh hưởng tới tăng trưởng kinh tế. Biến giá trị giao dịch trên vốn hóa thị trường cổ phiếu đo lường mức độ phát triển của thị trường cổ phiếu, biến chi tiêu chính phủ/GDP đo lường mức độ nới lỏng hay thắt chặt của chính sách tài khóa, tỷ lệ lạm phát đo lường chi phí đầu vào của sản xuất, độ mở thương mại đo lường mức độ tương tác của quốc gia với phần còn lại của thế giới, số năm học bình quân đo lường trình độ học vấn, chất lượng của nguồn nhân lực tại quốc gia.

4. Dữ liệu và kết quả nghiên cứu

Dữ liệu về GDP bình quân đầu người, tỷ lệ tín dụng cho khu vực tư nhân do hệ thống ngân hàng cung cấp/GDP, chi tiêu chính phủ/GDP, giá trị giao dịch trên vốn hóa thị trường cổ phiếu, GDP đầu người (năm đầu), tỷ lệ lạm phát, độ mở thương mại được lấy từ dữ liệu World Development Indicators, World Bank. Dữ liệu số năm học bình quân đo lường trình độ học vấn của người dân được lấy từ cơ sở dữ liệu do Barro và Lee (2017) cung cấp.

Nhóm tác giả sử dụng khai thác dữ liệu của 61 quốc gia trong giai đoạn từ năm 1980 đến 2015 (bảng 1). Dữ liệu được lấy bình quân cho giai đoạn 5 năm để xem xét mối quan hệ trong dài hạn giữa tăng trưởng tín dụng và tăng trưởng kinh tế.

Bảng 1: Các quốc gia trong mẫu nghiên cứu

Argentina	Croatia	Iran, Islamic Rep.	Mexico	Singapore
Australia	Czech Republic	Ireland	Namibia	Slovak Republic
Austria	Denmark	Israel	Netherlands	Slovenia
Bahrain	Finland	Italy	New Zealand	South Africa
Belgium	France	Japan	Norway	Spain
Brazil	Germany	Kazakhstan	Pakistan	Sri Lanka
Bulgaria	Ghana	Kenya	Panama	Sweden
Canada	Greece	Korea, Rep.	Peru	Switzerland
Chile	Hong Kong SAR, China	Luxembourg	Philippines	Thailand
China	Hungary	Malaysia	Poland	Turkey

Costa Rica	India	Malta	Portugal	United Kingdom
Cote d'Ivoire	Indonesia	Mauritius	Romania	United States
Vietnam				

Dữ liệu cho thấy sự đa dạng về mức độ phát triển của thị trường tín dụng và thị trường cổ phiếu (bảng 2). Tỷ lệ tín dụng/GDP và giá trị giao dịch/vốn hóa thị trường cổ phiếu của 61 quốc gia trong mẫu nghiên cứu lần lượt là 63,4% và 54,5% (bảng). Những năm đầu của thập niên 1980, Ghana là quốc gia có tỷ lệ tín dụng/GDP thấp nhất, ở mức 2,1% trong khi tỷ lệ này tại Hong Kong từ năm 2011 đến 2015 đạt mức cao nhất trong mẫu nghiên cứu, ở mức 212%.

Bảng 2: Thống kê mô tả các biến trong mô hình

Biến	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị thấp nhất	Giá trị cao nhất
Tốc độ tăng trưởng GDP đầu người (%)	2.25378	2.426113	-8.656909	10.94716
Tín dụng/GDP (%)	63.39544	40.40811	2.101962	212.0163
Giá trị giao dịch/vốn hóa thị trường cổ phiếu (%)	54.48755	80.45138	0.1750688	1107.226
Tỷ lệ lạm phát	16.29157	5.007444	4.166557	37.919
Chỉ tiêu chính phủ/GDP	29.47138	163.0648	-1.352676	2342.221
Độ mở thương mại	86.4311	66.29865	13.94352	422.0799
Trình độ học vấn	8.455574	2.433159	2.06	13.18

Nguồn: Tính toán của tác giả

Kết quả hồi quy cho thấy tín dụng/GDP và giá trị giao dịch/vốn hóa thị trường cổ phiếu có tác dụng thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, ban đầu tăng tỷ lệ tín dụng/GDP có tác dụng thúc đẩy tăng trưởng GDP nhưng khi vượt quá ngưỡng tối ưu, hiệu ứng tích cực của tăng tỷ lệ tín dụng/GDP lại giảm dần. Giá trị giao dịch/vốn hóa thị trường cổ phiếu tăng, đại diện cho sự phát triển của thị trường cổ phiếu, có tác động tích cực tới tăng trưởng GDP. Hội nhập kinh tế quốc tế và nâng cao trình độ học vấn cũng mang lại mức tăng trưởng kinh tế cao hơn cho các quốc gia (bảng 3).

Bảng 3: Kết quả mô hình

	Hệ số hồi quy	Độ lệch chuẩn	z	P> z
Tốc độ tăng trưởng GDP đầu người (trễ)	0.1246993*	0.074717	1.67	0.095
Tín dụng/GDP ¹	3.736888**	1.478527	2.53	0.011
Tín dụng/GDP bình phương	-0.470215*	0.184414	-2.55	0.063
Giá trị giao dịch/vốn hóa thị trường cổ phiếu ¹	0.2696723**	0.145080	1.86	0.018
Tỷ lệ lạm phát ²	-3.77644***	1.599923	-2.36	0.000
GDP đầu người năm đầu ¹	-1.297419***	0.309094	-4.20	0.000
Độ mở thương mại ¹	0.702839***	0.271629	2.59	0.010
Trình độ học vấn ¹	2.953626***	1.114605	2.65	0.008

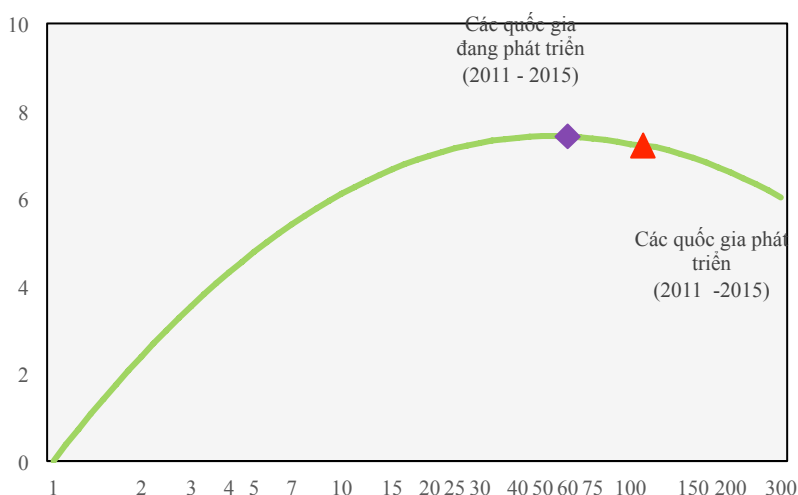
¹: Trong mô hình, biến này có dạng log(biến) ²: Trong mô hình, biến này có dạng log(1+biến)

***, **, *: ý nghĩa thống kê 1%, 5%, và 10%

Nguồn: Tính toán của tác giả

Từ kết quả mô hình, tỷ lệ tín dụng/GDP mà tại đó tín dụng đạt hiệu quả cao nhất đối với tăng trưởng kinh tế là khoảng 53,2%. Trong giai đoạn 2011 – 2015, tỷ lệ tín dụng cho khu vực tư nhân do hệ thống ngân hàng cung cấp so với tổng sản lượng của nền kinh tế của cả nhóm các quốc gia đang phát triển và phát triển đều đã vượt ngưỡng hiệu quả.

Hình 3: Mối quan hệ giữa tín dụng/GDP và đóng góp vào tăng trưởng kinh tế

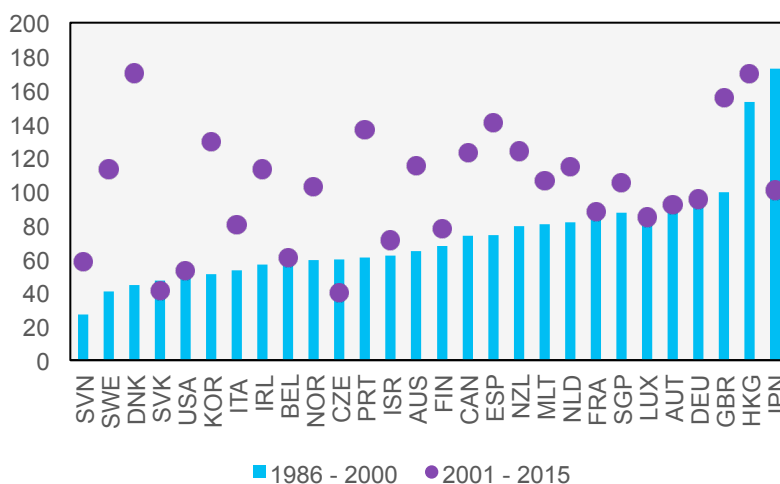


Nguồn: Tính toán của tác giả

5. Thảo luận và gợi ý chính sách

So với giai đoạn 1986 – 2000, giai đoạn 2001 – 2015 chứng kiến tỷ lệ tín dụng/GDP của hầu hết các quốc gia tăng cao. Nhóm các quốc gia phát triển có tỷ lệ tín dụng/GDP trong cả hai giai đoạn đều cao hơn nhiều so với các quốc gia đang phát triển. Trong nhóm các quốc gia phát triển, ngoại trừ Slovakia, Czech và USA, tỷ lệ tín dụng/GDP đều cao hơn mức tối ưu.

Hình 4: Tỷ lệ tín dụng/GDP của các quốc gia phát triển (%)



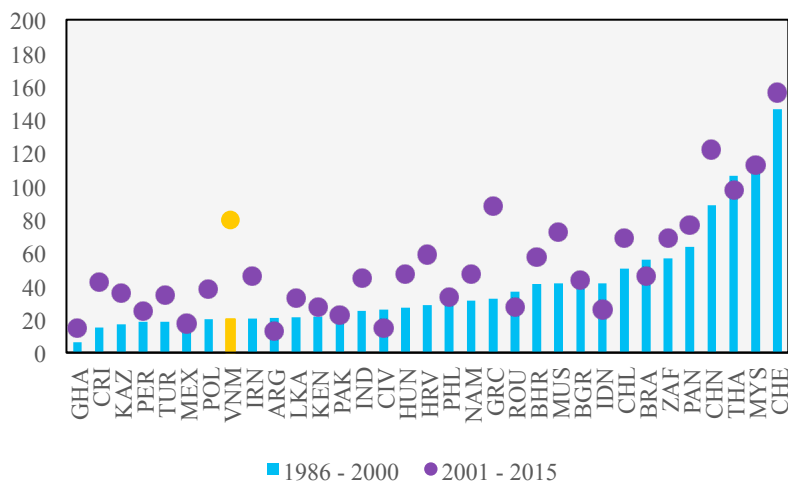
Nguồn: World Bank data

Trong khi đó, tỷ lệ tín dụng của nhóm các quốc gia đang phát triển từ mức thấp giai đoạn 1986 – 2000, đa phần là thấp hơn 50%, đã tăng lên và vượt ngưỡng tối ưu tại nhiều số quốc gia. Tuy không phải là quốc gia có tỷ lệ tín dụng/GDP cao nhất, Việt Nam là quốc gia có

tốc độ tăng trưởng tỷ lệ tín dụng/GDP cao nhất trong 61 quốc gia nghiên cứu, tăng tới gần 4 lần từ 20% lên 79,5% (hình 5).

Trong giai đoạn phát triển kinh tế xã hội của Việt Nam, tín dụng ngân hàng luôn là kênh dẫn vốn chủ đạo cho hoạt động của nền kinh tế. Tỷ lệ tín dụng/GDP dù đã giảm xuống so với mức 124,7% vào năm 2010 xuống còn 104,9% vào năm 2012, đã tăng trở lại mức 130% vào giữa năm 2017. Hệ thống tổ chức tín dụng đã phải nỗ lực để huy động vốn để cấp tín dụng cho nhiều chủ thể kinh tế, nhiều đối tượng được tài trợ, với kỳ hạn dài đáng nhẽ phải được phục vụ bởi thị trường chứng khoán. Trong sự nỗ lực đó, không thể không ghi nhận vai trò của hệ thống ngân hàng, chiếm tới 84,4% tổng tài sản của cả hệ thống tổ chức tín dụng.

Hình 5: Tỷ lệ tín dụng/GDP của các quốc gia đang phát triển (%)



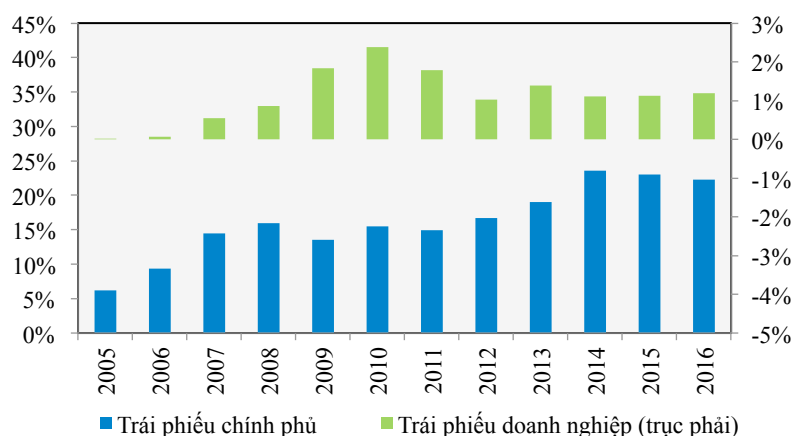
Nguồn: World Bank data

Mặc dù hệ thống ngân hàng và thị trường tín dụng có sự phát triển mạnh mẽ, thị trường trái phiếu và cổ phiếu lại chưa có mức tăng trưởng tương xứng. Tại Quyết định số 252/QĐ-TTg Phê duyệt Chiến lược phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2011 – 2020 ban hành ngày 01/03/2012, mục tiêu tổng quát đề ra là “*phát triển thị trường chứng khoán ổn định, vững chắc, ..., đảm bảo thị trường hoạt động hiệu quả và trở thành kênh huy động vốn trung và dài hạn quan trọng của nền kinh tế*”. Mục tiêu cụ thể Thủ tướng Chính phủ đưa ra là đến năm 2020, tổng giá trị vốn hóa thị trường cổ phiếu vào năm 2020 đạt khoảng 70% GDP. Tuy nhiên, tính đến cuối năm 2015, tỷ lệ này mới chỉ đạt ở mức 34%, tức là chưa đạt một nửa mục tiêu đề ra. Sự gia tăng mạnh mẽ của thị trường chứng khoán vào cuối năm 2017 (tăng 110 điểm trong tháng 11/2017) đẩy tỷ lệ này lên khoảng 60% cho thấy sự biến động của thị trường chứng khoán hơn là sự phát triển bền vững và đóng góp vào tăng trưởng kinh tế của thị trường.

Đối với thị trường trái phiếu, lộ trình phát triển thị trường trái phiếu Việt Nam đến năm 2020 được quy định tại Quyết định số 261/QĐ-BTC ngày 01/02/2013. Theo đó, quan điểm chung là phát triển thị trường trái phiếu một cách bền vững, thanh khoản cao và từng bước tiếp cận các thông lệ và chuẩn mực quốc tế, từ đó đưa thị trường trái phiếu trở thành một kênh huy động vốn an toàn, hiệu quả cho nền kinh tế. Mục tiêu cụ thể đến năm 2020 là tổng

đư nợ thị trường trái phiếu đạt mức 38% GDP, trong đó thị trường trái phiếu chính phủ đạt 22% GDP, thị trường trái phiếu chính phủ bảo lãnh đạt 8%, thị trường trái phiếu chính quyền địa phương đạt 1% GDP và thị trường trái phiếu doanh nghiệp đạt 7% GDP. Đến cuối năm 2016, thị trường trái phiếu vẫn rất xa mục tiêu đề ra khi thị trường trái phiếu chính phủ mới đạt 22% GDP và thị trường trái phiếu doanh nghiệp đạt 1,1% GDP (hình 6). Đối tượng mua trái phiếu chính phủ những năm gần đây tập trung chủ yếu vào các ngân hàng, là nguyên nhân khiến tỷ lệ này được cải thiện còn thị trường trái phiếu doanh nghiệp vẫn phát triển rất hạn chế với các đợt phát hành khiêm tốn của một vài ngân hàng, công ty chứng khoán và doanh nghiệp bất động sản.

Hình 6: Quy mô thị trường trái phiếu/GDP của Việt Nam



Nguồn: Asian Bond online và tính toán của tác giả

Do vai trò của thị trường chứng khoán là khá hạn chế (cả ở chiều rộng lẫn chiều sâu), nguồn vốn phục vụ cho tăng trưởng kinh tế Việt Nam vẫn dựa chủ yếu vào hệ thống ngân hàng. Xuất phát từ đặc điểm mang tính vĩ mô như vậy, cơ cấu nguồn vốn điển hình của hệ thống doanh nghiệp bao gồm tín dụng thương mại và vốn vay ngân hàng chiếm tỷ trọng chủ yếu bên cạnh vốn chủ sở hữu. Tỷ lệ tín dụng/GDP ở mức cao (đặc biệt là tín dụng ngắn hạn và tín dụng trung dài hạn có lãi suất thả nổi) khiến hệ thống doanh nghiệp trở nên thiếu chủ động trong nguồn vốn và nhạy cảm cao với các cú sốc tín dụng và lãi suất cho vay.

Giữa hệ thống doanh nghiệp cũng có các đặc điểm khác nhau về cơ cấu vốn khi phân loại theo quy mô. Cụ thể, hệ thống các doanh nghiệp nhà nước, các doanh nghiệp quy mô lớn có được lợi thế từ các khoản tín dụng từ phía ngân hàng và khả năng huy động vốn trên thị trường cổ phiếu và trái phiếu. Ngược lại, hệ thống các doanh nghiệp nhỏ và vừa chủ yếu tập trung vào nguồn vốn tín dụng thương mại từ các doanh nghiệp lớn bên cạnh nguồn vốn tín dụng từ phía ngân hàng. Điểm hạn chế nữa là nhiều doanh nghiệp nhà nước với quy mô lớn chưa tiến hành cổ phần hóa và không tiếp cận được thị trường vốn nên buộc phải quay sang tiếp cận thị trường tiền tệ, lãi suất tín dụng của khu vực tư nhân. Khi khu vực doanh nghiệp nhà nước hoạt động thiếu hiệu quả, nợ quá hạn và nợ xấu phát sinh khiến hệ thống ngân hàng gặp phải rủi ro tín dụng, hạn chế khả năng cấp tín dụng đối với nền kinh tế của hệ thống.

Do các doanh nghiệp nhỏ và vừa thường khó tiếp cận nguồn vốn tín dụng ngân hàng

do năng lực tài chính, tài sản bảo đảm, khả năng quản trị doanh nghiệp, chất lượng thông tin... không đáp ứng được yêu cầu của ngân hàng, các doanh nghiệp nhỏ phải quay sang tiếp cận các nguồn vốn tín dụng thương mại. Tuy nhiên, do thị trường các công cụ nợ ngắn hạn không phát triển nên tính thanh khoản của các khoản tín dụng này là rất thấp, cùng với đó là mức độ rủi ro tín dụng rất khó kiểm soát.

Trong thời gian tới, hệ thống ngân hàng và tín dụng ngân hàng chắc chắn vẫn tiếp tục thể hiện vai trò cầu nối về vốn cho các chủ thể kinh tế đồng thời là kênh truyền tải quan trọng của chính sách tiền tệ tới nền kinh tế Việt Nam. Tuy nhiên, do tỷ lệ tín dụng/GDP đã vượt quá ngưỡng tối ưu và để tránh rủi ro cho hệ thống ngân hàng nói riêng và hệ thống tài chính nói chung, việc giảm tải áp lực cung ứng vốn cho nền kinh tế và phân bổ lại vai trò cung ứng vốn của hệ thống ngân hàng với thị trường chứng khoán trở thành một vấn đề hết sức cấp thiết. Để thực hiện nhiệm vụ này, cần xem xét một số gợi ý chính sách sau:

Thứ nhất, Ngân hàng nhà nước kiểm soát tăng trưởng tín dụng thông qua việc phân tích nhu cầu vốn, khả năng cung ứng vốn và khả năng chấp nhận rủi ro của hệ thống ngân hàng trong cả ngắn hạn lẫn trung, dài hạn

Trước thực trạng hệ thống ngân hàng còn ở trình độ phát triển thấp, chưa định hình được các phân khúc rõ ràng, các hoạt động cạnh tranh thiếu lành mạnh luôn tiềm ẩn, việc không định hướng rõ ràng và kiểm soát chặt chẽ hạn mức tăng trưởng tín dụng sẽ mang lại những hệ quả tiêu cực cho sự phát triển của từng ngân hàng và toàn hệ thống. Trên khía cạnh vĩ mô, vai trò của vốn tín dụng ngân hàng trong vốn đầu tư toàn xã hội - chỉ tiêu kinh tế có vai trò quyết định trong việc thực hiện các mục tiêu kinh tế xã hội của đất nước, cho thấy trong ngắn hạn đến trung hạn, Ngân hàng Nhà nước cần phải tiếp tục quản lý hạn mức tăng trưởng tín dụng cho toàn nền kinh tế đồng thời có lộ trình dần giảm tỷ lệ tín dụng/GDP khi thị trường chứng khoán phát triển hơn trong dài hạn. Thực tiễn đã cho thấy việc đề ra nhưng không kiểm soát được tăng trưởng tín dụng những thời kỳ điển hình như năm 2006 - 2008 và 2010 đã để lại những hệ quả không mong muốn cho hệ thống ngân hàng và toàn nền kinh tế. Để tăng trưởng tín dụng hướng tới ổn định kinh tế vĩ mô (vừa bảo đảm đủ vốn cho nhu cầu đầu tư, tiêu dùng, vừa không gây ra tình trạng lạm phát, nợ xấu), Ngân hàng Nhà nước nên xác định và điều hành tốc độ tăng trưởng tín dụng cho một giai đoạn dài hạn và hàng năm đưa ra định hướng chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng bám sát mục tiêu trong trung dài hạn, kết hợp với việc điều chỉnh cho phù hợp với điều kiện thực tế.

Mức tăng trưởng tín dụng của hệ thống ngân hàng cần được xác định hợp lý và hài hòa trong mối quan hệ tổng thể phân bổ nguồn lực tài chính quốc gia và gắn phân bổ nguồn vốn tín dụng ngân hàng với tín hiệu thị trường và hạn chế sự can thiệp của Chính phủ. Tỷ trọng vốn phân bổ qua cơ chế thị trường từng bước phải được nâng lên phù hợp với trình độ phát triển của nền kinh tế; xác định một cấu trúc tài chính phù hợp có tác dụng thúc đẩy bền vững kinh tế. Như vậy, tín dụng ngân hàng trong bối cảnh phát triển hệ thống tài chính hướng tới cấu trúc cân đối, chủ yếu đóng vai trò cung ứng vốn ngắn hạn, và vốn dài hạn được phân bổ thông qua thị trường cổ phiếu và trái phiếu.

Nguồn vốn tín dụng cần được xác định trong mối quan hệ gắn bó chặt chẽ, hài hòa với các nguồn vốn đầu tư khác như vốn đầu tư phát triển của Nhà nước, vốn đầu tư nước ngoài, vốn đầu tư từ bản thân chủ sở hữu của các doanh nghiệp... Ngân hàng Nhà nước cần phối hợp chặt chẽ với Bộ Kế hoạch và Đầu tư, Bộ Tài chính để xác định quy mô vốn tín dụng để đáp ứng các mục tiêu kinh tế xã hội trong Kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội năm năm.

Thứ hai, phát triển thị trường trái phiếu, giảm áp lực cấp vốn nói chung và vốn trung dài hạn cho hệ thống ngân hàng thương mại

Chính phủ cần có những giải pháp nhằm phát triển thị trường trái phiếu, bao gồm cả thị trường trái phiếu Chính phủ và doanh nghiệp, nhằm tạo kênh huy động vốn chủ động cho ngân sách và doanh nghiệp thay vì dồn áp lực cấp vốn lên kênh tín dụng. Hiện nay, cả thị trường cổ phiếu và trái phiếu (đặc biệt là trái phiếu doanh nghiệp) của Việt Nam vẫn chưa phát triển mạnh. Thực trạng này được thể hiện qua nhiều vấn đề như quy mô nhỏ, hàng hóa không đa dạng, thiếu hụt hàng hóa có chất lượng, thiếu các thành viên tạo lập thị trường chuyên nghiệp, mức độ minh bạch thông tin và bảo vệ nhà đầu tư thấp...

Đối với trái phiếu Chính phủ, thị trường trái phiếu tạo ra một kênh huy động vốn tài trợ cho nhu cầu vốn của ngân sách thay vì tạo áp lực tài trợ lên chính sách tiền tệ - tín dụng. Ngoài ra, thị trường trái phiếu còn có tác dụng cải thiện mức độ hiệu quả truyền tải chính sách tiền tệ và sử dụng các công cụ chính sách tiền tệ, đặc biệt là các công cụ gián tiếp. Ngân hàng Nhà nước và các tổ chức tín dụng sẽ dễ dàng sử dụng trái phiếu Chính phủ cho các hợp đồng mua lại, và thực hiện các nghiệp vụ mua bán để can thiệp trên thị trường mở. Việc tăng cường hiệu quả của thị trường trái phiếu Chính phủ sẽ giúp Ngân hàng Nhà nước nắm bắt và tác động được vào các mức lãi suất ngắn hạn trên đường cong lãi suất, từ đó ảnh hưởng tới các mức lãi suất trung dài hạn trên thị trường dễ dàng hơn. Ngoài ra, đường cong lãi suất của trái phiếu Chính phủ được hình thành trên thị trường trái phiếu phát triển là nền tảng để các sản phẩm tài chính hiện đại phát triển, góp phần vào việc tăng cường khả năng quản trị rủi ro của các ngân hàng và cung cấp thông tin cho công tác điều hành chính sách tiền tệ.

Để thực hiện mục tiêu này, Chính phủ cần tập trung vào các biện pháp chủ yếu sau: (i) ban hành các chính sách khuyến khích các nhà đầu tư không phải là các ngân hàng tham gia vào thị trường trái phiếu Chính phủ, đặc biệt là trên thị trường thứ cấp; (ii) phát triển và đa dạng hóa trái phiếu về kỳ hạn, lãi suất, phương thức trả lãi... phù hợp với nhu cầu của nhà đầu tư nhưng bảo đảm tính chuẩn hóa của các trái phiếu; (iii) minh bạch các số liệu về tài khóa và nợ công để bảo đảm nguồn thông tin cho các nhà đầu tư tham gia vào thị trường... Hiện nay, nhà đầu tư chủ yếu vào trái phiếu Chính phủ là các ngân hàng thương mại. Do vậy để đảm bảo tính bền vững của thị trường và tạo sự độc lập cho chính sách tiền tệ, cần tăng cường việc gia tăng cơ sở nhà đầu tư thông qua việc khuyến khích thành lập các quỹ hưu trí tự nguyện, quỹ đầu tư; đa dạng thêm sản phẩm thu hút các nhà đầu tư khác ...

Đối với thị trường trái phiếu doanh nghiệp sẽ giúp hệ thống doanh nghiệp chủ động huy động vốn từ kênh thị trường chứng khoán, giảm sự phụ thuộc vào tín dụng ngân hàng. Trong khi đó, phát hành trái phiếu có thể giúp doanh nghiệp huy động được nguồn vốn dài

hạn với giá trị lớn, và có cấu trúc linh hoạt, đáp ứng được các cấu trúc tài chính khác nhau của doanh nghiệp. Đối với hệ thống ngân hàng, thị trường trái phiếu phát triển sẽ làm giảm gánh nặng tài trợ vốn trung dài hạn cho hệ thống doanh nghiệp nhưng đồng thời là buộc các trung gian tài chính phát triển các sản phẩm hay các hình thức tài trợ vốn khác. Tại Việt Nam, hệ thống các thủ tục pháp lý liên quan đến việc phát hành trái phiếu chưa được hoàn thiện, còn nhiều thủ tục rườm rà, rắc rối gây khó khăn cho doanh nghiệp. Nhận thức của các nhà đầu tư cá nhân về các sản phẩm trái phiếu của doanh nghiệp còn nhiều hạn chế nên chỉ tập trung vào các kênh đầu tư phổ biến như tiền gửi tiết kiệm, vàng, bất động sản, cổ phiếu... Hệ thống các nhà đầu tư tổ chức, hệ thống nhà tạo lập thị trường chưa được thành lập và đi vào hoạt động chuyên nghiệp khiến thị trường không hấp dẫn được nhà đầu tư. Để giải quyết được tình trạng này, cần thực hiện đồng bộ các biện pháp sau:

Một là, Chính phủ cần đơn giản các thủ tục, thuế, lệ phí phát hành, có chính sách ưu đãi về thuế, phí, lệ phí phát hành trái phiếu cho doanh nghiệp. Các thủ tục phát hành trái phiếu nên đơn giản hóa, không cần xin phép qua nhiều cấp nhằm giảm thời gian các thủ tục, giúp doanh nghiệp nhanh chóng tiếp cận với nguồn vốn.

Hai là, Chính phủ cần tiến hành xây dựng và phát triển mạnh các kênh thông tin về thị trường trái phiếu để cung cấp thông tin cần thiết cho nhà đầu tư như thông tin về trái phiếu, doanh nghiệp, chính sách, chiến lược phát triển, khung pháp lý có liên quan để nhà đầu tư có thể nắm bắt kịp thời.

Ba là, Chính phủ phải xây dựng được một hệ thống nhà tạo lập thị trường có hiệu quả. Hệ thống những nhà tạo lập thị trường sẽ là chất xúc tác, tăng tính thanh khoản cho trái phiếu Chính phủ, và qua đó thúc đẩy thị trường trái phiếu doanh nghiệp phát triển. Các nhà tạo lập thị trường trái phiếu chủ yếu là các ngân hàng hoặc các công ty môi giới chứng khoán.

Bốn là, khuyến khích sự phát triển hệ thống định mức xếp hạng tín nhiệm chuyên nghiệp có tính độc lập thông qua việc Chính phủ ban hành các văn bản pháp lý tạo điều kiện cho các doanh nghiệp xếp hạng tín nhiệm thành lập và đi vào hoạt động dưới sự kiểm soát chặt chẽ của cơ quan quản lý Nhà nước.

Năm là, khuyến khích các tổ chức tạo lập thị trường nghiên cứu phát triển các sản phẩm trái phiếu với các đặc điểm phù hợp với đặc điểm kinh tế - xã hội của Việt Nam nhằm tăng cung và đa dạng hóa các sản phẩm trên thị trường.

Thứ ba, hệ thống ngân hàng phát triển các sản phẩm tiền gửi có kỳ hạn dài

Trong bối cảnh lạm phát tại Việt Nam được kiểm soát tốt hơn giai đoạn trước, việc phát triển sản phẩm tiền gửi với lãi suất thả nổi với phần bù rủi ro thanh khoản ở mức phù hợp là một giải pháp tốt. Thay vì phải trả mức lãi suất huy động luôn có xu hướng biến động mạnh và khó dự đoán, các ngân hàng có thể trả một mức lãi suất thả nổi nhằm bảo đảm mức sinh lời thực cho người gửi tiền. Ngoài ra, một mức phần bù rủi ro thanh khoản cho các khoản tiền gửi có kỳ hạn dài được nghiên cứu trên cơ sở mức độ nhạy cảm của tiền gửi với biến động lãi suất sẽ hạn chế được tình trạng rút vốn của các khách hàng. Các sản phẩm huy động tiền gửi cần được gắn liền với nhiều dịch vụ ngân hàng không sử dụng tiền mặt cũng là một biện pháp tốt để tạo sự ổn định của lượng tiền gửi.

Thứ tư, hệ thống ngân hàng tăng cường phát hành giấy tờ có giá

Tỷ trọng giấy tờ có giá trung và dài hạn trong tổng nguồn vốn của hệ thống ngân hàng ở mức rất thấp, khiến cho áp lực lên huy động nguồn tiền gửi là rất lớn. Mặc dù các khoản tiền gửi tiết kiệm có thể sử dụng để cầm cố vay vốn nhưng các khoản tiền gửi thường có xu hướng bị rút ra khỏi ngân hàng để gửi vào các ngân hàng khác khi có biến động lãi suất, làm ảnh hưởng tới thanh khoản của ngân hàng. Trái lại, với thị trường thứ cấp các giấy tờ có giá, các nhà đầu tư có thể mua bán qua lại mà không làm ảnh hưởng tới thanh khoản của ngân hàng. Các ngân hàng cần nghiên cứu thị trường, phát triển các sản phẩm huy động vốn là các giấy tờ có giá loại này nhằm rút ngắn khoảng cách kỳ hạn giữa nguồn vốn và tài sản. Để tăng tính thanh khoản cho giấy tờ có giá, ngân hàng cần phối hợp với các công ty chứng khoán làm môi giới giao dịch, thậm chí trở thành chủ thể đứng ra mua bán trên thị trường thứ cấp sau các đợt phát hành.

Tài liệu tham khảo

- [1] Allen and Gale, 1999. Diversity of opinion and financing of new technologies, *Journal of Financial Intermediation* 8, 68-89.
- [2] Arellano, M., Bond, S. 1991. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Reviews of Economic Studies* 58, 277-297.
- [3] Beck, Demirgüç-Kunt, Levine, 1999. A New Database on Financial Development and Structure, *Financial Sector Discussion Paper No.2*, The World Bank.
- [4] Beck, Levine và Loayza, 2000. Finance and the sources of growth, *Journal of Financial Economics* 58, 261-300.
- [5] Bencivenga, Valerie R, Bruce D. Smith, and Ross M. Starr, 1995. Transaction cost, technological choice, and endogenous growth, *Journal of Economic Theory* 67(1), 153-177.
- [6] Bencivenga and Smith, 1991. Financial intermediation and endogenous growth, *Review of Economics Studies* 58 (2), 195-209.
- [7] Bengt Holmstrom and Jean Tirole, 1993. Market Liquidity and Performance Monitoring, *The Journal of Political Economy* Vol.101, No.4, 678-709 (Aug).
- [8] Blundell, R., Bond, S., 1998. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics* 87, 115-143.
- [9] Boot and Thakor, 1997. Financial System Architecture, *The Review of Financial Studies* Vol.10, No.3, 693-733.
- [10] Boot, Greenbaum and Thakor, 1993. Reputation and Discretion in Financial Contracting, *The American Economic Review* Vol.83, No.5, 1165-1183
- [11] Cecchetti and Kharoubi, 2012. Reassessing the impact of finance on growth, *BIS Working Papers* 381, Monetary and Economic Department.
- [12] Demirgüç-Kunt and Maksimovic, 1999. Institutions, financial markets and firm debt maturity, *Journal of Financial Economics* 54, 295-336.

- [13] Diamond, 1984. Financial Intermediation and Delegated Monitoring, *The Review of Economics Studies* Vol.51, No.3, 393-414 (Jul).
- [14] Hellwig, 1991. Banking, Financial Intermediation and Corporate Finance, in: A Giovannini and C. Mayer (eds), *European Financial Intergration*, Cambridge University Press, Cambridge, UK, 33-36.
- [15] Hellwig, 1998. Allowing for Risk Choices in Diamond's "Financial Intermediation as Delegated Monitoring", mimeo, University of Mannheim.
- [16] Jensen and Murphy, 1990. Performance pay and top management incentives, *Journal of Political Economy* 98, 225-263.
- [17] King and Levine, 1993. Finance and Growth: Schumpeter Might be Right, *The Quarterly Journal of Economics* Vol. 108, No. 3, 717-737 (Aug).
- [18] Levine, 1991. Stock Markets, Growth, and Tax Policy, *Journal of Finance* 46 (4), 1445-1465 (Sep).
- [19] Levine, 1997. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, *Journal of Economic Literature* 35 (2), 688-726.
- [20] Levine and David Renelt, 1992. A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions, *The American Economic Review* 82 (4), 942-963 (Sep).
- [21] Levine and Zervos, 1998. Stock Markets, Banks, and Economic Growth, *The American Economic Review* 88, No. 3, 537-558 (Jun).
- [22] Merton and Bodie, 1995. A conceptual framework for analyzing the financial environment, *The Global Financial System - A Functional Perspective* (Harvard Business School Press).
- [23] Obstfeld, 1994. The logic of currency crises, *Cahiers Économiques et Monétaires* (Banque de France) 43, 189-213.
- [24] Pagano, 1993. Financial Markets and Growth An Overview, *European Economic Review* 37, 613-622.
- [25] Rajan and Zingales, 1998. Financial Dependence and Growth, *The American Economic Review* Vol 8, No.3, 559-586.
- [26] Rajan, 1992. Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt, *The Journal of Finance* Vol.47, No. 41, 367-1400.
- [27] Raymond Atje and Jovanovic, 1993. Stock Markets and Development, *European Economic Review* 37, 632-640.
- [28] Stiglitz, 1985. Credit Markets and the Control of Capital, *Journal of Money, Credit and Banking* Vol. 17 (2), 133-152.
- [29] Wenger, E. and C. Kaserer (1998), German banks and corporate governance: A critical view, in Hopt, K.J., Kanda, H., Roe, M.J., Wymeersch, E. and S. Prigge (eds.), *Comparative corporate governance: The state of the art and emerging research*, Oxford, UK: Clarendon Press, pp. 499-536.

MỘT SỐ MÔ HÌNH GIÁM SÁT TÀI CHÍNH GIAI ĐOẠN SAU KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH THẾ GIỚI VÀ HÀM Ý CHO VIỆT NAM

ThS. Tạ Nhật Linh - ThS. Khúc Thế Anh

Đại học Kinh tế Quốc dân

Tóm tắt

Giám sát tài chính là một trong những khía cạnh cốt lõi của hệ thống tài chính hiện đại bởi một trong những nguyên nhân chính yếu dẫn đến khủng hoảng ngân hàng qua hai thập kỷ gần đây là thất bại trong giám sát. Bài viết đã đề cập đến những mô hình hệ thống giám sát tài chính hiện đang được áp dụng ở một số nước trên thế giới như: Trung quốc, Singapore, Mỹ, Australia và chỉ ra ưu nhược điểm của các mô hình này. Từ đó nhóm tác giả đưa ra những kiến nghị đối với mô hình hệ thống giám sát tài chính ở Việt nam trên cơ sở so sánh với mô hình của các nước trên

Từ khóa: *mô hình giám sát, mô hình giám sát tập trung, mô hình giám sát phân tán*

MODEL OF FINANCIAL SUPERVISION IN GLOBAL FINANCIAL CRISIS: GLOBAL EXPERIENCES AND LESSONS FOR VIETNAM

Ta Nhat Linh MSc - Khuc The Anh MSc

National Economics University

Abstract

Financial supervision is one of the main aspects of modern financial systems because one of the main reasons that leads to the banking crisis in the last two decades is the failure in supervision. The article describes the financial supervision models that are currently applied in countries such as China, Singapore, United States, Australia and discusses the advantages and disadvantages of these models. By comparing the financial supervision model in those respected countries with that of Vietnam, the authors give some recommendations to the Vietnamese model.

Keywords: *supervision model, integrated model, unintegrated model*

1. Đặt vấn đề

Cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008 diễn ra ở Hoa Kỳ và lan rộng trên quy mô toàn thế giới đã tác động mạnh tới nền kinh tế toàn cầu, bộc lộ những yếu điểm của toàn bộ hệ thống tài chính cũng như hệ thống giám sát tài chính, trong đó điển hình là giám sát lỏng lẻo việc cấp vốn của ngân hàng thương mại cho các khoản tín dụng bất động sản được đảm bảo

bằng chính tài sản đó (mortgage loans), và chứng khoán hóa các khoản tín dụng đó, rồi tiến hành giao dịch trên thị trường tài chính.

Trong bối cảnh đó, trụ cột giám sát của hệ thống tài chính trở nên quan trọng hơn bao giờ hết. Trụ cột này không những thực hiện chức năng giám sát mà còn giúp cảnh báo sớm những rủi ro và bất ổn của toàn bộ hệ thống. Tuy nhiên, mô hình giám sát cũ đã không đủ để chống đỡ khủng hoảng kinh tế, và tất yếu, sau khủng hoảng, hầu hết các nước đặt ra yêu cầu phải nhìn nhận lại các mô hình này. Hầu như không có sự liên hệ đơn thuần nào giữa mô hình giám sát hệ thống tài chính và hiệu quả của mô hình giám sát trong một cuộc khủng hoảng tài chính (Group of Thirty, 2008). Sự kết hợp giữa mô hình giám sát và các phương thức giám sát đủ mạnh trong một cơ chế tổ chức tổng thể sẽ thực sự giảm được những hiệu ứng tiêu cực, thậm chí ngăn chặn được một cuộc khủng hoảng kinh tế tiếp theo (Masciandaro và cộng sự, 2014).

Một cơ chế giám sát tài chính hiệu quả theo Abrams và Taylor (2000) (đảm bảo sự kết hợp giữa mô hình hiệu quả và các phương thức giám sát độc lập) cần có những điều kiện tiên quyết sau đây (i) mục tiêu rõ ràng (clear objectives), (ii) tính độc lập và trách nhiệm (independence and accountability), (iii) đầy đủ nguồn lực (adequate resources), (iv) quyền lực thực thi hiệu quả (effective enforcement power), (v) tính chất bao quát của giám sát (comprehensiveness of regulation), (vi) chi phí hiệu quả (cost efficient regulation) và (vii) cấu trúc ngành và điều kiện hiệu quả (effectiveness criteria and industry structure).

Trong vòng hơn 30 năm thực hiện đường lối đổi mới, hệ thống tài chính Việt Nam đã hình thành khá đầy đủ các cấu phần cần thiết, đã có phần lớn các thị trường bộ phận, các định chế tài chính, các công cụ tài chính và mô hình giám sát. Đây là kết quả của những nỗ lực phát triển thị trường tài chính nói riêng và nền kinh tế thị trường nói chung. Tuy nhiên, thị trường tài chính Việt Nam vẫn tồn tại 1 số hạn chế như chưa thiết lập được một cơ chế vận hành đầy đủ và các lực lượng tham gia thị trường chưa thể phát huy đầy đủ vai trò của mình; giám sát hệ thống tài chính còn nhiều hạn chế, chưa đáp ứng được yêu cầu thực tế; khả năng ứng phó với các cú sốc thị trường và điều tiết nguồn vốn từ bên ngoài vào nền kinh tế còn hạn chế. Hệ quả là hệ thống tài chính Việt Nam chưa đảm bảo khả năng quản trị rủi ro theo thông lệ quốc tế, chưa phải là hệ thống bền vững và có khả năng miễn nhiễm với các loại rủi ro. Trong bối cảnh hội nhập ngày càng sâu trên thế giới, thì giải quyết các vấn đề liên quan đến an ninh tài chính tiền tệ, trong đó có các mô hình giám sát tài chính, trở nên cấp thiết. (Tran et al, 2016). Do đó, bài viết này tập trung phân tích sự xu thế thay đổi trong mô hình giám sát tài chính và phương thức giám sát của một số quốc gia trên thế giới nhằm khắc phục những ảnh hưởng tiêu cực của khủng hoảng tài chính và những bài học kinh nghiệm có thể áp dụng cho Việt Nam trong giai đoạn hiện nay.

2. Đặc điểm của các loại mô hình giám sát

Trên thế giới hiện nay đang tồn tại bốn mô hình giám sát tài chính chủ yếu là: (i) mô hình thể chế, (ii) mô hình chức năng, (iii) mô hình hợp nhất toàn phần và (iv) mô hình hai đỉnh. Trong đó, theo quan điểm của Cihák và Podpiera (2006), hai mô hình đầu tiên được xếp vào mô hình giám sát phân tán, hai mô hình sau là mô hình hợp nhất.

Bảng 1: Các loại mô hình giám sát tài chính trên thế giới

Mô hình thể chế	Là mô hình giám sát theo từng chủ thể mà không tách biệt từng hoạt động kinh doanh của chủ thể đó (ngân hàng, công ty bảo hiểm, công ty chứng khoán...)
Mô hình chức năng	Là mô hình giám sát theo hoạt động kinh doanh (lĩnh vực bảo hiểm, lĩnh vực chứng khoán, lĩnh vực ngân hàng..) mà không quan tâm đến chủ thể
Mô hình hợp nhất toàn phần	Là mô hình giám sát trong đó có một cơ quan giám sát duy nhất đối với toàn bộ hệ thống
Mô hình hai đỉnh	Là mô hình tách biệt giữa chức năng quản lý vĩ mô đảm bảo sự an toàn của hệ thống và chức năng quản lý vi mô hành vi của các chủ thể tham gia vào thị trường

Nguồn: Group of Thirty (2008)

2.1. Mô hình giám sát tập trung

Mô hình hợp nhất nói chung được xem là mô hình có một cơ quan giám sát đối với tối thiểu ba lĩnh vực chính của một hệ thống tài chính: ngân hàng, bảo hiểm và thị trường chứng khoán. Trong trường hợp một cơ quan vừa quản lý các lĩnh vực chính của hệ thống tài chính nói trên (ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm) và vừa tham gia quản lý vi mô hành vi các chủ thể, mô hình này được gọi là mô hình hợp nhất toàn phần. Ngược lại nếu cơ quan giám sát trên chỉ quản lý vĩ mô các lĩnh vực chính mà không quản lý vi mô hành vi các chủ thể, mô hình còn được gọi là mô hình hai đỉnh hay hợp nhất một phần (Cihák và Podpiera, 2006).

2.1.1. Lợi thế quy mô

Theo Briault (1999), sự tồn tại duy nhất một cơ quan giám sát sẽ mang lợi thế kinh tế nhờ quy mô so với việc chia thành nhiều cơ quan giám sát chuyên ngành, nhờ việc tận dụng được: các dịch vụ hỗ trợ chung (nguồn nhân lực, thông tin...), hệ thống báo cáo, thống kê và cơ sở dữ liệu đồng nhất; sự thống nhất giữa các điều luật và quy định; sự kết nối hiệu quả và hợp tác chặt chẽ giữa các bộ phận trong cùng một hệ thống. Chi phí giám sát (bao gồm chi phí của chính cơ quan giám sát và chủ thể được giám sát) sẽ được giảm thiểu do sự chồng chéo và mâu thuẫn trong quy trình giám sát được hạn chế tối đa. Vì vậy, mô hình giám sát tập trung còn được gọi là mô hình giám sát vĩ mô (macro-prudential regulation).

Một ưu điểm quan trọng không kém của mô hình giám sát tập trung là sự quản lý toàn diện đối với các ngân hàng đa năng. Hiện nay, ở hầu hết các quốc gia, các định chế tài chính có xu hướng phát triển theo mô hình tập đoàn bằng cách mở rộng hoạt động trong nhiều lĩnh vực khác nhau. Nếu trước đây các ngân hàng chỉ thực hiện các dịch vụ ngân hàng như nhận tiền gửi, cho vay, chuyển tiền, bảo lãnh... thì nay còn thành lập rất nhiều công ty con hoạt động trong lĩnh vực chứng khoán, bảo hiểm, đầu tư... Kéo theo đó, số lượng sản phẩm tài chính tăng lên, và đặc tính của chúng cũng có sự pha trộn, không còn thuần nhất nằm trong một lĩnh vực cụ thể nào nữa. Ngoài ra, các phương thức phân phối cũng trở nên đa dạng: thông qua điện thoại, internet, mạng lưới đa cấp... thay vì phương thức giao dịch trực tiếp

truyền thông như trước đây. Sự thay đổi của các tập đoàn đang thách thức những ranh giới truyền thông giữa các cơ quan giám sát (Goodhart và đồng sự, 1998).

2.1.2. Nâng cao tính trách nhiệm

Sự tồn tại của một hệ thống trong đó nhiều cơ quan giám sát sẽ dẫn đến sự chồng chéo trách nhiệm và phạm vi giám sát, dẫn đến tình trạng các cơ quan liên quan đổ lỗi cho nhau, và cũng không thể quy trách nhiệm cụ thể cho cơ quan nào khi vấn đề xảy ra. Sự tồn tại của một cơ quan giám sát có thể loại bỏ được bất cập này, vì khi đó chủ thể và phạm vi chịu trách nhiệm đã rất rõ ràng (Abrams và Taylor, 2000).

2.1.3. Đảm bảo tính công bằng trong cạnh tranh

Mô hình giám sát hợp nhất thể hiện sự phù hợp với xu thế phát triển của hệ thống tài chính đa lĩnh vực, sẽ giúp đảm bảo tính công bằng trong cạnh tranh. Khi ranh giới giữa các loại hình định chế tài chính và sản phẩm của chúng ngày càng bị xoá nhòa, ví dụ: một công ty chứng khoán sẽ cung cấp những sản phẩm dịch vụ như một ngân hàng và kéo theo rủi ro cũng sẽ tương đương. Như vậy, sẽ bất hợp lý nếu các loại hình công ty cùng chịu một mức rủi ro lại chịu sự quản lý và giám sát bởi các chủ thể tách biệt. Sự khác biệt về chi phí quản lý khác nhau sẽ tạo sự cạnh tranh không lành mạnh giữa các chủ thể có cùng khẩu vị rủi ro, cung cấp những hàng hoá dịch vụ giống nhau. Những quy định khác nhau về quản lý như trên có thể dẫn đến hiện tượng các chủ thể được giám sát sẽ sử dụng những biện pháp tự thay đổi cơ cấu bộ máy (Abrams và Taylor, 2000) hoặc “vận động hành lang” để được giảm những yêu cầu trong nghiệp vụ quản lý của các cơ quan giám sát (Landau, 2009).

2.1.4. Tính linh hoạt

Một cơ quan giám sát hợp nhất có thể giải quyết một cách nhanh chóng và hiệu quả những xung đột giữa các bộ phận giám sát chuyên ngành hơn là mô hình phân tán, nhờ đó có thể nâng cao hiệu quả hoạt động của cả hệ thống.

Tuy nhiên trên thực tế mô hình giám sát hợp nhất hay phân tán chưa thực sự giải quyết một cách triệt để xung đột lợi ích giữa các chủ thể giám sát (Masciandaro và cộng sự, 2011). Tuy nhiên, cơ quan giám sát vĩ mô có thể phản ứng một cách nhanh chóng và chính xác hơn với những thay đổi trên thị trường, ví dụ như sự phát triển nhanh chóng và chính xác của các sản phẩm dịch vụ tài chính chưa từng có trước đó. Điều này có ý nghĩa đặc biệt quan trọng đối với những quốc gia đang phát triển với thị trường tài chính mới bước đầu được tự do hoá và đang có những thay đổi quan trọng.

2.2. Mô hình giám sát phân tán

Mô hình giám sát phân tán chủ yếu tập trung vào các chủ thể ở mức độ riêng lẻ hoặc nhóm các chức năng riêng lẻ của các chủ thể trong hệ thống tài chính. Cơ chế quản lý trong mô hình phân tán bao gồm các phương thức áp dụng cụ thể đối với chủ thể hoặc từng ngành hẹp của hệ thống tài chính (University of Warwick, 2009). Cụ thể: cơ cấu nắm giữ tài sản, các loại hình tổ chức khác nhau được phép nắm giữ loại tài sản khác nhau; quản lý về việc giao dịch các loại tài sản, đánh giá giá trị và độ rủi ro của tài sản; hoặc đảm bảo sự an toàn cho

từng chủ thể và khách hàng của các định chế này. Do vậy mô hình giám sát phân tán còn được gọi là mô hình giám sát vi mô (micro-prudential regulation).

2.2.1. Không đáp ứng được nhu cầu quản lý rủi ro hệ thống

Với việc tập trung vào từng chủ thể hoặc từng lĩnh vực (ví dụ ngân hàng, bảo hiểm, chứng khoán...), mô hình giám sát vi mô này thường không đáp ứng được nhu cầu quản lý rủi ro của toàn bộ hệ thống (Eidenberger và cộng sự, 2014). Để đáp ứng mức độ quản lý rủi ro của toàn bộ các định chế tài chính, các nhà quản lý buộc phải tiến hành sửa đổi luật để thích ứng với tầm quản lý vi mô của mình. Tuy nhiên, trên thực tế, quá trình sửa đổi luật thường có độ trễ so với yêu cầu thực tế. Vì vậy, mô hình giám sát vi mô này thường chỉ đáp ứng được rủi ro bên ngoài mà không thể kiểm soát toàn bộ rủi ro thực chất bên trong (rủi ro mang tính hệ thống ảnh hưởng tới toàn bộ các chủ thể: rủi ro mang tính khách quan) của các định chế tài chính (The University of Warwick, 2009).

Tuy nhiên, mô hình giám sát phân tán với mỗi nhóm chủ thể hoặc nhóm chức năng của các chủ thể được quản lý bởi một cơ quan quản lý riêng biệt sẽ giúp theo sát được từng mục tiêu quản lý chuyên biệt. Việc tồn tại nhiều mục tiêu riêng biệt trong một cơ quan giám sát hợp nhất sẽ là thách thức nếu không có sự điều tiết hài hoà giữa các mục tiêu.

2.2.2. Hạn chế rủi ro đạo đức

Một ưu điểm của mô hình giám sát phân tán: rủi ro đạo đức có thể được hạn chế so với mô hình giám sát tập trung. Điều này có thể khiến các định chế hay khách hàng của các định chế này có nhiều động cơ hơn để thực hiện các hành vi rủi ro (Goodhart và đồng sự, 1998). Tuy nhiên, Abrams và Taylor (2000) đã chỉ ra đây chỉ là vấn đề thông tin, nó sẽ không xảy ra nếu cơ quan giám sát hợp nhất thông báo rộng rãi cho công chúng những quy định của mình về giám sát đối với từng loại định chế tài chính khác nhau.

2.2.3. Giảm sự tập trung quyền lực và nâng cao minh bạch thông tin

Một ưu điểm khác của mô hình phân tán so với mô hình tập trung giúp giảm sự tập trung quyền lực quá lớn vào một cơ quan giám sát duy nhất (Group of Thirty, 2008). Sự không thay thế này sẽ là bất ổn với một hệ thống tài chính quy mô lớn trong trường hợp cơ quan này không đáp ứng được với sự thay đổi và lớn mạnh nhanh chóng của hệ thống tài chính hiện đại. Do sự phát triển mạnh và phức tạp của hệ thống tài chính tại một số quốc gia trên thế giới, ví dụ như ở Nhật Bản và Đức – quốc gia theo mô hình giám sát hợp nhất, cơ quan giám sát cao nhất đã tiến hành phân bổ lại chức năng và nhiệm vụ của mình (Group of Thirty, 2008). Trong đó, chức năng giám sát ba trụ cột của hệ thống tài chính bao gồm: ngân hàng, chứng khoán và bảo hiểm được chuyển giao cho các cơ quan giám sát phân quyền cấp dưới. Ngoài ra, mô hình giám sát hợp nhất tập trung quyền lực vào một cơ quan tối cao sẽ làm giảm tính minh bạch của hệ thống, đặc biệt đối với những nền kinh tế kém minh bạch. Điều này là do không có sự kiểm soát chéo giữa các cơ quan quản lý (Group of Thirty, 2008). Tại Đức, BaFin là cơ quan giám sát tối cao của hệ thống tài chính Đức, tuy nhiên Bundesbank – ngân hàng trung ương Đức lại có vai trò quan trọng trong việc giám sát hệ thống ngân hàng và thực thi chính sách tiền tệ. Bundesbank có trách nhiệm thực hiện báo cáo thông tin với bộ

tài chính Đức, làm giảm rủi ro thông tin không minh bạch của mô hình giám sát hợp nhất truyền thống.

3. Mô hình hệ thống giám sát tài chính trong và sau khủng hoảng kinh tế

3.1. Các nguyên nhân dẫn đến khủng hoảng kinh tế

3.1.1. Mô hình hệ thống giám sát tài chính và khởi nguồn của khủng hoảng kinh tế

Khủng hoảng tài chính toàn cầu được cho là khởi nguồn từ các cuộc khủng hoảng ngân hàng, khởi điểm từ việc vỡ bong bóng bất động sản của Mỹ. Sự tăng trưởng tín dụng quá mức là một dự báo rõ ràng cho một cuộc khủng hoảng tài chính (Schularick và Taylor, 2009). Một cuộc khủng hoảng tài chính và khủng hoảng ngân hàng do sự dư thừa tín dụng thường kéo dài và để lại những hậu quả lớn hơn nhiều so với khủng hoảng ngân hàng thông thường.

Trong suốt khủng hoảng tài chính, rất nhiều ngân hàng không có đủ vốn dự trữ tối thiểu và vốn dự trữ thanh khoản để hấp thụ những cú sốc. Điều này bộc lộ những nhược điểm khó khắc phục của mô hình giám sát vi mô (phân tán) và chỉ ra sự cần thiết phải thay đổi sang mô hình giám sát vĩ mô (tập trung) để giải quyết những sự thay đổi phức tạp của hệ thống tài chính – nguyên nhân dẫn đến khủng hoảng tài chính. Sự thay đổi này là sự tận dụng những ưu điểm của mô hình giám sát tập trung, những ưu điểm có thể phát huy tối đa tác dụng trong việc hạn chế khủng hoảng tài chính và giảm bớt tác động tiêu cực thời kỳ hậu khủng hoảng.

Thứ nhất, hệ thống tài chính trở thành một hệ thống kết nối toàn cầu, không chỉ ở trong phạm vi quốc gia, đặc biệt trong vòng 20 năm trở lại đây khiến cho các cú sốc kinh tế có thể ảnh hưởng đến hầu hết các quốc gia ngay lập tức.

Thứ hai, những tác động tiêu cực của chu kỳ khủng hoảng tới sự ổn định của hệ thống tài chính ngày càng được nhìn nhận và đánh giá hết sức sát thực.

Thứ ba, sự lớn mạnh của nhiều ngân hàng khiến nó trở nên “quá lớn để có thể đổ vỡ” (Eidenberger và cộng sự, 2014), điều này có nghĩa là sự đổ vỡ của hệ thống ngân hàng gây ra những hậu quả rất lớn đối với không chỉ riêng hệ thống tài chính mà là toàn bộ nền kinh tế. Vì vậy với mô hình giám sát vi mô, sự quản lý chuyên biệt dành cho riêng lĩnh vực ngân hàng với bộ giám sát theo chuẩn Basel được xây dựng trong 25 năm qua dần bộc lộ những yếu điểm. Sự ảnh hưởng của hệ thống ngân hàng khiến cho chính phủ sẵn sàng cứu giúp nó trong các cơn khủng hoảng bằng cách “bơm thêm tiền”, điều này lại tiếp tục tạo ra sự phân bổ nguồn vốn kém và kiểm soát rủi ro kém hiệu quả đối với nền kinh tế.

Hệ thống giám sát tài chính phân tán của Mỹ được cho là nguyên nhân chính dẫn đến khủng hoảng tài chính Mỹ (Leijonhufvud, 2009). Mô hình giám sát tài chính ở Mỹ là sự kết hợp của nhiều yếu tố bao gồm: lịch sử, chính trị và văn hoá. Mô hình này được áp dụng trong cuộc đại suy thoái 1929-1933 và vẫn được áp dụng ngay trong cả cấu trúc kinh tế phức tạp như hiện nay. Mô hình giám sát tài chính ở Mỹ được xem là mô hình giám sát chức năng (Functional Approach – mô hình giám sát phân tán) với một vài yếu tố liên quan tới mô hình thể chế - sự kết hợp giữa mô hình chức năng và thể chế, hai loại của mô hình phân tán. (Xem phụ lục về mô hình giám sát hệ thống tài chính Mỹ)

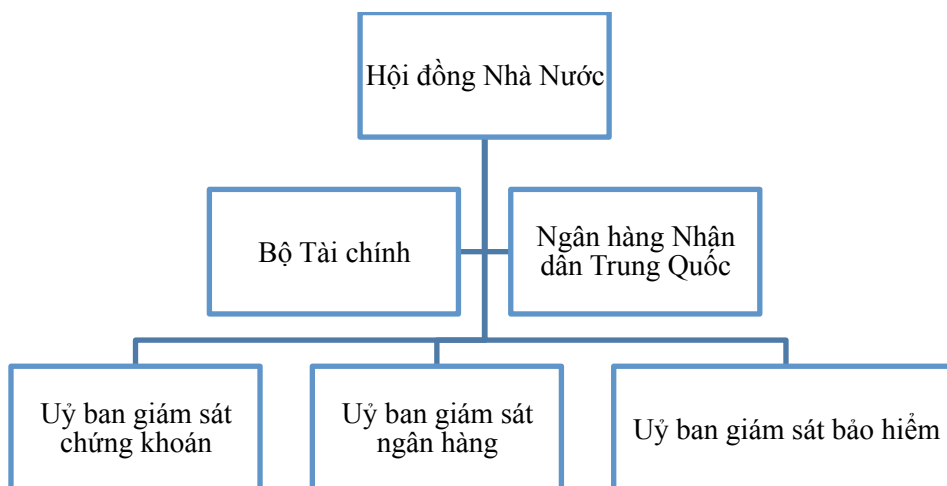
Một trường hợp điển hình khác là trường hợp của nước Anh trong giai đoạn sụp đổ Northern Rock – thảm họa sụp đổ ngân hàng lớn nhất nước Anh. Nguyên nhân của thảm họa này được cho là do Ngân hàng Trung ương Anh đã không được cung cấp đầy đủ thông tin về tình trạng của ngân hàng này và đã thực hiện chức năng người cho vay cuối cùng không kịp thời (Buiter, 2008).

Trong khi rất nhiều quốc gia trên thế giới hiện nay đang tiến tới mô hình giám sát hợp nhất, Trung Quốc sau 25 năm đổi mới lại chuyển đổi từ mô hình hợp nhất sang mô hình thể chế (Group of Thirty, 2008). Theo mô hình giám sát trước đây, mọi quyền giám sát hệ thống tài chính được tập trung vào Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc (Ngân hàng trung ương). Với mô hình hiện nay (mô hình thể chế), 3 loại hình doanh nghiệp cơ bản của hệ thống tài chính – ngân hàng, chứng khoán và bảo hiểm – được quản lý bởi các cơ quan riêng biệt.

Năm 1998 đánh dấu sự ra đời của Ủy ban Giám sát Chứng khoán và Ủy ban giám sát Bảo hiểm, tuy nhiên quyền giám sát hệ thống ngân hàng vẫn thuộc về Ngân hàng Trung ương. Năm 2003, Ủy ban giám sát ngân hàng (cơ quan độc lập với Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc) được thành lập, và quyền giám sát hệ thống ngân hàng được chuyển sang cơ quan này. Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc từ đây chỉ tham gia xây dựng, vận hành chính sách tiền tệ và giữ ổn định cho toàn bộ hệ thống tài chính. Đặc điểm tách biệt giữa vai trò giám sát hệ thống ngân hàng và thực thi chính sách tiền tệ này khá tương đồng với mô hình của một số quốc gia phát triển trên thế giới. Ranh giới không rõ ràng giữa các lĩnh vực hoạt động của các chủ thể trong hệ thống tài chính khiến cho việc theo đuổi mô hình giám sát thể chế ở một số quốc gia như Trung Quốc gặp khó khăn.

Một câu hỏi đặt ra là khi một ngân hàng thương mại có thể tham gia cung cấp tất cả những sản phẩm bảo hiểm và chứng khoán thì việc quản lý ngân hàng sẽ thuộc về Ủy ban giám sát nào? Tuy nhiên, Trung Quốc vẫn kiên định đi theo mô hình giám sát thể chế tách biệt đối với các loại hình doanh nghiệp, bên cạnh đó nhấn mạnh vào sự hợp tác giữa các cơ quan này với Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc và Bộ tài chính, nhằm mục đích đảm bảo cho sự phát triển và ổn định của toàn bộ hệ thống tài chính.

Hình 1: Mô hình giám sát tài chính của Trung Quốc



Nguồn: Group of Thirty (2008)

3.1.2. Nguyên nhân khủng hoảng từ cơ chế giám sát và năng lực giám sát

Việc theo đuổi mô hình giám sát nào không phải là yếu tố tiên quyết đảm bảo cho một hệ thống tài chính lành mạnh, yếu tố quyết định ở đây là chất lượng giám sát và kiểm tra trên toàn bộ hệ thống.

Một trong những nguyên nhân gây ra khủng hoảng tài chính toàn cầu chính là sự thất bại trong việc giám sát và quản lý hệ thống tài chính, điều này khởi nguồn từ Mỹ và khu vực Châu Âu (Landau, 2009). Sự thất bại của việc giám sát hệ thống tài chính được thể hiện ở các khía cạnh sau:

(i) Sự thất bại trong việc giới hạn những vấn đề tăng trưởng mạnh nhưng không hợp lý. Những sự kiện tăng trưởng mạnh không hợp lý có thể kể đến như bong bóng nhà đất. Những bong bóng này hoàn toàn có thể được kiểm soát bởi giới hạn đối với việc sử dụng đòn bẩy, giới hạn tỷ lệ vay đối với vay thế chấp nhà ở. Sử dụng dư thừa quá mức đòn bẩy của các định chế tài chính (cũng như tổ chức phi tài chính) sẽ khiến các định chế có thể rơi vào tình trạng phá sản ảnh hưởng tới các chủ nợ, tới người lao động, người đi vay, các nhà cung cấp;

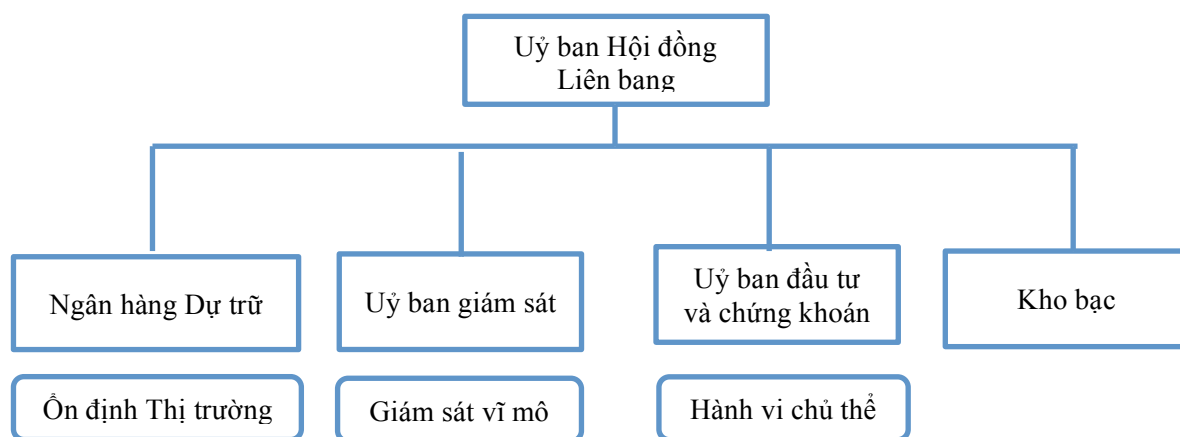
(ii) Thất bại trong việc bảo đảm tính cạnh tranh của các thị trường. Thị trường hoạt động hiệu quả khi nó được đảm bảo về mức độ cạnh tranh;

(iii) Thất bại trong việc kiểm soát rủi ro đạo đức. Thị trường tài chính hoạt động có hiệu quả khi không có sự bất cân xứng thông tin hay các chủ thể có thể tiếp cận thông tin một cách đầy đủ;

Mô hình giám sát tầm vĩ mô (tập trung) không chỉ dừng lại ở việc thay đổi đơn thuần mô hình giám sát, mà nó phải đạt được những mục tiêu: cho phép các định chế nhận diện rủi ro ở cấp độ toàn diện, cấp độ hệ thống và cung cấp những phương thức đo lường có thể làm giảm khả năng và ảnh hưởng của một cuộc khủng hoảng tài chính trong tương lai. Trong mô hình giám sát tập trung, việc xây dựng một hệ thống pháp lý là hết sức quan trọng nhằm cung cấp cho các chủ thể giám sát quyền lực và công cụ để xử lý rủi ro hệ thống hiệu quả và kịp thời (Eidenberger và cộng sự, 2014). Cihák và Podpiera (2007) cho rằng, mô hình tập trung có mối quan hệ chặt chẽ với chất lượng và sự hợp lý trong cơ chế và phương thức giám sát đối với các chủ thể bị giám sát thông qua mức độ tuân thủ của các định chế này với các chuẩn mực quốc tế.

Sự kết hợp này có nhiều sự tương đồng với mô hình hai đỉnh của Australia. Một dạng khác của mô hình giám sát hợp nhất (giám sát vĩ mô) là mô hình giám sát hai đỉnh được chính thức áp dụng ở Australia từ năm 1997. Với mô hình này, Australia có 2 cơ quan giám sát riêng biệt: Ủy ban giám sát hệ thống Australia (APRA) chịu trách nhiệm giám sát toàn bộ hệ thống trên các lĩnh vực: ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm và các quỹ hưu trí. Trong khi đó Ủy ban đầu tư và chứng khoán Australia (ASIC) chịu trách nhiệm đảm bảo sự thống nhất của thị trường tài chính và những thành viên tham gia thị trường. ASIC sẽ chịu trách nhiệm giám sát trực tiếp các công ty, thị trường tài chính, các tổ chức cung cấp dịch vụ tài chính. ASIC không chịu trách nhiệm giám sát vĩ mô như APRA, nó chỉ đưa ra những hướng dẫn, quy tắc, phương thức thực hiện và giám sát tính tuân thủ.

Hình 2: Mô hình giám sát tài chính của Australia



Nguồn: Group of Thirty (2008)

3.2. Sự can thiệp của Ngân hàng Trung ương vào hệ thống giám sát tài chính

Xu thế hiện nay đối với chức năng và vị trí của ngân hàng trung ương bao gồm 2 hướng: (i) ngân hàng trung ương độc lập với hệ thống giám sát, chỉ tham gia vào việc xây dựng và vận hành chính sách tiền tệ; (ii) ngân hàng trung ương tham gia vào hệ thống giám sát.

3.2.1. Ưu điểm khi ngân hàng trung ương tham gia vào hệ thống giám sát

Phân quyền giám sát cho ngân hàng trung ương sẽ giúp bảo đảm được sự an toàn, hoạt động đúng đắn và đảm bảo được sự ổn định của toàn bộ hệ thống tài chính:

Thứ nhất, tiếp cận thông tin: Ngân hàng trung ương cần có thông tin chính xác về tình trạng hoạt động của hệ thống ngân hàng trong việc xây dựng và thực thi chính sách tiền tệ. Với chức năng là người cho vay cuối cùng đối với các ngân hàng, thông tin về tính thanh khoản và khả năng thanh toán của hệ thống là hết sức quan trọng. Ngân hàng trung ương cập nhật được thông tin chính xác đối với toàn bộ hệ thống tài chính sẽ giúp có những cách thức chống đỡ với rủi ro của hệ thống ngân hàng, nhằm tránh rủi ro ngân hàng và khủng hoảng tài chính.

Thứ hai, sự độc lập: phân quyền giám sát cho ngân hàng trung ương giúp ngân hàng trung ương gia tăng được quyền quản lý độc lập đối với hệ thống ngân hàng. Điều này là hết sức quan trọng đối với các thị trường mới nổi và đang chuyển đổi, nhằm tránh chính trị hoá trong quản lý ngân hàng.

Thứ ba, chi phí giám sát: ngân hàng trung ương tham gia vào hệ thống giám sát sẽ giúp phân bổ nguồn nhân lực hiệu quả do ngân hàng trung ương có thể cung cấp chương trình chuyên nghiệp và trợ cấp tối ưu (Abrams and Taylor, 2000).

3.2.2. Nhược điểm khi ngân hàng trung ương tham gia vào hệ thống giám sát

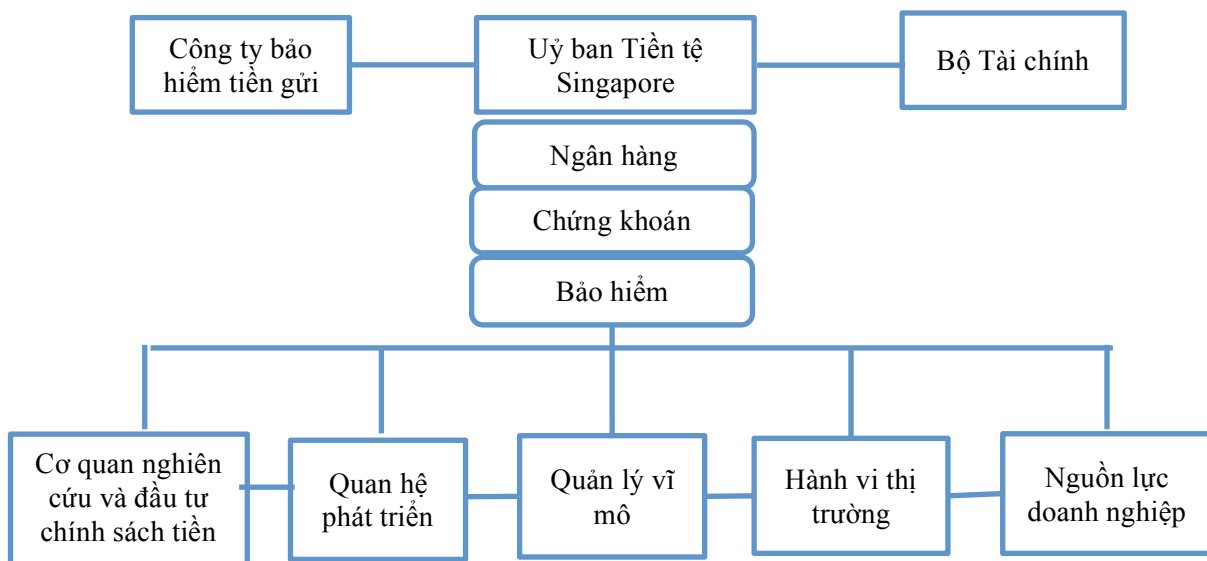
Thứ nhất, mâu thuẫn lợi ích: Khi ngân hàng trung ương tham gia giám sát hệ thống ngân hàng và thực thi chính sách tiền tệ, rất có thể nó sẽ theo đuổi một chính sách tiền tệ thắt chặt quá mức nhằm tránh những hiệu ứng tiêu cực đối với chất lượng tín dụng của hệ thống ngân hàng. Điều này sẽ ảnh hưởng tới khả năng sinh lời của hệ thống ngân hàng.

Thứ hai, rủi ro thương hiệu: với một hệ thống giám sát có sự tham gia của ngân hàng trung ương, sự đổ vỡ của hệ thống sẽ ảnh hưởng đến lòng tin của công chúng và gây bất lợi trong việc thực thi chính sách tiền tệ.

Thứ ba, tính độc lập: sự phân quyền lớn cho ngân hàng trung ương có thể đặt nó vào những áp lực chính trị và đe dọa đến chính mục tiêu độc lập của nó (Briault, 1999).

Theo một nghiên cứu thực nghiệm của Masciandaro và cộng sự (2011), trong mô hình giám sát của các nước phát triển, sự tham gia của ngân hàng trung ương vào hệ thống giám sát trong giai đoạn khủng hoảng và sau khủng hoảng tăng so với giai đoạn trước khủng hoảng. Xu thế này khá phù hợp với mô hình giám sát vĩ mô tập trung hiện nay. Ngân hàng trung ương được xem là phù hợp nhất với vai trò nhận diện và quản lý các rủi ro vĩ mô đe dọa tới an toàn của toàn bộ hệ thống được hình thành thông qua chức năng quản lý vận hành chính sách tiền tệ của nó. Sự tham gia giám sát của Ngân hàng trung ương ở tầm vĩ mô (mô hình tập trung) sẽ giảm thiểu được chi phí so với quản lý ở tầm vi mô (riêng lĩnh vực ngân hàng). Tuy nhiên quyền lực của Ngân hàng trung ương sẽ thường được giới hạn ở tầm vĩ mô thay vì quản lý ở cả tầm vi mô. Điều này sẽ hạn chế được quyền lực tập trung quá lớn trong tay ngân hàng trung ương.

Hình 3: Mô hình giám sát tài chính của Singapore



Nguồn: Group of Thirty (2008)

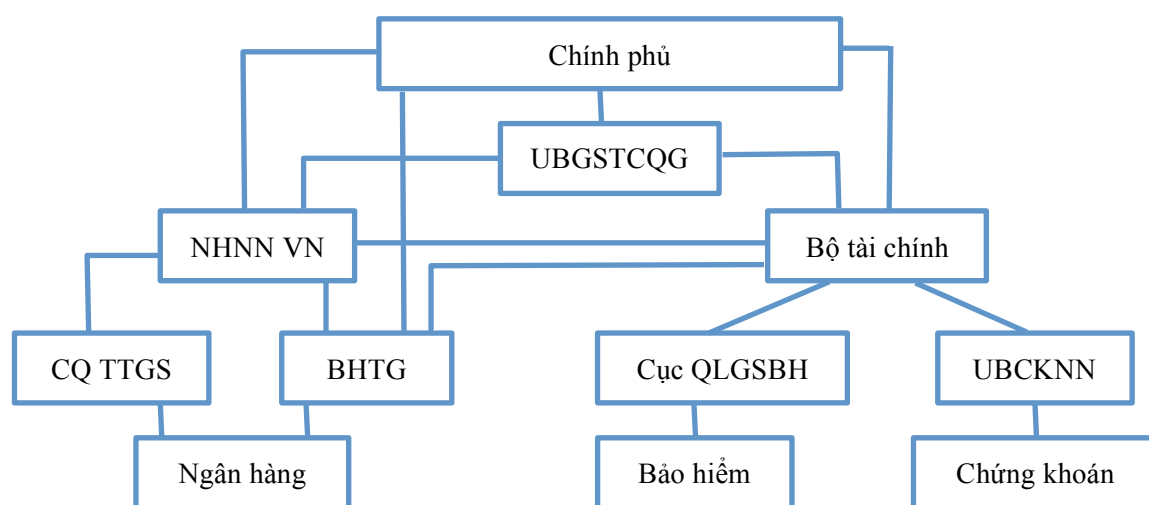
Với Singapore, quốc gia được xem là có mô hình giám sát hợp nhất hình thành sớm nhất thế giới thay thế cho mô hình phân tán trước đó: mỗi lĩnh vực của hệ thống tài chính được quản lý bởi cơ quan riêng biệt. Tuy nhiên điểm khác biệt cơ bản của Singapore so với các quốc gia phát triển theo mô hình tập trung đó là vai trò của Ngân hàng trung ương. Mô hình giám sát hợp nhất được áp dụng vào năm 1970 ở Singapore với sự ra đời của MAS (Monetary Authority of Singapore) giám sát toàn bộ hệ thống tài chính trên các lĩnh vực: ngân hàng, chứng khoán và bảo hiểm. MAS là Ngân hàng trung ương Singapore, có vai trò giám sát toàn hệ thống tài chính, thì vai trò của Ngân hàng trung ương ở một số quốc gia phát triển theo mô hình này được thu hẹp, chỉ tập trung vào xây dựng và vận hành chính sách tiền tệ.

4. Bài học cho Việt Nam

4.1. Thực trạng hệ thống giám sát tài chính ở Việt Nam hiện nay

Hệ thống tổ chức tài chính Việt Nam hiện nay bao gồm: Tổ chức tài chính là ngân hàng: có 04 Ngân hàng thương mại Nhà nước quản lý 100% vốn điều lệ bao gồm: Ngân hàng nông nghiệp và phát triển nông thôn Việt Nam (Agribank), Ngân hàng xây dựng Việt Nam (Cbbank), Ngân hàng Đại dương (Oceanbank) và Ngân hàng dầu khí toàn cầu (GPbank), 2 ngân hàng chính sách: Ngân hàng phát triển Việt Nam (VDB), Ngân hàng chính sách xã hội Việt Nam (VBSP), 03 ngân hàng thương mại cổ phần Nhà nước chiếm cổ phần chi phối: Ngân hàng ngoại thương Việt Nam (VCB), Ngân hàng công thương Việt Nam (VTB), Ngân hàng phát triển và đầu tư Việt Nam (BIDV); 34 ngân hàng thương mại cổ phần; 01 Ngân hàng hợp tác xã và hơn 1200 Quỹ TDND cơ sở (People Credit Fund); hàng loạt các ngân hàng liên doanh, chi nhánh và văn phòng đại diện của ngân hàng nước ngoài; Tổ chức tài chính khác bao gồm 61 công ty bảo hiểm hoạt động, 30 công ty tài chính và công ty cho thuê tài chính, 21 quỹ đầu tư và sự trở dậy của hàng loạt hệ thống cầm đồ có đăng ký. Với sự đa dạng của các tổ chức tài chính như vậy, một hệ thống giám sát với mô hình đạt được sự linh hoạt trong quản lý là vô cùng khó khăn. Cơ quan giám sát phải có tính linh hoạt cao để bắt kịp với sự thay đổi của thị trường, đặc biệt sau khủng hoảng tài chính toàn cầu.

Hình 4: Mô hình giám sát tài chính của Việt Nam



Nguồn: Trần Kim Chung (2013)

Mô hình giám sát tài chính của Việt Nam có cơ quan giám sát cao nhất là ủy ban giám sát tài chính quốc gia, các cơ quan quản lý và giám sát cấp dưới được phân quyền giám sát một loại định chế tài chính và khu vực tài chính riêng biệt. Tuy nhiên trên thực tế, vai trò của Ủy ban giám sát tài chính quốc gia được ghi rõ trong điều lệ hoạt động của Ủy ban này: tham mưu, tư vấn cho Thủ tướng trong việc điều phối hoạt động giám sát thị trường tài chính quốc gia (bao gồm 3 lĩnh vực: ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm), giúp Thủ tướng thực hiện giám sát chung thị trường tài chính quốc gia, không làm thay chức năng nhiệm vụ của các cơ quan quản lý nhà nước chuyên ngành (Thủ tướng chính phủ, 2009). Mặc dù được coi là cơ quan giám sát toàn bộ hệ thống tài chính, nhưng vị thế pháp lý của Ủy ban này rất thấp, chỉ có

quyền tham mưu, không có quyền ban hành chính sách pháp lý liên quan đến giám sát chung của toàn bộ hệ thống tài chính và cũng không có thẩm quyền xử lý sai phạm. Như vậy trên thực tế mô hình giám sát của Việt Nam tương đối giống với mô hình phân tán của Trung Quốc và mô hình cải tiến của Đức như đã phân tích ở phần trên.

Việc áp dụng mô hình có tính chất phân quyền cho các cơ quan quản lý trên từng trụ cột của hệ thống tài chính có nhiều điểm thuận lợi đối với thực trạng hệ thống tài chính Việt Nam, giúp khắc phục những nhược điểm của mô hình giám sát phân tán thông qua các lợi thế sau

Thứ nhất, uỷ ban giám sát tài chính quốc gia chính thức được thành lập năm 2008 theo quyết định của Thủ tướng chính phủ (Thủ tướng chính phủ, 2008). Với sự phát triển của hệ thống tài chính Việt Nam từ sau khi chính thức mở cửa nền kinh tế trong thập niên 90 của thế kỷ trước, việc tập trung quyền lực thực tế vào uỷ ban mới này có thể gây những bất ổn trong quản lý tập trung, không theo kịp những biến đổi mạnh mẽ của nền kinh tế do thiếu kinh nghiệm quản lý. Lúc đó, cơ quan này lại buộc phân quyền tiếp cho cơ quan cấp dưới như trường hợp của Đức. Cơ chế giám sát ổn định của Ngân hàng Trung ương Việt Nam trên lĩnh vực ngân hàng cũng như sự phát triển lâu đời của hệ thống ngân hàng Việt Nam (hệ thống ngân hàng Việt Nam ra đời sớm nhất so với hệ thống bảo hiểm và chứng khoán), việc phân quyền cho ngân hàng Trung ương thực hiện giám sát trên lĩnh vực ngân hàng song hành với bộ tài chính thực hiện giám sát trên các lĩnh vực còn lại sẽ đảm bảo được sự thông suốt của hệ thống.

Thứ hai, việc thực hiện cơ chế giám sát phân quyền thực tế giữa ngân hàng trung ương và bộ tài chính sẽ nâng cao được tính minh bạch trong đối chiếu thông tin chéo. Điều này là cực kỳ quan trọng với một nền kinh tế đang phát triển và tính minh bạch chưa cao như Việt Nam.

Bên cạnh những ưu điểm của mô hình phân tán áp dụng tại Việt Nam, thì mô hình này vẫn gặp phải những bất lợi mang tính điển hình như sau

Thứ nhất, các ngân hàng thương mại Việt Nam hiện nay đều đã phát triển cung cấp hầu hết sản phẩm dịch vụ tài chính đa dạng và đa ngành nghề. Điều này sẽ gây khó khăn cho các cơ quan quản lý khi quản lý tách biệt trên từng loại hình doanh nghiệp. Sự quản lý chồng chéo là không thể tránh khỏi, chẳng hạn khi một công ty chứng khoán thuộc ngân hàng thương mại sẽ vừa phải chịu quản lý của NHNN và Uỷ ban chứng khoán Nhà nước.

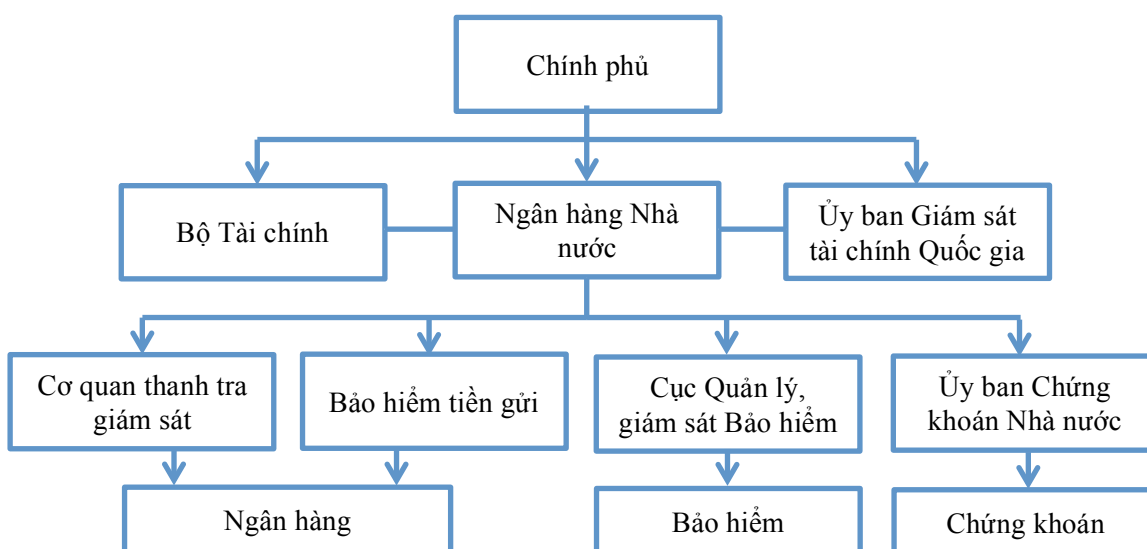
Thứ hai, hành lang pháp lý có sự tách biệt, không thống nhất giữa các văn bản pháp luật của từng cơ quan quản lý ngành: có sự phân tách giữa Luật NHNN, Luật các tổ chức tín dụng với luật chứng khoán và luật bảo hiểm. Các luật này đều đề cập đến vấn đề giám sát an toàn, bảo vệ người tiêu dùng, quản trị rủi ro và công bố thông tin của các tổ chức dưới quyền. Điều này tạo ra sự trùng lặp không cần thiết và thể hiện sự thiếu đồng bộ trong ban hành luật pháp.

4.2. Một số kiến nghị

Với những ưu điểm và bất lợi của mô hình giám sát tài chính quốc gia như trình bày ở trên, nhóm tác giả cho rằng trong thời gian tới, Việt Nam nên định hướng chuyển đổi sang mô hình giám sát hợp nhất để tận dụng được những ưu nhược điểm của mô hình hợp nhất và phù

hợp với điều kiện ở Việt Nam (được đề xuất trong biểu đồ). Sự quản lý giám sát hợp nhất trên tất cả các lĩnh vực là hết sức cần thiết với một quốc gia như Việt Nam, khi Việt Nam đang từng bước tự do hoá thị trường tài chính và khắc phục những vấn đề sau khủng hoảng tài chính. Hơn nữa mô hình giám sát tập trung còn đặc biệt phát huy lợi thế quy mô ở những quốc gia đang phát triển như Việt Nam (Abrams and Taylor, 2002). Quy mô của các tổ chức tài chính cũng như quy mô của thị trường và hàng hoá sản phẩm ở Việt Nam còn nhỏ lẻ và chưa phát triển hoàn thiện thì sự phân tách trong giám sát sẽ càng cản trở quá trình giám sát tổng thể của hệ thống. Bên cạnh việc chuyển đổi sang mô hình giám sát tập trung, mô hình quản lý còn phải đảm bảo tăng cường hiệu lực giám sát tuân thủ để kiểm tra luật pháp và chính sách có thực hiện đúng đắn và phù hợp hay không, đồng thời rút ngắn khoảng cách giữa chuẩn mực trong nước và các chuẩn mực quốc tế (hoàn tất Basel II và tiến tới Basel III). Ngoài ra, mô hình mới phải xây dựng được các chỉ tiêu giám sát và ngưỡng cảnh báo an toàn vĩ mô, các chỉ tiêu giám sát an ninh của toàn bộ thị trường.

Hình 5: Mô hình giám sát tài chính đề xuất đối với Việt Nam



Với việc chuyển đổi sang mô hình giám sát hợp nhất như trên, Việt Nam cần phân bổ lại quyền lực của các cơ quan giám sát chuyên ngành và cơ quan giám sát cao nhất. Ở Việt Nam hiện nay, cơ quan có chức năng giám sát chung là Ủy ban giám sát tài chính quốc gia lại có vị trí pháp lý rất thấp; trong khi đó NHNN với vai trò xây dựng, thực thi chính sách tiền tệ, có quyền quản lý, kiểm tra, thanh tra, giám sát và ban hành các văn bản quy phạm pháp luật liên quan tới lĩnh vực tiền tệ và ngân hàng. Vì vậy nhóm tác giả cho rằng, với mô hình giám sát hợp nhất ở Việt Nam, NHNN sẽ là cơ quan giám sát có quyền lực cao nhất, thực hiện giám sát tập trung trên cả 3 lĩnh vực: ngân hàng, bảo hiểm và chứng khoán. Bên cạnh đó, Ủy ban chứng khoán nhà nước, Cục quản lý, giám sát bảo hiểm và Bảo hiểm tiền gửi Việt Nam sẽ hợp nhất vào NHNN, chịu trách nhiệm giám sát cụ thể trên từng lĩnh vực chuyên ngành, nhưng vẫn chịu sự quản lý chung của NHNN. Với mô hình mới này, Bộ Tài chính và Ủy ban Giám sát tài chính Quốc gia sẽ đóng vai trò là cơ quan tham mưu, độc lập với NHNN, phối hợp với NHNN trong lĩnh vực pháp lý, ban hành chính sách trên lĩnh vực tài chính và ngân hàng.

Tài liệu tham khảo

- [1] Abrams, R. K., & Taylor, M. (2000), “Issues in the unification of financial sector supervision”, International Monetary Fund, số 213.
- [2] Abrams, R. K. & Taylor, M. (2002), “Assessing the Case for Unified Sector Supervision”, Financial Markets Group, London School of Economics & Political Science, Working paper/ Special paper, số 134.
- [3] Briault, C. (1999). “The rationale for a single national financial services regulator”, *Financial Services Authority Occasional Paper*, số 02.
- [4] Buiters, W., 2008, “Lesson from the North Atlantic Financial Crisis”, hội thảo ‘The Role of Money Markets’, Columbia Business School và Federal Reserve of New York, 29-30/ tháng 5.
- [5] Čihák, M., & Podpiera, R. (2006), “Is one watchdog better than three? International experience with integrated financial sector supervision”, International Monetary Fund, số 06/57.
- [6] Čihák, M., & Podpiera, R., 2007, “Experience with Intergrated Supervisions: Governance and Quality of Supervision”, *Designing financial supervision institutions: Independence, Accountability and Governance*, trang 309-41, Edward Elgar, Cheltenham, UK.
- [7] Eidenberger, J., Liebeg, D., Schmitz, S., Seliger, R., Sigmund, M., Steiner, K., Strobl, P., và Ubl, E., 2014, “Macro-prudential Supervision: A key lesson from the Financial Crisis”, *Financial Stability Report*, số 27, trang 83-94.
- [8] Goodhart, C. A. E., Hartmann, P., Llewellyn, D. T., Rojas-Suarez, L. & Weisbrod, S. (1998), “Financial Regulation”, Routledge, London and New York.
- [9] Group of Thirty (2008), “The structure of financial supervision: approaches and challenges in a global marketplace”, truy cập ngày 16 tháng 4 năm 2015, từ < <http://www.group30.org/images/PDF/The%20Structure%20of%20Financial%20Supervision.pdf>>
- [10] Leijonhufvud, A., 2009, “Curbing Instability: Policy and Regulation”, *CEPR Policy Insight*, Số 36/ tháng 6.
- [11] Masciandaro, D., Pansini, R.V., và Quintyn, M., 2011, “The Economic Crisis: Did Financial Supervision Matter?”, International Monetary Fund, Working paper số 11/261.
- [12] Schularick và Taylor, 2009, ‘Credit booms gone bust: Monetary policy, Leverage cycles and Financial crises, 1870-2008’, *National Bureau of Economic Research*, số 15512, từ < <http://www.nber.org/papers/w15512.pdf>>
- [13] The University of Warwick, 2009, *The Warwick Commission on International Financial Reform: In Praise of Unlevel Playing Fields*, UK, truy cập ngày 16 tháng 4

năm 2015, từ < <http://www.stephanygj.net/papers/Warwick-Commission.pdf>>

- [14] Thủ tướng Chính phủ (2009), *Quyết định số 79/2009/QĐ-TTg ban hành quy chế tổ chức và hoạt động của uỷ ban giám sát tài chính quốc gia*, ban hành ngày 18 tháng 5 năm 2009.
- [15] Thủ tướng Chính phủ (2008), *Quyết định số 34/200/QĐ-TTg về việc thành lập Uỷ ban Giám sát tài chính Quốc gia*, ban hành ngày 3 tháng 3 năm 2008.
- [16] Tô Ngọc Hưng (2013), “Thực trạng và giải pháp giám sát tài chính tại Việt Nam”, *Tạp chí Tài chính*, số 10 – 2013, Trang 14-17.
- [17] Trần Kim Chung (2013), “Hệ thống giám sát tài chính: Từ lý luận đến thực tiễn”, *Tạp chí Tài chính*, số 10 – 2013, Trang 10-13.

CÁC NHÂN TỐ GÂY BIẾN ĐỘNG LẠM PHÁT Ở VIỆT NAM TRONG BỐI CẢNH HỘI NHẬP QUỐC TẾ VÀ MỘT SỐ KHUYẾN NGHỊ

ThS. Nguyễn Hữu Mạnh - ThS. Nguyễn Vân Trương
Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Tóm tắt

Nhìn lại toàn cảnh quá trình cải cách kinh tế của Việt Nam trong ba thập kỷ qua, thì lạm phát, đặc biệt là các nhân tố quyết định lạm phát và những biến động của lạm phát là một trong những chủ đề được thảo luận nhiều nhất ở Việt Nam. Lạm phát ở Việt Nam đã biến động mạnh trong hơn hai thập kỷ qua: khá thấp trong giai đoạn 1999-2003, tăng tốc trong giai đoạn 2004-2008, hạ nhiệt trong hai năm 2009 - 2010, rồi lại tăng mạnh trong năm 2011 và sau đó, liên tục giảm cho đến 2015, sang 2016 và 10 tháng đầu năm 2017, lạm phát lại có dấu hiệu tăng trở lại. Cùng với quá trình hội nhập ngày càng sâu và rộng hơn vào nền kinh tế khu vực và thế giới, diễn biến lạm phát trong nền kinh tế toàn cầu đã có ảnh hưởng ngày càng mạnh đến động thái lạm phát ở Việt Nam. Bên cạnh đó, các nhân tố trong nước cũng đóng vai trò rất quan trọng đối với sự biến động lạm phát ở Việt Nam trong thời gian qua. Bài viết sẽ nhận diện các nhân tố chính gây ra biến động lạm phát ở Việt Nam trong bối cảnh hội nhập quốc tế sâu rộng và đưa ra một số khuyến nghị nhằm kiểm soát lạm phát.

KEY DETERMINANTS OF INFLATION IN VIETNAM IN THE CONTEXT OF INTERNATIONAL INTEGRATION AND SOME RECOMMENDATIONS

Nguyen Huu Manh MSc - Nguyen Van Truong MSc
State Bank of Vietnam

Abstract

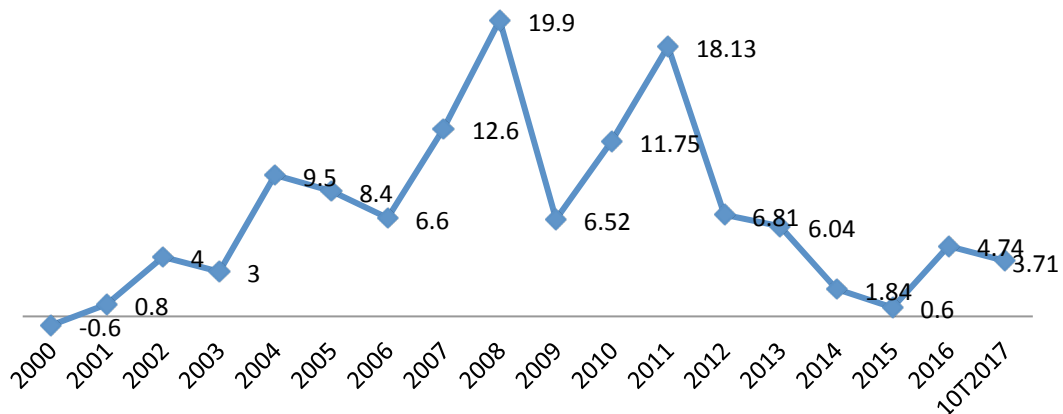
Looking back over the course of Vietnam's economic reform process over the past three decades, inflation, especially inflation determinants and inflationary fluctuations, is one of the most discussed topics in Vietnam. Inflation in Vietnam has been fluctuating for more than two decades: relatively low in the period of 1999-2003, accelerating in the period 2004-2008, cooling in the two years 2009 - 2010, then rising sharply in 2011 and then continue to fall until 2015, to 2016 and the first 10 months of 2017, inflation is showing signs of recovery. In line with the deepening and broadening of integration into the regional and world economy, inflation in the global economy has strongly influenced inflation in Vietnam. In addition, domestic factors play a very important role in Vietnam's volatility in inflation over time. The paper identify the main drivers of inflationary fluctuations in Vietnam in the context of global integration through a quantitative approach, specifically using the Autoregression Distributed Lags (ARDL) model to find out empirical evidence of inflation determinants since Vietnam officially became a member of ASEAN. The results show that past inflation is a

major factor contributing to the volatility of inflation in Vietnam. Factors such as money supply, interest rate and nominal income have a statistically significant impact on inflation but are small. Meanwhile, oil price and openness shows no statistically significant influence to domestic inflation. From the result of empirical analysis, the paper offers some recommendations to control inflation.

1 Đôi nét về diễn biến về lạm phát Việt Nam trong bối cảnh hội nhập quốc tế

Việt Nam trải qua một cơn siêu lạm phát trong nửa sau của những năm 1980 và đầu những năm 90. Tuy nhiên, dưới sự chỉ đạo sát sao của Chính phủ và những quyết sách đúng đắn về chính sách tiền tệ của NHNN trong giai đoạn này nên lạm phát đã được kiểm soát. Phối hợp hài hoà chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa đóng một vai trò quan trọng trong việc đưa lạm phát xuống từ tỷ lệ hàng năm vượt quá 300 % trong giai đoạn 1986-88 xuống dưới 20 % vào năm 1992 và gần 10 % vào năm 1995. *Giai đoạn từ 2000 đến 2003*: Lạm phát khá thấp (dưới 4%), do tác động trễ của khủng hoảng tài chính châu Á (1997-1998), khiến cầu trong nước và thế giới sụt giảm mạnh, kéo theo giá cả sụt giảm. *Giai đoạn từ 2004 đến 2011*: Lạm phát tăng vọt (từ 6,6% -19,9%), nhất là sau khi Việt Nam gia nhập WTO (1/1/2007). Đặc biệt, lạm phát tăng cao kỷ lục vào năm 2008. Cụ thể: 7 tháng đầu năm 2008, chỉ số giá tiêu dùng (CPI) đã vượt 25%; tháng 7/2008, khủng hoảng kinh tế toàn cầu diễn ra khiến CPI âm vào 5 tháng cuối năm 2008, kéo CPI cả năm xuống ở mức 19,9%. Do khủng hoảng kinh tế toàn cầu 2008-2009, CPI năm 2009 đã giảm xuống còn 6,9%. Từ cuối năm 2008, do những bất ổn về kinh tế, Chính phủ quyết định áp dụng một loạt chính sách nhằm ngăn chặn suy giảm. Ví dụ như, gói chính sách gồm hỗ trợ lãi suất 4% một năm cho các tổ chức, cá nhân vay vốn để sản xuất, kinh doanh; giảm 30% thuế thu nhập doanh nghiệp, 50% thuế VAT, miễn thuế thu nhập cá nhân trong 6 tháng và kích đầu tư... Tổng số tiền Chính phủ dành cho các gói kích thích kinh tế vào khoảng 150.000 tỷ đồng. Do tác động của gói kích cầu trong nước cũng như nhiều nước trên thế giới giới đồng loạt “tung” gói kích cầu nhằm phục hồi kinh tế sau khủng hoảng, đẩy giá trong nước và thế giới tăng cao. Cụ thể, CPI đã tăng mạnh, đạt khoảng 11,8% (năm 2010) và 18,1% (năm 2011). *Giai đoạn từ 2012 đến 2015*: Lạm phát giảm mạnh sau khi Chính phủ thực hiện quyết liệt chính sách kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô. Điển hình như: Khởi đầu là Nghị quyết 11/NQ-CP ngày 24/2/2011, tiếp sau đó, các Nghị quyết 01/NQ-CP (ngày 3/1/2012), Nghị quyết 01/NQ-CP (ngày 7/1/2013), Nghị quyết 01/NQ-CP (ngày 2/1/2014) lần lượt ra đời. Cùng với các chính sách kiềm chế lạm phát, Chính phủ còn đưa ra nhiều biện pháp đồng bộ và mạnh mẽ nhằm kiềm chế lạm phát và ổn định kinh tế vĩ mô, trong đó chủ chốt là chính sách tiền tệ thận trọng, linh hoạt và chính sách tài khóa chặt chẽ. Nhờ đó, chỉ số CPI đã giảm mạnh từ 18,1% năm 2011 xuống 6,8% năm 2012; 6% năm 2013; 1,8% năm 2014 và 0,6% năm 2015. *Năm 2016*, với việc kinh tế Việt Nam dần phục hồi, lạm phát đã có xu hướng tăng trở lại. CPI năm 2016 lên đến 4,74%. 10 tháng đầu năm 2017 CPI bình quân tăng 3,71% so với cùng kỳ năm 2016; CPI tháng 10/2017 tăng 0,41% so với tháng trước, tăng 2,98% so với cùng kỳ năm trước; tăng 2,25% so với tháng 12 năm trước.

Biểu đồ 1: Diễn biến CPI Việt Nam giai đoạn 2000-10T/2017



Nguồn: GSO

2. Cơ sở lý thuyết

2.1 Khung lý thuyết

Về mặt lý thuyết, có nhiều cách giải thích khác nhau về nguyên nhân gây ra lạm phát. Theo các nhà tiền tệ, lạm phát về cơ bản là hiện tượng tiền tệ, như Friedman đã chỉ ra: "*Lạm phát ở đâu và bao giờ cũng là hiện tượng tiền tệ ... và nó chỉ có thể xuất hiện một khi cung tiền tăng nhanh hơn sản lượng*" (Friedman, 1970:24). Thực ra, đây chỉ là cách giải thích về nguồn gốc gây ra lạm phát trong dài hạn. Còn khi đề cập đến những biến động của nền kinh tế trong ngắn hạn, các nhà kinh tế thường dựa vào mô hình tổng cung và tổng cầu. Theo đó, lạm phát có thể xảy ra do tổng cầu tăng (*lạm phát do cầu kéo*) hoặc do tổng cung giảm (*lạm phát do chi phí đẩy*). Trong trường hợp lạm phát do cầu kéo, cả lạm phát và tăng trưởng kinh tế đều có xu hướng tăng. Ngược lại, đối với lạm phát do chi phí đẩy, lạm phát cao đi cùng tình trạng đình trệ sản xuất: sản lượng giảm và thất nghiệp gia tăng. Ngoài ra, trong bối cảnh hội nhập kinh tế quốc tế, cơ chế lan truyền lạm phát quốc tế cũng là một kênh quan trọng gây ra những biến động của mức giá chung trong nước. Theo lý thuyết ngang bằng sức mua, trong một nền kinh tế nhỏ, mở cửa giá cả của các mặt hàng thương mại sẽ phụ thuộc giá của chúng trên thị trường thế giới và tỉ giá hối đoái. Có thể nói biến động lạm phát ở Việt Nam trong những năm qua hội tụ đầy đủ tất cả các lực lượng kể trên. Với khung phân tích kể trên, chúng ta có thể xây dựng mô hình thực nghiệm như sau:

Việt Nam là nền kinh tế chuyển đổi, nhỏ và mở, vì thế mô hình nghiên cứu được sử dụng trong nghiên cứu này dựa trên nghiên cứu của Lissovlik (2003). Ở bất kỳ thời điểm nào, mức giá trong nước (được đo bằng CPI) là mức giá bình quân có trọng số của giá hàng hóa thương mại (có thể buôn bán được với nước ngoài) và hàng hóa phi thương mại (chỉ bán trong nước):

$$\ln P_t = \theta_1 \ln P_t^T + (1 - \theta_1) \ln P_t^N \quad (1)$$

Trong đó, $\ln P_t$ là mức giá chung tại thời điểm t , $\ln P_t^T$ là mức giá hàng hóa thương mại tại thời điểm t , $\ln P_t^N$ là giá hàng hóa phi thương mại, θ_1 là tỷ lệ (trọng số) hàng hóa thương mại trên tổng chi tiêu.

Giá hàng hóa thương mại trong nền kinh tế mở và nhỏ được xác định bởi giá thế giới LnP_t^f tại thời điểm t và tỷ giá hối đoái (LnE_t) tại thời điểm t . Sự tăng giảm của tỷ giá hối đoái và giá thế giới sẽ làm thay đổi (tăng hoặc giảm) giá trong nước, vì thế:

$$LnP_t^T = LnP_t^f + LnE_t \quad (2)$$

Giá hàng hóa phi thương mại phụ thuộc vào thị trường tiền tệ trong nước với giả định là cầu hàng hóa phi thương mại phụ thuộc vào tổng cầu nền kinh tế. Do đó, giá hàng hóa phi thương mại được xác định bởi điều kiện cân bằng của thị trường tiền tệ, khi đó, cung tiền (LnM_t^S) cân bằng với cầu tiền thực ($Ln\frac{M_t^D}{P_t}$)

$$LnP_t^N = \gamma(LnM_t^S - Ln\frac{M_t^D}{P_t}) \quad (3)$$

trong đó γ đại diện cho mối quan hệ giữa tổng cầu và cầu hàng hóa phi thương mại.

Dựa trên lý thuyết kinh tế, cầu tiền được đại diện bằng thu nhập thực (Y), lãi suất (r) và sự thay đổi kỳ vọng lạm phát. Vì thế, cầu tiền tại thời điểm t được xác định như sau:

$$Ln\frac{M_t^D}{P_t} = \beta_0 + \beta_1 LnY_t + \beta_2 r_t + \beta_3 LnP_{t-1} \quad (4)$$

Thay phương trình (4) vào phương trình (3), chúng ta được:

$$LnP_t^N = \gamma\{LnM_t^S - (\beta_0 + \beta_1 LnY_t + \beta_2 r_t + \beta_3 LnP_{t-1})\} \quad (5)$$

Cuối cùng, thay phương trình (2) và (5) vào phương trình (1), ta được phương trình dạng tổng quát sau:

$$P_t = f(\Delta P_t^f, \Delta E_t, \Delta M_t^S, \Delta Y_t, r_t, \Delta P_{t-1}) \quad (6)$$

Từ phương trình trên, chúng ta nhận thấy mức giá chung của nền kinh tế tại thời điểm (t) phụ thuộc vào giá thế giới, tỷ giá, cung tiền, thu nhập thực, lãi suất tại thời điểm (t) và mức giá chung tại thời điểm ($t-1$).

2.2 BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM VỀ CÁC NHÂN TỐ QUYẾT ĐỊNH LẠM PHÁT

2.2.1 Nghiên cứu trong nước:

Hai tác giả Trương Văn Phước và Chu Hoàng Long (2005) sử dụng phương pháp ước lượng Granger với số liệu tháng từ tháng 7 năm 1994 đến tháng 12 năm 2004 và chứng minh được rằng các nhân tố quyết định lạm phát trong giai đoạn này là lạm phát của các kỳ trước và khoảng cách sản lượng. Cung tiền không có ý nghĩa đối với lạm phát và tác động của giá dầu, giá gạo quốc tế cũng như mức chuyển tỷ giá vào lạm phát là rất thấp.

Nguyễn Thị Thùy Vinh và Fujita (2007) đã sử dụng cách tiếp cận VAR để nghiên cứu tác động của tỷ giá thực đối với sản lượng và lạm phát ở Việt Nam trong giai đoạn từ 1992 đến 2005. Các tác giả cho thấy rằng, nguyên nhân chủ yếu khiến sản lượng và mức giá thay đổi là do các biến động của các biến này trong quá khứ, tỷ giá có ảnh hưởng nhiều đến cán cân thương mại và sản lượng hơn đến lạm phát. Mô hình VAR của họ bao gồm sản lượng công nghiệp, CPI, tỷ giá, cung tiền, thâm hụt thương mại và lãi suất của Mỹ (với tư cách là một biến ngoại sinh). Mô hình này tập trung chủ yếu vào mức chuyển của tỷ giá và do vậy, bỏ qua các nhân tố quyết định lạm phát khác.

Năm 2010, hai tác giả Nguyễn Thu Thu Hằng và Nguyễn Đức Thành trong báo cáo “Các nhân tố vĩ mô quyết định lạm phát ở Việt Nam giai đoạn 2000-2010: các bằng chứng và thảo luận” đã có một số kết luận về các nhân tố quyết định lạm phát ở Việt Nam trong giai đoạn này. Các nhân tố như cung tiền, lãi suất, tỷ giá hối đoái và lạm phát quá khứ có ảnh hưởng mạnh tới lạm phát, tuy nhiên, cung tiền và lãi suất có tác động tới lạm phát với độ trễ nhất định. Các tác giả nhấn mạnh rằng, một khi lạm phát đã xảy ra thì việc kiểm soát là khó khăn để hạ thấp lạm phát xuống.

Trong nghiên cứu của tác giả Phạm Thế Anh năm 2010: “Mô hình ước lượng các nhân tố quyết định lạm phát ở Việt Nam” đã nghiên cứu các nhân tố quyết định lạm phát ở Việt Nam trong giai đoạn 1995-2008. Nghiên cứu cho thấy, lạm phát trong quá khứ, cung tiền và tỷ giá hối đoái có tác động mạnh tới lạm phát Việt Nam trong giai đoạn này, tuy nhiên, tỷ giá hối đoái thì có những tác động trái chiều nhau. Ngoài ra, các biến như lãi suất cũng ảnh hưởng tới lạm phát, tuy nhiên, chỉ mang tính chất thích ứng, dầu thô thế giới không tác động nhiều do ảnh hưởng của chính sách trợ giá trong nước.

Theo nghiên cứu “Các nhân tố vĩ mô ảnh hưởng tới lạm phát tại Việt Nam” của hai tác giả Phạm Lê Thông và Phan Lê Trung năm 2014, phân tích tác động của các nhân tố vĩ mô đến lạm phát trong giai đoạn 1992-2012. Nghiên cứu sử dụng các biến như CPI, GDP, cung tiền, tín dụng, lãi suất, tỷ giá, giá dầu, giá gạo quốc tế cho thấy lạm phát ở Việt Nam chịu tác động nhiều của lạm phát kỳ vọng và tỷ giá hối đoái. Trong ngắn hạn, chính sách tiền tệ không phải là công cụ phản ứng nhanh và hiệu quả trong việc kiềm chế lạm phát ở Việt Nam.

2.2.2 Nghiên cứu quốc tế:

Nghiên cứu “The Identification of inflation rate determinants in the US using the stochastic search variable selection” của tác giả Mihaela Simionescu năm 2015 với số liệu từ tháng 1/2008 đến tháng 3/2015 và sử dụng phương pháp thống kê Bayesian trong giai đoạn khủng hoảng tại Mỹ. Nghiên cứu xác định mục tiêu là tỷ lệ lạm phát hàng tháng trong giai đoạn 2008-2015. Các biến dự kiến để giải thích cho mô hình gồm có: tỷ lệ thất nghiệp, tỷ giá hối đoái, giá dầu thô, tỷ giá đồng Đôla trong thương mại, thu nhập cá nhân thực tế, tỷ lệ lạm phát dự kiến, cung tiền M2. Nghiên cứu cho thấy, trong các nhân tố kể trên thì tỷ giá hối đoái ảnh hưởng mạnh nhất đến lạm phát và cung tiền M2 có ảnh hưởng thấp nhất. Theo các lý thuyết kinh tế thì kết quả này hoàn toàn phù hợp.

Nghiên cứu “Monetary factors and inflation in Japan” của Katrin Assenmacher-Wesche, Stefan Gerlach và Toshitaka Sekine năm 2007 sử dụng số liệu theo quý từ năm 1970 đến năm 2005 để nghiên cứu mối quan hệ giữa chính sách tiền tệ và tỷ lệ lạm phát tại Nhật Bản. Kết quả cho thấy, lạm phát ở Nhật Bản trong giai đoạn này chịu ảnh hưởng từ các nhân tố chính là cung tiền và sản lượng của nền kinh tế. Bằng việc sử dụng phương pháp phân tích nhân quả Gangeer cho thấy, việc tăng cung tiền tỷ lệ thuận với tỷ lệ lạm phát.

Tác giả Byung Yeon Kim với nghiên cứu “Determinants of inflation in Poland: A structural cointegration approach” năm 2001 đã phân tích các nhân tố gây lạm phát ở Ba Lan trong giai đoạn 1990-1999, tác giả đã tìm thấy ba nhân tố chính gây ra lạm phát ở Ba Lan. Đó là cung tiền, lao động và xuất nhập khẩu. Trong ba nguyên nhân chính gây lạm phát ở nước

này thì lao động và xuất nhập khẩu là những nguyên nhân chính tác động đến mức giá chung. Việc tăng lương là nguyên nhân chính gây ra sự tăng lên của mức giá trong khi đó, tỷ giá hối đoái đã góp phần kiềm chế lạm phát ở Ba Lan kể từ năm 1994.

Phân tích kinh tế về các nhân tố gây ra lạm phát ở Bangladesh trong nghiên cứu “An economic analysis of the determinants of inflation in Bangladesh” của các tác giả Tanji Hosain và Nazul Islam năm 2013 sử dụng phương pháp OLS với số liệu từ năm 1990 đến năm 2010, kết quả nghiên cứu cho thấy cung tiền có tác động tới tỷ lệ lạm phát, cụ thể khi cung tiền tăng lên cũng làm cho lạm phát tăng lên. Ngoài ra, nghiên cứu cũng cho thấy, thâm hụt ngân sách và tỷ giá hối đoái không ảnh hưởng nhiều tới tỷ lệ lạm phát ở nước này.

Nghiên cứu của Shooru B.P “Determinants of inflation in Nepal: An empirical assesment” sử dụng số liệu từ năm 1975-2011 với các biến được chọn là thâm hụt ngân sách, chỉ số giá hàng hoá tại Ấn Độ, cung tiền, tỷ giá hối đoái và GDP thực tế để tìm hiểu về nguyên nhân gây ra lạm phát ở Nepal. Trong dài hạn, tất cả các biến đều có tác động tới lạm phát ở Nepal. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, chỉ có cung tiền, giá cả hàng hoá của Ấn Độ và thâm hụt ngân sách có tác động tới lạm phát ở quốc gia này. Mức giá tại Nepal trở nên phụ thuộc vào hàng hoá của Ấn Độ kể từ sau các thay đổi chính sách kinh tế của nước này năm 1991 do việc cung cấp hàng hoá trong nước sụt giảm và việc nhập khẩu hàng hoá từ Ấn Độ trở nên phổ biến hơn.

Hai tác giả Kevin Greenidge và Dianna Dacosta với nghiên cứu “Determinants of inflation in selected Caribbean countries” năm 2009 nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng tới lạm phát ở bốn quốc gia Vùng Caribbean là Jamaica, Guyana, Barbados, Trinidad & Tobago giai đoạn 1970-2006. Kết quả cho thấy, ở mỗi quốc gia, sự thay đổi của giá dầu có tác động đến lạm phát trong cả ngắn hạn và dài hạn. Bên cạnh đó, lãi suất cũng có tác động đến lạm phát trong dài hạn và tác động này xảy ra ở cả bốn quốc gia nghiên cứu. Nghiên cứu cũng tìm thấy sự thay đổi trong tỷ giá hối đoái với chính sách tỷ giá thả nổi tại hai nước Guyana và Trinidad & Tobago làm tăng tỷ lệ lạm phát trong dài hạn.

Romer (1993) với nghiên cứu “Openness and Inflation: Theory and Evidence” đề xuất một giả thuyết về mối tương quan ngược chiều giữa lạm phát và độ mở thương mại và ông đã kiểm định thêm giả thuyết bằng sử dụng dữ liệu chéo của 114 nền kinh tế trong giai đoạn hậu Bretton Woods (từ năm 1973 đến đầu những năm 1990), và đi đến kết luận tồn tại liên kết nghịch giữa lạm phát và độ mở thương mại. Một số nghiên cứu khác đã kiểm định lập luận của Romer theo những cách khác nhau và đều có kết quả ủng hộ quan điểm về mối quan hệ ngược chiều giữa độ mở thương mại và lạm phát. Cụ thể, một số nghiên cứu thực nghiệm tiêu biểu của Lane (1997), Bleaney (1999), Ashra (2002), Sachida và các cộng sự (2003), Yanikkaya (2003), Gruben và Mcleod (2004), Kim và Beladi (2004), Daniels và cộng sự (2005), Razin và Loungani (2005), Bowdler và Malik (2006) Aron và Muellbauer (2007), Granato et al. (2007) Badinger (2007), Bowdler và Nunziata (2006) tất cả đều xác nhận lập luận của Romer.

Tóm lại, từ kết quả một số nghiên cứu trong và ngoài nước về các nhân tố tác động tới lạm phát cho thấy, về cơ bản, gồm có các nhân tố sau: thu nhập, cung tiền, lãi suất, tỷ giá hối

đoái, giá dầu, lạm phát kỳ vọng. Ngoài ra còn một số nhân tố khác như giá gạo, thâm hụt ngân sách, giá cả hàng hoá nước khác, độ mở thương mại cũng ảnh hưởng tới lạm phát trong nước.

3. Nghiên cứu thực nghiệm các nhân tố tác động tới lạm phát ở Việt Nam trong bối cảnh hội nhập quốc tế:

Từ kết quả phân tích trong phần 2.1, chúng ta thấy rằng, về cơ sở lý thuyết, mức giá chung của nền kinh tế tại thời điểm (t) phụ thuộc vào giá thế giới, tỷ giá, cung tiền, thu nhập thực, lãi suất tại thời điểm (t) và mức giá chung tại thời điểm (t-1). Với giá thế giới, cho đến nay, đa số các nghiên cứu đều chọn giá dầu thế giới (OIL) làm biến đại diện và cũng là một nhân tố khi xem xét đến những cú sốc từ phía cung gây ra lạm phát trong nước. Trong bối cảnh quá trình toàn cầu hóa đang diễn ra mạnh mẽ, nước ta hội nhập ngày càng sâu rộng với thế giới, nền kinh tế Việt Nam có mối liên hệ chặt chẽ với nền kinh tế thế giới, vì thế nguyên nhân gây lạm phát cũng đa dạng hơn. Nghiên cứu bổ sung thêm biến lãi suất của Mỹ (FEDR), sản lượng nền kinh tế Mỹ (USGDP) và độ mở thương mại (OPEN), được đo bằng tỷ trọng tổng kim ngạch xuất nhập khẩu/GDP vào trong mô hình nghiên cứu với mục đích trả lời câu hỏi môi trường bên ngoài tác động như thế nào đến lạm phát trong nước bên cạnh các kênh tỷ giá, giá dầu thế giới mà nhiều nghiên cứu trước đó đã tiến hành.

Bảng 1. Các biến được sử dụng trong mô hình theo cách tiếp cận ARDL

Các biến trong mô hình	Viết tắt	Thời gian (quý)	Nguồn
Khu vực quốc tế:			
Giá dầu thô (Brent)	OIL	1996Q1-2016Q1	IMF
Lãi suất điều hành của FED	FEDR	1996Q1-2016Q1	IMF
Sản lượng của Mỹ	USGDP	1996Q1-2016Q1	IMF
Khu vực trong nước:			
Thu nhập danh nghĩa	NGDP	1996Q1-2016Q1	GSO
Giá gạo	RICE	1996Q1-2016Q1	GSO
Chỉ số CPI trong nước	CPI	1996Q1-2016Q1	IFS-IMF
Tổng phương tiện thanh toán	M2	1996Q1-2016Q1	IFS-IMF
Tăng trưởng tín dụng	TD	1996Q1-2016Q1	SBV
Lãi suất cho vay VND	LSCV	1996Q1-2016Q1	IFS-IMF
Tỷ giá hối đoái danh nghĩa hữu dụng	NEER	1996Q1-2016Q1	Tác giả tính toán
Độ mở của nền kinh tế	OPEN	1996Q1-2016Q1	Tác giả tính toán

Lưu ý: NEER được tính toán dựa trên rổ tỷ giá của 48 nước có mối quan hệ thương mại lớn nhất của Việt Nam, số liệu được thu thập từ IFS. Độ mở nền kinh tế được tính bằng tổng giá trị XNK/GDP danh nghĩa.

Tóm lại, với những lập luận nêu trên, chúng tôi dự kiến mở rộng nghiên cứu các nhân tố quyết định lạm phát ở Việt Nam trong bối cảnh nước ta hội nhập kinh tế quốc tế sâu rộng với thế giới, số liệu sử dụng cho nghiên cứu tính từ thời điểm Việt Nam chính thức trở thành thành viên của ASEAN. Từ phương trình (6) trong mục 2.1, dự kiến mức giá chung của nền kinh tế phụ thuộc vào giá dầu thế giới, tỷ giá, cung tiền, tổng tín dụng cung ứng cho nền kinh tế, độ mở thương mại, thu nhập quốc dân danh nghĩa, lãi suất cho vay, lãi suất của Mỹ.

Bảng 2. Kiểm định tính dừng

Biến	Giá trị log của biến	Sai phân bậc 1	Kết luận
	Giá trị tính toán	Giá trị tính toán	
CPI	0.275687	-4.942112***	Dừng ở sai phân bậc 1
NGDP	0.523215	-3.711779***	Dừng ở sai phân bậc 1
USGDP	-2.668297*	-8.690362***	Dừng ở sai phân bậc 1
M2	-1.902057	-6.836619***	Dừng ở sai phân bậc 1
TD	-1.812245	-4.541384***	Dừng ở sai phân bậc 1
NEER	-1.286706	-12.8624***	Dừng ở sai phân bậc 1
OIL	-1.577803	-6.392115***	Dừng ở sai phân bậc 1
RICE	-1.562129	-8.069324***	Dừng ở sai phân bậc 1
OPEN	-2.853086	-4.588975***	Dừng ở sai phân bậc 1
LSCV	-3.443856***		Dừng ở sai phân bậc 0
FEDR	-1.742197	-4.664235***	Dừng ở sai phân bậc 1

***, **, * thể hiện các mức ý nghĩa 1%, 5%, 10%

Nhận thấy, các biến nói trên đều tích hợp ở sai phân bậc 1 I(1), riêng biến LSCV tích hợp ở I(0). Do đó, chúng đảm bảo yêu cầu để áp dụng mô hình hồi quy dạng ARDL (Autoregressive Distributed Lag). Mô hình ARDL có dạng như sau: u_t là các sai số, các tham số k, l là độ trễ tối ưu của mô hình.

$$\Delta Y_t = b + \sum_{i=1}^k c_i \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=1}^l d_i \Delta X_{t-i} + \pi_1 Y_{t-1} + \pi_2 X_{t-1} + u_t$$

Sau khi ước lượng phương trình dài hạn, nếu tồn tại quan hệ đồng tích hợp dài hạn thì chuyển sang ước lượng các hệ số ngắn hạn theo mô hình hiệu chỉnh sai số không giới hạn dạng ARDL-ECM có dạng như sau:

$$\Delta Y_t = \theta_0 + \theta_{ecm} ECM_{t-1} + \sum_{i=1}^k \theta_{1,i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=1}^l \theta_{2,i} \Delta X_{t-i} + v_t$$

Trong đó, ECM_{t-1} là số hạng hiệu chỉnh sai số ở độ trễ một thời đoạn có được từ ước lượng mối quan hệ cân bằng dài hạn, là hệ số phản ánh tổ độ điều chỉnh tới điểm cân bằng dài hạn. Một yếu tố quan trọng đảm bảo mô hình dạng ARDL-ECM có ý nghĩa thống kê là dấu của số hạng hiệu chỉnh sai số ở độ trễ ECM_{t-1} phải âm và có ý nghĩa thống kê.

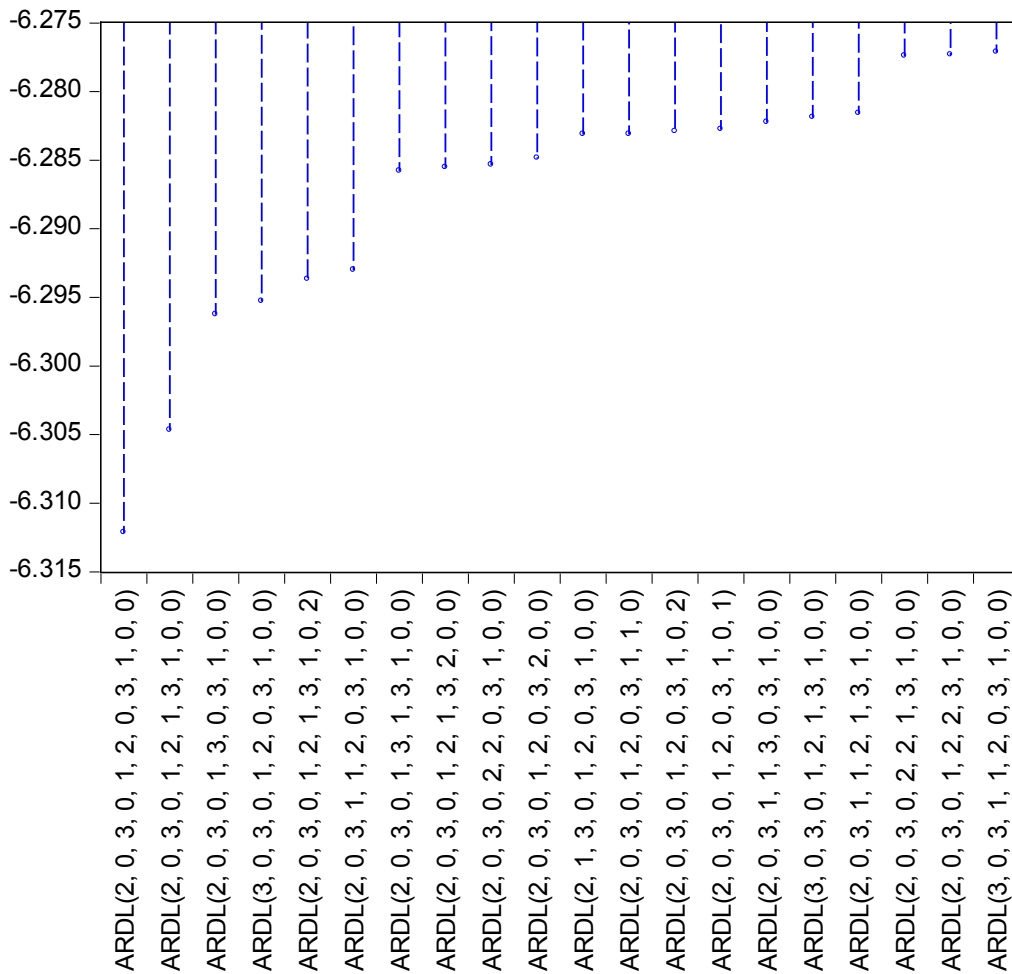
Kết quả ước lượng mô hình mô tả tương quan giữa biến phụ thuộc LCPI với các biến độc lập dưới dạng ARDL

Dependent Variable: LCPI
 Method: ARDL
 Date: 11/21/17 Time: 15:52
 Sample (adjusted): 1996Q4 2016Q1
 Included observations: 72 after adjustments
 Maximum dependent lags: 4 (Automatic selection)
 Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
 Dynamic regressors (3 lags, automatic): LOIL FEDR LUSGDP LNEER LM2
 LTD LNGDP LSCV LRICE LOPEN
 Fixed regressors: C
 Number of models evaluated: 4194304
 Selected Model: ARDL(2, 0, 3, 0, 1, 2, 0, 3, 1, 0, 0)
 Note: final equation sample is larger than selection sample

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
LCPI(-1)	0.923864	0.130425	7.083462	0.0000
LCPI(-2)	-0.349464	0.152822	-2.286738	0.0266
LOIL	-0.015649	0.020635	-0.758345	0.4519
FEDR	-0.008076	0.004736	-1.705142	0.0945
FEDR(-1)	-0.004366	0.008213	-0.531591	0.5974
FEDR(-2)	0.017755	0.008921	1.990305	0.0522
FEDR(-3)	-0.008893	0.006550	-1.357636	0.1808
LUSGDP	0.000236	0.003979	0.059371	0.9529
LNEER	0.002244	0.035410	0.063375	0.9497
LNEER(-1)	-0.067460	0.029147	-2.314441	0.0249
LM2	-0.025327	0.048288	-0.524513	0.6023
LM2(-1)	0.021407	0.060007	0.356745	0.7228
LM2(-2)	-0.066203	0.039426	-1.679188	0.0995
LTD	0.002745	0.016738	0.164000	0.8704
LNGDP	0.084825	0.027770	3.054614	0.0036
LNGDP(-1)	0.108790	0.027648	3.934876	0.0003
LNGDP(-2)	0.085131	0.028466	2.990652	0.0043
LNGDP(-3)	0.077003	0.029112	2.645053	0.0109
LSCV	0.005852	0.001593	3.672668	0.0006
LSCV(-1)	-0.002905	0.001551	-1.873491	0.0670
LRICE	0.028973	0.019834	1.460766	0.1505
LOPEN	0.000945	0.026436	0.035757	0.9716
C	-1.485083	0.390964	-3.798519	0.0004
R-squared	0.999678	Mean dependent var		4.290000
Adjusted R-squared	0.999534	S.D. dependent var		0.449379
S.E. of regression	0.009705	Akaike info criterion		-6.178312
Sum squared resid	0.004615	Schwarz criterion		-5.451044
Log likelihood	245.4192	Hannan-Quinn criter.		-5.888785
F-statistic	6917.216	Durbin-Watson stat		1.895760
Prob(F-statistic)	0.000000			

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.

Bảng 1: Mô tả độ tin cậy của mô hình theo tiêu chuẩn AIC
Akaike Information Criteria (top 20 models)



Kiểm định Bound Test để xác định sự tồn tại đồng liên kết dài hạn giữa các biến trong mô hình ARDL, kết quả như sau:

ARDL Bounds Test		
Date: 11/21/17 Time: 15:55		
Sample: 1996Q4 2016Q1		
Included observations: 72		
Null Hypothesis: No long-run relationships exist		
Test Statistic	Value	k
F-statistic	3.650199	10
Critical Value Bounds		
Significance	I0 Bound	I1 Bound
10%	1.83	2.94
5%	2.06	3.24
2.5%	2.28	3.5
1%	2.54	3.86

Kết quả cho thấy, $F\text{-statistic} = 3.650199 > \text{upper bound } (I(1)) = 3.24$ ở mức ý nghĩa 5%. Do đó, bác bỏ giả thiết H_0 (null hypothesis), tức là tồn tại quan hệ đồng tích hợp dài hạn giữa các biến trong mô hình ARDL(2, 0, 3, 0, 1, 2, 0, 3, 1, 0, 0).

Bảng 2: Kết quả mô tả mối quan hệ trong ngắn hạn giữa biến phụ thuộc D(LCPI) với các biến giải thích.

Cointegrating Form				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LCPI(-1))	0.349464	0.152822	2.286738	0.0266
D(LOIL)	-0.015649	0.020635	-0.758345	0.4519
D(FEDR)	-0.008076	0.004736	-1.705142	0.0945
D(FEDR(-1))	-0.017755	0.008921	-1.990305	0.0522
D(FEDR(-2))	0.008893	0.006550	1.357636	0.1808
D(LUSGDP)	0.000236	0.003979	0.059371	0.9529
D(LNEER)	0.002244	0.035410	0.063375	0.9497
D(LM2)	-0.025327	0.048288	-0.524513	0.6023
D(LM2(-1))	0.066203	0.039426	1.679188	0.0995
D(LTD)	0.002745	0.016738	0.164000	0.8704
D(LNGDP)	0.084825	0.027770	3.054614	0.0036
D(LNGDP(-1))	-0.085131	0.028466	-2.990652	0.0043
D(LNGDP(-2))	-0.077003	0.029112	-2.645053	0.0109
D(LSCV)	0.005852	0.001593	3.672668	0.0006
D(LRICE)	0.028973	0.019834	1.460766	0.1505
D(LOPEN)	0.000945	0.026436	0.035757	0.9716
CointEq(-1)	-0.425601	0.108197	-3.933583	0.0003

Nhận thấy, hệ số của biến CointEq(-1) (biến điều chỉnh trong mô hình mở rộng ARDL-ECM) là âm và có ý nghĩa thống kê. Hệ số của biến CointEq(-1) cho biết, tốc độ điều chỉnh về điểm cân bằng dài hạn của mô hình mở rộng ARDL-ECM đạt 42,56%.

Thảo luận kết quả

Với thời gian kể từ năm 1996 đến nay, tức là kể từ khi Việt Nam chính thức trở thành thành viên của ASEAN, đánh dấu thời điểm nước ta bắt đầu hội nhập với thế giới, kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng, giá dầu thô thế giới (OIL) không gây biến động có ý nghĩa thống kê đến lạm phát trong nước. Kết quả nghiên cứu tương đồng với nghiên cứu của Phạm Thế Anh (2010). Vì thực ra, ở nước ta trong một thời gian dài, Quỹ Bình ổn giá xăng dầu thực hiện theo quy định tại Nghị định 84/2009/NĐ-CP và Thông tư 234/2009/TT-BTC đã phát huy khá tốt trong việc bình ổn giá xăng dầu trong nước. Nghiên cứu không tìm thấy tác động có ý nghĩa thống kê của tỷ giá danh nghĩa hữu dụng, sản lượng nước ngoài (đại diện là sản lượng của Mỹ), tăng trưởng tín dụng, độ mở nền kinh tế và giá gạo (giá lương thực) đến lạm phát

trong nước. Bên cạnh đó, nghiên cứu tìm thấy sự tác động có ý nghĩa thống kê của lãi suất điều hành của FED, cung tiền, lãi suất cho vay đến lạm phát trong nước. Điều này đồng quan điểm với Phạm Thế Anh (2009), Phạm Thị Thu Trang (2009) về yếu tố tiền tệ gây lạm phát sau những khoảng trễ nhất định. Riêng với biến lãi suất điều hành của FED (FEDr), kết quả nghiên cứu tìm thấy sự tác động có ý nghĩa thống kê của biến này tới lạm phát trong nước. Hệ số hồi quy của biến này trong bảng kết quả là âm cho thấy, lãi suất của Mỹ tác động ngược chiều đến lạm phát ở Việt Nam. Tuy nhiên, mức độ tác động là rất nhỏ.

Việt Nam ngày càng hội nhập sâu rộng với thế giới, sau hơn ba mươi năm thực hiện chính sách chuyển đổi mở cửa nền kinh tế, nền kinh tế nước ta đạt được những thành tựu to lớn đã được quốc tế ghi nhận. Tốc độ tăng trưởng kinh tế luôn giữ được đà tăng trưởng, tốc độ tăng năm sau cao hơn năm trước. Từ một nước có thu nhập thấp khoảng 98 USD/người vào năm 1999, đã tăng lên 400 USD/người vào năm 2000 và năm 2010 là 1200 USD/người; năm 2015 GDP bình quân đầu người đạt khoảng 2.200 USD/người. Thu nhập của người dân tăng nhanh cũng khiến chi tiêu của họ tăng lên, chi tiêu tăng làm tăng chỉ số giá cả. Kết quả nghiên cứu cho thấy, mối tương quan của biến thu nhập danh nghĩa (NGDP) với lạm phát (CPI) là thuận chiều. Kết quả này phù hợp với các lý thuyết kinh tế học và tương đồng với nhiều kết luận trong những nghiên cứu trước đây về mối quan hệ giữa thu nhập và lạm phát Việt Nam. Đặc biệt, kết quả nghiên cứu cho thấy, lạm phát quý trước (D(LCPI(-1))) tác động mạnh mẽ nhất tới lạm phát kỳ hiện tại. Cụ thể, lạm phát quý trước thay đổi 1% sẽ làm lạm phát kỳ hiện tại tăng 0,35% ở mức ý nghĩa 1%. Kết quả này trùng khớp với kết quả nghiên cứu trước đây của Phạm Thế Anh (2009), Phạm Thị Thu Trang (2009), Nguyễn Thị Thu Hằng và Nguyễn Đức Thành (2010)... về ảnh hưởng của lạm phát quý trước đến lạm phát ở quý sau.

4. Một số khuyến nghị

Từ kết quả nghiên cứu cho thấy, lạm phát ở Việt Nam chịu tác động mạnh mẽ nhất của lạm phát quá khứ, hay công chúng có xu hướng lưu giữ ấn tượng về lạm phát trong quá khứ và có kỳ vọng về lạm phát trong tương lai và thường có kỳ vọng lạm phát còn cao hơn nữa. Do đó, mặc dù thời gian qua công tác điều hành chính sách tiền tệ của NHNN đạt được những thành công nhất định như ổn định được lạm phát, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế và làm hài hoà nhiều mục tiêu được Chính phủ và công chúng ghi nhận. Tuy nhiên, trong bối cảnh nước ta đang hội nhập sâu rộng với thế giới minh chứng là độ mở thương mại rất cao, lạm phát trong nước luôn rất nhạy cảm với những thay đổi của môi trường kinh tế chính trị thế giới, bài viết xin đưa ra một số khuyến nghị sau:

Một là, NHNN cần làm tốt hơn nữa công tác dự báo lạm phát nhằm đưa ra định hướng cơ sở cho chính sách tiền tệ và vận hành chính sách một cách minh bạch. Cần theo dõi sát diễn biến kinh tế vĩ mô để điều hành linh hoạt và đồng bộ các công cụ chính sách tiền tệ, với thời điểm, liều lượng hợp lý và phản ứng kịp thời với diễn biến trên thị trường thế giới và trong nước, nhằm điều tiết khan hiếm, các chỉ tiêu tiền tệ cần ở mức hợp lý để hỗ trợ kiểm soát lạm phát theo mục tiêu đề ra, góp phần ổn định các cân đối vĩ mô của nền kinh tế và đạt được mục tiêu chính sách tiền tệ.

Hai là, nên có sự phối hợp chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ trong việc xác định mục tiêu kinh tế vĩ mô ưu tiên trong từng thời kỳ và phải tuân thủ điều phối chung cho mục tiêu đó. Vì thực tiễn thời gian qua cho thấy, việc phối hợp chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ mới chỉ hướng đến việc giải quyết từng mục tiêu kinh tế vĩ mô ưu tiên trong từng thời điểm chứ chưa thực sự có sự phối hợp để giải quyết đồng bộ tất cả các mục tiêu vĩ mô. Chẳng hạn như, khi có nguy cơ lạm phát cao, việc tập trung vào các giải pháp chống lạm phát bằng chính sách tài khóa - chính sách tiền tệ thắt chặt đã khiến cho tốc độ tăng trưởng giảm. Trong quá trình phối hợp chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ, cần xem xét và tính đến sự phối hợp với các chính sách khác, đặc biệt là các biện pháp giám sát vĩ mô thận trọng. Đây là vấn đề đặc biệt quan trọng và được quan tâm nhiều trong bối cảnh Việt Nam tham gia ngày càng nhiều vào các khu vực thương mại, các hiệp định thương mại tự do nhằm hạn chế sự biến động của các dòng vốn vào – ra, đồng thời tạo sự ổn định tài chính trong nền kinh tế.

Ba là, chuẩn bị các điều kiện cần thiết để tiến tới thực hiện chính sách tiền tệ theo lạm phát mục tiêu. Một trong những điều kiện quan trọng để thực thi chính sách tiền tệ theo lạm phát mục tiêu là nâng cao tính độc lập của NHNN, tiến tới mô hình một NHTW hiện đại. Luật NHNN năm 2010 đánh dấu một bước phát triển mới trong việc hoàn thiện thể chế về tổ chức và hoạt động của NHNN theo cơ chế thị trường, tiếp cận gần hơn với các thông lệ và chuẩn mực quốc tế, đáp ứng yêu cầu thực hiện chức năng, nhiệm vụ của NHNN trong quá trình hội nhập kinh tế. Dù vậy, NHNN có mức độ độc lập còn khá thấp.

Bốn là, đảm bảo tốc độ tăng GDP hợp lý. Về lý thuyết, cần có sự đánh đổi giữa tăng trưởng và lạm phát, nhưng đối với Việt Nam, mục tiêu tăng trưởng kinh tế nên đặt ở vị trí ưu tiên. Do đó, chúng ta cần phải chấp nhận một mức lạm phát hợp lý, có thể kiểm soát để phục vụ cho tăng trưởng. Nói cách khác Việt Nam nên xác định một ngưỡng lạm phát phù hợp, hoặc lạm phát mục tiêu để làm cơ sở lập kế hoạch tăng trưởng kinh tế bền vững và ổn định.

Tài liệu tham khảo

- [1] Arif, K.M., 2012, “Determinants of Inflation in Bangladesh: Empirical Investigation”, truy cập tại: iiste.org/Journals/index.php/JEDS/article/viewFile/3466/3568
- [2] Kim, B.Y., 2001, “Determinants of Inflation in Poland: A Structural Cointegration Approach”, truy cập tại: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1015770
- [3] Một số tài liệu tham khảo khác
- [4] Nguyễn Thị Thu Hằng, Nguyễn Đức Thành, 2010. “Các nhân tố vĩ mô quyết định lạm phát ở Việt Nam giai đoạn 2000-2010: Các bằng chứng và thảo luận”, truy cập tại: vn.undp.org/content/vietnam/vi/home/library/poverty/macroeconomic-determinants-of-vietnams-inflation-2000-2010--evid.html.
- [5] Phạm Lê Thông và Phan Lê Trung, 2014, “Các nhân tố vĩ mô ảnh hưởng tới lạm phát Việt Nam”, Tạp chí Công nghệ Ngân hàng, 102, trang 17-24.
- [6] Phạm Thế Anh, 2009, “Xác định các nhân tố quyết định lạm phát ở Việt Nam”, truy cập tại địa chỉ: <http://tinkinhhte.jcapt.com/ty-le-lam-phat-o-viet-nam/ts-pham-the-anh-xac-dinh-cac-nhan-to-quyet-dinh-lam-phat-o-viet-nam.nd5-sjd.101071.94.1.html>.
- [7] Romer, D., 1993: “Openness and Inflation: Theory and Evidence”, truy cập tại địa chỉ: http://eml.berkeley.edu/~dromer/papers/DRomer_QJE1993.pdf

ẢNH HƯỞNG CỦA CÚ SỐC DẦU LÊN TỶ GIÁ HỐI ĐOẠI Ở CÁC QUỐC GIA ĐÔNG NAM Á – TIẾP CẬN THEO MÔ HÌNH CHUYỂN ĐỔI TRẠNG THÁI MARKOV-SWITCHING

ThS. Lê Thị Hồng Minh - ThS. Hoàng Thị Phương Anh

- Nguyễn Bích Ngọc

Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh

Tóm tắt

Mục tiêu của bài nghiên cứu này là xem xét ảnh hưởng của các cú sốc dầu tới tỷ giá hối đoái của 10 quốc gia Đông Nam Á trong giai đoạn từ năm 2005-2015. Kết quả nghiên cứu theo mô hình tuyến tính cho thấy chỉ có 5 trên 10 quốc gia tìm thấy tác động của cú sốc giá dầu lên tỷ giá, nhưng không tìm thấy bằng chứng của các cú sốc cung và cú sốc tổng cầu lên tỷ giá ở tất cả các quốc gia này. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu khi dùng mô hình chuyển đổi trạng thái Markov-switching cho thấy cú sốc cung có tác động cùng chiều ở những quốc gia xuất khẩu dầu (Indonesia và Việt Nam) và ngược chiều ở các quốc gia nhập khẩu dầu (Singapore, Thái Lan, Campuchia), trong khi các Cú sốc tổng cầu chỉ ảnh hưởng lên Indonesia, Brunei và Lào. Cú sốc giá dầu có tác động mạnh mẽ và bền bỉ lên tỷ giá hối đoái ở các quốc gia xuất khẩu dầu (ngoại trừ Việt Nam), còn đối với các quốc gia nhập khẩu dầu, kết quả nghiên cứu đã phát hiện được sự đổi chiều trạng thái ở Singapore và Philippines.

Từ khóa: cú sốc dầu; tỷ giá hối đoái; mô hình chuyển đổi trạng thái Markov-switching.

THE IMPACT OF OIL SHOCKS ON EXCHANGE RATES IN SOUTHEAST ASIAN COUNTRIES - A MARKOV-SWITCHING APPROACH

Le Thi Hong Minh MSc - Hoang Thi Phuong Anh MSc

- Nguyen Bich Ngoc

University of Economics Ho Chi Minh City

Abstract

The study aims to investigate the impact of oil shocks on real exchange rates for a sample of ten Southeast Asian countries from 2005 to 2015. The results of the linear model show that only five out of ten countries have found the impact of the oil price shock on real exchange rate, but there is no evidence that supply shocks and aggregate demand shocks affect exchange rates in all these countries. However, the results of the Markov-switching model show that the supply shocks have the same effect in the oil exporting countries

(Indonesia and Vietnam) and vice versa in the importing countries oil (Singapore, Thailand, Cambodia), while aggregate demand shocks only affect Indonesia, Brunei and Laos. Oil price shocks have a strong and persistent impact on exchange rates in oil exporting countries (except Vietnam), and importing countries (Singapore and the Philippines) have found that evidences support to the presence of regime switching.

Key words: *oil shocks; exchange rates; Markov-switching model.*

1. Giới thiệu

Lâu nay dầu mỏ vẫn luôn được coi là nguồn năng lượng cực kì quan trọng và cần thiết cho sự phát triển kinh tế toàn cầu. Nằm ở phía Đông Nam của châu Á bao gồm 11 quốc gia có nền kinh tế đang phát triển, từng bước hội nhập sâu rộng giao thương với thế giới và là một khu vực có tiềm năng biển vô cùng phong phú, trong đó trữ lượng và sản lượng khai thác dầu thô được đánh giá thuộc vào loại lớn trên thế giới. Tuy nhiên, các quốc gia này chủ yếu là xuất khẩu dầu thô nhưng lại phải nhập về phần lớn các chế phẩm từ dầu cho hoạt động đời sống, sản xuất kinh doanh. Trong quá trình đó, để có thể đẩy mạnh được xuất khẩu nhưng vẫn cải thiện được cán cân thương mại thì một yếu tố quan trọng cần phải xem xét đó chính là tỷ giá hối đoái. Đã có không ít các nghiên cứu trước đây tìm hiểu mối liên hệ giữa giá dầu và tỷ giá hối đoái của các quốc gia xuất khẩu và nhập khẩu dầu, một biến động trong giá dầu thế giới có thể tác động tới tỷ giá thông qua các kênh truyền dẫn khác nhau, do đó ảnh hưởng trực tiếp tới sự phát triển kinh tế của những quốc gia này. Tuy nhiên, các nghiên cứu này đa phần thực hiện ở các quốc gia xuất khẩu và nhập khẩu dầu mỏ lớn trên thế giới như Mỹ, Canada, Trung Quốc... và chỉ xác định ảnh hưởng của cú sốc giá dầu lên tỷ giá hối đoái theo một trạng thái duy nhất. Tức là, họ sử dụng mô hình hồi quy tuyến tính và chỉ nhận diện được những ảnh hưởng hạn chế của cú sốc giá dầu lên tỷ giá hối đoái, trong khi mối quan hệ giữa hai biến này là qua lại và có thể thay đổi ở bất kì giai đoạn nào. Vì vậy những mô hình tuyến tính như vậy có thể chưa phản ánh hết cái chúng ta cần nghiên cứu. Beckmann và Czudaj (2013) đã áp dụng mô hình chuyển đổi trạng thái Markov-switching để nghiên cứu mối quan hệ giữa giá dầu và tỷ giá hối đoái theo các trạng thái khác nhau. Tuy nhiên, họ không mô hình hóa thị trường dầu mỏ như Kilian (2009) và do đó không tách ra được nguồn gốc của các cú sốc giá dầu (cú sốc cung và cú sốc cầu). Vì vậy, trong bài nghiên cứu này, chúng tôi sẽ xem xét ảnh hưởng của biến động giá dầu lên nền kinh tế bằng cách phân tách biến động giá dầu dựa trên nguồn gốc ba cú sốc chính, đó là cú sốc cung dầu, cú sốc tổng cầu và cú sốc cầu riêng biệt. Sau đó, chúng tôi sẽ đánh giá phản ứng của tỷ giá hối đoái của các quốc gia nhập khẩu và xuất khẩu dầu dưới tác động của các cú sốc cung và cú sốc cầu theo mô hình hồi quy tuyến tính OLS và mô hình chuyển đổi trạng thái Markov-switching. Việc sử dụng mô hình Markov-switching này giúp nhận diện được những ảnh hưởng phi tuyến tính của ba cú sốc dầu lên tỷ giá có thể bị bỏ qua nếu chỉ sử dụng mô hình hồi quy tuyến tính.

2. Tổng quan các nghiên cứu trước đây

2.1. Các kênh truyền dẫn của cú sốc giá dầu đến tỷ giá hối đoái

Từ quan điểm lý thuyết, một cú sốc giá dầu có thể được truyền đến tỷ giá hối đoái của một quốc gia thông qua hai kênh riêng biệt: các điều kiện mậu dịch và kênh hiệu ứng tài sản, nhiều nghiên cứu đã nghiên cứu mối liên hệ giữa tỷ giá và giá dầu thông qua hai kênh này. Các kênh điều kiện mậu dịch ảnh hưởng lên cả những nước nhập khẩu và xuất khẩu dầu theo những cách khác nhau (theo Cordon và Neary, 1982; Amano và Van Norden, 1998a, 1998b; Backus và Crucini, 2000; Chen và Rogoff, 2003; Cashin và các cộng sự, 2004). Điều kiện mậu dịch là tỷ số giữa chỉ số giá hàng xuất khẩu với chỉ số giá hàng nhập khẩu. Các điều kiện mậu dịch có liên quan đến tài khoản vãng lai và cán cân thanh toán. Khi giá hàng xuất khẩu tăng nhanh hơn so với giá hàng nhập khẩu (trường hợp cả hai mặt hàng đều tăng), hoặc có thể trong trường hợp giá giảm nhưng giá hàng xuất khẩu giảm ít hơn so với giá hàng nhập khẩu thì lúc này điều kiện mậu dịch của quốc gia đang thuận lợi, dẫn đến doanh thu từ xuất khẩu tăng, từ đó tăng cầu đối với đồng tiền quốc gia này, đồng tiền quốc gia đó được đánh giá cao. Nếu giá hàng xuất khẩu tăng thêm một tỷ lệ nhỏ hơn so với giá hàng nhập khẩu, giá trị của tiền tệ sẽ giảm trong mối quan hệ với các đối tác kinh doanh của mình. Đối với các nước nhập khẩu dầu, tăng giá dầu thường dẫn đến một sự suy thoái của cán cân thương mại và sau đó là sự mất giá của đồng nội tệ (Fratzscher và cộng sự, 2014). Trong khi đó, đối với các nước xuất khẩu dầu, một cú sốc điều kiện mậu dịch dương cuối cùng có thể dẫn đến căn bệnh Hà Lan¹ bằng cách đẩy giá của các hàng hóa phi mậu dịch và đánh giá cao tỷ giá hối đoái thực tế (Buetzer và cộng sự, 2012).

Vai trò của các cú sốc dầu trong việc thay đổi điều kiện mậu dịch cũng như ảnh hưởng lên tỷ giá hối đoái rất được quan tâm. Một số nghiên cứu cho rằng có sự tồn tại của một mối quan hệ giữa giá dầu và tỷ giá ở cả nước nhập khẩu dầu và các nước xuất khẩu dầu mỏ. Từ quan điểm lý thuyết, Krugman (1983) và Golub (1983) đã phát triển các mô hình trong đó dịch chuyển của giá dầu tạo ra hiệu ứng chuyển giao tài sản và tái phân bổ danh mục đầu tư, dẫn tới việc điều chỉnh tỷ giá hối đoái để cân bằng các thị trường tài sản. Theo quan điểm này, việc tăng giá dầu có liên quan đến chuyển giao tài sản từ nước nhập khẩu dầu tới nước xuất khẩu dầu, dẫn đến sự đánh giá thấp (đánh giá cao) tỷ giá hối đoái của nước nhập khẩu (nước xuất khẩu) thông qua sự mất cân bằng tài khoản vãng lai và tái phân bổ danh mục đầu tư (theo Rasmussen và Roitman, 2011; Buetzer và các cộng sự, 2012; Fratzscher và các cộng sự, 2014). Điều này có nghĩa là khi giá dầu tăng, tỷ giá hối đoái của các nước xuất khẩu dầu được đánh giá cao và tỷ giá hối đoái của các nước nhập khẩu dầu sẽ bị đánh giá thấp. Tuy nhiên, nếu nước nhập khẩu dầu chiếm một thị phần nhỏ của thị trường xuất khẩu dầu nhưng một phần lớn hơn trong các nước nhập khẩu dầu, điều này dẫn đến việc chuyển giao tài sản từ

¹Thuật ngữ Căn bệnh Hà Lan (Dutch disease) được The Economist đặt ra vào năm 1977 để miêu tả sự suy giảm của khu vực chế tạo của Hà Lan khi nước này đẩy mạnh xuất khẩu khí thiên nhiên. Căn bệnh Hà Lan là tên gọi một loại nguy cơ kinh tế dẫn tới làm suy giảm ngành công nghiệp chế tạo - một hiện tượng giảm công nghiệp hóa. Thuật ngữ Căn bệnh Hà Lan đôi khi được dùng để chỉ nguy cơ xảy ra khi sự phụ thuộc vào nguồn lực bên ngoài dẫn tới sự suy giảm của nguồn lực trong nước.

các nước nhập khẩu dầu sang nước xuất khẩu dầu sẽ cải thiện cán cân thương mại của nước nhập khẩu dầu, nghĩa là về lâu dài có một ảnh hưởng tích cực lên tỷ giá hối đoái đối với các nước nhập khẩu dầu (Corden, 1984; De Grauwe, 1996).

2.2. Tổng quan các nghiên cứu trước đây

Cheng (2008) ước tính mô hình ECM giữa giá hàng hóa, đồng đô la Mỹ, sản lượng công nghiệp thế giới, tỷ lệ quỹ liên bang, và hàng tồn kho hàng hóa. Ông nhận thấy rằng giá dầu tăng cao có liên quan với một đồng đô la Mỹ mất giá và ảnh hưởng mạnh nhất trong một khoảng thời gian vài năm.

Akram (2009) ước tính một mô hình SVAR trên dữ liệu quý của sản lượng công nghiệp của Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD), lãi suất thực ngắn hạn của Mỹ, khối lượng giao dịch của tỷ giá hối đoái thực đồng đô la và giá hàng hóa (trong đó có dầu). Ông thấy rằng đồng đô la mất giá có liên quan tới một sự tăng giá cả hàng hóa.

Coudert và cộng sự (2011) tìm thấy một sự biến thiên dài hạn giữa giá hàng hóa và tỷ giá hối đoái là 0,5 cho các nước xuất khẩu hàng hóa và độ biến thiên 0,3 cho các nước xuất khẩu dầu mỏ. Với sự không chắc chắn về hướng đi của quan hệ nhân quả giữa giá dầu và giá tài sản (bao gồm cả tỷ giá hối đoái).

Fratzscher và các cộng sự (2014) sử dụng mô hình SVAR, nghiên cứu tìm thấy mối quan hệ nhân quả giữa tỷ giá và giá dầu theo cả hai hướng: giá dầu tăng 10% dẫn đến tỷ giá thực hiệu lực của đồng đô la Mỹ giảm 0,28%; trong khi đó, đồng đô la Mỹ giảm 1% khiến giá dầu tăng 0,73%. Điều thú vị là, phân rã phương sai của họ cho thấy rằng một phần tương quan âm của tỷ giá hối đoái với giá dầu được giải thích bởi những cú sốc nguy cơ (ví dụ cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008- 2009 và quá trình tài chính hóa của thị trường dầu mỏ). Các kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Grisse (2010) và Beckmann và Czudaj (2013), cũng thấy rằng các quan hệ nhân quả có theo cả hai hướng.

Ngược lại với những nghiên cứu trên, Buetzer và các cộng sự (2012) sử dụng dữ liệu của 44 quốc gia tiên tiến và mới nổi, và đánh giá tác động của cú sốc giá dầu lên tỷ giá hối đoái theo hai bước. Đầu tiên, họ có được những cú sốc dầu khác nhau xác định theo Kilian (2009), sau đó phân tích tác động lên tỷ giá hối đoái danh nghĩa và thực tế, cũng như tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu. Trái với dự đoán của lý thuyết này, họ không tìm thấy bằng chứng đánh giá mối liên hệ giữa đồng tiền nước xuất khẩu và nước nhập khẩu dầu theo sau một cú sốc giá dầu, cụ thể là việc tăng giá dầu thực tế. Tuy nhiên, họ ghi nhận rằng một cú sốc cầu dầu gây sức ép tăng giá đáng kể lên tiền tệ của các nước xuất khẩu dầu và nước đó có xu hướng chống lại bằng cách tích lũy dự trữ ngoại hối. Bashir và các cộng sự (2012) mở rộng nghiên cứu của Kilian (2009) trên thị trường dầu thô với các biến số kinh tế vĩ mô quan trọng khác và sử dụng thiết lập hạn chế ít hơn để phân tích các cú sốc giá dầu trong bối cảnh các thị trường mới nổi. Gần đây, Atems và các cộng sự (2015) áp dụng phương pháp Kilian (2009) để xem xét tác động của các cú sốc dầu lên tỷ giá hối đoái của sáu quốc gia phát triển. Mô hình tuyến tính của họ cho thấy sau một cú sốc nhu cầu dầu, tỷ giá hối đoái giảm và phản ứng giống hệt nhau ở các quốc gia xuất khẩu và nhập khẩu dầu.

Ngoài ra, tương đối ít các nghiên cứu xem xét các câu hỏi về cách thức tác động của các cú sốc giá dầu khác nhau giữa các nước xuất khẩu dầu và các nước nhập khẩu dầu. Đối với các nước xuất khẩu dầu mỏ, Beckmann và Czudaj (2013) nhận định có một mối quan hệ nhân quả từ tỷ giá đến giá dầu cho Brazil, Canada và Nga, trong khi đối với Mexico và Na Uy tăng giá dầu có liên quan đến sự mất giá so với đồng đô la. Ngược lại, kết quả của họ không cung cấp một mô hình rõ ràng về quan hệ nhân quả cho các nước nhập khẩu dầu.

Nghiên cứu của Narayan (2013) cho 14 quốc gia Châu Á, trong đó có 7 quốc gia Đông Nam Á là Việt Nam, Campuchia, Indonesia, Myanmar, Malaysia, Singapore, Philippines, và Thái Lan rằng liệu giá dầu có thể dự đoán biến động tỷ giá của các quốc gia này bằng một mô hình GLS mới dựa trên mô hình hồi quy dự đoán chuỗi thời gian. Giá dầu được tìm thấy là một yếu tố dự báo quan trọng cho tỷ giá hối đoái cho bốn quốc gia Bangladesh, Campuchia, Hồng Kông và Việt Nam. Phát hiện chính cho thấy giá dầu tăng cao dự đoán sẽ dẫn đến tỷ giá thực tế cao hơn hay sự mất giá của đồng tiền Việt Nam trong tương lai. Ba quốc gia còn lại (Bangladesh, Campuchia, Hồng Kông) thì cho ra kết quả ngược lại. Cụ thể giá dầu tăng cao dẫn đến việc đánh giá cao đồng tiền Campuchia, Hồng Kông và Bangladesh trong tương lai. Việc dự đoán ảnh hưởng của giá dầu lên biến động tỷ giá ở các quốc gia khác trong mẫu như Thái Lan, Malaysia thì không có bằng chứng rõ ràng và còn rất hạn chế.

Theo Huang và Feng (2005) nghiên cứu ảnh hưởng của ba cú sốc dầu lên nền kinh tế Trung Quốc bằng việc sử dụng mô hình VAR bốn cấu trúc cho thấy: Đầu tiên, kết quả thực nghiệm cho thấy với việc tăng nhu cầu của Trung Quốc đối với dầu nhập khẩu, các cú sốc giá dầu thực tế dẫn đến một sự đánh giá thấp tỷ giá thực trong thời gian dài. Nguyên nhân là do sự phụ thuộc ít hơn của Trung Quốc vào dầu mỏ nhập khẩu so với các đối tác thương mại của nó. Thứ hai, các mô hình phản ứng của tỷ giá hối đoái thực với các cú sốc về cơ cấu xảy ra phù hợp với các dự đoán lý thuyết. Đó là, những cú sốc cung tăng gây ra sự suy yếu trong khi cú sốc cầu tăng dẫn đến sự đánh giá cao tỷ giá thực của Trung Quốc. Thứ ba, phân tích phương sai cho thấy các cú sốc cầu thực sự có ảnh hưởng quan trọng nhất và mạnh mẽ trên các biến thể của tỷ giá thực. Những thay đổi về phía cung phát sinh từ sự tăng trưởng năng suất ổn định thông qua các tiến bộ công nghệ và chuyển dịch cơ cấu liên tục của các doanh nghiệp nhà nước, các cú sốc cung được tìm thấy để thể hiện một tác động rõ rệt hơn ở Trung Quốc, so với trường hợp của các nước đang phát triển trong các nghiên cứu khác.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô tả dữ liệu

Dữ liệu nghiên cứu lấy theo tháng thực hiện trên 10 quốc gia Đông Nam Á trong giai đoạn từ năm 2005-2015. Bao gồm: Việt Nam, Indonesia, Lào, Campuchia, Thái Lan, Singapore, Philippines, Brunei, Malaysia và Myanmar. Dựa trên kim ngạch xuất nhập khẩu dầu thô, chúng tôi phân Brunei, Malaysia, Việt Nam, Indonesia là những quốc gia xuất khẩu dầu và Singapore, Lào, Campuchia, Philippines, Thái Lan, Myanmar là quốc gia nhập khẩu dầu thô. Việc phân chia này nhằm đảm bảo một kết quả chính xác và phân loại rõ ràng cho biến động mỗi đồng tiền của mỗi quốc gia.

Các dữ liệu đầu tiên cần tìm để xác định ba cú sốc dầu bao gồm: cung dầu, giá dầu theo dầu Brent và hoạt động kinh tế thực toàn cầu. Tổng cung dầu (nghìn thùng mỗi ngày) và giá dầu (USD/thùng) được lấy từ trang web của US Energy Information Administration (<http://www.eia.gov/totalenergy/data/monthly/index.cfm>). Sản lượng sản xuất dầu có dữ liệu từ tháng 1/2005 tới tháng 9/2015. Giá dầu Brent dữ liệu từ 1/2005 tới tháng 10/2015. Biến chỉ số hoạt động nền kinh tế toàn cầu, thể hiện cho tổng cầu thế giới được lấy từ trang web của Lutz Kilian (<http://www-personal.umich.edu/~lkilian/paperlinks.html>) từ tháng 1/2005 tới tháng 12/2015. Biến tỷ giá hối đoái danh nghĩa, chỉ số CPI (để tính tỷ giá hối đoái thực) của 10 quốc gia Đông Nam Á và Mỹ được lấy từ dữ liệu của IMF (<http://data.imf.org>).

3.2. Mô hình nghiên cứu

Trong bài nghiên cứu này, chúng tôi đánh giá phản ứng của tỷ giá hối đoái của các quốc gia nhập khẩu và xuất khẩu dưới tác động của các cú sốc cung và cú sốc cầu, thông qua mô hình hồi quy tuyến tính như sau:

$$\Delta f x_{i,t} = \beta_{0,i} + \beta_{1,i} \varepsilon_{i,t}^s + \beta_{2,i} \varepsilon_{i,t}^d + \beta_{3,i} \varepsilon_{i,t}^p + \beta_{4,i} \Delta f x_{i,t-1} + u_{i,t} \quad (4)$$

+ $\Delta f x_{i,t}$ là sự khác biệt đầu tiên của logarit của tỷ giá hối đoái thực quốc gia i

+ ε^s cú sốc cung

+ ε^d cú sốc tổng cầu

+ ε^p cú sốc cầu

Để giải thích cho các mối quan hệ phi tuyến tính có thể có giữa tỷ giá hối đoái thực và những cú sốc dầu, một mô hình Markov-Switching cho phương trình (4) quy định như sau:

$$\Delta f x_{i,t} = \beta_{0,i,s_t} + \beta_{1,i,s_t} \varepsilon_{i,t}^s + \beta_{2,i,s_t} \varepsilon_{i,t}^d + \beta_{3,i,s_t} \varepsilon_{i,t}^p + \beta_{4,i,s_t} \Delta f x_{i,t-1} + u_{i,t} \quad (5)$$

Mô hình Markov switching của Hamilton (1989) còn được gọi là mô hình chuyển đổi trạng thái, là một trong những mô hình chuỗi thời gian phi tuyến phổ biến nhất. Mô hình này bao gồm nhiều phương trình có thể mô tả các hành vi chuỗi thời gian trong các trạng thái khác nhau. Mô hình cho phép quan hệ nhân quả của biến động thời gian trên khắp các trạng thái thay vì mô hình tuyến tính với các thông số liên tục và không thể thay đổi trạng thái. Mô hình Markov-switching có lợi thế là nó sử dụng các thông tin ước tính về xác suất thay đổi trạng thái khác nhau trong cùng một trạng thái, thay vì một mô hình tuyến tính phải ước tính cho một trạng thái hoàn toàn riêng biệt.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Xác định tính dừng

Bước đầu tiên, chúng tôi xác định tính dừng cho tất cả các biến dầu cũng như biến biến động tỷ giá hối đoái của các quốc gia với kiểm định nghiệm đơn vị (Unit Root Tests) bằng phương pháp Dickey và Fuller mở rộng (ADF). Kết quả được trình bày trong bảng 1 cho thấy đối với ba biến dầu, với giá trị $p = 0.0286 < 0.05$, Price dừng ở bậc gốc. Hai biến còn lại là Supply và Demand đều không dừng ở bậc gốc nhưng lại dừng ở sai phân bậc 1.

Bảng 1: Kiểm định tính dừng của các cú sốc đầu

	Chuỗi gốc		Sai phân bậc 1	
	p-value	t-statistic	p-value	t-statistic
Price	0.0286	-3.1050		
Demand	0.1884	-2.2547	0.0000	-8.5558
Supply	0.9079	-0.3808	0.0000	-12.1594

Nguồn: tác giả tự tính toán

Bằng phương pháp tương tự, kết quả kiểm định tính dừng với biến động tỷ giá hối đoái ở 10 quốc gia Đông Nam Á cho thấy, các biến này đều dừng ở bậc gốc.

Bảng 2: Kiểm định tính dừng biến biến động tỷ giá của các quốc gia Đông Nam Á

	Việt Nam	Malaysia	Philippine	Singapore	Brunei	Lào	Myanma	Thái Lan	Indonexia
p-value	0.0000	0.0092	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
t-statistic	-8.0303	-3.5112	-7.8512	-8.7652	-8.6779	-6.9844	-10.9753	-7.5964	-6.8679

Nguồn: tác giả tự tính toán

4.2. Xác định độ trễ tối ưu

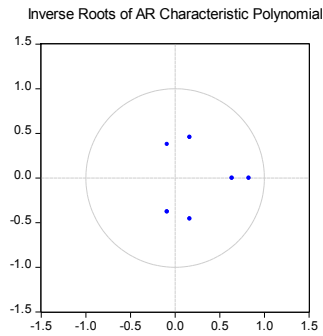
Để xác định độ trễ tối ưu, chúng tôi chạy Vector Autoregression Estimates với độ trễ tạm lag 2, sau đó chạy VAR Lag Order Selection Criteria. Kết quả tìm được trong bảng 3 cho thấy lag2 là độ trễ tối ưu vì lag 2 phù hợp với mọi tiêu chí LR, FPE, AIC, SC, HQ.

Bảng 3: Xác định độ trễ tối ưu

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-49.15065	NA	0.000479	0.869177	0.938865	0.897478
1	114.0744	315.5684	3.66e-05	-1.701240	-1.422491	-1.588039
2	146.0219	60.16784*	2.50e-05*	-2.083699*	-1.595888*	-1.885596*
3	148.0124	3.649187	2.81e-05	-1.966873	-1.270000	-1.683870
4	155.0068	12.47337	2.91e-05	-1.933447	-1.027512	-1.565542
5	157.3510	4.063339	3.26e-05	-1.822517	-0.707521	-1.369712
6	165.7834	14.19439	3.30e-05	-1.813056	-0.488997	-1.275350
7	170.1102	7.067205	3.58e-05	-1.735170	-0.202050	-1.112563
8	176.8360	10.64910	3.75e-05	-1.697266	0.044916	-0.989758

Nguồn: tác giả tự tính toán

Để kiểm tra tính chính xác và tin cậy của độ trễ tối ưu, chúng tôi dùng thêm kiểm định vòng tròn đơn vị. Kết quả cho thấy, độ trễ lag 2 là phù hợp vì các điểm đều nằm trong vòng tròn đơn vị.



4.3. Xác định ba cú sốc dầu mỏ bằng mô hình SVAR

Ma trận A, B của SVAR được xây dựng như sau:

A =

1	0	0
C(1)	1	0
C(2)	C(3)	1

B =

C(4)	0	0
0	C(5)	0
0	0	C(6)

	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C(1)	204.0332	149.3965	1.365716	0.1720
C(2)	1.368145	1.043866	1.310652	0.1900
C(3)	-0.000678	0.000618	-1.097545	0.2724
C(4)	0.006212	0.000391	15.87451	0.0000
C(5)	10.41738	0.656233	15.87451	0.0000
C(6)	0.072256	0.004552	15.87451	0.0000

Log likelihood 139.6737

Estimated A matrix:

1.000000	0.000000	0.000000
204.0332	1.000000	0.000000
1.368145	-0.000678	1.000000

Estimated B matrix:

0.006212	0.000000	0.000000
0.000000	10.41738	0.000000
0.000000	0.000000	0.072256

Nguồn: tác giả tự tính toán

Sau khi có ma trận SVAR, tôi xác định ba cú sốc dầu bằng cách lấy phần dư (Cú sốc cung (Supplyshock) được xác định bởi biến Supply, cú sốc tổng cầu (Demandshock) được xác định bởi biến Demand, cú sốc giá dầu hay cú sốc cầu cụ thể (Priceshock) được xác định bởi biến Price. Sau khi xác định được những cú sốc này, tôi đồng thời kiểm tra tính dừng của chúng để có thể tiến hành hồi quy. Kết quả cho thấy, ba biến cú sốc dầu đều dừng ở bậc gốc, với $p = 0.0000$.

4.4. Kết quả hồi quy tuyến tính

Chúng tôi xem xét ảnh hưởng của các cú sốc giá dầu lên tỷ giá hối đoái dựa vào mô hình hồi quy tuyến tính OLS. Mô hình này ước tính biến động tỷ giá hối đoái được hồi quy trên ba cú sốc giá dầu (Supplyshock, Demandshock, Priceshock). Đồng thời, một biến độ trễ 2 của tỷ giá hối đoái các quốc gia (kí hiệu LR) cũng được thêm vào như một biến giải thích. Kết quả nghiên cứu được trình bày trong bảng 4.

Bảng 4: Kết quả hồi quy tuyến tính

Quốc gia	LR	Supplyshock	Priceshock	Demandshock
Việt Nam	0.059916 (0.5331)	-5.63547 (0.7247)	0.686667 (0.6000)	0.006997 (0.4451)
Indonexia	-0.034045 (0.7018)	31.84063 (0.6468)	-19.75658*** (0.0011)	0.03343 (0.4214)
Malaysia	0.78907*** (0.000)	-24.02548 (0.5621)	-8.282366** (0.0200)	0.037988 (0.1223)
Brunei	0.0056 (0.9519)	-28.10039 (0.1600)	-3.487744** (0.0457)	0.010808 (0.3687)
Singapore	-0.025985 (0.777)	-30.0501 (0.1993)	-2.53261 (0.2016)	0.016764 (0.229)
Thái Lan	0.105063 (0.2458)	-27.23406 (0.1912)	-5.44349*** (0.0025)	0.003828 (0.7552)
Philippine	-0.019165 (0.8375)	1.621845 (0.9441)	-1.883475 (0.346)	-0.009031 (0.5091)
Campuchia	0.144788 (0.1036)	-21.04878 (0.2007)	-3.519725** (0.0122)	0.00732 (0.4459)
Lào	0.208811** (0.0273)	9.832188 (0.4603)	-0.161223 (0.8923)	0.005288 (0.507)
Myanma	-0.007156 (0.9389)	311.5407 (0.6586)	-52.63875 (0.391)	0.139898 0.7408

*Các kí hiệu ***, **, * tương ứng với giá trị p-value 1 %, 5% và 10%.*

Kết quả nghiên cứu trong bảng 4 cho chúng ta thấy rằng, trong ba cú sốc dầu, cú sốc cung và cú sốc tổng cầu, tất cả các giá trị p-value đều lớn hơn 0.05, tức là không có ảnh hưởng của 2 cú sốc này lên tỷ giá hối đoái ở bất kì quốc gia nào. Duy nhất chỉ có cú sốc giá dầu (cú sốc cầu cụ thể) tác động lên tỷ giá hối đoái thực có ý nghĩa thống kê ở các quốc gia Brunei, Malaysia, Indonesia, Campuchia và Thái Lan. Tuy nhiên, một điểm đặc biệt là cú sốc giá dầu đều có mối tương quan âm với tỷ giá hối đoái thực ở tất cả các quốc gia, không kể là quốc gia nhập khẩu dầu (Campuchia, Thái Lan) hay xuất khẩu dầu (Brunei, Malaysia, Indonesia). Những kết quả này thì giống với các ước tính trong nghiên cứu của Adams và các cộng sự (2015), đã tìm thấy rằng những phản ứng của tỷ giá hối đoái thực với các cú sốc giá dầu là giống hệt nhau cho cả nước xuất khẩu và nước nhập khẩu dầu.

Như vậy, với một mô hình tuyến tính kết quả cho thấy cú sốc cung và cú sốc cầu không có tác động lên tỷ giá hối đoái, cú sốc giá dầu có mối quan hệ ngược chiều với tỷ giá

trong 5 quốc gia. Điều này cũng có thể là đúng trong thực tế, hoặc do mối quan hệ giữa tỷ giá hối đoái và các cú sốc dầu là phi tuyến nên không bị phát hiện bởi một khung hồi quy tuyến tính. Có khả năng những ước lượng tuyến tính có thể đã bỏ sót mối quan hệ phi tuyến cũng như không phản ánh đầy đủ kết quả có thể có giữa các biến. Do vậy, chúng ta sẽ xem xét kết quả bằng việc sử dụng một mô hình phi tuyến khác, đó là mô hình Markov-switching.

4.5. Kết quả mô hình Markov-switching

Bảng 5: Kết quả mô hình Markov-switching

Quốc gia	Trạng thái	LR	Supplyshock	Priceshock	Demandshock
Việt Nam	Regime 1	-0.062462 (0.4858)	-16.5492 (0.2475)	0.717856 (0.5382)	0.003933 (0.6103)
	Regime 2	0.62029** (0.0179)	102.9491** (0.0368)	4.325632 (0.4463)	0.006932 (0.8733)
Indonexia	Regime 1	-0.07832* (0.0838)	30.48757 (0.3814)	-1.5639 (0.6157)	-0.00412 (0.8452)
	Regime 2	0.000*** (0.000)	644.9465*** (0.0006)	-130.3374*** (0.0000)	-2.426928*** (0.0000)
Malaysia	Regime 1	0.04617 (0.634)	-26.47214 (0.4373)	-5.315928* (0.0677)	0.028168 (0.1292)
	Regime 2	0.280002** (0.0244)	26.34872 (0.6514)	-14.39756** (0.0266)	-0.025896 (0.6804)
Brunei	Regime 1	-0.059577 (0.5606)	2.971984 (0.8897)	2.082535 (0.2656)	0.034032** (0.0116)
	Regime 2	-0.134476 (0.6036)	-139.6775** (0.0108)	-17.29192*** (0.0007)	-0.03456 (0.2674)
Singapore	Regime 1	-0.008917 (0.9147)	-41.03659** (0.0462)	-6.979348** (0.0109)	0.021533 (0.1054)
	Regime 2	0.408265 (0.6997)	420.5095 (0.2959)	35.35748*** (0.0002)	0.361051 (0.1719)
Thái Lan	Regime 1	-0.042998 (0.6378)	-25.58755 (0.1734)	-6.582604*** (0.0003)	0.001912 (0.8803)
	Regime 2	-0.118557 (0.4106)	- 121.0294*** (0.0036)	-5.887484* (0.0685)	0.010558 (0.6013)
Philippine	Regime 1	- 0.826979*** (0.009)	-11.21246 (0.8304)	-13.73098* (0.0606)	-0.012845 (0.5752)
	Regime 2	0.334538* (0.071)	-3.293698 (0.911)	2.85528* (0.0736)	0.013053 (0.4862)
Campuchia	Regime 1	0.012774 (0.8511)	-16.47598 (0.2011)	-3.002343*** (0.008)	0.003843 (0.6088)

Quốc gia	Trạng thái	LR	Supplyshock	Priceshock	Demandshock
	Regime 2	2.904167*** (0.0000)	-42.82363 (0.6316)	-7.355281* (0.0825)	0.033706 (0.4225)
Lào	Regime 1	0.427147** (0.05)	- 110.0857*** (0.0088)	-4.203569 (0.2341)	0.029433* (0.0889)
	Regime 2	0.094217 (0.1953)	6.319454 (0.549)	1.371482 (0.1406)	-0.00152 (0.8025)
Myanmar	Regime 1	0.197403 (0.9997)	-112.8218 (0.9989)	-2987.596 (0.9987)	-7.720435 (0.9991)
	Regime 2	0.005257 (0.1908)	5.867496 (0.8468)	-0.696552 0.7923	0.009242 (0.6116)

Các kí hiệu ***, **, * tương ứng với giá trị p-value 1 %, 5% và 10%.

4.5.1. Tác động của cú sốc cung

Mô hình Markov-switching nghiên cứu ảnh hưởng của các cú sốc giá dầu lên tỷ giá hối đoái theo hai trạng thái Regime 1 và Regime 2. Kết quả trong bảng 5 cho thấy Việt Nam và Indonesi là hai quốc gia xuất khẩu dầu, cú sốc cung có tác động cùng chiều với tỷ giá hối đoái. Kết quả này thì phù hợp với lý thuyết, khi cho rằng sự gia tăng một cú sốc cung sẽ đánh giá thấp đồng tiền quốc gia xuất khẩu dầu, từ đó làm tăng tỷ giá của các quốc gia này. Điều này là do khi nguồn cung dồi dào, giá dầu trở nên rẻ hơn, nguồn lợi thu được từ bán dầu cũng ít hơn, cầu về đồng tiền các quốc gia xuất khẩu dầu ít, khiến cho đồng tiền quốc gia đó bị đánh giá thấp. Lý giải ngược lại cho các quốc gia nhập khẩu dầu, một cú sốc cung tăng sẽ làm đồng tiền quốc gia nhập khẩu dầu được đánh giá cao, từ đó làm tỷ giá các quốc gia này giảm đi, tức là có mối quan hệ ngược chiều giữa cú sốc cung và tỷ giá hối đoái các quốc gia nhập khẩu dầu. Đúng này thì đúng với kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho các quốc gia nhập khẩu dầu là Lào, Thái Lan và Singapore.

Tuy nhiên, Brunei là một quốc gia xuất khẩu dầu nhưng lại cho ra kết quả ngược lý thuyết. Điều này có thể lý giải bởi những yếu tố bên ngoài khác tác động tới tỷ giá mà cần những nghiên cứu rõ ràng hơn để giải thích cho vấn đề này. Nhìn chung, kết quả nghiên cứu cho ra nhiều bằng chứng tác động của cú sốc cung lên tỷ giá ở các quốc gia Đông Nam Á là phù hợp với lý thuyết và các nghiên cứu trước đó.

4.5.2. Tác động của hai cú sốc cầu

• Đối với các quốc gia xuất khẩu dầu

Ngoại trừ Việt Nam thì 3 quốc gia xuất khẩu dầu còn lại (Brunei, Indonesia, Malaysia) đều chịu tác động của cú sốc giá dầu. Nếu như Brunei và Indonesia chỉ tìm thấy mối tương quan âm giữa hai biến trong một trạng thái (Regime 1) thì Malaysia lại cho thấy sự ổn định và chắc chắn của mối quan hệ này trong cả hai trạng thái (Regime 1 và Regime 2). Điều này thì

phù hợp với các nghiên cứu của Bénassy-Quéré và các cộng sự (2007), Kilian và các cộng sự (2009), Bodenstein và các cộng sự (2011).

Ảnh hưởng của cú sốc tổng cầu lên tỷ giá có tác động cùng chiều ở Brunei. Điều này thì trái với các lý thuyết khi cho rằng cú sốc tổng cầu ảnh hưởng tới đồng tiền của các nước xuất khẩu dầu thông qua sự thay đổi giá dầu và thông qua một sự thay đổi nhu cầu hàng hóa khác mà họ xuất khẩu. Thông thường, điều này dẫn đến một sự đánh giá cao của đồng nội tệ, tức tỷ giá sẽ giảm. Tuy nhiên, tùy thuộc vào tỷ lệ xuất khẩu hàng hóa trên tổng xuất khẩu của một quốc gia, ngân hàng trung ương có động lực để chủ động đối phó với áp lực tăng giá bằng cách tích lũy dự trữ ngoại hối (Buetzer và các cộng sự (2012)). Hiệu ứng này có thể làm giảm bớt một sự đánh giá cao đồng tiền ở các nước xuất khẩu dầu mỏ (như dự đoán của lý thuyết) để đáp ứng với sự gia tăng một cú sốc tổng cầu. Đó có thể là nguyên nhân khiến cho kết quả của Brunei cho ra ngược với lý thuyết.

• Đối với các quốc gia nhập khẩu dầu

Bằng chứng cho tác động của các cú sốc cầu lên tỷ giá ở những quốc gia nhập khẩu thì phong phú hơn. Ngoại trừ chỉ tác động một chiều theo lý thuyết, các kết quả còn cho thấy có sự chuyển đổi trạng thái ở các quốc gia.

Philippines và Singapore là hai quốc gia tác động của cú sốc giá dầu thay đổi ở hai trạng thái. Cụ thể, nhìn vào bảng 5, ta thấy Singapore và Philippines ở trạng thái thứ nhất (Regime1), tác động của cú sốc giá dầu lên tỷ giá là ngược chiều, tuy nhiên ở trạng thái 2, cú sốc giá dầu và tỷ giá lại có mối quan hệ cùng chiều. Điều này cho thấy rằng với một sự gia tăng cú sốc giá dầu, tỷ giá hối đoái sẽ chuyển đổi trạng thái tăng giá và mất giá. Mặc dù rất khó để xác định một lý do chính xác cho những kết quả này, nhưng các thay đổi có thể bắt nguồn từ nền tảng kinh tế. Kaminsky (1993) lập luận rằng nếu tăng trưởng kinh tế có liên quan đến tỷ giá hối đoái, đồng thời sự khác biệt chu kỳ kinh doanh giữa các quốc gia có thể dẫn đến thay đổi lâu dài. Hơn nữa, Evans và Lewis (1995) đã chỉ ra rằng dự báo giao dịch hợp lý của tỷ giá hối đoái tương lai có thể giải thích sự chuyển đổi giữa tăng giá và mất giá.

Campuchia và Thái Lan là hai quốc gia cho ra kết quả ảnh hưởng của cú sốc giá dầu tương tự nhau, đều là mối quan hệ ngược chiều ở cả hai trạng thái. Kết quả này tương tự như trong nghiên cứu của Narayan (2013).

Điểm đặc biệt là trong kết quả nghiên cứu, các biến số của Myanmar đều không cho ra kết quả có ý nghĩa thống kê, với một giá trị P-value rất cao ở cả hai mô hình tuyến tính và phi tuyến. Điều này có nghĩa là giá dầu dường như không có tác động lên tỷ giá ở Myanmar, lý giải cho điều này có thể là do sự can thiệp của chính phủ Myanmar lên chính sách tỷ giá. Trong giai đoạn 35 năm trước năm 2012, chính phủ Myanmar thiết lập chế độ tỷ giá cố định, neo tỷ giá đồng tiền vào quyền rút tiền đặc biệt (SDR) của Quỹ tiền tệ quốc tế (IMF), hạn chế dòng vốn đầu tư vào Myanmar. Tuy nhiên, tháng 4/2012 là giai đoạn cột mốc cho sự biến đổi tỷ giá của Myanmar. Ngân hàng Trung ương nước này (CBM) đã áp dụng chế độ tỷ giá thả nổi, đưa ra một mức tỷ giá tham chiếu hàng ngày, dựa trên tình hình cung cầu của thị trường tiền tệ. Trên thị trường “chợ đen”, việc trao đổi diễn ra với mức tỷ giá khoảng 800 Kyat đổi 1

USD, với đồng USD được định giá cao gấp 120 lần tỷ giá chính thức. Khi chính sách tỷ giá thả nổi được áp dụng, thì mức tỷ giá tham chiếu mà CBM đưa ra sẽ làm đồng Kyat của Myanmar đang được định giá chính thức ở mức 5-6 Kyat đổi được 1 USD, tăng lên tới mức tương tự như tỷ giá “chợ đen”, vì vậy từ 4/2012 trở đi, tỷ giá của Myanmar đã tăng lên từ trên 800 Kyat đổi 1USD. Số liệu nghiên cứu lấy từ năm 2005-2015 nên có lẽ chưa đủ để có thể cho ra kết quả như lý thuyết.

Như vậy, cho dù dưới tác động của cú sốc cầu hay cú sốc cung, các kết quả cho ra đôi khi không phù hợp với lý thuyết, bởi trên thực tế, tỷ giá hối đoái còn chịu ảnh hưởng của rất nhiều yếu tố bên ngoài khác mà cần phải xem xét và nghiên cứu kỹ càng hơn.

4.5.3. Thời gian dự kiến và xác suất chuyển đổi trạng thái

Thời gian dự kiến của trạng thái 1 và trạng thái 2 được xác định bằng giá trị Du_1 và Du_2 trong bảng 6. Giá trị P_{ij} là xác suất chuyển đổi từ trạng thái i qua trạng thái j .

Bảng 6: Thời gian dự kiến và xác suất chuyển đổi trạng thái

	P11	P12	P21	P222	DU1	DU2
Việt Nam	0.921929	0.078071	0.504363	0.495637	12.80886	1.9827
Indonexia	0.982681	0.017319	0.411697	0.588303	57.73961	2.428971
Malaysia	0.982025	0.017975	0.097295	0.902705	55.63395	10.278
Brunei	0.624697	0.375303	1.0000	0.0000	2.664516	1.0000
Singapore	0.929694	0.070306	1.000	0.000	14.22362	1.0000
Thái Lan	0.924338	0.075662	0.227037	0.772963	13.21672	4.404574
Philippine	0.563956	0.436044	0.203147	0.796853	2.293348	4.922536
Campuchia	0.969211	0.030789	0.573206	0.426794	32.47936	1.744573
Lào	0.515241	0.484759	0.093	0.907	2.06288	10.75269
Myanma	0.000204	0.999796	0.008334	0.991666	1.000204	119.9833

Kết quả nghiên cứu trong bảng 5 cho thấy Singapore và Philippines là hai quốc gia duy nhất có sự chuyển đổi trạng thái trong mẫu các nước nghiên cứu. Tuy nhiên thời gian dự kiến cho hai trạng thái của hai quốc gia này lại khác nhau. Nếu Singapore thời gian dự kiến trạng thái 1 là 14 tháng, trạng thái 2 là 1 tháng thì Philippines trạng thái 1 là 2 tháng và trạng thái 2 là 4 tháng. Chênh lệch thời gian dự kiến cho hai trạng thái của Philippines thì ít hơn so với Singapore. Các quốc gia còn lại, thời gian dự kiến cho Indonesia ở trạng thái 1 là cao nhất với 57 tháng, thấp nhất là Myanmar và Lào với 1 đến 2 tháng. Kết quả cho thấy, thời gian xảy ra dự kiến thì khác nhau ở từng quốc gia, từng khu vực tùy thuộc vào các yếu tố khách quan bên ngoài khác.

Xác suất chuyển đổi trạng thái P_{ij} thì lớn ở hầu hết các quốc gia, đặc biệt là những giá trị P_{11} và P_{22} , giá trị xác suất này có khi lên tới 99% (Myanmar) hay từ 90%-98% ở Việt Nam, Singapore, Malaysia... Đồng thời xác suất chuyển đổi trạng thái từ trạng thái này qua trạng thái khác (P_{12} và P_{21}) là nhỏ hơn rất nhiều ở các quốc gia nghiên cứu.

5. Kết luận

Mục tiêu của bài nghiên cứu này là xem xét ảnh hưởng của giá dầu và các cú sốc giá dầu đến tỷ giá hối đoái. Chủ đề này rất quan trọng để nghiên cứu vì một cú sốc dầu có thể ảnh hưởng đến các điều kiện mậu dịch của một quốc gia và có thể ảnh hưởng đến khả năng cạnh tranh. Các tác động của các cú sốc dầu trên tỷ giá sẽ khác nhau tùy thuộc vào việc một quốc gia là một nước xuất khẩu ròng dầu của nước nhập khẩu ròng dầu. Bằng việc sử dụng dữ liệu của 10 quốc gia Đông Nam Á trong giai đoạn từ năm 2005-2015, kết quả nghiên cứu cho thấy rằng:

Thứ nhất, bằng việc sử dụng mô hình hồi quy tuyến tính cho thấy chỉ 5 trên 10 quốc gia nghiên cứu cho ra kết quả có ý nghĩa thống kê tác động của cú sốc giá dầu lên tỷ giá, không tìm thấy bằng chứng của các cú sốc cung và cú sốc tổng cầu lên tỷ giá ở tất cả các quốc gia này.

Thứ hai, ảnh hưởng của cú sốc giá dầu lên tỷ giá cho thấy nhiều kết quả có ý nghĩa thống kê hơn là cú sốc tổng cầu. Myanmar là quốc gia duy nhất trong mẫu nghiên cứu tỷ giá không hề chịu tác động từ các cú sốc giá dầu. Cú sốc tổng cầu chỉ ảnh hưởng lên Indonesia, Brunei và Lào. Cú sốc giá dầu có tác động mạnh mẽ và bền bỉ lên tỷ giá hối đoái ở các quốc gia xuất khẩu dầu (ngoại trừ Việt Nam). Cú sốc giá dầu tăng khiến đồng tiền các quốc gia xuất khẩu dầu được đánh giá cao, tỷ giá hối đoái giảm, ở một trạng thái hoặc lặp lại ở hai trạng thái đang xem xét. Còn đối với các quốc gia nhập khẩu dầu, mô hình Markov-switching đã phát hiện được sự đổi chiều trạng thái ở Singapore và Philippines. Một gia tăng cú sốc giá dầu làm tỷ giá hối đoái của hai quốc gia này giảm đi ở trạng thái 1 nhưng lại tăng lên ở trạng thái 2. Điều này tuy khó giải thích nhưng có thể bắt nguồn từ những yếu tố khách quan bên ngoài khác ảnh hưởng tới tỷ giá. Ngoài ra, tác động ngược chiều của cú sốc giá dầu lên Thái Lan và Campuchia là giống nhau ở cả hai trạng thái.

Thứ ba, nghiên cứu tìm thấy được bằng chứng cho thấy cú sốc cung có ảnh hưởng lên tỷ giá của các quốc gia phi tuyến tính chỉ trong một trạng thái duy nhất. Tác động này là cùng chiều ở những quốc gia xuất khẩu dầu (Indonesia và Việt Nam) và ngược chiều ở các quốc gia nhập khẩu dầu (Singapore, Thái Lan, Campuchia). Brunei tuy là quốc gia xuất khẩu dầu tuy nhiên cú sốc cung tăng lại khiến tỷ giá hối đoái quốc gia này giảm. Nguyên nhân có lẽ cần được tìm hiểu kỹ ở những nghiên cứu đầy đủ hơn, bởi trên thực tế, tỷ giá hối đoái còn chịu ảnh hưởng từ nhiều yếu tố khách quan bên ngoài khác.

Tài liệu tham khảo

- [1] Akram, Q. (2009). Commodity prices, interest rates and the dollar. *Energy Economics*, 31, 838-851.
- [2] Amano, R., & van Norden, S. (1998a). Oil prices and the rise and fall of the US real exchange rate. *Journal of International Money and Finance*, 17, 299-316.
- [3] Amano, R., & van Norden, S. (1998b). Exchange rates and oil prices. . *Review of International Economics*, 6, 683-694.
- [4] Atems, B., Kapper, D., & Lam, E. (2015). Do exchange rates respond asymmetrically to shocks in the crude oil market? *Energy Economics*, 49, 227-238.
- [5] Backus, D., & Crucini, M. (2000). Oil prices and the terms of trade. *Journal of International Economics*, 50, 185-213.
- [6] Basher, S., Haug, A., & Sadorsky, P. (2012). Oil prices, exchange rates and emerging stock markets. *Energy Economics*, 34, 227-240.
- [7] Beckmann, J., & Czudaj, R. (2013). Is there a homogenous causality pattern between oil prices and currencies of oil importers and exporters? *Energy Economics*, 40, 665-678.
- [8] Bénassy-Quéré, A., Mignon, V., & Penot, A. (2007). China and the relationship between the oil price and the dollar. *Energy Policy*, 35, 5795–5805.
- [9] Bodenstein, M., Erceg, C., & Guerrieri, L. (2011). Oil shocks and external adjustment. *Journal of International Economics*, 83, 168-184.
- [10] Buetzer, S., Habib, M., & Stracca, L. (2012). Global exchange rate configurations: Do oil shocks matter? *Working Paper Series No 1442, European Central Bank*.
- [11] Cashin, P., Cespedes, L., & Sahay, R. (2004). Commodity currencies and the real exchange rate. *Journal of Development Economics*, 75, 239-268.
- [12] Chen, Y.-C., & Rogoff, K. (2003). Commodity currencies. *Journal of International Economics*, 60, 133-160.
- [13] Cheng, K. (2008). Dollar depreciation and commodity prices. *IMF World Economic Outlook*, 72-75.
- [14] Corden, W. M. (1984). Booming sector and Dutch disease economics: Survey and consolidation. *Oxford Economic Papers*, 35, 359-380.
- [15] Corden, W., & Neary, J. (1982). Booming sector and de-industrialization in a small open economy. *Economic Journal*, 92, 825-848.
- [16] Coudert, V., Mignon, V., & Penot, A. (2008). Oil price and the dollar. *Energy Studies Review*, 15, Article 3.
- [17] De Grauwe, P. (1996). International Money: Post War – Trends and Theories. *Oxford University Press*.
- [18] Evans, M., & Lewis, K. (1995). Do long-term swings in the dollar affect estimates of the risk premia? *Review of Financial Studies*, 8, 709-742.

- [19] Fratzscher, M., Schneider, D., & Van Robays, I. (2014). Oil prices, exchange rates and asset prices. *Working Paper Series No 1689, European Central Bank*.
- [20] Fratzscher, M., Schneider, D., & Van Robays, I. (2014). Oil prices, exchange rates and asset prices. *Working Paper Series No 1689, European Central Bank*.
- [21] Golub, S. (1983). Oil Prices and Exchange Rates. *The Economic Journal*, 93(371), 576-593.
- [22] Grisse, C. (2010). What drives the oil-dollar correlation? *Mimeo*.
- [23] Huang, Y., & F. G. (2005). The role of oil price shocks on China's real exchange rate. *China Economic Review*, 18(4), 403-416.
- [24] Kaminsky, G. (1993). Is there a peso problem? Evidence from the dollar/pound exchange rate, 1976-1987. *American Economic Review*, 83, 450-472.
- [25] Kilian, L. (2009). Not all oil price shocks are alike: Disentangling demand and supply shocks in the crude oil market. *American Economic Review*, 99, 1053-1069.
- [26] Kilian, L., Rebucci, A., & Spatafora, N. (2009). Oil shocks and external balances. *Journal of International Economics*, 77, 181-194.
- [27] Krugman, P. (1983). Oil and the dollar. *NBER Working Paper No. 0554*.
- [28] Narayan, S. (2013). Foreign exchange markets and oil prices in Asia. *Journal of Asian Economics*, 28, 41-50.
- [29] Rasmussen, T., & Roitman, A. (2011). Oil shocks in a global perspective: Are they really that bad? *IMF Working Paper WP/11/194*.

THỊ TRƯỜNG CÔNG CỤ PHÁI SINH NGOẠI HỐI TẠI VIỆT NAM VÀ NHỮNG THAY ĐỔI TRONG CHÍNH SÁCH QUẢN LÝ CỦA NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC

TS. Nguyễn Thị Quỳnh Nga

Đại học Ngoại thương - Cơ sở II tại Tp. Hồ Chí Minh

Tóm tắt

Trên thế giới các công cụ phái sinh (CCPS) manh nha hình thành từ rất lâu và bắt đầu phát triển nhộn nhịp từ những năm 1970 cho đến nay. Tại Việt Nam thị trường CCPS nói chung và CCPS ngoại hối nói riêng còn phát triển ở mức thấp. CCPS ngoại hối hiện nay tại Việt Nam chủ yếu được giao dịch trên thị trường phi tập trung nhưng doanh số vẫn còn khá khiêm tốn với các công cụ phổ biến là kỳ hạn và hoán đổi. Trong khi đó, quyền chọn giữa ngoại tệ và đồng Việt Nam (VND) mới chỉ được triển khai thí điểm trong khoảng thời gian ngắn và hiện đang tạm ngưng. Ngân hàng Nhà nước (NHNN) trong thời gian gần đây đã có những thay đổi trong chính sách quản lý thị trường ngoại hối nói chung và phái sinh ngoại hối nói riêng. Tuy vậy, để thúc đẩy phát triển hơn nữa thị trường CCPS ngoại hối, NHNN nên tiếp tục có những điều chỉnh hợp lý trong chính sách quản lý ngoại hối thông qua việc ban hành các văn bản pháp lý có liên quan.

Từ khóa: *công cụ phái sinh, ngoại hối, thị trường ngoại hối, văn bản pháp lý*

THE FOREIGN EXCHANGE DERIVATIVES MARKET AND THE EVOLUTION OF REGULATORY POLICY OF THE STATE BANK OF VIETNAM

Dr. Nguyen Thi Quynh Nga

Foreign Trade University - Ho Chi Minh City campus

Abstract

In the world, derivatives were formed a long time ago and have been actively used from 1970s to now. Vietnam has been a nascent market for derivatives instruments as well as the foreign exchange derivatives compared to other developed ones in the world. In Vietnam the foreign exchange derivatives are mainly over-the-counter traded with forward and swap transactions, but the notional amounts outstanding is still quite modest. Some other derivatives instruments like foreign currency options (foreign- domestic currency options) had been launched as experimental transactions for a short time and had stopped so far. The State Bank of Vietnam has changed the policy of managing the foreign exchange market in general and foreign exchange derivatives in particular for recent few years. However, in

order to further develop the foreign exchange derivatives market, the State Bank of Vietnam should continue to make reasonable adjustments to its foreign exchange management policy through the issuance of relevant legal documents.

Key words: *derivatives, foreign exchange, foreign exchange market, legal documents*

1. Khái quát về thị trường công cụ phái sinh ngoại hối

Trên thế giới, phái sinh là một khái niệm quen thuộc đối với nhiều nhà đầu tư, đầu cơ, các tổ chức tài chính và phi tài chính. “Phái sinh” được dịch từ nguyên gốc tiếng Anh là “derivative”, có nghĩa là “bắt nguồn từ” hay “phát sinh từ”.

Phái sinh được định nghĩa là một công cụ tài chính mà giá trị của nó phụ thuộc vào (bắt nguồn từ) giá trị của các biến cơ sở hay tài sản cơ sở (underlying assets) (Hull 2012), là một công cụ tài chính có khoản thu nhập trong tương lai được phát sinh từ giá trị của các tài sản cơ sở (Rene 2004, tr.3) hay là các công cụ tài chính mà khoản thu nhập của chúng sẽ bắt nguồn từ khoản thu nhập của các công cụ tài chính khác (Don 2009). Tại Việt Nam, trong Luật các Tổ chức tín dụng năm 2010 (khoản 23. Điều 4) thuật ngữ sản phẩm phái sinh được giải thích là công cụ tài chính được định giá theo biến động dự kiến về giá trị của một tài sản tài chính gốc như tỷ giá, lãi suất, ngoại hối, tiền tệ hoặc tài sản tài chính khác. Tuy khác nhau trong cách diễn đạt và chưa hoàn toàn thống nhất trong mô tả và gọi tên khái niệm này, song tất cả định nghĩa đều có một điểm chung là giá trị của phái sinh đều được bắt nguồn từ giá trị của các công cụ khác hoặc từ giá trị của các tài sản khác.

Trong giai đoạn đầu khi mới xuất hiện, tài sản cơ sở của các hợp đồng phái sinh chủ yếu là hàng nông sản như gạo, ngô, bông và mục đích đầu tiên của các công cụ phái sinh là nhằm phòng ngừa rủi ro về biến động giá của các tài sản cơ sở này. Nhưng cùng với sự phát triển của nền kinh tế thế giới, ngày nay hàng hóa cơ sở của các giao dịch phái sinh đã trở nên phong phú và đa dạng hơn rất nhiều, từ nguyên vật liệu đầu vào cho hoạt động sản xuất như dầu mỏ, thép, kim loại màu, bông đến các sản phẩm trên thị trường tài chính như ngoại tệ, chứng khoán, chỉ số chứng khoán, lãi suất. Đây cũng là lý do vì sao 92% trong số 500 công ty lớn nhất thế giới đã sử dụng các công cụ phái sinh để quản trị rủi ro về giá (Deutsche Borse AG, 2008). Bên cạnh đó, các CCPS có thể được sử dụng nhằm mục đích kinh doanh chênh lệch giá, đầu tư và cả mục đích đầu cơ. Ngoài ra, các CCPS được giao dịch trên thị trường là nguồn thông tin hiệu quả hình thành giá của tài sản cơ sở. Khi các công cụ phái sinh được giao dịch trên thị trường sẽ hình thành các mức giá của chính các công cụ này và trở thành nguồn thông tin hiệu quả trong việc xác định giá của tài sản cơ sở. Tính thanh khoản và giá trị giao dịch của thị trường phái sinh trên thế giới rất lớn nên khó để một thế lực kinh tế nào có thể thao túng giá nên các thông tin giá cả của thị trường rất đáng tin cậy, từ đó sẽ giúp nền kinh tế giúp cân đối giữa sản xuất và tiêu thụ. Hơn nữa, CCPS giúp tăng cường hiệu quả của thị trường tài chính nói chung thông qua việc các bên tham gia thị trường có cơ hội tiếp cận thông tin một cách công bằng, ngăn chặn được tình trạng độc quyền hay lũng đoạn giá.

Ngày nay, CCPS phát triển rất đa dạng và vẫn không ngừng xuất hiện những loại CCPS mới, nhưng nhìn chung, có thể chia CCPS thành 2 nhóm lớn là phái sinh tiêu chuẩn và phái sinh phi tiêu chuẩn. Nhóm CCPS tiêu chuẩn bao gồm: các hợp đồng tương lai (futures contracts) và hợp đồng quyền chọn tiêu chuẩn (plain vanilla options) được giao dịch trên thị trường có tổ chức hay các sàn giao dịch; nhóm còn lại bao gồm hợp đồng kỳ hạn (forward contracts), hợp đồng hoán đổi (swap contracts), quyền chọn ngoại lai (exotic options) và các CCPS ngoại lai khác... được giao dịch trên thị trường phi tập trung (over-the-counter).

Tại Việt Nam, các CCPS được sử dụng lần đầu tiên là trong các giao dịch ngoại hối với hình thái công cụ phái sinh đơn giản nhất là hợp đồng ngoại hối kỳ hạn. Việc sử dụng các hợp đồng kỳ hạn đối với mua bán ngoại tệ đã giúp các doanh nghiệp xuất nhập khẩu có thể hạch toán được chi phí đầu vào và/hoặc bảo hiểm cho các khoản doanh thu đầu ra bằng ngoại tệ. Như vậy, các doanh nghiệp xuất nhập khẩu có thể sử dụng hợp đồng kỳ hạn để phòng ngừa rủi ro tỷ giá thông qua việc cố định tỷ giá mua/bán một lượng ngoại tệ nhất định với ngân hàng, từ đó cố định khoản phải chi/thu bằng nội tệ bất chấp sự biến động của tỷ giá giao ngay trên thị trường. Bên cạnh những lợi ích kể trên, các công cụ phái sinh cũng có những mặt hạn chế mà các nhà đầu tư nên cân nhắc trước khi quyết định tham gia vào các giao dịch phái sinh. Rủi ro có thể đến khi nhà đầu tư không xác định rõ ràng mục đích tham gia thị trường phái sinh ngay từ đầu hoặc không “kiên định” theo đuổi những mục tiêu mà họ đã lựa chọn (Nguyễn Thị Quỳnh Nga, 2012.a) hay do việc dự báo xu hướng biến động giá tài sản cơ sở không chính xác (Nguyễn Thị Quỳnh Nga, 2012.b).

Tuy vậy, theo Bodnar (2011), khi đối mặt với rủi ro ngoại hối, tỷ lệ doanh nghiệp sử dụng CCPS để phòng ngừa rủi ro vẫn chiếm tỷ trọng cao nhất (trên 70%). Ngoài ra, các tổ chức tài chính như ngân hàng thương mại và các ngân hàng đầu tư được xem như là nhà tạo lập thị trường (market-maker), nhưng bản thân các tổ chức tài chính vẫn tham gia vào các giao dịch phái sinh nhằm quản trị rủi ro. Theo kết quả nghiên cứu của Purnanandam (2007) về việc các ngân hàng sử dụng CCPS để quản trị rủi ro, các ngân hàng lớn có xu hướng sử dụng các công cụ này nhiều hơn và các ngân hàng sử dụng công cụ phái sinh nhằm mục đích quản trị rủi ro đã làm giảm khả năng xảy ra những thiệt hại tài chính.

Điều kiện để thị trường CCPS ngoại hối phát triển, trước hết, bắt nguồn từ nhu cầu sử dụng CCPS từ người mua và người bán, và nền tảng thị trường tài sản cơ sở. Không có thị trường ngoại hối không thể có thị trường CCPS ngoại hối. Điểm thuận lợi để phát triển thị trường CCPS ngoại hối là không cần phải sáng tạo ra các tài sản cơ sở như trường hợp ở thị trường phái sinh chứng khoán hay các chỉ số. Bất cứ đồng tiền nào cũng đều có khả năng trở thành tài sản cơ sở của giao dịch phái sinh ngoại hối. Ngoài ra, để thị trường CCPS phát triển, cũng cần đến một hành lang pháp lý đầy đủ nhằm hướng các hoạt động của thị trường được minh bạch, công bằng, đảm bảo quyền lợi cho các chủ thể tham gia. Để thấy thị trường CCPS ngoại hối phức tạp và khó quản lý hơn nhiều so với thị trường ngoại hối, do vậy càng đòi hỏi hệ thống các văn bản pháp lý đầy đủ và thống nhất. Thị trường công cụ phái sinh chia thành 2 phần chính là thị trường tập trung và thị trường phi tập trung. Trên thực tế, các giao dịch phái

sinh ngoại hối tại Việt Nam mới chỉ được thực hiện trên thị trường phi tập trung và do NHNN trực tiếp quản lý, do vậy, hầu hết các văn bản luật điều chỉnh hoạt động này tại Việt Nam đều do NHNN ban hành.

Do tác động của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008, các yếu tố như cung cầu về ngoại hối, tỷ giá hối đoái, lãi suất cũng biến động liên tục hơn với biên độ rộng hơn đã ảnh hưởng đến sự phát triển ổn định của thị trường ngoại hối nói chung. Trước tình hình đó, NHNN đã ban hành những quy định tức thời như nói lỏng biên độ giao độ của tỷ giá, thu hẹp trạng thái ngoại hối của các ngân hàng thương mại (NHTM), tạm ngưng thí điểm hay hạn chế các chủ thể tham gia cũng như mục đích tham gia vào thị trường phái sinh ngoại hối. Tuy vậy, để hướng đến phát triển hơn nữa thị trường CCPS ngoại hối, NHNN nên tiếp tục có những điều chỉnh hợp lý trong chính sách quản lý ngoại hối thông qua việc ban hành các văn bản pháp lý có liên quan.

2. Thực trạng thị trường phái sinh ngoại hối của Việt Nam

Theo số liệu thống kê của Ngân hàng thanh toán quốc tế BIS năm 2014, giá trị giao dịch của thị trường phái sinh toàn cầu khoảng 670.000 tỷ USD, trong đó doanh số của thị trường phi tập trung cao gấp 10 lần so với thị trường tập trung. Thị trường công cụ phái sinh được đánh giá là thị trường hoạt động nhộn nhịp nhất trên thế giới với doanh số giao dịch lên đến hàng nghìn tỷ USD mỗi ngày. Chỉ tính riêng thị trường ngoại hối, giá trị giao dịch trung bình hàng ngày năm 2013 đã đạt 6.671 tỷ USD, chiếm gần 19% doanh số toàn thị trường.

Tuy nhiên, tại Việt Nam thị trường ngoại hối nói chung và thị trường CCPS ngoại hối nói riêng vẫn mới chỉ phát triển ở mức độ thấp. Nhìn vào số liệu tổng hợp ở bảng 1, ta nhận thấy, doanh số thị trường CCPS ngoại hối tại Việt Nam chủ yếu bao gồm 2 nghiệp vụ là kỳ hạn tiền tệ và hoán đổi tiền tệ. Trong đó, tỷ trọng giá trị các hợp đồng kỳ hạn tiền tệ so với hoán đổi tiền tệ vẫn có phần trội hơn, đặc biệt là vào các năm 2008 (68,7%), năm 2011 (78%). Các nghiệp vụ khác như quyền chọn tiền tệ, tương lai tiền tệ và hoán đổi lãi suất chỉ được thực hiện tại một số ngân hàng, doanh số giao dịch không cao và tần suất không đều đặn và liên tục. Từ khi xuất hiện chính thức đến nay, doanh số giao dịch của các công cụ phái sinh rất khiêm tốn, chủ yếu dựa trên những chương trình triển khai áp dụng thí điểm của Ngân hàng Nhà nước đối với các ngân hàng thương mại tại Việt Nam. Xét theo giá trị của các hợp đồng công cụ phái sinh (bao gồm hợp đồng kỳ hạn tiền tệ, hoán đổi tiền tệ, quyền chọn tiền tệ, tương lai tiền tệ và hoán đổi lãi suất), quy mô thị trường Việt Nam vẫn còn rất nhỏ và chưa thể hiện xu hướng tăng trưởng chung của thị trường thế giới.

Bảng 1: Cơ cấu công cụ phái sinh trên thị trường ngoại hối Việt Nam

Đơn vị tính: triệu VND, %

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Kỳ hạn tiền tệ	Giá trị	12.370.984	9.534.626	26.354.979	80.241.822	32.212.883	32.204.578	33.360.239
	Tỷ trọng	68,7	28	35,5	78	51,6	49	33,8

Hoán đổi tiền tệ	Giá trị	5.505.882	18.369.188	10.637.478	22.704.494	27.967.868	29.134.841	60.879.742
	Tỷ trọng	30,6	53,9	14,3	22	44,8	44,82	61,6
Quyền chọn	Giá trị	144.049	954.7832	33.444.926	-	1.663.276	3.565.503	4.499.961
	Tỷ trọng	0,8	2,8	45	0	2,7	5,48	4,56
Tương lai	Giá trị	-	3.320.280	-	-	-	2.981	-
	Tỷ trọng	0	9,8	0	0	0	0,005	0
Hoán đổi lãi suất	Giá trị	5.195	1.877.790	3.850.967	-	545.636	97.091	48.545
	Tỷ trọng	0,03	5,5	5,2	0	0,87	0,15	0,05
	Tổng	18.026.110	34.056.667	74.288.350	10.2946.310	62.389.663	65.004.994	98.788.487

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ Báo cáo tài chính hợp nhất của các NHTM Việt Nam

Bảng 2: Giá trị hợp đồng giao dịch phái sinh tiền tệ tại các NHTM Việt Nam

Đơn vị tính: triệu VND

STT	Ngân hàng	Công cụ phái sinh	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
1	Vietcom-bank	Kỳ hạn tiền tệ	1.999.232	-	145.704	1.564.226	11.506.397	10.817.048	8.168.235
		Hoán đổi tiền tệ	-	3.670.400	785.568	2.678.869	17.968.332	9.302.023	8.171.486
		Tổng	1.999.232	3.670.400	931.272	4.243.095	29.474.729	20.119.071	16.339.721
2	Exim-bank	Kỳ hạn tiền tệ	2.344.288	2.621.518	535.016	20.662.606	7.066.341	11.847.527	6.155.514
		Hoán đổi tiền tệ	1.243.002	2.062.703	1.491.926	8.322.189	2.556.631	4.697.206	9.633.883
		Tương lai	11.709	-	-	-	-	-	-
		Tổng	3.598.999	4.684.221	2.026.942	28.984.795	9.622.972	16.544.733	15.789.397
3	Vietin-bank	Kỳ hạn tiền tệ	15.354	75.228	2.184	650	60.108	78.808	-
		Hoán đổi tiền tệ	71.456	-	17.058	19.586	14.343	82.545	-
		Tương lai	-	-	-	-	-	2.981	-
		Tổng	86.810	75.228	19.242	20.236	74.451	164.334	0
4	Techcombank	Kỳ hạn tiền tệ	29.907	4.499.307	2.868.925	4.309.048	5367405	8293520	17.133.993
		Hoán đổi tiền tệ	-	1.365.016	2.919.076	978.992	7663939	8760283	26.040.947
		Tương lai	-	149.826	-	-	-	-	-
		Tổng	29.907	6.014.149	5.788.001	5.288.040	13.031.344	17.053.803	43.174.940
5	ACB	Kỳ hạn tiền tệ	7.421.107	1.600.673	22.577.199	53.445.556	253.000	450.959	769.174

		Hoán đổi tiền tệ	1.740.102	3.219.565	2.913.464	1.631.731	1.067.925	2.049.180	1.838.997
		Quyền chọn	132.340	954.783	33.444.926	-	-	442.687	2.201.678
		Tương lai		3.170.454	-	-	-	-	-
		Hoán đổi lãi suất			3.850.967	-	545.636	97.091	48.545
		Tổng	9.293.549	8.945.475	62.786.556	55.077.287	1.866.561	3.039.917	4.858.394
6	Sacom-bank	Kỳ hạn tiền tệ	561.096	737.900	225.951	259.736	1.497.697	716.716	1.133.323
		Hoán đổi tiền tệ	2.451.322	9.929.294	2.510.386	9.073.127	5.158.633	4.243.604	15.194.429
		Quyền chọn	-	-	-	-	1.663.276	3.122.816	2.298.283
		Hoán đổi lãi suất	5.195	-	-	-	-	-	-
		Tổng	3.017.613	10.667.194	2.736.337	9.332.863	8.319.606	8.083.136	18.626.035
TỔNG CỘNG			18.026.110	34.056.667	74.288.350	102.946.316	62.389.663	65.004.994	98.788.487

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ Báo cáo tài chính hợp nhất của các NHTM Việt Na

Bảng 2 thể hiện giá trị các hợp đồng phái sinh tiền tệ tại một số NHTM Việt Nam. Giao dịch quyền chọn ngoại tệ và tương lai tiền tệ chỉ được thực hiện ở một vài ngân hàng và cũng không diễn ra đều đặn, liên tục. Cụ thể, trong giai đoạn 2008-2014, giao dịch quyền chọn được triển khai tại Ngân hàng TMCP Eximbank (2008), Ngân hàng TMCP Sacombank (2012, 2013, 2014) và Ngân hàng TMCP Á Châu (2008, 2009, 2010, 2013, 2014). Như vậy, Ngân hàng TMCP Á Châu và Ngân hàng TMCP Sacombank là hai đơn vị triển khai tương đối thường xuyên giao dịch quyền chọn. Trong khi đó, nghiệp vụ tương lai tiền tệ được thực hiện tại Ngân hàng TMCP Techcombank và Ngân hàng TMCP Á Châu (2009), Ngân hàng TMCP Vietinbank (2013) và đến năm 2014 thì không có NHTM nào thực hiện nghiệp vụ tương lai tiền tệ. Năm 2011 được xem là năm có doanh số cao nhất trên thị trường CCPS ngoại hối với giá trị 102.946.316 triệu VND, nhưng sau đó lại sụt giảm xuống gần một nửa vào năm 2012. Đến năm 2013, thị trường có tăng trưởng nhẹ so với năm 2012 với doanh số là 65.004.994 triệu VND và sang năm 2014 thì toàn thị trường đạt doanh số giao dịch là 98.788.487 triệu VND, tăng gần 52% so với năm 2013. Đáng chú ý hơn cả là trong năm 2014, NHTMCP Công thương Việt Nam không ghi nhận phát sinh mới các giao dịch ngoại hối phái sinh, từ các nghiệp vụ đơn giản như kỳ hạn cho đến các nghiệp vụ phức tạp như hoán đổi và quyền chọn.

Có thể thấy, thị trường các công cụ phái sinh Việt Nam nhìn chung mới chỉ dừng lại ở việc tạo ra sản phẩm, chứ chưa thúc đẩy được việc sử dụng các sản phẩm, đặc biệt là tại các doanh nghiệp (DN) Việt Nam. Một số sản phẩm phái sinh mới đã được các NHTM xin cấp phép thí điểm và áp dụng, nhưng đến nay doanh số giao dịch rất khiêm tốn, như giao dịch quyền chọn, giao dịch tương lai ngoại hối. Ngoài ra, một số NHTM trong năm 2014 không phát sinh các giao dịch phái sinh ngoại hối mới, điều này chứng tỏ hoạt động giao dịch ngoại hối phái sinh chưa phát triển ổn định.

Một số nguyên nhân cho sự kém phát triển của thị trường công cụ phái sinh ngoại hối có thể kể đến là:

Thứ nhất, Việt Nam vẫn duy trì chế độ tỷ giá thả nổi có điều tiết thông qua các biên độ biến động tỷ giá, do vậy, sự biến động tỷ giá chính thức khi giao dịch với các NHTM được biết chắc là sẽ không vượt qua các giới hạn nhất định có thể xác định trước. Việc sử dụng công cụ phái sinh nhằm phòng ngừa rủi ro về biến động giá không còn mang nhiều ý nghĩa thực tiễn. Điều này sẽ hạn chế sự tham gia của các chủ thể thị trường và làm cho thị trường kém thanh khoản.

Thứ hai, một yếu tố nữa cũng cản trở việc sử dụng các CCPS của các doanh nghiệp (DN) là tâm lý e ngại tìm hiểu các công cụ tài chính mới của các doanh nghiệp. Các DN tại Việt Nam, đặc biệt là các DN Nhà nước thường có xu hướng là coi các biến động trên thị trường như lãi suất, tỷ giá là những rủi ro mang tính bất khả kháng, do vậy, không quan tâm nhiều đến việc sử dụng các công cụ này để quản trị rủi ro. Tuy nhiên, trong khi nhiều doanh nghiệp nhà nước ngại tổn kém hoặc rủi ro trách nhiệm thì doanh nghiệp tư nhân lại khá mặn mà với công cụ phòng ngừa tỷ giá. Những chuyên gia trong hoạt động nghiệp vụ phái sinh ở BIDV, Vietcombank, VietinBank, Maritimebank mà tác giả phỏng vấn đều cho biết, tỷ trọng DN tư nhân sử dụng phái sinh lớn hơn doanh nghiệp nhà nước. Hầu hết các doanh nghiệp sử dụng CCPS là do ngân hàng tư vấn và thường là các DN có quan hệ tín dụng với các NHTM cung cấp CCPS. Theo các chuyên gia, điều này xuất từ mục đích hạn chế việc các DN vay tín dụng của các NHTM để mua nguyên vật liệu đầu vào cho sản xuất nhưng lại không tìm được đầu ra cho sản phẩm.

Thứ ba, các chuyên gia các NHTM Việt Nam đều cho rằng, hiện nay vẫn phổ biến tâm lý sợ bị truy cứu trách nhiệm khi áp dụng các công cụ phòng ngừa nhưng không thành công và coi đây là một trong những trở ngại lớn để các NHTM có thể triển khai đưa các CCPS đến với các DN. Thực tế, nhiều doanh nghiệp nhà nước rất khó trong việc đưa ra quyết định là có nên sử dụng CCPS hay không, bởi lẽ, chi phí áp dụng các công cụ này ở Việt Nam còn cao và trong trường hợp phương án phòng ngừa không diễn ra như tính toán trước đó thì người thực hiện có thể bị quy trách nhiệm, còn nếu được lợi thì bản thân người thực hiện cũng chẳng được gì. Khi tham gia giao dịch trên thị trường CCPS, người bán và người mua dựa vào dự đoán về xu hướng giá tài sản trong tương lai để cố định giá trước tại thời điểm hiện tại. Trong khi đó việc dự đoán xu hướng giá trong tương lai có xác suất đúng/sai nên việc tham gia vào thị trường công cụ phái sinh có thể rơi vào trạng thái lãi hoặc lỗ. Với các tổng công ty lớn thuộc khối DN Nhà nước, việc lỗ từ hoạt động giao dịch hợp đồng phái sinh có thể bị kết luận là lỗ do “đánh bạc” trên thị trường. Quan niệm này khiến việc thuyết phục các tổng công ty lớn thuộc khối DN Nhà nước – đối tượng khách hàng có nhu cầu quản lý rủi ro ngoại hối lớn tham gia vào thị trường phái sinh có khả năng gặp khó khăn.

Thứ tư, CCPS ngoại hối tương đối phức tạp về mặt nghiệp vụ đòi hỏi các chủ thể tham gia thị trường phải có kiến thức vững chắc về lĩnh vực này mới có thể thực hiện giao dịch

suôn sẻ và mang lại hiệu quả cho doanh nghiệp hay ngân hàng. Mức độ hiểu biết của các chủ thể tham gia thị trường cũng không đồng đều nên việc phát triển thị trường CCPS ngoại hối tại Việt Nam còn gặp nhiều trở ngại.

Thứ năm, dù NHNN liên tiếp ban hành các văn bản pháp luật mới nhằm điều chỉnh hoạt động giao dịch ngoại hối phái sinh nhưng nhiều quy định trong đó lại chưa hướng đến mục tiêu là nhằm phát triển thị trường mà chủ yếu để nhằm ổn định thị trường. Trong thời kỳ đầu của quá trình phát triển, NHNN chưa thể để các CCPS ngoại hối phát triển một cách tự do mà vẫn phải kiểm soát chặt chẽ để hướng đến mục tiêu phát triển ổn định và lâu dài.

3. Những thay đổi trong chính sách quản lý của Việt Nam đối với công cụ phái sinh ngoại hối từ sau 2008

Việt Nam đang duy trì thể chế kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa, nhưng vẫn thừa nhận quan điểm về phát triển khách quan của thị trường ngoại hối cơ sở và thị trường CCPS ngoại hối. Điều này thể hiện ở hệ thống văn bản pháp lý điều chỉnh giao dịch phái sinh tại Việt Nam đã được ban hành đời rất sớm, từ những năm 1990. Dù chưa đầy đủ và hoàn chỉnh, nhưng hiện tại ở hầu hết các thị trường phái sinh bộ phận đều đã có các văn bản pháp quy đầu tiên quy định và điều chỉnh các giao dịch phái sinh. Các quy định mang tính chất pháp lý cho hoạt động phái sinh trên tài sản cơ sở là tiền tệ, lãi suất đã có từ sớm và liên tục hoàn thiện để đáp ứng được nhu cầu của các bên tham gia thị trường, nhưng đồng thời vẫn phải theo đúng mục tiêu về định hướng phát triển kinh tế - xã hội của đất nước từng thời kỳ.

Trước năm 2008, các giao dịch ngoại hối và CCPS ngoại hối được điều chỉnh bởi các văn bản pháp luật chủ yếu sau đây:

(1) *Luật các TCTD*: Các hoạt động của các tổ chức tín dụng và hoạt động ngân hàng của các tổ chức khác tại Việt Nam được quy định chung tại Luật các TCTD số 02/1997/QH10 và Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật các tổ chức tín dụng số 20/2004/QH11. Tuy nhiên, trong Luật các TCTD không có quy định cụ thể về sản phẩm phái sinh.

(2) *Giao dịch hối đoái*: TCTD được phép giao dịch hối đoái (bao gồm các giao dịch giao ngay, kỳ hạn, hoán đổi, quyền lựa chọn) trên lãnh thổ Việt Nam thực hiện theo Quyết định của Thống đốc Ngân hàng nhà nước số 1452/2004/QĐ-NHNN ngày 10 tháng 11 năm 2004 về Giao dịch Hối đoái của các Tổ chức tín dụng được phép hoạt động Ngoại hối;

(3) *Hoán đổi lãi suất*: NHTM, ngân hàng liên doanh, ngân hàng 100% vốn nước ngoài, chi nhánh ngân hàng nước ngoài hoạt động tại Việt Nam thực hiện theo Quyết định 62/2006/QĐ-NHNN ngày 29/12/2006 của Ngân hàng Nhà nước về việc ban hành Quy chế thực hiện giao dịch hoán đổi lãi suất.

Thực tế, so với các quy định trước đây, Quyết định số 1452/2004/QĐ-NHNN ngày 10/11/2004 về giao dịch hối đoái của các TCTD đã có những thay đổi lớn, như chính thức cho phép tất cả các TCTD được phép thực hiện các giao dịch hối đoái đều được quyền thực hiện giao dịch quyền chọn ngoại tệ mà không cần phải xin phép NHNN. Qua đó, thời điểm này NHNN đã chấm dứt thời gian thí điểm nghiệp vụ này. Đồng thời, quy định kỳ hạn của giao

dịch quyền chọn giữa các ngoại tệ với nhau do tổ chức tín dụng được phép và khách hàng tự thỏa thuận. Quy định này là một sự chuyển biến lớn trong cung cách quản lý các hoạt động giao dịch ngoại hối giúp thị trường quyền chọn nước ta ngày càng đa dạng hơn. Bên cạnh đó, quyết định này cho phép các cá nhân được phép tham gia ngoài các TCTD, tổ chức kinh tế, tổ chức khác và NHNN.

(4) *Trạng thái ngoại hối*: Các NHTM áp dụng quy định về tổng trạng thái ngoại hối cuối ngày của các ngân hàng không được vượt quá 30% vốn tự có theo Quyết định số 18/1998/QĐNHNN7 ngày 10/1/1998 và duy trì tổng giá trị hợp đồng quyền chọn không có giao dịch đối ứng tối đa là 10% so với vốn tự có theo quyết định số 1452.

Tuy nhiên, trong 10 năm trở lại đây, Quốc hội và đặc biệt là Ngân hàng Nhà nước đã ban hành nhiều văn bản pháp lý mang tính đột phá liên quan đến giao dịch kinh doanh ngoại hối của các Ngân hàng thương mại. Cụ thể:

(1) *Luật các TCTD*: Năm 2010, Quốc hội ban hành Luật các TCTD số 47/2010 đã mở rộng phạm vi điều chỉnh bao gồm việc thành lập, tổ chức, hoạt động, kiểm soát đặc biệt, tổ chức lại, giải thể tổ chức tín dụng; việc thành lập, tổ chức, hoạt động của chi nhánh ngân hàng nước ngoài, văn phòng đại diện của tổ chức tín dụng nước ngoài, tổ chức nước ngoài khác có hoạt động ngân hàng. Lần đầu tiên, sản phẩm phái sinh được định nghĩa một cách trực diện tại khoản 23 Điều 4 “là công cụ tài chính được định giá theo biến động dự kiến về giá trị của một tài sản tài chính gốc như tỷ giá, lãi suất, ngoại hối, tiền tệ hoặc tài sản tài chính khác”. Khoản 1 Điều 105 quy định sau khi được NHNN chấp thuận bằng văn bản, NHTM được kinh doanh, cung ứng dịch vụ cho khách hàng ở trong nước và nước ngoài các sản phẩm phái sinh về tỷ giá, lãi suất, ngoại hối, tiền tệ và tài sản tài chính khác.

(2) *Giao dịch ngoại hối*: Ngày 2/10/2015, NHNN ban hành thông tư số 15/2015/TT-NHNN hướng dẫn giao dịch ngoại tệ trên thị trường ngoại tệ của các tổ chức tín dụng được phép hoạt động ngoại hối và thay thế Quyết định số 1452/2004/QĐ-NHNN ngày 10 tháng 11 năm 2004 của Thống đốc NHNN về giao dịch hối đoái của các tổ chức tín dụng được phép hoạt động ngoại hối. Các định nghĩa về các giao dịch ngoại hối trong Thông tư số 15/2015/TT-NHNN được trình bày rõ ràng và chi tiết hơn. Tuy nhiên, các giao dịch hoán đổi ngoại hối cũng chỉ được áp dụng giữa các tổ chức tín dụng với các tổ chức kinh tế, không áp dụng đối với các tổ chức khác và cá nhân; các giao dịch quyền chọn ngoại hối chưa mở rộng đối tượng tham gia bán quyền chọn và chưa áp dụng trở lại quyền chọn ngoại tệ và VND.

Ngoài ra, với giao dịch hoán đổi ngoại tệ, ngày 21/5/2014, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đã ban hành Quyết định số 09/VBHN-NHNN về việc thực hiện nghiệp vụ hoán đổi ngoại tệ giữa NHNN với các NH để đáp ứng nhu cầu vốn ngắn hạn bằng đồng Việt Nam cho các NH trong trường hợp thiếu hụt tạm thời vốn khả dụng nhằm điều hành thị trường tiền tệ theo mục tiêu chính sách tiền tệ trong từng thời kỳ.

(3) *Hoán đổi lãi suất*: NHNN còn ban hành Thông tư số 01/2015/TT-NHNN ngày 6/1/2015 quy định hoạt động kinh doanh, cung ứng sản phẩm phái sinh lãi suất của NHTM và

chi nhánh NH nước ngoài, có hiệu lực từ ngày 2/3/2015 và thay thế cho Quyết định số 62/2006/QĐ-NHNN về giao dịch hoán đổi lãi suất. Theo đó, giao dịch hoán đổi lãi suất được định nghĩa lại, đồng thời được mở rộng thành sản phẩm hoán đổi lãi suất một đồng tiền (Interest rate swap) và sản phẩm hoán đổi lãi suất giữa hai đồng tiền hoặc hoán đổi tiền tệ chéo (Cross currency swap). Sản phẩm hoán đổi lãi suất cùng sản phẩm lãi suất kỳ hạn (Forward rate) và sản phẩm quyền chọn lãi suất (Interest rate option) được gộp chung trong một khái niệm mới là “sản phẩm phái sinh lãi suất”. Hoạt động cung ứng dịch vụ này chỉ có thể được thực hiện bởi tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài được chấp thuận bởi Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. Đối tượng khách hàng hướng tới là các tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài được thành lập theo Luật các tổ chức tín dụng và các doanh nghiệp thành lập theo pháp luật Việt Nam.

(4) *Trạng thái ngoại hối*: Hiện nay, các tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài tuân thủ quy định về tổng trạng thái ngoại hối cuối ngày của các ngân hàng không được vượt quá 20% vốn tự có theo Thông tư số 07/2012/TT-NHNN, ngày 20/3/2012 (có hiệu lực từ ngày 2/5/2012). Trạng thái ngoại hối của NHTM thể hiện “không gian” hoạt động giao dịch ngoại hối, không gian này càng hẹp thì sẽ ít rủi ro hơn nhưng hoạt động lại ít nhộn nhịp hơn.

Tuy vậy, các quy định liên quan đến hoạt động kinh doanh tiền tệ và CCPS chưa tương thích với thay đổi nhanh chóng của thị trường và xu hướng phát triển thị trường CCPS trên thế giới. Hầu hết các quy định pháp lý được ban hành nhằm quản lý chặt chẽ hơn các hoạt động của thị trường ngoại hối, chứ chưa chú trọng đến việc mở rộng và phát triển các giao dịch phái sinh ngoại hối. Nhiều giao dịch đang triển khai buộc phải dừng lại giữa chừng do Nhà nước không thể quản lý, chẳng hạn như Quyết định số 1820/NHNN-QLNH ban hành ngày 18/3/2009 trong đó quyền chọn chỉ được thực hiện giữa ngoại tệ và ngoại tệ, không được thực hiện quyền chọn giữa ngoại tệ và VND. Điều này bắt nguồn từ việc, vào thời điểm cuối năm 2009, nhiều doanh nghiệp Việt Nam khó khăn trong việc tiếp cận nguồn vốn ngoại tệ do sự khan hiếm về cung ngoại tệ từ các Ngân hàng thương mại Việt Nam. Trong giai đoạn đó, tỷ giá USD/VND trong Ngân hàng thương mại thấp hơn nhiều so với tỷ giá trên thị trường chợ đen, nên nhiều doanh nghiệp có nguồn thu bằng ngoại tệ thì không muốn bán lại cho Ngân hàng, đồng thời các doanh nghiệp có khoản chi bằng ngoại tệ thì không thể mua được từ Ngân hàng. Để có thể nâng trần tỷ giá mà không vi phạm quy định về quản lý ngoại hối, nhiều doanh nghiệp dưới sự tư vấn của ngân hàng thương mại đã ký hợp đồng quyền chọn mua/bán ngoại tệ dưới hình thức *quyền chọn kiểu Mỹ*, là loại hợp đồng có thể thực hiện vào bất cứ thời điểm nào trong thời hạn hiệu lực của hợp đồng chứ không cần chờ đến thời điểm đáo hạn. Như vậy, trong các hợp đồng này, hai bên ký với nhau giá mong muốn, cộng với phí quyền chọn và không chờ đến thời điểm đáo hạn, hai bên sẽ tất toán luôn. Nhờ đó, hai bên thoải mái giao dịch với nhau ở mức giá như ngoài thị trường tự do nhưng vẫn không vi phạm quy định của NHNN, và như vậy tỷ giá công bố của NHNN không còn ý nghĩa. Ví dụ, vào thời điểm năm 2009, tỷ giá USD/VND kịch trần của NHNN là 18.700, tỷ giá trên thị trường tự do là 19.700 thì hợp đồng vẫn ký là 18.700 nhưng doanh nghiệp phải trả thêm mức phí

quyền chọn là 1.000 VND/USD và tất toán hợp đồng. Để tránh việc các NHTM và các doanh nghiệp lợi dụng CCPS quyền chọn để cùng nhau vượt trần tỷ giá quy định, NHNN đã ban hành văn bản Quyết định số 1820 chỉ cho phép các NHTM thực hiện quyền chọn ngoại tệ với ngoại tệ. Cho đến nay, trong quy định của Thông tư số 15/2015, Ngân hàng Nhà nước vẫn chưa cấp phép cho giao dịch ngoại hối quyền chọn giữa ngoại tệ và VND.

4. Gợi ý chính sách để phát triển thị trường ngoại hối phái sinh của Việt Nam

4.1. Hoàn chỉnh các văn bản pháp lý điều chỉnh các giao dịch phái sinh

Hiện nay, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam có thể coi là cơ quan chủ quản đối với các giao dịch ngoại hối, do vậy, cơ quan này cần hoàn chỉnh các văn bản pháp lý tạo điều kiện thuận lợi cho các giao dịch phái sinh hàng hóa, tiền tệ, lãi suất phát triển. NHNN cần đánh giá các công cụ phái sinh trên cả hai mặt tích cực và hạn chế, xem xét mở rộng phạm vi thực hiện các công cụ phái sinh, đồng thời có giải pháp hạn chế những nhược điểm của sản phẩm này. Các văn bản pháp lý cần được hoàn thiện theo hướng tránh mâu thuẫn và xung đột trong các quy định về cùng một giao dịch; cần đồng bộ hóa các văn bản pháp lý liên quan. Cụ thể, tác giả đề xuất một số sửa đổi đối với các quy định pháp lý hiện hành như sau:

a. Đối với giao dịch kỳ hạn

- Nới rộng hoặc dỡ bỏ kỳ hạn tối đa của hợp đồng kỳ hạn:

Hiện nay, giao dịch kỳ hạn có kỳ hạn tối thiểu là 3 ngày và tối đa là 365 ngày nhưng trong thực tế, các doanh nghiệp vẫn có những khoản đầu tư, khoản thu hay chi bằng ngoại tệ có thời hạn dài hơn 365 ngày, nếu khách hàng có nhu cầu sử dụng hợp đồng kỳ hạn để bảo hiểm rủi ro tỷ giá thì họ không thể thực hiện được. Do đó, để các chủ thể tham gia giao dịch chủ động trong việc sử dụng hợp đồng kỳ hạn, NHNN cần dỡ bỏ kỳ hạn tối đa của hợp đồng.

- Cho phép các ngân hàng thương mại tự xác định tỷ giá kỳ hạn:

Mặc dù công thức tính tỷ giá kỳ hạn hiện nay được xác định dựa vào tỷ giá giao ngay, kỳ hạn hợp đồng và chênh lệch lãi suất của hai đồng tiền liên quan, nhưng trên thực tế, theo Thông tư số 15/2015/TT-NHNN đối với cặp tỷ giá USD/VND, lãi suất được sử dụng để tính tỷ giá kỳ hạn là lãi suất tái cấp vốn do NHNN công bố và lãi suất mục tiêu của USD. Lãi suất tái cấp vốn do NHNN công bố và lãi suất mục tiêu của USD nhiều khi không phản ánh đúng chênh lệch lãi suất tiền gửi và lãi suất cho vay của VND và USD, là nhân tố chủ yếu ảnh hưởng đến tỷ giá kỳ hạn và dẫn đến việc tỷ giá kỳ hạn không sát với thực tế. Để cách tính tỷ giá kỳ hạn có hiệu quả và phản ánh đúng diễn biến thị trường, NHNN nên để các NHTM tự xác định tỷ giá kỳ hạn dựa trên các mức lãi suất tiền gửi và cho vay của thị trường vì đây là tỷ giá kinh doanh của NHTM.

b. Đối với giao dịch hoán đổi

Hiện nay các NHTM Việt Nam đang chủ yếu thực hiện hai loại sản phẩm giao dịch hoán đổi là hoán đổi ngoại hối và hoán đổi lãi suất. Đối với hoán đổi ngoại hối hay hoán đổi ngoại tệ vẫn bị hạn chế đối tượng tham gia, chỉ bao gồm NHNN và NHTM nhằm đáp ứng nhu

cầu một chiều về thiếu hụt vốn VND của các NHTM. NHNN nên tạo điều kiện cho các NHTM sử dụng giao dịch hoán đổi ngoại hối với mục đích kiểm soát nguồn vốn khả dụng bằng cách cho phép các NHTM thực hiện hoán đổi hai chiều với NHNN, khi thiếu hoặc thừa vốn khả dụng bằng VND, các NHTM đều có thể linh hoạt sử dụng giao dịch này để đáp ứng nhu cầu của mình.

Đối với giao dịch hoán đổi lãi suất, NHNN mới ban hành thông tư số 01/2015/TT-NHNN ngày 6/1/2015 quy định hoạt động kinh doanh, cung ứng sản phẩm phái sinh lãi suất của NHTM và chi nhánh NH nước ngoài, theo đó, sản phẩm hoán đổi lãi suất không còn được định nghĩa riêng mà được xem là một sản phẩm phái sinh lãi suất, bên cạnh các sản phẩm phái sinh lãi suất khác là kỳ hạn lãi suất và quyền chọn lãi suất. Văn bản luật này của NHNN thể hiện xu hướng tiệm cận của các quy định của Việt Nam với các thông lệ và thực tiễn kinh doanh trên thế giới, nhằm giúp các NHTM có cơ sở để mở rộng các sản phẩm kinh doanh, đồng thời tạo điều kiện cho các DN có thêm công cụ để phòng ngừa rủi ro.

c. Đối với giao dịch quyền chọn

Hiện nay, các văn bản pháp lý quy định chi phối các giao dịch quyền chọn không nhiều, thiếu các văn bản hướng dẫn cụ thể cách thực hiện từ NHNN cũng như các văn bản pháp lý từ phía Chính phủ nhằm chi phối, điều tiết, hướng dẫn thực hiện các giao dịch quyền chọn ngoại tệ. Cụ thể, hiện nay các NHTM đang phải dừng lại không được triển khai tiếp CCPS quyền chọn ngoại tệ- nội tệ và các điều kiện giao dịch quyền chọn ngoại tệ còn quá chặt và cứng nhắc. NHNN nên cho phép cả doanh nghiệp và cá nhân tham gia giao dịch quyền chọn ngoại tệ, đặc biệt là quyền chọn giữa ngoại tệ và VNĐ. Mở rộng kỳ hạn giao dịch và hạn mức doanh số giao dịch so với quy định thí điểm. Cho phép các tổ chức tín dụng khác ngoài ngân hàng thực hiện giao dịch quyền chọn ngoại tệ nhằm gia tăng số lượng các nhà cung cấp, nâng cao tính cạnh tranh cho thị trường. Trong thời gian tới, khi thị trường đạt đến một mức độ phát triển nhất định và VND được tự do chuyển đổi thì NHNN nên cho phép các doanh nghiệp tham gia vào giao dịch với tư cách vừa là người mua vừa là người bán để góp phần thúc đẩy giao dịch quyền chọn phát triển.

Dĩ nhiên mặt trái của quyền chọn là yếu tố đầu cơ rất cao nên để hạn chế một phần nào đó rủi ro từ hoạt động đầu cơ tiền tệ lên chính sách tỷ giá, NHNN có thể nghiên cứu một trong các quy định sau:

- Quy định về giới hạn khối lượng giao dịch mua bán: Quy định này nhằm giới hạn các nhà đầu tư mua vào hay bán ra một số lượng giao dịch quá lớn làm cho thị trường bị xáo trộn hay bóp méo.

- Nếu đưa vào áp dụng trở lại quyền chọn VND và ngoại tệ, NHNN có thể không cần quy định cứng về trần và sàn tỷ giá nhằm hạn chế mục đích đầu cơ; thay vào đó có thể cho các NHTM nghiên cứu và triển khai các quyền chọn ngoại lai như quyền chọn kiểu châu Á, quyền chọn giới hạn.

Mới đây, trong Thông tư số 01/2015/TT-NHNN ngày 6/1/2015 quy định hoạt động kinh doanh, cung ứng sản phẩm phái sinh lãi suất của NHTM và chi nhánh NH nước ngoài có đưa thêm sản phẩm mới là quyền chọn lãi suất, bao gồm quyền chọn lãi suất giới hạn trần và quyền chọn lãi suất giới hạn sàn. Hai sản phẩm phái sinh quyền chọn này chính là quyền chọn giới hạn mà tác giả đã đề xuất áp dụng đối với tài sản cơ sở là ngoại tệ hoặc VND như ở trên.

d. Đối với giao dịch tương lai

Giao dịch tiền tệ tương chỉ được tiến hành trên thị trường chính thức, phải có trung tâm giao dịch và Sở giao dịch quản lý hoạt động của trung tâm này, do vậy, các giao dịch hiện nay là do thực hiện trên các sàn giao dịch nước ngoài. Theo Đề án về xây dựng và phát triển thị trường chứng khoán phái sinh, các CCPS tương lai tiền tệ cũng sẽ được giao dịch trên Sàn giao dịch chứng khoán phái sinh của Việt Nam. Do vậy, NHNN phối hợp với UBCKNN ngay từ bây giờ cũng cần phải có kế hoạch cho việc ban hành một hệ thống văn bản pháp luật cụ thể, rõ ràng để điều chỉnh hoạt động của thị trường này.

4.2. Ngân hàng Nhà nước nên đẩy nhanh việc nới rộng biên độ giao động và tiến đến áp dụng chế độ tỷ giá, lãi suất linh hoạt và tự do

Nhà nước nên dần nới lỏng vai trò điều hành của Nhà nước vào thị trường ngoại hối và thị trường tài chính nói chung. Hoạt động giao dịch phải thật sự có ý nghĩa trong điều kiện tình hình biến động của thị trường hoàn toàn khách quan. Khi các yếu tố như lãi suất, tỷ giá biến động khách quan theo thị trường thì lập tức các nhà đầu tư, doanh nghiệp sẽ tự tìm đến và lựa chọn các công cụ phái sinh thích hợp để thực hiện những mục tiêu cụ thể của mình là kinh doanh hay hạn chế rủi ro

Hiện nay, Việt Nam vẫn đang theo đuổi chính sách tỷ giá thả nổi có sự điều tiết của Nhà nước. NHNN quy định biên độ dao động cho tỷ giá chính thức giữa USD/VND hằng ngày, biên độ được điều chỉnh qua từng thời kỳ. Chính quy định biên độ dao động này cùng tỷ giá áp đặt đã khiến cho tỷ giá không phản ánh chính xác cung cầu ngoại hối trên thị trường. Tại Việt Nam luôn xảy ra tình trạng khan hiếm ngoại tệ, cầu luôn lớn hơn cung, tỷ giá có khuynh hướng bị đẩy lên nhưng do bị chặn bởi biên độ dao động nên tỷ giá không thể cân bằng theo thị trường. Mặt khác, tỷ giá luôn chịu sức ép tăng một chiều, điều này kích thích những người đầu cơ vào cuộc, họ găm giữ ngoại tệ đồng thời tích cực mua vào và chờ giá lên để bán ra kiếm lời. Cầu trên thị trường lại càng tăng thêm, trong khi nguồn cung lại giảm do các chủ thể đầu cơ luôn trong tình trạng găm giữ ngoại tệ. Kết quả là cung cầu ngoại tệ trên thị trường càng căng thẳng kéo dài.

Do vậy, trong xu thế hội nhập, đối với thị trường ngoại hối, nhà nước nên dần thực hiện chính sách tự do hóa tỷ giá bằng cách dần dần nới rộng biên độ giao động của VND với USD. Đến một thời điểm thích hợp, có thể xóa bỏ biên độ giao động tỷ giá hướng đến tự do hóa chuyên đổi tiền đồng Việt Nam. Mặt khác, chính sách tự do hóa bước đầu đối với lãi suất tín dụng trên thị trường vốn mang lại những hiệu quả tích cực, lãi suất ngày càng mang tính khách quan, phản ánh tương đối được thực trạng cung cầu vốn của thị trường. Với sự biến

động của lãi suất tín dụng tác động đến thị trường ngoại hối và thị trường lãi suất mang tính khách quan hơn, đây là một tác nhân quan trọng kích thích nhà đầu tư quan tâm đến các công cụ phái sinh lãi suất và hoán đổi ngoại tệ. Nếu tỷ giá được tự do biến động và thả nổi theo quan hệ cung cầu thì sẽ giảm thiểu được các thực trạng trên và sẽ tạo điều kiện phát triển các nghiệp vụ ngoại hối phái sinh trong việc phòng ngừa rủi ro tỷ giá. Để được như vậy, NHNN cần phải:

- Đẩy mạnh hoạt động của thị trường ngoại tệ liên ngân hàng để tỷ giá giao dịch bình quân liên NH thể hiện đúng quan hệ cung cầu trên thị trường.

- Tiến tới xóa bỏ hoàn toàn biên độ dao động khi hội đủ điều kiện kinh tế - xã hội. NHNN không trực tiếp ấn định tỷ giá mà chỉ nên can thiệp vào thị trường ngoại hối thông qua vai trò người mua bán cuối cùng bằng nghiệp vụ thị trường mở. NHNN nên từng bước tiếp tục nới lỏng biên độ dao động tỷ giá hơn nữa để tỷ giá tiến gần với cung cầu thị trường.

- Tăng nguồn cung ngoại tệ cho thị trường, nhằm giải quyết tình trạng căng thẳng về ngoại tệ như hiện nay, giảm sức ép tăng giá một chiều của tỷ giá. Để tăng nguồn cung ngoại tệ, cần tập trung ngoại tệ vào hệ thống ngân hàng. Trước hết, NHNN cần phải tính toán để hình thành mức tỷ giá thực của thị trường, nới lỏng biên độ dao động đồng thời thực hiện các biện pháp cân đối cung cầu ngoại tệ thông qua quỹ dự trữ ngoại hối và cơ cấu lại các giao dịch ngoại thương. Nếu hiệu quả, tỷ giá sẽ không biến động một chiều, lúc này tâm lý chờ ngoại tệ tăng giá sẽ bị loại bỏ, việc nắm giữ ngoại tệ trở nên không an toàn, các chủ thể nắm giữ ngoại tệ sẽ bán ngoại tệ cho các NHTM như vậy lượng cung ngoại tệ sẽ tăng lên.

4.3. Hoàn tất tái cơ cấu hệ thống NHTM Việt Nam

Thời gian qua, Việt Nam đã thực hiện tái cơ cấu hệ thống NHTM và kết quả là đã tăng cường năng lực tài chính đối với các TCTD. Mặc dù mục đích chính của việc tái cơ cấu hệ thống NHTM, theo tác giả, không phải là phát triển các giao dịch phái sinh, nhưng việc tái cơ cấu cũng sẽ mang lại tác động tích cực đối với thị trường CCPS ngoại hối tại Việt Nam.

Thứ nhất, hiện nay, nhiều giao dịch phái sinh ngoại hối vẫn được áp dụng dưới hình thức thí điểm. Các ngân hàng muốn triển khai các nghiệp vụ phái sinh ngoại hối mới phải đạt một mức vốn nhất định do NHNN quy định, phải hoạt động có lãi trong 3 năm liên tục. Do vậy, trước tái cơ cấu sẽ có ít hơn các ngân hàng đạt được các tiêu chuẩn đó. Sau tái cơ cấu, vốn tự có của NHTM sẽ tăng lên giúp các NHTM có điều kiện triển khai các nghiệp vụ giao dịch phái sinh ngoại hối mới.

Thứ hai, theo Thông tư 07/2012 về trạng thái ngoại hối được phép duy trì của các tổ chức tín dụng không được phép vượt quá 20% vốn tự có của NH, thay vì quy định trước đó là 30%. Trạng thái ngoại hối càng lớn thì NH sẽ “không gian” hoạt động giao dịch ngoại hối thoải mái hơn và ngược lại. Do vậy, khi tái cơ cấu, vốn tự có của NHTM sẽ tăng và tạo điều kiện cho NHTM thực hiện các giao dịch ngoại hối và vẫn tuân thủ tốt quy định của NHNN.

Tài liệu tham khảo

- [1] Bank for International Settlements (BIS), 2014, *Triennial Central Bank Survey: Global foreign exchange market turnover in 2013*, Monetary and Economic Department, Feb. 2014.
- [2] Bodnar, Gordon M., and Giambona, Erasmo..., 2011, *Managing Risk Management* (March 15, 2011). AFA 2012 Chicago Meetings Paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1787144> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1787144>,
- [3] Deutsche Borse Group, 2008, *The Global Derivatives market- An introduction*, Germany, 2008.
- [4] Don M.Chance, 2009, *Introduction to Derivatives and Risk management*, eighth edition, Robert Brooks, Cengage Learning Inc.
- [5] Hull, C. John, 2012, *Options, Futures and other Derivatives, eighth edition*, Pearson Education
- [6] Nguyễn Thị Quỳnh Nga, *Công cụ phái sinh: lợi ích và mặt trái*, Tạp chí Kinh tế đối ngoại, số 53/2012, (trích dẫn: Nguyễn Thị Quỳnh Nga 2012.a).
- [7] Nguyễn Thị Quỳnh Nga, *Công cụ phái sinh tương lai hàng hóa: từ lý thuyết đến thực tiễn áp dụng tại Việt Nam*, Tạp chí Thương mại Số 19/2012, (trích dẫn: Nguyễn Thị Quỳnh Nga 2012.b).
- [8] Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, 2004, *Quyết định số 1452/2004/QĐ-NHNN về giao dịch hối đoái của các TCTD được phép kinh doanh ngoại hối*, ban hành ngày 10/11/2004.
- [9] Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, 2012, *Thông tư số 07/2012 TT-NHTNN về trạng thái ngoại tệ của các tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài*, ban hành ngày 20/3/2012
- [10] Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, 2015, *Thông tư số 01/2015/TT-NHNN quy định hoạt động kinh doanh, cung ứng sản phẩm phái sinh lãi suất của NHTM và chi nhánh NH nước ngoài*, ban hành ngày 6/1/2015
- [11] Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, 2015, *Thông tư số 15/2015/TT-NHNN hướng dẫn giao dịch ngoại tệ trên thị trường ngoại tệ của các tổ chức tín dụng được phép hoạt động ngoại hối*, ban hành ngày 2/10/2015
- [12] Purnanandam Purnanandam Amiyatosh K., 2007, *Financial Distress and Corporate Risk Management: Theory & Evidence*. Available at SSRN:<https://ssrn.com/abstract=782425>
- [13] Rene M.Stulz, 2004, *Should we fear derivatives*, NBER working paper series, National bureau of economic research, Cambridge, 2004.

CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ PHI TRUYỀN THỐNG CỦA FED VÀ ECB – BÀI HỌC CHO VIỆT NAM

TS. Nguyễn Thanh Nhân - ThS. Vũ Ngọc Hương

Học viện Ngân hàng

Tóm tắt

Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu là nguyên nhân chính làm cho kinh tế Mỹ và EU rơi vào suy thoái nghiêm trọng từ cuối năm 2007. Trước bối cảnh đó, Cục dự trữ liên bang Mỹ FED và Ngân hàng trung ương châu Âu ECB đã thực thi một loạt các biện pháp đặc biệt được biết đến với tên gọi chính sách tiền tệ phi truyền thống nhằm nới lỏng chính sách tiền tệ và thúc đẩy quá trình phục hồi của nền kinh tế. Bài viết dưới đây sẽ trình bày các chính sách được FED và ECB sử dụng trong giai đoạn hậu khủng hoảng và rút ra các bài học cho Việt Nam trong việc điều hành chính sách tiền tệ trong thời gian tới.

***Từ khóa:** Chính sách tiền tệ phi truyền thống, Định hướng mục tiêu, Mua tài sản quy mô lớn, Cung cấp thanh khoản*

UNCONVENTIONAL MONETARY POLICY OF FED AND ECB – LESSONS FOR VIETNAM

Dr. Nguyen Thanh Nhan - Vu Ngoc Huong MSc

Banking Academy of Vietnam

Abstract

The global financial crisis has caused severe economic recessions in the United State and the European Union since late 2007. In order to expand monetary policy further and promote economic recovery, the Federal Reserve (FED) and the European Central Bank (ECB) have implemented a series of special measures known as unconventional monetary policy. The paper aims to analyze these policies of FED and ECB in the post-crisis period and draw some lessons for Vietnam in implementing monetary policy.

***Key words:** Unconventional monetary policy, Forward guidance, Large-scale asset purchases, Liquidity provision*

1. Khung chính sách tiền tệ của FED và ECB trước khủng hoảng 2008

1.1. Mục tiêu của chính sách tiền tệ

Tại Mỹ, Cục Dự Trữ Liên Bang Mỹ FED là cơ quan chịu trách nhiệm điều hành chính sách tiền tệ với mục tiêu “việc làm tối đa, giá cả ổn định và lãi suất dài hạn vừa phải”. Đồng thời qua quan sát thị trường cho thấy mục tiêu ổn định giá cả trong dài hạn được xác định “ngầm” là duy trì một tỷ lệ lạm phát 2% (Labonte M., 2010).

Trong khi đó, tại châu Âu, từ năm 1999, Hội đồng quản trị của Ngân hàng Trung ương Châu Âu ECB phụ trách việc xây dựng chính sách tiền tệ trong khu vực đồng euro. Ban đầu, mục tiêu được xác định là tỉ lệ lạm phát thấp hơn 2%, tuy nhiên, đến năm 2003, ECB đã cụ thể hóa mục tiêu của mình là duy trì tỉ lệ lạm phát “thấp hơn nhưng gần mức 2% trong khu vực đồng euro trong trung hạn” (Pattipeilohy, 2013).

1.2. Công cụ của chính sách tiền tệ

Từ năm 1970, cùng với xu hướng chuyển từ điều chỉnh cung tiền sang công cụ lãi suất của nhiều ngân hàng trung ương trên thế giới, FED xác định mục tiêu cho một mức lãi suất ngắn hạn – lãi suất quỹ liên bang FFR. Cụ thể, FED công bố mức lãi suất FFR mục tiêu trong mỗi thời kỳ làm cơ sở cho việc thiết lập các mức lãi suất khác trên thị trường. Lãi suất mục tiêu được xác lập bởi FOMC định kỳ 8 lần trong một năm (7 tuần/lần) và các cuộc họp bất thường trong trường hợp cần thiết. Bên cạnh đó, FED còn sử dụng công cụ chính sách tái chiết khấu nhằm hỗ trợ chính sách lãi suất. Cách điều hành này của FED sẽ khiến cho lãi suất thị trường luôn có xu hướng biến động giữa lãi suất FFR mục tiêu (có vai trò như lãi suất sàn) và lãi suất tái chiết khấu (có vai trò như lãi suất trần) mà không phải đặt ra giới hạn bằng biện pháp hành chính.

Tương tự FED, ECB cũng sử dụng ba công cụ chính sách tiền tệ truyền thống bao gồm: dự trữ bắt buộc, tái cấp vốn và nghiệp vụ thị trường mở. Ba loại lãi suất điều hành chủ yếu của ECB bao gồm: lãi suất trúng thầu MRO, lãi suất tiền gửi và lãi suất cho vay qua đêm. Cả ba loại lãi suất này đều được ECB điều chỉnh 6 tuần một lần, trong đó lãi suất MRO có vai trò định hướng lãi suất ngắn hạn, còn cặp lãi suất tái cấp vốn đóng vai trò như cặp lãi suất trần và lãi suất sàn cho lãi suất qua đêm trên thị trường tiền tệ liên ngân hàng.

2. Sự cần thiết phải sử dụng chính sách tiền tệ phi truyền thống

Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu là nguyên nhân chính làm cho kinh tế Mỹ và EU rơi vào suy thoái nghiêm trọng từ cuối năm 2007. Do đó, vào tháng 12/2008, FOMC đã đưa ra một quyết định có tính chất bước ngoặt để cứu vãn nền kinh tế Mỹ: điều chỉnh lãi suất FFR mục tiêu xuống mức thấp nhất trong lịch sử là 0 - 0,25%. Thời gian đầu kể từ cuộc khủng hoảng 2008, khi lãi suất thị trường còn ở mức tương đối cao, biện pháp này của FED đã phát huy hiệu quả trong việc hạ thấp mặt bằng lãi suất ngắn hạn. Tuy nhiên khi mặt bằng lãi suất liên ngân hàng đã xuống thấp (duy trì ở mức lãi suất mục tiêu), cộng với bối cảnh nền kinh tế với sức sản xuất yếu không thể hấp thụ vốn để tăng trưởng, thì chính sách tiền tệ này đã không còn phát huy hiệu quả.

Tương tự FED, khi khủng hoảng nổ ra, ECB đã ngay lập tức nới lỏng chính sách tiền tệ để hỗ trợ cho nền kinh tế như cung cấp không giới hạn các khoản vay qua đêm với thời hạn tối đa lên đến 5 ngày cho hệ thống ngân hàng, thiết lập thỏa thuận hoán đổi tiền tệ với các ngân hàng trung ương khác để giảm bớt áp lực về vốn ngắn hạn bằng USD, tăng thời hạn cho vay tối đa lên 6 tháng thay vì 3 tháng như trước đó, đồng thời giảm lãi suất MRO xuống mức thấp kỷ lục là 1%/năm. Điều này cho thấy chính sách tiền tệ đã được nới lỏng với tốc độ nhanh và mức độ lớn chưa từng có trong lịch sử của ECB cũng như các ngân hàng trung ương quốc gia thuộc khu vực đồng tiền chung châu Âu.

Tuy nhiên, những nỗ lực trên của FED và ECB có vẻ như là không đủ khi mức độ suy thoái kinh tế nghiêm trọng và nguy cơ giảm phát ở các khu vực này vẫn chưa được đẩy lùi. Mặt khác, với mức lãi suất điều hành được cắt giảm xuống mức thấp kỷ lục, FED và ECB khó có thể nới lỏng chính sách tiền tệ hơn nữa thông qua các công cụ lãi suất để hỗ trợ nền kinh tế thoát khỏi suy thoái. Do đó, ngân hàng trung ương của hai khu vực này đã thiết lập và thực thi một loạt các biện pháp mới nhằm tiếp tục nới lỏng chính sách tiền tệ, được biết đến với tên gọi chính sách tiền tệ phi truyền thống.

3. Chính sách tiền tệ phi truyền thống của FED và ECB sau khủng hoảng 2008

3.1. Chính sách tiền tệ phi truyền thống của FED

Được biết đến với tên gọi chính sách tiền tệ phi truyền thống, các biện pháp mở rộng tiền tệ được FED sử dụng bao gồm: Cung cấp thanh khoản; định hướng mục tiêu (Forward guidance); nới lỏng tín dụng” (Credit easing) và thu mua tài sản quy mô lớn, hay còn được biết đến với tên gọi phổ biến – nới lỏng định lượng (QE - quantitative easing)

(i) Cung cấp thanh khoản

Theo cựu Chủ tịch Cục dự trữ liên bang Bernanke (2009), công cụ cung cấp thanh khoản là các hoạt động của ngân hàng trung ương nhằm bổ sung nguồn vốn ngắn hạn cho các tổ chức tài chính, bao gồm các biện pháp cấp tín dụng mới và việc đảm bảo các tổ chức giao dịch chứng khoán sơ cấp (primary securities dealers) cũng như các ngân hàng thương mại có đủ điều kiện để vay tại cửa sổ chiết khấu của ngân hàng trung ương. Trong suốt chiều dài lịch sử, số dự nợ cho vay qua cửa sổ chiết khấu thường không đến 1 tỷ USD do Fed không khuyến khích các ngân hàng vay qua cửa sổ chiết khấu này, việc vay mượn từ Fed được coi là một dấu hiệu hoạt động không tốt từ các ngân hàng. Bên cạnh đó, từ những năm 1930 đến 2008, Fed chưa hề cho bất cứ tổ chức phi ngân hàng nào vay. Tuy nhiên, từ tháng 12/2007 tới tháng 10/2008, Fed đã thực hiện một loạt công cụ cho vay khẩn cấp dành cho các ngân hàng, các tổ chức tài chính phi ngân hàng và thị trường để phục hồi thanh khoản cho hệ thống tài chính (Bảng 1).

Bảng 1: Các biện pháp cung cấp thanh khoản của FED

	Thời gian thực hiện	Biện pháp cụ thể	Nội dung
Cung cấp thanh khoản cho các tổ chức tài chính mục tiêu	12/2007 – 3/2010	Cho vay trên cơ sở đấu thầu (Term Auction Facility – TAF)	Cung cấp các khoản vay kỳ hạn 28 hoặc 84 ngày cho các tổ chức nhận tiền gửi. Giống như tái chiết khấu, các khoản cho vay qua TAF đều có đảm bảo và các khoản đảm bảo thường là các khoản cho vay và các chứng khoán đảm bảo bằng tài sản.
	3/2008 – 1/2010	Quỹ tín dụng cho tổ chức giao dịch sơ cấp (Primary Dealer Credit Facility – PDCF)	Cung cấp các khoản vay qua đêm cho các nhà giao dịch chứng khoán sơ cấp tại lãi suất tái chiết khấu. Các khoản thế chấp bao gồm các khoản nợ Chính phủ, nợ của các cơ quan chính phủ, các khoản đầu tư công ty, chứng khoán có tài sản đảm bảo. Đến tháng 9/2008, các chứng khoán đảm bảo được mở rộng hơn về chủng loại.
Hoán đổi tài sản kém lỏng	3/2008 – 1/2010	Quỹ cho vay chứng khoán kỳ hạn (Term Securities Lending Facility – TSLF)	Cho các tổ chức giao dịch chứng khoán sơ cấp vay chứng khoán chính phủ trong thời hạn 28 ngày trên cơ sở hoán đổi các chứng khoán kém lỏng hơn. Các khoản vay có thể được ký quỹ với các MBS có định mức tín dụng AAA/Aaa, chứng khoán thương mại được ký quỹ, chứng khoán nợ đầu tư.
Cung cấp thanh khoản trực tiếp cho các thành viên tham gia thị trường	10/2008	Cho vay chứng khoán có đảm bảo bằng tài sản (Term Asset-Backed Securities Loan Facility - TALF)	FED cho các tổ chức phát hành chứng khoán có đảm bảo ABS vay với thời hạn tối đa 5 năm
	9/2008	Cho vay các quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ thương phiếu có bảo đảm bằng tài sản (Asset-backed commercial paper Money market mutual fund Liquidity Facility – AMLF)	Cho vay các tổ chức giao dịch chứng khoán sơ cấp để các tổ chức này mua thương phiếu có bảo đảm từ các quỹ tương hỗ trên thị trường tiền tệ
	10/2008	Quỹ cho vay thương phiếu (Commercial Paper Funding Facility – CPFF)	Quỹ sử dụng tiền vay từ FED để mua thương phiếu từ nhà phát hành
	10/2008	Quỹ cho vay nhà đầu tư trên thị trường tiền tệ (Money Market Investor Funding Facility – MMIFF)	Cung cấp khoản vay cho các nhà đầu tư để mua tài sản của các quỹ tương hỗ trên thị trường tiền tệ
Hoán đổi tiền tệ	12/2007 – 1/2010	Các thỏa thuận hoán đổi tiền tệ ban đầu được thiết lập giữa FED với ECB và Ngân hàng Trung ương Thụy Sĩ SNB, sau đó được mở rộng tới 12 ngân hàng trung ương các nước khác.	Thông qua việc cung cấp nguồn vốn bằng USD cho các ngân hàng trung ương nước ngoài để từ đó cho vay các tổ chức tài chính khác, các thỏa thuận hoán đổi tiền tệ có mục đích giảm thiểu áp lực thanh khoản bằng đồng USD tại các khu vực bên ngoài nước Mỹ

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

(ii) Định hướng mục tiêu

Từ năm 2003, Fed bắt đầu công bố xu hướng tăng, giảm hoặc giữ nguyên lãi suất mục tiêu FFR trong các báo cáo của FOMC. Ban đầu, FED sử dụng phương pháp định hướng mở (open-ended guidance) nhưng từ tháng 8/2011, FED chuyển sang sử dụng phương pháp định hướng theo thời gian (date-based guidance) để đưa ra các thông tin cụ thể hơn về định hướng điều hành chính sách tiền tệ. Đến tháng 9/2012, FED chuyển sang sử dụng phương pháp định hướng theo điều kiện (calendar-based guidance) để cung cấp thông tin về những cú sốc có khả

năng dẫn tới sự thay đổi về thời điểm FED tăng hoặc giảm lãi suất điều hành cũng như liệu thời điểm này sẽ xảy ra sớm hơn hay muộn hơn bao lâu so với công bố ban đầu của FED.

Bảng 2: Định hướng mục tiêu trong các tuyên bố của FOMC từ cuối 2008-2013

Định hướng mở	16/12/2008	“Vi điều kiện kinh tế yếu kém nên mức lãi suất thị trường liên ngân hàng mục tiêu sẽ được đảm bảo ở mức thấp trong một thời gian.”
	18/3/2009	“Kết quả dự đoán các điều kiện kinh tế nên sẽ duy trì mức thấp đặc biệt của lãi suất liên ngân hàng mục tiêu trong một thời gian dài.”
	4/11/2009	“Tiếp tục dự đoán rằng các điều kiện kinh tế, bao gồm việc sử dụng tài nguyên ở mức thấp, xu hướng lạm phát và kỳ vọng lạm phát ổn định nên sẽ đảm bảo mức lãi suất thấp của lãi suất liên ngân hàng mục tiêu trong một thời gian dài.”
	21/9/2010	“Ủy ban sẽ tiếp tục theo dõi triển vọng kinh tế, phát triển tài chính và sẵn sàng cung cấp thanh khoản bổ sung nếu cần thiết để hỗ trợ việc phục hồi kinh tế và để trả lạm phát đạt tới mức lạm phát mục tiêu.”
Định hướng theo thời gian	9/8/2011	“Ủy ban dự đoán các điều kiện kinh tế - bao gồm cả việc sử dụng tài nguyên ở mức thấp và triển vọng lạm phát trong trung hạn – nên sẽ đảm bảo duy trì mức lãi suất liên ngân hàng mục tiêu ở mức thấp ít nhất đến giữa năm 2013.”
	25/1/2012	“... hiện đang dự đoán rằng các điều kiện kinh tế - bao gồm cả mức sử dụng tài nguyên thấp và triển vọng lạm phát thấp trong trung hạn - nên sẽ đảm bảo duy trì mức lãi suất liên ngân hàng mục tiêu ở mức thấp ít nhất đến cuối năm 2014.”
Định hướng theo điều kiện	13/9/2012	“... hy vọng rằng động thái chính sách tiền tệ sẽ rất phù hợp trong một khoảng thời gian đáng kể sau khi kinh tế phục hồi mạnh mẽ” và “... hiện đang dự đoán rằng mức lãi suất liên ngân hàng mục tiêu thấp đặc biệt chắc chắn sẽ được đảm bảo ít nhất qua giữa năm 2015.”
	12/12/2012	“... hy vọng rằng về chính sách tiền tệ cân bằng sẽ vẫn thích hợp trong một thời gian đáng kể sau khi chương trình mua tài sản kết thúc và sự phục hồi kinh tế tăng lên. Cụ thể, Ủy ban ... hiện đang dự đoán rằng lãi suất liên ngân hàng đặc biệt thấp [0 đến 0,25%] sẽ phù hợp miễn là tỷ lệ thất nghiệp vẫn duy trì ở trên 6 ^{1/2} %, lạm phát trong một, hai năm tới dự kiến sẽ không vượt quá một nửa điểm phần trăm trên mục tiêu dài hạn 2% của Ủy ban, và kỳ vọng lạm phát dài hạn tiếp tục được neo lại. Ủy ban xem các ngưỡng này là phù hợp với các chỉ dẫn dựa trên ngày trước đó. Trong khi xác định thời gian để duy trì lập trường cứng nhắc về chính sách tiền tệ, Ủy ban cũng sẽ xem xét các thông tin khác, bao gồm các biện pháp bổ sung về điều kiện thị trường lao động, các chỉ số về áp lực lạm phát và kỳ vọng lạm phát, và các bài phân tích về sự phát triển tài chính. Khi Ủy ban quyết định bắt đầu loại bỏ chính sách cứng nhắc này, Ủy ban sẽ có một cách tiếp cận cân bằng phù hợp với mục tiêu dài hạn về việc làm tối đa tỷ lệ thất nghiệp và lạm phát là 2%.”
	18/12/2013	“... giờ đây dự đoán dựa trên đánh giá của Ủy ban về các yếu tố này, có thể sẽ thích hợp để duy trì phạm vi mục tiêu hiện tại của lãi suất liên ngân hàng mục tiêu trong thời gian tỷ lệ thất nghiệp giảm xuống dưới 6 ^{1/2} %, đặc biệt nếu dự báo lạm phát tiếp tục thấp hơn mục tiêu dài hạn 2% của Ủy ban...”

Từ năm 2003, Fed bắt đầu công bố xu hướng tăng, giảm hoặc giữ nguyên lãi suất mục tiêu FFR trong các báo cáo của FOMC. Ban đầu, FED sử dụng phương pháp định hướng mở (open-ended guidance) nhưng từ tháng 8/2011, FED chuyển sang sử dụng phương pháp định hướng theo thời gian (date-based guidance) để đưa ra các thông tin cụ thể hơn về định hướng điều hành chính sách tiền tệ. Đến tháng 9/2012, FED chuyển sang sử dụng phương pháp định hướng theo điều kiện (calendar-based guidance) để cung cấp thông tin về những cú sốc có khả năng dẫn tới sự thay đổi về thời điểm FED tăng hoặc giảm lãi suất điều hành cũng như liệu thời điểm này sẽ xảy ra sớm hơn hay muộn hơn bao lâu so với công bố ban đầu của FED.

(iii) Nói lỏng định lượng QE và Operation Twist

Các chương trình nới lỏng định lượng QE của FOMC hầu hết là mua sắm tài sản quy mô lớn (large-scale asset purchases-LSAPs) bao gồm trái phiếu chính phủ dài hạn và các chứng khoán được đảm bảo bằng tài sản thế chấp (MBS) và cũng bao gồm chương trình mở rộng kỳ hạn (maturity extension program-MEP); Các giai đoạn khác nhau của các chương trình QE được tóm tắt trong Bảng 3.

Thông qua nghiệp vụ thị trường mở, các gói QE ngoài việc tăng cung tiền ngắn hạn (bằng việc mua TPCP) thì FED còn thực hiện để bơm lượng tiền hoàn toàn mới có tính chất ổn định (trung, dài hạn) vào thị trường (mua MBS), đồng thời giữ nguyên mức lãi suất liên ngân hàng thấp, từ 0% đến 0,25%. Lượng cung tiền mới đưa ra nền kinh tế có tác dụng không chỉ hạ mặt bằng lãi suất ngắn hạn mà còn hạ cả lãi suất trung và dài hạn, khiến cho toàn bộ đường cong lãi suất dịch chuyển xuống một mức thấp hơn.

Tính đến tháng 8 năm 2016, Cục Dự trữ Liên bang đã công bố ba chương trình nới lỏng định lượng (QE) và một chương trình “nới rộng kỳ hạn” (extension maturity), đã mua hơn 4 nghìn tỷ USD các Trái phiếu Kho bạc, chứng khoán bảo đảm bằng thế chấp MBS trung và dài hạn.

Bảng 3: Chương trình mua tài sản quy mô lớn của FED

Chương trình	Ngày công bố	Ngày kết thúc	Tổng lượng mua	Đối tượng mua	Chi tiết
QE1	25/11/2008	Vài quý sau đó	Chứng khoán nợ doanh nghiệp: Tối đa 100 tỉ USD MBS doanh nghiệp: Tối đa 500 tỉ USD	Chứng khoán nợ và MBS doanh nghiệp	Mua tối đa 100 tỉ USD chứng khoán nợ doanh nghiệp và 500 tỉ USD MBS doanh nghiệp. Các hoạt động mua dự tính diễn ra sau vài quý.
	18/3/2009	Chứng khoán chính phủ: 30/9/2009 Chứng khoán nợ và MBS doanh nghiệp: 31/12/2009	Chứng khoán nợ doanh nghiệp: Thêm 100 tỉ USD MBS doanh nghiệp: thêm 750 tỉ USD Chứng khoán chính phủ dài hạn: 300 tỉ USD	Chứng khoán nợ và MBS doanh nghiệp, chứng khoán chính phủ dài hạn	Tổng lượng mua MBS tối đa được điều chỉnh lên 1.250 tỉ USD, chứng khoán nợ doanh nghiệp 200 tỉ USD. Trái phiếu chính phủ dài hạn mua tối đa 300 tỉ USD trong 6 tháng tới.
QE2	3/11/2010	30/6/2011	600 tỉ USD	Chứng khoán chính phủ dài hạn	Mua 600 tỉ USD chứng khoán chính phủ dài hạn trước khi kết thúc quý II năm 2011, tốc độ mua khoảng 75 tỉ USD mỗi tháng
Operation Twist (QE 2,5)	21/9/2011	30/6/2012	400 tỉ USD	Chứng khoán chính phủ dài hạn	Mua trước 30/6 400 tỉ USD chứng khoán chính phủ với kỳ hạn còn lại từ 6-30 năm và bán lượng chứng khoán chính phủ tương đương với kỳ hạn còn lại dưới 3 năm
	20/6/2012	31/12/2012	Lượng mua giới hạn bởi lượng chứng khoán chính phủ ngắn hạn nắm giữ	Chứng khoán chính phủ dài hạn	Mua chứng khoán chính phủ với kỳ hạn còn lại từ 6-30 năm và bán lượng chứng khoán chính phủ tương đương với kỳ hạn còn lại dưới 3 năm
QE3	13/9/2012	-	-	MBS doanh nghiệp và chứng khoán chính phủ dài hạn	Mua 40 tỉ USD MBS mỗi tháng và tiếp tục QE2,5 cho đến cuối năm, tăng lượng chứng khoán dài hạn nắm giữ thêm 85 tỉ USD

Chương trình	Ngày công bố	Ngày kết thúc	Tổng lượng mua	Đối tượng mua	Chi tiết
	12/12/2012	-	-	MBS doanh nghiệp và chứng khoán chính phủ dài hạn	Mua 40 tỉ USD MBS và 45 tỉ USD chứng khoán chính phủ dài hạn mỗi tháng sau khi QE2,5 kết thúc vào cuối năm
	29/1/2014	29/10/2014	-	MBS doanh nghiệp và chứng khoán chính phủ dài hạn	Giảm lượng mua xuống 30 tỉ USD MBS và 35 tỉ USD chứng khoán chính phủ mỗi tháng

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

3.2. Chính sách tiền tệ phi truyền thống của ECB

Các biện pháp tiền tệ phi truyền thống của ECB có thể chia thành 4 nhóm công cụ bao gồm: cung cấp thanh khoản, mua tài sản quy mô lớn, định hướng mục tiêu, lãi suất âm và khuyến khích cho vay.

(i) Cung cấp thanh khoản

Vào tháng 10/2008, ECB đã thực hiện một loạt biện pháp nhằm hỗ trợ thanh khoản cho thị trường tài chính, bao gồm:

Thứ nhất, đấu thầu lãi suất cố định phân bổ đầy đủ (fixed-rate full allotment): Trong thời kỳ khủng hoảng, tất cả các nghiệp vụ thị trường mở đều được áp dụng quy trình đấu thầu lãi suất cố định và các tổ chức tài chính đủ điều kiện đều có khả năng tiếp cận không giới hạn với nguồn thanh khoản của ngân hàng trung ương tại mức lãi suất MRO. Đây là sự thay đổi lớn trong nghiệp vụ thị trường mở bởi trước đây, ECB áp dụng quy trình đấu thầu lãi suất biến đổi với khối lượng thanh khoản được xác định trước, lãi suất trúng thầu chính là lãi suất áp dụng cho nghiệp vụ tái cấp vốn chính MRO.

Thứ hai, kéo dài thời hạn thanh toán: Thời hạn tối đa đối với nghiệp vụ tái cấp vốn dài hạn (LTROs) đã được mở rộng (tối đa 6 tháng vào tháng 11/2008 và 12 tháng vào tháng 6/2009), ngoài ra các nghiệp vụ tái cấp vốn dài hạn thông thường khác (thời hạn 1 và 3 tháng) vẫn được duy trì. Việc kéo dài thời hạn thanh toán và áp dụng quy trình đấu thầu lãi suất cố định đã góp phần giữ lãi suất thị trường tiền tệ ở mức thấp và tăng cường khả năng cung cấp tín dụng cho nền kinh tế của hệ thống ngân hàng trong khu vực đồng euro, đặc biệt là với các kỳ hạn dài. Sang đến năm 2011, ECB thực hiện hai nghiệp vụ tái cấp vốn dài hạn (VLTROs hay 3-year LTROs) với kỳ hạn thanh toán dài hơn (tối đa 36 tháng) và cho phép trả nợ vào bất kỳ thời điểm nào sau năm thứ nhất, qua đó cung ứng khoảng 1.000 tỉ euro cho hệ thống ngân hàng. Đây là nghiệp vụ chiếm tỉ trọng lớn nhất trong sự gia tăng giá trị bảng cân đối tài sản của ECB trong giai đoạn này.

Thứ ba, nới lỏng điều kiện tài sản đảm bảo: Danh sách các tài sản đảm bảo đủ điều kiện được chấp nhận trong các nghiệp vụ tái cấp vốn đã được mở rộng, điều này cho phép các ngân hàng tăng cường khả năng vay vốn từ ngân hàng trung ương trên cơ sở các tài sản kém lỏng và là một biện pháp hiệu quả để khắc phục tình trạng thiếu thanh khoản gây ra bởi sự

đình trệ đột ngột trên thị trường liên ngân hàng. Theo ECB (2013), danh sách các tài sản đảm bảo đủ điều kiện được mở rộng bao gồm:

- Các tài sản được niêm yết bằng ngoại tệ (USD, GBP, JPY) được phát hành và nắm giữ ở khu vực euro;

- Các tài sản thị trường và phi thị trường (trừ chứng khoán đảm bảo bằng tài sản ABS) với ngưỡng xếp hạng tín dụng tối thiểu là cấp độ đầu tư (VD: BBB-/Baa3);

- Chứng khoán đảm bảo bằng tài sản ABS với xếp hạng BBB- nếu đáp ứng được các điều kiện bổ sung nhằm giảm thiểu rủi ro theo Hướng dẫn của ECB/2013/4;...

Thứ tư, thỏa thuận hoán đổi tiền tệ: Hệ thống ngân hàng trung ương khu vực đồng euro tạm thời cung cấp thanh khoản bằng ngoại tệ với các kỳ hạn khác nhau trên cơ sở tài sản đảm bảo được niêm yết bằng đồng euro (euro-denominated collateral). Để thực hiện điều này, ECB sử dụng các thỏa thuận hoán đổi tiền tệ mà chủ yếu là với Cục dự trữ liên bang Mỹ FED, qua đó giúp các ngân hàng trong khu vực tránh được sự thiếu hụt một lượng vốn USD đáng kể.

(ii) Mua tài sản quy mô lớn

Bảng 4: Các công cụ mua tài sản được ECB sử dụng trong giai đoạn 2008-2013

Chương trình/ Công cụ	Thời gian thực hiện	Thời gian kết thúc	Tổng lượng mua	Thông tin chi tiết
Chương trình mua trái phiếu bảo đảm CBPP1	2/7/2009	30/6/2010	60 tỉ euro	Đối tượng của chương trình bao gồm các trái phiếu bảo đảm: - niêm yết bằng euro - phát hành bởi các tổ chức tín dụng hoạt động trong khu vực euro; hoặc các tổ chức khác trong khu vực thỏa mãn 2 điều kiện: (i) chỉ phát hành trái phiếu bảo đảm, và (ii) trái phiếu bảo đảm được bảo lãnh bởi một tổ chức tín dụng trong khu vực - quy mô phát hành tối thiểu là 500 triệu euro (hoặc trong trường hợp đặc biệt không dưới 100 triệu euro) - có xếp hạng tối thiểu là AA - được nắm giữ và thanh toán trong khu vực euro
Chương trình thị trường chứng khoán SMP	10/5/2010	6/9/2012	Khoảng 220 tỉ euro	NHTW các nước thuộc Eurosystem có thể mua: - trên thị trường thứ cấp: các chứng khoán nợ phát hành bởi chính phủ hoặc các tổ chức chính phủ sử dụng đồng euro - trên thị trường sơ cấp và thứ cấp: các chứng khoán nợ phát hành bởi các tổ chức tư nhân hoạt động trong khu vực euro
Chương trình mua trái phiếu bảo đảm CBPP2	11/2011	31/10/2012	16,4 tỉ euro	Đối tượng của chương trình bao gồm: - trái phiếu bảo đảm hoặc trái phiếu bảo đảm cấu trúc (structured covered bond) cung cấp sự bảo vệ tương tự trái phiếu bảo đảm - niêm yết bằng euro - quy mô phát hành tối thiểu là 300 triệu euro - có xếp hạng tối thiểu là BBB- - có thời hạn còn lại tối đa là 10,5 năm

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

Từ tháng 6/2009, ECB thực hiện hai Chương trình mua trái phiếu bảo đảm (Covered bond purchase programme – CBPP) nhằm khôi phục thị trường trái phiếu bảo đảm¹, vốn là nguồn cung cấp vốn quan trọng cho các ngân hàng ở khu vực đồng euro. Bên cạnh đó, ECB cũng thực hiện Chương trình thị trường chứng khoán (Securities Markets Programme – SMP) để đảm bảo tính thanh khoản và hoạt động của những phân khúc thị trường bị ảnh hưởng bởi cuộc khủng hoảng. Trong khuôn khổ chương trình này, các biện pháp can thiệp của ngân hàng trung ương sẽ được thực hiện chủ yếu ở thị trường trái phiếu chính phủ và chỉ giới hạn ở thị trường thứ cấp. Bên cạnh đó, các nghiệp vụ hấp thụ thanh khoản cũng được thực hiện để không ảnh hưởng đến việc thực thi chính sách tiền tệ của ngân hàng trung ương. Chương trình SMP kết thúc vào tháng 9/2012 và được thay thế bởi các giao dịch tiền tệ công khai (Outright Monetary Transactions – OMT). Tuy nhiên, trên thực tế, các Giao dịch tiền tệ công khai này chưa từng được ECB thực hiện.

Tiếp đó, vào năm 2014, ECB thực hiện Chương trình mua tài sản mở rộng (Expanded Asset purchase programme – APP) với đối tượng là chứng khoán của khu vực công và khu vực tư nhân. Chương trình này bao gồm bốn thành phần (Bảng ...), dự kiến sẽ kết thúc vào cuối năm 2017 và được thực hiện bởi 6 ngân hàng trung ương quốc gia đại diện cho hệ thống ngân hàng trung ương châu Âu Eurosystem bao gồm ngân hàng trung ương các nước Bỉ, Đức, Tây Ban Nha, Pháp, Ý và Hà Lan.

Bảng 5: Chương trình mua tài sản mở rộng của ECB

Chương trình/ Công cụ	Thời gian thực hiện	Lượng nắm giữ vào ngày 8/9/2017	Thành phần tài sản mua
Chương trình mua trái phiếu bảo đảm CBPP3	20/10/2014	228.952 triệu euro Tại 31/8/2017, lượng nắm giữ trên các thị trường là: - thị trường sơ cấp: 75.794 triệu euro (33,27%) - thị trường thứ cấp: 151.994 triệu euro (66,73%)	Trái phiếu bảo đảm: - có xếp hạng tối thiểu là BBB- - niêm yết bằng euro, được nắm giữ và thanh toán trong khu vực euro - đáp ứng được các điều kiện theo quy định tại ECB/2014/40
Chương trình mua chứng khoán có đảm bảo bằng tài sản ABSPP	21/11/2014	24.599 triệu euro Tại 31/8/2017, lượng nắm giữ trên các thị trường là: - thị trường sơ cấp: 9.710 triệu euro (39,76%) - thị trường thứ cấp: 14.714 triệu euro (60,24%)	Chứng khoán bảo đảm bằng tài sản ABS có xếp hạng tối thiểu là BBB- và đáp ứng được các điều kiện theo quy định tại ECB/2014/45
Chương trình mua trái phiếu khu vực công PSPP	9/3/2015	1.720.024 triệu euro	- Trái phiếu chính phủ - Trái phiếu phát hành bởi các tổ chức danh tiếng, chính quyền địa phương, tổ chức quốc tế và ngân hàng phát triển đa phương trong khu vực euro
Chương trình mua trái phiếu doanh	8/6/2016	109.073 triệu euro Tại 31/8/2017, lượng nắm giữ trên các thị trường là: - thị trường sơ cấp: 15.719 triệu euro	Công cụ nợ: - phát hành bởi các tổ chức phi ngân hàng được thành lập tại các nước thuộc khu vực euro

¹ Trái phiếu bảo đảm là các chứng khoán nợ dài hạn do ngân hàng phát hành để tài trợ các khoản cho vay thường liên quan đến lĩnh vực bất động sản

ngành CSPP		(14,7%) - thị trường thứ cấp: 91.179 triệu euro (85,3%)	- niêm yết bằng euro - có xếp hạng tối thiểu là BBB- - có thời hạn còn lại tối thiểu là 6 tháng và tối đa là 30 năm - đáp ứng được các điều kiện theo quy định tại ECB/2016/16
---------------	--	---	---

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

(iii) Định hướng mục tiêu

Vào tháng 7/2013, ECB đã đổi mới chiến lược truyền thông bằng cách sử dụng công cụ định hướng chính sách nhằm giảm thiểu sự không chắc chắn cũng như biến động trong tương lai của lãi suất. Cụ thể, Thống đốc ECB Mario Draghi tuyên bố: “Hội đồng quản trị kỳ vọng các lãi suất chính của ECB vẫn được duy trì ở mức hiện tại hoặc thấp hơn trong một khoảng thời gian dài [...] Chúng tôi sẽ theo dõi tất cả các thông tin về sự phát triển kinh tế và tiền tệ”.

(iv) Lãi suất âm

Vào tháng 6/2014, trên đà cắt giảm lãi suất, ECB đã đưa lãi suất MRO xuống mức 0,15%, lãi suất cho vay 0,4%, lãi suất tiền gửi -0,1% và hành lang lãi suất giảm còn 50 điểm cơ bản. Đây là lần đầu tiên lãi suất tiền gửi được duy trì ở mức âm và giới hạn dưới của lãi suất đã bị phá vỡ.

Bảng 6: Lãi suất điều hành của ECB

Ngày áp dụng	Lãi suất tiền gửi (Deposit facility)	Lãi suất MRO	Lãi suất cho vay (Marginal lending facility)
13/11/2013	0,00	0,25	0,75
11/6/2014	-0,10	0,15	0,40
10/9/2014	-0,20	0,05	0,30
9/12/2015	-0,30	0,05	0,30
16/3/2016	-0,40	0,00	0,25

Nguồn: ECB (2017)

(v) Khuyến khích cho vay

Vào giữa năm 2014, ECB thực hiện nghiệp vụ tái cấp vốn dài hạn mục tiêu (Targeted Longer-Term Refinancing Operations – TLTRO) với kỳ hạn tối đa lên tới 4 năm nhằm tái cấp vốn cho tất cả các khoản vay của các tổ chức phi tài chính (Nonfinancial institutions – NFI), ngoại trừ khoản vay mua nhà và trái phiếu chính phủ. Cụ thể, đây là nghiệp vụ tái cấp vốn của ECB cho các tổ chức tín dụng với kỳ hạn lên tới 4 năm, trong đó khối lượng vốn vay được xác định dựa trên các khoản cho vay của họ đối với các hộ gia đình và tổ chức phi tài chính. Mục tiêu của nghiệp vụ này là nhằm nới lỏng điều kiện tín dụng cho khu vực tư nhân và khuyến khích ngân hàng cho vay đối với nền kinh tế thực, do đó có thể được xem như một công cụ khuyến khích cho vay đối với hệ thống ngân hàng (Incentivised lending schemes).

Cho đến nay, ECB đã sử dụng công cụ này hai lần, lần thứ nhất vào tháng 6/2014 và lần thứ hai vào tháng 3/2016.

3.3. Kết quả của việc sử dụng chính sách tiền tệ phi truyền thống

(i) Tác động đến bảng cân đối của ngân hàng trung ương

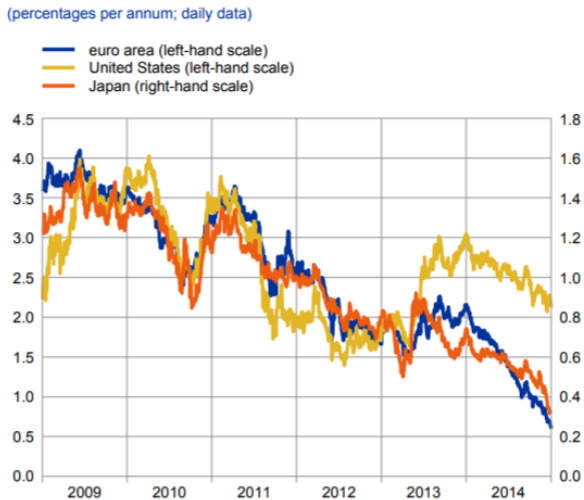
Trước khi áp dụng chính sách tiền tệ phi truyền thống, FED nắm giữ hơn 200 tỷ USD tín phiếu kho bạc và không nắm giữ bất kỳ chứng khoán liên quan đến nợ cũng như MBS. Sau khi kết thúc gói QE3, FED đã không còn nắm giữ tín phiếu kho bạc mà thay vào đó là 1,75 nghìn tỷ USD chứng khoán liên quan đến các khoản nợ và gần 2,5 nghìn tỷ USD Trái phiếu kho bạc có kỳ hạn dài. FED đã mua khoảng 19% tổng số Trái phiếu Kho bạc do công chúng nắm giữ. Tính tới thời điểm hiện tại tổng số chứng khoán nắm giữ bởi FED tăng gấp 5 lần so với thời kỳ suy thoái kinh tế 2007. Bên cạnh sự gia tăng về khối lượng, kỳ hạn trung bình cũng tăng mạnh, từ 1,6 năm cuối năm 2007 lên đến 6,9 năm gần cuối năm 2014.

Trương tự FED, bảng cân đối tài sản của ECB cũng đã có sự thay đổi đáng kể. Về quy mô, vào thời điểm cuối năm 2016, quy mô bảng cân đối tài sản của ECB đã đạt mức cao kỷ lục 3.700 tỷ euro. Về thành phần, khoản mục chứng khoán chính sách tiền tệ tăng mạnh và chiếm 61% giá trị tổng tài sản, trong khi quy mô các tài sản tài chính khác vẫn tương đối ổn định. Với bên nợ phải trả và nguồn vốn, khoản mục tiền gửi tăng mạnh và chiếm 36% tổng nghĩa vụ của ECB, trong khi tiền mặt trong lưu thông giảm xuống còn 31%. Về kỳ hạn, thời gian đáo hạn trung bình của chương trình PSPP là 8,3 năm vào cuối năm 2016, trong khi kỳ hạn trung bình của các nghiệp vụ tái cấp vốn tăng từ khoảng 6 tháng vào tháng 6/2014 lên 3 năm vào cuối năm 2016, chủ yếu do sự xuất hiện của các nghiệp vụ tái cấp vốn dài hạn mục tiêu với kỳ hạn ban đầu lên tới 4 năm.

(ii) Tác động đến lãi suất thị trường

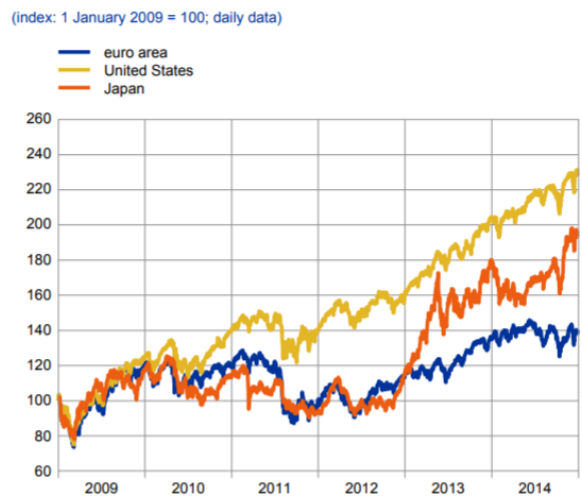
Theo lý thuyết, lãi suất trái phiếu kho bạc đóng vai trò như một lãi suất chuẩn cho một loạt các công cụ nợ khác. Như vậy, bằng cách ảnh hưởng đến giá của trái phiếu kho bạc thông qua việc mua bán chúng, ngân hàng trung ương không chỉ tác động đến lợi tức của trái phiếu mà cả lợi tức của những tài sản khác như trái phiếu doanh nghiệp và MBS. Thực tế cho thấy lợi tức trung bình của trái phiếu chính phủ dài hạn ở Mỹ và châu Âu đều có xu hướng giảm sau khi các biện pháp phi truyền thống được ngân hàng trung ương sử dụng. Bên cạnh đó, thị trường chứng khoán hai khu vực này cũng chứng kiến sự hồi phục tích cực thông qua sự tăng lên của các chỉ số thị trường chứng khoán (Hình 1 và Hình 2).

Hình 1: Lãi suất trái phiếu chính phủ dài hạn



Sources: EuroMTS, ECB, Bloomberg and Thomson Reuters.
 Notes: Long-term government bond yields refer to ten-year bonds or to the closest available bond maturity. The euro area government bond yield is based on the ECB's data on AAA-rated bonds, which include bonds from Austria, Finland, Germany and the Netherlands.

Hình 2: Các chỉ số thị trường chứng khoán



Source: Thomson Reuters.
 Note: The indices used are the Dow Jones EURO STOXX broad index for the euro area, the Standard & Poor's 500 index for the United States, and the Nikkei 225 index for Japan.

4. Điều hành chính sách tiền tệ hậu chính sách tiền tệ phi truyền thống

Mặc dù chính sách tiền tệ phi truyền thống đã chứng minh vai trò quan trọng trong bối cảnh khủng hoảng kinh tế, việc bình thường hóa hay tháo gỡ các biện pháp can thiệp đặc biệt này vẫn luôn được nêu lên do lo ngại về lạm phát, sự bất ổn tài chính và rủi ro đạo đức. Theo Cục Dự trữ liên bang Mỹ FED (2014), các biện pháp nhằm bình thường hóa chính sách tiền tệ phi truyền thống được chia thành hai nhóm chính:

(i) Tăng lãi suất ngắn hạn: Ngân hàng trung ương sẽ xác định thời gian và tốc độ bình thường hóa lãi suất, cụ thể là các bước nhằm tăng lãi suất ngắn hạn lên mức bình thường như thời kỳ trước khủng hoảng. Thời gian thực hiện bình thường hóa lãi suất sẽ phụ thuộc vào các điều kiện và triển vọng kinh tế; tính hiệu quả của chính sách tiền tệ phi truyền thống; và cam kết mà ngân hàng trung ương đã đưa ra.

(ii) Giảm quy mô và chuyển đổi thành phần bảng cân đối của ngân hàng trung ương: Ngân hàng trung ương xác định sẽ từng bước cắt giảm lượng chứng khoán nắm giữ, đồng thời giảm kỳ hạn trung bình của các tài sản và chuyển đổi sang danh mục đầu tư có thành phần chủ yếu là chứng khoán chính phủ. Để thực hiện mục tiêu này, ngân hàng trung ương có thể thực hiện việc bán các chứng khoán nắm giữ, giảm dần và tiến tới ngừng việc tái đầu tư lợi tức từ chứng khoán, hay hướng tới các chứng khoán có kỳ hạn ngắn hơn và tính lỏng cao hơn như trái phiếu chính phủ. Tuy nhiên, trong các phương pháp trên, việc bán chứng khoán của ngân hàng trung ương được cho là có thể tạo áp lực lên thị trường chứng khoán, khiến cho lãi suất tăng nhanh chóng và dẫn tới bất ổn trên thị trường tài chính.

Việc bình thường hóa chính sách tiền tệ phi truyền thống cần được thực hiện hết sức thận trọng bởi những thách thức mà ngân hàng trung ương có thể gặp phải, bao gồm:

Thứ nhất, về lo ngại lạm phát: Nếu các công cụ phi truyền thống được tháo gỡ hay chính sách tiền tệ được thắt chặt quá sớm, sự phục hồi tăng trưởng kinh tế có thể sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực do lãi suất danh nghĩa vẫn ở gần mức 0% và các công cụ chính sách tiền tệ truyền thống chỉ phát huy tác động rất hạn chế. Tuy nhiên, nếu chính sách tiền tệ phi truyền thống được duy trì quá lâu thì lo ngại lạm phát gia tăng có thể kích thích làn sóng bán ra trên thị trường trái phiếu, kéo giãn chênh lệch lãi suất trái phiếu doanh nghiệp và ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán nói chung, từ đó tác động tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế.

Thứ hai, về rủi ro lãi suất: Việc ngân hàng trung ương nói lỏng chính sách tiền tệ với mức độ cao và trong thời gian dài nhằm chống lại suy thoái kinh tế đã làm tăng khẩu vị rủi ro của các nhà đầu tư, thúc đẩy họ nắm giữ các tài sản rủi ro hơn để có lợi nhuận tốt hơn. Khi chính sách tiền tệ phi truyền thống được bình thường hóa, lãi suất danh nghĩa tăng trở lại có thể làm thay đổi khẩu vị rủi ro này, khiến cho các nhà đầu tư chuyển đổi danh mục sang các tài sản an toàn hơn, qua đó tác động đến nền kinh tế thực.

Thứ ba, tác động lan tỏa của chính sách tiền tệ thắt chặt trên phạm vi quốc tế cũng cần được xem xét cụ thể bởi chính sách tiền tệ của một quốc gia có thể sẽ ảnh hưởng đến các quốc gia khác thông qua kênh thương mại, kênh lãi suất hay qua thị trường tài chính nói chung.

5. Bài học kinh nghiệm

5.1. Bài học về điều kiện và thời điểm thực hiện chính sách tiền tệ phi truyền thống

Thứ nhất, chính sách tiền tệ phi truyền thống thường được áp dụng trong giai đoạn khủng hoảng nghiêm trọng của nền kinh tế, khi mà việc sử dụng chính sách tiền tệ truyền thống gần như không hiệu quả.

Khi mặt bằng lãi suất liên ngân hàng đã xuống thấp (duy trì ở mức lãi suất mục tiêu), cộng với bối cảnh nền kinh tế với sức sản xuất yếu không thể hấp thụ vốn để tăng trưởng, cơ chế lan truyền từ lãi suất ngắn hạn đến các mức lãi suất trung và dài hạn theo cấu trúc kỳ hạn của lãi suất không như mong muốn, thì chính sách tiền tệ truyền thống gần như không thể phát huy tác dụng. Nghiên cứu tại Mỹ và Khu vực tiền tệ chung châu Âu đều chỉ ra việc sử dụng lãi suất ngắn hạn qua đêm để điều chỉnh các lãi suất khác trên thị trường, và đều duy trì lãi suất này ở mức thấp từ trước cuộc khủng hoảng (ở Mỹ là 5.5% và ECB là 4.25%). Khi cuộc khủng hoảng thực sự nổ ra, các quốc gia đều nhanh chóng đưa lãi suất chính sách xuống gần mức 0%, nhưng hiệu ứng truyền dẫn từ lãi suất ngắn hạn này đến các mức lãi suất trung, dài hạn là không đáng kể.

Thứ hai, các quốc gia được nghiên cứu đều có chỉ số lạm phát thấp, thậm chí đối mặt với nguy cơ giảm phát.

Về cơ sở luận, việc mở rộng gói nói lỏng định lượng trong chính sách tiền tệ phi truyền thống sẽ có nguy cơ gây lạm phát do sự tăng trưởng cung tiền và kỳ vọng lạm phát tăng của công chúng. Tuy nhiên các quốc gia nghiên cứu đều có mức lạm phát trước khi thực hiện các gói nói lỏng định lượng là rất thấp và các gói nói lỏng định lượng đều được cho là không có tác động lớn đến lạm phát. Thực tế cho thấy dù liên tục thực hiện chính sách tiền tệ nói lỏng với quy mô lớn, song các NHTW đều đặt mục tiêu lạm phát quanh mức 2%.

Thứ ba, phản ứng nhanh chóng của NHTW trong việc áp dụng CSTT phi truyền thống giúp hạn chế những tác động tiêu cực của khủng hoảng lên hệ thống tài chính.

Từ khi những dấu hiệu căng thẳng bắt đầu xuất hiện trên thị trường liên ngân hàng vào cuối năm 2007, ECB đã bắt đầu thực hiện các biện pháp nhằm tăng cường đáp ứng nhu cầu thanh khoản của hệ thống ngân hàng và chính thức áp dụng chính sách tiền tệ phi truyền thống vào cuối năm 2008. Điều này cho thấy ECB đã phản ứng rất nhanh chóng trước những diễn biến đầu tiên của cuộc khủng hoảng, nhờ đó đã góp phần hạn chế những tác động tiêu cực lên hệ thống tài chính của khu vực đồng euro. Tuy nhiên, các biện pháp can thiệp của ECB có vẻ còn khá dè dặt khi mãi đến thời điểm bốn năm sau khi cuộc khủng hoảng tài chính bùng nổ, ECB mới tung ra hai nghiệp vụ LTROs kỳ hạn 3 năm và tuyên bố các biện pháp chính sách tiền tệ phi truyền thống sẽ được sử dụng bất cứ khi nào cần thiết, trong khi Cục dự trữ liên bang Mỹ FED đã áp dụng các gói nới lỏng định lượng từ lâu. Bên cạnh đó, ECB đã không có các biện pháp phù hợp nhằm ngăn chặn cuộc khủng hoảng nợ công khu vực đồng euro, khiến nó nhanh chóng biến đổi thành một cuộc khủng hoảng khả năng thanh toán của hệ thống ngân hàng. Do đó, việc can thiệp nhanh chóng, đúng thời điểm và đúng liều lượng đóng vai trò rất quan trọng trong sự thành công của chính sách tiền tệ của ngân hàng trung ương.

5.2. Bài học về lựa chọn đối tượng tác động

Chính sách tiền tệ phi truyền thống đều nhằm mục đích cải thiện hoạt động của một số thị trường nhất định và giữ hệ thống tài chính hoạt động một cách bình thường, do đó đều tập trung vào các thị trường và các tổ chức tài chính quan trọng. Tuy nhiên cấu trúc hệ thống tài chính có ảnh hưởng lớn đến việc lựa chọn mức độ tác động đến các thành phần này.

Việc lựa chọn thị trường tiền tệ và hoạt động cho vay của hệ thống ngân hàng làm mục tiêu trọng tâm của các công cụ chính sách tiền tệ phi truyền thống đã chứng minh hiệu quả đặc lực trong việc truyền tải chính sách tiền tệ ở khu vực đồng euro – một khu vực có hệ thống tài chính chủ yếu dựa vào ngân hàng. Một loạt các biện pháp phi truyền thống được ECB áp dụng như đấu thầu lãi suất cố định, kéo dài kỳ hạn thanh toán, nới lỏng điều kiện tài sản đảm bảo... nhằm đáp ứng nhu cầu thanh khoản của hệ thống ngân hàng đã phát huy tác dụng trong việc giảm thiểu mặt bằng lãi suất, thể hiện qua việc lãi suất qua đêm EONIA giảm xuống thấp hơn lãi suất MRO, lãi suất cho vay của ngân hàng đối với hộ gia đình và các tổ chức phi tài chính đều giảm trong khi khối lượng giao dịch trên thị trường tiền tệ có xu hướng tăng lên. Bên cạnh đó, ECB cũng cho thấy mặc dù có chịu tác động nhẹ trong thời gian khủng hoảng, lãi suất cho vay và khối lượng giao dịch vẫn diễn biến phù hợp với cơ chế truyền tải chính sách tiền tệ thông thường.

Với Cục dự trữ liên bang Mỹ FED, bên cạnh các biện pháp cung cấp thanh khoản cho các thị trường tín dụng và các tổ chức tài chính như chương trình hỗ trợ thanh khoản của FED thì chính sách tiền tệ phi truyền thống được đẩy mạnh thông qua các hoạt động mua bán chứng khoán của ngân hàng trung ương. Đặc điểm hệ thống tài chính dựa vào thị trường và thị trường chứng khoán phát triển giúp chính sách tiền tệ phi truyền thống có thêm kênh truyền dẫn và khả thi hơn và các thông báo về chính sách tiền tệ thường "có hiệu lực ngay lập

tức" ở quốc gia này.

5.3. Bài học về lựa chọn công cụ chính sách tiền tệ phi truyền thống

Các quốc gia về cơ bản đều lựa chọn công cụ chính sách tiền tệ phi truyền thống bao gồm: mở rộng khối lượng tiền cơ sở hiện có, cung cấp thanh khoản cho các thị trường tín dụng và các tổ chức tài chính, tiến hành mua tài sản và cung cấp thông tin, chỉ dẫn cho thị trường. Tuy nhiên mục đích tác động của việc sử dụng các công cụ có sự khác nhau tương đối. Trong trường hợp của ECB các công cụ phi truyền thống được sử dụng như là một sự hỗ trợ cho lãi suất trong khi FED lại sử dụng chúng nhằm mục đích chính là kích thích kinh tế hơn nữa. Thêm vào đó, quy mô của bảng cân đối tài sản của FED đã tăng mạnh hơn rất nhiều so với của ECB, cho thấy mục đích kích thích nền kinh tế nhiều hơn của FED.

Bên cạnh đó, các công cụ chính sách tiền tệ phi truyền thống được sử dụng nhằm mục đích duy trì cơ chế truyền dẫn của chính sách tiền tệ vốn đã bị ảnh hưởng nghiêm trọng bởi các cuộc khủng hoảng. Tuy nhiên, nếu được duy trì quá lâu, chúng có thể khuyến khích các thành viên thị trường tham gia vào các hoạt động rủi ro hơn, trì hoãn việc điều chỉnh bảng cân đối tài sản hay bóp méo các điều kiện thị trường. Điều này cuối cùng sẽ ảnh hưởng bất lợi đến mục tiêu ổn định giá cả và tăng trưởng kinh tế trong trung hạn. Do đó, tất cả các công cụ chính sách tiền tệ phi truyền thống của ECB đều có tính chất tạm thời và bổ sung cho các công cụ truyền thống. Bên cạnh đó, ECB cũng có kế hoạch rõ ràng đối với việc loại bỏ các công cụ này khi mục tiêu đặt ra đã hoàn thành nhằm đảm bảo tính ổn định và bền vững của chính sách tiền tệ.

Tài liệu tham khảo

- [1] Labonte M., 2010, *Structure and function of Federal Reserve*, CRS Report 20806
- [2] Pattipeilohy, C., J. W. van den End, M. Tabbae, J. Frost and J. de Haan, 2013, *Unconventional monetary policy of the ECB during the financial crisis: An assessment and new evidence*, DNB Working paper, No. 381, Amsterdam, The Netherlands

ĐIỀU HÀNH CÔNG CỤ LÃI SUẤT Ở VIỆT NAM TỪ KHI XẢY RA KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH TOÀN CẦU ĐẾN NAY

TS. Trần Thế Sao

Đại học Mở TP. Hồ Chí Minh

Tóm tắt

Trong điều hành chính sách tiền tệ (CSTT), Ngân hàng Trung ương (NHTW) các nước phối hợp đồng bộ các công cụ như: dự trữ bắt buộc, lãi suất, cho vay tái cấp vốn và tái chiết khấu, nghiệp vụ thị trường mở... Trong đó, lãi suất là công cụ chủ đạo được NHTW các nước sử dụng trong điều hành CSTT. Thực tiễn đã chỉ ra rằng, ngay sau khi xảy ra khủng hoảng tài chính toàn cầu vào năm 2008, hầu hết NHTW các nền kinh tế lớn trên thế giới đã linh hoạt trong điều hành công cụ lãi suất, thực hiện chính sách lãi suất 0%, thậm chí là lãi suất thực âm, kết hợp với tung ra các khoản cho vay lớn đột xuất để cứu trợ các ngân hàng thương mại (NHTM), ngăn chặn nguy cơ đổ vỡ; sau đó kết hợp với thực hiện các gói nới lỏng định lượng, ngăn chặn đà suy giảm, kích thích tăng trưởng kinh tế. Điều hành công cụ lãi suất của Ngân hàng Nhà nước (NHNN) Việt Nam cũng không nằm ngoài xu hướng và thông lệ chung nói trên. Trong phạm vi nghiên cứu, bài viết đưa ra cái nhìn tổng quan về điều hành công cụ lãi suất ở Việt Nam kể từ sau khủng hoảng tài chính toàn cầu đến nay. Qua đó đánh giá những kết quả đạt được và đề xuất những khuyến nghị chính sách trong thời gian tới.

Từ khóa: *điều hành, công cụ lãi suất, khủng hoảng tài chính, chính sách tiền tệ.*

OPERATING INTEREST RATE IN VIET NAM AFTER THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS

Dr. Tran The Sao

Ho Chi Minh City Open University

Abstract

In operating monetary policy, the central banks of the countries combine many tools such as reserve requirement, interest rate, refinancing and rediscounting, open marking operations ... In which, interest rates is the main tools. The practice has shown that, immediately after the global financial crisis in 2008, most of the major economies in the world have been flexible in operating interest rate instruments, implementing interest rate policy 0%, even negative real interest rates, combined with the launch of large unscheduled loans to aid commercial banks, preventing the risk of bankrupt. Then, combined with the implementation of the quantitative easing package, preventing the decline of momentum, stimulating economic growth. The operation of the State Bank of Vietnam is not out of the usual trend. In the study, the paper provides an overview of the performance of the interest rate instrument in Vietnam since the global financial crisis. This will assess the achievements and propose policy recommendations in the coming time.

Keywords: *operating, interest rate, financial crisis, monetary policy.*

1. Tổng quan

Mục tiêu đầu tiên và quan trọng nhất của phần lớn NHTW các nước trên thế giới cũng như của NHNN Việt Nam là ổn định giá trị đồng tiền của quốc gia - thông qua việc kiểm soát lạm phát. Bên cạnh đó, NHTW các nước còn có vai trò hỗ trợ Chính phủ các nước thúc đẩy kinh tế tăng trưởng. Tất cả những điều này đạt được thông qua việc kiểm soát khối tiền trong nền kinh tế. Sự thay đổi lượng tiền cung ứng ảnh hưởng đến nền kinh tế bằng những con đường nào là một câu hỏi quan trọng. Nó quyết định tới việc thiết kế và thực hiện một khung điều hành CSTT cho quốc gia một cách đúng đắn và hiệu quả. Trong hệ thống tài chính hiện đại, CSTT ảnh hưởng đến nền kinh tế thông qua nhiều kênh khác nhau như kênh tín dụng, kênh tài sản, và kênh lãi suất... (Chatelain và cộng sự, 2002). Trong đó, ảnh hưởng của sự biến đổi lượng tiền cung ứng đến nền kinh tế trước hết được truyền dẫn qua kênh lãi suất. Kênh lãi suất là kênh cơ bản, kênh tác động này được Keynes mô tả như sau:

$$M \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

Theo đó, khi khối tiền M mở rộng, mức lãi suất thực i giảm xuống làm giảm giá vốn vay, nhu cầu đầu tư I vì thế tăng lên dẫn đến tăng tổng cầu và tăng sản lượng Y . Nghiên cứu của Angeloni và cộng sự (2003) cũng đã chỉ ra rằng, kênh lãi suất thường là kênh truyền dẫn quan trọng nhất tại các quốc gia với thị trường tài chính hiện đại.

Rất nhiều nghiên cứu trước đây về cơ chế truyền dẫn của CSTT cũng đã chứng minh kênh lãi suất là một trong những kênh truyền dẫn CSTT quan trọng. Nghiên cứu của Mashat (2003) so sánh hiệu quả truyền dẫn giữa các kênh lãi suất, tỷ giá và kênh tín dụng tại Ấn Độ cho thấy kênh lãi suất đóng vai trò quan trọng trong việc truyền dẫn cú sốc CSTT đến các biến số kinh tế vĩ mô chính. Cũng tại Ấn Độ, nghiên cứu của Mohanty (2012) cũng cho thấy lãi suất tăng có tác động nghịch biến đến tăng trưởng sản lượng và làm giảm lạm phát. Vymyatnina (2006) đã nghiên cứu về cơ chế truyền dẫn CSTT ở Nga trong giai đoạn 1995 – 2004, nghiên cứu chỉ ra rằng việc quản lý lãi suất là một công cụ chính sách tốt hơn cho các ngân hàng của Nga hay nói cách khác việc truyền dẫn CSTT qua kênh lãi suất mang lại hiệu quả nhất. Ormaechea và Coble (2011) cho thấy rằng kênh lãi suất truyền thống đóng vai trò quan trọng ở Chile và New Zealand.

Như vậy, có thể thấy rằng lãi suất là một công cụ quan trọng trong điều hành CSTT. Lãi suất là biến số kinh tế nhạy cảm, sự thay đổi của lãi suất sẽ tác động làm thay đổi hành vi sản xuất và tiêu dùng của xã hội. Về phương diện lý thuyết cũng như thực tiễn đã chứng minh, sự thay đổi lãi suất thực sẽ có tác động đến sản lượng và giá cả. Vì vậy, NHTW rất coi trọng việc điều tiết lãi suất nhằm đạt được mục tiêu cuối cùng của CSTT là kiềm chế lạm phát và góp phần tăng trưởng kinh tế.

Trong thời gian qua, Việt Nam đã và đang đạt được những thành tựu đáng khích lệ trong lĩnh vực kinh tế. Trong sự phát triển đó, NHNN Việt Nam đóng vai trò cực kỳ quan trọng trong việc định hướng nền kinh tế, điều tiết các mối quan hệ trong nền kinh tế, kiểm soát lạm phát. Một trong những công cụ được NHNN sử dụng nhiều nhất để thực hiện các chức năng của mình là công cụ lãi suất. Trong từng thời kỳ nhất định, việc tìm ra và thi hành

một chính sách lãi suất phù hợp là vô cùng phức tạp mà vai trò quyết định thuộc về NHNN. Cùng với sự thay đổi và phát triển không ngừng của nền kinh tế, chính sách lãi suất của NHNN cũng thường xuyên được điều chỉnh cho phù hợp với tình hình mới của nền kinh tế.

Trong giai đoạn hội nhập kinh tế quốc tế sâu rộng thời gian qua và đặc biệt là ngay sau khi xảy ra cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, Việt Nam bị nhiều ảnh hưởng tiêu cực của khủng hoảng. Trong giai đoạn 2008 - 2011, nền kinh tế Việt Nam cũng như hệ thống ngân hàng Việt Nam bộc lộ nhiều yếu kém do tác động của hội nhập, của khủng hoảng tài chính toàn cầu, cũng như nhiều yếu tố khác ở trong nước, những vấn đề về quản trị và điều hành của chính các ngân hàng thương mại (NHTM) đồng thời cũng đặt ra nhiều vấn đề cấp bách khác khi Việt Nam tiếp tục tham gia cộng đồng kinh tế ASEAN, tiếp tục thực hiện các cam kết của WTO và cam kết quốc tế khác về mở cửa thị trường tài chính. Chính vì vậy, những năm sau đó (2012 – 2013), Việt Nam đã tiến hành tái cơ cấu nền kinh tế trong đó trọng tâm là tái cơ cấu các tổ chức tín dụng (TCTD) theo đề án "Cơ cấu lại hệ thống các TCTD giai đoạn 2011 - 2015" ban hành theo quyết định số 254/QĐ-TTg ngày 01/3/2012 của Thủ tướng Chính phủ. Hiện tại, Chính phủ và NHNN vẫn đang tiếp tục tái cơ cấu hệ thống TCTD theo đề án "Cơ cấu lại hệ thống các TCTD gắn với xử lý nợ xấu giai đoạn 2016 - 2020" ban hành theo Quyết định 1058/QĐ-TTg ngày 19/7/2017 của Thủ tướng Chính phủ. Trong suốt chặng đường 9 năm qua kể từ khi xảy ra khủng hoảng tài chính đến nay, điều hành công cụ lãi suất thực hiện mục tiêu CSTT, quản lý hoạt động ngân hàng của NHNN Việt Nam cũng đã luôn chủ động, linh hoạt, thích ứng với diễn biến thực tiễn hoạt động kinh doanh của các NHTM, với thị trường tiền tệ.

2. Thực tế điều hành công cụ lãi suất từ khi xảy ra khủng hoảng tài chính đến nay

Theo Luật NHNN năm 2010, Thống đốc NHNN quyết định việc sử dụng công cụ thực hiện CSTT quốc gia, bao gồm tái cấp vốn, lãi suất, tỷ giá hối đoái, dự trữ bắt buộc, nghiệp vụ thị trường mở và các công cụ, biện pháp khác theo quy định của Chính phủ. Về lãi suất, NHNN công bố lãi suất tái cấp vốn, lãi suất cơ bản và các loại lãi suất khác để điều hành CSTT. Trong trường hợp thị trường tiền tệ có diễn biến bất thường, NHNN quy định cơ chế điều hành lãi suất áp dụng trong quan hệ giữa các TCTD với nhau và với khách hàng, các quan hệ tín dụng khác.

Trong những năm gần đây, đặc biệt là sau cuộc khủng hoảng tài chính thế giới năm 2008, do những khó khăn khách quan và chủ quan khác nhau của nền kinh tế, NHNN Việt Nam bên cạnh việc công bố lãi suất cơ bản, lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu còn công bố trần lãi suất tiền gửi một số kỳ hạn, công bố giới hạn lãi suất cho vay tối đa đối với một số lĩnh vực ưu tiên (gọi chung là lãi suất điều hành). Đồng thời, NHNN còn phối hợp chặt chẽ giữa công cụ lãi suất với các công cụ khác như: dự trữ bắt buộc, tỷ giá, quản lý thị trường vàng và ngoại tệ... nhằm đạt được mục tiêu trong điều hành CSTT, trực tiếp là kiểm soát lạm phát, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế bền vững, góp phần đảm bảo an sinh xã hội.

Nhìn lại chặng đường 9 năm qua, kể từ khi khủng hoảng tài chính toàn cầu đến nay, việc điều hành lãi suất ở Việt Nam có thể chia thành các mốc quan trọng như sau: (i) ngay sau

khi xảy ra khủng hoảng vào năm 2008; (ii) Điều hành công cụ lãi suất theo hướng CSTT mở rộng và linh hoạt thực hiện mục tiêu kích cầu đầu tư và kích cầu tiêu dùng trong nền kinh tế chống suy giảm do tác động của khủng hoảng tài chính toàn cầu trong từ năm 2009, (iii) Điều hành lãi suất phù hợp với diễn biến kinh tế vĩ mô và thực hiện Nghị quyết của Chính phủ giai đoạn 2009-2010; (iv) Điều hành công cụ lãi suất góp phần hỗ trợ tăng trưởng kinh tế từ năm 2011 đến nay.

2.1. Điều hành công cụ lãi suất trong năm 2008, ngay khi xảy ra cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu

Trong 7 tháng đầu năm 2008, trước khi xảy ra khủng hoảng tài chính tại Mỹ, do diễn biến của giá cả thị trường thế giới, do biến động của USD, giá vàng, thị trường chứng khoán toàn cầu,... cộng với một số yếu tố khác ở trong nước đã làm cho giá lương thực, đặc biệt là giá gạo; giá vàng, giá xăng dầu, giá sắt thép, cao su, hạt điều, cà phê, xi măng,... ở thị trường Việt Nam tăng mạnh, chỉ số giá tăng cao nhất trong vòng 16 năm. Nhưng từ tháng 8-2008, khi xảy ra khủng hoảng tài chính ở Mỹ, giá các mặt hàng đó giảm dần thậm chí có mặt hàng giảm mạnh. Chỉ số CPI cũng tăng chậm lại, thậm chí giảm trong 3 tháng cuối năm 2008, nhưng tính chung cả năm 2008 vẫn tăng 22,97% (tháng 12/2008 so với tháng 12/2007 tăng 19,89%). Giá thu mua các mặt hàng nông sản như: lương thực, cà phê, cao su,... cho xuất khẩu cũng giảm mạnh. Giá vàng bình quân năm 2008 tăng 31,93% so với năm 2007, mặc dù giá tháng 12/2008 so với tháng 12/2007 chỉ tăng có 6,83%. Tương tự, giá USD tăng lần lượt là 2,35% và 6,31%. Trước những diễn biến kinh tế vĩ mô nói trên, điều hành CSTT trong năm 2008 được phân thành bốn giai đoạn rõ rệt:

- Từ cuối tháng 12/2007 đến đầu tháng 2/2008, thực hiện chính sách tiền tệ với nhịp độ bình thường như 6 tháng cuối năm 2007 nhưng có dấu hiệu thắt chặt.
- Từ tháng 2/2008 đến tháng 8/2008 thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt.
- Từ tháng 9 đến đầu tháng 11/2008 thực hiện chính sách tiền tệ linh hoạt.
- Từ đầu tháng 11/2008 thực hiện chính sách tiền tệ nới lỏng.

Theo đó, công cụ lãi suất cũng được NHNN điều hành theo hướng nói trên, được triển khai thực hiện trong các thời điểm cụ thể sau đây:

- Từ tháng 2/2008, lãi suất cơ bản tăng từ 8,25%/năm lên 8,75%/năm; lãi suất tái cấp vốn tăng từ 6,5%/năm lên 7,5%/năm và lãi suất chiết khấu tăng từ 4,5%/năm lên 6,0%/năm. Các mức lãi suất trước đó được thực hiện từ tháng 12-2005, ổn định trong hơn 2 năm đến thời điểm 2/2008 mới điều chỉnh tăng trước áp lực gia tăng lạm phát.

- Từ ngày 19/5/2008, lãi suất cơ bản tăng từ 8,75%/năm lên 12%/năm và các NHTM quy định lãi suất cho vay không quá 150% lãi suất cơ bản.

- Từ ngày 11/6/2008 lãi suất cơ bản tăng lên 14%/năm, lãi suất chiết khấu tăng từ 11% lên 13%/năm, lãi suất tái cấp vốn tăng từ 13% lên 15%/năm.

- Từ ngày 21/10/2008: giảm lãi suất cơ bản VND từ 14%/năm xuống 13%/năm; giảm lãi suất tái cấp vốn từ 15%/năm xuống 14%/năm; Lãi suất tái chiết khấu từ 13%/năm xuống

12%/năm; lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng và cho vay bù đắp thiếu hụt trong thanh toán bù trừ của NHNN đối với các ngân hàng cũng giảm từ 15%/năm xuống còn 14%/năm.

- Từ ngày 5/11/2008, lãi suất cơ bản VND giảm từ 13%/năm xuống 12%/năm. Lãi suất tái cấp vốn giảm từ 14%/năm xuống 13%/năm; lãi suất chiết khấu giảm từ 12% xuống 11%/năm; lãi suất cho vay thanh toán bù trừ giảm từ 14%/năm xuống 13%/năm. Tỷ lệ dự trữ bắt buộc bằng nội tệ giảm 1% và tiền gửi dự trữ bắt buộc ngoại tệ giảm 2%.

- Từ ngày 20/11/2008: giảm lãi suất cơ bản từ 12%/năm xuống còn 11%/năm; giảm lãi suất tái cấp vốn từ 13%/năm xuống còn 12%/năm; giảm lãi suất tái chiết khấu từ 11%/năm xuống còn 10%/năm; giảm lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng và bù đắp thiếu hụt trong thanh toán bù trừ của NHNN xuống còn 12%/năm.

- Từ ngày 5/12/2008: lãi suất cơ bản giảm từ 11%/năm xuống còn 10%/năm; lãi suất tái cấp vốn giảm từ 12%/năm xuống còn 11%/năm; lãi suất tái chiết khấu giảm từ 10%/năm xuống còn 9%/năm; Lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng và bù đắp thiếu hụt trong thanh toán bù trừ của NHNN giảm từ 12%/năm xuống còn 11%/năm.

- Từ ngày 22/12/2008: lãi suất cơ bản giảm từ 10%/năm xuống còn 8,5%/năm; lãi suất tái cấp vốn giảm từ 11%/năm xuống còn 9,5%/năm; lãi suất tái chiết khấu giảm từ 9%/năm xuống còn 7,5%/năm; Lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng và bù đắp thiếu hụt trong thanh toán bù trừ của NHNN giảm từ 11%/năm xuống còn 9,5%/năm. Lãi suất tín phiếu NHNN bắt buộc giảm từ 13%/năm xuống còn 4,5%/năm.

Tóm lại, năm 2008 trong điều hành công cụ lãi suất, NHNN đã xử lý lãi suất hài hoà đảm bảo quyền lợi người gửi tiền, NHTM và người vay vốn. Từ ngày 19/5/2008, NHNN chuyển sang cơ chế điều hành lãi suất mới phù hợp với Luật NHNN và một số điều của bộ Luật dân sự. Lãi suất cho vay trong nền kinh tế cũng có xu hướng giảm mạnh, góp phần kích cầu, thúc đẩy phát triển sản xuất kinh doanh.

Bảng 1: Diễn biến các mức lãi suất điều hành của NHNN từ năm 2005 đến tháng 9/2008 trước khi xảy ra khủng hoảng tài chính (%/năm)

Thời điểm áp dụng	Lãi suất cơ bản	Lãi suất tái cấp vốn	Lãi suất tái chiết khấu
01/12/2005	8,25	6,50	4,50
01/02/2008	8,75	7,50	6,00
19/05/2008	12,00	13,00	11,00
11/06/2008	14,00	15,00	13,00

Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ website NHNN Việt Nam.

**Bảng 2: Diễn biến các mức lãi suất điều hành của NHNN
từ tháng 10/2008 đến tháng 1/2010 (%/năm)**

Thời điểm áp dụng	Lãi suất cơ bản	Lãi suất cho vay tối đa	Lãi suất tái cấp vốn	Lãi suất tái chiết khấu
21/10/2008	13,00	19,50	14,00	12,00
05/11/2008	12,00	18,00	13,00	11,00
21/11/2008	11,00	16,50	12,00	10,00
05/12/2008	10,00	15,00	11,00	9,00
22/12/2008	8,50	12,75	9,50	7,50
01/02/2009	7,00	10,50	8,00	6,00

Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ website NHNN Việt Nam.

2.2. Điều hành công cụ lãi suất theo hướng CSTT mở rộng và linh hoạt thực hiện mục tiêu kích cầu đầu tư và kích cầu tiêu dùng trong nền kinh tế chống suy giảm do tác động của khủng hoảng tài chính toàn cầu từ năm 2009

Bước sang năm 2009, dưới tác động của khủng hoảng tài chính toàn cầu, nền kinh tế Việt Nam bắt đầu có những biểu hiện suy thoái, đứng trước tình hình đó, NHNN đã thực hiện CSTT mở rộng qua đó góp phần kích thích đầu tư, tiêu dùng nhằm chống suy giảm kinh tế.

Về điều hành công cụ lãi suất, để thực hiện mục tiêu theo hướng này, ngay từ cuối năm 2008, NHNN đã thực hiện một loạt quyết định liên tục cắt giảm lãi suất chủ đạo, theo đó lãi suất cơ bản đã giảm từ 8,5% xuống còn 7,0%/năm, lãi suất tái cấp vốn giảm từ 9,5% xuống 7%/năm; lãi suất tái chiết khấu giảm từ 7,5% xuống còn 5%/năm. Cùng với quyết định giảm tỷ lệ DTBB đã làm giảm lãi suất, giảm chi phí và tạo điều kiện cho các NHTM mở rộng tín dụng có hiệu quả đối với nền kinh tế, kích cầu đầu tư...

NHNN cũng đã chỉ đạo các NHTM thực hiện các biện pháp về lãi suất, cơ cấu lại thời hạn trả nợ, tiếp tục mở rộng tín dụng đối với nền kinh tế; chỉ đạo các NHTM nhà nước giảm lãi suất các khoản vay trước đây về mức tối đa là 10,5%/năm kể từ ngày 16/4/2009; giảm lãi suất USD kể từ ngày 01/6/2009 (lãi suất huy động tối đa 1,5%/năm, cho vay ngắn hạn tối đa 3%/năm); phối hợp với Hiệp hội Ngân hàng Việt Nam để chỉ đạo, khuyến khích các NHTM thực hiện các giải pháp về tín dụng và lãi suất nhằm chia sẻ khó khăn với doanh nghiệp.

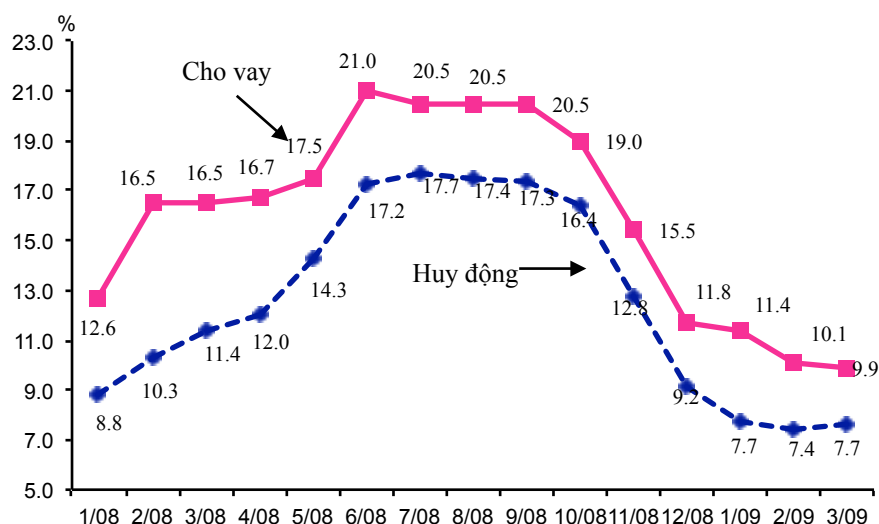
NHNN đã ban hành cơ chế lãi suất thỏa thuận của TCTD đối với cho vay các nhu cầu vốn phục vụ đời sống, cho vay thông qua nghiệp vụ phát hành, sử dụng thẻ tín dụng phù hợp với quy định tại Nghị quyết số 23/2008/QH12 và chỉ đạo của Thủ tướng Chính phủ tại văn bản số 627/VPCP-KTTH ngày 23/1/2009.

Cùng với đó, ngày 23/1/2009, Thủ tướng Chính phủ đã ban hành Quyết định 131/QĐ-TTg, về Hỗ trợ lãi suất 4%/năm cho các tổ chức, cá nhân vay vốn ngân hàng để sản xuất kinh doanh, với thời hạn tối đa là 8 tháng, bắt đầu thực hiện từ ngày 1/2/2009. Dự kiến, Ngân sách

Nhà nước sẽ chi ra khoảng 17.000 tỷ đồng, tương đương khoảng 1 tỷ USD cho giải pháp kích cầu này. Sau 2 tháng triển khai, xuất phát từ yêu cầu thực tế, ngày 3/4/2009, Thủ tướng Chính phủ có quyết định số 434/QĐ-TTg, về việc điều chỉnh, bổ sung chương trình hỗ trợ lãi suất. Theo đó, thời hạn hỗ trợ lãi suất được kéo dài tới 24 tháng kể từ ngày 1/4/2009 đến 31/12/2011. Đối tượng được hỗ trợ lãi suất là các tổ chức, cá nhân vay vốn trung dài hạn VND để thực hiện đầu tư mới phát triển sản xuất kinh doanh, kết cấu hạ tầng. Tính đến cuối năm 2009, tổng dư nợ cho vay hỗ trợ lãi suất đạt 438.799 tỉ đồng; trong đó, dư nợ cho vay hỗ trợ lãi suất của NHTM và công ty tài chính là 403.463 tỉ đồng, Ngân hàng Phát triển Việt Nam là 11.400 tỉ đồng, Ngân hàng Chính sách xã hội là 23.936 tỉ đồng.

Tính đến cuối tháng 3/2009, mặt bằng lãi suất thấp hơn so với cuối năm 2008 và tháng 3/2008 tạo điều kiện cho các doanh nghiệp, hộ sản xuất tiếp cận vốn vay ngân hàng để duy trì sản xuất kinh doanh, tạo việc làm. Lãi suất huy động VND có kỳ hạn ở mức 6-8%/năm; lãi suất cho vay phổ biến ở mức 4-6%/năm đối với các khoản vay được hỗ trợ lãi suất, đối tượng không được hỗ trợ lãi suất khoảng 8%-10%/năm, thấp hơn so với lãi suất cùng kỳ năm 2008 (14,6 - 18,4%/năm).

Hình 1: Diễn biến lãi suất huy động và cho vay VND trong nền kinh tế, 2008-2009



Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ website NHNN Việt Nam.

2.3. Điều hành lãi suất phù hợp với diễn biến kinh tế vĩ mô và thực hiện nghị quyết của Chính phủ giai đoạn 2010-2011

Kinh tế thế giới năm 2010 mặc dù đang phục hồi sau khủng hoảng tài chính toàn cầu và có những chuyển biến tích cực, song nhìn chung chưa thực sự ổn định và còn tiềm ẩn nhiều yếu tố bất lợi tác động đến kinh tế nước ta. Ở trong nước, thiên tai liên tiếp xảy ra, ảnh hưởng không nhỏ đến sản xuất và đời sống dân cư. Lạm phát có dấu hiệu quay trở lại, kết thúc năm 2010, chỉ số giá tiêu dùng tăng 11,75%, chỉ số giá vàng tăng 30%, chỉ số giá đô la Mỹ tăng 9,68% so với cùng kỳ năm 2009. Các NHTM gặp khó khăn về thanh khoản.

Trước tình hình đó, từ tháng 4/2010, NHNN hướng dẫn các NHTM và TCTD khác thực hiện lãi suất thỏa thuận trong hoạt động cho vay đối với khách hàng. Các mức lãi suất

chủ đạo được NHNN tiếp tục giữ ổn định trong những tháng đầu năm, đến tháng 11/2010 nâng lãi suất cơ bản lên 9%/năm, lãi suất tiền gửi USD của các Tổ chức kinh tế tại các TCTD được quy định là 1%. Nhìn chung trong năm 2010 lãi suất cho vay và lãi suất tiền gửi của các NHTM đứng ở mức cao, trong 2 tháng cuối năm còn tăng cao hơn, lãi suất tiền gửi VND cao nhất lên tới 14%/năm và lãi suất cho vay VND cũng lên tới 16-19%/năm.

Tuy nhiên, vẫn đó những khó khăn, thách thức tiềm ẩn trong nội tại nền kinh tế thế giới cùng với vấn đề nợ công, tăng trưởng kinh tế chậm lại. Giá hàng hóa, giá dầu mỏ và giá một số nguyên vật liệu chủ yếu tăng cao và có diễn biến phức tạp. Ở trong nước, lạm phát và mặt bằng lãi suất cao gây áp lực cho sản xuất và đời sống dân cư. Trước tình hình đó, mục tiêu ưu tiên hàng đầu là kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, bảo đảm an sinh xã hội được thể hiện trong các Nghị quyết số 02/NQ-CP ngày 09 tháng 01 năm 2011 và Nghị quyết số 11/NQ-CP ngày 24 tháng 2 năm 2011 của Chính phủ.

Trên cơ sở diễn biến của thị trường và thực hiện Nghị quyết 11 của Chính phủ, ngày 8/3/2011, NHNN tiếp tục giữ nguyên lãi suất cơ bản nhưng điều chỉnh tăng một số loại lãi suất chủ đạo khác, lãi suất tái chiết khấu tăng từ 7%/năm lên 12%/năm, lãi suất tái cấp vốn tăng từ 11%/năm lên 12%/năm, lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng tăng từ 11% lên 12%/năm. Đến ngày 31/3/2011, NHNN quyết định tiếp tục tăng cao hơn nữa hai loại lãi suất nói trên: cho vay tái cấp vốn, cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng và cho vay bù đắp thiếu hụt trong thanh toán bù trừ, cùng lên mức 13%/năm. Đến ngày 29/4/2011, NHNN tiếp tục tăng một số loại lãi suất kể từ đầu tháng 5/2011. Theo đó lãi suất cho vay tái cấp vốn, cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng và cho vay bù đắp thiếu hụt trong thanh toán bù trừ, cùng tăng từ 13%/năm lên mức 14%/năm, lãi suất tái chiết khấu tăng lên 13%/năm.

Với việc tăng mạnh lãi suất tái chiết khấu và các loại lãi suất khác, NHNN siết chặt thêm việc bơm tiền cho các NHTM, thực hiện đúng Nghị quyết của Chính phủ về việc siết chặt thị trường tín dụng, kiềm chế lạm phát. Song để đảm bảo tính thanh khoản cho thị trường tiền tệ, cho NHTM, NHNN cũng chủ động, linh hoạt trong điều hành hoạt động của thị trường mở, cho vay tái cấp vốn,...và ổn định lãi suất trên thị trường. Đặc biệt từ tháng 9/2011, NHNN thực hiện một loạt loạt biện pháp đảm bảo thực hiện nghiêm trần lãi suất tiền gửi nội tệ tối đa 14%/năm; các NHTM công bố các khoản cho vay lãi suất giảm xuống còn 17-19%/năm; tiếp đó từ cuối tháng 9/2011, NHNN quy định trần lãi suất tiền gửi không kỳ hạn và có kỳ hạn dưới 1 tháng đối với nội tệ không quá 6%/năm.

Không dừng ở đó, NHNN tiếp tục điều chỉnh tăng lãi suất tái cấp vốn từ 14%/năm lên 15%/năm; lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng từ 14%/năm lên 16%/năm áp dụng từ ngày 10/10/2011.

Như vậy các biện pháp điều hành lãi suất có bước đi thích hợp và chỉ đạo thực hiện kiên quyết, làm giảm lãi suất nội tệ trên thị trường, góp phần tích cực kiềm chế lạm phát. Các NHTM thực hiện trần lãi suất tiền gửi và giảm lãi suất cho vay sản xuất kinh doanh, xuất khẩu xuống còn 17 – 19%/năm.

Bảng 3: Diễn biến lãi suất điều hành của NHNN các năm 2010-2011 (%/năm)

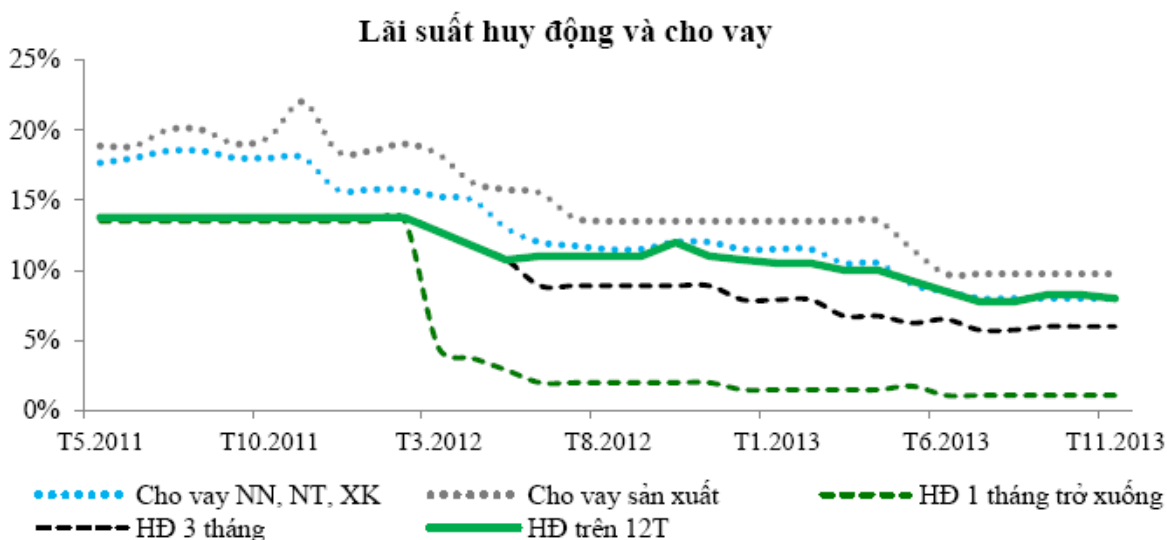
Thời điểm áp dụng	Lãi suất cơ bản	Lãi suất tái cấp vốn	Lãi suất tái chiết khấu
01/02/2010	8,00	8,00	6,00
05/11/2010	9,00	9,00	7,00
17/02/2011	9,00	11,00	7,00
08/03/2011	9,00	12,00	12,00
01/04/2011	9,00	13,00	12,00
01/05/2011	9,00	14,00	13,00
10/10/2011	9,00	15,00	14,00

Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ website NHNN Việt Nam.

2.4. Điều hành công cụ lãi suất từ năm 2011 đến nay góp phần hỗ trợ tăng trưởng kinh tế

Từ cuối năm 2011, đầu năm 2012, NHNN thực hiện đồng bộ các biện pháp điều hành giảm lãi suất của hệ thống ngân hàng trong nền kinh tế. Từ cuối năm 2013 đến nay lãi suất tương đối ổn định.

Hình 2: Diễn biến một số loại lãi suất nội tệ chủ yếu nhất, 2011 - 2013



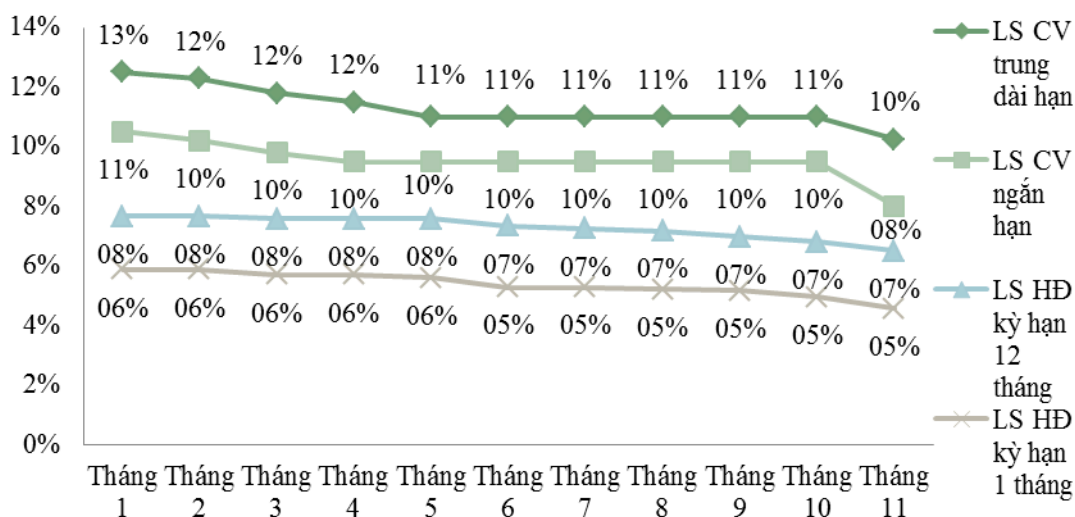
Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ website NHNN Việt Nam.

Năm 2012, NHNN thực hiện 6 lần cắt giảm lãi suất điều hành. Năm 2013, NHNN thực hiện 1 lần theo Thông tư số 15/2013/TT-NHNN, từ ngày 28/06/2013, lãi suất tiền gửi không kỳ hạn và có kỳ hạn dưới 1 tháng giảm từ 2% xuống 1,2%/năm. Lãi suất tối đa áp dụng đối với tiền gửi có kỳ hạn từ 1 tháng đến dưới 6 tháng giảm từ 7,5% xuống 7,0%/năm.

Trong năm 2014, NHNN thực hiện 2 lần cắt giảm lãi suất. Thay đổi trong điều hành lãi suất năm 2014 của NHNN tác động tích cực đến cơ cấu tiền gửi theo kỳ hạn tại các

NHTM. Nguồn vốn huy động có kỳ hạn từ 12 tháng trên của các NHTM được gia tăng hơn. Nhiều người lựa chọn gửi kỳ hạn tới 24 và 36 tháng vì dự báo lãi suất sẽ tiếp tục giảm trong năm 2015. Lãi suất huy động kỳ hạn dài chênh lệch kỳ hạn ngắn từ 1,6%-2,6%/năm, đường cong lãi suất trở về đúng với bản chất vốn có của nó.

Hình 3: Diễn biến lãi suất bình quân của NHTMNN và NHTM NN cổ phần, 2014



Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ website NHNN Việt Nam.

Trong năm 2015, NHNN ổn định các mức lãi suất điều hành của mình. Trong năm 2016, NHNN tiếp tục giữ ổn định mức lãi suất cho vay nội tệ của các NHTM đối với các lĩnh vực ưu tiên như một số năm trước nhằm thực hiện định hướng tái cơ cấu nền kinh tế theo chủ trương của Chính phủ. Phối hợp với điều hành lãi suất là công cụ dự trữ bắt buộc, tiếp tục được NHNN giữ ổn định như một số năm gần đây. Theo đó duy trì áp dụng tỷ lệ dự trữ bắt buộc cao đối với tiền gửi USD nhằm thực hiện mục tiêu chống đô la hóa nền kinh tế.

Ngày 7/7/2017, NHNN Việt Nam đã có các quyết định điều chỉnh giảm một số mức lãi suất điều hành và lãi suất cho vay lĩnh vực ưu tiên, có hiệu lực từ ngày 10/7/2017. Theo đó, NHNN quyết định giảm 0,25%/năm các mức lãi suất điều hành gồm lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu, lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng và cho vay bù đắp thiếu hụt vốn trong thanh toán bù trừ của NHNN Việt Nam đối với các TCTD; giảm 0,5%/năm lãi suất cho vay ngắn hạn tối đa VND của TCTD đối với khách hàng vay để đáp ứng nhu cầu vốn phục vụ một số lĩnh vực, ngành kinh tế.

Bảng 4: Diễn biến các mức lãi suất điều hành của NHNN từ 2011 đến nay (%/năm)

Thời điểm áp dụng	Lãi suất tái cấp vốn	Lãi suất tái chiết khấu	Văn bản quyết định
01/05/2011	14,0	13,0	929/QĐ-NHNN
10/10/2011	15,0	13,0	2210/QĐ-NHNN
13/03/2012	14,0	12,0	407/QĐ-NHNN

Thời điểm áp dụng	Lãi suất tái cấp vốn	Lãi suất tái chiết khấu	Văn bản quyết định
11/04/2012	13,0	11,0	693/QĐ-NHNN
28/05/2012	12,0	10,0	1081/QĐ-NHNN
11/06/2012	11,0	9,0	1196/QĐ-NHNN
01/07/2012	10,0	8,0	1289/QĐ-NHNN
24/12/2012	9,0	7,0	2646/QĐ-NHNN
26/03/2013	8,0	6,0	643/QĐ-NHNN
13/05/2013	7,0	5,0	1073/QĐ-NHNN
18/03/2014	6,5	4,5	496/QĐ-NHNN
10/07/2017	6,25	4,25	1424/QĐ-NHNN

Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ website NHNN Việt Nam.

Ngoài ra, để hỗ trợ giảm lãi cho vay, NHNN đã có văn bản chỉ đạo các TCTD chủ động các biện pháp đảm bảo thanh khoản, thực hiện các giải pháp tiết giảm chi phí, nâng cao hiệu quả hoạt động, áp dụng mức phí cho vay hợp lý đối với các khoản phí được thu theo quy định của pháp luật. Bên cạnh đó, NHNN điều chỉnh giảm 0,25%/năm các mức lãi suất điều hành, qua đó hỗ trợ cho các TCTD giảm chi phí tiếp cận vốn vay từ NHNN khi có nhu cầu.

3. Đánh giá kết quả đạt được và những thách thức đặt ra trong quá trình điều hành công cụ lãi suất

3.1. Kết quả đạt được

Cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới xảy ra trong những tháng cuối năm 2008 có những tác động tiêu cực tới kinh tế nước ta trong năm 2009. Trong năm 2009, NHNN đã chuyển hướng điều hành từ ưu tiên kiểm soát lạm phát trong năm 2008 sang chủ động ngăn chặn suy giảm kinh tế trong 6 tháng đầu năm 2009. Từ nửa cuối năm 2009, trước tình hình suy giảm kinh tế đã được ngăn chặn, giá cả có xu hướng tăng, NHNN đã điều hành chính sách tiền tệ, tỷ giá theo hướng nới lỏng, thận trọng, hỗ trợ thanh khoản tạo điều kiện cho các TCTD mở rộng tín dụng hiệu quả. Các giải pháp điều hành chủ yếu là tích cực triển khai các cơ chế hỗ trợ lãi suất theo các quyết định của Thủ tướng Chính phủ và coi đây là nhiệm vụ trọng tâm hàng đầu của ngành ngân hàng trong năm 2009. Đây là giải pháp kích thích kinh tế đặc thù và chưa có tiền lệ, nên NHNN đã triển khai khẩn trương, quyết liệt nhưng thận trọng, bảo đảm tính kịp thời, chính xác, đúng quy định của pháp luật.

Những năm sau đó, NHNN đã điều hành linh hoạt chính sách tiền tệ phù hợp với diễn biến và mục tiêu kinh tế vĩ mô, trong đó NHNN đã hoàn thiện cơ chế và điều hành linh hoạt, đồng bộ các công cụ chính sách tiền tệ mà điển hình là lãi suất cơ bản, lãi suất tái cấp vốn, lãi suất chiết khấu theo sát diễn biến kinh tế vĩ mô trong nước và quốc tế từng thời kỳ để kiểm

soát mặt bằng lãi suất thị trường ở mức hợp lý, tạo điều kiện cho việc huy động các nguồn vốn trong nền kinh tế tạo điều kiện cho các tổ chức tín dụng mở rộng tín dụng, hỗ trợ hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp đáp ứng mục tiêu tăng trưởng;

3.2. Những thách thức đặt ra

Mặc dù việc điều hành công cụ lãi suất bước đầu đã cho những kết quả nhất định góp phần thực hiện thành công CSTT, trong thời gian tới NHNN vẫn phải tiếp tục hoàn thiện công cụ lãi suất, do vậy việc hoạch định chính lãi suất của NHNN cần phải xem xét đến các yếu tố thực tế sau:

Một là, nền kinh tế nước ta hiện nay vẫn phải đối mặt với áp lực lạm phát và sự phục hồi nền kinh tế còn thiếu vững chắc;

Hai là, hệ thống ngân hàng Việt Nam đã có sự phát triển vượt bậc về nhiều mặt, tuy nhiên, năng lực tài chính, năng lực quản trị, khả năng cạnh tranh của các thành viên trên thị trường tài chính không đồng đều, tính bền vững trong phát triển chưa cao.

Ba là, tình trạng đua nhau tăng lãi suất cho vay và lãi suất huy động trong quá khứ vẫn còn nguy cơ quay trở lại làm ảnh hưởng đến mặt bằng lãi suất thị trường, gây ra những bất ổn cho hệ thống ngân hàng. Thật vậy, về nguyên tắc, khi cân nhắc lợi ích thu được từ các quyết định đầu tư, kinh doanh, các chủ thể trong nền kinh tế thường sẽ quan tâm đến mức lãi suất thực mà mình được nhận được là bao nhiêu. Thực tế hiện nay cho thấy mức lãi suất thực mà người gửi tiền nhận được tuy là thực dương nhưng có xu hướng bị bào mòn do ảnh hưởng lạm phát. Và trong trường hợp này, để theo đuổi mục tiêu lãi suất thực dương thì lãi suất danh nghĩa sẽ được tăng dần lên. Như vậy có nghĩa là các NHTM sẽ vẫn có thể tăng lãi suất huy động để cạnh tranh thu hút vốn nếu như NHNN dỡ bỏ trần lãi suất huy động vào thời điểm này.

4. Khuyến nghị chính sách đối với nhnn trong điều hành công cụ lãi suất

Lãi suất là một công cụ của CSTT, vì vậy, mục tiêu theo đuổi của chính sách lãi suất phải nằm trong mục tiêu của CSTT, quá trình hoàn thiện cơ chế điều hành lãi suất trong từng thời kỳ luôn phải đảm bảo mục tiêu bao trùm của CSTT là ổn định tiền tệ, kiểm soát lạm phát, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế và ổn định kinh tế vĩ mô. Điều đó có nghĩa, sự thay đổi cơ chế điều hành lãi suất không được gây ra những cú sốc thị trường, đảm bảo tính ổn định và thực hiện các mục tiêu kiểm soát lạm phát, tăng trưởng kinh tế. Đây là nguyên tắc cơ bản trong hoạch định chính sách lãi suất. Trên nguyên tắc đó, NHNN cần:

Thứ nhất, xác định được những mục tiêu điều hành cụ thể trên cơ sở định lượng cụ thể về lạm phát, tăng trưởng, hoặc lãi suất ngắn hạn mà tại đó nền kinh tế đạt trạng thái cân bằng. Từ đó thiết lập, hình thành đồng bộ các mức lãi suất chỉ đạo, như lãi suất tái cấp vốn, lãi suất chiết khấu, lãi suất cho vay qua đêm và lãi suất nghiệp vụ thị trường mở nhằm chủ động điều tiết lãi suất thị trường và các hành vi cho vay, đi vay của các thành viên trên thị trường tiền tệ.

Thứ hai, cần làm tốt hơn công tác dự báo, chủ động điều hành lãi suất trong sự phối kết hợp các công cụ CSTT để kiểm soát lượng tiền cung ứng ở mức độ để đảm bảo không tạo ra sức ép tăng giảm quá lãi suất so với mức lãi suất mục tiêu.

Thứ ba, cần kiên định nguyên lý chung về cơ chế điều hành lãi suất, tức là NHNN chỉ công bố các loại lãi suất chủ đạo từ đó tác động vào thị trường tiền tệ. Hiện nay ở nước ta, NHNN Việt Nam quy định trần lãi suất tiền gửi ngắn hạn, có thể coi đó là một loại lãi suất cơ bản, phát đi tín hiệu tăng hay giảm trên thị trường; đồng thời các TCTD đang trong quá trình cơ cấu lại, phải quyết liệt xử lý nợ xấu thì việc quy định trần lãi suất như vậy có tính “neo” lãi suất trên thị trường theo mục tiêu và định hướng điều hành của NHNN. Bên cạnh đó việc công bố trần lãi suất cho vay nội tệ với 5 đối tượng ưu tiên cũng là có tính đặc thù của nền kinh tế Việt Nam trong giai đoạn hiện nay.

Thứ tư, bên cạnh việc áp dụng cơ chế kiểm soát lãi suất trực tiếp, từng bước tạo dựng những điều kiện cần thiết để tự do hóa lãi suất để đảm bảo sự vận hành của thị trường tuân theo qui luật cung cầu, phân bổ nguồn vốn hợp lý. Như vậy, trước mắt vẫn duy trì trần lãi suất huy động ngắn hạn và cho vay đối với các lĩnh vực ưu tiên như hiện nay, việc bỏ quy định trần lãi suất khi thị trường tiền tệ phát triển, quá trình tái cơ cấu TCTD đạt được các mục tiêu đề ra và diễn biến kinh tế vĩ mô chín muồi.

Thứ năm, tiếp tục nâng cao năng lực quản trị điều hành của thành viên thị trường, nâng cao kỷ luật thị trường, tăng cường thanh tra, giám sát hoạt động đối với các NHTM.

Kết luận

Trong thời kỳ hội nhập ngày càng sâu rộng như hiện nay, việc điều hành CSTT trở nên phức tạp hơn, đòi hỏi việc điều hành CSTT phải ngày càng linh hoạt, phản ứng nhanh nhạy với sự biến động của thị trường trong nước và quốc tế, đảm bảo ổn định tiền tệ, góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Để tiếp tục phát huy hiệu quả điều hành lãi suất trong bối cảnh thị trường hiện nay, đặc biệt đối với nền kinh tế thị trường chưa phát triển hoàn thiện như Việt Nam, nhiều quan hệ kinh tế chưa thực sự mang tính thị trường thì việc tiếp tục vận dụng các nền tảng lý thuyết để hoạch định chính sách lãi suất cần có sự linh hoạt, bám sát mục tiêu định hướng phát triển kinh tế - xã hội cũng như các diễn biến thực tế của thị trường.

Tài liệu tham khảo

- [1] Al-Mashat, R. (2003). Monetary policy transmission in India. India-Selected Issues, IMF Staff Country Report 03/261 (Washington: International Monetary Fund).
- [2] Angeloni, I. K., Anil K.; Mojon, Benoît; Terlizzese, Daniele. (2003). Monetary transmission in the Euro area: does the interest rate channel explain all?. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research.
- [3] Chatelain, J.-B., Generale, A., Hernando, I., Von Kalckreuth, U., & Vermeulen, P. (2002). Firm investment and monetary policy transmission in the Euro area. Available at SSRN 1728706.
- [4] Nguyễn Cao Hoàng, (2014). Bàn thêm về điều hành lãi suất đối với thị trường tiền tệ. Tạp chí Tài chính 04/2014.
- [5] Mohanty, D. (2012). Evidence on interest rate channel of monetary policy transmission in India. Paper Presented at RBI's Second International Research Conference, February 1-2, 2012, Mumbai(<http://sirc.rbi.org.in/downloads/SIRCPaper.pdf>).
- [6] Đinh Thị Thu Hồng và Phan Đình Mạnh, (2013). Hiệu quả của CSTT thông qua kênh truyền dẫn lãi suất. Tạp chí phát triển và hội nhập, 12 (22), 39-47.
- [7] Nguyễn Thị Kiều Nga, (2016). Tác động của kênh lãi suất đến chính sách tiền tệ của Việt Nam. Tạp chí Tài chính 11/2016.
- [8] Acosta-Ormaechea, Santiago and David Coble, (2011). Monetary transmission in dollarized and non-dollarized economies: The cases of Chile, New Zealand, Peru and Uruguay. IMF Working Paper No.11/87, International Monetary Fund;
- [9] Vymyatnina, Y, (2006). How much control does Bank of Russia have over money supply? Research in International Business and Finance, 20(2), 131-144. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2005.09.010>
- [10] Ngân hàng nhà nước Việt Nam, Báo cáo thường niên, báo cáo điều hành chính sách tiền tệ và hoạt động ngân hàng hàng các năm từ 2008 đến 2016.
- [11] Tổng hợp thông tin, số liệu từ các website: www.sbv.gov.vn; www.gso.gov.vn ...

ÁP DỤNG CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ TỆ PHI TRUYỀN THÔNG TẠI MỘT SỐ NƯỚC VÀ VẤN ĐỀ VỚI VIỆT NAM

PGS.TS. Nguyễn Trọng Tài

Học viện Ngân hàng

ThS. Nguyễn Thị Huyền Trang

Đại học Lao động - Xã hội

Tóm tắt

Chính sách tiền tệ (CSTT) truyền thông được các ngân hàng trung ương (NHTW) áp dụng trong nhiều năm qua và chúng đều phát huy các tác động tích cực trong việc kiểm soát nhằm ổn định thị trường tài chính. Tuy nhiên, khi thị trường tài chính đã lún sâu vào khủng hoảng, tác động của các CSTT tỏ ra có nhiều điểm hạn chế. Nếu lãi suất danh nghĩa giảm xuống mức quá thấp, các nhà đầu tư không còn muốn thực hiện các giao dịch đầu tư, thay vào đó, họ sẽ giữ tiền mặt. Trong tình huống này, NHTW có thể tác động đến cung tiền thông qua thị trường mở, song trên thực tế, khi nền kinh tế suy thoái, chứng khoán do Chính phủ phát hành - một công cụ tài chính được coi là an toàn – sẽ có xu hướng tăng giá, do đó, vai trò công cụ chính sách của nó lúc này bị hạn chế bớt. Trước thực tế này, NHTW cần phải đưa ra các công cụ khác để tác động lên thị trường tài chính và các công cụ chính sách này được gọi tên là các công cụ CSTT phi truyền thông. Bài viết này tập trung đề cập kinh nghiệm của một số nước trong việc sử dụng CSTT phi truyền thông, qua đó đưa ra một số khuyến nghị chính sách đối với Việt Nam.

Từ khóa: *Ngân hàng Trung ương, CSTT phi truyền thông*

UNCONVENTIONAL MONETARY POLICY IN SOME COUNTRIES - CHALLENGES AND SOLUTIONS FOR VIETNAM

Assoc. Prof. Dr. Tai Trong Nguyen

Banking Academy of Vietnam

Trang Nguyen Thi Huyen MSc

University of Labour and Social Affairs

Abstract

In many countries, conventional monetary policies have been pursued for a long time and they have proved the effectiveness in controlling and stabilizing the financial market. However, during the periods of extreme financial crisis, these conventional policies seem to have quite a few drawbacks. When the nominal interest rates decrease to a very low level, the

investors are no longer incentivized to invest and instead hoard money. In this case, the central bank can expand the money supply through open market operations. Nevertheless, when the economy slips into recession, government securities which are considered as relatively safe financial tool tend to become bid up. Therefore, their effectiveness as a policy tool can be limited. That leaves the central bank to employ other policies to influence the financial market. These policies are called unconventional policies. This paper focuses on the experience of applying unconventional policies in several countries and proposes some solutions for Vietnam.

Key words: *central bank, unconventional policy*

1. Tổng quan về CSTT phi truyền thống

Ngày nay, NHTW chủ yếu thực thi CSTT bằng cách đặt ra một mục tiêu cho lãi suất qua đêm trên thị trường tiền tệ liên ngân hàng và điều chỉnh lượng cung tiền của NHTW hướng tới mục tiêu đó thông qua nghiệp vụ thị trường mở. Để giảm thiểu tối đa rủi ro trên bảng cân đối của NHTW, tất cả các nghiệp vụ cung cấp thanh khoản đều được diễn ra dưới hình thức các giao dịch đối ứng trên cơ sở các tài sản thế chấp đủ tiêu chuẩn. Nói cách khác, trong điều kiện bình thường, NHTW không có quan hệ cho vay trực tiếp với Chính phủ và khu vực tư nhân. Cụ thể, NHTW không tiến hành việc mua đứt TPCP hay nợ doanh nghiệp (DN) và các công cụ nợ khác. Bằng cách điều chỉnh mức lãi suất chính sách, NHTW có khả năng kiểm soát khả năng thanh khoản trên thị trường tiền tệ một cách có hiệu quả. Qua đó, đạt được mục tiêu cuối cùng của mình là bình ổn giá cả trong trung và dài hạn. Biện pháp này giúp NHTW có thể đưa ra CSTT mở rộng phù hợp với nền kinh tế trong giai đoạn suy thoái. Đồng thời, đây cũng là một giải pháp hữu hiệu nhằm kiềm chế áp lực lạm phát trong thời kỳ bùng nổ kinh tế và đảm bảo ổn định chức năng của thị trường tiền tệ. Tuy nhiên, trong một số thời kỳ, CSTT truyền thống không thực sự có hiệu quả mặc dù NHTW vẫn nỗ lực nhằm đạt được những mục tiêu đề ra. Có hai trường hợp có thể xảy ra:

Thứ nhất, Khi những cú sốc kinh tế quá mạnh làm lãi suất danh nghĩa cần được đưa về mức 0%. Ở mức này, việc cắt giảm thêm lãi suất là điều không thể. Vì vậy CSTT mở rộng chỉ có thể được thực hiện được bằng cách sử dụng các công cụ CSTT phi truyền thống, thông qua: (i) Tác động vào lãi suất kỳ vọng trung, dài hạn; (ii) Thay đổi thành phần của bảng cân đối NHTW; (iii) Mở rộng bảng cân đối của NHTW.

Thứ hai, Khi lãi suất vẫn ở trên mức 0% nhưng các kênh truyền dẫn CSTT truyền thống bị suy yếu, trong tình huống này, NHTW có thể tiếp tục giảm lãi suất mục tiêu (tiếp tục sử dụng CSTT truyền thống) hoặc chuyển sang sử dụng các công cụ phi truyền thống.

Như vậy, *các biện pháp phi truyền thống* chính là các chính sách nhằm tác động trực tiếp tới chi phí và tính sẵn có của các nguồn vốn từ bên ngoài chảy vào các ngân hàng, hộ gia đình và các công ty phi tài chính. Nguồn tài chính này có thể nằm dưới dạng: NHTW cung cấp tính thanh khoản, các khoản vay tư nhân, các loại chứng khoán nợ hoặc chứng khoán vốn. Chi phí của các nguồn tài chính từ bên ngoài này thường cao hơn so với lãi suất liên ngân

hàng ngắn hạn được điều chỉnh bởi CSTT. Do đó, các biện pháp phi truyền thống có thể được xem như nỗ lực làm giảm chênh lệch lãi suất giữa các nguồn vốn từ bên ngoài, qua đó, ảnh hưởng tới giá tài sản và luồng tiền trong nền kinh tế. Bên cạnh đó, vì những biện pháp này nhằm mục tiêu tác động tới các điều kiện tài chính, nên kết cấu của chúng cũng chịu ảnh hưởng của các điều kiện tài chính.

CSTT phi truyền thống đã được các nước sử dụng từ cuối thế kỉ 19, đầu thế kỉ 20 gắn với những cuộc khủng hoảng kinh tế lớn.

Một số hướng mà CSTT phi truyền thống có thể tác động tới các biến số kinh tế:

(i) Tác động đến kỳ vọng của thị trường, qua đó, làm thay đổi lãi suất dài hạn thực tế và cuối cùng sẽ ảnh hưởng đến chi phí của khoản vay. Chính sách này thường được gọi là “*nói lỏng định lượng*”. Biện pháp này có thể hiệu quả theo một vài cách. Ví dụ, NHTW có thể làm giảm lãi suất thực tế nếu họ có thể khiến công chúng kỳ vọng rằng mức giá cả trong tương lai sẽ cao hơn. Nếu lạm phát kỳ vọng tăng lên, lãi suất thực sẽ giảm, kể cả nếu lãi suất danh nghĩa vẫn duy trì không đổi ở mức sàn. Bên cạnh đó, những nhà hoạch định chính sách có thể trực tiếp tác động đến kỳ vọng về lãi suất trong tương lai bằng cách cam kết duy trì lãi suất chính sách ở mức sàn 0% trong một khoảng thời gian nhất định. Theo lý thuyết dự tính, lãi suất dài hạn bằng trung bình các lãi suất ngắn hạn kỳ vọng, do đó, kênh kỳ vọng sẽ có xu hướng làm đường cong lãi suất thẳng ra khi các nhà hoạch định chính sách cam kết giữ mức lãi suất ở mức sàn. Hơn nữa, sự cam kết có điều kiện nhằm giữ lãi suất ngắn hạn ở mức này trong thời gian đủ dài sẽ có khả năng ngăn lạm phát kỳ vọng giảm xuống, tránh việc lãi suất thực tế tăng lên hoặc chi tiêu bị cắt giảm. Trong cả 2 trường hợp, nếu việc quản lý lạm phát kỳ vọng thành công, với điều kiện các yếu tố khác không đổi, sẽ làm giảm lãi suất dài hạn thực tế, từ đó, khuyến khích việc đi vay và làm tăng tổng cầu.

(ii) Làm thay đổi các điều kiện thị trường của các tài sản tài chính có thời gian đáo hạn khác nhau như: Trái phiếu Chính phủ (TPCP), thương phiếu hoặc các tài sản tài chính nước ngoài. Loại chính sách này thường được đề cập đến với tên gọi “*nói lỏng tín dụng*”

Hai loại chính sách này tác động khác nhau đến thành phần của bảng cân đối NHTW. Ngoài ra, một điểm khác biệt nữa là “*nói lỏng tín dụng*” có thể được thực hiện ngay cả khi lãi suất danh nghĩa ngắn hạn vẫn ở trên mức 0%, trong khi đó, “*nói lỏng định lượng*” chỉ có ý nghĩa khi lãi suất bằng 0% hoặc rất gần với mức 0%.

Các công cụ của CSTT phi truyền thống

Bảng 1: Các công cụ CSTT phi truyền thống

TT	Công cụ	Hướng tác động	Biện pháp
1	Nói lỏng định lượng trực tiếp	Kỳ vọng của thị trường	Mua các tài sản tài chính phi rủi ro từ các NHTM và các tổ chức tư nhân

TT	Công cụ	Hướng tác động	Biện pháp
2	Nói lỏng tín dụng trực tiếp	Thay đổi điều kiện thị trường của các tài sản tài chính	(i) Mua các tài sản của khu vực tư nhân; (ii) Nói lỏng các điều kiện tài chính hoặc cho các NHTM vay với thời gian đáo hạn lâu hơn.
3	Nói lỏng định lượng/tín dụng gián tiếp	Mở rộng bảng cân đối của NHTW	(i) NHTW trực tiếp mua và nắm giữ các tài sản cho đến khi đáo hạn hoặc bán lại các tài sản đó; (ii) Nói lỏng các điều kiện về tài sản thế chấp.
4	Định hướng mục tiêu (hiệu ứng cam kết)		
	Kiểu Delphic	Lãi suất ngắn hạn	Đưa ra khẳng định về triển vọng của nền kinh tế mà không cam kết gì thêm.
	Kiểu Odyssean	Thu nhập khả dụng của người vay	Cam kết duy trì một mức lãi suất trong khoảng thời gian nhất định.

Nói lỏng định lượng trực tiếp. Được NHTW sử dụng để kích thích nền kinh tế bằng cách mua một khối lượng tài sản tài chính phi rủi ro nhất định từ các NHTM và các tổ chức tư nhân khác, từ đó, nâng giá các tài sản tài chính này và làm giảm lãi suất của chúng, đồng thời, kích thích tăng lượng tiền cơ sở. Thông thường, NHTW thực hiện CSTT mở rộng bằng cách mua TPCP ngắn hạn nhằm hạ lãi suất ngắn hạn trên thị trường. Tuy nhiên, khi lãi suất ngắn hạn đã giảm đến mức 0%, biện pháp này mất hiệu lực, khi đó, NHTW có thể sử dụng nói lỏng định lượng nhằm kích thích nền kinh tế hơn nữa bằng cách mua các tài sản có thời gian đáo hạn dài hơn TPCP ngắn hạn nhằm làm giảm lãi suất dài hạn.

Nói lỏng định lượng có thể sử dụng để đảm bảo lạm phát không giảm xuống dưới mức mục tiêu. Tuy nhiên, biện pháp này cũng hàm chứa một số rủi ro: chính sách có thể trở nên hiệu quả quá mức mong đợi trong việc điều chỉnh giảm phát, dẫn đến tình trạng lạm phát cao hơn trong dài hạn (do cung tiền tăng), hoặc chính sách không đủ hiệu quả nếu các ngân hàng không cho vay dự trữ bổ sung.

Khi quyết định mở rộng bảng cân đối, NHTW phải lựa chọn loại tài sản để mua. Về nguyên lý, NHTW có thể mua bất kỳ loại tài sản nào, từ bất cứ đối tượng nào, nhưng trên thực tế, biện pháp nói lỏng định lượng thường tập trung vào việc mua TPCP dài hạn từ các ngân hàng. Có 2 lý do giải thích cho thực trạng này: (i) lãi suất TPCP có vai trò như một tiêu chuẩn để định giá các chứng khoán có rủi ro cao hơn do tư nhân phát hành. Khi TPCP dài hạn được mua, lãi suất của các trái phiếu do công ty phát hành được mong đợi cũng sẽ giảm song song với lãi suất TPCP; (ii) lãi suất dài hạn giảm sẽ kích thích đầu tư dài hạn và làm tăng tổng cầu, nhờ đó ổn định giá cả.

Như vậy, nếu mục tiêu đặt ra của chính sách nói lỏng định lượng là chắc chắn các khoản cho vay mới đến được tay khu vực tư nhân, NHTW sẽ tập trung chủ yếu vào việc mua trái phiếu từ các NHTM. Đây chính là lý do các ngân hàng đóng vai trò cực kỳ quan trọng

trong sự thành công của bất kỳ chính sách nói lỏng định lượng nào. Khả năng thanh khoản bổ sung được cung cấp bởi NHTW thông qua các gói nói lỏng định lượng sau đó sẽ được các NHTM sử dụng để cho vay như những khoản tín dụng mới. Tuy nhiên, các NHTM có thể sẽ lựa chọn nắm giữ tiền mặt nhận được từ việc bán TPCP trong tài khoản dự trữ của mình ở NHTW như một công cụ phòng ngừa rủi ro. Trong trường hợp này, tính thanh khoản do NHTW cung cấp vẫn nằm trong khu vực tài chính mà không chảy ra ngoài. Rủi ro này có thể được giảm thiểu bằng cách NHTW chỉ tiến hành mua TPCP khi lãi suất đã ở mức thấp nhất – có nghĩa là, chỉ khi các kênh lãi suất truyền thống đã được khai thác tối đa. Ở mức lãi suất này, các khoản tiền dự trữ không có lãi hoặc lãi gần như bằng không, do đó, các NHTM có rất ít hay không có lý do để dự trữ quá nhiều tiền ở NHTW. Việc triển khai biện pháp nói lỏng định lượng ở mức lãi suất khác với mức sàn có thể đòi hỏi bảng cân đối NHTW phải mở rộng hơn và do đó làm tăng nguy cơ rủi ro cho NHTW.

Như vậy, sự ổn định của hệ thống tài chính đóng vai trò quan trọng trong sự thành công của biện pháp nói lỏng định lượng. Khi các NHTM dùng những khoản vay trung gian, chính sách này sẽ không còn tác dụng. Nói lỏng định lượng được xem là thành công khi nó thu hẹp được chênh lệch giữa lãi suất phải trả đối với một số công cụ tín dụng nhất định và lãi suất chính sách, từ đó, hạn chế rủi ro thanh khoản và khuyến khích NHTM cấp tín dụng cho những đối tượng sẵn sàng trả lãi suất cao hơn.

Nói lỏng tín dụng trực tiếp. Là việc NHTW mua các tài sản của khu vực tư nhân để cung cấp thêm khả năng thanh khoản cho thị trường đang gặp khó khăn, nhờ đó, khơi thông nguồn vốn tín dụng và cho vay đối với nền kinh tế. Như vậy, nói lỏng tín dụng tác động trực tiếp đến tình trạng thiếu thanh khoản và chênh lệch lãi suất ở những khu vực thị trường nhất định, đặc biệt là thị trường bán buôn thông qua việc mua những chứng khoán có tài sản đảm bảo. Chúng được sử dụng nhằm thu hẹp chênh lệch lãi suất giữa một số chứng khoán tư nhân với các loại chứng khoán phi rủi ro (trong khi *nói lỏng định lượng* tác động theo hướng hạ lãi suất các loại chứng khoán phi rủi ro, từ đó làm cơ sở để đường cong lãi suất toàn thị trường hạ xuống song song với các chứng khoán được mua, trên cơ sở phần bù rủi ro không thay đổi).

Cần lưu ý, việc sử dụng nói lỏng tín dụng trực tiếp cần được cân nhắc cẩn trọng cả trên phương diện độ sâu thị trường tài chính, qui mô các DN phát hành trái phiếu để tránh sự phân bổ nguồn lực một cách méo mó giữa các ngành, các lĩnh vực cũng như tiềm ẩn các rủi ro gắn với việc áp dụng CSTT.

Nói lỏng định lượng/tín dụng gián tiếp. Các biện pháp được đề cập trên đây, NHTW đều được dự báo sẽ trực tiếp mua/bán các tài sản, thông qua đó bơm tiền ra nền kinh tế. Điều đó có nghĩa là, NHTW trực tiếp nắm giữ các tài sản cho đến khi đáo hạn hoặc bán lại các tài sản đó, do đó, rủi ro của các tài sản này sẽ nằm trên bảng cân đối của NHTW. Một cách khác để mở rộng bảng cân đối NHTW là nói lỏng điều kiện tài chính hoặc cho các NHTM vay với thời gian đáo hạn lâu hơn, với tài sản thế chấp là các tài sản mà thị trường của chúng đang tạm thời bị suy giảm. Chính sách này ảnh hưởng trực tiếp đến đường cong lãi suất theo chiều

ngang hay theo thời gian chính sách được tiến hành hoặc cam kết tiến hành. Chẳng hạn, khi NHTW tiến hành đấu thầu lãi suất cố định và cung cấp đầy đủ, tức là sẽ cung cấp thanh khoản cho những thành viên tham gia dự thầu tại một lãi suất cố định (thay vì cơ chế đấu thầu đa giá), và cung cấp toàn bộ lượng thanh khoản mà thành viên dự thầu yêu cầu. Chiều ngang của đường cong lãi suất sẽ được kéo dài đến thời hạn NHTW cam kết tiến hành gói thầu. Ví dụ, nếu ngân hàng cam kết tiến hành hoạt động tái cấp vốn 6 tháng trong 1 năm, chiều ngang của đường cong lãi suất trong 2 năm sẽ có xu hướng bị ảnh hưởng.

Khi thực hiện CSTT mở rộng, việc tăng lượng tiền cơ sở dựa trên sự ưa thích tiền mặt của các NHTM và mức độ khủng hoảng của hệ thống ngân hàng. Trong điều kiện bình thường, khi thị trường tài chính hoạt động tốt, kích thước của bảng cân đối NHTW sẽ ở mức mà lãi suất qua đêm trùng với lãi suất tái cấp vốn ngắn hạn và dự trữ dư thừa là không đáng kể, nhưng trong thời kỳ khủng hoảng, bảng cân đối NHTW sẽ bị mở rộng do nhu cầu dự trữ dư thừa của các NHTM gia tăng, và sẽ mở rộng đến mức làm lãi suất qua đêm giảm xuống còn thấp hơn so với lãi suất tái cấp vốn chính ngắn hạn. Mặt khác, loại chính sách phi truyền thống này còn liên quan đến chất lượng của các tài sản thế chấp. Việc NHTW mở rộng phạm vi các tài sản thế chấp được chấp nhận trong nghiệp vụ tái cấp vốn sẽ khiến các điều kiện tài chính mà các NHTM áp dụng đối với các khu vực khác cũng được nới lỏng. Điều này thể hiện thông qua chênh lệch lãi suất giữa các loại tài sản mà các ngân hàng tính phí với khu vực DN. Biện pháp này cũng cho phép các đối tác của NHTW tự lựa chọn loại tài sản thế chấp trong nghiệp vụ tái cấp vốn. Trong giai đoạn thị trường bất ổn, xu hướng tự nhiên của các NHTM là gia tăng sử dụng các tài sản thế chấp có chất lượng thấp hơn. Việc biến những nhóm tài sản nhất định trong các hoạt động của CSTT từ không hợp lệ thành hợp lệ sẽ tạo điều kiện cho hoạt động thương mại diễn ra giữa các thành viên tham gia thị trường.

Có thể nói, những thay đổi trong việc thực thi CSTT như trên được xem là “nới lỏng tín dụng nội sinh”, vì mục đích chính là nới lỏng điều kiện đối với tài sản thế chấp của các ngân hàng và tài trợ khó khăn thanh khoản. Trên cơ sở đó, các ngân hàng sẽ mở rộng việc cung cấp tín dụng. Hơn nữa, chính sách này được tiến hành ở mức lãi suất danh nghĩa ngắn hạn lớn hơn 0%.

Định hướng mục tiêu (hay hiệu ứng cam kết). Là một trong những công cụ của NHTW nhằm truyền tải đến công chúng những thông điệp về CSTT trong tương lai của mình, trên cơ sở đó, tác động đến các quyết định tài chính của DN, hộ gia đình và các nhà đầu tư.

Có 2 loại định hướng mục tiêu: (i) *Định hướng mục tiêu kiểu Delphic*, trong đó, NHTW đưa ra khẳng định về triển vọng của nền kinh tế mà không cam kết gì thêm. Loại định hướng mục tiêu này thường có xu hướng ảnh hưởng đến lãi suất ngắn hạn; (ii) *Định hướng mục tiêu kiểu Odyssean*: Khi lãi suất ngắn hạn đã chạm mức sàn 0%, NHTW cần có những tín hiệu mạnh mẽ hơn nếu muốn kích thích nền kinh tế, khi đó, NHTW sẽ thuyết phục thị trường rằng khi nền kinh tế dần dần phục hồi, NHTW sẽ không nâng mức lãi suất ngay lập tức để phản ứng với sự gia tăng của lạm phát và tăng trưởng kinh tế, thay vào đó, sẽ chờ đợi một thời gian. Nói cách khác, NHTW cam kết sẽ duy trì một mức lãi suất nào đó trong một

khoảng thời gian nhất định. Với cam kết này, thu nhập khả dụng của người đi vay sẽ tăng lên và khuyến khích các hoạt động trong nền kinh tế. Việc sử dụng công cụ “định hướng mục tiêu” giúp làm rõ định hướng chính sách của NHTW, nhờ đó, không chỉ kích thích được nền kinh tế khi lãi suất đã chạm mức 0%, mà còn làm giảm tâm lý lo ngại, không chắc chắn của các chủ thể tham gia nền kinh tế, qua đó, giảm sự biến động của lãi suất và thậm chí là phần bù rủi ro. Chẳng hạn, nếu khách hàng lo ngại về việc lãi suất mục tiêu sẽ tiếp tục duy trì ở mức thấp, lãi suất của các loại trái phiếu, hợp đồng và công cụ tín dụng khác có thể tăng lên, không khuyến khích dân chúng đi vay và tiêu dùng. Nếu NHTW truyền tải thông điệp rằng việc giữ lãi suất thấp là chính sách của họ, khi ấy thị trường sẽ phản ứng phù hợp với chính sách tổng thể.

2. Áp dụng CSTT phi truyền thống tại các nước

2.1. Tại Mỹ

Cục Dự Trữ Liên Bang Mỹ (Fed) được ủy quyền thực thi các CSTT theo mục tiêu “tối đa hóa cơ hội việc làm, ổn định giá cả và lãi suất dài hạn ở mức ổn định” (Bowman, Londono, Sapriza, 2014). Thông thường, Fed thực hiện CSTT bằng cách đưa ra lãi suất Fed fund, theo đó các NHTM có thể vay mượn qua lại “qua đêm” để đảm bảo tỷ lệ dự trữ bắt buộc. Các mục tiêu cũng được thực hiện thông qua thị trường mở, trong đó, các giao dịch tài chính truyền thống thường liên quan đến trái phiếu Kho bạc.

Sau khủng hoảng 2001, nền kinh tế Mỹ đã có dấu hiệu hồi phục, tuy nhiên tỷ lệ thất nghiệp vẫn tiếp tục tăng cho đến giữa năm 2003. Để tránh cho nền kinh tế tái khủng hoảng, Fed duy trì mức lãi suất rất thấp, chạm tới mức 1% vào năm 2003. Một số nhà kinh tế học cho rằng khủng hoảng tài chính phần nào có nguyên nhân bắt nguồn từ việc Fed đã duy trì lãi suất ngắn hạn quá lâu, ngay cả sau khi khủng hoảng 2001 đã qua đi. Lãi suất thấp làm tăng nhu cầu mua nhà, dẫn đến bong bóng giá nhà (mà bong bóng này một phần lại do tiêu chuẩn cho vay có phần lỏng lẻo do Fed và một số tổ chức khác điều chỉnh). Việc chuyển từ lãi suất cố định sang lãi suất thả nổi của các khoản vay mua nhà cũng khiến cho khu vực này dễ chịu tổn thương hơn khi lãi suất ngắn hạn thay đổi. Một cách nhìn khác, Bernanke (2005) cho rằng lãi suất cho vay mua nhà thấp đã là hệ quả của tiết kiệm dư thừa – trên thực tế Fed có ít sự kiểm soát đối với lĩnh vực này, góp phần làm bong bóng nhà ở phình to lên. Khi bong bóng này vỡ dẫn đến khủng hoảng tài chính, ảnh hưởng đến các tổ chức tiền gửi và những thành phần khác của khu vực tài chính có tài trợ khoản vay mua nhà. Khi tỷ lệ nợ quá hạn của các khoản vay mua nhà đã lên đến con số kỷ lục, các tổ chức tài chính liên quan đối mặt với nguy cơ mất vốn và thiếu khả năng thanh khoản, theo sau đó, các khoản vay và tín dụng khác cũng bị ảnh hưởng, cuối cùng, tác động đến toàn bộ nền kinh tế, do thiếu tín dụng có thể đem đến hệ lụy tiêu cực cho cả sản xuất lẫn nhu cầu tiêu dùng. Tháng 12/2007, nền kinh tế rơi vào khủng hoảng, giá cả bắt đầu tăng lên, lãi suất cũng dần được điều chỉnh tăng lên đến 5.25% vào giữa năm 2006. Trước tình hình này, Fed đã cắt giảm lãi suất Fed fund và lãi suất chiếu khấu. Từ tháng 9/2007, lãi suất Fed fund đã giảm từ 5.25% xuống mức từ 0-0.25% vào tháng 12/2008, động thái này được các nhà kinh tế học gọi là giới hạn thấp hơn 0 và cũng là dấu hiệu cho

thấy hoạt động thị trường mở truyền thông sẽ không đem lại các tác động tích cực. Lãi suất đã được giữ ở mức thấp đặc biệt trong một khoảng thời gian dài không theo thông lệ nhằm đối phó với những tác động của khủng hoảng tài chính và dư chấn của nó. Trong những đợt hồi phục trước, Fed bắt đầu tăng lãi suất sau chưa đến 3 năm kể từ khi khủng hoảng kết thúc. Lần này, Fed đã đưa ra các động thái được cho là chưa từng được thực hiện: Lãi suất ngắn hạn chưa bao giờ giảm đến 0% trong lịch sử hoạt động của Fed và họ đã đợi một khoảng thời gian dài hơn thông lệ trước khi bắt đầu chính sách thắt chặt tiền tệ trong đợt hồi phục. Đến tháng 12/2015, Fed mới bắt đầu tăng lãi suất trở lại và đưa ra khả năng tiếp tục tăng trong tương lai (Bowman, Londono, Saprizo, 2014). Khi lãi suất Fed fund đã giảm xuống mức 0% hoặc gần 0%, các CSTT truyền thông không thể đem lại những hiệu quả như mong muốn, do đó, Fed đã tiếp tục sử dụng những CSTT phi truyền thống khác: Trước tiên, Fed cung cấp một số kênh tín dụng trực tiếp cho các định chế tài chính trên thị trường nhằm củng cố khả năng thanh khoản, trong đó, hầu hết là các khoản vay ngắn hạn đảm bảo bằng tài sản thế chấp có giá trị lớn hơn khoản vay đó. Một số đối tượng nằm trong diện được tài trợ là các DN phi ngân hàng và phi tài chính. Đây cũng là lần đầu tiên Fed thực hiện tài trợ cho các đối tượng này – những công ty không nằm trong khung điều chỉnh của họ kể từ sau Đại Suy thoái (theo Điều 13 Luật Dự Trữ Liên Bang). Chính sách này được vào thực hiện lần đầu vào tháng 12/2007 và sau đó là tháng 9/2008. Thông qua kênh tái chiết khấu truyền thống và các khoản tài trợ trên đây, trong giai đoạn tháng 12/2007-9/2008, Fed có hai khoản tài trợ cứu cánh trực tiếp dành cho hai công ty là American International Group (AIG) và Bear Stearns. Tổng gói hỗ trợ từ Fed đầu tháng 8/2007 là 234 triệu USD thông qua các chương trình tài trợ thanh khoản vừa nêu, không có tài trợ trực tiếp, đến tháng 12/2008, con số này là 1,6 nghìn tỷ USD, trong đó, gần 108 tỷ USD là tài trợ trực tiếp cho các công ty. Sau đó, tổng lượng hỗ trợ giảm dần, xuống còn dưới 100 tỷ USD vào tháng 2/2010, tài trợ trực tiếp cho các tổ chức giảm dưới 100 tỷ USD tháng 1/2011. Khoản vay cuối cùng trong đợt khủng hoảng được thanh toán vào 29/10/2014¹. Trong khoảng thời gian từ tháng 12/2007 đến khủng hoảng trầm trọng hơn vào tháng 9/2008, Fed làm giảm tác động của cho vay trên bảng cân đối của họ (giữ cho bảng cân đối không tăng lên) bằng cách bán các TPCP. Sau tháng 8/2008, các khoản hỗ trợ đã vượt quá lượng TPCP nắm giữ, họ bắt đầu cho phép bảng cân đối tăng lên. Từ tháng 9 đến tháng 11/2008, bảng cân đối của họ đã tăng gấp đôi, từ 1.000 tỷ USD lên hơn 2.000 tỷ USD. Đến năm 2009, khi các điều kiện tài chính đã bình thường trở lại, Fed đứng trước quyết định có tiếp tục các CSTT phi truyền thống hay không, và họ đã tiếp tục thực hiện hai CSTT phi truyền thống khác là nới lỏng định lượng và định hướng thị trường.

Chính sách nới lỏng định lượng: Trong khi mục lãi suất mục tiêu được giữ ở mức giới hạn thấp hơn 0%, Fed tiếp tục mua TPCP và các loại chứng khoán được đảm bảo bằng khoản vay, động thái này cũng được coi là bước thực hiện chính sách nới lỏng định lượng (QE). Trong giai đoạn 2009 - 2014, Fed đã thực hiện ba đợt mua chứng khoán theo chương trình nới

¹ Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet. Recent Balance Sheet Trends. Retrieved from http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends.htm

lông định lượng. Đợt thứ ba hoàn thành tháng 10/2014, khi đó, bảng cân đối kế toán của họ đã có 4.500 tỷ USD – gấp 5 lần con số trước khủng hoảng.

Mục tiêu của QE là làm giảm lãi suất dài hạn. Việc mua chứng khoán Kho bạc và chứng khoán đảm bảo bằng các khoản vay nhằm trực tiếp làm giảm lãi suất của các loại chứng khoán này, từ đó, tác động tích cực đến nền kinh tế, thị trường nhà đất, đầu tư vào máy móc thiết bị sản xuất, khuyến khích tiêu dùng những loại hàng hóa có thời gian sử dụng lâu dài và nhạy cảm trước lãi suất. Nghiên cứu của Goldman Sachs (2013) chỉ ra rằng 1.000 tỷ USD tài sản mua vào sẽ hạ lãi suất dài hạn một khoảng từ 0.25% đến 1.72%.. Một nghiên cứu khác của Michael, J. (2012) lại chỉ ra QE1 làm giảm lãi suất TPCP 10 năm, trái phiếu doanh nghiệp BBB, và MBS kì hạn 30 năm khoảng 1%, QE2 hạ lãi suất những trái phiếu đó 0.14%, và Chương trình kéo dài kì hạn làm giảm lãi suất trái phiếu doanh nghiệp BBB khoảng 0.1% cùng với MBS 0.25%.

Chính sách định hướng thị trường. Fed tin rằng, khi họ đưa ra báo hiệu lãi suất Fed fund sẽ được duy trì ở mức thấp trong một khoảng thời gian dài nhất định, thì các DN sẽ tự tin hơn khi cho rằng lãi suất có thể được giữ thấp trong thời gian vay vốn, từ đó kích thích các khoản đầu tư dài hạn. Năm 2012, Fed đã thay thế thời hạn duy trì lãi suất bằng một giới hạn về kinh tế: họ hứa hẹn sẽ giữ lãi suất Fed fund rất thấp, ít nhất là cho đến khi tỷ lệ thất nghiệp ở khoảng trên 6.5% và lạm phát thấp. Có thể thấy rằng, rất khó có thể xác định rõ được tác động của công cụ định hướng thị trường này, vì nó phụ thuộc vào cách nhìn nhận đánh giá của những đối tượng tham gia vào thị trường, và khi điều kiện thị trường thay đổi, định hướng của Fed cũng có thể thay đổi. Tháng 3/2014, khi tỷ lệ thất nghiệp đã xuống gần mức 6.5%, Fed thay thế mức giới hạn cụ thể bằng một khẳng định không mang tính cụ thể. Ngày 29/10/2014, Fed thông báo dừng mua chứng khoán trên diện rộng vào cuối tháng. Để kết thúc chương trình QE và mức duy trì lãi suất thấp bằng 0% hoặc gần 0%, Fed hình thành kế hoạch thực hiện CSTT bình thường, tuy nhiên, khó khăn là họ không thể thay đổi lãi suất Fed fund nhờ công cụ dự trữ bắt buộc như họ đã từng làm trước khủng hoảng, do QE đã làm ngập tràn thị trường với lượng dự trữ bắt buộc dư thừa. Nói cách khác, với hơn 2.000 tỷ USD dự trữ bắt buộc, lãi suất Fed fund đã gần đến 0% ngay cả khi Fed muốn nó tăng cao hơn (Gara Afonso và cộng sự, 2013). Để có thể quay lại được CSTT thông thường, một cách làm dễ thấy nhất lúc này là làm giảm bớt lượng dự trữ dư thừa bằng cách làm giảm bảng cân đối thông qua bán tài sản. Tuy nhiên, Fed không dự định bán bất cứ một chứng khoán nào, thay vào đó, họ lên kế hoạch giảm bảng cân đối bằng cách gia hạn thanh toán chứng khoán đến hạn. Tháng 6/2017, Fed thông báo chỉ cho phép một số hạn chế chứng khoán thanh toán đến hạn, theo đó, mỗi tháng chỉ thanh toán khoảng 6 tỷ USD TPCP và 4 tỷ USD chứng khoán đảm bảo bằng khoản vay, con số này dần dần tăng lên 40 tỷ USD TPCP và 20 tỷ USD chứng khoán đảm bảo bằng khoản vay. Mức giảm được thực hiện cho đến khi lượng chứng khoán nắm giữ đủ để thực hiện CSTT một cách hiệu quả.

2.2. Tại Nhật Bản

Được đưa vào áp dụng từ đầu những năm 2000s, CSTT phi truyền thống đã có những tác động rõ rệt về kinh tế vĩ mô tại Nhật Bản - một trong những nước áp dụng CSTT phi truyền thống sớm nhất trên thế giới (Myao, R., Okimoto, T., 2017). CSTT phi truyền thống được triển khai qua các giai đoạn: (i) Giai đoạn 1999-2001: chính sách lãi suất bằng 0%; (ii) Giai đoạn 2001-2006: chính sách nới lỏng định lượng; (iii) Giai đoạn 2010-2013: Tiếp tục các CSTT nới lỏng; (iv) Năm 2013: Chính sách nới lỏng định lượng và định tính (QQE) và thông báo sẽ tiếp tục chương trình cho đến khi đạt được mục tiêu lạm phát ổn định ở mức 2%, theo đó, QQE đặt mục tiêu mở rộng lượng tiền cơ sở và các khoản mua TPCP (tăng gấp đôi lượng tiền cơ sở và các khoản mua TPCP trong hai năm). Cụ thể hơn, NHTW Nhật Bản đã thực hiện mở rộng lượng tiền cơ sở hàng năm ở mức 60.000-70.000 tỷ JPY (tiền Nhật Bản) và lượng TPCP mua về hàng năm khoảng 50 tỷ JPY (trong đó, thời gian đáo hạn còn lại của TPCP có thể lên tới 7 năm). QQE tại Nhật Bản vẫn tiếp tục được áp dụng tháng 10/2014, giúp tăng lượng tiền cơ sở lên 80 tỷ JPY và mở rộng các khoản mua TPCP với thời gian đáo hạn còn lại bình quân từ 7-10 năm. Cần lưu ý là trong giai đoạn này, vấn đề nợ xấu ngân hàng đã được giải quyết triệt để, khủng hoảng tài chính thế giới và khủng hoảng khu vực đồng Euro cũng đã lắng dịu (Myao, R., Okimoto, T., 2017).

Như vậy, có thể thấy điều kiện về kinh tế và tài chính tại Nhật Bản khá ổn định khi những chính sách trên được đưa ra, do đó, tác động của những chính sách này lên nền kinh tế và lạm phát được thể hiện rõ nét hơn. Nghiên cứu của Miyao và Okimoto (2017) chỉ ra rằng: sau khi áp dụng QQE tại Nhật Bản, tác động về kinh tế vĩ mô của những CSTT phi truyền thống là lớn hơn và bền vững hơn, khiến cho lượng hàng hóa sản xuất ra và lạm phát cũng tăng lên ở mức ổn định. Về kênh truyền dẫn tác động của CSTT, bên cạnh kênh truyền thống là lãi suất, kênh giá cổ phiếu và tỷ giá hối đoái cũng góp phần đưa đến các tác động về mặt vĩ mô. Mục tiêu của các chính sách này là nhằm củng cố áp lực làm giảm lãi suất dài hạn, dẫn đến cải thiện các điều kiện tín dụng, làm giảm giá đồng tiền, tăng lạm phát dự kiến và tất cả nhằm góp phần nới lỏng các điều kiện tài chính nói chung, từ đó, khuyến khích các DN và hộ gia đình chi tiêu và nâng cao sản lượng hàng hóa, dịch vụ. Các kênh tác động này phần nào cũng tương tự như khi áp dụng CSTT truyền thống, tuy nhiên, khác biệt cơ bản là CSTT phi truyền thống trực tiếp gây áp lực làm giảm lãi suất dài hạn, trong khi đó, CSTT truyền thống thường chỉ tác động gián tiếp bằng cách kiểm soát lãi suất chính sách ngắn hạn.

2.3. Tại khu vực đồng Euro

Châu Âu - vốn có quan hệ mật thiết với Hoa Kỳ, là khu vực chịu tác động nghiêm trọng của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2009, sự sụp đổ của Lehman Brothers đã dẫn tới một cuộc khủng hoảng tài chính thực sự, kéo theo sự suy giảm nhanh chóng của các điều kiện kinh tế ở hầu hết các nền kinh tế lớn trên thế giới. Lúc này, ECB có phản ứng nhanh chóng và quyết liệt trên hai khía cạnh: (i) Kiên trì với nhiệm vụ duy trì sự ổn định giá cả trong trung hạn. Cụ thể: để đẩy lùi áp lực giảm phát, ECB đã cắt giảm lãi suất chính sách 325 điểm cơ bản, xuống còn 1%; (ii) Tăng cường hỗ trợ tín dụng. Sau sự sụp đổ của Lehman Brothers, thị trường tiền tệ liên ngân hàng đã ngừng hoạt động, các ngân hàng không còn tin tưởng lẫn

nhau, do lo ngại mức độ rủi ro có thể gặp phải nếu cho nhau vay. Có thể nói, rủi ro do bất cân xứng thông tin đã trở nên quá lớn dẫn đến sự sụp đổ của thị trường, trước hết là thị trường liên ngân hàng, dẫn đến các chức năng trung gian cung cấp thanh khoản và cung cấp nguồn vốn ngắn hạn cho các tổ chức tài chính bị tê liệt. Chính vì vậy, ECB đã tiến hành một số các biện pháp được xem là phi truyền thống, có thể được chia thành 4 nhóm chính: *Các biện pháp thanh khoản đặc biệt, Mua các tài sản và Định hướng mục tiêu*

Cung cấp thanh khoản

Trong giai đoạn đầu của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2009, ECB phản ứng khá nhanh chóng với những căng thẳng trên thị trường liên ngân hàng. Khung CSTT của ECB, so với NHTW các quốc gia khác, có thể xem là khá linh hoạt khi chấp nhận một danh mục tài sản thể chấp đa dạng và có khả năng cung cấp thanh khoản cho một số lượng lớn các đối tác. Tuy nhiên, những nghiệp vụ cung cấp thanh khoản bình thường không làm dịu được các căng thẳng chưa từng thấy trước đó trên thị trường liên ngân hàng do tác động của cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu và khủng hoảng nợ công trong khu vực này (bắt đầu bùng phát từ tháng 5/2009 tại Hy Lạp). Do đó, ECB đã tiến hành một số biện pháp cung cấp tính thanh khoản đầy đủ tại các mức lãi suất cố định (FRFA). Biện pháp này là một phần quan trọng trong nhóm công cụ phi truyền thống của ECB. Trước đó, các nghiệp vụ cung cấp thanh khoản truyền thống của ECB được tiến hành theo phương thức đấu thầu với lãi suất trúng thầu riêng lẻ. Nhưng theo quy trình mới, các ngân hàng có thể được đáp ứng đến mức tối đa nhu cầu thanh khoản ở mức lãi suất cụ thể được định trước (lãi suất trong nghiệp vụ tái cấp vốn chính). Sau khi Lehman Brothers sụp đổ, ECB đưa ra quy trình FRFA cho tất cả nghiệp vụ thị trường mở và nghiệp vụ Swap cung cấp thanh khoản bằng đồng ngoại tệ. Nghiệp vụ này chính là biện pháp nói lỏng tín dụng nhằm bù đắp rủi ro thanh khoản trên thị trường bằng cách đảm bảo cung cấp thanh khoản liên tục cho các ngân hàng. ECB cũng đã tăng cường cung cấp thanh khoản thông qua các nghiệp vụ LTROs - đây là các giao dịch đảo chiều cung cấp thanh khoản được tiến hành hàng tháng và có thời gian đáo hạn 3 tháng. Trước đó, ECB thường không đặt lãi suất cố định cho các nghiệp vụ này, mà để các ngân hàng tham gia đấu giá quyết định lãi suất theo cơ chế đấu thầu lãi suất thả nổi. Tuy nhiên, trong thời kỳ khủng hoảng, ECB đã đưa ra thêm những nghiệp vụ LTROs mới và một số có thời gian đáo hạn lớn hơn 3 tháng. ECB kéo dài thời hạn của LTROs bổ sung lần đầu tiên sau sự sụp đổ của Bear Sterns (3/2008) nhằm khuyến khích các ngân hàng trong khu vực cho vay lẫn nhau trong thời gian lâu hơn. Nghiệp vụ này được xem là đặc biệt vì đây là lần đầu tiên ECB sử dụng nghiệp vụ tài trợ vốn có kỳ hạn 6 tháng thay vì kỳ hạn 3 tháng thông thường. Thời gian đáo hạn của các khoản vay sau đó được tăng lên mức 1 năm vào tháng 5/2009. Tiếp theo, ngày 8/12/2011, ECB đã tiến hành nghiệp vụ tái cấp vốn kỳ hạn 3 năm với FRFA, trong đó, lãi suất của nghiệp vụ được cố định tại mức trung bình của lãi suất tái cấp vốn chính trong suốt thời gian tiến hành. Nghiệp vụ tái cấp vốn kỳ hạn 3 năm đầu tiên được thực hiện vào ngày 21/12/2011 và lần thứ hai vào ngày 29/2/2012. Các ngân hàng đã vay hơn 1.000 tỷ EUR nhằm đáp ứng ngay nhu cầu tiền mặt tại quỹ cũng như để không phải bán tài sản và cắt giảm việc cho vay. Nghiệp vụ tái cấp vốn dài hạn này không giống các biện pháp cung cấp thanh khoản thông thường,

bởi với LTRO kỳ hạn 3 năm, kênh trung gian của NHTW đã được mở rộng từ thị trường tiền tệ sang thị trường vốn. Với việc kéo dài thời hạn các nghiệp vụ tái cấp vốn, ECB đảm bảo sự thông suốt của kênh tín dụng và ngăn chặn hậu quả tiêu cực của cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu. Đáng lưu ý, các nghiệp vụ cung cấp thanh khoản đặc biệt tại khu vực đồng EUR thường dần dần chấm dứt khi nền kinh tế hồi phục nhưng do khủng hoảng nợ công Hy Lạp 5/2009, ECB phải tiếp tục quay lại với các nghiệp vụ FRFA và LTROs với kỳ hạn dài hơn.

Bên cạnh đó, ECB dần dần nói lỏng đáng kể điều kiện đối với các tài sản thế chấp, chẳng hạn: áp dụng một số biện pháp để đảm bảo các ngân hàng Hy Lạp vẫn có thể sử dụng TPCP nước này như tài sản đảm bảo khi vay vốn tại NHTW. Nói lỏng điều kiện của tài sản thế chấp đã làm tăng lượng tài sản thế chấp có thể sử dụng để đảm bảo trong các nghiệp vụ tái cấp vốn và nhờ đó củng cố các kênh cung cấp thanh khoản. Có thể coi đây chính là dạng nói lỏng tín dụng gián tiếp.

Mua vào các tài sản

Từ năm 2010, ECB đã tiến hành mua trái phiếu có đảm bảo và nợ công khu vực EU. Với việc mua các tài sản có rủi ro cao hơn TPCP này, ECB đã chấp nhận rủi ro thanh khoản và rủi ro vỡ nợ trên bảng cân đối NHTW (Vayanos & Vila, 2009). Các nhà đầu tư khi nắm giữ những giấy tờ này có thể dễ dàng bán lại cho ECB, vì vậy, họ sẽ yêu cầu một mức bù rủi ro thấp hơn, từ đó, hạ lãi suất các giấy tờ này. ECB khẳng định rằng “Chương trình thị trường chứng khoán” (SMP) chỉ là biện pháp tạm thời và chỉ nhằm mục đích cải thiện kênh truyền dẫn CSTT. Khác với nói lỏng định lượng kiểu Mỹ², để không ảnh hưởng tới lập trường về CSTT, ECB quyết định tiến hành *can thiệp trung hòa* thông qua một số nghiệp vụ cụ thể được thiết kế để tái hấp thụ khả năng thanh khoản đã bơm ra, nhờ đó, tổng lượng cung tiền không thay đổi. Một điểm khác biệt đáng chú ý nữa giữa SMP và việc mua trái phiếu bằng ngoại tệ của Fed là: ECB không đưa ra số tiền dự định sử dụng hay thời gian dự định tiến hành chương trình cụ thể. ECB cũng không cung cấp chính xác số lượng trái phiếu đã mua từ các quốc gia. Việc mua bán này dừng lại một cách không chính thức vào tháng 1/2011, nhưng sự căng thẳng của cuộc khủng hoảng nợ công trong khu vực và nguy cơ lây lan sang Ý và Tây Ban Nha, khiến ECB phải tiếp tục thực hiện chương trình, với việc tuyên bố sẽ tích cực mua nợ khu vực đồng Euro. Kể từ khi bắt đầu chương trình, ECB đã mua tổng cộng 219,5 tỷ EUR TPCP từ khu vực đồng Euro. Khủng hoảng nợ công EU tiếp tục vào đầu năm 2012 khi tình hình tài chính nguy kịch của các ngân hàng Tây Ban Nha, ECB thông báo về chương trình mua trái phiếu ghi bằng ngoại tệ: “Giao dịch tiền tệ không đảo chiều” (OMT) và cùng lúc chấm dứt chương trình SMP. Mục tiêu của chương trình mới là nhằm khôi phục cơ chế truyền dẫn CSTT và điều kiện tín dụng đồng nhất ở khu vực đồng Euro. OMT là chương trình được xem là “nói lỏng tín dụng đơn thuần”, có nghĩa là việc mua trái phiếu sẽ chỉ thay đổi kết cấu tài sản của các NHTW mà không làm tăng cung tiền về mặt tổng thể.

² Chương trình mua tài sản của EU khác với nói lỏng định lượng kiểu Mỹ, bởi nói lỏng định lượng mua tài sản nhằm hạ lãi suất các chứng khoán phi rủi ro, làm cơ sở để hạ lãi suất toàn thị trường. Trong khi chương trình mua tài sản của EU chỉ tập trung vào trái phiếu có đảm bảo và nợ công, nhằm hạ lãi suất của các chứng khoán này chứ không phải toàn bộ thị trường, vì vậy có thể coi đây là một chính sách nói lỏng tín dụng điển hình.

Bên cạnh đó, để ngăn chặn khủng hoảng tín dụng, ngày 7/5/2009, ECB tuyên bố sẽ dùng 60 tỷ EUR để mua trái phiếu có bảo hiểm (CBPP) trong khu vực đồng Euro với các mục tiêu: (i) Thúc đẩy việc giảm lãi suất kì hạn trên thị trường tiền tệ; (ii) Nới lỏng điều kiện tài trợ cho các TCTD và DN; (iii) Khuyến khích các TCTD duy trì và mở rộng cho vay đối với khách hàng; (iv) Cải thiện thanh khoản cho các khu vực quan trọng của TTCK tư nhân. Cuối tháng 6/2010, ECB ngừng CBPP. Nhưng khi cuộc khủng hoảng trở nên nghiêm trọng hơn vào nửa cuối năm 2011, đã buộc ECB phải tiến hành thêm biện pháp hỗ trợ thị trường trái phiếu có bảo đảm với việc công bố chương trình CBPP2 trị giá 40 tỷ EUR, áp dụng cho các trái phiếu có bảo đảm bằng đồng EUR cả ở thị trường sơ cấp và thứ cấp.

Định hướng mục tiêu

Ngày 4/7/2013, Hội đồng điều hành của ECB giới thiệu chương trình “Định hướng mục tiêu” bằng việc đưa ra thông báo rằng ECB kỳ vọng lãi suất chính sách sẽ duy trì ở mức hiện tại hoặc thấp hơn trong một thời gian dài, trên cơ sở cân nhắc đến: (i) Kỳ vọng của về lãi suất chính sách dựa trên cơ sở tổng quan triển vọng kiểm soát lạm phát trong trung hạn, duy trì sự ổn định giá cả ở khu vực và mục tiêu giữ tỷ lệ lạm phát ở dưới và gần mức 2% trong trung hạn, cung cấp một thước đo rõ ràng, tạo cơ sở cho việc hình thành kỳ vọng về lãi suất chính sách của ECB; (ii) Định hướng về lãi suất “trong một thời gian dài” tạo nên một giới hạn linh hoạt, không có thời gian kết thúc được định trước và cũng không có giới hạn định lượng rõ ràng, thay vào đó, thời gian áp dụng chính sách được xác định bằng những đánh giá về triển vọng ổn định giá cả trong giới hạn thời gian phù hợp, cụ thể là trung hạn; (iii) Định hướng mục tiêu dựa trên một khung phân tích đa dạng, toàn diện, vững chắc về triển vọng ổn định giá cả với sự cân nhắc đến một loạt các biến số kinh tế và tiền tệ, chứ không chỉ dựa trên một chỉ tiêu kinh tế duy nhất. Cách xây dựng và tiếp cận chính sách định hướng mục tiêu (so với quy chuẩn) có thể được phân loại là một dạng định hướng định tính có điều kiện, bởi nó đưa ra định hướng của chính sách thông qua thông báo một cách định tính, mà không đề cập đến giới hạn về thời gian và số lượng. Thêm vào đó, định hướng của ECB được bổ sung bằng một thông báo mô tả các điều kiện kinh tế vĩ mô mà ở đó CSTT dự kiến được áp dụng. Thông báo này là đóng vai trò quan trọng trong định hướng của ECB, làm nó khác so với định hướng định tính đơn thuần, vì nó làm cho thấy rõ hơn các CSTT của ECB để đối phó với những diễn biến trong tương lai.

3. CSTT phi truyền thống tại Việt Nam – Những vấn đề đặt ra và khuyến nghị chính sách

3.1. CSTT phi truyền thống tại Việt Nam

Những năm qua, bên cạnh sử dụng các công cụ CSTT truyền thống nhằm can thiệp trên thị trường tiền tệ, NHNN đã sử dụng các công cụ CSTT phi truyền thống, bao gồm:

Nới lỏng tín dụng

Nhằm hỗ trợ nhà ở. Ngày 10/4/2012, NHNN ra công văn số 2056/NHNN-CSTT nhằm nới lỏng tín dụng BĐS, đưa một số nhóm tín dụng BĐS ra khỏi nhóm tín dụng không khuyến khích như xây dựng, sửa chữa mua nhà để bán, cho thuê; xây dựng các công trình dự án phát

triển trong các khu đô thị,... Bên cạnh đó, NHNN cũng đã ban hành Thông tư số 11/2013/TT-NHNN, theo đó, quy định 5 NHTM nhà nước và NHTM cổ phần do Nhà nước nắm giữ trên 50% vốn điều lệ sẽ tiến hành cho vay theo quy định. Mức lãi suất cho vay hỗ trợ nhà ở của ngân hàng đối với khách hàng được NHNN công bố hàng năm và áp dụng cho các khoản vay có dư nợ trong năm. Định kì vào tháng 12 hàng năm, NHNN xác định và công bố mức lãi suất áp dụng cho năm tiếp theo, bằng khoảng 50% lãi suất cho vay bình quân của các ngân hàng trên thị trường, nhưng không vượt quá 6%/năm. Thời gian tối đa áp dụng mức lãi suất cho vay được quy định là 10 năm với khách hàng mua, thuê, thuê mua nhà ở xã hội và thuê, mua nhà thương mại và 5 năm đối với khách hàng là DN. NHNN thực hiện giải ngân khoản cho vay tái cấp vốn khoảng 30.000 tỷ đồng đối với ngân hàng trên cơ sở dư nợ cho vay của ngân hàng đối với khách hàng. Lãi suất tái cấp vốn của NHNN thấp hơn lãi suất cho vay của ngân hàng đối với khách hàng là 1,5%/năm tại cùng thời điểm. Đối tượng vay vốn theo quy định trong Thông tư 11 bao gồm: "các đối tượng mua, thuê, thuê mua nhà ở xã hội và thuê, mua nhà ở thương mại có diện tích nhỏ hơn 70 m², giá bán dưới 15.000.000 đồng/m²" và "Doanh nghiệp là chủ đầu dự án xây dựng nhà ở xã hội, doanh nghiệp là chủ đầu tư dự án nhà ở thương mại được chuyển đổi công năng sang dự án nhà ở xã hội". Ngoài ra, một quy định đáng chú ý của NHNN là giới hạn tổng mức cho vay của các ngân hàng đối với doanh nghiệp chiếm tối đa 30% nguồn tái cấp vốn hỗ trợ nhà ở. Đây có thể coi là các biện pháp nói lỏng tín dụng gián tiếp.

Nhằm hỗ trợ ngư dân. Ngày 07/7/2014, Thủ tướng Chính phủ ban hành Nghị định 67/2014/NĐ-CP đưa ra những ưu đãi về vốn vay đối với các chủ tàu được vay ngân hàng tối đa 95% tổng giá trị đầu tư đóng mới, nâng cấp; thời hạn cho vay sẽ kéo dài trong 11 năm, trong đó, năm đầu tiên chủ tàu được miễn lãi và chưa phải trả nợ gốc; lãi suất được duy trì ổn định 7%/năm, nhưng chủ tàu chỉ phải trả 1-3%/năm, phần còn lại do ngân sách nhà nước cấp bù. Trong trường hợp chủ tàu gặp rủi ro do nguyên nhân khách quan, bất khả kháng, được ngân hàng cơ cấu lại thời hạn trả nợ và được xử lý theo hợp đồng bảo hiểm. Chủ tàu khai thác hải sản và cung cấp dịch vụ hậu cần khai thác hải sản hoạt động nghề cá có hiệu quả, sẽ được vay tối đa 70% giá trị cung cấp dịch vụ hậu cần đối với tàu dịch vụ hậu cần khai thác hải sản, tối đa 70% chi phí cho một chuyến đi biển đối với tàu khai thác hải sản, với lãi suất 7%/năm.

Nhằm hỗ trợ nông nghiệp, nông thôn. NHNN đã ban hành Thông tư số 14/TT-NHNN (14/6/2010) và Thông tư số 20/TT-NHNN (29/09/2010) hướng dẫn chi tiết việc thực hiện các biện pháp điều hành công cụ để hỗ trợ TCTD cho vay phát triển nông nghiệp, nông thôn. Từ tháng 5/2012, NHNN còn quy định trần lãi suất cho vay đối với 5 lĩnh vực ưu tiên, theo đó, lãi suất cho vay đã giảm mạnh, từ trên 20%/năm vào năm 2011 xuống còn 15%/năm vào năm 2012 và đến năm 2014 còn 8%/năm. Hiện nay, lãi suất cho vay đối với khu vực này phổ biến mức 6,5-8%/năm, thấp hơn nhiều so với lãi suất cho vay thông thường.

Nhằm cho vay ưu đãi. NHNN đã ban hành Thông tư 06/2009/TT-NHNN quy định chính sách tín dụng ưu đãi cho 61 huyện nghèo để hỗ trợ giảm nghèo nhanh và bền vững, theo đó, các đối tượng ưu đãi khi vay vốn tại các NHTM Nhà nước sẽ được NSNN hỗ trợ

50% lãi suất tiền vay. Bên cạnh đó, Thông tư còn quy định mức lãi suất 0% cho các hộ nghèo khi vay ưu đãi một lần tối đa 5 triệu đồng để mua giống chăn nuôi hoặc giống thủy sản, phát triển ngành nghề thủ công nghiệp trong thời gian 2 năm. Ngày 01/10/2014, NHNN Việt Nam tiếp tục chỉ đạo nâng mức cho vay ưu đãi tối đa lên 10 triệu đồng, đồng thời xác định mức lãi suất bằng 50% lãi suất cho vay hộ nghèo trong từng thời kỳ, tăng thời gian áp dụng lãi suất ưu đãi lên 3 năm kể từ ngày nhận vốn vay.

Định hướng mục tiêu. NHNN đã đưa ra các thông điệp mang tính “định hướng mục tiêu” nhằm chuyển tải các quan điểm về điều hành CSTT của NHNN trong từng giai đoạn, đặc biệt đối với những giai đoạn thị trường tài chính trong nước có diễn biến phức tạp gắn với các cuộc “chạy đua” nâng lãi suất, những diễn biến phức tạp trên thị trường vàng hay ngoại tệ. Các thông điệp “cứng rắn” của NHNN đã giúp tạo lập sự ổn định hoạt động của các phân khúc thị trường trên. Chẳng hạn:

Với các cuộc chạy đua nâng lãi suất huy động tiền gửi tiết kiệm: NHNN đã ban hành Chỉ thị 02/CT-NHNN (7/9/2011) về việc chấn chỉnh việc thực hiện quy định về mức lãi suất huy động và tuyên bố sẽ “xử trảm” người đứng đầu NHTM nếu huy động vốn vượt trần 14%/năm.

Để xử lý tình trạng “đô la hóa” thì NHNN đã ra Quyết định 2589/QĐ-NHNN (17/12/2015) trong đó quy định lãi suất huy động bằng USD là 0%/năm.

Với thị trường ngoại hối: Những năm trước 2011 thị trường ngoại hối diễn biến rất phức tạp và để chấn chỉnh, NHNN đã ban hành hàng loạt văn bản qui phạm pháp luật: Thông tư 13/2011/TT-NHNN (31/5/2011) quy định việc mua, bán ngoại tệ của tập đoàn kinh tế, Tổng công ty Nhà nước; Thông tư 15/2011/TT-NHNN quy định việc mang ngoại tệ, VND bằng tiền mặt của cá nhân khi xuất cảnh, nhập cảnh; Quyết định 1972/QĐ-NHNN (31/8/2011) áp dụng tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với các TCTD áp dụng cho tiền gửi bằng ngoại tệ của các TCTD ở nước ngoài (1%); Thông tư 02/2012/TT-NHNN (27/2/2012) hướng dẫn giao dịch hối đoái giữa NHNN và các TCTD, chi nhánh ngân hàng nước ngoài; Quyết định 857/QĐ-NHNN (2/5/2012) về việc cho vay ngắn hạn bằng ngoại tệ của TCTD, chi nhánh ngân hàng nước ngoài đối với khách hàng vay là người cư trú đến hết ngày 31/12/2012; Qui định tỷ lệ dự trữ bắt buộc bằng ngoại tệ thông qua các Quyết định 750/QĐ-NHNN 09/04/2011, Quyết định 1209/QĐ-NHNN (1/6/2011) và Quyết định 1925/ QĐ-NHNN (26/8/2011). Thông tư 05/2011/TT-NHNN (10/3/2011) quy định về thu phí cho vay của TCTD đối với khách hàng; Thông tư 07/2012/TT-NHNN (20/3/2012) quy định về trạng thái ngoại tệ của các TCTD, chi nhánh ngân hàng nước ngoài

Bên cạnh việc hoàn thiện hành lang pháp luật, NHNN chủ động công bố định hướng điều hành tỷ giá (dao động trong khoảng 1-3% mỗi năm, mức điều chỉnh không quá 1% các tháng cuối năm 2011, không quá 2-3% trong năm 2012 và 2013, không quá 1-2% trong năm 2014, không quá 2% trong năm 2015) điều này góp phần tăng cường tính minh bạch, định hướng thị trường, tạo điều kiện cho các DN chủ động xây dựng kế hoạch sản xuất, kinh doanh. Với cơ chế này, NHNN giảm tần suất điều chỉnh tỷ giá so với trước đây, xử lý các

biến động thị trường thông qua can thiệp mua bán ngoại hối của các NHTM. Mặt khác, NHNN cũng thường xuyên đưa ra các thông điệp về điều hành tỷ giá nhằm giúp trấn an thị trường và ngăn ngừa các hành vi thao túng tỷ giá. Chẳng hạn: Đầu tháng 10/2014 tin đồn NHNN có thể điều chỉnh tăng tỷ giá, NHNN đã đưa ra thông điệp: (i) sẽ không điều chỉnh tỷ giá mà vẫn giữ ổn định; (ii) trường hợp cần thiết, NHNN sẵn sàng bán ngoại tệ can thiệp để ổn định tỷ giá trong biên độ đề ra. Kết quả ngay sau đó giá USD đã chững lại. Như vậy trong thông điệp này rất rõ ràng với hai ý: một là phản bác lại sự kỳ vọng (tâm lý) thị trường và hai là khẳng định sự can thiệp nếu tâm lý đó vẫn tồn tại và gây hậu quả. Ngày 19/8/2015, chỉ trong vòng một tuần NHNN có 2 lần điều chỉnh về tỷ giá. Lý do trực tiếp của thông điệp CSTT này được NHNN đưa ra là tâm lý thị trường còn nặng nề do lo ngại các hệ lụy của việc FED sẽ sớm điều chỉnh tăng lãi suất USD. Với lần điều chỉnh kép này, NHNN chủ động đi trước, nhằm xóa bỏ kỳ vọng tỷ giá tiếp tục tăng từ chờ đợi việc tăng LS của FED. Trong thông cáo, NHNN cũng nêu rõ là nhằm chủ động dẫn dắt thị trường, đón đầu các tác động bất lợi từ khả năng cú hích từ lãi suất FED. Cuối tháng 12/2015 thị trường có xu hướng nóng, và NHNN đã khẳng định thông tin về điều hành tỷ giá theo cơ chế mới định hướng thị trường hơn (trong điều hành tỷ giá sẽ có tỷ giá trung tâm của NHNN) và thông điệp từ Thống đốc định hướng nhất quán là chống đô la hóa, chuyển từ quan hệ vay và gửi ngoại tệ sang quan hệ mua – bán; ngay sau đó tỷ giá có xu hướng hạ nhiệt. Những ví dụ trên cho thấy các thông điệp CSTT đã được NHNN đưa ra kịp thời, có tác dụng ổn định tâm lý nhà đầu tư, từ đó giúp ổn định thị trường ngoại hối.

Đối với thị trường vàng: Từ năm 2011, Chính phủ và NHNN đã có những bước đi mạnh mẽ nhằm ổn định thị trường này, khởi đầu là Thông tư 11/2011/TT-NHNN 29/4/2011 của NHNN về chấm dứt huy động và cho vay vốn bằng vàng của TCTD. Chính phủ đã ban hành Nghị định 24/2012/NĐ-CP ngày 03/4/2012 về quản lý hoạt động kinh doanh vàng; Sau đó, NHNN ban hành Thông tư 12/2012/TT-NHNN ngày 27/4/2012 về việc sửa đổi, bổ sung một số điều của Thông tư 11/2011/TT-NHNN về chấm dứt huy động và cho vay vốn bằng vàng của TCTD. Thông tư 24/2012/TT-NHNN tiếp tục được NHNN ban hành về việc sửa đổi, bổ sung Điều 1 Thông tư 11/2011/TT-NHNN về chấm dứt huy động và cho vay vốn bằng vàng của TCTD. NHNN cũng đã ban hành Quyết định 1623/QĐ-NHNN ngày 23/8/2012 về việc tổ chức và quản lý sản xuất vàng miếng. Nhìn chung, các biện pháp này đã góp phần làm ổn định giá vàng...

3.2. Những vấn đề đặt ra

CSTT phi truyền thống mà NHNN đưa ra nhìn chung đã có các tác động tích cực đối với thị trường tài chính vốn bị hoảng loạn sau các tác động tiêu cực của các cú sốc tài chính quốc tế. Nhìn từ góc độ kinh tế vĩ mô thì việc triển khai các công cụ CSTT phi truyền thống đã giúp Chính phủ vẫn duy trì được tăng trưởng kinh tế ổn định, vấn đề việc làm, thu nhập của dân chúng ngày càng được cải thiện tích cực, an sinh xã hội được duy trì. Tuy vậy, từ kinh nghiệm các nước trong áp dụng CSTT phi truyền thống cũng như đối chiếu với thực tiễn

tại Việt Nam những năm qua, chúng tôi cho rằng một số vấn đề sau đây cần được cân nhắc thấu đáo khi áp dụng CSTT phi truyền thống:

Thứ nhất, CSTT truyền thống chỉ được áp dụng khi CSTT truyền thống bị mất hiệu lực, nghĩa là khi các công cụ của CSTT truyền thống vẫn còn hiệu lực thì không nên áp dụng CSTT phi truyền thống. Nhìn từ thực tiễn áp dụng CSTT phi truyền thống tại Việt Nam những năm qua thì thấy rằng mặc dù các công cụ CSTT truyền thống vẫn phát huy tác dụng, song chúng ta vẫn triển khai CSTT phi truyền thống (nới lỏng tín dụng) nhằm hỗ trợ các đối tượng chính sách theo mục tiêu ưu tiên của Chính phủ trong hỗ trợ nhà ở cho người có thu nhập thấp, hỗ trợ ngư dân đóng tàu vươn khơi xa... Các nước thường áp dụng chính sách nới lỏng tín dụng là để xử lý những khó khăn về thanh khoản trên thị trường tài chính, chứ không phải là để xử lý các vấn đề xã hội. Việc sử dụng công cụ CSTT phi truyền thống để xử lý các vấn đề xã hội ngay cả trong bối cảnh thị trường tài chính đang phải đối diện với các thách thức nghiêm trọng do sự tác động của khủng hoảng tài chính quốc tế “gối đầu” sẽ gây những khó khăn nghiêm trọng cho việc thực thi CSTT nhằm kiểm soát an toàn thị trường tài chính.

Thứ hai, Chính sách phi truyền thống bao gồm nhiều công cụ khác nhau tùy thuộc vào điều kiện và hoàn cảnh từng nước. Với những nước có thị trường tài chính phát triển thì công cụ chính sách thường được áp dụng là nới lỏng định lượng, nhưng với những nước thị trường tài chính kém phát triển thì bắt buộc phải áp dụng chính sách nới lỏng TD bởi triển khai áp dụng chính sách nới lỏng định lượng không hiệu quả. Vì vậy, việc triển khai các giải pháp nhằm thúc đẩy sự phát triển của thị trường tài chính, đặc biệt là thị trường chứng khoán, là rất cần thiết nhằm có nhiều sự lựa chọn khi NHNN muốn áp dụng CSTT phi truyền thống khi CSTT truyền thống bị suy giảm hoặc mất hiệu lực.

Thứ ba, Việc áp dụng các công cụ CSTT phi truyền thống cần nghiên cứu kỹ các kênh truyền tải và định chế sẽ chuyển tải qua đó giúp kiểm soát và đánh giá chính xác, kịp thời sự tác động của chính sách tới nền kinh tế. Thời gian qua, một số chính sách nới lỏng TD cho các đối tượng thụ hưởng là rõ ràng, song các định chế nhằm chuyển tải các ưu đãi TD thì lại chưa có sự chọn lựa kỹ, có xu hướng “cấp” dàn mỏng cho nhiều NHTM cùng thực hiện. Thiết nghĩ nên định hướng rõ ràng rằng chỉ các NHTMNN hoặc NHTMCP mà Nhà nước nắm cổ phần chi phối thì mới được chỉ định chuyển tải các chính sách nới lỏng TD đến các đối tượng thụ hưởng trong nền kinh tế.

Thứ tư, Các định hướng chính sách đã được NHNN chú trọng triển khai nhằm chuyển tải các thông điệp đến nền kinh tế một cách trung thực, kịp thời, qua đó ổn định tâm lý dân chúng. Tuy vậy có một thực tế là hiện nay các phương tiện truyền thông đại chúng đưa các thông tin thiếu chuyên nghiệp, không lựa chọn kỹ càng những thông điệp cần truyền tải là những chuyên gia thực sự có uy tín hoặc những nhà quản lý được đưa ra thông điệp, dẫn tới một thực tế là có không ít trả lời đã chưa thực sự thuyết phục được công chúng do thiếu độ sâu kiến thức chuyên môn cần thiết. Các ý kiến đa chiều là cần thiết nhằm tránh lối suy nghĩ áp đặt, song cũng không thể để tình trạng nhiễu thông tin về lĩnh vực tài chính NH – một loại hình thông tin có độ chuyên sâu rất cao và tầm ảnh hưởng rất sâu đến nền kinh tế xã hội. Hơn

nữa, các thông điệp chính sách của NHNN chỉ có thể đạt hiệu quả cao và tăng sức thuyết phục đối với công chúng khi nó rõ ràng, có đủ cơ sở khoa học và thực tiễn và có tính kiên định cao.

3.3. Một số khuyến nghị chính sách

Từ nghiên cứu kinh nghiệm các nước cũng như xuất phát từ thực tiễn Việt Nam hiện nay một số vấn đề sau đây Việt Nam nên cân nhắc thận trọng khi triển khai CSTT phi truyền thống:

Thứ nhất, CSTT phi truyền thống chỉ được triển khai khi CSTT truyền thống suy giảm, thậm chí mất hiệu lực và do vậy, khi CSTT vẫn còn phát huy tác động tích cực tới nền kinh tế thì không nên sử dụng các công cụ CSTT phi truyền thống. Kinh nghiệm cho thấy tùy thuộc vào điều kiện và hoàn cảnh nhất định mà mỗi nước sử dụng các công cụ CSTT phi truyền thống khác nhau nhưng mục tiêu hướng tới là nhằm bảo vệ sự an toàn lành mạnh của thị trường tài chính thông qua duy trì trạng thái thanh khoản ổn định của thị trường, từ đó ổn định môi trường kinh tế vĩ mô cho sự phát triển ổn định của nền kinh tế xã hội. Các nước EU những năm qua sử dụng công cụ nói lỏng tín dụng, nhưng chỉ là nhằm duy trì trạng thái thanh khoản lành mạnh cho thị trường tài chính, chứ không phải nhằm tạo ra những khoản tín dụng ưu đãi cho từng thành phần trong từng khu vực của nền kinh tế, bởi việc tạo ra những ưu đãi như vậy sẽ gây ra các méo mó, biến dạng của thị trường tài chính. Những năm gần đây, Việt Nam triển khai áp dụng công cụ CSTT phi truyền thống là nói lỏng tín dụng trong khi các công cụ CSTT truyền thống vẫn phát huy hiệu lực, điều này là không theo thông lệ khi điều hành CSTT. Trong điều kiện thanh khoản của thị trường vẫn được duy trì ổn định tích cực thông qua các công cụ CSTT truyền thống, thì việc triển khai các chương trình nói lỏng tín dụng những năm qua có thể khẳng định không phải nhằm hỗ trợ cho CSTT truyền thống khi chúng bị suy giảm hiệu lực, mà là để tạo nguồn vốn tín dụng ưu đãi cho các đối tượng theo chỉ định. Do vậy, thiết nghĩ nên thay đổi cách tiếp cận vấn đề gắn với quá triển khai các chương trình tín dụng ưu đãi hiện nay, bởi nếu chúng ta cứ tiếp tục duy trì thực thi chính sách nói lỏng tín dụng nằm trong khung CSTT của NHNN thì việc sử dụng song hành cả 2 loại công cụ chính sách truyền thống và phi truyền thống có nguy cơ sẽ làm suy giảm hiệu lực của CSTT truyền thống. Muốn có sự thay đổi này thì phải hình thành một loại Quỹ đầu tư Quốc gia để đầu tư các nguồn tín dụng ưu đãi cho các đối tượng thụ hưởng theo chỉ định của Chính phủ. Nguồn vốn ban đầu của Quỹ này lấy từ quá trình cổ phần hóa các doanh nghiệp Nhà nước cũng như các nguồn vốn huy động khác với giá rẻ từ trong và ngoài nước.

Thứ hai, Phát triển của thị trường chứng khoán qua đó giúp NHNN có nhiều sự lựa chọn hơn khi thị trường tài chính bị khủng hoảng, gây khó khăn nghiêm trọng trong việc thực thi CSTT của NHNN thiết nghĩ là việc cần thiết phải đẩy mạnh ngay từ bây giờ. Việc quá thiên về áp dụng chính sách tín dụng sẽ có nguy cơ làm công cụ chính sách này bị “kháng” và điều này sẽ gây ra những khó khăn nhất định khi NHNN muốn sử dụng nó để kiểm soát thị trường tài chính.

Thứ ba, Để tránh tình trạng bị “nhiều” thông tin khi áp dụng công cụ “định hướng mục tiêu” thì NHNN cần hoàn thiện kênh chuyển tải thông tin CSTT, muốn vậy, NHNN cần thống

nhất với các cơ quan truyền thông về cách thức truyền tải thông tin, những người chịu trách nhiệm công bố thông tin trong ngân hàng tới công chúng, công bố danh sách các nhà quản lý lẫn các nhà khoa học được quyền trả lời phỏng vấn. Sự đa chiều trong cung cấp thông tin là cần thiết, song với loại thông tin có tính chuyên nghiệp cao như thông tin tài chính – ngân hàng thì nhất thiết chỉ những người thực sự hiểu biết thì mới được cung cấp cho dân chúng. Chỉ có như vậy thì các định hướng chính sách của NHNN được chuyển tải đến công chúng mới thực sự trở thành công cụ chính sách thay vì làm nhiều chính sách./.

Tài liệu tham khảo

- [1] Bernanke, B. S. and Reinhart, V. R. (2004): *Conducting monetary policy at very low short -term interest rates*. American Economic Review, 94(2), 85-90
- [2] Bernanke, B., 2005. *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account deficit*. Speech at the Virginia Association of Economists
- [3] Bowman, D., Londono, J.M., Sapriza, H.,2014: *U.S. Unconventional monetary policy and transmission to emerging market economies*. International Finance Discussion Papers
- [4] Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet. Recent Balance Sheet Trends. Retrieved from http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends.htm.
- [5] Driffill, J., 2016. *Unconventional Monetary Policy in the Euro Zone*. Open Economies Review, 27 (2), 387 – 404.
- [6] Gara Afonso et al. (2013). *Who's Borrowing in the Fed Funds Market*. Liberty Street Economics, Federal Reserve Bank of New York.
- [7] Klyuev, V., de Imus, P., Srinivasan K. (2009). *Unconventional choices for unconventional times: credit and quantitative easing in advanced economies*. IMF Staff Position Note no. 27.
- [8] Meaning, J., Warren J. (2015): *The transmission of unconventional monetary policy in UK government debt markets*. National Institute of Economic Review, 234, 40-47.
- [9] Michael, J. (2012): *Quantitative easing and other unconventional monetary policies: Bank of England conference summary*. Bank of England Quarterly Bulletin, Q1: 48 – 56.
- [10] Myao, R., Okimoto, T., 2017. *The Macroeconomic effects of Japan's unconventional monetary policies*. The Research Institute of Economy, Trade and Industry. Discussion paper series 17-E-065.
- [11] Retrieved from <http://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2013/12/whos-borrowing-in-the-fed-funds-market.html#more>.
- [12] Sachs, G. (2013). *A More Graceful Exit from QE*. U.S. Economics Analyst, newsletter, June 21, 2013, p. 2.

- [13] Sharpe, T., Watts, M., (2013). *Unconventional Monetary Policy in the UK: A Modern Money Critique*. *Economic Issues*, 18 (2), 41-64.
- [14] Vayanos, D. & Vila, J.-L. (2009). *A Preferred-Habitat Model of the Term Structure of Interest Rates*. CEPR Discussion Papers 7547, C.E.P.R. Discussion Papers.

HỆ LUY CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ PHI TRUYỀN THỐNG

ThS. Vũ Xuân Thanh

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Tóm tắt

Cách đây một thập kỷ, nhiều nước phải tung ra các gói hỗ trợ tài chính khổng lồ để đối phó với khủng hoảng tài chính toàn cầu. Đến nay, tăng trưởng GDP toàn cầu đã phục hồi trở lại và thị trường giá cả ổn định, nhưng quá trình phục hồi này rất chậm chạp và kết quả thấp xa so với mong đợi, đòi hỏi các NHTW phải nhanh chóng thắt chặt tiền tệ, qua đó gây sức ép để tăng năng suất và hiệu quả kinh tế. Tuy nhiên, việc rút dần chính sách nới lỏng tiền tệ đang vấp phải những thách thức không nhỏ do lượng tiền tăng cao nhưng tín dụng vẫn tăng thấp, buộc các nước phát triển phải duy trì chính sách lãi suất thấp thêm một thời gian. Động thái này đã giảm nhẹ áp lực lên phần còn lại của thế giới, nhưng cũng gây ra nhiều hệ lụy và ảnh hưởng tiêu cực đến tâm lý thị trường. Điều này đòi hỏi các cơ quan quản lý tiền tệ quốc gia phải chủ động thích ứng với những thay đổi xảy ra khi các biện pháp thắt chặt tiền tệ tại các nước phát triển phát huy tác dụng.

Từ khóa: *Chính sách phi truyền thống, hệ lụy, kinh tế phục hồi chậm, nợ quốc gia, tác động đến các EMDE.*

CONSEQUENCES OF UNCONVENTIONAL MONETARY POLICY

Vu Xuan Thanh MSc

State Bank of Vietnam

Abstract

A decade ago, many countries had to pump huge financial packages into markets in order to respond to the global financial crisis. Nowadays, GDP growth has rebounded and price stabilized, but the recovery has been progressing slowly and far below expectations. This situation has prompted some central banks to tighten their monetary policies, thereby creating pressure for productivity and economic efficiency enhancement. However, the gradual withdrawal of unconventional monetary policies is facing significant challenges as heavy money supply has failed to trigger credit increase, forcing the developed economies to maintain low interest rates for longer time. This trend has relieved the pressure on other countries, but causing substantial consequences and adversely affecting the market sentiment, requiring national

monetary authorities to be pro-active in adapting to the changes incurring as the monetary policy tightening in advanced economies takes effect.

Key words: *unconventional policy, consequence, slow recovery, national debt, cryptocurrency.*

Để đối phó với cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2009, nhiều nước tung ra những khoản tài chính khổng lồ và nới lỏng tiền tệ nhằm khuyến khích sản xuất, tiêu dùng, qua đó hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, tình trạng thiếu phối hợp giữa các quốc gia đã triệt tiêu hiệu quả của các biện pháp nới lỏng tài chính - tiền tệ, đẩy kinh tế thế giới vào thời kỳ suy thoái kéo dài, tiền mặt tràn lan, nợ nần chồng chất, làm trầm trọng thêm tình trạng bất đồng giữa các quốc gia và hình thành xu hướng chính sách mới - một vòng luân chuyển chưa có hồi kết.

Trong thập kỷ qua, nhiều nước đã tung ra các chương trình nới lỏng tài chính - tiền tệ nhằm đối phó với cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008-2009 và suy thoái sau đó. Tuy nhiên, tình trạng thiếu phối hợp giữa các quốc gia đã cản trở hiệu quả của các biện pháp nới lỏng này, đẩy kinh tế thế giới vào thời kỳ suy thoái kéo dài, tiền mặt tràn lan, nợ nần chồng chất, hình thành xu hướng chính sách mới và trầm trọng thêm tình trạng bất đồng giữa các quốc gia.

Trên thực tế, xu hướng buông lỏng quản lý tài chính - tiền tệ đã hình thành từ những năm cuối thế kỷ XX, nhờ tiến bộ công nghệ đã làm tăng năng suất lao động và qua đó hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Tận dụng những cơ hội thuận lợi này, các nước phát triển và mới nổi đã mở rộng đầu tư và tín dụng để phát triển kinh tế. Khi khủng hoảng tài chính toàn cầu xảy ra, hầu hết các nước bị tác động của khủng hoảng đều đưa ra các gói kích thích tài khóa để thúc đẩy sản xuất, tiêu dùng và xuất khẩu, qua đó duy trì tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, toàn cầu hóa kinh tế và những yếu tố mang tính thế tục (như xu hướng năng suất tăng chậm dần và hiện tượng già hóa dân số) đã cản trở tác động của các chương trình kích thích kinh tế. Ngoài ra, động thái nới lỏng tiền tệ tại các nước phát triển đã trở thành cơ hội “vàng” cho các nước mới nổi. Các nước mới nổi và một số nước đang phát triển đã đưa ra các gói kích thích tài khóa và tín dụng để thúc đẩy sản xuất, chủ yếu là để xuất khẩu sang các nước phát triển, trọng tâm là Mỹ và thị trường châu Âu. Với lợi thế về chi phí, hàng hóa giá rẻ từ các nước mới nổi đã tràn ngập thị trường, và làm tăng gánh nặng nợ nần do lãi suất thấp đã khuyến khích các hộ gia đình tăng cường vay vốn để trang trải chi tiêu, nhưng lại nhấn chìm nhiều ngành sản xuất của Mỹ và châu Âu. Trong số này, Trung Quốc đã mở rộng đầu tư và tín dụng để phát triển kinh tế trong nước, đồng thời đẩy mạnh xuất khẩu sang các nước phát triển và nhiều nước khác trên thế giới, làm gia tăng thâm hụt tại các nước phát triển. Trái với bức tranh kinh tế ảm đạm tại các nước phát triển, GDP tại Trung Quốc đã đạt mức tăng trưởng cao trong nhiều thập kỷ liên tiếp.

Xu hướng phát triển trên đây đã dẫn đến tình trạng mất cân bằng kinh tế toàn cầu - vay quá nhiều ở một số nơi trên thế giới (nhất là tại Mỹ) và tiết kiệm quá nhiều tại những nơi khác

trên thế giới (điển hình là Trung Quốc). Theo dữ liệu thống kê, tiết kiệm toàn cầu có xu hướng tăng dần và hiện đã chạm mức kỷ lục 1.200 tỷ USD. Trong đó, tiết kiệm tại châu Á chiếm $\frac{3}{4}$, chủ yếu từ Trung Quốc, còn lại là từ một số quốc gia khác tại Bắc Âu như Hà Lan, CHLB Đức, trong khi nguồn tiết kiệm tại Trung Đông lại mai một dần theo đà giảm của giá dầu.

1. Những hệ lụy của chính sách tiền tệ phi truyền thống

1.1. Chính sách tiền tệ nói lỏng làm gia tăng tình trạng nợ nần

Trên toàn cầu, các chương trình kích thích tài chính đã làm tăng gánh nặng nợ nần, nhiều công ty đã bị cuốn hút vào nguồn tín dụng giá rẻ sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, nay phải đối mặt với tình trạng dư thừa công suất và đang chật vật tìm kiếm người mua. Tình hình này đang trở nên trầm trọng, trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế tại Mỹ, châu Âu, Nhật Bản đều yếu ớt, kinh tế Trung Quốc tăng chậm lại.

Theo báo cáo do Quỹ Tiền tệ quốc tế (IMF) công bố vào đầu tháng 10/2016, tổng nợ trong lĩnh vực phi tài chính chạm mốc 152.000 tỷ USD vào cuối năm 2015, tăng trên hai lần so với năm 2000. Mức nợ hiện tại dừng ở mức kỷ lục 225% GDP toàn thế giới, với $\frac{2}{3}$ tổng số nợ nằm ở khu vực tư nhân, còn lại là nợ công. Tuy chỉ chiếm tỷ trọng thấp, nhưng nợ công đã tăng từ 70% GDP vào năm 2015 lên 85% GDP năm 2016.

Trong sáu năm trước khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008, do tác động của xu thế toàn cầu hóa hệ thống ngân hàng và nói lỏng điều kiện cho vay, nợ của khu vực phi tài chính tại các nước phát triển tăng 35%. Trong đó, hoạt động cho vay không chỉ bùng nổ trong lĩnh vực cầm cố tại Mỹ, mà mở rộng tại nhiều nước phát triển với trên 50% là nợ hộ gia đình. Tại các nước mới nổi, nợ doanh nghiệp tư nhân và hộ gia đình cũng tăng, nhưng nhìn chung không được công bố cụ thể.

Sau khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008, nợ công tại các nước phát triển tăng rất nhanh, trong khi nợ tư nhân giảm dần, nhưng rất chậm chạp. Sau năm 2012, chỉ khoảng $\frac{1}{3}$ số nước phát triển ghi nhận kết quả cải thiện tình trạng nợ nần. Tại một số nước mới nổi, điều kiện tiếp cận tài chính dễ dàng trong thời kỳ sau khủng hoảng tài chính đã dẫn đến xu hướng bùng nổ tín dụng, nhất là các doanh nghiệp phi tài chính với tốc độ tăng trung bình trên 38% GDP.

Tính trung bình tại các nước đang phát triển và mới nổi (EMDEs), nợ chính phủ tăng từ tỷ lệ 12% GDP trong năm 2007 lên khoảng 47% GDP trong năm 2016, cán cân ngân sách cũng chuyển từ trạng thái thặng dư gần 1% GDP trong năm 2007 sang trạng thái thâm hụt khoảng 5% GDP trong năm 2016. Điều này cho thấy, điều kiện tài chính thuận lợi đã góp phần thay đổi cơ cấu trong bảng cân đối tài sản quốc gia, nhưng hầu như không nâng cao được tính bền vững về tài chính, nợ dưới dạng ngoại tệ tại các nước có thu nhập trung bình có xu hướng tăng trở lại.

Nợ tư nhân tại các EMDE tăng nhanh, phản ánh sự kết hợp giữa độ sâu tài chính và bùng nổ tín dụng. Trong đó, tín dụng ngân hàng dành cho khu vực kinh tế tư nhân tăng từ tỷ lệ 12% GDP trong năm 2007 lên 52% GDP trong năm 2016 (không kể Trung Quốc) và tăng lên tỷ lệ

20% trong 1/5 số EMDEs. Nợ nần tăng cao đang khiến tình hình tài chính của khu vực doanh nghiệp ngày càng xấu đi.

Các chuyên gia và nhà đầu tư đều thừa nhận, yếu tố cơ bản làm tăng gánh nặng nợ nần bắt nguồn từ nhu cầu yếu ớt trên toàn cầu, ngoài ra là do các rào cản thương mại được dựng lên trong bối cảnh kinh tế thế giới tăng chậm. Các chính phủ đang tập trung vào chính sách hướng nội nhằm mục tiêu bảo vệ lợi ích quốc gia, hình thành chủ nghĩa dân tộc kiểu mới, khơi lại hình ảnh và vị thế quốc gia trong quá khứ. Xu hướng này đã trở thành động cơ để dẫn dắt đất nước tại nhiều nước như Trung Quốc, Nga, Thổ Nhĩ Kỳ, Philippines. Điều này đang đẩy thế giới vào thời kỳ nguy hiểm, với biểu hiện đặc trưng là gia tăng mâu thuẫn và bất đồng, và làm gia tăng mức độ bất định về chính sách khi các quốc gia phải điều chỉnh chính sách nhằm đối phó với những thay đổi trên toàn cầu, nhất là chính sách bảo hộ thương mại của Tổng thống Mỹ Donald Trump.

Báo cáo của IMF cho thấy, giao dịch thương mại toàn cầu chỉ tăng trung bình 3%/năm kể từ năm 2012, chưa bằng một nửa tốc độ tăng trưởng trung bình 7%/năm trong 3 thập niên trước đó. Trong giai đoạn 1985-2007, thương mại toàn cầu tăng gấp 2 lần GDP toàn cầu. Trái lại, trong 5 năm từ 2012-2016, thương mại toàn cầu lại rất ỳ ạch và thấp hơn tăng trưởng GDP, đây là hiện tượng chưa có tiền lệ trong suốt 5 thập kỷ qua. IMF khuyến cáo, các xu hướng cản trở thương mại như thuế quan tăng lên có thể gây thiệt hại lâu dài cho kinh tế toàn cầu. Một số còn lo ngại, lợi nhuận doanh nghiệp sẽ bị ảnh hưởng vì những diễn biến này.

Theo báo cáo kết quả nghiên cứu do các chuyên gia Ngân hàng Thế giới (WB) tiến hành và công bố vào cuối tháng 02/2017, kim ngạch trao đổi hàng hóa toàn cầu năm 2016 chỉ tăng 1,1%, thấp hơn kết quả tăng 2,0% vào năm 2015 và là năm tăng thấp nhất kể từ sau khủng hoảng tài chính toàn cầu vừa qua.

1.2. Cản trở nỗ lực trở lại chính sách tiền tệ bình thường

Hiện nay, NHTW tại Mỹ và nhiều nước phát triển hàng đầu đang cân nhắc trở lại chính sách tiền tệ bình thường sau thời gian nới lỏng quá mức. Tuy nhiên, nỗ lực này đang vấp phải những khó khăn và thách thức rất lớn. Đó là, làm thế nào để bình thường hóa chính sách tiền tệ trong bối cảnh bảng cân đối tài sản đã mở rộng quá mức và lãi suất quá thấp được duy trì trong thời gian dài. Trên thực tế, chính sách tiền tệ áp dụng để giảm dần các gói nới lỏng định lượng (QE) không thúc đẩy lạm phát hay tín dụng, mà chỉ có tác dụng giảm thất nghiệp và lạm phát chỉ tăng dưới ngưỡng mục tiêu 2% đề ra. Tháng 9/2014, Fed đưa ra kế hoạch bình thường hóa chính sách tiền tệ. Theo đó, tiếp tục thực hiện chính sách tiền tệ theo hướng điều chỉnh các mức lãi suất chính sách. Tuy nhiên, thách thức cơ bản trong việc thực hiện kế hoạch này là không thể thay đổi lãi suất chính sách một cách hiệu quả bằng cách thay đổi mức dự trữ (vốn đã mở rộng từ trước khủng hoảng) do QE đã khiến thị trường tràn ngập bởi dự trữ ngân hàng quá mức. Để giảm dự trữ quá mức này, cần giảm bảng cân đối tài sản bằng cách bán tài sản. Tuy nhiên, Fed không có ý định bán tài sản, mà giảm dần danh mục tài sản bằng cách thu hồi chứng khoán đã đáo hạn. Kế

hoạch là vậy, nhưng Fed vẫn cho vay lại sau khi chứng khoán đáo hạn, sau khi bắt đầu tăng lãi suất. Thực tế về những thách thức tại châu Âu và Nhật Bản cũng cho thấy, các NHTW muốn tăng lãi suất nhưng đối mặt với nhu cầu yếu ớt, buộc phải quay sang xử lý dự trữ quá mức, và triển khai các công cụ phi truyền thống một cách ồ ạt hơn so với trước đây. Hiện nay, châu Âu và Nhật Bản đang rất chật vật trong việc nhen nhóm tăng trưởng kinh tế, lạm phát nhưng việc thực hiện những nỗ lực này đòi hỏi chi phí rất lớn.

Như vậy, các nước phát triển vẫn phải tiếp tục chính sách tiền tệ nới lỏng thêm một thời gian, điều này khiến nhiều EMDE tiếp tục mở rộng tiền tệ để phát triển kinh tế. Thêm vào đó, lãi suất thấp và USD mất giá đã khiến dòng vốn vào các EMDE tiếp tục tăng cao, nhất là tại châu Á. Một khi kế hoạch thắt chặt tiền tệ được khởi động và phát huy tác dụng, làn sóng đào thoát dòng vốn khỏi các EMDE sẽ tăng cao, thanh khoản giảm mạnh. Kết quả là, thị trường tài chính sẽ bất ổn, gây áp lực lên đồng bản tệ và làm tăng chi phí đối với những khoản nợ bằng USD.

Tại Việt Nam và nhiều nước châu Á khác, tình hình có vẻ trầm trọng hơn, do làn sóng đầu tư còn được khuyến khích bởi chính sách mở rộng đầu tư tại những nền kinh tế lớn trong khu vực, đặc biệt là Trung Quốc. Khi Trung Quốc đẩy mạnh đầu tư và hỗ trợ xuất khẩu, chính phủ những nước khác cũng khuyến khích doanh nghiệp tăng cường sản xuất, kinh doanh, nhưng phần lớn đều dựa vào nguồn vốn vay từ ngân hàng. Mối quan hệ thương mại, đầu tư chặt chẽ giữa Trung Quốc và những nước còn lại đã góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, nhưng cũng có thể gây tác động bất lợi, nếu kinh tế Trung Quốc đột ngột giảm tốc.

Những năm gần đây, dòng vốn đầu tư trực tiếp từ Trung Quốc ra nước ngoài tăng lên nhanh chóng, được phát động bởi chính sách “*mở rộng kinh doanh toàn cầu*” được thông qua vào năm 2002. Chính sách này đã thôi thúc các doanh nghiệp Trung Quốc vay vốn để mở rộng năng lực sản xuất và tăng cường hiện diện tại nước ngoài dưới mọi hình thức như đầu tư sản xuất trực tiếp, hùn vốn và mua lại những tập đoàn có tên tuổi trên thế giới. Hệ quả của chính sách này là, gánh nặng nợ nần tại Trung Quốc tăng nhanh. Theo báo cáo gần đây của IMF, tổng số nợ của chính phủ, hộ gia đình và các doanh nghiệp Trung Quốc đến cuối năm 2016 vào khoảng 28,8 nghìn tỷ USD, tương đương 258% GDP. Trong đó, khoảng 17,0 nghìn tỷ USD là nợ doanh nghiệp, chủ yếu là khu vực doanh nghiệp nhà nước.

Ngày 20/02/2017, Market Watch dẫn kết quả nghiên cứu của chuyên gia Ivan Martchev cho thấy, nếu tính cả những khoản nợ trong hệ thống ngân hàng, nợ của Trung Quốc tăng từ tỷ lệ gần 100% GDP vào năm 2000 lên gần 400% GDP vào cuối năm 2016. Tuy nhiên, thống kê chính thức tại Trung Quốc hầu như không đề cập những khoản nợ ngân hàng. GDP của Trung Quốc tăng từ 1.094 tỷ USD vào cuối thế kỷ XX lên 11.750 tỷ USD vào cuối năm 2016, tỷ lệ đòn bẩy tăng cao. Trong thời gian này, kinh tế Trung Quốc tăng gấp 11 lần, nhưng tổng tín dụng tăng tới 40 lần. Trong những năm gần đây, kinh tế tăng chậm dần đã khiến người dân dè dặt trong chi tiêu, làm tăng các khoản nợ doanh nghiệp do khả năng trả nợ ngày càng khó khăn.

Mặc dù đang nỗ lực cắt giảm nợ và giảm tỷ lệ đòn bẩy trong nền kinh tế, chính phủ Trung Quốc có thể sẽ không mạnh tay quá mức trong việc thắt chặt chính sách tiền tệ nhằm duy trì tăng trưởng, đảm bảo mục tiêu tăng GDP và thu nhập theo đầu người năm 2020 tăng gấp đôi so với năm 2010, đặc biệt là năm 2017 diễn ra Đại hội Đảng lần thứ 19 rất trọng đại.

Để đạt mục tiêu này, Trung Quốc sẽ đối mặt với những thách thức lớn trong việc kiểm chế rủi ro tài chính, làm dấy lên những nghi ngờ về triển vọng cắt giảm tình trạng nợ nần tại Trung Quốc. Nếu Trung Quốc không thể giảm mức độ phụ thuộc vào nợ, tăng trưởng kinh tế sẽ chậm lại từ mức 6,9% trong nửa đầu năm 2017 xuống còn 5% vào năm 2021 và thậm chí có thể giảm xuống dưới 3% nếu quốc gia này vấp phải khủng hoảng tài chính. Sau đó, sẽ lan rộng sang châu Á và toàn thế giới.

1.3. Gia tăng hoạt động kinh doanh tiền ảo

Bên cạnh những thách thức trên đây, thế giới cũng đang đối mặt với nguy cơ tiềm tàng do lượng tiền tràn lan nhưng kinh tế khó khăn đã dẫn đến xu hướng mở rộng kinh doanh tiền ảo. Yếu tố cơ bản thu hút sự tham gia ngày càng đông đảo của mọi thành phần xã hội là do kỳ vọng về mức sinh lời khổng lồ từ lượng tiền ít ỏi ban đầu.

Về mặt kỹ thuật, hệ thống tiền ảo được hình thành dựa trên công nghệ phân phối theo chuỗi blockchain, được thiết kế cho mục đích bảo mật, cho phép giấu tên các giao dịch ngang hàng giữa những cá nhân sử dụng tiền điện tử. Trong lĩnh vực tài chính - ngân hàng, nhiều NHTW trên thế giới đang bước vào cuộc cách mạng công nghiệp 4.0 với công nghệ blockchain - công nghệ đứng sau đồng tiền ảo bitcoin. Cùng với triển vọng của cách mạng công nghiệp 4.0, xu hướng ứng dụng giải pháp công nghệ tài chính (fintech) vào hoạt động ngân hàng trong tương lai cũng là yếu tố hỗ trợ kinh doanh tiền ảo, nhất là các chuyên gia công nghệ và nhà đầu tư giàu lên nhanh chóng.

Bên cạnh lĩnh vực tiền tệ và thanh toán, công nghệ blockchain đang được nghiên cứu ứng dụng trong nhiều lĩnh vực khác như kết nối các dịch vụ đám mây, tiền tệ hóa các hình thức tương tác của con người, giúp khách hàng tự nhận quyền sử dụng danh tính an toàn. Tuy nhiên, phần lớn các NHTW vẫn từ chối biến tiền ảo thành tiền thật, do lo ngại rủi ro khi ứng dụng công nghệ mới để phục vụ thị trường trong và ngoài nước, cũng như khả năng chống lại sự tấn công mạng. Trong bối cảnh công nghệ hỗ trợ tiền ảo vẫn chưa được sáng tỏ, rất khó đánh giá đầy đủ và nghiêm túc những rủi ro liên quan đến tiền ảo. Thực tế cho thấy, những cải tiến về công nghệ và quản lý tài chính đã dẫn đến cuộc đại suy thoái vừa qua. Một đòi hỏi khác là, giữa các NHTW phải có một cơ chế tiền ảo chung. Với những lý do này, việc biến tiền ảo thành thật có lẽ vẫn là câu chuyện xa vời, và thị trường tiền ảo chưa hội đủ điều kiện để các NHTW xem xét quản lý.

Cho tới nay, nhiều quốc gia trên thế giới đã nghiên cứu công nghệ blockchain để tạo ra đồng tiền kỹ thuật số cho riêng mình. Bao gồm, Trung Quốc, Singapore, Vương quốc Anh, CHLB Nga, Ấn Độ, Thụy Điển. Tại Việt Nam, Ngân hàng Nhà nước đã có bước tiến mới khi gần

đây đã bắt tay vào việc triển khai một số giải pháp công nghệ tài chính nhằm khảo sát và hỗ trợ fintech đang hoạt động trên thị trường này.

Với những diễn biến cơ bản như trên, nền kinh tế toàn cầu đang bước vào thời kỳ đầy khó khăn với nhiều biến động và rủi ro khó lường, gây áp lực rất lớn lên các cơ quan quản lý tiền tệ quốc gia.

2. Một số giải pháp hạn chế tác động tiêu cực của CSTT phi truyền thống

Nhiều chuyên gia kinh tế cho rằng, trong bối cảnh bảng cân đối tài sản của nhà nước và khu vực tư nhân ngày càng xấu đi, cần có các biện pháp nâng cao vị thế tài khóa, qua đó có thể cải thiện cán cân ngân sách quốc gia. Các NHTW cần tập trung nỗ lực để ổn định giá trị đồng tiền và thúc đẩy tăng các hoạt động kinh tế, đồng thời tăng cường các thiết chế để đảm bảo kiểm soát và ngăn ngừa rủi ro. Trong đó, cần tăng cường dự trữ ngoại hối, góp phần kiềm chế tác động bất lợi bắt nguồn từ những cú sốc bất thường từ bên ngoài.

Trong ngắn hạn, khi điều kiện tài chính toàn cầu còn thuận lợi, cần ưu tiên các biện pháp nâng cao tính bền vững của bảng cân đối tài sản quốc gia. Đối với những nước có khả năng tiếp cận thị trường, cần tranh thủ vay vốn trong điều kiện lãi suất còn thấp như hiện nay để gia hạn nợ hay chuyển vị thế tiền tệ hiện nay sang nội tệ, qua đó có thể bổ sung cho các biện pháp cải cách quản lý nợ công. Tùy theo tình hình thực tế của mỗi nước, cần phối hợp giữa quản lý nợ công với chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ, thể chế hóa các quy định về trách nhiệm và cải thiện hệ thống kê khai và báo cáo.

Tại các EMDE, có thể áp dụng những chính sách ưu tiên khác nhau, tùy theo vị thế mang tính chu kỳ và những rào cản kinh tế trung hạn. Tại những nước xuất khẩu hàng hóa và nợ nần ở mức cao, cần tăng cường các nỗ lực củng cố chính sách tài khóa thân thiện với tăng trưởng kinh tế. Các nước cũng cần ưu tiên cải cách cơ cấu, coi trọng hiệu quả chi tiêu công, cải thiện môi trường kinh doanh nhằm hỗ trợ đầu tư tư nhân và củng cố cơ sở hạ tầng, nâng cao năng lực quản trị và mở rộng cải cách thị trường lao động và đổi mới sản phẩm.

Các chính sách vĩ mô thận trọng có thể bổ sung cho các biện pháp giám sát và điều chỉnh vi mô nhằm ngăn ngừa rủi ro, bao gồm rủi ro bắt nguồn từ những chao đảo về dòng vốn quốc tế và xu hướng thắt chặt chính sách tiền tệ tại các nước phát triển. Chính sách tỷ giá linh hoạt và điều hành chính sách tiền tệ theo mục tiêu lạm phát cũng là biện pháp quan trọng trong việc hấp thụ những cú sốc về kinh tế, các biện pháp xử lý nợ xấu và cải thiện bảng cân đối kế toán của khu vực tư nhân có thể góp phần cởi trói cho hoạt động đầu tư và kiểm soát rủi ro.

Về chính sách tiền tệ và tỷ giá, cần tập trung chính sách tiền tệ vào việc duy trì giá cả ổn định và những rủi ro khác, thích ứng với những điều kiện mang tính chu kỳ và ngăn ngừa nguy cơ bất ổn tài chính. Do lạm phát có thể tiếp tục giảm thấp trong một thời gian nữa, chính sách tiền tệ nói lỏng được coi là tiếp tục phù hợp, góp phần bù đắp xu hướng thắt chặt tài chính bắt nguồn từ kỳ vọng thắt chặt chính sách tiền tệ tại Mỹ. Tuy nhiên, chính sách tiền tệ cần được tiến hành

theo tình hình thực tế tại mỗi quốc gia và khu vực. Các NHTW cần cải thiện khung chính sách, gắn chính sách tiền tệ với ổn định giá cả và nâng dần tính linh hoạt của tỷ giá, để tỷ giá vận động theo diễn biến thị trường, và chỉ nên can thiệp trong trường hợp thị trường rối loạn quá mức.

Về chính sách tài chính, cần cải thiện các quy định và giám sát tài chính nhằm phòng ngừa rủi ro dòng vốn đảo chiều và đảm bảo chính sách nới lỏng tiền tệ không làm phát sinh bất ổn tài chính. Áp dụng các tiêu chí an toàn theo quy định Basel phù hợp với đặc điểm của khu vực tài chính, tận dụng những lợi thế của fintech để tăng cường khung điều chỉnh chính sách trong việc cân bằng giữa lợi ích và rủi ro. Cải thiện khung khổ chính sách vĩ mô thận trọng nhằm hạn chế rủi ro hệ thống và có phản ứng thích hợp kinh tế vĩ mô thận trọng theo tình hình thực tế, nhất là tại những nước có tăng trưởng tín dụng ở mức cao. Để xử lý tình trạng nợ nần của các doanh nghiệp, cần phối hợp giữa chính sách vĩ mô với chính sách vi mô thận trọng nhằm kiểm chế đòn bẩy tài chính. Tập trung vào các giải pháp ưu tiên như tái cơ cấu nợ, các quy định bắt buộc về vốn, nhất là đối với những doanh nghiệp có hệ số đòn bẩy ở mức cao.

Liên quan đến các loại *tiền kỹ thuật số* và *mô hình giao dịch mới*, các NHTW cần nghiên cứu những cơ hội và thách thức bắt nguồn từ fintech đối với mô hình kinh doanh ngân hàng truyền thống để triển khai các sản phẩm tín dụng và đầu tư, qua đó có thể đưa ra những giải pháp thích hợp.

3. Một số khuyến nghị đối với Việt Nam

Trong những năm gần đây, hoạt động xuất nhập khẩu hàng hóa và dịch vụ của Việt Nam có nhiều chuyển biến tích cực, từng bước chấm dứt tình trạng thâm hụt triền miên và chuyển sang trạng thái thặng dư với mức xuất siêu ngày càng tăng, góp phần đáng kể vào việc hỗ trợ tăng trưởng kinh tế và tạo việc làm cho người lao động. Năm 2016, Việt Nam xuất siêu khoảng 2,52 tỷ USD. Trong đó, nhập siêu từ Trung Quốc đã giảm xuống còn 28 tỷ USD, chấm dứt chuỗi thời gian tăng liên tục từ 189 triệu USD trong năm 2001 lên mức kỷ lục 32,4 tỷ USD vào năm 2015.

Cũng như nhiều nước khác tại châu Á, dòng vốn vào Việt Nam tiếp tục tăng mạnh trong những năm gần đây, khi các nhà đầu tư muốn tìm kiếm lợi nhuận cao và USD suy yếu, góp phần tăng dự trữ ngoại hối nhà nước. Theo báo cáo của Ngân hàng Nhà nước (NHNN), dự trữ ngoại hối quốc gia cải thiện nhanh chóng, đạt 36 tỷ USD vào năm 2015 lên 42 tỷ USD vào năm 2016 và 46 tỷ USD vào đầu tháng 10/2017. Nguồn dự trữ này sẽ góp phần quan trọng trong việc ngăn ngừa những rủi ro từ bên ngoài, nhất là những biến động có thể phát sinh từ động thái thắt chặt chính sách tiền tệ tại các nước phát triển và kế hoạch của Fed về thu hẹp bảng cân đối tài sản trong năm nay. Ngoài ra, lạm phát thấp đã giúp các tổ chức tín dụng hạ mặt bằng lãi suất tiền gửi và cho vay, góp phần bình ổn giá cả và thị trường, đồng thời hỗ trợ doanh nghiệp giảm chi phí kinh doanh.

Cùng với mức lạm phát thấp và lãi suất cho vay giảm nhẹ, cán cân thương mại cải thiện đã phần nào giảm áp lực lên NHNN về cho vay ngoại tệ, góp phần ổn định tỷ giá và củng cố

nguồn dự trữ ngoại hối quốc gia. Trong đó, NHNN đã có nhiều thành công trong việc ổn định thị trường ngoại hối, hạn chế hiện tượng đô la hóa và nhập khẩu lạm phát, giá trị VND tiếp tục ổn định. Tuy nhiên, việc điều hành tỷ giá dựa trên tỷ giá trung tâm về bản chất vẫn là cơ chế neo tỷ giá. Điều này đặt ra yêu cầu nên cải tiến chính sách tỷ giá theo hướng áp dụng cơ chế tỷ giá linh hoạt hơn, được xác lập bởi các giao dịch mua bán ngoại tệ trên thị trường. NHNN có thể sử dụng các biện pháp can thiệp như mua bán ngoại tệ trên thị trường liên ngân hàng, kiểm soát các dòng vốn nhằm hạn chế mức độ dao động của tỉ giá, từng bước hiện đại hóa thị trường ngoại hối theo hướng giảm dần các loại hình giao dịch trực tiếp.

Trong những năm gần đây, việc thắt chặt các quy định về quản lý tín dụng đã góp phần giảm dần sự lệ thuộc vào nguồn vốn vay ngân hàng. Tuy nhiên, Chính phủ Việt Nam vẫn theo đuổi mô hình tăng trưởng kinh tế theo chiều rộng, đặc biệt là dựa vào tín dụng ngân hàng. So với những thập kỷ trước, tốc độ tăng trưởng tín dụng đã giảm đáng kể, nhưng vẫn ở mức cao, với tốc độ tăng trưởng hàng năm dao động quanh ngưỡng 20%. Do lượng tiền gửi vào hệ thống ngân hàng thấp hơn nguồn vốn cho vay, các ngân hàng phải tăng cường huy động vốn để bù đắp tốc độ tăng trưởng tín dụng, ảnh hưởng tiêu cực đến tính thanh khoản và gây áp lực lên thị trường liên ngân hàng. Ngoài ra, chi phí trích lập dự phòng tăng dần theo thông lệ quốc tế cũng cản trở các ngân hàng trong việc tích lũy vốn, trong khi khả năng huy động vốn còn hạn chế. Gánh nặng chi phí vay vốn sẽ tăng lên, gây khó khăn cho doanh nghiệp trong việc hoàn trả nợ vay. Mặt khác, mặt bằng lãi suất tăng cũng khuyến khích dòng vốn vào để trục lợi lãi suất và gây áp lực tăng lạm phát, đẩy nền kinh tế và hệ thống ngân hàng vào chu kỳ khó khăn mới.

Một vấn đề cấp thiết hiện nay là Việt Nam cần áp dụng cách tính toán ngân sách theo hướng phù hợp với thông lệ quốc tế, nhất là việc tính toán những khoản nợ quốc gia. Theo số liệu mới nhất của Cục Quản lý nợ và Tài chính đối ngoại (Bộ Tài chính), tính đến năm 2016, nợ công đã chiếm 64,7% GDP, gần chạm ngưỡng 65% GDP do Quốc hội cho phép. Năm 2017, nợ công dự kiến ở mức 64,8% GDP và năm 2018 ở mức 64,7% GDP. Từ năm 2019 trở đi, nợ công sẽ giảm dần và năm 2020 dự kiến giảm xuống 63,7% GDP.

Để giảm nợ công, Chính phủ đang lên phương án tăng thu ngân sách bằng cách tăng thuế. Cụ thể là, bắt đầu tăng thuế giá trị gia tăng từ năm 2019, kế hoạch này đang nhận được những ý kiến trái chiều. Theo WB, việc tăng thuế giá trị gia tăng này sẽ giúp ngân sách hàng năm tăng thêm khoảng 43.000 tỷ đồng, qua đó sẽ giảm áp lực phải cắt giảm chi tiêu ngân sách, vốn là nỗ lực trong nhiều năm qua nhưng chưa mang lại kết quả. Trái với nhận định lạc quan của WB, nhiều chuyên gia bày tỏ lo ngại, động thái tăng thuế giá trị gia tăng sẽ gây ảnh hưởng lớn đến thu nhập và mức sống của các tầng lớp xã hội, nhất là người nghèo. Khi nguồn thu tăng lên, Chính phủ sẽ tiếp tục mở rộng chi tiêu và sẽ lơ là kiểm soát bội chi. Vì thế, thay vì tăng thu, nên tìm cách giảm chi theo hướng tăng cường tính công khai và minh bạch trong chi tiêu, qua đó sẽ nâng cao hiệu quả chi tiêu công, chống lãng phí, thất thoát, mà không cần tăng thuế.

Tóm lại, chính sách nới lỏng tiền tệ phi truyền thống đã phần nào khắc phục được hậu quả của cuộc Đại Suy thoái kéo dài trong suốt thập kỷ qua, nhưng việc rút lui chính sách nới lỏng này vấp phải khó khăn và để lại một số hệ lụy, đòi hỏi các cơ quan quản lý tài chính - tiền tệ quốc gia phải thích ứng với những thay đổi có thể xảy ra trong tương lai.

Tài liệu tham khảo

- [1] Bloomberg, Coindesk, IMF, CNBC,
- [2] Cổng thông tin điện tử NHNN, Reuters, WB.

CHÍNH SÁCH LÃI SUẤT ÂM TẠI MỘT SỐ QUỐC GIA TRÊN THẾ GIỚI VÀ BÀI HỌC KINH NGHIỆM

ThS. Phan Thị Hồng Thảo - ThS. Trần Thị Thắng

Học viện Ngân hàng - Phân viện Bắc Ninh

Tóm tắt

Trong suốt thời kỳ khủng hoảng, Ngân hàng Trung ương tại nhiều quốc gia trên thế giới đã liên tục cắt giảm lãi suất xuống tới 0% và tiến hành thử nghiệm các cách thức phi truyền thống để cải thiện lượng tiền cung ứng thông qua chương trình nới lỏng định lượng. Tuy nhiên, những biện pháp đó vẫn chưa đủ để phục hồi tăng trưởng kinh tế và sự giảm sút của lạm phát. Trong bối cảnh kỳ vọng dài hạn về tăng trưởng và lạm phát giảm sút nghiêm trọng, chính sách lãi suất âm ra đời. Theo thống kê của Ngân hàng thế giới, các quốc gia theo đuổi chính sách lãi suất âm hiện nay chiếm khoảng 1/4 tổng GDP toàn cầu. Theo kết quả của cuộc khảo sát được tiến hành bởi Bloomberg, có tới 90% trong số 63 nhà kinh tế học được khảo sát đánh giá cao cách thức sử dụng chính sách lãi suất âm của Ngân hàng Trung ương Đan Mạch, 70% dành cho Ngân hàng Trung ương Thụy Sĩ, 40% dành cho Ngân hàng Trung ương Châu Âu và 27% dành cho NHTW Nhật Bản. Trong bài viết này, nhóm tác giả phân tích các kênh truyền tải tác động của chính sách lãi suất âm trong phần 1, đánh giá tác động của chính sách lãi suất âm tại hai quốc gia, Đan Mạch và Nhật Bản trong phần 2, trên cơ sở đó rút ra một số bài học kinh nghiệm trong phần 3.

Từ khóa: *Chính sách lãi suất âm, chính sách tiền tệ phi truyền thống, giảm phát, lên giá đồng bản tệ.*

POLICY OF NEGATIVE INTEREST RATE IN A NUMBER OF COUNTRIES IN THE WORLD AND LESSONS LEARNT

Phan Thi Hong Thao MSc - Tran Thi Thang MSc

Banking Academy of Vietnam - Bac Ninh Campus

Abstract

During the crisis, Central banks in many countries around the world have continuously cut interest rates to 0% and conduct unconventional measures to improve the supply of money through the quantitative easing program. However, those measures are not enough to restore economic growth and the decline of inflation. In the context of long-term expectation of growth and inflation declining, the negative interest rate policy was born. According to World Bank statistics, countries pursuing negative interest rate now account for about a quarter of global GDP. According to a survey conducted by Bloomberg, up to 90% of 63 surveyed economists highly evaluate the way negative interest rate policy was used by the Danish Central Bank, 70% for the Central Bank of Switzerland, 40% for the European Central Bank and 27% for the Central Bank of Japan. In this article, the authors analyze the transmission channels of the negative interest rate policy in section 1, assess the impact of negative interest rates in the two countries, Denmark and Japan in section 2, and on that basis draw some lessons in section 3.

Keywords: *Negative interest rate policy, unconventional monetary policy, deflation, devaluation of the currency.*

1. Khái quát về chính sách lãi suất âm

Sau cuộc khủng hoảng tài chính 2007, Ngân hàng Trung ương (NHTW) ở các nền kinh tế lớn đã thông qua nhiều biện pháp mới để tác động đến các điều kiện tiền tệ. Các biện pháp này đã vượt ra khỏi khuôn khổ của chính sách tiền tệ truyền thống thời kỳ trước khủng hoảng và được gọi là chính sách tiền tệ phi truyền thống (Unconventional Monetary Policy – UMP). UMP bao gồm: chính sách thay đổi kết cấu và mở rộng bảng cân đối của NHTW, chính sách định hướng lãi suất dài hạn dự tính và chính sách lãi suất âm [13,1].

Chính sách bảng thay đổi kết cấu và mở rộng bảng cân đối của NHTW: sử dụng bảng cân đối của NHTW để tác động đến các điều kiện tiền tệ, bằng cách điều chỉnh bảng cân đối về qui mô và kết cấu thông qua hai chương trình: (i) chương trình cho vay mới và (ii) chương trình mua tài sản với qui mô lớn (hay còn gọi là nới lỏng định tính và định lượng - QQE).

Chính sách định hướng lãi suất dự tính dài hạn: NHTW chủ động quản lý kỳ vọng về lãi suất chính sách trong tương lai.

Chính sách lãi suất âm: thiết lập lãi suất chính sách dưới 0% về danh nghĩa. Theo quan niệm định tính, lãi suất là giá của quyền sử dụng vốn mà người đi vay phải trả cho người cho vay trong một khoảng thời gian nhất định [4,178]. Vậy, lãi suất âm có thể được hiểu là giá mà người cho vay phải trả cho người vay. Lãi suất âm từng được coi là một khái niệm chỉ tồn tại trong giới học thuật và đã được Frederic Mishkin đề cập tới trong cuốn sách “The Economics of Money, Banking and Financial Markets” năm 1983. Chính sách lãi suất âm là một hình thức của UMP được NHTW áp dụng để khuyến khích các Ngân hàng thương mại (NHTM) cho vay bằng cách tính phí đối với khoản dự trữ dư thừa tại NHTW.

Về mặt lịch sử, chính sách lãi suất âm là một hiện tượng cực kỳ hiếm. Tuy nhiên từ giữa năm 2014, bốn nền kinh tế (gồm Thụy Sĩ, Đan Mạch, Thụy Điển và Khu vực đồng Euro) đã thực thi chính sách lãi suất âm đối với các khoản tiền gửi của NHTM tại NHTW (xem Bảng 1). Tiếp theo đó, đến đầu năm 2016, NHTW Nhật Bản và NHTW Hungary cũng lần lượt công bố thực thi chính sách lãi suất âm. Trong khi NHTW Đan Mạch và Thụy Sĩ theo đuổi chính sách lãi suất âm nhằm đối phó với sự lên giá của đồng bản tệ và giảm sức ép đối với dòng vốn chảy vào thì NHTW các nước còn lại thực thi chính sách lãi suất âm nhằm ổn định kỳ vọng lạm phát và hỗ trợ tăng trưởng. Trong một số trường hợp chính sách lãi suất âm được sử dụng kèm với các chính sách bổ sung khác nhằm giảm bớt những tác động tiêu cực, như trường hợp của NHTW Châu Âu, NHTW Thụy Sĩ và NHTW Nhật Bản.

Bảng 1: Chính sách lãi suất âm tại một số quốc gia trên thế giới

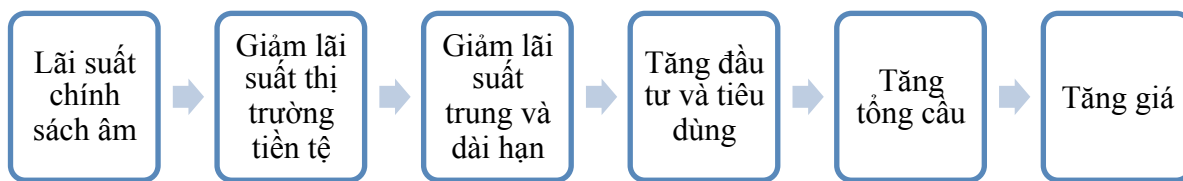
NHTW	Chính sách lãi suất	Tỷ lệ (%)	Thời gian hiệu lực
Châu Âu	Lãi suất tiền gửi qua đêm	-0,1	6/2014
		-0,2	9/2014
		-0,3	12/2015
		-0,4	3/2016
Thụy Điển	Lãi suất tiền gửi	-0,5	6/2014
		-1,1	2/2015
	Lãi suất Repo 1 tuần	-0,1	2/2015
		-0,25	3/2015
		-0,35	6/2015
Đan Mạch	Lãi suất chứng chỉ tiền gửi 1 tuần	-0,2	6/2012
		-0,05	9/2014
		-0,2	1/2015
		-0,35	1/2015
		-0,5	1/2015
		-0,75	2/2015

NHTW	Chính sách lãi suất	Tỷ lệ (%)	Thời gian hiệu lực
		-0,65	8/2016
Thụy Sĩ	Lãi suất tiền gửi qua đêm	-0,25	12/2014
		-0,75	1/2015
Nhật Bản	Lãi suất tiền gửi	-0,1	2/2016

Nguồn: Ngân hàng trung ương các nước

Chính sách lãi suất âm chưa từng có trong tiền lệ, nên chưa có khung lý thuyết rõ ràng về kênh truyền tải tác động. Tuy nhiên, nhiều nhà nghiên cứu cho rằng kênh truyền tải tác động của chính sách lãi suất thấp tương tự như kênh truyền tải của chính sách tiền tệ truyền thống [2,14]. Vì vậy, trong bài viết này, nhóm tác giả đánh giá tác động của chính sách lãi suất âm theo các kênh: lãi suất, tín dụng và giá tài sản (giá cổ phiếu và tỷ giá).

Kênh lãi suất: Khi NHTW thực hiện cắt giảm lãi suất chính sách xuống mức âm sẽ làm giảm lãi suất trên thị trường tiền tệ và lợi suất của trái phiếu ngắn hạn. Sự suy giảm của lãi suất danh nghĩa ngắn hạn này sẽ dẫn tới sự suy giảm của lãi suất danh nghĩa dài hạn theo cấu trúc kỳ hạn của lãi suất. Lãi suất danh nghĩa dài hạn giảm sẽ kéo theo sự giảm sút của lãi suất thực dài hạn và khuyến khích các hộ gia đình cũng như doanh nghiệp tăng chi tiêu và đầu tư do chi phí thực của việc vay mượn giảm.



Hình 1: Kênh truyền tải lãi suất của chính sách lãi suất âm

Tuy nhiên, Chính sách lãi suất âm có thể ảnh hưởng xấu đến các điều kiện tài chính khi các ngân hàng có thể tăng lãi suất cho vay hoặc tính phí cao hơn cho các hoạt động để giảm thiểu tác động tiêu cực của chính sách lãi suất âm đối với lợi nhuận của họ [18,1].

Kênh tín dụng: chính sách lãi suất âm sẽ ảnh hưởng đến khối lượng tín dụng cấp cho hộ gia đình hoặc doanh nghiệp thông qua thay đổi lãi suất và thay đổi động cơ mở rộng các khoản cho vay của ngân hàng. Chính sách lãi suất âm được cho là hiệu quả bởi nó như một khoản thuế đánh vào thanh khoản của các ngân hàng. Và khoản thuế này đã khuyến khích các ngân hàng sử dụng dự trữ dư thừa để cho vay. Tuy nhiên, chính sách lãi suất âm cũng có thể tác động tiêu cực đến tăng trưởng tín dụng của ngân hàng nếu ngân hàng tính mức lãi suất cho vay cao hơn để bù đắp những tổn thất có thể xảy ra hoặc với mức lợi nhuận thấp hơn và sự giảm sút của vốn tiền gửi có thể khiến ngân hàng không sẵn lòng cho vay.

Kênh giá cổ phiếu: Chính sách lãi suất âm sẽ làm tăng cầu về tài sản có lợi tức cao, chẳng hạn như cổ phiếu bởi sự giảm sút trong lãi suất ngắn hạn. Giá tài sản tăng sẽ dẫn tới các hiệu ứng về thu nhập thường xuyên (tăng thu nhập thường xuyên → tăng tiêu dùng). Đồng

thời, việc định giá tài sản cao hơn có nghĩa là giá thị trường của cổ phiếu cao hơn giá thay thế tài sản của công ty đã kích thích doanh nghiệp đầu tư mới và nhà xưởng, thiết bị. Và kết quả cuối cùng là tổng cầu tăng và giá cả tăng. Tuy nhiên, chính sách lãi suất âm cũng có thể làm biến dạng giá tài sản từ đó dẫn tới rủi ro bong bóng giá tài sản nếu duy trì trong một khoảng thời gian dài.

Kênh tỷ giá: trong các nền kinh tế mở, khi lãi suất nội tệ giảm so với ngoại tệ sẽ tác động kích thích xuất khẩu bởi đồng nội tệ yếu đi. Tuy nhiên nếu nhiều quốc gia cùng sử dụng chính sách lãi suất âm để kích thích xuất khẩu có thể làm giảm sức cạnh tranh hàng xuất khẩu của các nước láng giềng, cái được gọi là chính sách bản cùng hóa người láng giềng [2,15].

2. Thực trạng sử dụng chính sách lãi suất âm tại một số quốc gia trên thế giới

Theo kết quả của cuộc khảo sát được tiến hành bởi Bloomberg, có tới 90% trong số 63 nhà kinh tế học được khảo sát đánh giá cao cách thức sử dụng chính sách lãi suất âm của NHTW Đan Mạch, 70% dành cho NHTW Thụy Sĩ, 40% dành cho NHTW Châu Âu và 27% dành cho NHTW Nhật Bản. Trong bài viết này, nhóm tác giả tập trung đánh giá tác động của chính sách lãi suất âm tại hai quốc gia, Đan Mạch và Nhật Bản.

2.1. Chính sách lãi suất âm của NHTW Đan Mạch (DNB)

2.1.1. Bối cảnh chính sách lãi suất âm

Đan Mạch là đất nước có nền kinh tế thị trường hiện đại với một khu công nghiệp tiên tiến cùng với ngành nông nghiệp truyền thống và ngành công nghệ cao. Ở đó có các công ty hàng đầu thế giới về dược phẩm, vận chuyển hàng hải, năng lượng tái tạo và phụ thuộc lớn vào ngoại thương. Đan Mạch là nước xuất khẩu thực phẩm, dầu mỏ, khí đốt và có thặng dư cán cân thanh toán, nhưng lại phụ thuộc vào nhập khẩu nguyên liệu thô cho ngành chế tạo. Không giống nhiều quốc gia Châu Âu, Đan Mạch không sử dụng đồng Euro mà sử dụng đồng Krone (DKK). Với nền kinh tế phát triển đứng thứ 18 trên thế giới, Đan Mạch được biết đến nhờ các biện pháp phúc lợi của Chính phủ, phân phối thu nhập bình đẳng và mức sống cao. Đan Mạch đang trải qua một sự phục hồi kinh tế không mệt mỏi. GDP năm 2012 thấp hơn năm 2013, tiếp theo là tăng trưởng thực 1,3% vào năm 2014 nhưng lại giảm vào năm 2015, năm 2016. Một tỷ lệ thất nghiệp thấp trong lịch sử và giảm dần qua các năm, tỷ lệ thất nghiệp ở mức 4,2% vào năm 2016. Trong quý I năm 2017, nền kinh tế Đan Mạch đã có sự tăng trưởng cao nhưng chi tiêu của hộ gia đình lại có sự sụt giảm bởi doanh số bán lẻ tháng 7 tiếp tục giảm ở tháng thứ hai liên tiếp. Điều đó chứng tỏ niềm tin của người tiêu dùng vẫn đi xuống trong khi động lực thị trường lao động thì mạnh mẽ.

Bảng 2: Dữ liệu kinh tế Đan Mạch qua các năm

Nội dung	Năm				
	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015	Năm 2016
Dân số (Triệu người)	5,6	5,6	5,6	5,7	5,7
GDP bình quân đầu người (USD)	58.063	61.119	62.707	53.638	53.879
Tăng trưởng kinh tế (GDP, biến thiên hàng năm %)	0,2	0,9	1,7	1,6	1,7
Tiêu thụ (thay đổi hàng năm %)	0,4	0,7	0,8	2,2	2,0
Đầu tư (biến động hàng năm%)	3,7	2,7	3,5	2,5	5,6
Xuất khẩu (G & S, biến động hàng năm%)	1,2	1,6	3,6	1,8	2,5
Nhập khẩu (G & S, biến động hàng năm%)	2,7	2,5	3,4	1,1	3,5
Sản xuất công nghiệp (biến động hàng năm%)	2,1	2,5	3,4	1,1	3,5
Doanh thu bán lẻ (biến thiên hàng năm bằng%)	-2,3	-1,2	1,2	1,1	0,8
Tỷ lệ thất nghiệp (%)	6,0	5,6	4,9	4,5	4,2
Cân bằng ngân sách (% của GDP)	-3,5	-1,0	1,4	-1,3	-0,9
Nợ công (% của GDP)	44,9	44,0	44,0	39,6	37,8
Tiền (sự biến động hàng năm bằng%)	9,2	3,2	7,7	10,3	7,5
Tỷ lệ lạm phát (CPI, biến động hàng năm%)	2,4	0,8	0,6	0,5	0,3
Lãi suất Chính sách (%)	0,20	0,20	0,20	0,05	0,05
Tỷ giá (so với EUR)	7,46	7,46	7,45	7,46	7,43
Số dư Tài khoản Vốn hiện hành (USD bn)	20,4	26,7	31,2	27,7	24,3
Cán cân thương mại (tỷ USD)	14,7	13,2	11,1	9,2	9,3

Nguồn: <https://www.focus-economics.com/countries/denmark>

Tính đến cuối tháng 4/2016, đã có sáu NHTW thuộc Châu Âu và Châu Á thực thi chính sách lãi suất âm với mong muốn kích thích nền kinh tế quốc gia của họ. Và cuộc thử nghiệm bắt đầu tại Đan Mạch vào năm 2012. Vậy Nguyên nhân do đâu mà Đan Mạch lại mạnh dạn sử dụng lãi suất âm từ năm 2012.

Vào năm 2012, mục tiêu chính sách tiền tệ của NHTW Đan Mạch (DNB) bị ràng buộc với đồng Euro kể từ khi Đan Mạch trở thành thành viên trong Cơ chế Tỷ giá hối đoái châu Âu. Do vậy, với yêu cầu đặt ra là cần tác động đến tỷ giá hối đoái, DNB đã can thiệp vào thị trường ngoại hối và ấn định các lãi suất theo biến động chính sách của NHTW Châu Âu (ECB). Bên cạnh đó, do ảnh hưởng của khủng hoảng nợ công và sự đầu cơ cho khả năng Eurozone tan vỡ có thể xảy ra đã khiến cho dòng vốn có xu hướng tìm kiếm nơi trú ẩn an toàn ngày càng gia tăng trong suốt giai đoạn từ giữa năm 2011 đến giữa năm 2012. Điều này khiến cho đồng Euro được sử dụng nhiều hơn để mua sắm tài sản đang lên giá tại Đan Mạch làm cho đồng DKK ngày càng lên giá. Để chống lại xu hướng bất lợi trên, DNB đã can thiệp đáng

kể vào thị trường tiền tệ và tỷ giá hối đoái. Bằng cách, ngay sau khi ECB quyết định hạ lãi suất tiền gửi xuống còn 0% vào tháng 7/2012 thì DNB cũng cắt giảm lãi suất tiền gửi xuống mức âm (-0,2%) để làm giảm bớt áp lực lên tỷ giá hối đoái.

Về mặt kỹ thuật, DNB đã ấn định lãi suất chứng chỉ tiền gửi kỳ hạn 7 ngày của các ngân hàng (trương đương lãi suất tiền gửi được điều tiết bởi ECB) ở mức -0,2%, đồng thời giữ lãi suất tiền gửi của các ngân hàng trong tài khoản vãng lai của DNB không đổi ở mức 0%. Như vậy, lần đầu tiên Đan Mạch hạ lãi suất xuống mức -0.2% vào tháng 7/2012 bởi nhiều lý do:

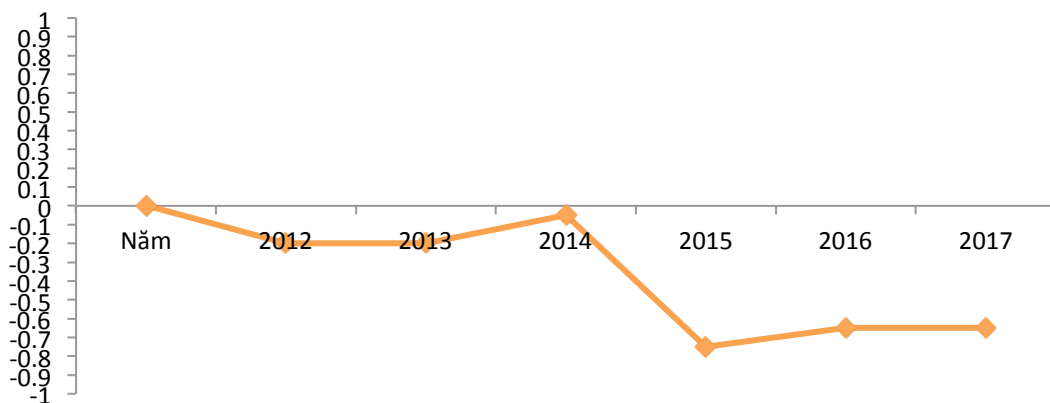
Thứ nhất, để ngăn chặn dòng tiền vào tăng quá mức: xuất phát từ ý tưởng về lãi suất âm sẽ làm nản lòng nhà đầu bằng cách giảm lợi nhuận kỳ vọng từ vốn chảy vào Đan Mạch;

Thứ hai, để khuyến khích đầu tư, kinh doanh và chi tiêu của người tiêu dùng bằng cách làm cho việc vay tiền và mượn tiền ít tốn kém;

Thứ ba, để kiềm chế giảm phát, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế và việc làm.

Đến tháng 9/2014, DNB tăng lãi suất tiền gửi từ -0,2% lên -0,05%, sau nhiều biện pháp can thiệp vào thị trường ngoại hối. Đến tháng 1/2015, DNB ba lần hạ lãi suất tiền gửi xuống mức thấp nhất là -0,5%, tiếp tục vào tháng 2/2015, một lần nữa lãi suất tiền gửi lại được hạ xuống còn -0,75%. Với mục đích thúc đẩy các doanh nghiệp sớm trả thuế thay vì giữ tiền chịu phí, đồng thời buộc các doanh nghiệp đem tiền đi đầu tư hơn là để trong ngân hàng. Đầu năm 2016, do sự đảo chiều của áp lực lên đồng Krone buộc DNB phải tăng lãi suất tiền gửi lên -0,65%. Năm 2017, sau nửa thập kỷ vẫn duy trì lãi suất âm ở mức -0,65% (Hình 2).

Hình 2: Tỷ lệ lãi suất âm của Đan Mạch qua các năm



Nguồn: DNB

2.1.2. Đánh tác động của chính sách lãi suất âm ở Đan Mạch

Đan Mạch là quốc gia có lãi suất âm lâu nhất trên thế giới, tuy nhiên các nhà kinh tế học dự báo lãi suất âm có thể còn kéo dài đến năm 2019. Nhưng các ngân hàng của đất nước Đan Mạch đã chứng minh họ vẫn có thể hoạt động tốt trong môi trường này. Đến thời điểm này, sách lãi suất âm ở Đan Mạch đã đem lại một cái nhìn lạc quan cho đất nước này.

Về lãi suất

Lãi suất âm đã làm cho lãi suất huy động và cho vay của ngân hàng đối với người dân và doanh nghiệp giảm ngay lập tức. Trong đó lãi suất tiền gửi đóng một vai trò quan trọng hơn trong việc điều tiết lãi suất thị trường tiền tệ so với lãi suất cho vay của ngân hàng trung ương và do đó cũng là công cụ chính để duy trì sự ổn định tỷ giá so với đồng Euro. Với việc áp dụng lãi suất tiền gửi không đồng đều, khối lượng thanh khoản giữ trong chứng chỉ tiền gửi giảm nhẹ, thanh khoản trong tài khoản vãng lai của ngân hàng tại DNB đã tăng lên.

Lãi suất cho vay của ngân hàng đối với các hộ gia đình và khu vực giảm tương đối chỉ giảm dưới 0,3 điểm phần trăm từ cuối năm 2014 đến cuối tháng 4 năm 2015. Trong cùng thời kỳ, tỷ lệ lãi suất cho vay hộ gia đình giảm 0,2 điểm phần trăm.

Về tín dụng

Về mặt thực nghiệm lãi suất âm không làm tê liệt ngành ngân hàng ở Đan Mạch. Trên thực tế, các ngân hàng vẫn đang thực hiện hoạt động cho vay đối với khu vực tư nhân. Từ năm 2015 đến năm 2016 tín dụng tiêu dùng ở Đan Mạch đã tăng nhanh và giá nhà đất cũng đang nổi bong bóng. Chênh lệch giữa lãi suất cho vay và lãi suất huy động của các ngân hàng ổn định kể từ khi áp dụng chính sách lãi suất âm. Cụ thể, từ giữa tháng 7/2012 đến tháng 3/2016, chênh lệch giữa lãi suất cho vay và lãi suất tiền gửi ở Đan Mạch trung bình là 1,5%, tương ứng với mức trung bình trong ba năm trước khi áp dụng lãi suất âm.

Về giá cổ phiếu

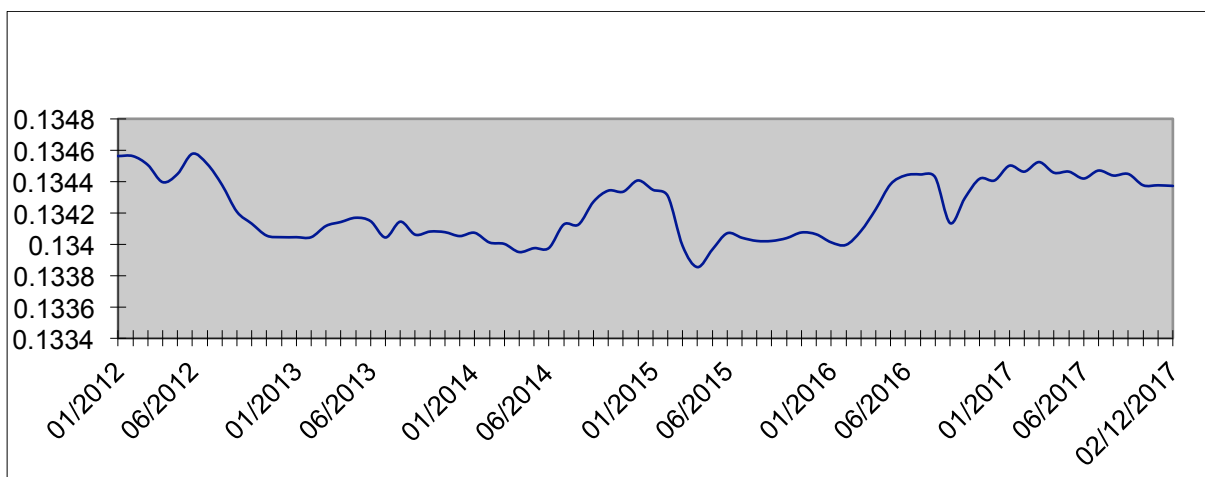
Thị trường chứng khoán không báo hiệu rằng giá trị của các ngân hàng Đan Mạch bị ảnh hưởng xấu bởi lãi suất âm. Kể từ lần đầu tiên đưa ra mức âm ở Đan Mạch vào tháng 7 năm 2012, giá cổ phiếu của các ngân hàng Đan Mạch đã liên tục vượt trội hơn so với chỉ số OMX Copenhagen, tính đến tháng 9 năm 2014, hoạt động mạnh mẽ của họ đã vượt qua kỷ lục của các cổ phiếu ngân hàng Châu Âu. Trong bốn năm kể từ khi áp dụng tỷ lệ tiêu cực ở Đan Mạch vào tháng 1/2012, giá cổ phiếu của ngân hàng tăng 125% ở Đan Mạch.

Về tỷ giá

Mục tiêu của chính sách tiền tệ của Đan Mạch là giữ cho đồng Krone ổn định so với đồng Euro, với điều kiện Đan Mạch là một phần của Cơ chế tỷ giá hối đoái Châu Âu (ERM II) từ năm 1999. Mặc dù biên độ dao động qui định so với ERM II là + -15%, Đan Mạch có biên độ dao động hẹp trong ERM II +/- 2,25% và thậm chí không sử dụng toàn bộ chiều rộng của băng tần này nhưng vẫn giữ tỷ giá Krone gần với độ chẵn lẻ trung tâm (Hình 3). Để ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái, DNB sử dụng công cụ lãi suất (cho vay nhiều và lãi suất huy động cho các ngân hàng) và can thiệp vào thị trường ngoại hối bằng cách mua / bán euro.

Như vậy, chính sách lãi suất âm nằm trong nỗ lực của DNB nhằm ngăn dòng chảy từ khu vực đồng tiền chung châu Âu (Eurozone) sang Đan Mạch. Bởi sự di chuyển dòng vốn như vậy (chẳng hạn thông qua mua sắm tài sản tại Đan Mạch của nhà đầu tư đến từ Eurozone) có thể dẫn đến sự định giá cao hơn đối với DKK của Đan Mạch. Ảnh hưởng trực tiếp của chính sách lãi suất tiền gửi âm diễn ra đúng theo lý thuyết chuẩn của kinh tế học vĩ mô.

Hình 3: Tỷ giá hối đoái đồng Krone so với đồng Euro



Nguồn: Datastream

Lãi suất trên thị trường tiền tệ (gồm cả lãi suất huy động và cho vay của ngân hàng đối với người dân và doanh nghiệp) giảm ngay lập tức, dù không giảm mạnh như lãi suất tiền gửi của DNB. Quan trọng hơn, DKK đã giảm giá tương đối so với đồng Euro. Ngoài ra, điểm đáng lưu ý về tác dụng của chính sách đến việc khuyến khích cho vay của các ngân hàng (dù đây không phải mục tiêu chính của DNB). Bất chấp điều kiện lãi suất cho vay của ngân hàng giảm mạnh sau quyết định hạ lãi suất âm, lượng cho vay của ngân hàng vẫn liên tục suy giảm. Do tác động đến hoạt động cho vay đến doanh nghiệp và hộ gia đình rất hạn chế nên lãi suất cho vay tương đối ổn định.

Vì vậy, có thể thấy một mặt lãi suất tiền gửi âm là chính sách hiếm được NHTW áp dụng. Nhưng mặt khác, ngay cả tại Đan Mạch - nơi mục tiêu chủ yếu của chính sách (hạ giá đồng Krone) đã đạt được - thì hành động của NHTW quốc gia Bắc Âu này cũng chưa được xem như một kinh nghiệm thành công của chính sách mang tính đột phá.

2.2. Chính sách lãi suất âm của NHTW Nhật Bản (BOJ)

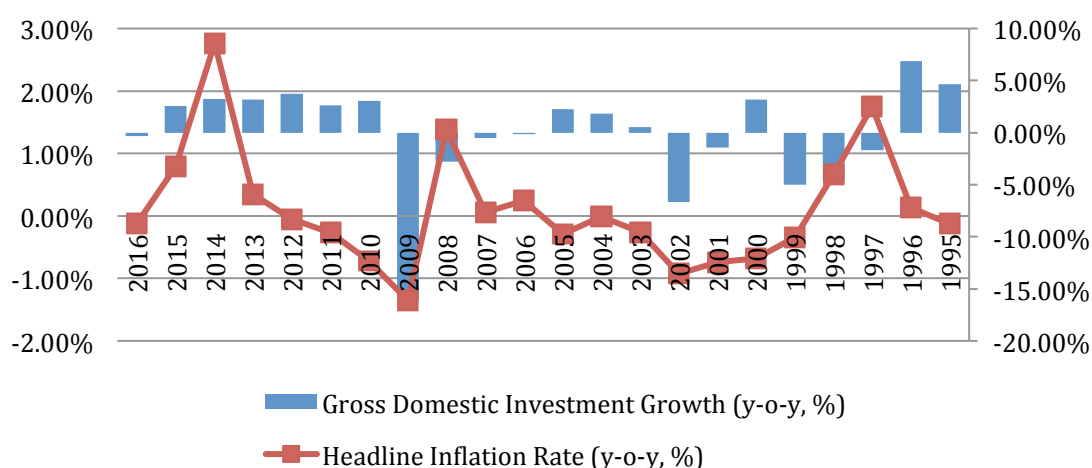
2.2.1. Bối cảnh của chính sách lãi suất âm

Nhật Bản là một quốc gia có nền kinh tế thị trường phát triển, với qui mô GDP đứng thứ ba trên thế giới, sau Mỹ và Trung Quốc. Sau tình trạng bong bóng tài sản (1991) và khủng hoảng tài chính khu vực (1997-1998), nền kinh tế Nhật Bản rơi vào tình trạng suy thoái kéo dài. Đến năm 2001, sau khi nắm quyền điều hành Nội các, Thủ tướng Koizumi đã thực hiện chủ trương cải cách cơ cấu một cách táo bạo với bảy chương trình cơ bản, gồm: đẩy mạnh quá trình tư nhân hóa, khuyến khích đầu tư tư nhân, tăng bảo hiểm và phúc lợi xã hội, phát triển nguồn nhân lực, cải thiện điều kiện sống và làm việc, tăng cường sự tự chủ của chính quyền địa phương, cải cách hành chính nhằm tạo ra một bộ máy đơn giản và hiệu quả. Nhờ có những cải cách này mà kinh tế Nhật tăng trưởng trở lại trong giai đoạn 2001 - 2006, chấm dứt 15 năm suy thoái và trì trệ. Mặc dù tăng trưởng ở giai đoạn này chỉ đạt ở mức 1,5% - 2,0%, thấp hơn rất nhiều so với thời kỳ tăng trưởng cao trước đây (10%).

Khi Thủ tướng Koizumi hết nhiệm kỳ, cùng với khủng hoảng tài chính toàn cầu, nền kinh tế Nhật lại rơi vào trì trệ, suy giảm mạnh kể từ quý IV – 2008 và đặc biệt nghiêm trọng trong quý I/2009, thể hiện ở GDP giảm 4% so với quý trước và 15,2% so với cùng kỳ năm trước. Để đối phó với những thách thức của khủng hoảng, Chính phủ đã tung ra các gói kích thích kinh tế với trị giá hơn 300 tỷ USD (tương đương với 55% GDP của quốc gia này), BOJ thực hiện chính sách nới lỏng định lượng (Quantitative Easing - QE) thông qua chương trình mua thương phiếu, trái phiếu doanh nghiệp và cho vay NHTM với lãi suất thấp, đồng thời hạ lãi suất cơ bản xuống còn 0,1%.

Cuối năm 2012 khi Shinzo Abe trở thành Thủ tướng, ông đã ban hành chính sách mới gọi là “Abenomics” với ba mũi tên, gồm chính sách tiền tệ mạnh mẽ, chính sách tài khóa linh hoạt và chiến lược tăng trưởng khuyến khích đầu tư tư nhân nhằm đưa nền kinh tế Nhật thoát khỏi tình trạng trì trệ và suy thoái.

Hình 4: Lạm phát và tăng trưởng kinh tế Nhật giai đoạn 2000-2016



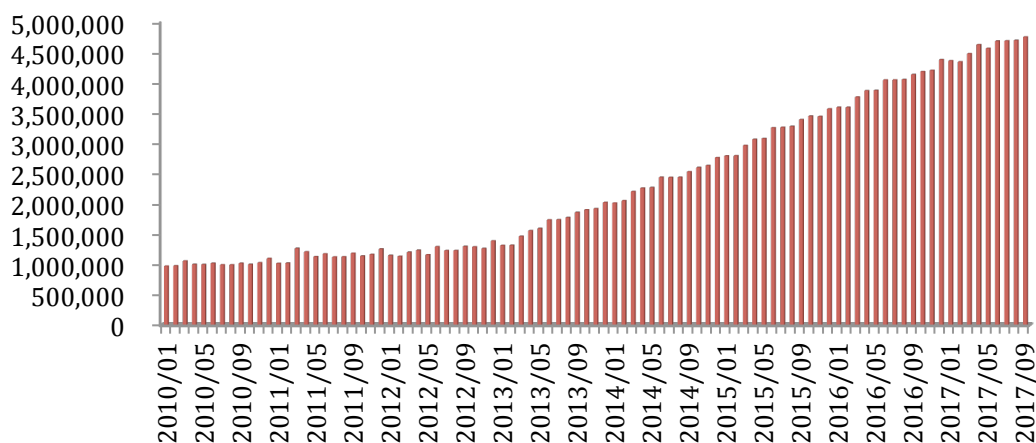
Nguồn: ADB

Chính sách tiền tệ mạnh mẽ thông qua các gói nới lỏng định lượng và định tính về tiền tệ (Quantitative and Qualitative Monetary Easing - QQE) mà ban đầu là gói QQE1 vào tháng 4/2013, sau đó đến gói mở rộng QQE2 vào tháng 10/2014 đã làm cho tiền cơ sở (Monetary Base - MB) tăng lên nhanh chóng (xem Hình 5). Trong khi MB tăng đáng kể thì BOJ vẫn không thể đạt được mục tiêu ổn định giá ở mức 2%. Mặc dù lạm phát đã đạt mục tiêu 2% trong thời gian ngắn năm 2014, tuy nhiên nguyên nhân chủ yếu của sự gia tăng này là do giá năng lượng tăng, đặc biệt là giá dầu và thuế tiêu thụ tăng từ 5% lên 8%. Tuy nhiên, từ tháng 6/2014 khi giá dầu trên thị trường toàn cầu sụt giảm thì mức giá chung ở Nhật cũng giảm xuống, bởi dầu là mặt hàng nhập khẩu chủ đạo của Nhật Bản. Đến tháng 9/2015, sau khi tái đắc cử, Shinzo Abe đã khởi động chương trình kinh tế Abenomics 2.0 với ba mục tiêu xa hơn là tăng trưởng kinh tế, tăng cường các biện pháp hỗ trợ nuôi con và sinh con và cải thiện an sinh xã hội. Năm trong chương trình Abenomics 2.0, ngày 18/12/2015, BOJ quyết định mở rộng qui mô chương trình mua tài sản nhằm thúc đẩy chính sách nới lỏng tiền tệ thông qua các hoạt động thị trường để tăng MB với tốc độ khoảng 80 tỷ JPY mỗi năm. Ngay sau đó,

ngày 29/01/2016, BOJ quyết định áp dụng mức lãi suất -0,1% đối với tài khoản vãng lai của các tổ chức tài chính tại BOJ. Điều này có nghĩa các ngân hàng gửi dự trữ dư thừa tại BOJ thay vì nhận lãi thì phải trả lãi cho BOJ, với mục tiêu trực tiếp là làm cho lãi suất liên ngân hàng qua đêm giảm xuống mức âm thông qua đó kích thích cho vay đối với khu vực tư nhân.

Hình 5: Tiền trung ương cuối kỳ giai đoạn 2010 - 2017

Đơn vị: 100 triệu Yên



Nguồn: BOJ

Tháng 9/2016, BOJ đã giới thiệu một khuôn khổ mới của QQE. Khuôn khổ mới bao gồm hai thành phần chính, thứ nhất là kiểm soát đường cong lãi suất, trong đó BOJ kiểm soát lãi suất ngắn hạn và dài hạn thông qua các hoạt động thị trường; thứ hai là cam kết vượt lạm phát, trong đó BOJ cam kết mở rộng MB cho đến khi tỷ lệ tăng của chỉ số giá tiêu dùng vượt quá mục tiêu 2% một cách ổn định.

2.2.2. Đánh giá tác động của chính sách lãi suất âm

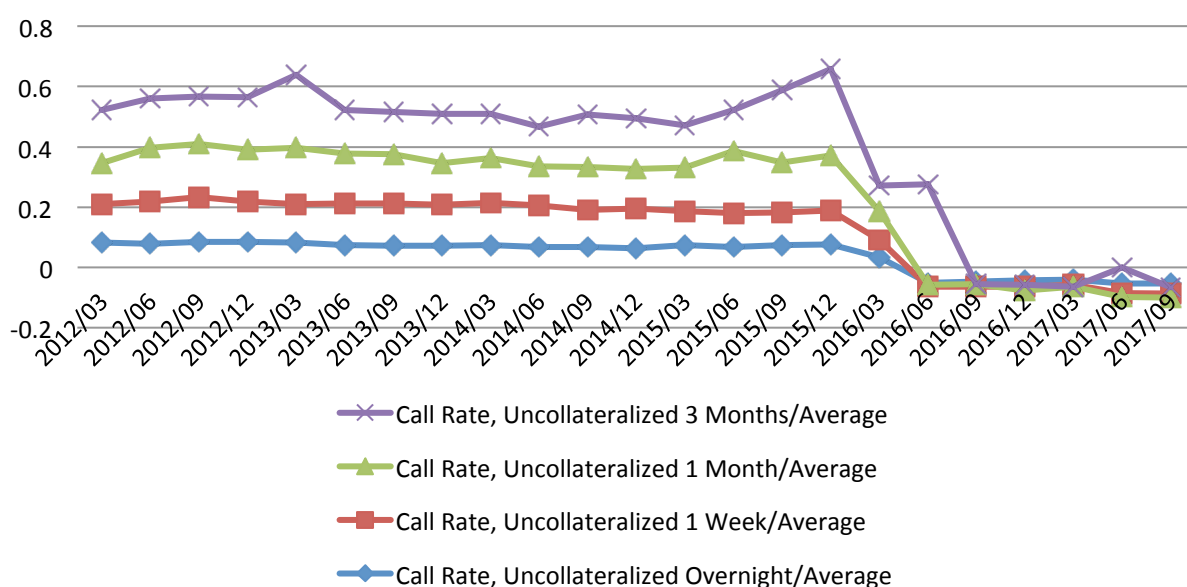
Về lãi suất

Chính sách lãi suất âm đã trực tiếp tác động lên lãi suất liên ngân hàng, làm cho lãi suất liên ngân hàng giảm xuống. Ngay sau khi chính sách lãi suất âm có hiệu lực, lãi suất liên ngân hàng qua đêm đã giảm xuống 0% vào đầu tháng 2/2016 và sau đó từ tháng 3 nó rơi vào vùng âm và dao động quanh mức -0,05%. Đối với loại kỳ hạn 3 tháng, có sự giảm sút từ 0,17% (đầu tháng 1/2016) xuống 0,1% (đầu tháng 2/2016) và sau đó từ tháng 4/2016 duy trì ở mức 0,06%. Chính sách lãi suất âm cũng thu hẹp khoảng cách giữa các mức lãi suất liên ngân hàng với các kỳ hạn khác nhau.

Chính sách lãi suất âm không chỉ tác động tới mặt bằng lãi suất ngắn hạn mà còn tác động tới cả lãi suất dài hạn. Lãi suất của trái phiếu chính phủ ở các kỳ hạn từ 1 năm đến 40 năm đều giảm xuống thấp hơn so với thời điểm trước khi thực thi chính sách lãi suất âm. Nếu như thời điểm trước khi thực thi chính sách lãi suất âm, các loại trái phiếu kỳ hạn từ 1 năm đến 4 năm có lãi suất âm thì sau khi thực thi chính sách lãi suất âm, các loại trái phiếu có kỳ hạn dài hơn (cả loại kỳ hạn 8 năm, 9 năm và thậm chí cả 10 năm) cũng ở trong vùng tiêu cực.

Tuy nhiên, kể từ cuối năm 2016, lãi suất của trái phiếu kỳ hạn 9 năm và 10 năm đều chuyển sang vùng dương; và từ cuối quý II/2017 thì lãi suất của kỳ hạn 8 năm cũng chuyển sang vùng dương. Điều này có nghĩa là, thay vì nhận được lãi suất từ Chính phủ thì nhà đầu tư phải trả lãi khi cho Chính phủ vay tiền. Hơn nữa chính sách lãi suất âm còn làm cho khoảng cách giữa lãi suất ngắn hạn và lãi suất dài hạn cũng được thu hẹp, làm giảm độ dốc của đường cong lãi suất. Những tác động này đã gây tổn thương cho thị trường trái phiếu chính phủ Nhật nói riêng và thị trường trái phiếu nói chung. Theo một kết quả khảo sát của BOJ có tới 69% nhà giao dịch trái phiếu được hỏi đều cho rằng chức năng của thị trường trái phiếu suy giảm. Bởi thực tế hiện nay, các nhà giao dịch trái phiếu sẽ mua trái phiếu với lãi suất âm từ Chính phủ sau đó bán lại cho BOJ với lãi suất thấp hơn để hưởng chênh lệch giá. Với cách này thì người cho Chính phủ vay tiền để tài trợ thâm hụt ngân sách là BOJ và đồng thời BOJ cũng là người trả lãi cho khoản cho vay của mình.

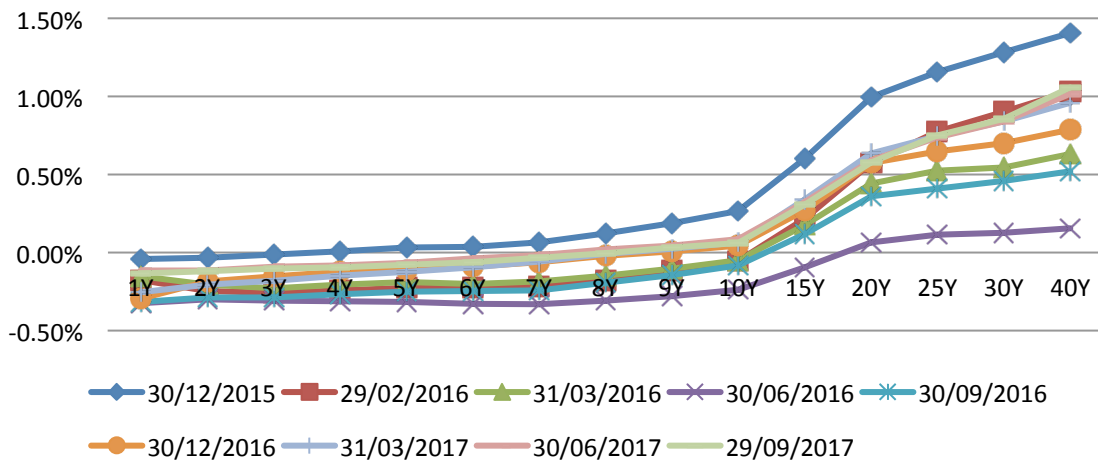
Hình 6: Lãi suất thị trường liên ngân hàng bình quân theo quý



Nguồn: BOJ Time – Series Data Search

Mặc dù sau khi chính sách lãi suất âm có hiệu lực, các ngân hàng đã rút bớt dự trữ dư thừa tại NHTW, nhưng dư nợ cho vay của ngân hàng tăng không đáng kể so với thời điểm trước tháng 1/2016. Tính đến thời điểm cuối năm 2015, dư nợ tín dụng đạt 459,5 nghìn tỷ Yên thì đến tháng 6/2017 (sau gần 1 năm rưỡi thực thi chính sách lãi suất âm) dư nợ tín dụng tăng 3,47%. Nguyên nhân của vấn đề này là do đường IS thẳng đứng nên đầu tư tư nhân không tăng bất chấp lãi suất giảm xuống mức thấp [9,17]. Tín dụng sản xuất chiếm một tỷ trọng nhỏ trong tổng dư nợ tín dụng (12%) và không thay đổi so với thời kỳ trước khi chính sách lãi suất âm có hiệu lực. Nguyên nhân của vấn đề này là do dân số già hóa, lực lượng lao động giảm sút, tỷ lệ lợi nhuận trên vốn đầu tư âm và sự quan tâm của doanh nghiệp vào đầu tư giảm. Đây là một trong những tác động tiêu cực của chính sách lãi suất âm ở Nhật Bản và nó làm cho mục tiêu duy trì lạm phát ở mức 2% không thành công.

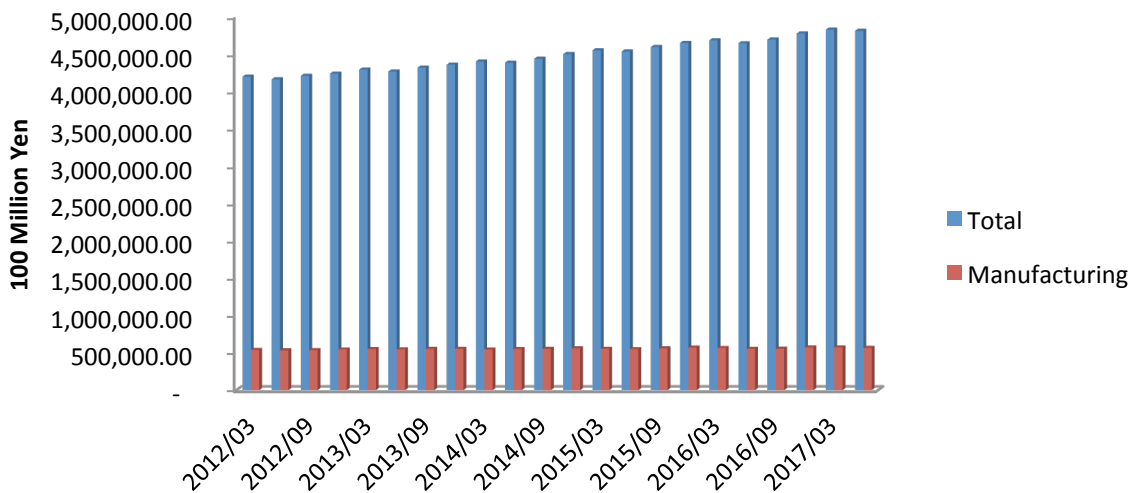
Hình 7: Lãi suất trái phiếu chính phủ (JGB)



Nguồn: Ministry of Finance, Japan

Về tín dụng

Hình 8: Dư nợ cho vay của các ngân hàng

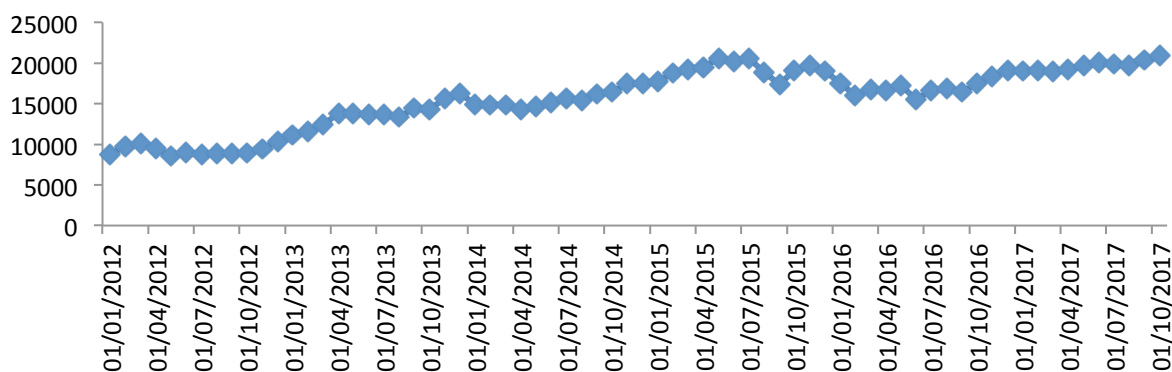


Nguồn: BOJ Time – Series Data Search

Về giá cổ phiếu

Cuối tháng 1/2016, khi BOJ phát đi thông báo về chính sách lãi suất âm thị trường chứng khoán Nhật Bản chỉ bật xanh trong 24 tiếng, sau đó lại chìm trong sắc đỏ. Điều này được thể hiện ở chỉ số Nikkei 225 liên tục giảm trong gần 10 tháng (1/2016 - 9/2016), từ tháng 10/2016, chỉ số này tăng lên và đạt mức cao nhất ở mức 20.881 điểm (10/2017), tăng khoảng 19% so với thời điểm đầu năm 2016. Mức tăng này chậm hơn nhiều so với giai đoạn BOJ thực thi chính sách nới lỏng định lượng hồi tháng 10/2015. Điều này chứng tỏ, tác động của chính sách lãi suất âm đối với thị trường chứng khoán yếu hơn so với chính sách nới lỏng định lượng.

Hình 9: Chỉ số Nikkei 225 trung bình tháng

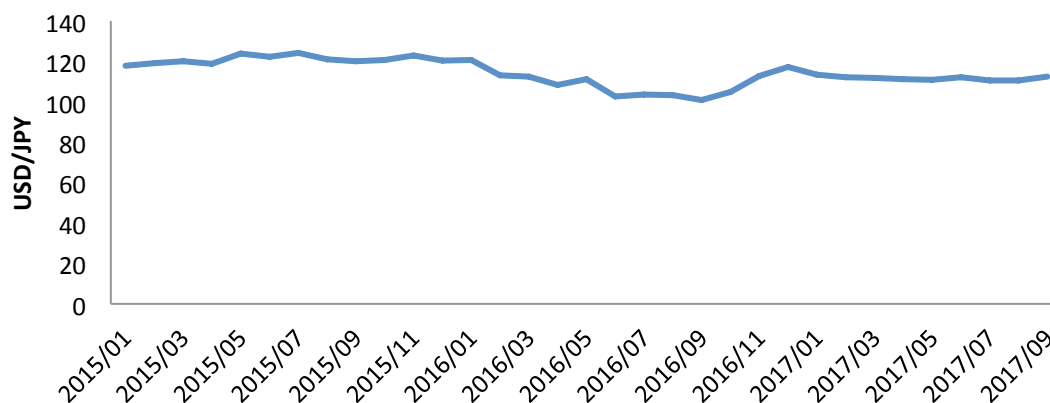


Nguồn: Indexes.Nikkei

Về tỷ giá

Ngay sau khi chính sách lãi suất âm được kích hoạt, vào tháng 2/2016 tỷ giá USD/JPY giảm chứng tỏ JPY lên giá 6,7% (so với tháng 1/2016). Đồng JPY vẫn tiếp tục lên giá đến cuối quý III. Đến đầu quý IV, tỷ giá có sự đảo chiều, đồng JPY giảm, mặc dù tỷ giá hiện nay có tăng cao hơn so với thời điểm chính sách lãi suất âm có hiệu lực, nhưng vẫn thấp hơn so với thời điểm trước đó. Điều này chứng tỏ mối liên hệ giữa lãi suất và giá đồng nội tệ dường như bị phá vỡ. Sự lên giá của JPY đã ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động xuất khẩu làm cho kim ngạch xuất khẩu của Nhật Bản chỉ vào khoảng 5% so với toàn cầu (thấp hơn rất nhiều so với mức cao nhất trước đây là 10%).

Hình 10: Tỷ giá giao ngay USD/JPY



Nguồn: BOJ Time – Series Data Search

Tóm lại, trong khi chính sách lãi suất âm có tác động tích cực đến mặt bằng lãi suất ngắn hạn và dài hạn thì ảnh hưởng của nó đến khối lượng tín dụng và giá cổ phiếu là không đáng kể. Ngược lại, chính sách này lại có những tác động tiêu cực đến thị trường trái phiếu và hoạt động xuất khẩu. Với những tác động trên, BOJ khó đảm bảo mục tiêu duy trì lạm phát ở mức 2%. Điều này đã được khẳng định trong Báo cáo về việc thực hiện mục tiêu thúc đẩy lạm

phát trong nền kinh tế ngày 20/7/2017 của BOJ, rằng Nhật Bản gần như chắc chắn sẽ không đạt được mục tiêu này ít nhất đến thời điểm tháng 4/2019.

3. Bài học kinh nghiệm

Lãi suất âm là chủ đề chiếm nhiều thời gian và được khá đông nhà nghiên cứu và nhà làm chính sách quan tâm. Thông qua việc nghiên cứu chính sách lãi suất âm tại Đan Mạch và Nhật bản, nhóm tác giả rút ra một số bài học kinh nghiệm như sau:

Thứ nhất, mặc dù chính sách lãi suất âm đều được sử dụng cho các khoản tiền gửi của NHTM tại NHTW, tuy nhiên mục tiêu thực thi chính sách này ở mỗi quốc gia là không giống nhau. Trong khi DNB theo đuổi chính sách lãi suất âm nhằm ổn định tỷ giá trong bối cảnh đồng nội tệ bị đẩy lên cao thì mục tiêu của BOJ là nhằm khắc phục tình trạng giảm phát trong bối cảnh nền kinh tế đang đối mặt với suy thoái.

Thứ hai, chính sách lãi suất âm không phải là sự lựa chọn hữu hiệu cho tất cả các quốc gia. DNB được cho là thành công với chính sách lãi suất âm nhằm ổn định tỷ giá thì BOJ đã thất bại trong việc sử dụng chính sách lãi suất âm nhằm khắc phục tình trạng giảm phát. Thực tế cho thấy, hiệu quả của chính sách lãi suất âm tùy thuộc vào đặc điểm kinh tế của từng quốc gia. Chẳng hạn với Nhật Bản, tình trạng suy thoái và giảm phát xuất phát từ nguyên nhân cơ cấu nên chính sách lãi suất âm không góp phần thúc đẩy lạm phát. Ngược lại, chính sách lãi suất âm lại có tác động tích cực trong việc ngăn chặn dòng vốn đổ vào quá mức làm suy yếu đồng bản tệ ở Đan Mạch.

Thứ ba, kênh giá tài sản trong việc truyền tải tác động của chính sách lãi suất âm là chưa rõ ràng. Mặc dù về mặt lý thuyết, lãi suất giảm thì giá chứng khoán tăng và đồng bản tệ giảm giá, tuy nhiên ở Nhật, chính sách lãi suất âm có tác động rất yếu lên thị trường chứng khoán và mối quan hệ giữa lãi suất với giá đồng nội tệ dường như bị phá vỡ. Trong khi đó ở Đan Mạch, chính sách lãi suất âm lại có tác động rất tích cực lên thị trường chứng khoán và giá đồng nội tệ. Vì vậy, cần nhiều nghiên cứu thực nghiệm hơn nữa về những nhân tố chi phối đến hiệu quả của kênh truyền tải này.

Thứ tư, về thời gian sử dụng chính sách lãi suất âm. Việc sử dụng chính sách lãi suất âm quá lâu có thể gây ra những rủi ro đối với các tổ chức tài chính và thị trường tài chính về dài hạn. Chính sách lãi suất âm cũng tương tự như khi người ta bơi ra biển, nếu bơi gần thì họ còn có thể quay lại, còn nếu bơi quá xa thì lại xảy ra câu chuyện khác. Có nghĩa là, đến một điểm nhất định lãi suất âm có thể có ý nghĩa tích cực và được sử dụng để kích thích nền kinh tế. Nhưng sẽ là sai lầm khi tin rằng chúng có thể được giảm mạnh và trong thời gian dài nếu không có cá nhân, doanh nghiệp và nhà đầu tư phản ứng, có thể tạo ra chi phí cho hệ thống tài chính và gây tổn hại cho nền kinh tế.

Thứ năm, trên thực tế tác động tiêu cực của chính sách lãi suất âm đối với hoạt động và lợi nhuận của hệ thống NHTM là chưa rõ ràng. Chẳng hạn, đối với Đan Mạch, mặc dù chênh lệch giữa lãi suất cho vay và lãi suất huy động vẫn duy trì ổn định như giai đoạn trước khi thực thi chính sách lãi suất âm, nhưng rõ ràng là tăng trưởng tín dụng đã chậm lại. Hoặc ở

Nhật Bản, mặc dù lãi suất cho vay giảm nhưng qui mô tín dụng vẫn không thay đổi. Vì vậy, vẫn còn tiềm ẩn tác động tiêu cực của chính sách lãi suất âm đến lợi nhuận của ngân hàng. Và để hạn chế tác động tiêu cực tiềm ẩn này, NHTW có thể sử dụng các kỹ thuật kèm theo chính sách lãi suất âm, có thể thiết kế hệ thống cấp bậc như BOJ, trong đó lãi suất âm chỉ áp dụng đối với 10% dự trữ của NHTM; Hoặc DNB chỉ áp dụng lãi suất âm đối với khoản tiền gửi có kỳ hạn 7 ngày của các NHTM tại DNB.

Tài liệu tham khảo

- [1] Bech, M. and A. Malkhozov (2016), *How Have Central Banks Implemented Negative Policy Rates?*, BIS Quarterly Review, trang 31–44.
- [2] Carlos Arteta, M. Ayhan Kose, Marc Stocker and Temel Taskin (2016), *Negative Interest Rate Policies Sources and Implications*, WPS7791
- [3] Emric (2015), *Interest-Free Mortgages Come To Denmark. Will Trouble Follow?*, Lending, News
- [4] Học viện Ngân hàng (2017), *Giáo trình Tiền tệ ngân hàng*, Nhà xuất bản Lao động
- [5] IMF (2017), *Negative Interest Rate Policy – Initial experience and assessments*, <http://www.imf.org/external/pp/ppindex.aspx>
- [6] Masayuki Otaki (2016), *A theory of Quantitative Easing Policy and Negative Interest Policy Based on the Japanese Experience*, DBJ Discussion Paper Series, No. 1602
- [7] Matthew Lynn (2015), *Opinion: Think negative interest rates can't happen here? Think again.*
- [8] Mike Bird (2015), *Denmark Just Followed Switzerland And Slashed Interest Rates As Europe Stagnates.*
- [9] Moody's (2016), *Negative interest rates in Switzerland, Denmark, Sweden are having unintended consequences, with Sweden most at risk of asset bubble*, Global Credit Research
- [10] Naoyuki Yoshino, FarhadTaghizadeh–Hesary, and Hiroaki Miyamoto (2017), *The effectiveness of Japan's negative interest rate policy*, ADBI Working Paper No. 740
- [11] Richard Milne (2015), *Denmark highlights naked truth about negative lending.*
- [12] Rohde, L (2015), *Monetary Policy, Foreign Exchange Intervention and GDP Growth Seen Rising*, Speech by Mr. Lars Rohde, Governor of the DNB, Copenhagen
- [13] Roberto Perotti (2016), *Unconventional monetary policies*, Version 1.0

- [14] Tim Worstall (2015), *Sweden's Rates Go Negative, Denmark's More Negative And The Death Of Keynesian Fiscal*.
- [15] Stefan Angrick and Naoko Nemoto (2017), *Central Banking Below zero: the implementation of negative interest rates in Europe and Japan*, ADBI Working Paper No. 740
- [16] Yoshino, N., và F. Taghizadeh-Hesary (2016), *Decline in Oil Prices and the Negative Interest Rate Policy in Japan*, ADBI Working Paper No. 600, Viện Ngân hàng Phát triển Châu Á
- [17] Vũ Văn Hà và Phạm Thị Thanh Bình (2013), *Nhật Bản ứng phó với vấn đề giảm phát*, Tạp chí công sản, <http://www.tapchicongsan.org.vn>
- [18] Waller, C. J (2016), *Negative Interest Rates: A Tax in Sheep's Clothing*, Federal Reserve Bank of St. Louis, On the Economy (blog), May 2, 2016.
- [19] Các trang web của BOJ, DNB, Indexes, Ministry of Finance – Japan

THỰC TRẠNG VÀ PHƯƠNG HƯỚNG HOÀN THIỆN PHÁP LUẬT VỀ GIÁM SÁT THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VIỆT NAM

PGS.TS. Nguyễn Trường Thọ - Phạm Minh Duyên

Học viện An ninh Nhân dân

Tóm tắt

Với vai trò là huyết mạch của nền kinh tế, thị trường tài chính giữ vai trò đặc biệt quan trọng đối với tăng trưởng kinh tế và ổn định vĩ mô. Tuy nhiên, hoạt động của thị trường tài chính luôn tiềm ẩn rất nhiều rủi ro do tác động của các yếu tố bên ngoài và bên trong nội tại thị trường. Chính vì vậy, công tác giám sát, phát hiện và ngăn chặn sớm những rủi ro này có vị trí, vai trò đặc biệt quan trọng trong đảm bảo sự phát triển ổn định, bền vững của thị trường tài chính. Hiện nay, hệ thống các văn bản quy phạm pháp luật điều chỉnh hoạt động này đã và đang được hoàn thiện, tuy nhiên, vẫn còn tồn tại nhiều bất cập, thiếu sót, chưa theo kịp sự phát triển của thị trường tài chính. Bài viết đi sâu phân tích thực trạng hệ thống pháp luật về giám sát thị trường tài chính hiện nay. Trên cơ sở đó, đề xuất một số giải pháp góp phần hoàn thiện hệ thống pháp luật về giám sát thị trường tài chính trong thời gian tới.

Từ khóa: *thị trường tài chính, giám sát tài chính, pháp luật về giám sát tài chính.*

STATUS QUO OF AND APPROACHES TO LEGAL FINALISATION OF SUPERVISION UPON VIETNAM'S FINANCIAL MARKET

Assoc. Prof, Dr. Nguyen Truong Tho - Pham Minh Duyen

People Security's Academy

Abstract

As lifeblood of the economy, the financial market is of pivotal significance to economic growth and macroscopic stability. However, the operation of the financial market is consistently prone to untold risks due to endogenous and external factors. The supervision, detection and early prevention of such risks, therefore, are of immense importance to ensuring the stable and sustainable development of the financial market. At present, the system of legal instruments regulating the financial market's operation has been under finalization; however, there remain numerous inadequacies and shortcomings that have yet to keep pace with the development of the financial market. The article analyses the status quo of the legal system for supervising the financial market. On such a basis, measures shall be recommended in order to improve the legal system on supervision of Vietnam's financial market in the coming time.

Keywords: *financial market, financial supervision, law on financial supervision*

1. Đặt vấn đề

Thị trường tài chính (TTTC) nước ta đã và đang có sự phát triển mạnh mẽ cả về chiều rộng và chiều sâu. Các bộ phận của TTTC cơ bản được hình thành và phát triển. Hệ thống các định chế tài chính phát triển cả về số lượng và chất lượng. Khuôn khổ pháp lý cho sự phát triển của TTTC ngày càng được hoàn thiện trên cơ sở tiệm cận với quy định quốc tế. Các sản phẩm hàng hóa, dịch vụ do TTTC ngày càng đa dạng và hoàn thiện,...

Tuy nhiên, TTTC cũng đã và đang bộc lộ nhiều bất cập và những rủi ro tiềm ẩn có thể dẫn đến bất ổn trong hoạt động của TTTC nói riêng và của nền kinh tế nói chung. Điều này đã được thể hiện rõ khi xảy ra cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu năm 2008. Bên cạnh đó, một loạt các vụ án liên quan đến hoạt động của các ngân hàng đã gây ra những thiệt hại nghiêm trọng cho nền kinh tế. Những tồn tại, yếu kém trên xuất phát từ nhiều nguyên nhân, trong đó có sự thiếu hiệu quả của công tác giám sát TTTC do hệ thống pháp luật về công tác này chưa hoàn chỉnh, còn nhiều thiếu sót.

Do dung lượng bài viết có hạn, trong khi đây là nội dung rộng, bao trùm nên bài viết chỉ khái quát một số vấn đề sau: (1) Tổng quan về mô hình giám sát TTTC trên thế giới và Việt Nam; (2) Thực trạng hệ thống pháp luật điều chỉnh hoạt động giám sát TTTC; (3) Đề xuất giải pháp hoàn thiện pháp luật về giám sát TTTC sau khủng hoảng tài chính toàn cầu.

2. Tổng quan về mô hình giám sát thị trường tài chính trên thế giới và Việt Nam

Giám sát TTTC là việc giám sát của Chính phủ đối với hoạt động của các chủ thể trên TTTC. Giám sát TTTC nhằm ba mục tiêu: (1) đảm bảo sự ổn định, vận hành thông suốt của hệ thống tài chính và nền kinh tế; (2) đảm bảo sự lành mạnh và an toàn của các định chế tài chính; (3) đảm bảo đạo đức kinh doanh thị trường, tính liêm chính của thị trường và bảo vệ người tiêu dùng.

Hiện nay, trên thế giới có bốn mô hình giám sát TTTC gồm:

- Mô hình hệ thống giám sát theo thể chế: Trong mô hình này, cấu trúc giám sát được phân chia theo mảng thị trường (ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm), hoạt động giám sát được chuyên môn hóa, tương ứng với các cơ quan giám sát khác nhau. Một số quốc gia đang áp dụng mô hình này là: Trung Quốc, Ấn Độ, Hoa Kỳ,...

- Mô hình hệ thống giám sát theo chức năng: Đây là mô hình giám sát các tổ chức tài chính được xác định dựa trên hoạt động kinh doanh mà không quan tâm tới hình thức pháp lý của tổ chức tài chính đó. Như vậy, nếu một tổ chức tài chính cung cấp dịch vụ trên nhiều lĩnh vực thì sẽ chịu sự giám sát từ nhiều cơ quan khác nhau. Một số quốc gia đang áp dụng mô hình này là: Chile, Pháp, Italy, Mexico, Nam Phi,...

- Mô hình giám sát lưỡng định: Đây là mô hình dựa trên nguyên tắc giám sát theo mục tiêu với sự phân chia chức năng của hai cơ quan: cơ quan giám sát thận trọng và cơ quan giám sát hoạt động kinh doanh. Cơ quan giám sát thận trọng chịu trách nhiệm đảm bảo sự an toàn cả hệ thống tài chính của quốc gia. Cơ quan giám sát hoạt động kinh doanh chịu trách nhiệm giám sát các hoạt động cụ thể của các tổ chức tài chính trên thị trường. Mô hình này được áp dụng tại một số quốc gia như: Áo, Úc, Anh,...

- Mô hình giám sát tài chính hợp nhất: Là mô hình chỉ tồn tại một cơ quan giám sát duy nhất thực hiện công tác giám sát toàn bộ 3 lĩnh vực là ngân hàng, tài chính và bảo hiểm. Mô hình giám sát hợp nhất chia làm 2 loại: hợp nhất hoàn toàn và hợp nhất một phần. Đây là mô hình được nhiều quốc gia lựa chọn như: Đan Mạch, Thụy Điển, Hungary, Nhật Bản, Hàn Quốc,...

2.2. Mô hình hệ thống giám sát tài chính Việt Nam

Hiện nay, Việt Nam đang áp dụng mô hình giám sát TTTC theo thể chế. Theo đó, chức năng giám sát TTTC được giao cho các cơ quan giám sát độc lập gồm:

- Ủy ban Giám sát tài chính Quốc gia (UBGSTCQG) là cơ quan thực hiện chức năng tham mưu, tư vấn cho Thủ tướng trong việc điều phối hoạt động giám sát TTTC quốc gia; thực hiện giám sát chung TTTC quốc gia, giám sát hợp nhất hoạt động của các tập đoàn tài chính.

- Cơ quan thanh tra, giám sát ngân hàng thuộc NHNN thực hiện chức năng thanh tra hành chính, thanh tra chuyên ngành và giám sát chuyên ngành về ngân hàng trong các lĩnh vực thuộc phạm vi quản lý nhà nước của NHNN.

- Cục Quản lý và Giám sát Bảo hiểm - Bộ Tài chính thực hiện thanh tra tại chỗ, giám sát từ xa hoạt động của các công ty bảo hiểm, tái bảo hiểm.

- Ủy ban Chứng khoán Nhà nước - Bộ Tài chính thực hiện thanh tra tại chỗ, giám sát từ xa hoạt động của công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ, quỹ đầu tư, công ty đầu tư chứng khoán, thị trường chứng khoán (TTCK).

- BHTG Việt Nam thực hiện giám sát từ xa hoạt động của các tổ chức tín dụng (TCTD) nhận tiền gửi của công chúng.

3. Thực trạng pháp luật về giám sát thị trường tài chính Việt Nam hiện nay

3.1. Pháp luật về giám sát thị trường chứng khoán

Hoạt động của TTCK là một dạng hoạt động đặc biệt, liên quan trực tiếp đến lợi ích của các nhà đầu tư, các doanh nghiệp và tác động tới nền kinh tế của quốc gia. Trong lĩnh vực này, luôn tồn tại những hành vi nguy hiểm, xâm hại đến sự phát triển bình thường của TTCK, đến lợi ích hợp pháp của các bên tham gia thị trường. Chính vì vậy, các cơ quan quản lý đã ban hành nhiều văn bản pháp luật điều chỉnh hoạt động giám sát TTCK, cụ thể:

Một là, quy định về chủ thể giám sát

Theo quy định của Luật Chứng khoán năm 2006, sửa đổi, bổ sung năm 2010 (sau đây gọi tắt là Luật Chứng khoán), UBCKNN có chức năng: “*Thanh tra, giám sát, xử phạt vi phạm hành chính và giải quyết khiếu nại, tố cáo trong hoạt động chứng khoán và thị trường chứng khoán*”. Đây là cơ sở pháp lý cho các quy định chi tiết về hoạt động giám sát TTCK của UBCKNN.

Trong cơ cấu tổ chức của UBCKNN, chức năng giám sát TTCK được thực hiện bởi Vụ Giám sát TTCK và các đơn vị khác. Theo đó, Vụ Giám sát TTCK thực hiện nhiệm vụ giám sát giao dịch, phối hợp với các vụ chuyên môn khác giám sát thị trường trong quá trình

thực hiện công tác quản lý nhà nước. Các đơn vị: Vụ Quản lý kinh doanh chứng khoán, Vụ Quản lý các công ty quản lý quỹ và quỹ đầu tư chứng khoán, Vụ Giám sát công ty đại chúng, Vụ Quản lý chào bán chứng khoán thực hiện giám sát giao dịch, các hoạt động giám sát thị trường khác trong phạm vi nhiệm vụ, quyền hạn của mình.

Ngoài ra, việc giám sát hoạt động của các thành viên lưu ký còn được thực hiện bởi Trung tâm lưu ký chứng khoán (TTLKCK); giám sát hoạt động của các thành viên giao dịch, tổ chức niêm yết và nhà đầu tư được thực hiện bởi các sở Giao GDCK Hà Nội và Tp Hồ Chí Minh.

Hai là, quy định về đối tượng giám sát

Căn cứ Thông tư 115/2017/TT-BTC ngày 25/10/2017, đối tượng giám sát là các tổ chức, cá nhân tham gia vào quá trình giao dịch, cung cấp các dịch vụ liên quan đến giao dịch gồm:

- Tổ chức niêm yết, đăng ký giao dịch; thành viên giao dịch; thành viên lưu ký của TTLKCK Việt Nam;

- Công ty quản lý quỹ đầu tư, quỹ đầu tư, công ty đầu tư chứng khoán; sở GDCK, TTLKCK khi tham gia cung cấp các dịch vụ liên quan đến giao dịch;

- Công ty chứng khoán, ngân hàng thương mại, chi nhánh ngân hàng nước ngoài được thực hiện bù trừ, thanh toán giao dịch chứng khoán phái sinh; ngân hàng giám sát, ngân hàng thương mại cung cấp dịch vụ mở tài khoản tiền gửi đầu tư chứng khoán;

- Nhà đầu tư cá nhân, tổ chức;

- Các đối tượng liên quan.

Bên cạnh đó, UBCKNN còn tiến hành giám sát tuân thủ đối với hoạt động trong lĩnh vực chứng khoán của Sở GDCK, TTLKCK căn cứ quy định tại Thông tư số 116/2017/TT-BTC ngày 25/10/2017.

Ba là, quy định về nội dung, hình thức giám sát

Hệ thống giám sát TTTC tại Việt Nam được xây dựng theo mô hình giám sát hai cấp:

Cấp thứ nhất: Giám sát thông qua các tổ chức trung gian, như: Sở GDCK, Trung tâm GDCK, TTLKCK. Theo đó, các đơn vị này phải xây dựng cơ sở dữ liệu, các tiêu chí cảnh báo và giám sát cùng với chế độ báo cáo định kỳ và đột xuất để UBCKNN kiểm tra, theo dõi.

Cấp thứ hai: UBCKNN giám sát sự tuân thủ của mọi thành viên thị trường đối với Luật Chứng khoán và các văn bản hướng dẫn. Việc tổ chức giám sát TTCK của UBCKNN bao gồm các hoạt động sau:

(1) Giám sát tuân thủ: Được thực hiện theo quy định tại Thông tư số 116/2017/TT-BTC ngày 25/10/2017. Theo đó, UBCKNN thực hiện giám sát hoạt động ban hành, phổ biến, tuyên truyền văn bản pháp luật của Sở GDCK, TTLKCK; giám sát việc tổ chức thị trường giao dịch, hoạt động giao dịch, tổ chức đấu giá, đấu thầu chứng khoán, hoạt động kiểm soát nội bộ,... của Sở GDCK; giám sát việc quản lý hoạt động đăng ký, hủy đăng ký chứng khoán, quản lý tài khoản lưu ký, hoạt động kiểm soát nội bộ,... của TTLKCK.

(2) Giám sát giao dịch: Được thực hiện theo quy định tại Thông tư số 115/2017/TT-BTC ngày 25/10/2017. Theo đó, nội dung giám sát giao dịch tập trung vào phát hiện các hành vi giao dịch nội bộ, thao túng thị trường, gian lận, lừa đảo, tạo dựng thông tin sai sự thật, không công bố thông tin (CBTT) và các hành vi bị cấm khác.

(3) Giám sát rủi ro: là giám sát chỉ tiêu an toàn tài chính của các tổ chức kinh doanh chứng khoán theo quy định tại Thông tư số 87/2017/TT-BTC ngày 15/8/2017.

Để cụ thể hóa việc giám sát rủi ro, UBCKNN đã ban hành một số quy định quản lý, giám sát gồm: Quyết định số 427/QĐ-UBCK ngày 11/7/2013 hướng dẫn đánh giá, xếp loại công ty quản lý quỹ; Quyết định số 617/QĐ-UBCK, ngày 9/10/2013 hướng dẫn xếp loại công ty chứng khoán. Bên cạnh đó, UBCKNN cũng ban hành các Quyết định số 105/QĐ-UBCK ngày 26/02/2013 và Quyết định số 428/QĐ-UBCK ngày 11/07/2013 về việc thiết lập và vận hành hệ thống quản trị rủi ro cho công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ.

Bốn là, quy định về phương pháp giám sát

Hoạt động giám sát TTCK được thực hiện theo 02 phương pháp: giám sát từ xa và kiểm tra tại chỗ. Giám sát từ xa là hoạt động kiểm tra, phân tích các tài liệu, dữ liệu liên quan đến hoạt động giao dịch chứng khoán bất thường của đối tượng giám sát, nhằm thu thập chứng cứ chứng minh hành vi vi phạm của đối tượng giám sát. Kiểm tra tại chỗ là việc kiểm tra toàn bộ các tài liệu, dữ liệu liên quan đến hoạt động giao dịch chứng khoán có dấu hiệu bất thường tại công ty chứng khoán, công ty niêm yết,... để thu thập dữ liệu chứng minh hành vi vi phạm hành chính của đối tượng giám sát.

Năm là, quy định về xử lý vi phạm

Trên cơ sở Luật Xử lý vi phạm hành chính năm 2012, Luật Chứng khoán, Chính phủ đã ban hành Nghị định 108/2013/NĐ-CP ngày 23/9/2013 quy định xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và TTCK. Theo đó, mức phạt tối đa đối với tổ chức vi phạm là 2 tỷ đồng, đối với cá nhân là 1 tỷ đồng.

Bên cạnh đó, Bộ Luật hình sự năm 2015, sửa đổi, bổ sung năm 2017 còn quy định các tội phạm trong lĩnh vực chứng khoán, gồm các tội từ Điều 209 đến Điều 212. Theo đó, người phạm tội có thể bị phạt tù đến 07 năm và phạt tiền đến 10 tỷ đồng đối với pháp nhân và 05 tỷ đồng đối với cá nhân.

Như vậy, Luật chứng khoán và các văn bản hướng dẫn đã tạo lập được khuôn khổ pháp lý có hiệu lực cao, phù hợp với thực tiễn, tương đối đầy đủ nhằm điều chỉnh công tác giám sát TTCK. Tuy nhiên, qua khảo sát, hệ thống này còn tồn tại một số bất cập, thiếu sót sau:

Một là, hạn chế về thẩm quyền của cơ quan quản lý nhà nước trong giám sát TTCK.

Với thẩm quyền như hiện nay, khi phát hiện vụ việc có dấu hiệu thao túng giá hoặc giao dịch nội gián, UBCKNN không có quyền yêu cầu đối tượng đến làm việc để đối chất; không có quyền yêu cầu các cơ quan liên quan như TCTD, bưu điện, cơ quan khác,... cung cấp các thông tin về dòng tiền giữa các tài khoản nghi vấn, về lai lịch của đối tượng để xác minh, làm rõ mối liên hệ giữa các đối tượng. Vì vậy, khi nhận thấy dấu hiệu giao dịch bất

thường với tỷ trọng lớn, ảnh hưởng đến cung cầu, giá chứng khoán, cơ quan quản lý gặp nhiều khó khăn trong xác minh mối liên quan giữa các tài khoản để đánh giá có hay không sự thông đồng, cấu kết, làm căn cứ xử lý hành chính hoặc chuyển giao cho cơ quan điều tra thuộc Công an nhân dân xử lý hình sự.

Hai là, bất cập trong quy định của pháp luật liên quan đến hoạt động của TTLKCK.

Theo quy định, TTLKCK có nhiệm vụ hỗ trợ các cơ quan quản lý trong quản lý, giám sát và hỗ trợ sau giao dịch. Tuy nhiên, cơ chế, chính sách, pháp luật đang áp dụng với TTLKCK chưa có những đặc thù để thực hiện nhiệm vụ này. Một số nội dung cũng chưa được quy định trong Luật Chứng khoán như: quyền và nghĩa vụ của TTLKCK liên quan đến chức năng bù trừ, thanh toán chứng khoán phái sinh, chức năng quản trị rủi ro cho toàn bộ hệ thống thanh toán chứng khoán quốc gia, các quy định liên quan đến quyền, nghĩa vụ, biện pháp xử lý thành viên của TTLKCK,... Ngoài ra, Luật Chứng khoán chưa có quy định bắt buộc phải đăng ký giao dịch bảo đảm đối với giao dịch thế chấp, cầm cố chứng khoán nên dẫn đến rủi ro trong trường hợp chủ sở hữu chứng khoán sử dụng chứng khoán cầm cố, thế chấp với nhiều bên.

Ba là, các quy định về công bố thông tin trên TTCK còn nhiều hạn chế, chưa đáp ứng được yêu cầu minh bạch thông tin, cụ thể:

- Một số quy định về CBTT của công ty đại chúng chưa rõ ràng khiến cho doanh nghiệp khó xác định được thời điểm CBTT, dẫn đến tình trạng doanh nghiệp thực hiện công bố theo cách đối phó, thông tin không minh bạch và chậm CBTT.

- Luật chứng khoán chưa bao quát các nghĩa vụ CBTT của các loại hình quỹ đầu tư chứng khoán mới hoặc chưa điều chỉnh nghĩa vụ CBTT liên quan đến các giao dịch đặc thù như giao dịch hoán đổi chứng chỉ quỹ ETF.

3.2. Pháp luật về giám sát thị trường ngân hàng

Giám sát ngân hàng là hoạt động của cơ quan quản lý trong việc thu thập, tổng hợp, phân tích thông tin về đối tượng giám sát thông qua hệ thống thông tin, báo cáo nhằm phòng ngừa, phát hiện ngăn chặn và xử lý kịp thời các rủi ro gây mất an toàn trong hoạt động ngân hàng, vi phạm quy định an toàn hoạt động ngân hàng và các quy định khác của pháp luật có liên quan. Hiện nay, các quy định về giám sát thị trường ngân hàng gồm:

Một là, quy định chủ thể giám sát

Theo quy định của Luật Ngân hàng Nhà nước Việt Nam năm 2010, NHNN có chức năng, nhiệm vụ: "*Kiểm tra, thanh tra, giám sát ngân hàng; xử lý vi phạm pháp luật về tiền tệ và ngân hàng theo quy định của pháp luật*" và "*Tổ chức, quản lý, giám sát hệ thống thanh toán quốc gia, cung ứng dịch vụ thanh toán cho các ngân hàng; tham gia tổ chức và giám sát sự vận hành của các hệ thống thanh toán trong nền kinh tế*".

Trong cơ cấu tổ chức của NHNN, chức năng giám sát chính thị trường ngân hàng được thực hiện bởi Cơ quan Thanh tra, giám sát ngân hàng. Cụ thể, căn cứ Nghị định số 26/2014/NĐ-CP ngày 07/4/2014 quy định về tổ chức hoạt động của Thanh tra, giám sát ngành Ngân hàng thì cơ quan này thực hiện chức năng thanh tra hành chính, thanh tra chuyên ngành và giám sát

chuyên ngành về ngân hàng. Cơ quan Thanh tra, giám sát ngành ngân hàng được tổ chức theo 2 cấp: Cơ quan Thanh tra, giám sát ngân hàng thuộc NHNN và Thanh tra, giám sát NHNN chi nhánh.

Bên cạnh đó, một số đơn vị khác cũng có chức năng giám sát từ xa như: Vụ Ổn định tiền tệ - tài chính thực hiện chức năng xây dựng chính sách đảm bảo ổn định hệ thống tiền tệ, tài chính và thực hiện các biện pháp ngăn ngừa rủi ro có tính hệ thống trong lĩnh vực tiền tệ, tài chính. Vụ Chính sách tiền tệ, Vụ Quản lý ngoại hối, Vụ Tín dụng các ngành kinh tế, Vụ Tài chính - Kế toán, Vụ Thanh toán,... cũng có thẩm quyền yêu cầu các TCTD báo cáo về tình hình hoạt động của mình định kỳ hoặc đột xuất.

Hai là, quy định về đối tượng giám sát

Các đối tượng giám sát được quy định tại Điều 56 Luật NHNN và Điều 2, Nghị định số 26/2014/NĐ-CP, bao gồm:

- TCTD, chi nhánh ngân hàng nước ngoài;
- Đối tượng báo cáo thuộc trách nhiệm quản lý nhà nước về tiền tệ và ngân hàng theo quy định của pháp luật về phòng, chống rửa tiền;
- Đối tượng khác theo quy định của pháp luật.

Ba là, quy định về nội dung, hình thức giám sát

Nội dung, hình thức giám sát ngân hàng được quy định tại Điều 58 Luật NHNN; Điều 23, Nghị định số 26/2014/NĐ-CP và tại Thông tư số 08/2017/TT-NHNN. Theo đó, giám sát ngân hàng được tiến hành thông qua giám sát an toàn vĩ mô và giám sát an toàn vi mô:

- Giám sát an toàn vĩ mô: là hình thức giám sát an toàn toàn bộ hệ thống các TCTD, chi nhánh ngân hàng nước ngoài được thực hiện trên cơ sở hệ thống chỉ tiêu phản ánh mức độ lành mạnh tài chính và an toàn hoạt động; hệ thống thông tin, báo cáo phục vụ phân tích và giám sát an toàn vĩ mô; hệ thống phương pháp, công cụ, quy trình phân tích, giám sát, cảnh báo sự an toàn, ổn định của hệ thống; báo cáo định kỳ hoặc đột xuất về an toàn và ổn định hệ thống. Theo đó, NHNN đã thành lập Tổ công tác ổn định tiền tệ - tài chính (Quyết định số 2471/QĐ-NHNN ngày 20/12/2016) và ban hành Quy chế giám sát rủi ro hệ thống (Quyết định số 2563/QĐ-NHNN ngày 31/12/2016).

- Giám sát an toàn vi mô: là hình thức giám sát an toàn đối với từng đối tượng giám sát riêng lẻ, được thực hiện trên cơ sở hệ thống xếp hạng, đánh giá đối tượng giám sát; hệ thống thông tin, báo cáo phục vụ giám sát an toàn vi mô; các chuẩn mực an toàn; hệ thống quy trình, công cụ, tiêu chuẩn và các kỹ năng phân tích tài chính, hoạt động; đánh giá, giám sát và cảnh báo các loại rủi ro, vi phạm pháp luật của đối tượng giám sát.

Để thực hiện giám sát vi mô, NHNN đã ban hành các quy định: Thông tư số 44/2011/TT-NHNN quy định về hệ thống kiểm soát nội bộ và kiểm toán nội bộ của TCTD, chi nhánh ngân hàng nước ngoài; Thông tư số 02/2013/TT-NHNN quy định về phân loại tài sản có, mức trích, phương pháp trích lập dự phòng rủi ro và việc sử dụng dự phòng để xử lý rủi ro; Thông tư số 07/2013/TT-NHNN về việc kiểm soát đặc biệt đối với TCTD; Thông tư số

36/2014/TT-NHNN quy định các giới hạn, tỷ lệ bảo đảm an toàn trong hoạt động của TCTD, chi nhánh ngân hàng nước ngoài; Thông tư số 33/2015/TT-NHNN quy định các tỷ lệ bảo đảm an toàn trong hoạt động của tổ chức tài chính vi mô; Quyết định số 06/2008/QĐ-NHNN ban hành quy định xếp loại ngân hàng thương mại cổ phần,...

Bốn là, quy định về phương pháp giám sát

Căn cứ Thông tư số 08/2017/TT-NHNN ngày 01/8/2017 quy định về tình tự, thủ tục giám sát ngân hàng, NHNN thực hiện giám các TCTD theo các phương pháp sau:

- Giám sát tuân thủ thông qua việc theo dõi, đánh giá việc chấp hành quy định về các giới hạn, tỷ lệ bảo đảm an toàn hoạt động ngân hàng, các quy định khác của pháp luật về tiền tệ và ngân hàng; các chỉ đạo, yêu cầu của NHNN; việc thực hiện kết luận thanh tra và khuyến nghị, cảnh báo về giám sát ngân hàng.

- Giám sát rủi ro thông qua việc đánh giá các loại rủi ro của từng đối tượng giám sát ngân hàng đang và sẽ gặp phải, bao gồm rủi ro tín dụng, rủi ro thị trường, rủi ro thanh khoản, rủi ro hoạt động và các loại rủi ro khác; đánh giá rủi ro hệ thống của các TCTD, chi nhánh ngân hàng nước ngoài nhằm phân bổ nguồn lực giám sát và đưa ra biện pháp xử lý thích hợp.

- Giám sát sau thanh tra là việc theo dõi, đôn đốc, kiểm tra việc thực hiện kết luận thanh tra của đối tượng theo dõi, đôn đốc, kiểm tra.

Năm là, quy định về xử lý vi phạm

Quy định về xử phạt hành chính trong lĩnh vực tiền tệ và ngân hàng được quy định tại Nghị số 96/2014/NĐ-CP ngày 17/10/2014 của Chính phủ. Theo đó, mức phạt tối đa đối với tổ chức vi phạm là 2 tỷ đồng, đối với cá nhân vi phạm là 1 tỷ đồng. Bên cạnh đó, Bộ Luật hình sự năm 2015, sửa đổi, bổ sung năm 2017 còn quy định tội vi phạm quy định trong hoạt động của TCTD, chi nhánh ngân hàng nước ngoài (Điều 206) với mức phạt cao nhất là 20 năm tù.

Nhìn chung, khung pháp lý về hoạt động giám sát ngân hàng đã và đang được từng bước hoàn thiện. Tuy nhiên, qua thực tế tình hình hoạt động của lĩnh vực ngân hàng thời gian qua, cho thấy pháp luật điều chỉnh hoạt động này còn tồn tại một số vấn đề sau:

Một là, phạm vi giám sát ngân hàng hiện nay chưa toàn diện, hoạt động chưa được thực hiện trên cơ sở hợp nhất toàn bộ các thành phần liên quan của một TCTD nên chưa xác định đúng tính chất, mức độ rủi ro tiềm ẩn trong hoạt động của TCTD. Cơ quan thanh tra, giám sát ngân hàng không có quyền thực hiện thanh tra, giám sát các công ty con, công ty liên kết của TCTD hoạt động trong lĩnh vực chứng khoán, bảo hiểm nên khó có thể đánh giá chính xác thực trạng toàn bộ hoạt động kinh doanh của TCTD.

Hai là, với mô hình tổ chức phân tán, việc phân cấp ủy quyền cho NHNN cấp tỉnh thực hiện giám sát các TCTD trên địa bàn quản lý dẫn đến khó khăn trong triển khai giám sát toàn diện các TCTD và giám sát trên cơ sở rủi ro. Cơ chế thực thi hoạt động giám sát theo địa phương hiện không hiệu quả, không phù hợp với thực tiễn hoạt động kinh doanh của TCTD vốn tập trung tại Hội sở chính. Điều này ảnh hưởng đến khả năng đánh giá của cơ quan giám sát về định hướng phát triển từng TCTD, rủi ro tiềm ẩn và làm giảm khả năng dự báo về khủng hoảng.

Ba là, hoạt động giám sát của NHNN vẫn chưa hoàn toàn đáp ứng được các yêu cầu trong 25 nguyên tắc giám sát của Basel II. Hiện nay, hoạt động giám sát mới chỉ đáp ứng được một số nguyên tắc như: Các quy định về an toàn vốn, giới hạn tín dụng đối với khách hàng lớn, rủi ro thanh khoản,... như đã phân tích ở trên. Nhiều nguyên tắc còn chưa đáp ứng hoặc mới đang thí điểm triển khai như: quy định về chức năng, nhiệm vụ, sự độc lập, sự minh bạch và hợp tác, phạm vi hoạt động ngân hàng, nguy cơ rủi ro đối với các bên liên quan,...

3.3. Pháp luật về giám sát thị trường bảo hiểm

Hoạt động của thị trường bảo hiểm có ảnh hưởng không chỉ đến các cá nhân, hộ gia đình, doanh nghiệp mà còn ảnh hưởng đối với nền kinh tế. Trong khi đó, hoạt động của thị trường bảo hiểm luôn đối mặt với rất nhiều rủi ro như: rủi ro từ sự thay đổi môi trường chính trị, xã hội, pháp lý, rủi ro về chu kỳ kinh tế, rủi ro lạm phát,... Điều này đòi hỏi thị trường bảo hiểm cần phải được giám sát chặt chẽ vì mục tiêu phát triển an toàn, lành mạnh, bền vững của thị trường. Theo đó, các quy định về giám sát thị trường bảo hiểm gồm:

Một là, quy định về chủ thể giám sát

Căn cứ Quyết định số 1799/QĐ-BTC ngày 11/9/2017 quy định chức năng, nhiệm vụ, quyền hạn và cơ cấu tổ chức của Cục Quản lý, giám sát bảo hiểm thì đây là đơn vị chuyên trách thực hiện giám sát thị trường bảo hiểm trên phạm vi cả nước, có chức năng "*trực tiếp quản lý, giám sát hoạt động kinh doanh bảo hiểm và các hoạt động dịch vụ thuộc lĩnh vực kinh doanh bảo hiểm theo quy định của pháp luật*".

Hai là, quy định về đối tượng giám sát

Căn cứ Nghị định số 73/2016/NĐ-CP ngày 01/7/2016 quy định chi tiết thi hành Luật Kinh doanh bảo hiểm thì đối tượng giám sát của thị trường bảo hiểm gồm:

- DNBH nhân thọ, DNBH phi nhân thọ, DNBH sức khỏe, doanh nghiệp tái bảo hiểm.
- Chi nhánh DNBH nước ngoài;
- Doanh nghiệp môi giới bảo hiểm, văn phòng đại diện của DNBH, doanh nghiệp môi giới bảo hiểm nước ngoài
- Các tổ chức, cá nhân khác có liên quan.

Ba là, quy định về nội dung giám sát

Hệ thống các chỉ tiêu giám sát DNBH được quy định tại Thông tư 195/2014/TT-BTC ngày 17/12/2014 hướng dẫn đánh giá, xếp loại DNBH gồm: Nhóm chỉ tiêu đánh giá về khả năng thanh toán, dự phòng nghiệp vụ và hiệu quả hoạt động kinh doanh bảo hiểm; nhóm chỉ tiêu đánh giá về hoạt động nghiệp vụ bảo hiểm; nhóm chỉ tiêu đánh giá về vốn, chất lượng tài sản và hiệu quả hoạt động trên cơ sở biên độ, điểm tối đa và điểm trừ của từng chỉ tiêu; nhóm chỉ tiêu đánh giá về quản trị doanh nghiệp và minh bạch thông tin. Đây chính là công cụ hỗ trợ cơ quan giám sát phát hiện sớm những DNBH có nguy cơ không đảm bảo khả năng thanh toán để có biện pháp khắc phục kịp thời.

Bên cạnh đó, Bộ Tài chính còn ban hành Thông tư số 50/2017/TT-BTC ngày 15/5/2017, trong đó quy định cụ thể về chế độ tài chính, chế độ báo cáo, công bố thông tin của

DNBH, chi nhánh nước ngoài. Về chế độ kế toán của các DNBH, Bộ Tài chính đã ban hành các Thông tư: Thông tư 175/2011/TT-BTC ngày 05/12/2011, Thông tư 232/2012/TT-BTC ngày 28/12/2012, Thông tư 199/2014/TT-BTC ngày 19/12/2014,... Đây là những quy định làm cơ sở hướng dẫn DNBH hoạt động đảm bảo an toàn, lành mạnh, theo đúng quy định của pháp luật.

Bốn là, quy định về phương thức giám sát

Hiện nay, Cục Quản lý, giám sát bảo hiểm đang áp dụng phương thức giám sát tuân thủ đối với thị trường bảo hiểm. Phương thức này tập trung vào đánh giá tính lành mạnh của hoạt động tài chính và khả năng thanh toán của các DNBH tại thời điểm đánh giá dựa trên tình hình kinh doanh của DNBH trong quá khứ (báo cáo tài chính của DN) và hệ thống quản trị điều hành, quản trị rủi ro so với luật định. Hoạt động giám sát sẽ dựa trên số liệu báo cáo của DNBH để đối chiếu với các qui định của pháp luật, phát hiện những sai sót của doanh nghiệp để có khuyến cáo và đưa ra các biện pháp điều chỉnh nếu có sự khác biệt giữa các chỉ tiêu hoạt động kinh doanh và các tiêu chí giám sát.

Năm là, quy định về xử lý vi phạm

Quy định về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực kinh doanh bảo hiểm được quy định tại Nghị định số 98/2013/NĐ-CP ngày 28/9/2013 của Chính phủ. Theo đó, mức phạt tối đa đối với các hành vi vi phạm là 200 triệu đồng. Bên cạnh đó, Bộ Luật hình sự năm 2015, sửa đổi, bổ sung năm 2017 còn quy định tội gian lận trong kinh doanh bảo hiểm với mức phạt tối đa là 7 năm tù và phạt tiền 100 triệu đồng đối với cá nhân, 7 tỷ đồng đối với pháp nhân.

Như vậy, pháp luật về giám sát thị trường bảo hiểm Việt Nam cơ bản đã được hình thành và từng bước hoàn thiện. Tuy nhiên, qua thực tế triển khai công tác giám sát thị trường bảo hiểm, phát sinh một số hạn chế trong các quy định pháp luật, cụ thể:

Một là, như đã phân tích trên đây, hiện nay, cơ quan giám sát đang thực hiện việc giám sát khả năng thanh toán của các DNBH theo biên độ khả năng thanh toán, tức là DNBH phải duy trì khả năng thanh toán thực tế lớn hơn biên độ khả năng thanh toán tối thiểu. Khả năng thanh toán của các DNBH được tính dựa trên tính thanh khoản của các tài sản có, mà không dựa vào giá trị thị trường của các tài sản có, vì vậy sẽ chưa thể phản ánh đúng giá trị tài sản của DNBH tại thời điểm tính biên độ khả năng thanh toán. Mặt khác, khi sử dụng quy định này, chỉ đánh giá được rủi ro trong hoạt động bảo hiểm của DNBH mà chưa thể đánh giá được rất nhiều rủi ro khác có thể xảy ra như: rủi ro tín dụng, rủi ro lãi suất, rủi ro thị trường,...

Hai là, hiện nay các quy định của pháp luật đã dẫn tới tình trạng khép kín, chia cắt thị trường bảo hiểm; các quy định đảm bảo sự công khai, minh bạch và bình đẳng trong việc cung cấp dịch vụ bảo hiểm giữa các DNBH chuyên ngành và các DNBH khác còn chưa được xác lập, dẫn đến tình trạng cạnh tranh không bình đẳng giữa các DNBH.

3.4. Pháp luật về giám sát tập đoàn tài chính

Hiện nay, có nhiều cách tiếp cận về tập đoàn tài chính. Tuy nhiên, có thể xem xét tập đoàn tài chính với các hình thái cụ thể sau đây:

(1) Tập đoàn mà trong đó ngân hàng là công ty mẹ thành lập các công ty con, công ty liên doanh, liên kết để hoạt động sang các lĩnh vực khác không thuộc phạm vi quản lý của cơ quan giám sát ngân hàng.

(2) Tập đoàn tài chính là một nhóm những công ty dưới sự kiểm soát của một công ty mẹ tiến hành hoạt động chủ yếu trong 3 lĩnh vực là bảo hiểm, ngân hàng và chứng khoán.

(3) Tập đoàn hoạt động đa ngành nghề, gồm cả lĩnh vực tài chính và phi tài chính.

Ở nước ta, tập đoàn tài chính chưa được công nhận về mặt pháp lý, nhưng các ngân hàng thương mại, công ty bảo hiểm phát triển theo mô hình công ty mẹ - con đang là xu hướng phổ biến và được pháp luật công nhận.

Bảng 3.1. Một số tập đoàn tài chính ở Việt Nam

	Ngân hàng	Chứng khoán	Bảo hiểm	Quản lý quỹ
NHTMCP Ngoại thương Việt Nam	Vietcombank	Vietcombank Securities	Vietcombank – Cardif Life Insurance	Vietcombank Fund Management
Ngân hàng No&PTNT Việt Nam	Agribank	Agriseco	Insurance Corporation Bank of Agriculture	
NHTMCP Đầu tư và phát triển Việt Nam	BIDV	BIDV Securities	BIC	BIDV-Vietnam Partners Investment Management
NHTMCP Công thương Việt Nam	Vietinbank	Vietinbanksc	Vietinbank Insurance	Vietinbank Capital
Tập đoàn Bảo Việt	Baovietbank	Bao Viet Securities	Bao Viet Insurance	Baoviet Fund

Về chủ thể giám sát: Căn cứ Quyết định số 79/2009/QĐ-TTg ngày 18/5/2009 ban hành quy chế tổ chức và hoạt động của UBGSTCQG thì cơ quan này chịu trách nhiệm "giám sát hợp nhất hoạt động của các tập đoàn tài chính". Định kỳ hàng quý UBGSTCQG có các báo cáo liên quan đến hoạt động của các tập đoàn tài chính trình Thủ tướng.

Về nội dung giám sát: Do các tập đoàn tài chính chưa được chính thức thừa nhận về mặt pháp lý, trừ trường hợp Tập đoàn tài chính Bảo Việt hình thành dưới hình thức thí điểm theo Quyết định số 310/2005/QĐ-TTg nên chưa có quy định riêng về giám sát tập đoàn tài chính. Thay vào đó, có các văn bản qui phạm pháp luật về giám sát chuyên ngành đối với các TCTD, các DNBH, công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ như đã phân tích ở trên.

Về phương pháp giám sát: Hiện nay, Bộ Tài chính đã ban hành Thông tư số 202/2014/TT-BTC ngày 22/12/2014 hướng dẫn phương pháp lập và trình bày báo cáo tài chính hợp nhất, áp dụng cho các doanh nghiệp hoạt động dưới hình thức công ty mẹ - công ty

con thuộc các ngành, các thành phần kinh tế. Đây là cơ sở bước đầu để giám sát các tập đoàn kinh tế nói chung, tập đoàn tài chính nói riêng trên cơ sở phương pháp hợp nhất kế toán.

3.5. Pháp luật về một số chủ thể khác tham gia giám sát thị trường tài chính

*** Hoạt động giám sát của Ủy ban giám sát tài chính quốc gia**

UBGSTCQG được thành lập theo Quyết định số 34/2008/QĐ-TTg ngày 03/03/2008. Theo đó, UBGSTCQG có chức năng "*tham mưu, tư vấn cho Thủ tướng Chính phủ trong phân tích, đánh giá, dự báo tác động của thị trường tài chính đến kinh tế vĩ mô và tác động của chính sách kinh tế vĩ mô đến thị trường tài chính; điều phối hoạt động giám sát thị trường tài chính quốc gia (ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm); giúp Thủ tướng Chính phủ giám sát chung thị trường tài chính quốc gia*".

- *Về vai trò giám sát:* UBGSTCQG thể hiện vai trò của một cơ quan giám sát tài chính quốc gia là tham mưu, tư vấn cho Thủ tướng Chính phủ trong việc giám sát TTTC một cách độc lập bên cạnh các cơ quan giám sát chuyên ngành.

- *Về mô hình giám sát:* UBGSTCQG được thành lập thể hiện quan điểm của Chính phủ trong việc hoàn thiện một mô hình giám sát hợp nhất toàn diện TTTC.

- *Về phương pháp giám sát:* UBGSTCQG thực hiện giám sát TTTC thông qua phương pháp giám sát vĩ mô kết hợp với đánh giá vi mô theo các khuyến cáo của IMF, Ủy ban Basel.

- *Về nội dung giám sát:* UBGSTCQG thực hiện giám sát cấu trúc, phát triển của TTTC; giám sát các chỉ tiêu lành mạnh tài chính; giám sát các định chế tài chính và các tập đoàn tài chính và các nội dung của phương pháp giám sát an toàn vĩ mô như: giám sát các chỉ số kinh tế vĩ mô, các chính sách tài chính tiền tệ.

Như vậy, UBGSTCQG là cơ quan mang tính chất tham vấn cho Chính phủ thực hiện nhiệm vụ giám sát, phát hiện, ngăn chặn những dấu hiệu, hành động ảnh hưởng tới sự lành mạnh cũng như an toàn của hệ thống tài chính quốc gia. Trên thực tế những khuyến nghị đó có thể được triển khai hoặc không. Trong khi đó, theo kinh nghiệm của một số quốc gia trên thế giới thì các cơ quan giám sát quốc gia phải là những cơ quan siêu bộ, bao gồm cả ban hành các văn bản quy phạm pháp luật; là cơ quan cấp phép, thanh tra, kiểm tra và cưỡng chế thực thi, xử phạt đối với các vi phạm trong lĩnh vực tài chính.

*** Hoạt động giám sát của Bảo hiểm tiền gửi Việt Nam**

Hoạt động giám sát của BHTG đối với tổ chức nhận tiền gửi có vai trò quan trọng trong việc ngăn ngừa những hậu quả xấu từ sự đổ vỡ của những tổ chức này, đồng thời góp phần quan trọng vào việc hạn chế rủi ro đạo đức trong hoạt động của các tổ chức tham gia BHTG. Chức năng giám sát của BHTG được quy định chi tiết tại Luật Bảo hiểm tiền gửi, Nghị định số 68/2013/NĐ-CP ngày 28/6/2013, Quyết định số 1394/QĐ-TTg ngày 13/8/2013. Theo đó, BHTG có chức năng, nhiệm vụ "*Tổng hợp, phân tích và xử lý thông tin về tổ chức tham gia bảo hiểm tiền gửi nhằm phát hiện và kiến nghị Ngân hàng Nhà nước xử lý kịp thời những vi phạm quy định về an toàn hoạt động ngân hàng, rủi ro gây mất an toàn trong hệ thống ngân hàng*".

Về đối tượng giám sát: Các chủ thể phải chịu sự giám sát của BHTG gồm: TCTD, chi nhánh ngân hàng nước ngoài được nhận tiền gửi của cá nhân; Tổ chức tài chính vi mô phải tham gia BHTG đối với tiền gửi của cá nhân.

Về phương thức giám sát gồm: giám sát từ xa và kiểm tra tại chỗ. Giám sát từ xa là thông qua các báo cáo của tổ chức tham gia BHTG nộp, các nguồn thông tin mà BHTG có được từ NHNN và các cơ quan giám sát khác để phân tích, đánh giá việc tuân thủ các quy định về BHTG, quy định về an toàn hoạt động ngân hàng. Kiểm tra tại chỗ là căn cứ vào kết quả của hoạt động giám sát từ xa để tiến hành kiểm tra nhằm xác định mức độ vi phạm, nguyên nhân của các vi phạm để yêu cầu tổ chức tham gia BHTG chỉnh sửa.

Tuy nhiên, hoạt động giám sát của BHTG còn tồn tại một số bất cập sau:

- Theo quy định, BHTG Việt Nam chỉ là "*tổ chức tài chính nhà nước*" do đó không có thẩm quyền xử lý khi phát hiện những sai phạm của các tổ chức tham gia BHTG. Trong khi đó, pháp luật hiện hành chưa có quy định về cơ chế phối hợp giữa BHTG và các cơ quan hữu quan trong việc xử lý vi phạm của tổ chức tham gia BHTG. Điều này sẽ làm ảnh hưởng đến việc thực hiện kết luận giám sát của tổ chức BHTG.

- Chưa có cơ chế pháp lý bảo đảm việc thực hiện kết luận giám sát của tổ chức BHTG, do đó tổ chức tham gia BHTG có thực hiện nó hay không là "*quyền*" của họ, làm ảnh hưởng đáng kể đến giá trị của các kết luận giám sát của tổ chức BHTG.

4. Giải pháp hoàn thiện pháp luật về giám sát thị trường tài chính Việt Nam sau khủng hoảng tài chính toàn cầu

4.1. Giải pháp chung cho thị trường tài chính

- Đối với Quốc hội:

+ Cần tính toán xây dựng Luật thanh tra giám sát tài chính. Trong đó, nêu rõ đối tượng chịu sự giám sát của cơ quan giám sát nào, tránh sự chồng chéo trong hoạt động giám sát khi một đối tượng chịu giám sát bởi nhiều cơ quan giám sát và do đó chịu sự điều chỉnh của nhiều bộ Luật, dễ gây hiểu nhầm và thực hiện trái quy định. Đồng thời, Luật cần xác định rõ phạm vi trách nhiệm quyền hạn của cơ quan thanh tra giám sát, cơ chế, sự phối hợp trao đổi thông tin giữa các cơ quan và trách nhiệm xử lý vi phạm đối tượng bị thanh tra của từng cơ quan. Sự ra đời của Luật thanh tra giám sát tài chính sẽ góp phần đảm bảo cho hoạt động của TTTC diễn ra minh bạch, ổn định, phát hiện và ngăn chặn kịp thời các nguy cơ khủng hoảng tài chính, tiền tệ có thể xảy ra trong tương lai.

+ Cần xây dựng và triển khai kế hoạch giám sát chuyên đề đối với hoạt động của thị trường tài chính nhằm rà soát, đánh giá tổng thể hoạt động của thị trường này, kịp thời phát hiện những sơ hở, thiếu sót, hạn chế trong hệ thống văn bản quy phạm pháp luật và hoạt động của các chủ thể tham gia quản lý thị trường, góp phần ngăn chặn từ xa những rủi ro tiềm ẩn có thể dẫn đến khủng hoảng thị trường tài chính.

- Đối với Chính phủ: Cần tính toán xây dựng lộ trình cải cách hệ thống các cơ quan giám sát tài chính theo hướng thống nhất việc giám sát ba khu vực ngân hàng, chứng khoán và bảo hiểm về một đầu mối. Theo đó, có thể tính toán, xây dựng mô hình hợp nhất các cơ quan

giám sát, tập trung dưới sự điều hành của UBGSTCQG. UBGSTCQG trở thành một cơ quan độc lập trực thuộc Chính phủ hoặc Quốc hội, có đủ thẩm quyền trong việc ban hành văn bản pháp lý, quy định và xử lý vi phạm liên quan đến hoạt động thanh tra giám sát trên cả ba lĩnh vực. Điều này sẽ góp phần làm tăng hiệu lực, hiệu quả giám sát cho cơ quan quản lý nhà nước đối với sự ổn định của TTTC trong thời gian tới.

- Thể chế hóa và phát huy vai trò giám sát thị trường tài chính của các cơ quan: Công an, Tòa án, Viện kiểm sát. Theo đó, căn cứ chức năng, nhiệm vụ của mình, các cơ quan này phải sớm phát hiện, ngăn chặn và xử lý kịp thời những hành vi vi phạm pháp luật trên thị trường tài chính, hạn chế thấp nhất hậu quả do các hành vi vi phạm gây ra đối với sự ổn định của hệ thống tài chính, đặc biệt là những vi phạm trên thị trường ngân hàng và TTCK.

- Tiếp tục hoàn thiện cơ chế phối hợp với các cơ quan quản lý giám sát chuyên ngành trong điều phối hoạt động giám sát TTTC, theo hướng: Phân định rành mạch hơn chức năng, nhiệm vụ, quyền hạn của Ngân hàng Nhà nước, Bộ Tài chính, UBGSTCQG, BHTG, tránh để bỏ sót hay trùng lặp trong quá trình thực hiện giám sát TTTC.

- Thiết lập cơ chế ứng phó và can thiệp sớm cho trường hợp mất an toàn tài chính của hệ thống chung. Theo đó, có thể tiến hành các stress test, giả định và luyện tập tình huống để giúp các cơ quan chức năng không bị động trong trường hợp xảy ra khủng hoảng. Xây dựng hệ thống cảnh báo sớm khủng hoảng kinh tế, tài chính, tiền tệ để có những điều chỉnh về chính sách phù hợp, không để xuất hiện những nhân tố bất ổn trong nền kinh tế.

4.2. Giải pháp riêng cho công tác giám sát các loại thị trường tài chính

*** Đối với thị trường chứng khoán**

- Bổ sung thẩm quyền của UBCKNN trong giám sát, thanh tra, xác minh vi phạm. Theo đó, UBCKNN có quyền: Yêu cầu cơ quan, tổ chức, cá nhân cung cấp thông tin, tài liệu liên quan đến đối tượng có dấu hiệu vi phạm; yêu cầu các TCTD cung cấp thông tin về giao dịch tài khoản ngân hàng của đối tượng có dấu hiệu vi phạm; yêu cầu tổ chức, cá nhân có liên quan đến làm việc để làm rõ hành vi vi phạm. Đồng thời, quy định rõ trách nhiệm của các cơ quan liên quan (ngân hàng, thuế, đăng ký kinh doanh, công an...) trong phối hợp thực hiện.

- Hoàn thiện hệ thống các tiêu chí giám sát thị trường, đảm bảo thực hiện giám sát toàn diện: từ giám sát giao dịch, giám sát phát hành, giám sát CTCK, đến các quỹ đầu tư và công ty quản lý quỹ. Đối với từng đối tượng giám sát trên, các tiêu chí cần được xây dựng khoa học để đảm bảo khi hoàn tất việc đánh giá có thể đưa ra các cảnh báo sớm về rủi ro.

- Hoàn thiện các quy định về CBTT trên TTCK nhằm đảm bảo sự minh bạch cho thị trường, trong đó quy định rõ hơn về đối tượng, nội dung, thời điểm CBTT. Các văn bản pháp luật có liên quan cần có chế tài xử lý thích đáng với các hành vi chậm hoặc không CBTT do trong nhiều trường hợp, các cá nhân, tổ chức cố ý vi phạm nhằm thực hiện các hành vi vi phạm pháp luật khác.

- Hoàn thiện các quy định về thẩm quyền của TTLKCK trong giám sát TTCK, đáp ứng sự phát triển của các sản phẩm chứng khoán mới, đặc biệt là các sản phẩm chứng khoán phái sinh.

*** Đối với thị trường ngân hàng**

- Nghiên cứu sửa đổi các văn bản hướng dẫn những quy định về an toàn hoạt động TCTD theo hướng áp dụng nguyên tắc giám sát hợp nhất vào việc xác định các chỉ tiêu về an toàn hoạt động của TCTD.

- Hoàn thiện hệ thống các chỉ tiêu giám sát thị dựa trên rủi ro đồng thời thu hẹp các chuẩn mực trong nước với chuẩn quốc tế (nhanh chóng hoàn tất Basel II, tiến tới Basel III). Đối với giám sát an toàn vĩ mô, cần có sự phối hợp với UBGSTCQG trong xây dựng và áp dụng các chỉ tiêu giám sát và ngưỡng cảnh báo an toàn vĩ mô, các mô hình định lượng và các quy chuẩn cũng như chỉ tiêu giám sát các tập đoàn tài chính.

- Hoàn thiện các quy định về mô hình, phân công, phân cấp giám sát giữa Cơ quan thanh tra, giám sát NHNN và Thanh tra, giám sát NHNN chi nhánh. Theo đó, Cơ quan thanh tra, giám sát NHNN thực hiện giám sát tập trung các TCTD; Cơ quan thanh tra, giám sát NHNN chi nhánh tập trung giám sát các tổ chức tài chính vi mô, các công ty tài chính, công ty cho thuê tài chính và các TCTC khác không có hoạt động ngân hàng.

*** Đối với thị trường bảo hiểm**

- Sửa đổi Luật Kinh doanh bảo hiểm một cách tổng thể cùng văn bản hướng dẫn thi hành theo hướng hệ thống văn bản pháp luật mới sẽ có phạm vi điều chỉnh rộng và đồng bộ hơn hoạt động kinh doanh bảo hiểm trong mối liên kết với các mảng thị trường dịch vụ tài chính.

- Xóa bỏ hiện tượng khép kín, chia cắt thị trường bảo hiểm: Hoàn thiện các quy định bảo đảm sự công khai, minh bạch và bình đẳng trong việc cung cấp dịch vụ bảo hiểm giữa các DNBH chuyên ngành và các DNBH khác; tuân thủ các nguyên tắc về đấu thầu và cạnh tranh trong lĩnh vực bảo hiểm.

- Xây dựng cơ chế, chính sách nhằm tăng cường năng lực quản trị và hoạt động của các doanh nghiệp bảo hiểm trên 3 yêu cầu chủ yếu: an toàn vốn, quản trị rủi ro và minh bạch hóa thông tin.

*** Đối với giám sát tập đoàn tài chính**

- Nghiên cứu ban hành Nghị định quy định hoạt động thanh tra, giám sát các tập đoàn, tổ chức tài chính hoạt động theo mô hình công ty mẹ - con kinh doanh đa ngành, nhằm đảm bảo an toàn của tổ chức tài chính được thanh tra, giám sát và an toàn chung của toàn hệ thống tài chính. Nghị định quy định cụ thể các mô hình tổ chức tài chính để xác định cơ quan nào là cơ quan thanh tra, giám sát chuyên ngành chính.

- Xây dựng và ban hành bộ tiêu chuẩn chung giám sát hoạt động của các tổ chức tài chính phù hợp với chuẩn mực và thông lệ quốc tế. Nên áp dụng bộ tiêu chuẩn CAMELS để giám sát hoạt động của các tổ chức tài chính. Đồng thời, ban hành quy định thống nhất hệ thống báo cáo tài chính của đơn vị thành viên và hợp nhất của tập đoàn, nhất là hệ thống kế toán theo hướng phù hợp với chuẩn mực kế toán quốc tế.

- Xem xét giám sát tập trung vào công ty mẹ để đánh giá mức độ an toàn vốn, từ đó giúp các cơ quan giám sát khắc phục được khó khăn trong việc xác định mức độ đủ vốn của

tập đoàn tài chính do yêu cầu của các cơ quan giám sát về mức an toàn vốn đối với các ngân hàng, công ty chứng khoán và bảo hiểm là khác nhau.

*** Đối với Ủy ban giám sát tài chính Quốc gia**

UBGSTCQG cần hoàn thiện hệ thống chỉ tiêu và phương pháp giám sát phù hợp với tiêu chuẩn và thông lệ quốc tế, làm căn cứ để đánh giá mức độ tuân thủ và giám sát rủi ro của hệ thống tài chính. Các chỉ tiêu giám sát vĩ mô dựa trên đánh giá theo mô hình CAMELS, các chỉ tiêu giám sát vĩ mô dựa trên các chỉ số vĩ mô như tăng trưởng kinh tế, lạm phát, tỷ giá, cán cân thanh toán,... Qua đó, phát hiện và đưa ra những cảnh báo sớm về nguy cơ khủng hoảng tài chính, tiền tệ, từ đó tham vấn cho Chính phủ, Quốc hội điều chỉnh chính sách kịp thời, ngăn ngừa không để khủng hoảng xảy ra.

*** Đối với Bảo hiểm tiền gửi Việt Nam**

Để tăng cường vai trò của BHTG trong phát hiện sớm các TCTD có vấn đề, ngăn chặn từ xa nguy cơ khủng hoảng tiền tệ, cần có cơ chế để BHTG được tiếp cận với thông tin về tổ chức tham gia BHTG chính xác và kịp thời. Đồng thời, cần có quy định cho phép BHTG được thu thập thông tin trực tiếp từ tổ chức tham gia BHTG để nâng cao chất lượng công tác giám sát hệ thống ngân hàng nói chung, giúp BHTG chủ động trong triển khai các hoạt động nghiệp vụ và bảo vệ tốt hơn quyền lợi người gửi tiền.

5. Kết luận

Về cơ bản, pháp luật về giám sát TTTC Việt Nam đã và đang từng bước được hoàn thiện theo chuẩn mực quốc tế, tạo cơ sở pháp lý để các chủ thể tham gia giám sát thực hiện được các mục tiêu giám sát TTTC. Việc lựa chọn mô hình giám sát tài chính và hoàn thiện quy định của pháp luật về mô hình này đòi hỏi phải phù hợp với thực tiễn TTTC nước ta, trên cơ sở dự báo sự phát triển TTTC trong tương lai và có sự tham khảo mô hình các quốc gia phát triển trên thế giới. Quá trình này đòi hỏi phải có lộ trình phù hợp, không được nóng vội, chủ quan, áp dụng máy móc các mô hình nước ngoài mà không tính đến sự tương thích của TTTC nước ta. Quan điểm của tác giả là trước mắt tiếp tục hoàn thiện các quy định của pháp luật về giám sát đối với từng TTTC, về lâu dài, Nhà nước cần tính toán xây dựng mô hình giám sát TTTC hợp nhất trên cơ sở tăng quyền hạn cho UBGSTCQG và hoàn thiện các cơ quan giám sát chuyên ngành đối với từng thị trường. Việc hoàn thiện các quy định của pháp luật về giám sát TTTC sẽ tạo ra hành lang pháp lý vững chắc cho các cơ quan quản lý nhà nước trong phòng ngừa, phát hiện và ngăn chặn từ xa, từ sớm các dấu hiệu, nguy cơ khủng hoảng tài chính, tiền tệ trong tương lai.

Tài liệu tham khảo

- [1] Nguyễn Kim Anh (2010), *Lựa chọn mô hình giám sát tài chính quốc gia: Kinh nghiệm của thế giới và bài học đối với Việt Nam*, Tạp chí Nghiên cứu châu Âu, số 6/2010.
- [2] Daniel Zubwebuhler (2013), “*Recommendations for Financial Supervisory Architecture in Vietnam*”, KPMG.
- [3] Tô Ngọc Hưng (2013), *Thực trạng và giải pháp giám sát tài chính tại Việt Nam*, Tạp chí Tài chính, số 10/2013.
- [4] Loretta J. Mester (2017), *The nexus of macroprudential supervision, monetary policy, and financial stability*, Journal of Financial Stability, Vol 30, pp 177-180.
- [5] Martin Cihaka, Richard Podpiera (2008), *Integrated financial supervision: Which model?*, North American Journal of Economics and Finance, Vol 19, pp 135-152.
- [6] Martin Melecky, Anca Maria Podpiera (2013), *Institutional structures of financial sector supervision, their drivers and historical benchmarks*, Journal of Financial Stability, Vol 9, pp 428–444.
- [7] Nguyễn Thị Mùi (2013), *Giám sát thị trường tài chính ở Việt Nam*, Tạp chí Tài chính số 10/2013.
- [8] Lê Xuân Sang (2013), *Tái cơ cấu hệ thống giám sát thị trường tài chính Việt Nam*, Tạp chí Quản lý kinh tế, số 56/2013.
- [9] Vũ Nhữ Thăng (2013), *Lựa chọn mô hình và vấn đề giám sát các tập đoàn tài chính - ngân hàng ở Việt Nam*, Tạp chí Ngân hàng, số 17/2013.

GIÁM SÁT NGÂN HÀNG TRÊN NỀN TẢNG STRESS TEST - KINH NGHIỆM QUỐC TẾ VÀ BÀI HỌC CHO VIỆT NAM

ThS. Nguyễn Thị Thu Trang

Học viện Ngân hàng

Tóm tắt

Stress test là một phương pháp mới và hiện đại dần được sử dụng phổ biến và rộng rãi hơn trong lĩnh vực ngân hàng. Stress test có thể được ứng dụng tại các ngân hàng thương mại nhằm mục tiêu quản trị rủi ro, hoặc tại các cơ quan giám sát nhằm đảm bảo an toàn hệ thống ngân hàng. Bài viết phân tích những nội dung liên quan đến phương pháp Stress test trong Basel, đồng thời tìm hiểu kinh nghiệm triển khai Stress test trong giám sát ngân hàng tại Châu Âu và Anh, từ đó rút ra một số khuyến nghị cho việc tích hợp phương pháp Stress Test trong hoạt động giám sát ngân hàng tại Việt Nam.

Từ khóa: an toàn hệ thống, Basel, giám sát, Stress test, thử sức chịu đựng rủi ro

SUPERVISORY STRESS TEST- INTERNATIONAL EXPERIENCE AND RECOMMENDATIONS FOR VIETNAM

Nguyen Thi Thu Trang MSc

Banking Academy of Vietnam

Abstract

Stress testing is a new and modern method, which is used more and more widely in the banking sector. The Stress Test can be applied at commercial banks for risk management purposes or at supervisory institutions to ensure the safety of the banking system. The paper analyzes the issues related to the Stress Test in Basel and explores the experience of implementing a supervisory stress test in Europe and the UK. Then some recommendations for State bank of Vietnam in intergrating Stress Test into banking supervision in Vietnam.

Keywords: Basel, supervision, stress test.

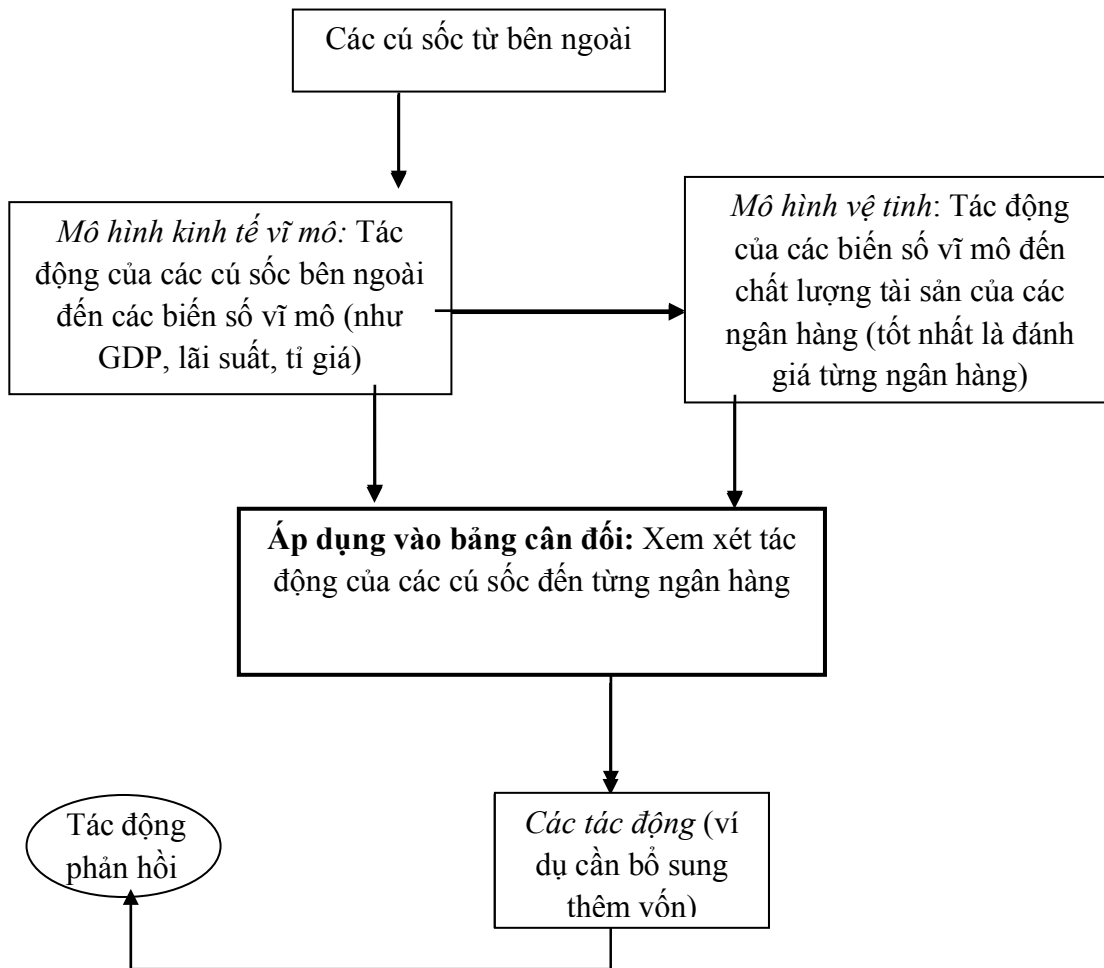
1. Giới thiệu về giám sát ngân hàng trên nền tảng Stress test.

Theo Dimitri G. Demkas (2015) “Stress test” không phải là thuật ngữ mới trên thế giới. Thuật ngữ này bắt nguồn từ ngành kỹ thuật, trong đó Stress Test được hiểu là phân tích thử nghiệm một hệ thống hay cấu trúc trong hoàn cảnh nào thì vượt quá khả năng hoạt động bình thường dẫn đến không hoạt động, từ đó xác nhận thông số kỹ thuật cần được đảm bảo của hệ thống hay cấu trúc đó. Trong lĩnh vực kinh tế, tài chính-ngân hàng, một trong những ứng dụng đầu tiên của phương thức này được thực hiện vào đầu những năm 1990 tại J.P.Morgan khi tích hợp vào phương pháp ma trận rủi ro (RiskMetrics) để đo lường rủi ro thị trường (Zangari 1996). Sau đó, phương pháp này được áp dụng rộng rãi tại các tổ chức tài

chính, Ngân hàng Trung Ương và các cơ quan quản lý và giám sát. Cơ quan giám sát tài chính đã nhận ra lợi ích của việc kiểm tra sức chịu đựng của toàn bộ danh mục hoặc toàn bộ bảng cân đối từ các tình huống mô phỏng lượng hóa các giả thuyết về "cú sốc" cho các biến được lựa chọn và đánh giá tác động lên lợi nhuận, vốn, hay khả năng của các tổ chức quy định để tiếp tục đáp ứng các nghĩa vụ của họ, bao gồm cả các yêu cầu từ các cơ quan giám sát (Hirtle và cộng sự, 2014).

Năm 1999, Ủy ban Basel về giám sát ngân hàng (Basel Committee on banking supervision- BCBS) cũng nhanh chóng tính hợp phương pháp Stress test vào quy định của mình. Trong đó, Stress test được nhìn nhận là tập hợp các kỹ thuật và phương pháp được sử dụng để đánh giá khả năng chịu đựng rủi ro hay mức độ tổn thương của các tổ chức tài chính, ngân hàng trước những sự kiện, hoàn cảnh rất bất lợi. Để đánh giá được mức độ tổn thương, sự kiện rất bất lợi mà người thực hiện Stress test cần kiến tạo là những sự kiện có tính chất cực độ, mang tính chất rất ngoại lệ, bất thường (extreme & exceptional) nhưng có khả năng xảy ra (plausible).

Hình 1: Khung thực hiện Stress Test



Nguồn: Martin Čihák (2007)

Trong quy trình thực hiện Stress test, xây dựng cú sốc và xây dựng kịch bản khi áp dụng các mô hình kinh tế vĩ mô là vấn đề quan trọng và khó khăn nhất Martin Čihák (2007). Việc đưa ra các cú sốc quá mạnh hay quá yếu đều có thể khiến cho toàn bộ quá trình

kiểm tra trở nên vô nghĩa. Trên thực tế, vì xác định các cú sốc không đủ mạnh nên bài kiểm tra Stress Test trước khủng hoảng kinh tế 2008 không hề phát hiện ra những nguy hiểm tiềm tàng trong hệ thống. Bên cạnh đó, mô hình vệ tinh được thực hiện để đánh giá tác động cú sốc tới bảng cân đối của ngân hàng. Bước cuối cùng trong quy trình Stress test là xem xét xem liệu ngân hàng có thể đứng vững trước các cú sốc đã được giả định hay không. Nói cách khác, chúng ta sẽ so sánh tổn thất với một tiêu chuẩn phù hợp. Vấn đề quan trọng đặt ra ở đây đó là việc lựa chọn một biến số/ chỉ tiêu phù hợp để phản ánh khả năng chịu đựng của ngân hàng trước các cú sốc. Thông thường các chỉ tiêu thường được lựa chọn đó là khả năng sinh lời (ví dụ: ROA) hoặc các chỉ tiêu an toàn vốn (CAR) của ngân hàng.

Trong Basel II (BSBS, 2006), Stress test được nhắc tới nhiều lần trong cả trụ cột 1- yêu cầu về vốn tối thiểu và trụ cột 2- quy trình đánh giá giám sát. Cụ thể những nội dung liên quan đến Stress test được nhắc tới trong Basel II như sau:

Thứ nhất, trong trụ cột 1 về yêu cầu vốn tối thiểu. Ngân hàng yêu cầu cần phải đủ vốn để bù đắp cho theo ba rủi ro chính mà ngân hàng phải đối mặt: rủi ro tín dụng, rủi ro hoạt động và rủi ro thị trường. Cụ thể với rủi ro tín dụng, Basel đưa ra hai cách thức tiếp cận: theo phương pháp tiêu chuẩn và theo phương pháp dựa trên xếp hạng nội bộ. Trong phương pháp dựa trên xếp hạng nội bộ, kỹ thuật Stress test được sử dụng để đánh giá mức độ đủ vốn, theo đó để thực hiện Stress test cần phải bao gồm việc xác định sự kiện có thể xảy ra hoặc sự biến động trong tương lai của môi trường kinh tế mà có thể tác động xấu tới nguy cơ rủi ro tín dụng, từ đó đánh giá khả năng của ngân hàng liệu có đủ sức chống đỡ những thay đổi đó hay không. Ví dụ như đưa ra các tình huống: (i) cả nền kinh tế hoặc một lĩnh vực nào đó suy giảm; (ii) sự kiện về rủi ro thị trường; (iii) điều kiện về thanh khoản. Cơ quan giám sát quốc gia cần phải ban hành hướng dẫn cho các ngân hàng để thực hiện Stress test, thiết kế cuộc Stress test cũng như xác định mục tiêu của cuộc Stress test.

Với rủi ro thị trường cũng chia thành hai phương pháp tiêu chuẩn và theo mô hình nội bộ. Với mô hình nội bộ, ngân hàng sử dụng cách tiếp cận mô hình nội bộ để đáp ứng yêu cầu vốn cho rủi ro thị trường cần phải thực hiện Stress test một cách toàn diện và khắt khe. Kết quả của Stress test cần phải được đánh giá lại định kỳ bởi các nhà quản lý cấp cao, được sử dụng để đánh giá mức độ đủ vốn và được phản ánh trong chính sách và giới hạn được thiết lập bởi các nhà quản lý cấp cao. Sau khi Stress test đưa ra được kết quả về tính dễ tổn thương khi một tình huống xấu xảy ra, ngân hàng cần phải thiết kế các bước quản trị tiếp theo cho phù hợp với kết quả Stress test (ví dụ phòng ngừa rủi ro hoặc giảm thiểu nguy cơ rủi ro hoặc tăng vốn)

Thứ hai, trong trụ cột 2 về quá trình xem xét giám sát. Theo trụ cột 2, ngân hàng cần phải có một quy trình để đánh giá mức độ đủ vốn nội bộ trong đó các rủi ro phải đảm bảo tính toàn diện. Các rủi ro có thể áp dụng phương pháp Stress test là rủi ro thị trường và rủi ro tín dụng trong đó có rủi ro tín dụng tập trung và rủi ro tín dụng đối tác.

Cơ quan giám sát sẽ đánh giá lại quá trình Stress test do các ngân hàng thực hiện như thế nào. Cơ quan giám sát sẽ xem xét và quyết định ngân hàng liệu có đủ vốn hay không. Cơ quan giám sát từ đó sẽ đưa ra yêu cầu cho các nhà quản trị ngân hàng nếu như không qua

được Stress test. Việc Stress test cần phải đảm bảo tính hợp lý, khắt khe và liên quan nhằm giúp ngân hàng trong việc đánh giá vốn, xem liệu có đủ để hấp thu việc thua lỗ lớn hay không, cũng như xác định các bước cần thiết để giảm thiểu rủi ro và bảo toàn vốn ví dụ như yêu cầu ngân hàng giảm mức độ rủi ro và/hoặc nắm giữ thêm vốn/ dự phòng.

Basel III (BCBS, 2009) cũng có nhiều đi mới trong việc áp dụng Stress test cho rủi ro thanh khoản dựa trên tỷ lệ thanh khoản an toàn (liquidity coverage ratio-LCR). Mục đích của Stress test thanh khoản nhằm đảm bảo ngân hàng có đủ tài sản thanh khoản cao, có khả năng chuyển đổi dễ dàng và tức thì thành tiền mặt để đáp ứng nhu cầu thanh khoản cần có trong 30 ngày. Kịch bản Stress test thanh khoản cần tích hợp các cú sốc trong quá khứ như của cuộc khủng hoảng tài chính bắt đầu từ năm 2007. Việc áp dụng Stress test này cần được coi là yêu cầu tối thiểu về giám sát cho ngân hàng (BCBS, 2012). Ngân hàng cũng được kỳ vọng tự thực hiện Stress test để đánh giá mức độ thanh khoản của mình, dựa trên kịch bản tự xây dựng của riêng cho ngân hàng mình. Các bài Stress test nội bộ này cần được thực hiện với thời gian lâu hơn theo quy định. Ngân hàng cũng cần chia sẻ các kết quả Stress test bổ sung này với cơ quan giám sát.

2. Kinh nghiệm thực hiện stress test trong giám sát ngân hàng

Dựa trên những quy định của Basel, thực tế phương pháp stress test được NHTW nhiều nước áp dụng nhằm hỗ trợ cho công tác giám sát, điển hình như NHTW tại Anh (Bank of England-BoE), NHTW Nhật Bản (Bank of Japan- BoJ), NHTW Tây Ban Nha (Bank of Spain- BoS), Hà Lan (De Nederlandsche Bank-DNB) và NHTW Châu Âu (European Central Bank-ECB),... Từ cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2009, các cơ quan giám sát cho rằng Stress Test vẫn chưa được tích hợp đủ vào trong nội dung và khung quản trị rủi ro, cũng như các kịch bản Stress Test đưa ra vẫn chưa đủ xấu để đánh giá được rủi ro. Bài viết đi sâu tìm hiểu cụ thể về kinh nghiệm thực hiện Stress Test trong giám sát ngân hàng tại châu Âu và Anh, vốn là những NHTW có những quy định chặt chẽ và hướng dẫn rõ ràng cụ thể về nội dung này, từ đó rút ra một số bài học cho hoạt động giám sát ngân hàng tại Việt nam dựa trên nền tảng Stress test.

2.1 Kinh nghiệm thực hiện stress test trong giám sát ngân hàng tại EU

Ủy ban ngân hàng Châu Âu (European Banking Authority- EBA) được thành lập vào 01/01/2011 với mục tiêu đảm bảo dự ổn định trong hệ thống tài chính của Châu Âu. Để đạt mục tiêu chung đó, EBA được yêu cầu sẽ kết hợp với ủy ban rủi ro hệ thống EU (European Systemic Risk Board- ESRB) thực hiện Stress test cho toàn EU để đánh giá mức độ ổn định của các tổ chức tài chính khi thị trường biến động bất lợi.

Chủ thể thực hiện stress test để giám sát: Cuộc stress test đầu tiên được ủy ban giám sát ngân hàng châu Âu (Committee of European Banking Supervisor- CEBS), cơ quan tiền nhiệm của EBA thực hiện vào năm 2009. Cuộc Stress test thường được thực hiện bởi EAB cùng với Ủy ban giám sát quốc gia (National Supervision Authorities- NSAs), ESRB (European Systemic Risk), Ngân hàng trung ương Châu Âu (European Central Bank- ECB) và ủy ban Châu Âu (European Commission- EC). Mục tiêu của cuộc Stress test là đánh giá mức độ bền vững của hệ thống ngân hàng Châu Âu, và đánh giá khả năng thanh toán của từng

tổ chức đặt trong giả định một kịch bản xấu xảy ra, và kịch bản này được cơ quan giám sát cùng với ESRB/ECB ban hành.

Nội dung thực hiện Stress test

Bước đầu tiên là xác định quy mô và đối tượng thực hiện của cuộc Stress test. Hàng năm, EBA thông báo về các đối tượng thực hiện stress test, đối tượng phụ thuộc vào mục đích thực hiện của Stress test (Paolo Bisio và cộng sự, 2013). Ví dụ cuộc Stress test năm 2011 tập đánh giá 91 ngân hàng, chủ yếu là các ngân hàng yếu kém đang trong tình trạng cần giám sát thận trọng tại EU. Trong khi đó năm 2016, Stress test được thực hiện cho 53 ngân hàng, tương ứng với 70% ngân hàng tại EU nhằm đánh giá khả năng của các ngân hàng trong việc đáp ứng tỷ lệ vốn trong các tình huống bất lợi của nền kinh tế. Ngân hàng được yêu cầu sử dụng mô hình nội bộ để xác định thua lỗ tiềm tàng trong tình huống do EBA đặt ra. EBA là chủ thể xác định phương pháp chung, đưa ra kịch bản và thực hiện quá trình đảm bảo chất lượng cho cuộc stress test.

Bước thứ hai trong quá trình là xây dựng kịch bản. Có hai loại kịch bản là kịch bản cơ sở và kịch bản xấu. Kịch bản cơ sở được dựa vào dự báo của ECB và do ECB xây dựng, kịch bản xấu được ESRB thực hiện kết hợp cùng RBA và ECB. Các kịch bản này thường đưa ra các cú sốc tiêu cực lên các biến vĩ mô như: lãi suất, tỷ giá, giá chứng khoán và tăng trưởng GDP. Các cuộc Stress test cho khu vực EU thường được thực hiện cho giai đoạn 3 năm, ví dụ cuộc Stress test thực hiện năm 2016 dựa trên dữ liệu cuối năm 2015 để phân tích cho 3 năm trong giai đoạn 2016-2018.

Bước thứ ba trong quá trình là thiết kế phương pháp thực hiện Stress test. EBA yêu cầu các ngân hàng thực hiện Stress Test cần phải thống nhất những vấn đề trọng yếu như: (i) thống nhất phương pháp thực hiện stress test và (ii) thống nhất cách xác định vốn cấp 1 theo quy định của Basel, cũng như ngưỡng vốn cấp 1 nếu kịch bản xấu xảy ra; (iii) luôn giả định bảng cân đối ngân hàng không đổi trong giai đoạn nghiên cứu, ví dụ như không có hoạt động giảm thiểu rủi ro nếu như tình huống xấu xảy ra.

Khi các ngân hàng thực hiện Stress Test và báo cáo kết quả lên cho cơ quan giám sát. Các kết quả này cần đạt được tính tin cậy cũng như tính so sánh được giữa các ngân hàng, được đảm bảo thông qua 3 vòng bảo vệ: (i) hệ thống kiểm soát nội bộ của ngân hàng; (ii) hệ thống kiểm tra tính chắc chắn được thực hiện bởi cơ quan giám sát quốc gia và (ii) chất lượng của quá trình được thực hiện bởi EBA.

Trong một vài tình huống, ngân hàng sẽ bị yêu cầu đánh giá lại những tính toán của mình, cung cấp những lý giải hoặc đôi khi nộp lại báo cáo trong trường hợp những lý giải của ngân hàng không thỏa đáng. Song song với quá trình thực hiện, EBA cũng cung cấp hướng dẫn dẫn để ngân hàng có thể thực hiện Stress test nhằm đảm bảo quá trình tương đồng nhau giữa các ngân hàng. Kết quả của cuộc Stress test được EBA sử dụng trong quá trình giám sát. Với những ngân hàng không đáp ứng được yêu cầu về vốn khi có tình huống xấu xảy ra, EBA sẽ tìm hiểu và phân tích lý do tại sao, từ đó có những động thái giám sát tương ứng.

Stress test quy mô toàn EU đã được thực hiện cho các năm 2009, 2010, 2011, 2014, 2016. Tháng 2 từng năm, cuộc Stress test sẽ được EBA thông báo cùng với kịch bản và phương pháp thực hiện. Kết quả thực hiện của các ngân hàng sẽ được công bố vào quý 3 của năm.

2.2 Kinh nghiệm thực hiện Stress test trong giám sát ngân hàng tại Anh.

Chủ thể thực hiện: Từ tháng 3/2013, Ủy ban chính sách tài chính (Financial Policy Committee) đã đề xuất cần phải thực hiện stress test thường xuyên với hệ thống ngân hàng tại Anh. Như vậy Stress test trong giám sát ngân hàng tại Anh được thực hiện bởi NHTW Anh. Từ đó BoE đã thực hiện và công bố khung Stress test nhằm đánh giá tác động của những kịch bản bất lợi tới sức khỏe của hệ thống ngân hàng và các tổ chức tín dụng khác. Bên cạnh đó, cuộc Stress test này còn giúp cho các nhà lập chính sách có thể hiểu hơn về mức độ nhạy cảm và bền vững của hệ thống ngân hàng tại Anh, đồng thời gia tăng niềm tin của công chúng vào hệ thống ngân hàng và cải thiện hoạt động quản trị vốn và rủi ro của chính các ngân hàng trong hệ thống.

Đối tượng thực hiện Stress test: BoE (2015) đã chỉ ra rằng, họ thực hiện Stress test với các ngân hàng chính tại Anh với tổng tiền gửi bán lẻ hơn 50 tỷ GBP, 80% tín dụng cho tại Anh. Theo BoE, với quy mô như vậy đây là nhóm ngân hàng cung cấp dịch vụ chính cho nền kinh tế Mỹ, do đó sự sụp đổ của những ngân hàng này sẽ dẫn tới nguy cơ lớn gây bất ổn nền tài chính trong nước.

Bảng 1: timeline các hoạt động trong một cuộc Stress test tại Anh

Hoạt động	Tháng											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Ngân hàng công bố thông tin về bảng cân đối												
Công bố kịch bản và hướng dẫn												
Ngân hàng áp dụng kịch bản vào ngân hàng mình												
Ngân hàng nộp báo cáo cho BoE												
BoE đánh giá lại báo cáo của các Ngân hàng												
Chuyển thông tin chi tiết cho Ủy ban chính sách tài chính												
Công bố thông tin cho công chúng												

Nguồn: Bank of England (2015)

Stress test được thực hiện nhằm đánh giá kịp thời mức độ đủ vốn của cả hệ thống và từng tổ chức. Trong môi trường kinh doanh đầy biến động, các yếu tố gây rủi ro diễn biến liên tục nên khoảng cách giữa hai cuộc Stress test không thể quá xa. Tuy nhiên thực hiện một cuộc

Stress test mất rất nhiều thời gian và công sức. Do đó, BoE thực hiện Stress test với kịch bản chu kỳ mỗi năm một lần và kịch bản thăm dò hai năm một lần. Timeline cho các hoạt động trong một cuộc Stress test cũng được BoE công bố trước để các ngân hàng chủ động và công chúng hiểu rõ hơn về nội dung và cách thức thực hiện.

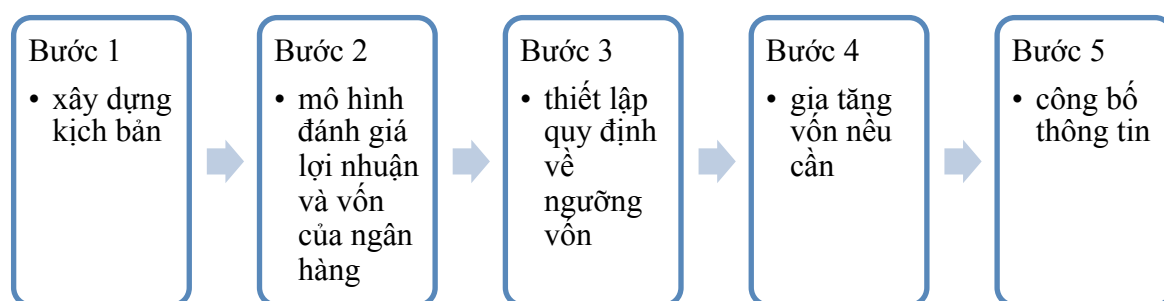
Nội dung thực hiện Stress test

Bước 1: xây dựng kịch bản

Kịch bản cụ thể có thể sẽ có mức độ bất lợi khác nhau với các ngân hàng khác nhau. Tuy nhiên, đứng trên phương diện chủ thể lập và thực thi chính sách, BoE thường lập hai loại kịch bản. Thứ nhất là kịch bản chu kỳ hàng năm dùng để đánh giá rủi ro của hệ thống ngân hàng liên quan tới tình trạng chu kỳ của nền kinh tế. Kịch bản thứ hai là kịch bản thăm dò hai năm một lần, là kịch bản mà các nhà lập chính sách cho rằng sẽ tác động mạnh tới tính ổn định của cả hệ thống và từng ngân hàng mà chưa được bao hàm trong kịch bản liên quan đến chu kỳ của nền kinh tế. Bên cạnh đó, theo yêu cầu của Basel về quy trình đánh giá đủ vốn nội bộ, các ngân hàng cũng được khuyến khích tự xây dựng các kịch bản khác.

Bước 2: Mô hình đánh giá lợi nhuận và vốn của ngân hàng. Đây là bước quan trọng trong quá trình Stress test để đánh giá tác động của kinh tế vĩ mô và các kịch bản đến các tỷ lệ về vốn của ngân hàng. Bước 3: Thiết lập tầm đệm vốn pháp lý. Kết quả của Stress test được BoE sử dụng để đánh giá xem liệu hệ thống và toàn bộ nền kinh tế có đủ vốn để hấp thụ những khoản thua lỗ và duy trì mức độ cung vốn cho nền kinh tế thực hay không trong điều kiện bất lợi xảy ra.

Hình 2: Khung Stress test hệ thống ngân hàng Anh



Nguồn: Bank of England (2015)

Bước 4: Xác định xem liệu ngân hàng có cần bổ sung vốn hay không. Nếu kết quả Stress test cho thấy mức đệm vốn pháp lý không đủ trong điều kiện bất lợi, ngân hàng cần đưa ra được kế hoạch để tăng vốn. Bước 5: Công bố thông tin và truyền thông. BoE công bố khung Stress test ra công chúng sẽ giúp ích cho các nhà quản lý trong lập và thực thi chính sách và gia tăng niềm tin của công chúng. Các kết quả Stress test đưa ra cần phải kết hợp

3. Khuyến nghị cho Việt Nam

Tại Việt Nam, để thúc đẩy các ngân hàng tiến tới áp dụng Basel II, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã ban hành Thông tư 36/2014/TT-NHNN quy định về các giới hạn, tỷ lệ bảo đảm an toàn trong hoạt động của các TCTD; Thông tư 06 sửa đổi một số điều của Thông tư 36 nhằm đưa các ngân hàng vào quỹ đạo hoạt động ngày càng an toàn hơn theo chuẩn mực

quốc tế. Bên cạnh đó cuối năm 2016, NHNN đã ban hành Thông tư 41/2016/TT-NHNN quy định về cách tính tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu theo chuẩn mới và có hiệu lực từ ngày 01/01/2020 cho tất cả các Ngân hàng thương mại. Tuy nhiên trong các văn bản đã ban hành, hiện chưa có nội dung hoàn thiện nào liên quan tới Stress Test. Thực tế trong hoạt động thanh tra giám sát ngân hàng tại NHNN, Stress Test đã được phần nào áp dụng trong các báo cáo, đánh giá phục vụ công tác nghiên cứu nội bộ. Tuy nhiên trong tương lai, dưới áp lực của việc phát triển hệ thống ngân hàng tuân thủ theo Basel II thì việc NHNN thực hiện Stress Test để giám sát các ngân hàng trong hệ thống là công việc cần được thực hiện, không chỉ giám sát vĩ mô cả hệ thống ngân hàng mà còn phục vụ cho công tác giám sát vi mô từng ngân hàng.

Trên cơ sở nghiên cứu về Stress Test theo yêu cầu của Basel, kết hợp thực tế thực hiện Stress test cho mục tiêu giám sát tại EU và Anh, một số khuyến nghị được rút ra cho NHNN Việt Nam trong việc thực hiện Stress test cho mục tiêu giám sát như sau:

Thứ nhất, cơ quan giám sát ngân hàng cần phải thực hiện chương trình Stress test, đánh giá thường xuyên và toàn diện hệ thống ngân hàng. Kinh nghiệm thực hiện Stress Test cho mục tiêu giám sát tại Anh và EU cho thấy hoạt động này cần phải được thực hiện mỗi năm. Đây là một hoạt động quan trọng nhằm đánh giá mức độ rủi ro và bền vững của khu vực ngân hàng. Việc đưa ra phương thức chung, giả định chung và thống nhất cách thực hiện, đồng thời công bố những thông tin này cho công chúng biết sẽ đảm bảo được tính minh bạch và rõ ràng.

Thứ hai, cơ quan giám sát là chủ thể công bố kịch bản để cho các ngân hàng thực hiện. Kinh nghiệm từ BoE và EBA cho thấy các kịch bản cần phải được xây dựng kỹ lưỡng, đôi khi cần kết hợp với các cơ quan khác. Tại Việt Nam, để thực hiện Stress Test cho mục tiêu giám sát ngân hàng, NHNN có thể cùng kết hợp với Bộ tài chính, Tổng cục thống kê để đưa ra kịch bản đưa ra vừa mang tính có khả năng xảy ra, nhưng cũng cần mang tính bất thường nhằm đánh giá được khả năng chống đỡ của các ngân hàng trong tình huống bất lợi.

Thứ ba, cơ quan giám sát cần kiểm tra kết quả thực hiện Stress test tại các ngân hàng như là một nội dung bắt buộc trong quy trình đánh giá đủ vốn nội bộ theo trụ cột 2 của Basel, đồng thời Stress test cần đánh giá cho các rủi ro một cách toàn diện như yêu cầu của trụ cột 1 Basel. Cần xác định rõ ràng các đối tượng cần thực hiện Stress Test, thường là các ngân hàng lớn và có tầm quan trọng trong hệ thống ngân hàng.

Thứ tư, cơ quan giám sát cũng đảm bảo có đủ nhân lực có trình độ cao, đủ kỹ năng và kiến thức để xây dựng kịch bản cũng như đánh giá quá trình thực hiện Stress test của các ngân hàng. Bên cạnh đó, mức độ đầy đủ và có sẵn của dữ liệu cũng sẽ tác động đến nội dung và đối tượng thực hiện Stress Test. Trong thời gian tới, NHNN có thể xem xét thực hiện Stress Test theo phương pháp Top-down trước dựa trên số liệu báo cáo của các ngân hàng trong hệ thống.

Thứ năm, cơ quan giám sát cần cân nhắc trong việc công bố thông tin cho công chúng. Người dân cần hiểu rằng Stress test không phải là dự báo tương lai, mà là một cuộc đánh giá và kiểm tra xem việc gì sẽ diễn ra nếu có một tình huống xấu xảy ra. Thực hiện một cuộc Stress test hiệu quả sẽ gia tăng niềm tin của công chúng về hệ thống ngân hàng cũng như tính minh bạch của các chính sách được đưa ra.

Tài liệu tham khảo

- [1] Bank of England (2015), The Bank of England's approach to stress testing the UK banking system.
- [2] BCBS (1999), A new capital adequacy framework, BIS
- [3] BCBS (2006), Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework - Comprehensive Version, BIS
- [4] BCBS (2009), Principles for sound stress testing practices and supervision, BIS
- [5] BCBS (2012), Core Principles for Effective Banking Supervision, BIS
- [6] Beverly Hirtle and Andreas Lehnert (2014), Supervisory Stress Tests, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 696
- [7] Dimitri G. Demkas (2015), Designing Effective Macroprudential Stress Tests: Progress So Far and the Way Forward, IMF working paper
- [8] Martin Čihák (2007), Introduction to Applied Stress Testing, IMF working paper WP/07/09
- [9] Paolo Bisio, Demelza Jurcevic and Mario Quagliariello (2013), EU-Wide Stress Test: The Experience of the EBA, European Banking Authority
- [10] Phạm Đỗ Nhật Vinh (2012), Vài nét về kiểm tra sức chịu đựng của hệ thống ngân hàng và một số gợi ý đối với Việt Nam, Tạp chí Ngân hàng, số 9-2012
- [11] Zangari, P., (1996), Statistical and Probability Foundations, RiskMetric™—Technical Document, 4th edition, Ch. 4, pp. 45–74.

KINH NGHIỆM SỬ DỤNG CÔNG CỤ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ PHI TRUYỀN THỐNG CỦA NHẬT BẢN VÀ BÀI HỌC CHO VIỆT NAM

ThS. Trần Huy Tùng

Học viện Ngân hàng

Tóm tắt

NHTW Nhật Bản đã hai lần sử dụng các công cụ chính sách tiền tệ (CSTT) phi truyền thống, một lần vào giai đoạn 2001-2006 và lần thứ hai từ giai đoạn 2010 - nay. Trước cả hai lần sử dụng tới các công cụ này, nền kinh tế Nhật Bản đều đang đối diện với tình trạng suy thoái, mức lãi suất điều hành xoay quanh mức 0% và các công cụ truyền thống của CSTT khó phát huy tác dụng. Nghiên cứu này sẽ khảo sát kinh nghiệm sử dụng công cụ CSTT phi truyền thống của Ngân hàng Trung ương (NHTW) Nhật Bản, tổng hợp các tác động của các công cụ này đến các biến số tài chính và biến số vĩ mô. Sau đó, nghiên cứu phân tích và đưa ra bài học cho Ngân hàng Nhà nước Việt Nam trong việc sử dụng công cụ này.

***Từ khóa:** công cụ chính sách tiền tệ phi truyền thống, NHTW Nhật Bản.*

THE CONDUCT OF UNCONVENTIONAL MONETARY TOOLS IN JAPAN AND LESSONS FOR VIETNAM

Tran Huy Tung MSc

Banking Academy of Vietnam

Abstract

Bank of Japan have used unconventional monetary tools twice, one in period of 2001-2006 and the other from 2010 up until present. Before each, Japanese economy falls into depression, uncollateralized overnight call rate is around zero lower bound, driving conventional monetary instruments hard to be ineffective. The paper presents the implementation of unconventional monetary tools used by Bank of Japan, synthesizing their impact on financial and economic variables. Then, this analyzes and proposed lessons learnt to State Bank of Vietnam in employing these kind of monetary tools.

***Keywords:** unconventional monetary policy tools, Bank of Japan.*

1. Bối cảnh Nhật Bản trước khi áp dụng công cụ chính sách tiền tệ phi truyền thống

Giai đoạn 2001-2006

Trong những năm 1980, khi Mỹ thực hiện chính sách chống lạm phát và chính sách tài khóa mở rộng, đồng Yên và đồng tiền các quốc gia khác đã bị giảm giá nhiều so với USD.

Điều này đã gây ra thâm hụt cán cân thương mại giữa Mỹ và Nhật Bản. Thỏa thuận Plaza diễn ra vào tháng 9/1985 tại New York đi đến mục tiêu thống nhất là giảm giá trị đồng USD. Sau thỏa thuận này và ảnh hưởng từ CSTT nói lỏng nhằm đối phó với khủng hoảng năm 1987 của Mỹ, giá đồng Yên đã tăng lên so với USD. Với một nền kinh tế đang phụ thuộc nhiều vào xuất khẩu, đồng Yên lên giá đã khiến nền kinh tế Nhật Bản tăng trưởng dưới mức tiềm năng do giá trị xuất khẩu giảm xuống (Ahearne và cộng sự, 2002).

Trước nguy cơ tăng trưởng kinh tế giảm, NHTW Nhật Bản đã quyết định giảm mạnh lãi suất qua đêm liên ngân hàng (overnight call rate) từ mức hơn 8% vào cuối năm 1985 đến khoảng hơn 3% vào giữa năm 1987. Nhờ CSTT nói lỏng, tăng trưởng tín dụng tại Nhật Bản tăng mạnh tuy nhiên cơ cấu tín dụng lại rủi ro hơn khi chuyển đổi từ lĩnh vực sản xuất kinh doanh sang các lĩnh vực khác như xây dựng, bất động sản, dịch vụ tài chính. Với một cơ cấu tín dụng rủi ro như vậy, sự giảm giá mạnh của giá đất đai sau năm 1990 đã gây ra hiệu ứng nổ bong bóng bất động sản và đẩy tổng quy mô nợ xấu của các ngân hàng Nhật Bản lên cao. Nền kinh tế Nhật Bản đã rơi vào thập niên mất mát kéo dài từ năm 1991 đến năm 2001¹.

Tháng 2/1999, sau khi chứng kiến lạm phát cơ bản xuống mức nhỏ hơn 0, NHTW Nhật Bản đã đưa lãi suất điều hành về 0% - khởi đầu cho chính sách lãi suất bằng 0 nhằm mục tiêu kích thích sản xuất ngừng trệ của các doanh nghiệp. Tuy nhiên, thay vì kéo dài chính sách này, NHTW Nhật Bản lại bắt đầu nghĩ về những tác động tiêu cực của việc duy trì lãi suất 0%. Do đó, tháng 8/2000, NHTW Nhật đã nâng mức lãi suất này lên 0,25%. Ngay sau khi xóa bỏ chính sách lãi suất bằng 0% này, tình trạng trì trệ của nền kinh tế lại tiếp diễn, mức lạm phát cơ bản (Core CPI) vẫn có xu hướng đi xuống và âm nhiều hơn. Trước tình thế này, NHTW Nhật Bản, một lần nữa, phải áp dụng chính sách lãi suất 0% vào tháng 3 năm 2001, mở đầu cho các CSTT phi truyền thống được thực hiện từ năm 2001 đến 2006.

Giai đoạn 2010 - nay

Các chính sách của chương trình nói lỏng định lượng do NHTW Nhật Bản đề xướng vào năm 2001 đã kết thúc vào đầu năm 2006. Trong khi tỷ lệ lạm phát vẫn xoay quanh mức 0%, nền kinh tế đã bắt đầu tăng trưởng trở lại với tăng trưởng GDP thực đạt khoảng 2% từ năm 2004 đến năm 2007. Tuy nhiên, cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007 – 2009 xuất phát từ Mỹ đã khiến nền kinh tế Nhật lại rơi vào nguy cơ giảm phát và tăng trưởng yếu. Trước bối cảnh này, thay vì cắt giảm mạnh lãi suất điều hành sớm nhằm chặn nguy cơ suy giảm tăng trưởng GDP, NHTW Nhật Bản lại thực hiện cắt giảm lãi suất điều hành vào đầu năm 2009, từ mức 0,5% xuống 0,1%. Việc chậm đưa ra quyết định giảm lãi suất đã khiến tăng trưởng GDP giảm 1% trong năm 2008 và giảm tới 5,5% trong năm 2009. Nền kinh tế Nhật và NHTW Nhật lúc này một lần nữa lại trải qua thời kỳ đình trệ. Do vậy, vào tháng 10/2010², NHTW Nhật Bản đã khởi động chính sách gọi là nói lỏng định lượng toàn diện³. Từ đó đến hiện nay

¹ Tăng trưởng kinh tế thực suy giảm mạnh, từ khoảng 3,9% trong giai đoạn 1973-1990 xuống khoảng 0,5% trong giai đoạn 1990-2000. Lãi suất qua đêm giảm rất mạnh từ mức đỉnh 8% vào đầu năm 1991 xuống mức hơn 2% vào giữa năm 1994. Chỉ số giá tiêu dùng cũng giảm dần, tổng cộng khoảng hơn 3% trong cả giai đoạn từ năm 1990 đến năm 2001. Đồng Yên tiếp tục tăng giá và lạm phát cơ bản đã âm nhẹ.

² 2 năm sau khi ngân hàng Lehman Brother phá sản

³ Gọi là Comprehensive Monetary Easing

(2017), các CSTT phi truyền thống đã được NHTW Nhật Bản sử dụng thường xuyên.

2. Kinh nghiệm sử dụng chính sách tiền tệ phi truyền thống của Ngân hàng Trung ương Nhật Bản

NHTW Nhật Bản đã sử dụng các CSTT phi truyền thống rất đa dạng và với cường độ mạnh dần nhằm giúp nền kinh tế tăng trưởng bền vững, ngăn chặn giảm phát.

Bảng 1: Công cụ CSTT phi truyền thống của NHTW Nhật Bản theo thời gian

Chính sách	Thời gian thông báo (thời gian thực hiện)
Giai đoạn 2001-2006	
Chính sách lãi suất điều hành xoay quanh 0%	
Chương trình nói lỏng định lượng Chính sách định hướng mục tiêu	03/2001
NHTW mua vào chứng khoán do NHTM nắm giữ	10/2002 (12/2002)
NHTW mua vào chứng khoán có tài sản thế chấp (ABS)	06/2003 (08/2003)
Châm dứt nói lỏng định lượng	03/2006
Giai đoạn 2010 - 2017	
Chính sách nói lỏng tiền tệ toàn diện (CME) Chính sách định hướng mục tiêu	10/2010
Chính sách nói lỏng định lượng và tín dụng (QQE1) Chính sách định hướng mục tiêu	04/2013
Chính sách nói lỏng định lượng và tín dụng tăng cường (QQE2) Chính sách định hướng mục tiêu	10/2014
Chính sách lãi suất âm kết hợp với chính sách nói lỏng định lượng và tín dụng Chính sách định hướng mục tiêu	01/2016 (02/2016)
Chính sách kiểm soát đường cong lãi suất (YCC) kết hợp với các chính sách nói lỏng định lượng và tín dụng và chính sách lãi suất âm Chính sách định hướng mục tiêu	09/2016

Nguồn: tổng hợp của tác giả

Giai đoạn 2001-2006

Trước bối cảnh nền kinh tế giảm phát mạnh cùng nguy cơ suy thoái do cuộc khủng hoảng IT toàn cầu vào năm 2001, NHTW Nhật Bản đã quyết định áp dụng một khung nói lỏng CSTT mới nhằm ngăn chặn đà giảm phát và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế bền vững. Chương trình nói lỏng định lượng (QEP–Quantitative Easing Program) bao gồm 3 trụ cột:

(i) Thay đổi mục tiêu hoạt động từ điều hành lãi suất qua đêm liên ngân hàng sang điều hành số dư mục tiêu trên tài khoản vãng lai của NHTM đặt tại NHTW Nhật Bản (CAB – Current Account Balance). Mục đích của sự thay đổi này là đảm bảo cung cấp thanh khoản dưới dạng dự trữ dư thừa cho các NHTM. Ban đầu mức số dư mục tiêu của tài khoản vãng lai được NHTW Nhật được xác định là 5 tỷ Yên, cao hơn 1 tỷ Yên so với dự trữ bắt buộc trong hệ thống thời điểm tháng 3 năm 2001. Dần dần, số dư mục tiêu này được tăng lên từ 30.000 tỷ Yên đến 35.000 tỷ Yên vào tháng 1/2004, và sau đó được giữ nguyên cho đến khi NHTW Nhật Bản dừng chương trình nói lỏng định lượng.

(ii) Cam kết việc cung cấp thanh khoản trong trụ cột thứ nhất cho đến khi chỉ số giá tiêu dùng cơ bản trở về ổn định tại mức 0% và tăng trong những năm sau đó. Khác với thời điểm tháng 4 năm 1999 khi NHTW Nhật Bản chỉ tuyên bố sẽ áp dụng chính sách lãi suất 0% cho đến lúc nguy cơ về giảm phát chấm dứt, việc tuyên bố cung ứng thanh khoản cho tới khi chỉ số giá tiêu dùng ổn định tại mức 0% trong một thời gian nhất định có thể tác động mạnh hơn lên kỳ vọng về lạm phát của công chúng. Nhằm thể hiện cam kết của mình trong việc cung cấp thanh khoản cho hệ thống ngân hàng trong chương trình nói lỏng định lượng, NHTW Nhật đã giảm lãi suất qua đêm liên ngân hàng không thể chấp xuống còn 0,001% - thấp hơn so với mức 0,02 - 0,03% từ năm 1999 - 2000.

(iii) Gia tăng các khoản vay có thể chấp cùng với đẩy mạnh mua vào trái phiếu Chính phủ Nhật Bản dài hạn bằng với mức tiền mặt đã phát hành nhằm duy trì cung ứng thanh khoản một cách liên tục cho các ngân hàng trong hệ thống. Ở trụ cột này, NHTW Nhật Bản đã đẩy mạnh mua vào trái phiếu Chính phủ dài hạn từ mức ban đầu 400 tỷ Yên hàng tháng lên gấp 3 lần là 1.200 tỷ Yên hàng tháng bắt đầu từ tháng 10/2002.

Ngoài chính sách nói lỏng định lượng áp dụng vào năm 2001, NHTW Nhật Bản đã bổ sung thêm 2 CSTT phi truyền thống khác nhằm tạo thêm các cú hích cho nền kinh tế, đó là:

Một là, chính sách mua lại cổ phiếu thường – ban hành vào tháng 10 và thực hiện vào tháng 12/2002. Chính sách này nhằm thay thế các tài sản có tính lỏng thấp tại các ngân hàng thành tiền mặt để tạo thêm nguồn cho vay thông qua việc NHTW mua lại cổ phiếu mà các ngân hàng đang nắm giữ.

Hai là, chính sách mua lại các chứng khoán bảo đảm bằng tài sản (ABS – Asset-backed Securities) – ban hành vào tháng 6 và thực hiện vào tháng 8/2003. Cũng giống chính sách thứ nhất, chính sách này nhằm tạo thêm nguồn tín dụng cho nền kinh tế thông qua việc NHTW mua lại các ABS. Ngoài ra, mục đích của chính sách này cũng khuyến khích sự phát triển của thị trường ABS bằng cách trực tiếp chấp nhận rủi ro tín dụng thông qua việc đầu tư vào các ABS như một giải pháp ngắn hạn. Qua đó, NHTW Nhật Bản có thể nâng cao được tác động của việc áp dụng CSTT nói lỏng, đặc biệt trong bối cảnh các chức năng của các trung gian tài chính đang bị thiếu hiệu quả.

Giai đoạn 2010-2017

Trong giai đoạn từ năm 2010 đến 2017, NHTW Nhật Bản đã lần lượt áp dụng các CSTT phi truyền thống, bao gồm: (i) chính sách nói lỏng tiền tệ toàn diện (CME), (ii) chính sách nói lỏng định lượng và tín dụng (QQE1), (iii) chính sách nói lỏng định lượng và tín dụng tăng cường (QQE2), (iv) chính sách lãi suất âm (NIR) và (v) chính sách kiểm soát đường cong lãi suất (YCC). Chính sách định hướng mục tiêu được NHTW Nhật sử dụng đi kèm theo các gói chính sách trên.

Thứ nhất, chính sách nói lỏng tiền tệ toàn diện

Trước hiện trạng đồng yên lên giá và nền kinh tế tăng trưởng yếu, vào tháng 10 năm 2010, NHTW Nhật Bản đã giới thiệu chương trình mua các tài sản mới gọi là chính sách nói lỏng tiền tệ toàn diện. Chính sách nói lỏng tiền tệ toàn diện cho phép NHTW Nhật Bản mua

lại một số loại tài sản tài chính khác từ khu vực tư nhân. Các tài sản này bao gồm các giấy tờ có giá trên các thị trường tín dụng như thương phiếu (CP), thương phiếu được bảo đảm bằng tài sản (ABCP), trái phiếu doanh nghiệp, ETF và chứng chỉ quỹ đầu tư địa ốc (J-REITs). Với danh mục các loại chứng khoán được NHTW Nhật Bản chấp nhận mua vào rộng hơn và rủi ro hơn, NHTW Nhật Bản kỳ vọng mặt bằng lãi suất dài hạn sẽ giảm xuống, tăng mức độ chấp nhận rủi ro của các nhà đầu tư nhờ đó giảm lãi suất thường (Lam, 2011).

Thứ hai, chính sách nói lỏng định lượng và tín dụng (QQE1)

Trước tình hình chính sách nói lỏng định lượng toàn diện chưa phát huy tác dụng mạnh, NHTW Nhật Bản đã sử dụng chính sách nói lỏng định lượng và tín dụng (QQE1) Chính sách QQE1 có ba nội dung quan trọng:

Một là, sử dụng chính sách định hướng mục tiêu cam kết đạt mục tiêu lạm phát 2% vào thời điểm sớm nhất trong khung thời gian 2 năm và (ii) tiếp tục mở rộng lượng tiền cơ sở, khoảng 60 đến 70 nghìn tỷ Yên hàng năm.

Hai là, không những tăng lượng trái phiếu chính phủ Nhật mua vào hàng năm lên 50 nghìn tỷ Yên, mà đặc biệt còn thay vì giới hạn chỉ mua vào trái phiếu Chính phủ đối với các loại có thời gian đáo hạn ngắn (ít hơn 1 năm) như thời gian trước, NHTW Nhật Bản mở rộng mua vào các loại trái phiếu Chính phủ có thời gian đáo hạn dài hơn (tối đa 40 năm) nhằm giảm lãi suất dài hạn xuống.

Ba là, chính sách QQE1 cho phép NHTW mua lại ETF (hàng năm 1 nghìn tỷ Yên) và J-REIT (hàng năm 30 tỷ Yên) nhưng quy mô mà NHTW Nhật đã mua vào đối với các chứng khoán này vẫn chỉ tương đương với hồi áp dụng CSTT nói lỏng toàn diện trong thời gian trước, tức là vẫn chiếm tỷ lệ nhỏ trong bảng cân đối tài sản của NHTW.

Thứ ba, chính sách nói lỏng định lượng và tín dụng tăng cường (QQE2)

Nhằm tạo thêm tín hiệu tích cực hơn cho nền kinh tế, NHTW Nhật Bản đã tiếp tục sử dụng chính sách nói lỏng định lượng với quy mô tăng lên hay còn gọi là chính sách nói lỏng định lượng tăng cường vào tháng 10 năm 2014. Chính sách định hướng mục tiêu đã được NHTW Nhật Bản sử dụng mạnh hơn. Thay vì mục tiêu cam kết là sẽ đạt lạm phát mục tiêu 2% trong thời gian ngắn nhất có thể trong vòng 2 năm thì mục tiêu trong đợt này chuyển thành NHTW Nhật sẽ tiếp tục với chương trình nói lỏng định lượng cho đến khi đạt mục tiêu lạm phát 2% một cách vững chắc. Để thực hiện mục tiêu này, quy mô mua vào trái phiếu chính phủ Nhật hàng năm được tăng lên mức 80.000 tỷ Yên (khoảng 676,9 tỷ USD - tăng thêm 30 tỷ Yên so với thời gian trước).

Thứ tư, chính sách lãi suất âm

Chính sách lãi suất âm được NHTW Nhật Bản giới thiệu vào tháng 1 năm 2016 và tiếp tục được sử dụng trong năm 2017. Trong giai đoạn này, chính sách lãi suất âm được thực hiện song hành với chính sách nói lỏng định lượng và tín dụng. Ngoài ra, chính sách định hướng mục tiêu trong giai đoạn này thể hiện ở chỗ sự cam kết của NHTW Nhật Bản trong việc tiếp tục sử dụng các chính sách tiền tệ nói lỏng theo 3 hướng (quy mô tài sản mua vào, thời gian và nói lỏng điều kiện của tài sản mua vào, và sử dụng lãi suất âm).

Ý nghĩa của chính sách lãi suất âm là việc yêu cầu các tổ chức tài chính phải trả cho tiền cho phần dự trữ dư thừa của mình tại NHTW. Chính sách này nhằm khuyến khích các tổ chức tài chính sử dụng tối đa dự trữ dư thừa của mình vào lĩnh vực có hiệu quả, qua đó góp phần tăng trưởng kinh tế và ngăn chặn giảm phát. Kawai (2016) cũng cho rằng áp dụng chính sách lãi suất âm là một công cụ mạnh để giảm mức lãi suất trong nền kinh tế.

Việc áp dụng lãi suất âm đối với dự trữ dư thừa của NHTM tại NHTW Nhật Bản được xác định dựa trên phương pháp phân chia số dư trên tài khoản vãng lai của NHTM tại NHTW thành ba phần, cụ thể:

Bảng 2: Cấu phần trong số dư trên tài khoản vãng lai của NHTM tại NHTW Nhật Bản

TT	Phần	Cách xác định	Lãi suất
1	Số dư cơ bản (Basic Balance)	Số dư trung bình trên tài khoản vãng lai của tổ chức tài chính tại NHTW Nhật trong giai đoạn từ tháng 1/2015 đến tháng 12/2015	0,1%
2	Số dư tính tới yếu tố vĩ mô (Macro-add on Balance)	(i) Số dư dự trữ bắt buộc của các tổ chức tài chính (ii) Số dư mà NHTW Nhật Bản cấp cho các tổ chức tài chính qua chương trình hỗ trợ vay vốn và hoạt động ảnh hưởng trong trận động đất tháng 3/2011 (iii) Số dư được tính toán bởi một tỷ lệ xác định so với số dư cơ bản trong lớp thứ nhất	0%
3	Số dư chịu ảnh hưởng của chính sách lãi suất âm (Policy-rate Balance)	Số dư trên tài khoản vãng lai các tổ chức tài chính gửi tại NHTW Nhật Bản trừ đi phần 1 và phần 2	- 0,1%

Nguồn: tổng hợp của tác giả

Với cách xác định như trên, NHTW Nhật Bản vừa muốn bảo vệ lợi nhuận của các tổ chức tài chính không bị ảnh hưởng quá nhiều vừa muốn thúc đẩy tín dụng, qua đó tác động tới tăng trưởng kinh tế và lạm phát của quốc gia.

Thứ năm, chính sách kiểm soát đường cong lãi suất

Từ tháng 9/2016, song song với các chính sách nới lỏng định lượng, tín dụng và lãi suất âm, NHTW Nhật Bản đã bổ sung thêm một khung chính sách mới nhằm tăng cường thêm cho chủ trương nới lỏng tiền tệ đó là chính sách kiểm soát đường cong lãi suất⁴. Sự ra đời của chính sách này không những nhằm xóa bỏ nghi ngờ về tính thiếu bền vững trong việc tiếp tục mua trái phiếu chính phủ mà còn hạn chế được nhược điểm của chính sách lãi suất âm khi nhiều chuyên gia cho rằng chính sách này khiến đường cong lãi suất phẳng chứ không thể dốc lên (Shirai, 2017). Bernanke (2017) cũng cho rằng việc chuyển đổi khung CSTT từ tập trung vào quy mô trái phiếu chính phủ mua vào sang giá trái phiếu là bền vững hơn khi nguồn cung trái phiếu chính phủ trong tương lai là chưa chắc chắn do các NHTW và tư nhân nắm giữ trái phiếu chính phủ vì nhiều mục đích khác hơn là chỉ quan tâm tới lãi suất trái phiếu.

⁴ Còn gọi là QQE with Yield Curve Control

Chính sách kiểm soát đường cong lãi suất đã xác định rõ ràng mục tiêu kiểm soát lãi suất ngắn hạn và dài hạn. Vì thế mục tiêu hoạt động lúc này chuyển đổi từ lượng tiền cơ sở sang kiểm soát đường cong lãi suất. Đối với lãi suất ngắn hạn, tiếp tục áp dụng chính sách lãi suất âm 0,1% cho số dư chịu ảnh hưởng⁵ của chính sách lãi suất. Trong khi đó, đối với lãi suất dài hạn, duy trì mức hiện tại (quanh 0%) của trái phiếu chính phủ Nhật kỳ hạn 10 năm thông qua tiếp tục mua vào trái phiếu chính phủ.

Để đạt được mục tiêu này, chính sách định hướng mục tiêu của NHTW Nhật Bản được đổi lại là NHTW Nhật Bản tiếp tục với chính sách nới lỏng định lượng và tín dụng với kiểm soát đường cong lãi suất nhằm đạt mức lạm phát mục tiêu 2% cho đến khi duy trì được mức 2% này trong một khoảng thời gian nhất định. Bên cạnh tuyên bố thay đổi sang khung CSTT phi truyền thống mới, NHTW Nhật Bản còn cam kết sẽ tiếp tục mở rộng lượng tiền cơ sở cho tới khi lạm phát vượt 2% và ở trên mức này trong một khoảng thời gian nhất định.

Ngoài ra, NHTW Nhật Bản đã sử dụng thêm công cụ mới để thực hiện chính sách này bao gồm: (i) mua trái phiếu chính phủ với tỷ lệ sinh lời cố định theo chủ ý của NHTW Nhật và (ii) cố định mức lãi suất trong hoạt động cung cấp vốn lên trong thời gian 10 năm thay vì 1 năm như hiện tại.

3. Kết quả của việc sử dụng chính sách tiền tệ phi truyền thống của Ngân hàng Trung ương Nhật Bản

Giai đoạn 2001-2006

Việc sử dụng chính sách nới lỏng định lượng vào năm 2001 đã mang lại những kết quả tích cực cho hệ thống tài chính và nền kinh tế Nhật Bản.

Tác động tới bảng cân đối của NHTW

Ban đầu, chính sách nới lỏng định lượng thực hiện vào năm 2001 đã khiến tổng lượng tiền cơ sở tăng mạnh, đến cuối năm 2005, con số lượng tiền cơ sở⁶ lên tới 117.000 tỷ Yên. Ở bên tài sản, lượng trái phiếu Chính phủ dài hạn mà NHTW Nhật Bản nắm giữ đã đạt tới 63.000 tỷ Yên. Tuy nhiên, trong quá trình thực hiện, lượng trái phiếu Chính phủ mà NHTW Nhật mua vào hầu hết là các trái phiếu có kỳ hạn dài⁷, do đó khó tác động làm giảm lãi suất dài hạn. Kết quả nghiên cứu của McCauley và Ueda (2009) cho thấy thời gian đáo hạn trung bình của trái phiếu chính phủ mà các NHTM nắm giữ giảm từ gần 6 năm trong năm 2001 xuống mức dưới 4 năm trong năm 2005.

Trong khi đó, hai chính sách bổ sung sau này⁸ không thực sự cho kết quả khả quan khi giá trị cổ phiếu niêm yết mà NHTW Nhật mua vào chỉ khoảng hơn 2.000 tỷ Yên, hay chiếm có 1,4% tổng tài sản của NHTW. Việc mua vào các cổ phiếu được bảo đảm bằng tài sản cũng cho kết quả tương tự khi quy mô mua vào chỉ tối đa 291 tỷ Yên, chiếm khoảng 0,2% tổng tài sản trên bảng cân đối của NHTW Nhật.

⁵ Policy-rate Balance

⁶ Theo định nghĩa của NHTW Nhật Bản, lượng tiền cơ sở bao gồm số dư trên tài khoản vãng lai của NHTM tại NHTW và tiền mặt trong lưu thông.

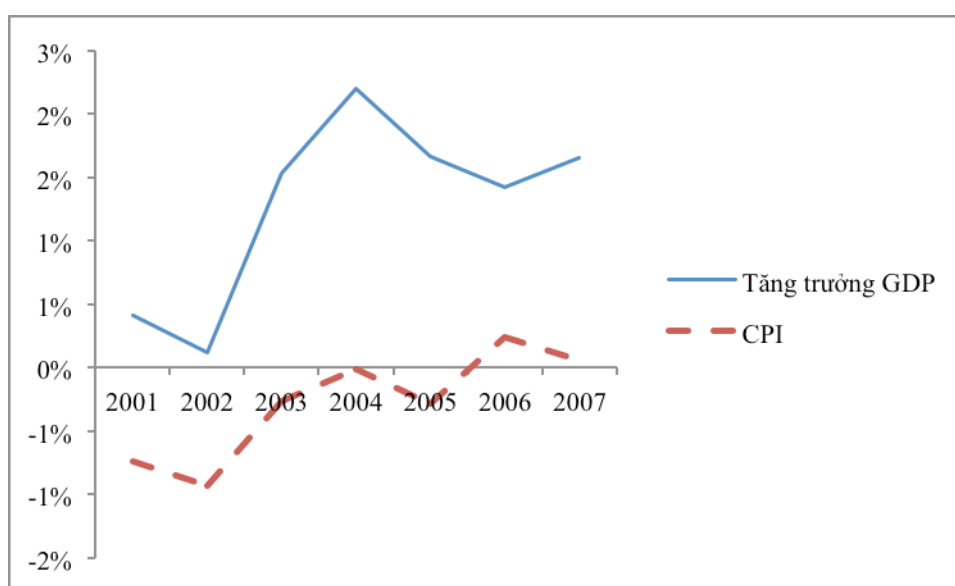
⁷ Điều này khác với gói QE3 và chính sách Operation Twist của Fed

⁸ Chính sách mua lại cổ phiếu thường và chứng khoán bảo đảm bằng tài sản

Tác động tới các biến số vĩ mô

Từ năm 2004 đến đầu năm 2006, trong khi tỷ lệ lạm phát không bao gồm thức ăn và năng lượng đã tăng lên, tỷ lệ lạm phát toàn phần vẫn xoay quanh mức 0%, tăng trưởng GDP thực đạt khoảng 2% từ năm 2004 đến năm 2007. Các dấu hiệu này được NHTW Nhật Bản đánh giá là tích cực và NHTW Nhật Bản đã quyết định dừng các chính sách nới lỏng định lượng vào đầu năm 2006. Tuy nhiên, nhiều chuyên gia (Kuttner, 2014) đánh giá việc ngừng chính sách nới lỏng định lượng chưa thực sự chính xác theo cam kết của NHTW Nhật Bản do chưa có dấu hiệu thực sự rõ ràng về chỉ số giá tiêu dùng tăng trên mức 0% trong một giai đoạn đủ lớn như đã cam kết trước đó.

Hình 1: Tăng trưởng GDP thực tế và CPI tại Nhật Bản, giai đoạn 2001 - 2007



Nguồn: World Bank (2017)

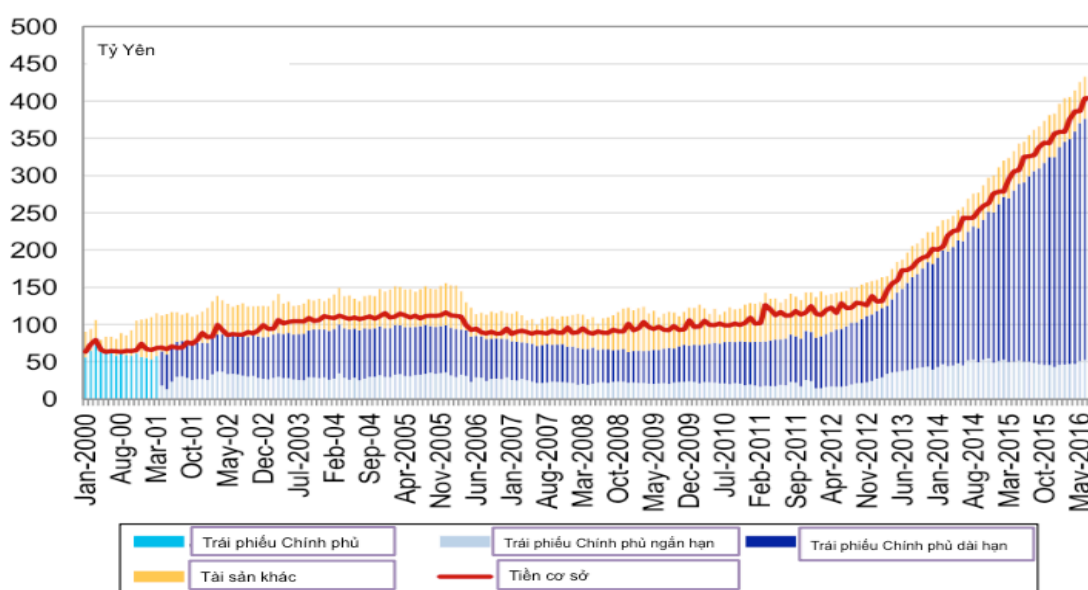
Giai đoạn 2010 - 2017

CSTT phi truyền thống trong giai đoạn 2010 đến 2017 đã được thực hiện đa dạng và với cường độ mạnh hơn. Một cách tổng quát, nhờ sự kết hợp với chính sách tài khóa và chương trình tái cơ cấu kinh tế, CSTT phi truyền thống NHTW Nhật Bản áp dụng trong giai đoạn này đã mang lại nhiều kết quả tương đối tích cực.

Tác động đến bảng cân đối của NHTW

Quy mô bảng cân đối của NHTW Nhật Bản đã tăng trưởng nhanh chóng, cụ thể tổng tài sản tăng từ mức 163.000 tỷ Yên vào tháng 2 năm 2013 lên mức 225.000 tỷ Yên vào đầu năm 2014. Do đó, quy mô tổng tài sản của NHTW Nhật trên GDP tăng từ mức 30% vào năm 2011 lên mức 65% vào năm 2015 và 90% vào cuối tháng 9 năm 2016; trong khi, con số này ở ECB và Mỹ vào cuối tháng 9 năm 2016 chỉ khoảng 30% (IMF, 2016). Phần lớn sự gia tăng tổng tài sản trên bảng cân đối của NHTW Nhật đến từ trái phiếu Chính phủ, đặc biệt là các trái phiếu có thời hạn còn lại dài. Thời gian đáo hạn trung bình của trái phiếu Chính phủ mà NHTW Nhật mua vào đã tăng từ dưới 3 năm lên đến hơn 7 năm và sau đó là 10 năm (Kuttner, 2014; Ryuzo và Tatsuyoshi, 2017).

Hình 2: Giá trị trái phiếu chính phủ Nhật Bản và tài sản khác được NHTW mua vào, lượng tiền cơ sở, giai đoạn 1/2000 – 05/2016



Nguồn: BOJ, <http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/famecgi2>

Tác động đến các biến số tài chính

Sự gia tăng lượng quy mô tài sản bằng cân đối của NHTW với cơ cấu tài sản có thời gian đáo hạn dài hơn đã làm giảm lãi suất của trái phiếu chính phủ dài hạn. Thông tin của Bloomberg cho thấy lãi suất của trái phiếu chính phủ Nhật Bản thời hạn 10 năm đã giảm mạnh nhất sau khi NHTW Nhật áp dụng chính sách nới lỏng tiền tệ toàn diện và chính sách nới lỏng định lượng và tín dụng.

Bảng 3: Sự thay đổi của mức lãi suất trái phiếu chính phủ trước và sau ngày áp dụng chính sách 1 ngày

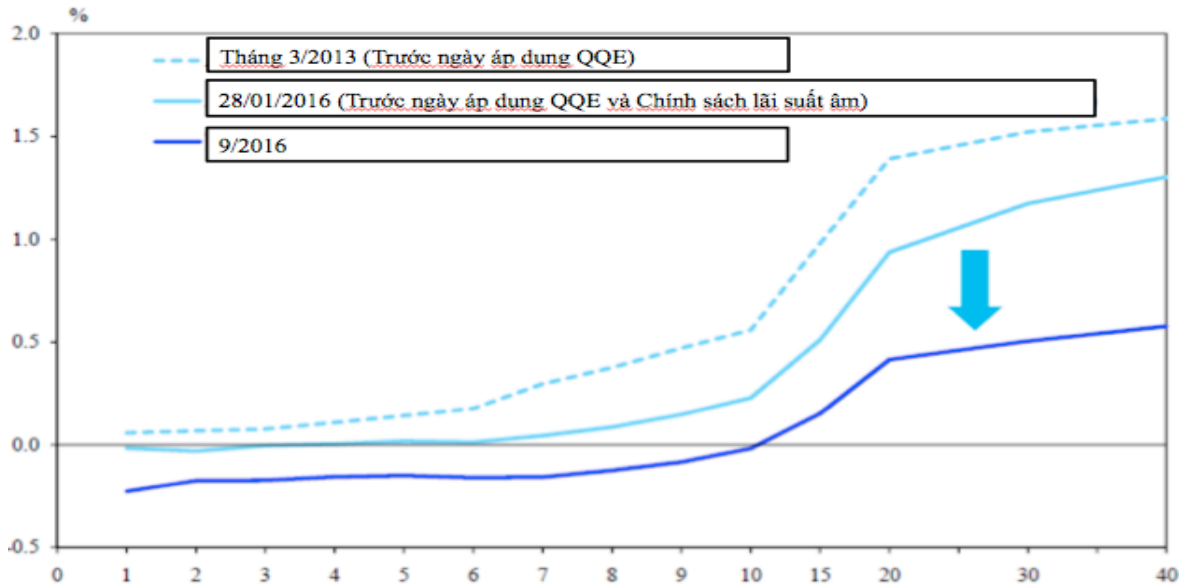
Chính sách	Thời gian	10 năm	5 năm	3 năm	1 năm
Nới lỏng tiền tệ toàn diện (CME)	10/2010	-10	-5	-2	-1
Nới lỏng định lượng và tín dụng (QQE1)	04/2013	-3	3	1	2
Nới lỏng định lượng và tín dụng tăng cường (QQE2)	10/2014	-1	0	0	0

Nguồn: Bloomberg

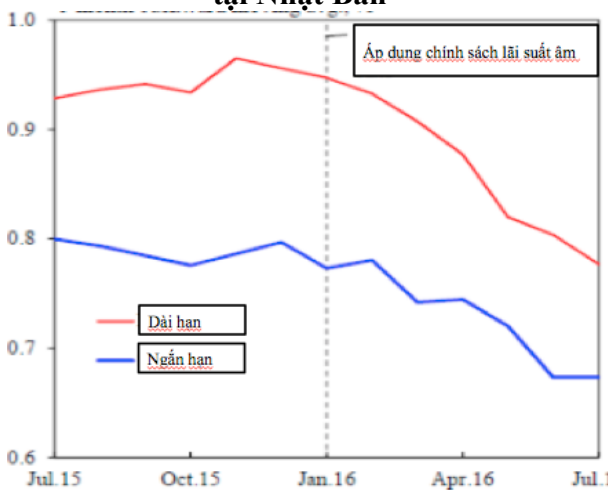
Sau khi ban hành chính sách lãi suất âm song song với chính sách nới lỏng định lượng và tín dụng, mục đích chính của chính sách này là khuyến khích các tổ chức tài chính tăng trưởng tín dụng, qua đó gia tăng lợi nhuận cho các doanh nghiệp và đến thu nhập cho người lao động. Thu nhập tăng dẫn đến chi tiêu tăng và kéo giá cả hàng hóa đi lên. Tuy nhiên, kết quả lại không được như mong đợi khi tăng trưởng tín dụng của hệ thống ngân hàng ra nền kinh tế sau đó không có dấu hiệu cải thiện, thậm chí giảm đi trong vòng khoảng 8 tháng từ khi có chính sách. Bernanke (2017) đã cho rằng chính lãi suất thực của nền kinh tế Nhật Bản quá thấp đã khiến cho các cơ hội kinh doanh của doanh nghiệp Nhật Bản bị hạn chế, từ đó dẫn đến nhu cầu vay vốn giảm, tăng trưởng tín dụng thấp. Tuy vậy, những mặt tích cực của chính

sách này không phải là không có. Chính sách lãi suất âm không những làm giảm lãi suất trái phiếu chính phủ Nhật Bản, lãi suất cho vay và lãi suất của cổ phiếu, thương phiếu mà nó còn làm tăng kỳ vọng về các điều kiện vay vốn của doanh nghiệp đối với hệ thống ngân hàng, đặc biệt là các doanh nghiệp lớn (Nakaso, 2016). Có thể vì lý do đó mà khi giới thiệu chính sách kiểm soát đường cong lãi suất vào tháng 9 năm 2016, NHTW Nhật Bản vẫn tiếp tục duy trì chính sách lãi suất âm.

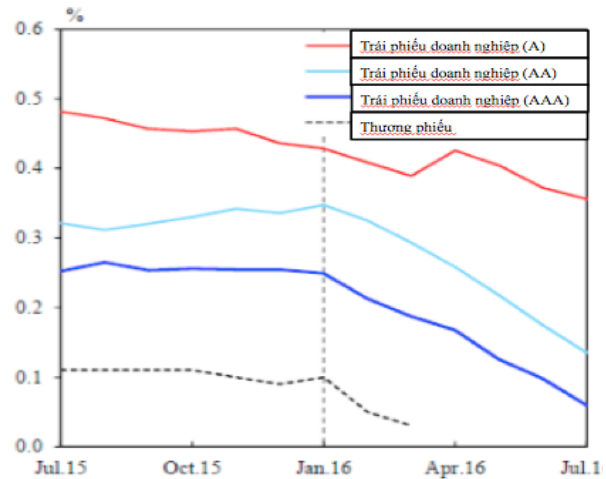
Hình 3: Sự thay đổi của đường cong lãi suất trái phiếu chính phủ Nhật ở các kỳ hạn



Hình 4: Lãi suất cho vay bình quân tại Nhật Bản



Hình 5: Lãi suất của các trái phiếu, thương phiếu phát hành tại Nhật Bản



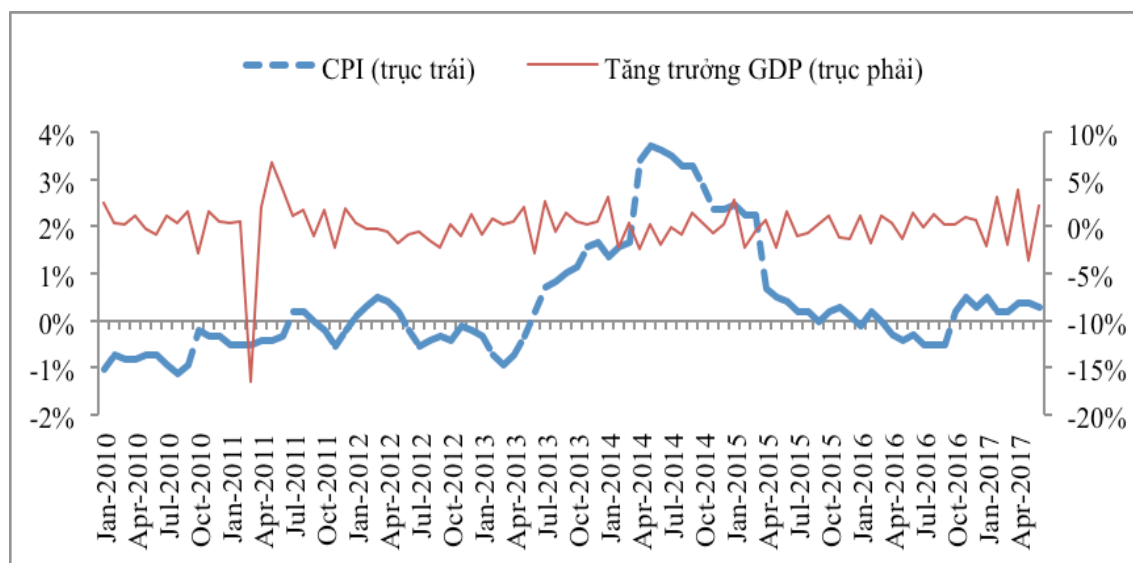
Nguồn: Nakaso (2016)

Tác động đến các biến số vĩ mô

Song song với chính sách QQE, chính sách định hướng mục tiêu của NHTW Nhật Bản cũng được tập trung. Chính sách định hướng mục tiêu của NHTW Nhật Bản đã thay đổi nhanh chóng dưới thời của Kuroda. Cụ thể, người đứng đầu NHTW Nhật Bản đã phát biểu trước công chúng nhấn mạnh nghiêm túc tới sự cam kết của NHTW về vấn đề kiểm soát lạm phát và sẽ sử dụng bất cứ công cụ gì để đạt được mức lạm phát mục tiêu. Điều này đã tác động tới kỳ vọng của thị trường và các chủ thể kinh tế khác – một nhân tố quan trọng để tác động lên lạm phát (Bernanke, 2017). Quan điểm của Kuroda khác hẳn với những người tiền

nhiệm khi những người này chỉ nhấn mạnh tới những rủi ro liên quan đến chính sách mở rộng tài khóa và chú trọng sử dụng công cụ để chống lạm phát (Posen, 2010).

Hình 6: GDP và CPI của Nhật Bản giai đoạn 2010 - 2017



Nguồn: World Bank (2017)

4. Kết luận và bài học kinh nghiệm

Khác với Mỹ, Anh, các quốc gia khu vực đồng tiền chung Châu Âu, nền kinh tế Nhật Bản liên tiếp phải đối mặt với tình trạng suy thoái và giảm phát. Do đó, mục tiêu mà NHTW Nhật Bản thường hướng tới là đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng. NHTW Nhật đã thực hiện điều này thông qua việc sử dụng công cụ lãi suất âm để giảm dự trữ dư thừa tại các NHTW, sử dụng công cụ khuyến khích cho vay và nới lỏng định lượng nhằm giảm lãi suất dài hạn trong nền kinh tế. Trên cơ sở kinh nghiệm sử dụng công cụ CSTT phi truyền thống của NHTW Nhật Bản, một số khuyến nghị sau được rút ra cho NHNN Việt Nam bao gồm:

Thứ nhất, khi áp dụng chính sách nới lỏng định lượng, hiệu quả và chất lượng đầu tư công cần phải được đảm bảo. Chính sách nới lỏng định lượng đã được Mỹ và các quốc gia trên thế giới áp dụng với cường độ mạnh kể từ sau khủng hoảng tài chính 2008. Về mặt bản chất, chính sách nới lỏng định lượng này chính là việc các NHTW mở rộng bảng cân đối của NHTW thông qua đẩy mạnh việc trực tiếp mua vào các loại tài sản trên thị trường tài chính. Việc mua vào các tài sản trên thị trường tài chính sẽ giúp khơi thông nguồn vốn cho khu vực tư nhân, giải quyết vấn đề vốn bị giữ lại trong hệ thống ngân hàng. Kết hợp với hiệu quả đầu tư của khu vực tư nhân tốt, chính sách nới lỏng định lượng tạo ra tín hiệu tích cực cho nền kinh tế khi chi phí huy động vốn của doanh nghiệp giảm và không tạo ra áp lực lạm phát.

Thứ hai, một trong những nhân tố tác động đến hiệu quả của chính sách định hướng mục tiêu là uy tín của NHTW. Là một trong những CSTT phi truyền thống, nội dung của chính sách định hướng mục tiêu thể hiện qua các cam kết của NHTW về mục tiêu điều hành của cơ quan quyền lực cao nhất về tiền tệ. Việc thống nhất giữa tuyên bố đã cam kết với thị trường và hành động của NHTW là rất quan trọng bởi nếu có sự mâu thuẫn, hiệu quả thực thi của các chính sách tiếp theo sẽ khó được đảm bảo. Minh chứng từ các quốc gia trong nghiên

cứu cho thấy các nước đã sử dụng và thực hiện rất nghiêm túc chính sách định hướng mục tiêu. Điều này sẽ giúp uy tín của NHTW với công chúng, thị trường tài chính tăng lên.

Thứ ba, cần cân nhắc kỹ thời điểm và thời gian sử dụng công cụ CSTT phi truyền thống. Về thời điểm sử dụng, hầu hết các quốc gia phát triển có mức lãi suất điều hành tiệm cận 0% sẽ sử dụng công cụ CSTT phi truyền thống. Tuy nhiên, ở các quốc gia mới nổi, đặc biệt là ở Việt Nam, công cụ lãi suất chưa thực sự có tác động mạnh nên công cụ CSTT phi truyền thống có thể được xem xét sử dụng nhằm phát giúp cơ quan quản lý đạt được mục tiêu mong đợi. Dầu vậy, chi phí cho việc sử dụng công cụ CSTT phi truyền thống là không nhỏ nên thời gian sử dụng cũng cần được NHNN Việt Nam cân nhắc thật kỹ.

Tài liệu tham khảo

- [1] Bernanke, B., 2017, *Some Reflections on Japanese monetary policy*, truy cập tại: <https://www.youtube.com/watch?v=7wIv7OvdbCk>
- [2] Ito, T., 2005, *Japanese monetary policy 1998 – 2005 and beyond*, truy cập tại <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap31i.pdf>
- [3] Krugman, P., 1998, It is back: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap, *Brooking Papers on Economic Activity*, 10(2): 137-87
- [4] Kuttner, K., 2014, *Monetary Policy during Japan's Great Recession: From Self-Induced Paralysis to Rooseveltian Resolve*, truy cập tại: https://spfusa.org/wp-content/uploads/2015/01/Paper_Monetary-Policy-during-Japan's-Great-Recession_Kuttner-20140530.pdf
- [5] Lam, W., 2011, *Bank of Japan's Monetary Easing Measures: Are they Powerful and Comprehensive?*, IMF WP/11/264
- [6] Nakaso, H., 2016, *Toward a "Comprehensive Assessment" of the monetary easing*, Speech at a meeting hosted by the American Chamber of Commerce in Japan, Tokyo (8th Sep 2016)
- [7] Obstfeld, M., 2009, *Time of Troubles The Yen and Japan Economy 1985 – 2008*, truy cập tại: http://eml.berkeley.edu/~obstfeld/paper_march09.pdf
- [8] Posen, Adam S. 2010, *The Realities and Relevance of Japan's Great Recession: Neither Ran nor Rashomon*, Peterson Institute for International Economics, Working Paper 10-7
- [9] Ryuzo, M., & Tatsuyoshi, O., 2017, *The macroeconomic Effects of Japan's Unconventional Monetary Policies*.
- [10] Ugai, H., 2006, *Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses*, Bank of Japan Working Paper Series

MỨC ĐỘ ĐỘC LẬP CỦA NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG NHẬT BẢN VÀ TRUNG QUỐC VÀ GỢI Ý CHO VIỆT NAM

ThS. Đặng Thế Tùng

Học viện Ngân hàng

Tóm tắt

Ngân hàng trung ương (NHTW) có vị trí và vai trò quan trọng trong nền kinh tế của mỗi quốc gia. Mức độ độc lập của NHTW ảnh hưởng đến hiệu quả của chính sách tiền tệ, do đó, xu hướng trên thế giới, mức độ độc lập của định chế này ngày càng được cải thiện. Các quốc gia tùy vào thể chế chính trị, đặc điểm kinh tế-xã hội xây dựng NHTW với mức độ độc lập khác nhau. Trong khuôn khổ bài viết, tác giả tìm hiểu lịch sử hình thành và mức độ độc lập của NHTW Nhật Bản (BOJ) và Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc (PBoC - NHTW của Trung Quốc) trên các khía cạnh như: độc lập thể chế, nhân sự, chức năng và tài chính. Trên cơ sở đó, cùng với việc đánh giá mức độ độc lập của Ngân hàng Nhà nước (NHNN) Việt Nam, tác giả đề xuất một số khuyến nghị để nâng cao mức độ độc lập của NHNN Việt Nam.

Từ khóa: *Ngân hàng trung ương, Ngân hàng Nhà nước, độc lập, chính sách tiền tệ*

CENTRAL BANK INDEPENDENCE IN JAPAN AND CHINA, AND IMPLICATIONS FOR VIETNAM

Dang The Tung MPP

Banking Academy of Vietnam

Abstract

On the world, central bank has played important roles in economy of any country. Effectiveness of monetary policy has been influenced by the degree of the central bank independence; therefore, in most countries, the degree of the central bank independence is increasingly improved. Countries with different political institutions and socio-economic characteristics have different degrees of the central bank independence. In this paper, the author explores history and the degree of central bank independence in Japan and China in terms of institutional, personal, functional, and financial independence. Based on that, along with the measurement of the independence of the State Bank of Vietnam, the paper points out certain implications to improve the independence of the State Bank of Vietnam.

Keywords: *Central Bank, State Bank of Vietnam, independence, monetary policy*

1. Mức độ độc lập của NHTW Nhật Bản

1.1. Lịch sử NHTW Nhật Bản

Đạo luật NHTW Nhật Bản được ban hành năm 1882, BOJ có vốn 10 triệu Yên và được cấp phép hoạt động 30 năm kể từ khi bắt đầu đi vào hoạt động vào tháng 10 cùng năm. Mục tiêu cấp thiết nhất tại thời điểm đó là chống lại lạm phát gây ra bởi tiền giấy quốc gia không có khả năng chuyển đổi được phát hành bởi chính phủ và các ngân hàng tư nhân. Theo sau sự thành lập của BOJ, các ngân hàng quốc gia của Nhật Bản mất quyền lực in tiền giấy. Nhiệm vụ mới của NHTW cung cấp một đồng tiền ổn định và đáng tin cậy cho các thị trường trong nước. Luật NHTW 1882 đã đặc quyền cho chính phủ với mức độ kiểm soát cao đối với BOJ. Điều này có nghĩa, Bộ Tài chính (BTC) có vị trí lấn át so với BOJ và từ khi thành lập, BOJ đã được coi là một phần của chính phủ. Tháng 8 năm 1895, BOJ tăng vốn lên 30 triệu Yên sau khi tăng vốn lên 20 triệu Yên vào tháng 3 năm 1887. Ngoài ra, tháng 2 năm 1910, BOJ được cấp phép hoạt động 30 năm kể từ tháng 10 năm 1912, đồng thời vốn tăng từ 30 triệu Yên lên 60 triệu Yên.

Tháng 2 năm 1942, chính phủ quân đội đã tổ chức lại hoạt động của BOJ theo mô hình Đạo luật NHTW Đức 1939, đã áp đặt quyền hạn của chính phủ vô điều kiện đối với BOJ bằng việc tài trợ cho nền kinh tế chiến tranh bằng cách in tiền để trang trải cho các khoản nợ chính phủ thông qua cung cấp các khoản tín dụng không giới hạn. Thống đốc của NHTW được bổ nhiệm bởi chính phủ và có quyền hoàn toàn đối với HĐQT về CSTT như là cơ quan có thẩm quyền cao nhất đối với CSTT.

Sau Chiến tranh thế giới lần thứ hai, Tư lệnh tối cao Quân đồng minh hướng đến mục tiêu dân chủ quá trình CSTT. Năm 1949, những nỗ lực này dẫn đến sự hình thành của Hội đồng Chính sách. Hội đồng này gồm 7 thành viên: Thống đốc, bốn doanh nhân, chuyên gia tài chính đại diện cho các ngân hàng thành phố, ngân hàng khu vực, thương mại và công nghiệp, và nông nghiệp, và không có quyền biểu quyết, hai đại diện chính phủ từ BTC và Cơ quan Kế hoạch kinh tế (EPA). Về mặt chính thức, Hội đồng Chính sách mới được thành lập là cơ quan ra quyết định tối cao về CSTT. Tuy nhiên, các biện pháp cụ thể được đưa vào thực tế để giới hạn quyền lực của Hội đồng để thực hiện tái cấu trúc mới phù hợp với các điều kiện kinh tế chính trị của Nhật Bản. Kết quả là Hội đồng chính sách có ảnh hưởng tương đối thấp trên thực tế. Do đó, Hội đồng Chính sách mới được gọi là “Hội đồng ngủ”, với thực tế là quyền lực thực sự nằm ở Ban điều hành, mà các khuyến nghị chính sách của Ban này thường theo sau Hội đồng chính sách. Nỗ lực để sửa đổi Đạo luật NHTW những năm cuối 1950 và giữa 1960 đã thất bại. BOJ đã cố gắng tìm kiếm sự độc lập hơn trong hoạt động, nhưng BTC đã bảo vệ thành công mức độ kiểm soát rộng rãi với BOJ. Cho đến năm 1996, vấn đề phức tạp về cải cách NHTW trở thành chủ đề được thảo luận lại. Chính phủ Hashimoto¹, một liên minh cầm quyền gồm các Đảng LDP, SDP và New Party Sakigake (một đảng được hình thành từ sự chia tách của LDP), đã đưa cải cách hệ thống tài chính vào trong các chương trình nghị sự của Chính phủ, bao gồm sửa đổi Đạo luật BOJ. Sau các cuộc thảo luận quyết liệt và phức tạp bao

¹ Ryutaro Hashimoto là thủ tướng thứ 82 và 83 của Nhật Bản từ 11/1/1996 đến 30/7/1998

gồm rất nhiều hội đồng tư vấn khác nhau, như Nhóm Dự án của chính phủ, “Nhóm nghiên cứu NHTW”, Hội đồng tư vấn tư nhân của Thủ tướng chính phủ, và Hội đồng nghiên cứu Hệ thống tài chính, một Hội đồng tư vấn cho Bộ trưởng BTC, và Quốc hội đã thông qua một dự luật vào 11 tháng 6 năm 1997, và Đạo luật BOJ mới có hiệu lực vào 1 tháng 4 năm 1998.

Có thể lập luận rằng sáng kiến cải cách NHTW ở Nhật Bản đồng thời là cuộc đấu tranh cho sự tồn tại chính trị của LDP. Nói cách khác “các lý do kinh tế- chính trị ích kỷ” là động lực để cải cách, với mục đích làm suy yếu quyền lực của BTC và thu hút sự chú ý ra khỏi những sai lầm chính sách của chính họ. Kết quả cho thấy Đạo luật BOJ mới tạo ra một sự thỏa hiệp chính trị giữa ba Đảng về quyền lực và BTC. Cụ thể, SDP và New Party Sakigake ủng hộ cải cách triệt để hơn, mặc dù LDP ngay từ đầu tiên ủng hộ cải cách BTC, nhưng giai đoạn sau lại cố gắng bảo vệ BTC khỏi những sự thay đổi.

Đạo luật NHTW mới ban hành, vị trí của Hội đồng Chính sách như là cơ quan quyền lực tối cao ra quyết định liên quan đến CSTT, trong khi Ban điều hành bị bãi bỏ, kết quả là hệ thống hội đồng một cấp. Quyền lực của Hội đồng Chính sách liên quan đến kiểm soát sự lưu hành tiền và tiền tệ được quy định tại Điều 15 của Đạo luật BOJ. Thành phần của Hội đồng đã được sửa đổi cơ bản. Theo Đạo luật mới, Hội đồng bao gồm chín thành viên: Thống đốc, hai Phó thống đốc và sáu “thành viên thảo luận” (Điều 16). Các thành viên thảo luận là những người với kiến thức và kinh nghiệm liên quan, bao gồm các chuyên gia về kinh tế hoặc tài chính (Điều 23) ví dụ, bao gồm các học giả, do đó dẫn đến mức độ đa dạng lớn hơn của Hội đồng Chính sách².

Theo quy định của Đạo luật mới, BOJ bây giờ được công nhận như là một cơ quan có thẩm quyền bởi chính phủ, với hai mục tiêu chính: duy trì ổn định giá cả, và đảm bảo ổn định hệ thống tài chính, Theo đó, Đạo luật quy định rằng các mục tiêu của NHTW là phát hành tiền giấy và thực hiện kiểm soát lưu thông tiền và tiền tệ (Điều 1) và đảm bảo thanh toán vốn giữa các tổ chức tài chính diễn ra trôi chảy, góp phần ổn định tài chính (Điều 1).

1.2. Mức độ độc lập của NHTW Nhật Bản

Việc ban hành Đạo luật BOJ mới đã giới thiệu độc lập pháp lý của BOJ về mặt nguyên tắc. Những cuộc tranh luận trước đây ở Nhật Bản về việc liệu một NHTW độc lập có hợp hiến không, vì Điều 65 của Hiến pháp Nhật Bản tuyên bố rằng “quyền hành pháp được trao cho Chính phủ”, nhưng điều này hiện nay đã được giải quyết. Tuy nhiên, vẫn không tồn tại sự bảo đảm theo hiến pháp về mức độ độc lập của BOJ. Khả năng thay đổi Đạo luật BOJ có thể xảy ra, và giảm bớt hoặc thậm chí bãi bỏ tính độc lập của BOJ, không hề có ý nghĩa đối với những cuộc đấu tranh chính trị giữa BOJ và Đảng cầm quyền đang diễn ra trong những năm gần đây.

Thậm chí theo Đạo luật mới, mức độ độc lập của BOJ vẫn có những giới hạn nhất định. Đồng thời, mức độ độc lập của BOJ đi kèm với nâng cao sự minh bạch và trách nhiệm giải trình. Nội dung này, tác giả dành để đánh giá mức độ độc lập pháp lý của BOJ trên một số khía cạnh sau:

² Các thành viên của Hội đồng chính sách do Chính phủ bổ nhiệm với sự đồng ý của Hạ viện và Thượng viện.

1.2.1. Độc lập thể chế

Cuộc cải cách NHTW 1998 đã tăng cường khả năng của BOJ trong việc đưa ra các quyết định mà không có sự can thiệp của chính phủ. Trong khi BOJ “cũ” phải chịu sự kiểm soát rộng rãi của BTC, Đạo luật 1998 hạn chế sự kiểm soát của BTC đối với NHTW (Điều 56, 57 của Đạo luật BOJ 1998). Tuy nhiên, điều quan trọng cần lưu ý là Đạo luật mới cũng chỉ công nhận mức độ độc lập của BOJ liên quan đến CSTT. Theo đó, Điều 3 quy định rằng: “Mức độ độc lập của BOJ liên quan đến kiểm soát lưu thông tiền và tiền tệ sẽ được tôn trọng”

Trong khi điều này được giải thích là bao gồm các phương pháp cần thiết để điều hành CSTT, mức độ độc lập của BOJ không được đảm bảo khi định chế này thực hiện các chức năng khác. Cụ thể, cơ chế điều hành các can thiệp trên thị trường ngoại hối vẫn thuộc về BTC. Khi BOJ mua và bán ngoại tệ, định chế này thực hiện các công việc của quốc gia và hành động theo yêu cầu hoặc sự phê chuẩn của BTC (Điều 36, 40).

Bên cạnh các biện pháp để góp phần duy trì sự ổn định tài chính được xác định như là mục tiêu chính thứ hai của BOJ theo Điều 1, trong các điều kiện bất ổn, Thủ trưởng và Bộ trưởng BTC có thể yêu cầu BOJ hành động như là người cho vay cuối cùng và mở rộng các khoản tài trợ đặc biệt cho các tổ chức tài chính yếu kém (Điều 38).

Ngay cả đối với CSTT, mức độ độc lập của BOJ vẫn có những hạn chế lớn: để đảm bảo CSTT của BOJ và chính sách kinh tế của chính phủ tương thích với nhau. Đạo luật yêu cầu BOJ phải tính đến thực tế rằng kiểm soát lưu thông tiền tệ và tiền tệ là một bộ phận của chính sách kinh tế tổng thể và luôn luôn duy trì sự liên lạc chặt chẽ với chính phủ và trao đổi quan điểm một cách đầy đủ (Điều 4). Hội đồng Chính sách Kinh tế và Tài khóa hiện nay đang là diễn đàn cho những cuộc trao đổi như vậy. Ngoài ra, Đạo luật yêu cầu Bộ trưởng BTC hoặc Bộ trưởng Chính sách Kinh tế và Tài khóa hoặc đại diện của những Bộ này có quyền tham dự vào các cuộc họp của Hội đồng Chính sách BOJ về các vấn đề liên quan đến CSTT (được gọi là Cuộc họp CSTT), bày tỏ các ý kiến, đệ trình các đề xuất, và yêu cầu các quyết định CSTT được hoãn lại đến cuộc Hội đồng tiếp theo (Điều 19). Tuy nhiên, các đại diện của chính phủ không có quyền biểu quyết. Đối với việc xem xét các ý kiến của đại diện chính phủ, và bất kỳ yêu cầu nào về trì hoãn, Hội đồng Chính sách BOJ quyết định bằng đa số phiếu. Trên thực tế, sự tham dự của đại diện chính phủ là nguyên tắc. Trong rất nhiều cuộc thảo luận về NHTW độc lập, tháng 8 năm 2000, Hội đồng Chính sách từ chối yêu cầu của đại diện chính phủ về trì hoãn quyết định chấm dứt chính sách lãi suất 0%.

1.2.2. Độc lập nhân sự

Độc lập nhân sự của NHTW là vấn đề quan trọng khi các nguyên tắc pháp lý liên quan đến khía cạnh độc lập khác để lại khoảng trống để giải thích. Thống đốc, hai Phó thống đốc và sáu thành viên thảo luận của Hội đồng Chính sách BOJ được bổ nhiệm bởi chính phủ theo sự chấp thuận của lưỡng viện (Điều 23). Nhiệm kỳ của họ kéo dài 5 năm (Điều 24). Một nhiệm kỳ tương đối ngắn - các thành viên của Ban điều hành của ECB có nhiệm kỳ 8 năm, các thành viên của Hội đồng Thống đốc của Fed có nhiệm kỳ đến 14 năm - phải được đánh giá quan trọng đối với NHTW độc lập. Các thành viên của Hội đồng Chính sách có khả năng được bổ

nhiệm lại (Điều 24), theo lý thuyết, có thể ảnh hưởng đến sự sẵn sàng của các thành viên Hội đồng để chịu áp lực chính trị một phần từ phía chính phủ. Tuy nhiên, trên thực tế, việc bổ nhiệm lại hạn chế đối với một số trường hợp đặc biệt. Trong suốt nhiệm kỳ, các thành viên của Hội đồng Chính sách không đối mặt với các áp lực về việc ý kiến của họ bị loại bỏ do Điều 25 của Đạo luật quy định việc miễn nhiệm các thành viên chỉ khi trong các trường hợp ngoại lệ. Độc lập nhân sự được hỗ trợ bởi thực tế rằng các tiêu chuẩn đối với thù lao của các nhân viên của BOJ được thiết lập bởi Hội đồng chính sách (Điều 15).

1.2.3. Độc lập chức năng

Độc lập chức năng của NHTW được hiểu là NHTW nên có mục tiêu được xác định rõ ràng và tự do thiết lập các công cụ chính sách để theo đuổi mục tiêu đó. Về các mục tiêu của BOJ, Điều 2 của Đạo luật yêu cầu NHTW hướng đến mục tiêu của CSTT là ổn định giá cả, do đó góp phần vào sự phát triển bền vững của kinh tế quốc gia. Mức độ ổn định giá nào được ưu tiên hơn sự phát triển kinh tế vẫn còn gây tranh cãi. Một số người nhấn mạnh rằng Điều 2 đọc “do đó”, đã lập luận rằng ổn định giá cả nên được ưu tiên, thậm chí là mục tiêu cuối cùng để thúc đẩy tăng trưởng bền vững qua thời gian, trong khi những người khác lại cân nhắc cả ổn định giá cả và tăng trưởng bền vững là mục tiêu kép của NHTW, không có xếp hạng rõ ràng.

BOJ tự do để lựa chọn công cụ cần thiết để đạt được mục tiêu ổn định giá cả. Nói cách khác, có thể nói rằng BOJ độc lập về công cụ. NHTW có thể áp dụng mục tiêu định lượng đối với lạm phát, và thực hiện điều đó từ năm 2012. Ngược lại, kế hoạch để sửa đổi Đạo luật và trao cho chính phủ quyền quy định mục tiêu trên đến nay vẫn chưa được thực hiện.

Về mặt nguyên tắc, BOJ bị cấm không được mở rộng tín dụng đối với chính phủ. Theo Điều 5 của Đạo luật Tài chính, chính phủ không thể có bảo lãnh từ BOJ cho các khoản nợ của chính phủ hoặc thực hiện đi vay từ BOJ. Điều này phù hợp với nguyên tắc của hầu hết các NHTW trên thế giới, và đồng thời, phản ánh kinh nghiệm của chính Nhật Bản đối với lạm phát phi mã gây ra bởi tài trợ trực tiếp của BOJ cho chính phủ trong suốt Chiến tranh thế giới lần thứ hai. Tuy nhiên, trong một số trường hợp ngoại lệ, BOJ có thể bảo lãnh trái phiếu chính phủ hoặc tín phiếu kho bạc, hoặc mở rộng tín dụng cho chính phủ, đến một giá trị nhất định được phê duyệt bởi Nghị quyết của Quốc hội (Điều 5 Đạo luật Tài chính và Điều 34 Đạo luật BOJ). Trên thực tế, những tình huống như vậy chỉ giới hạn đối với bảo lãnh của BOJ cho trái phiếu chính phủ hoặc tín phiếu kho bạc để hoàn trả vào ngày đáo hạn của những chứng khoán chính phủ đó được BOJ mua thông qua các hoạt động của thị trường.

1.2.4. Độc lập tài chính

Độc lập tài chính đề cập đến khả năng của bất kỳ bên thứ ba nào tác động, trực tiếp hoặc gián tiếp, đến khả năng của NHTW (có thể hiểu cả về hoạt động (nguồn nhân lực); và về tài chính, (các nguồn tài chính hợp lý)) để thực hiện nhiệm vụ của nó. Như đã đề cập ở trên, trước cuộc cải cách BOJ 1998, BTC kiểm soát rộng rãi ngân sách của BOJ đã thể hiện một điểm nhạy cảm. Điều 51 của Đạo luật hiện nay cung cấp một sự thỏa hiệp. Chỉ những chi phí hoạt động được xác định bởi chính phủ không cản trở việc kiểm soát lưu thông tiền và tiền tệ, ví dụ, bao gồm chi phí in tiền giấy, và chi phí nhân sự cần phê duyệt của BTC. Nếu BTC từ

chối phê duyệt, những lý do cho những quyết định như vậy cần được công bố, và BOJ có thể lấy ý kiến công chúng về những quyết định như vậy của BTC. Về mặt này, minh bạch có thể được coi là hoạt động có lợi cho BOJ.

BOJ lập báo cáo tài chính cho mỗi giai đoạn 6 tháng hoạt động từ tháng 4 đến tháng 9 và từ tháng 10 đến tháng 3 của năm tài chính (Điều 52). Năm 1998, BOJ công bố các nguyên tắc kế toán áp dụng, có tính đến các nguyên tắc kế toán được chấp nhận rộng rãi (GAAP) của kế toán doanh nghiệp. Từ thu nhập thuần hàng năm, BOJ được yêu cầu đóng góp ít nhất 5% vào dự trữ pháp định và có thể có sự phê duyệt của BTC, chi trả cổ tức cho các cổ đông lên đến 5% mệnh giá cổ phiếu và phần còn lại được chuyển cho chính phủ (Điều 53).

1.2.5. Minh bạch và trách nhiệm giải trình

Để cân bằng mức độ độc lập tăng lên của BOJ, cuộc cải cách BOJ 1998 đồng thời tăng cường mức độ minh bạch và trách nhiệm giải trình của BOJ. Do đó, Điều 3 của Đạo luật 1998 yêu cầu BOJ cố gắng làm sáng tỏ với công chúng nội dung của các quyết định, cũng như quá trình ra quyết định, liên quan đến kiểm soát lưu thông tiền và tiền tệ. BOJ phải chuẩn bị và công bố những biên bản của bất kỳ cuộc họp nào của Hội đồng Chính sách về các vấn đề của CSTT. Biên bản của các cuộc họp thường được công bố ra công chúng sau 10 năm (Điều 20). Hơn nữa, BOJ công bố các tiêu chuẩn và quy định về thù lao cho các nhân viên và người lao động của mình (Điều 31 và 32).

BOJ phải báo cáo Quốc hội mỗi 6 tháng liên quan đến các quyết định của Hội đồng về kiểm soát lưu thông tiền tệ và tiền tệ và các điều kiện của các hoạt động kinh doanh dựa trên các Nghị quyết của Quốc hội (Điều 54). Thống đốc hoặc người đại diện được ủy quyền phải tham dự phiên họp của lưỡng viện hoặc các ủy ban của lưỡng viện theo yêu cầu của họ để giải thích tình trạng hiện tại của hoạt động kinh doanh và tài sản của NHTW (Điều 54).

2. Mức độ độc lập của Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc

2.1. Lịch sử Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc

Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc (PBoC) được thành lập năm 1948. Trong giai đoạn trước cải cách (đến cuối năm 1978), PBoC là ngân hàng duy nhất ở Trung Quốc. Theo đó, PBoC độc quyền hầu hết tất cả các hoạt động ngân hàng. Các hoạt động của nó bao gồm NHTW và các hoạt động NHTM. Hệ thống ngân hàng trong giai đoạn này có thể được mô tả như là hệ thống ngân hàng độc quyền tất cả. Hệ thống này tương ứng với cơ chế kế hoạch hóa tập trung, trong đó PBoC dành riêng các quỹ đầu tư và vốn lưu động cho các doanh nghiệp nhà nước theo ngân sách tài chính trung ương.

Những năm 1980, như một phần của cải cách kinh tế, các ngân hàng quốc doanh chuyên biệt được thành lập do nhu cầu tài chính của nền kinh tế thực. Điều này tạo ra một tình huống phức tạp trong đó PBoC đóng vai trò là một NHTW đồng thời là một NHTM, cạnh tranh trực tiếp với các ngân hàng chuyên biệt khác. Sau năm 1983, Quốc vụ viện (Chính phủ Trung Quốc) chỉ định PBoC với một chức năng duy nhất là NHTW, và chia tách các chức năng NHTW của PBoC thành 4 ngân hàng độc lập, mặc dù vẫn sở hữu nhà nước, gồm: Ngân hàng Công thương Trung Quốc (ICBC), Ngân hàng Trung Quốc (BoC), Ngân hàng Nông

nghiệp Trung quốc (ABC), và Ngân hàng Xây dựng Trung Quốc (CCB). Địa vị NHTW của PBoC được khẳng định trong các quy định của Quốc vụ viện năm 1986, đánh dấu sự hình thành chính thức của hệ thống ngân hàng hai cấp ở Trung Quốc. Tuy nhiên, trong một thời gian dài, hiệu quả của hệ thống ngân hàng hai cấp chỉ trên giấy tờ, do kế hoạch nhà nước tiếp tục đóng vai trò quyết định trong các hoạt động cho vay của ngân hàng quốc doanh (các ngân hàng tư nhân hầu như không có). Do thực tế rằng các khoản trợ cấp ngân sách được thay thế bằng những khoản vay ngân hàng trong những năm 1980, các ngân hàng quốc doanh chủ yếu thực hiện một số chức năng ngân sách cụ thể mà bộ phận tài khóa nhà nước nên phải đảm nhận (nhưng không). Trong giai đoạn này, PBoC chủ yếu hoạt động bên lề trong việc hoạch định các chính sách kinh tế vĩ mô và về mặt thể chế nằm dưới sự quản lý của Ủy ban Kế hoạch Nhà nước (sau này trở thành Ủy ban Cải cách và Phát triển quốc gia - NDRC) và BTC

Một sự thay đổi chung trong bối cảnh hoạt động của PBoC vào những năm 1990 đánh dấu thời kỳ cải cách thứ hai. Việc áp dụng Luật NHTW (Law of the People's Republic of China on the People's Bank of China - Luật của Cộng hòa Nhân dân Trung Quốc về Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc) và Luật NHTM năm 1995 được coi là cột mốc của cải cách khu vực ngân hàng Trung Quốc và là dấu hiệu cho thấy địa vị của PBoC tăng lên trong phạm vi chính quyền trung ương. Điều này trao quyền cho những nhà cải cách trong đảng lãnh đạo và trong PBoC, thúc đẩy những thay đổi thể chế xa hơn của PBoC. Bên cạnh các chức năng CSTT, Luật NHTW cũng trao cho PBoC trách nhiệm giám sát ngân hàng.

Năm 1998 chứng kiến những tái cấu trúc lớn trong tổ chức của các ngân hàng khu vực của PBoC: tất cả các chi nhánh địa phương của PBoC bị đóng cửa và PBoC mở chín chi nhánh vùng, mà ranh giới không tương ứng với ranh giới hành chính địa phương. Mục tiêu là tái tập trung quyền lực quá trình ra quyết định, và cải thiện mức độ độc lập của PBoC từ những ảnh hưởng của các chính quyền địa phương.

Từ khi thành lập Ủy ban Điều tiết ngân hàng Trung Quốc (CBRC) tháng 3 năm 2003 và sửa đổi Luật NHTW vào tháng 12 cùng năm, giám sát ngân hàng được thực hiện bởi CBRC, và PBoC chỉ có nhiệm vụ duy nhất thực hiện CSTT quốc gia.

2.2. Mức độ độc lập của Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc

2.2.1. Độc lập thể chế

Điều 2 Luật NHTW chỉ đơn giản quy định rằng PBoC là NHTW của Cộng hòa Nhân dân Trung Hoa. Điều này không nói lên bất cứ điều gì về tình trạng pháp lý của PBoC liên quan đến tư cách pháp nhân hoặc các quyền hợp pháp của PBoC.

Các nhà nghiên cứu xem PBoC trong cơ cấu của Quốc vụ viện hoặc một cơ quan ngang Bộ mà không xác định tình trạng pháp lý của PBoC. Quyết định của Quốc vụ viện chỉ rõ rằng PBoC được thành lập dưới hình thức là một cơ quan nhà nước. Điều này có nghĩa là PBoC được trao quyền tư cách pháp nhân với việc thành lập của nó theo Điều 50 Các nguyên tắc chung của Luật Dân sự.

Quản lý cao nhất của PBOC bao gồm Thống đốc và một số lượng các Phó thống đốc theo Điều 10 của Luật NHTW. Thống đốc của PBoC được Thủ tướng của Quốc vụ viện giới

thiệu và được Quốc hội bổ nhiệm. Phó thống đốc của PBoC được bổ nhiệm hoặc miễn nhiệm bởi Thủ tướng của Quốc vụ viện. Quyền lực và trách nhiệm của Thống đốc và các phó Thống đốc chỉ được quy định một cách mơ hồ trong Luật.

PBoC gồm 18 bộ phận chức năng, trong đó có Ủy ban CSTT, đóng vai trò quan trọng trong kiểm soát kinh tế vĩ mô của nhà nước và trong việc xây dựng và điều chỉnh CSTT. Các chức năng, thành phần và thủ tục làm việc của Ủy ban CSTT do Quốc vụ viện quy định và báo cáo tới Ủy ban Thường vụ Quốc hội (Điều 12 Luật NHTW).

Ủy ban CSTT gồm Thống đốc PBoC và 2 Phó thống đốc, Phó Thống thư ký Quốc vụ viện, Phó Chủ nhiệm Ủy ban Phát triển và Cải cách Nhà nước, Thứ trưởng BTC, Cục trưởng Cục quản lý ngoại hối, Chủ tịch CBRC, Chủ tịch Ủy ban điều tiết chứng khoán Trung Quốc, Cục trưởng Cục Thống kê quốc gia, Chủ tịch Hiệp hội ngân hàng Trung Quốc và các chuyên gia kinh tế.³

Ủy ban CSTT họp định kỳ hàng quý hoặc cuộc họp đặc biệt được tổ chức nếu Chủ tịch Ủy ban CSTT đề xuất hoặc được hơn 1/3 số thành viên của Ủy ban tán thành.

Các ý kiến thể hiện trong cuộc họp của Ủy ban CSTT sẽ được ghi lại trong biên bản cuộc họp. Những biên bản này hoặc bất kỳ kết quả tư vấn chính sách, nếu được phê duyệt bởi hơn 2/3 số thành viên của Ủy ban CSTT, phải được đính kèm như là phụ lục của các quyết định chính sách của PBoC về cung ứng tiền hàng năm, lãi suất, tỷ giá hoặc các vấn đề CSTT quan trọng khác được báo đến Quốc vụ viện để phê duyệt. Trong trường hợp PBoC đưa ra quyết định về những vấn đề liên quan đến CSTT với Quốc vụ viện, PBoC nên đồng thời đính kèm các biên bản cuộc họp hoặc tư vấn chính sách của Ủy ban CSTT.

Việc bổ nhiệm hoặc miễn nhiệm các thành viên của Ủy ban CSTT theo quyết định của Quốc vụ viện, một thực tế làm giảm tính độc lập của PBoC.

Điều 7 của Luật NHTW quy định “PBoC sẽ, dưới sự hướng dẫn của Quốc vụ viện, điều hành chính các CSTT độc lập, thực hiện các chức năng của nó và vận hành hoạt động theo luật pháp không có bất kỳ sự can thiệp của các chính quyền địa phương, các bộ phận của chính phủ tại tất cả các cấp, các tổ chức công hoặc cá nhân.” Do đó, sự độc lập về thể chế chính thức của PBoC bị giảm bớt phần lớn do “hướng dẫn của Quốc vụ viện” và vị trí trực thuộc Quốc vụ viện.

2.2.2. Độc lập nhân sự

Sự sắp xếp cho Quốc hội có trách nhiệm bổ nhiệm Thống đốc của PBoC, bỏ qua quyền lực của Quốc vụ viện, có thể được hình thành như là nỗ lực để tạo ra thêm một số khoảng cách giữa PBoC và Quốc vụ viện, và trao cho NTWW độc lập nhân sự. Tuy nhiên, do Quốc vụ viện quyết định thành phần của Ủy ban CSTT của PBoC, cơ quan ra quyết định CSTT thực sự, và có toàn quyền quyết định về việc bổ nhiệm và miễn nhiệm các thành viên của Ủy ban; do vậy độc lập nhân sự của PBoC gây tranh cãi. Độc lập nhân sự của PBoC còn

³ Hiện nay, Ủy ban CSTT của PBoC gồm 15 thành viên. Danh sách chi tiết các thành viên của Ủy ban CSTT xem tại: <http://www.pbc.gov.cn/english/130721/2870445/index.html>

hiều hạn chế bởi thực tế rằng các ứng viên cho chức danh Thống đốc của PBoC được quyết định bởi Ban Chấp hành Trung ương Đảng Cộng sản Trung Quốc (CCP) và nhiệm kỳ của Thống đốc không được quy định bởi Luật.

Những nghiên cứu gần đây cho thấy mối quan hệ thực sự phụ thuộc lẫn nhau giữa PBoC và sự lãnh đạo của Đảng Cộng sản đã giúp củng cố quyền lực của PBoC trong hệ thống phân cấp của Đảng Cộng sản-Nhà nước Trung Quốc, bởi vì từ những năm 1990, PBoC được cho là đã xây dựng năng lực thể chế và thiết lập thành tích chính sách đáng tin cậy. Cùng với đó, Bell và Feng (2013) cho rằng mặc dù địa vị không độc lập chính thức của PBoC, việc gia tăng quyền lực NHTW ở Trung Quốc đánh dấu sự thay đổi lớn trong thể chế và CSTT của Trung Quốc.

2.2.3. Độc lập chức năng

Theo Điều 2 và 3 của Luật NHTW, PBoC, thực hiện xây dựng và thực thi CSTT của nhà nước, có mục tiêu duy trì giá trị đồng nội tệ và qua đó thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Có thể nhận thấy rằng PBoC theo Luật được giao hai nhiệm vụ ngang nhau đó là duy trì ổn định đồng nội tệ và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Tuy nhiên, với tình trạng pháp lý của PBoC như là một cơ quan của Quốc vụ viện, mục tiêu ổn định đồng tiền thường được xem là mục tiêu thứ yếu so với mục tiêu tăng trưởng kinh tế. Cách tiếp cận này xuất hiện những năm 1980 trước khi Luật NHTW có hiệu lực, trong suốt thời kỳ biến động của cung tiền, khi PBoC hoặc bơm khối lượng lớn tiền ra nền kinh tế hoặc thắt chặt cung tiền - một chính sách của chính quyền trung ương hoặc địa phương ưu tiên cho phát triển kinh tế trong ngắn hạn. Cũng như khi Trung Quốc trải qua giai đoạn suy giảm tăng trưởng kinh tế liên tục và lạm phát trong giai đoạn 1998-2002, PBoC thực hiện CSTT mở rộng để duy trì tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, cũng tồn tại quan điểm cho rằng NHTW Trung Quốc xem xét việc giảm lạm phát và do đó ngăn chặn tình trạng bất ổn xã hội như là mục tiêu hàng đầu, đặc biệt từ năm 2003, PBoC cố gắng ngăn chặn lạm phát gây ra bởi những cú sốc từ bên ngoài thông qua các chương trình can thiệp quy mô lớn.⁴ Do hậu quả trực tiếp của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008, PBoC thực thi CSTT thích ứng, các nhà lãnh đạo của PBoC thừa nhận những khó khăn trong việc theo đuổi đồng thời hai mục tiêu và những yêu cầu về thỏa hiệp xuất hiện.

Các mục tiêu khác cũng được tìm thấy trong Điều 1 của Luật NHTW, theo đó, PBoC có mục tiêu thiết lập và hoàn thiện hệ thống kiểm soát vĩ mô và duy trì sự ổn định của hệ thống ngân hàng. Tuy nhiên, từ năm 2003, mục tiêu sau của PBoC không bao gồm giám sát và quản lý hệ thống ngân hàng, do mục tiêu này đã được chuyển cho CBRC. Tuy nhiên, theo Điều 33 của Luật NHTW, PBoC có thể nhằm thực hiện CSTT và duy trì sự ổn định của hệ thống tài chính, gợi ý rằng CBRC thực hiện giám sát và kiểm tra các ngân hàng. Hơn nữa, khi các ngân hàng gặp khó khăn về thanh toán có thể dẫn đến rủi ro tài chính, PBoC, theo Điều 34 của Luật NHTW, và trên cơ sở sự phê chuẩn của Quốc vụ viện, có quyền thanh tra và giám sát các ngân hàng với mục tiêu là suy trì sự ổn định tài chính.

⁴ Bell và Feng, 2013

Độc lập chức năng của PBoC là thách thức bởi yêu cầu của Điều 5 Luật NHTW, yêu cầu các quyết định CSTT quan trọng của NHTW (như cung tiền hàng năm, lãi suất, và tỷ giá) chỉ được thực thi sau khi có sự phê chuẩn của Quốc vụ viện. Quốc vụ viện có quyền quyết định để xác định vấn đề nào là quan trọng do Luật NHTW không giải thích chi tiết câu hỏi này.

2.2.4. Độc lập tài chính

Liên quan đến vốn của PBoC, Điều 8 Luật NHTW quy định tất cả vốn của PBoC sẽ được nhà nước giao và thuộc sở hữu nhà nước. Điều này khá đặc biệt bởi vì (i) điều khoản này không quy định bất kỳ về vốn đăng ký của NHTW Trung Quốc. Thông thường, các nhà nghiên cứu chỉ thường đề cập, hiện nay PBoC là NHTW lớn nhất thế giới xét về tổng tài sản vượt cả ECB, BOJ và Fed;⁵ (ii) với tuyên bố vốn của PBoC thuộc sở hữu nhà nước gây ra sự chú ý nhất định.

Là một tổ chức có tư cách pháp nhân, PBoC nên có khả năng sở hữu các quyền của mình, như sở hữu vốn. Do đó, vấn đề được đặt ra là làm sao để giải thích Điều 8 của Luật NHTW rằng vốn của PBoC thuộc sở hữu nhà nước. Người ta có thể giải thích điều này theo quan điểm hạn chế sự chuyển nhượng, như PBoC bị cấm không được bán “vốn” của nó (nghĩa là “cổ phần”) cho các cá nhân hoặc các cơ quan chính phủ khác, sự hạn chế này không phổ biến đối với các NHTW.

Đối với độc lập tài chính của PBoC, tồn tại một số thực tế dẫn đến kết luận rằng PBoC phụ thuộc tài chính vào Quốc vụ viện. Đầu tiên, vốn của NHTW Trung Quốc hoàn toàn do đóng góp của Nhà nước (Điều 8 Luật NHTW), lợi ích được đại diện bởi Quốc vụ viện. Thứ hai, ngân sách của PBoC được kiểm tra và giám sát bởi (bộ phận tài chính của) Quốc vụ viện (Điều 38 Luật NHTW). Thứ ba, PBoC có nghĩa vụ chuyển lợi nhuận ròng cho kho bạc nhà nước, trong khi lỗ được bù đắp bởi phân bổ tài chính trung ương (Điều 39 Luật NHTW).

3. Những gợi ý cho Việt Nam trong việc nâng cao tính độc lập của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

3.1. Mức độ độc lập của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

3.1.1. Độc lập nhân sự

Theo Điều 2, Luật NHNN Việt Nam 2010: “NHNN Việt Nam là cơ quan ngang bộ của Chính phủ, là Ngân hàng trung ương của nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam”. Theo đó, Thống đốc NHNN là thành viên của Chính phủ, chịu trách nhiệm trước Thủ tướng Chính phủ về quản lý nhà nước trong lĩnh vực tiền tệ và ngân hàng. Cơ cấu tổ chức của NHNN do Chính phủ quy định (Điều 7). Ngoài ra, việc bổ nhiệm Thống đốc do Quốc hội phê chuẩn trên cơ sở đề trình của Thủ tướng và nhiệm kỳ của Thống đốc trùng với nhiệm kỳ của Chính phủ là 05 năm⁶.

⁵ Tính đến tháng 6/2017. Tổng tài sản của ECB, Fed, BOJ và PBoC lần lượt là 4,7; 4,4; 4,5 và 5,1 nghìn tỷ USD

⁶ Luật NHNN 2010 không quy định nhiệm kỳ của Thống đốc

Hơn nữa, việc tuyển dụng, sử dụng, quản lý cán bộ, công chức NHNN về nguyên tắc thực hiện theo quy định của Luật cán bộ, công chức. Thủ tướng Chính phủ quy định cơ chế tuyển dụng, chế độ đãi ngộ cán bộ, công chức phù hợp với hoạt động nghiệp vụ đặc thù của NHNN (Điều 9). Đáng chú ý, thực tế tại Việt Nam chỉ ra rằng việc tuyển dụng, bổ nhiệm, luân chuyển cán bộ trong hệ thống NHNN còn bị chi phối bởi nhiều mối quan hệ phức tạp và trong nhiều trường hợp nằm ngoài khả năng kiểm soát của NHNN và của Thống đốc NHNN. Do đó, có thể kết luận rằng, độc lập nhân sự của NHNN Việt Nam vô cùng hạn chế.

3.1.2. Độc lập chính sách/công cụ

NHNN Việt Nam không độc lập về mục tiêu cuối cùng, do NHNN sẽ xây dựng chỉ tiêu lạm phát hằng năm để Chính phủ trình Quốc hội quyết định và tổ chức thực hiện (Khoản 5 Điều 4).⁷ Tuy nhiên, theo quy định Luật NHNN 2010, NHNN Việt Nam lại độc lập về công cụ, cụ thể: Thống đốc NHNN toàn quyết quyết định sử dụng các công cụ của CSTT (tái cấp vốn, lãi suất, tỷ giá hối đoái, dự trữ bắt buộc, nghiệp vụ thị trường mở và các công cụ, biện pháp khác theo quy định của Chính phủ) để đạt được mục tiêu của CSTT đã được Quốc hội phê duyệt (Điều 10).

Nhưng trên thực tế, CSTT của NHNN chịu nhiều ảnh hưởng lớn từ ý kiến của Hội đồng Tư vấn chính sách tài chính, tiền tệ quốc gia⁸. Mặc dù, theo quy định, Hội đồng này làm việc theo nguyên tắc tư vấn cho Thủ tướng Chính phủ chứ không có cơ chế ra quyết định.

3.1.3. Độc lập tài chính

NHNN là pháp nhân (Điều 2), có vốn pháp định do ngân sách nhà nước cấp; và mức vốn pháp định của NHNN do Thủ tướng Chính phủ quyết định⁹(Điều 42). Hơn nữa, thu, chi tài chính của NHNN tuân thủ theo quy định của Luật ngân sách nhà nước. Thủ tướng Chính phủ quy định những nội dung thu, chi tài chính phù hợp với hoạt động nghiệp vụ đặc thù của NHNN (Điều 43)¹⁰. Kết quả tài chính của NHNN sau khi trích lập các quỹ theo quy định được nộp vào ngân sách nhà nước.

NHNN cho ngân sách trung ương vay để bù đắp thiếu hụt tạm thời theo quyết định của Thủ tướng Chính phủ; nhưng các khoản tạm ứng này phải được hoàn trả trong năm ngân sách, trừ trường hợp đặc biệt do Ủy ban thường vụ Quốc hội quyết định (Điều 26). Ngoài ra, trong Luật NHNN không quy định về giới hạn giá trị của cũng như lãi suất của các khoản cho vay của NHNN cho ngân sách trung ương.

⁷ Quốc hội quyết định chỉ tiêu lạm phát hằng năm được thể hiện thông qua việc quyết định chỉ số giá tiêu dùng và giám sát việc thực hiện CSTT quốc gia (Khoản 2 Điều 3).

⁸ Cơ cấu thành viên Hội đồng Tư vấn chính sách tài chính, tiền tệ quốc gia gồm:

(i) Chủ tịch Hội đồng là một Phó Thủ tướng Chính phủ.

(ii) Phó Chủ tịch thường trực Hội đồng là Thống đốc NHNN Việt Nam; Phó Chủ tịch Hội đồng là lãnh đạo cấp bộ một số bộ, ngành liên quan tham gia Hội đồng.

(iii) Các Ủy viên là lãnh đạo cấp bộ của một số bộ, ban, ngành liên quan và một số chuyên gia am hiểu sâu về lĩnh vực tài chính, tiền tệ.

⁹ Hiện nay mức vốn pháp định của NHNN Việt Nam là 10.000 tỷ đồng

¹⁰ Ngày 24/01/2013 Thủ tướng Chính phủ ban hành Quyết định số 07/2013/QĐ-TTg về chế độ tài chính đối với NHNN Việt Nam

Trên thực tế, việc các NHTM nắm giữ khối lượng lớn trái phiếu chính phủ và sử dụng nguồn trái phiếu này để vay tái chiết khấu tại NHNN. Điều này đồng nghĩa với việc NHNN đang tài trợ gián tiếp cho thâm hụt cho ngân sách. Như đã phân tích ở trên, NHNN là cơ quan ngang bộ và Thống đốc là thành viên của Chính phủ, đồng thời CSTT không hoàn toàn độc lập; do đó, trong nhiều trường hợp, CSTT có thể phải chạy theo CSTK của chính phủ.

3.2. Gợi ý cho Việt Nam trong việc nâng cao tính độc lập của Ngân hàng Nhà nước

Trên cơ sở phân tích xu hướng mức độ độc lập của NHTW trên thế giới; lịch sử và mức độ độc lập của NHTW của Nhật Bản và Trung Quốc, xem xét bối cảnh thực tế của NHNN Việt Nam, tác giả đưa ra một số đề xuất để nâng cao mức độ độc lập của NHNN:

Thứ nhất, thành lập một Ủy ban CSTT, cơ quan hoạch định chính sách cao nhất, trong cơ cấu tổ chức của NHNN Việt Nam. Ủy ban CSTT có thể gồm các thành viên: Thống đốc, Phó thống đốc và các chuyên gia kinh tế độc lập được bổ nhiệm bởi Quốc hội dựa trên sự giới thiệu của Chính phủ. Nhiệm kỳ của các thành viên trong Ủy ban là 05 năm và có điều khoản bổ nhiệm lại. Cơ quan này cần được trao toàn quyền độc lập trong việc xây dựng và thực thi CSTT không có sự can thiệp hay ảnh hưởng bởi bất kỳ cơ quan nào.

Liên quan đến số lượng thành viên của Ủy ban CSTT, theo khảo sát của IMF (2004), 50% số NHTW được khảo sát, số lượng thành viên của Hội đồng chính sách¹¹ là 7-9 thành viên và Thống đốc là Chủ tịch Hội đồng chính sách ở 92% số NHTW trong cuộc khảo sát. Trên cơ sở đó, tác giả đề xuất, Ủy ban CSTT NHNN gồm 9 thành viên, gồm Thống đốc giữ vai trò Chủ tịch Ủy ban CSTT, 2 Phó Thống đốc và 6 thành viên khác¹².

Thứ hai, cần có chế tài chính đặc biệt để có thể thu hút được các chuyên gia kinh tế hàng đầu là người Việt Nam đang công tác làm việc ở nước ngoài cũng như trong nước làm việc cho NHNN Việt Nam. PBoC đã rất thành công trong việc thu hút các học giả người Trung Quốc đang giảng dạy và làm việc tại các trường Đại học và Công ty hàng đầu ở Mỹ về làm việc tại PBoC. Ví dụ, Zhu Min (nguyên Phó Tổng Giám đốc IMF giai đoạn 2011-2016, nguyên Phó Thống đốc PBoC 2009-2010) tốt nghiệp Tiến sỹ tại Đại học Johns Hopkins và từng giảng dạy kinh tế tại chính ngôi trường này hay Yi Gang (Phó thống đốc PBoC) lấy bằng Tiến sỹ từ Đại học Illinois đã từng giảng dạy tại Đại học Indiana và Đại học Bắc Kinh.

Với đặc thù, NHNN nên được trao cơ chế tài chính để có thể thu hút đội ngũ lao động chất lượng cao, bởi vì NHNN cũng phải cạnh tranh gay gắt với các NHTM trong việc tuyển và giữ chân người tài. Đề xuất có thể là, Luật cho phép NHNN được sử dụng kết quả chênh lệch thu chi trong năm tài chính hoặc có thể trích tỷ lệ phần trăm nhất định từ thu nhập của NHNN để tăng cơ chế đãi ngộ cho người lao động.¹³

¹¹ Hội đồng chính sách (pociy board) có sự khác nhau về tên gọi giữa các quốc gia nhưng chức năng cốt lõi là giống nhau

¹² Hội đồng Chính sách BOJ gồm 9 thành viên: Thống đốc, 02 Phó thống đốc và 6 thành viên thảo luận

¹³ BNM có chính sách mở rộng hỗ trợ tài chính đến các nhân viên người lao động để giúp họ mua, sửa chữa, cải tạo nhà ở hoặc hỗ trợ mua xe. Ngoài ra, BNM có các nguồn học bổng cho nhân viên, người lao động thậm chí cho cả con (gồm cả con nuôi) của nhân viên và người lao động (Điều 84 Luật NHTW 2009)

Thứ ba, Luật cần bổ sung các điều khoản giải quyết những trường hợp mâu thuẫn giữa Chính phủ và NHNN. Chính phủ có xu hướng theo đuổi mục tiêu kinh tế trong ngắn hạn và có hơi hướng tư duy nhiệm kỳ, điều này có thể mâu thuẫn với mục tiêu của NHNN là ổn định giá trị đồng tiền thông qua ổn định giá cả. Trong trường hợp có mâu thuẫn giữa NHNN và Chính phủ, các ý kiến của mỗi bên sẽ được trình lên Quốc hội hoặc Ủy ban thường vụ Quốc hội (trong thời gian Quốc hội không họp). Quốc hội hoặc Ủy ban thường vụ Quốc hội là cơ quan đưa ra quyết định cuối cùng về chính sách mà NHNN cần thực thi.

Thứ tư, liên quan đến tài trợ cho ngân sách để bù đắp thâm hụt. Luật NHNN hoặc Luật Ngân sách Nhà nước cần quy định rõ về giới hạn giá trị khoản vay (có thể là 10 % so với doanh thu của chính phủ trong năm tài chính trước hoặc doanh thu trung bình 3 năm tài chính gần nhất) và lãi suất áp dụng cho các khoản vay đó (lãi suất thị trường nên được áp dụng cho các khoản vay này).

Thứ năm, theo Luật NHNN 2010, NHNN xây dựng chỉ tiêu lạm phát hàng năm để Chính phủ trình Quốc hội quyết định và tổ chức thực hiện, hay như đã phân tích ở trên NHNN Việt Nam không độc lập về mục tiêu. Tuy nhiên, để tăng tính linh hoạt, và cải thiện mức độ độc lập mục tiêu của NHNN Việt Nam, Quốc hội không nên cố định một mức lạm phát hàng năm, mục tiêu lạm phát hàng năm có thể được quy định nằm trong khoảng giá trị. Điều này sẽ giúp cho CSTT của NHNN linh hoạt hơn trước những biến động của kinh tế vĩ mô.

Thứ sáu, nâng cao tính minh bạch của NHNN. Việc minh bạch hoạt động của NHNN để giảm thông tin bất cân xứng giữa cơ quan quản lý, cơ quan hoạch định chính sách, NHNN với thị trường tài chính¹⁴, giúp các chủ thể trong nền kinh tế có định hướng rõ ràng hơn trong việc đưa ra các quyết định. NHNN Việt Nam có thể nâng cao tính minh bạch thông qua:

(i) Thời gian các cuộc họp liên quan đến việc thảo luận về CSTT (Monetary Policy Meetings) cần được công bố trên website của NHNN.

(ii) Công bố các bản tóm tắt, biên bản cuộc họp liên quan đến việc thảo luận về CSTT. Trong đó có nội dung thảo luận của các thành viên, ý kiến của đại diện chính phủ và kết quả bỏ phiếu của các thành viên tham dự họp.¹⁵

(iii) Bên cạnh việc công bố các số liệu kinh tế vĩ mô và các kết quả điều tra thống kê¹⁶, NHNN Việt Nam nên công bố các nghiên cứu dự báo tình hình kinh tế vĩ mô phản ánh quan điểm của NHNN¹⁷ để có thể định hướng cho các chủ thể tham gia thị trường.

(iv) Công bố các phương pháp và mô hình kinh tế lượng sử dụng trong dự báo của NHNN để giúp thị trường hiểu rõ căn cứ NHNN đưa các quyết định chính sách từ đó hạn chế các cú sốc và rủi ro từ chính sách của NHNN.

¹⁴ Geraats, 2002

¹⁵ BOJ công bố thời gian, tóm tắt và biên bản của cuộc họp Hội đồng Chính sách về CSTT trên website của BOJ (https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmsche_minu/index.htm/)

¹⁶ <https://sbv.gov.vn/webcenter/portal/vi/menu/trangchu/tk>, website của NHNN công bố Điều tra kỳ vọng lạm phát hàng tháng

¹⁷ Hiện nay, Viện Chiến lược ngân hàng công bố Bản tin NCKH và Bản tin Kinh tế vĩ mô nhưng chưa phản ánh quan điểm của NHNN

(v) NHNN công bố Báo tài chính đã có xác nhận của Kiểm toán Nhà nước trên website của NHNN hoặc các phương tiện truyền thông khác trong vòng sáu tháng kể từ khi kết thúc năm tài chính.¹⁸

(vi) Quy định về việc điều trần của Thống đốc NHNN Việt Nam trước Quốc hội theo các kỳ họp của Quốc hội. Hiện nay, không phải trong tất các kỳ họp Quốc hội, Thống đốc NHNN đều phải trả lời chất vấn.

Tài liệu tham khảo

1. Tiếng Việt

- [1] Vũ Thành Tự Anh (2010). Xây dựng Ngân hàng trung ương hiện đại.
- [2] Đỗ Thiên Tuấn Anh, et al. (2010). "Bàn tiếp về một ngân hàng trung ương độc lập ở Việt Nam." Công nghệ Ngân hàng 49, 4/2010: 3-11.
- [3] Đặng Hữu Mẫn (2007). "Tính độc lập của Ngân hàng Trung ương - Kinh nghiệm của New Zealand và một số giải pháp đối với Việt Nam." Tạp chí Khoa học và Công nghệ - Đại học Đà Nẵng.
- [4] Lê Xuân Nghĩa (2006). "Tính độc lập của Ngân hàng Trung ương – một nền tảng quan trọng cho hoạt động Ngân hàng Trung ương hiện đại." Tạp chí Ngân hàng-Số chuyên đề.
- [5] Nguyễn Duệ (2005). Giáo trình ngân hàng trung ương. Hà Nội, Nhà xuất bản Thống kê.
- [6] Nguyễn Hương Giang (2010). "Sự độc lập của Ngân hàng Trung ương và một số gợi ý chính sách cho Việt Nam" Tạp chí Ngân hàng 23/2010.
- [7] Quốc hội Việt Nam (1997). Luật Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. Hà Nội. 01/1997/QH10.
- [8] Quốc hội Việt Nam (2010). Luật Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. Hà Nội. 46/2010/QH12.
- [9] Tô Kim Ngọc, et al. (2012). Giáo trình Tiền - Ngân hàng. Hà Nội, Nhà xuất bản Dân trí.

¹⁸ Hiện nay, NHNN Việt Nam công bố Báo cáo thường niên. Tuy nhiên, báo cáo này có độ trễ một năm; và theo quy định hiện nay, báo cáo quyết toán tài chính hàng năm của NHNN do Kiểm toán Nhà nước xác nhận được báo cáo Quốc hội, Thủ tướng Chính phủ và thông báo cho BTC.

2. Tiếng Anh

- [1] (1998). "Bank of Japan Act (Act No. 89 of June 18, 1997)."
- [2] Acemoglu, D., et al. (2008). When does policy reform work? The case of central bank independence, National Bureau of Economic Research.
- [3] Ahsan, A. and M. Skully (2009). Central bank independence and governance in the South Asia. Asian Business Research Conference Proceedings, World Academy of Social Sciences.
- [4] Alesina, A. (1988). "Macroeconomics and Politics." NBER Macroeconomics Annual 3: 13-52.
- [5] Alesina, A., et al. (1989). "Politics and Business Cycles in Industrial Democracies." Economic Policy 4(8): 57-98.
- [6] Alesina, A. and L. H. Summers (1993). "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence." Journal of Money, Credit and Banking 25(2): 151-162.
- [7] Arnone, M., et al. (2006). The measurement of central bank autonomy: Survey of models, indicators, and empirical evidence, International Monetary Fund.
- [8] Arnone, M., et al. (2007). "Central bank autonomy: lessons from global trends." IMF Staff Papers 56(2): 263-296.
- [9] Berger, H., et al. (2001). "Central Bank Independence: An Update of Theory and Evidence." Journal of Economic Surveys 15(1): 3-40.
- [10] Bernhard, W. T. (2009). Banking on reform: Political parties and central bank independence in the industrial democracies, University of Michigan Press.
- [11] Berument, H. (1998). "Central bank independence and financing government spending." Journal of Macroeconomics 20(1): 133-151.
- [12] BIS (2006). Monetary Policy in Asia: Approaches and Implementation. BIS Paper No. 31.
- [13] BIS (2009). Issues in the Governance of Central Banks. G. Ortiz. Basel, Switzerland
- [14] Capie, F. H., et al. (1994). The development of central banking, BOE.
- [15] Crowe, C. and E. E. Meade (2008). "Central bank independence and transparency: Evolution and effectiveness." European Journal of Political Economy 24(4): 763-777.
- [16] Cukierman, A. (1992). Central bank strategy, credibility, and independence: Theory and evidence, MIT press.
- [17] Cukierman, A. (1993). "Central bank independence, political influence and macroeconomic performance: a survey of recent developments." Cuadernos de Economía: 271-291.

- [18] Cukierman, A. (1994). "Commitment through delegation, political influence and central bank independence." *A framework for monetary stability*: 55-74.
- [19] Cukierman, A. (2005). Central bank independence and policy results: theory and evidence. Discurso preparado para la conferencia "Stability and Economic Growth: The Role of the Central Bank."
- [20] Cukierman, A. (2008). "Central bank independence and monetary policymaking institutions - Past, present and future." *European Journal of Political Economy* 24(4): 722-736.
- [21] Cukierman, A., et al. (1992). "Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes." *The World Bank economic review* 6(3): 353-398.
- [22] Cukierman, A. and S. B. Webb (1995). "Political influence on the central bank: International evidence." *The World Bank economic review* 9(3): 397-423.
- [23] D'Amato, M., et al. (2009). "On the determinants of central bank independence in open economies." *International Journal of Finance & Economics* 14(2): 107-119.
- [24] de Haan, J. and S. C. Eijffinger (2016). "The politics of central bank independence."
- [25] de Haan, J. and W. J. Kooi (2000). "Does central bank independence really matter?: New evidence for developing countries using a new indicator." *Journal of Banking & Finance* 24(4): 643-664.
- [26] de Haan, J., et al. (2008). "Does central bank independence still matter?" *European Journal of Political Economy* 24(4): 717-721.
- [27] Debelle, G. and S. Fischer (1994). "How Independent Should a Central Bank be?" *Facing Monetary Policymakers* 195.
- [28] Eijffinger, S. (1997). *Central bank independence: Theory and evidence*, Tilburg University, School of Economics and Management.
- [29] Eijffinger, S., et al. (1996). "Central Bank Independence: A Panel Data Approach." *Public Choice* 89(1/2): 163-182.
- [30] Eijffinger, S. C. and J. De Haan (1996). "The political economy of central-bank independence."
- [31] Eijffinger, S. C. and E. Schaling (1993). *Central bank independence: Theory and evidence (Revised version)*.
- [32] Eijffinger, S. C. and E. Schaling (1995). *The ultimate determinants of central bank independence*, Tilburg University.
- [33] Forder, J. (2005). "Why Is Central Bank Independence so Widely Approved?" *Journal of Economic Issues* 39(4): 843-865.
- [34] Garriga, A. C. (2010). *Determinants of Central Bank Independence in*

Developing Countries: A Two-Level Theory, University of Pittsburgh.

- [35] Geraats, P. M. (2002). "Central bank transparency." *The Economic Journal* 112(483).
- [36] Grilli, V., et al. (1991). "Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries." *Economic Policy* 6(13): 341-392.
- [37] Issing, O. (2006). "Central Bank Independence-Economic and Political Dimensions." *National Institute Economic Review* (196): 66-76.
- [38] Jácome, L. I., et al. (2012). Central Bank credit to the government: what can we learn from international practices? IMF Working Paper.
- [39] Klomp, J. and J. de Haan (2009). "Central bank independence and financial instability." *Journal of Financial Stability* 5(4): 321-338.
- [40] Laurens, B., et al. (2016). Central bank independence, accountability, and transparency: a global perspective, Springer.
- [41] Lybek, T. and J. Morris (2004). "Central bank governance: A survey of boards and management." IMF Working Papers.
- [42] Maloney, J., et al. (2003). "Political Business Cycles and Central Bank Independence." *The Economic Journal* 113(486): C167-C181.
- [43] Mangano, G. (1998). "Measuring central bank independence: a tale of subjectivity and of its consequences." *Oxford Economic Papers* 50(3): 468-492.
- [44] Mathew, J. T. (2012). "Measuring Central Bank Independence in Twenty-Five countries: A New Index of Institutional Quality." Central Bank of India.
- [45] National People's Congress "Law of the People's Republic of China on the People's Bank of China."
- [46] Niemann, S., et al. (2013). "Central bank independence and the monetary instrument problem." *International Economic Review* 54(3): 1031-1055.
- [47] Parkin, M. and R. Bade (1978). Central Bank Laws and Monetary Policies: A Preliminary Investigation. Department of Economics Research Reports. London, Department of Economics, University of Western Ontario.
- [48] Pisha, A. (2011). "Eurozone indices: a new model for measuring central bank independence." including discussion by Eugenie Garganas.
- [49] Rövekamp, F., et al. (2015). Central Banking and Financial Stability in East Asia, Spring
- [50] Sylvester, C. W. E. and M. Hoerberichts (1998). "The Trade off between Central Bank Independence and Conservativeness." *Oxford Economic Papers* 50(3): 397-411.

ĐIỀU HÀNH TỶ GIÁ TRUNG TÂM CỦA NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC VIỆT NAM THỜI GIAN QUA

TS. Nguyễn Tường Vân

Học viện Ngân hàng

Tóm tắt

Ngày 31/12/2015, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) đã ban hành Quyết định số 2730/QĐ-NHNN về cách thức điều hành tỷ giá mới - tỷ giá trung tâm, bắt đầu thực hiện kể từ ngày 4/1/2016. Theo đó, NHNN sử dụng Tỷ giá trung tâm thay cho cơ chế điều hành tỷ giá neo theo USD, định hướng trước biên độ biến động của tỷ giá trong năm, cùng với việc kết hợp các công cụ của chính sách tiền tệ để điều hành tỷ giá trong phạm vi biên độ đề ra đã.

Có thể nói, cơ chế điều hành tỷ giá neo theo USD đã đem lại nhiều thành công cho NHNN trong giai đoạn 2012 -2015 trong neo kỳ vọng tỷ giá ổn định, qua đó giúp ổn định tâm lý thị trường và thị trường ngoại hối. Biến động tỷ giá hầu hết đều được kiểm soát trong mức đã được định hướng từ đầu mỗi năm. Tuy nhiên, sự hạn chế của cơ chế này bộc lộ ngày càng rõ nét trong điều kiện nền kinh tế thế giới có nhiều bất ổn khi giá trị của đồng USD không giữ được ổn định. Trong bài viết này, ngoài mục đích làm rõ hơn về ưu điểm của cơ chế tỷ giá trung tâm thì muốn đánh giá thêm về tác động của việc áp dụng cơ chế này tới nền kinh tế Việt Nam từ ngày 04/01/2016 đến nay.

Từ khóa: tỷ giá trung tâm, ngân hàng trung ương, chính sách tỷ giá, central bank...

THE CENTRAL PARITY RATE MANAGEMENT OF THE STATE BANK OF VIETNAM OVER THE PAST PERIOD

Dr. Nguyen Tuong Van

Banking Academy of Vietnam

Abstract

The State Bank of Vietnam issued Decision No. 2730/QDD-NHNN on December 31, 2015 on the mode of regulating a new exchange rate (Central Parity Rate) which came into effect as of January 4, 2016. Accordingly, The State Bank of Vietnam is using this rate as replacement for USD - based rate regulation which orientates the fluctuation margin for the year, in combination with the monetary policy tools for regulating the exchange rate in the framework of stated margin.

It can be said that the USD-based regulation regime enabled the State Bank of Vietnam to gain many achievements during the period of 2012-2015 with the expectation peg for stable exchange rate, thus keeping market behavior and foreign exchange market stable. Most rate fluctuations were also maintained at the level oriented for the beginning of each year. However, the shortcomings of this regime has become more visible in the context of the

world economy facing much unstability because value of USD can not be kept stably.

In addition to clarify more clearly on the advantage of the central parity rate regime, the article's author would like to evaluate more impacts of the regime's application on the Vietnam Economy from January 04, 2016 until now.

Keywords: Central Parity Rate, exchange rate, central bank.

1. Tỷ giá và cơ chế điều hành tỷ giá trung tâm

Theo nghĩa rộng, tỷ giá hối đoái (tỷ giá hối đoái- còn được gọi là tỷ giá trao đổi ngoại tệ, tỷ giá Forex) là số đơn vị đồng tiền định giá trên một đơn vị đồng tiền yết giá. Tùy thuộc vào từng quan điểm mà tỷ giá có thể là số đơn vị nội tệ trên một đơn vị ngoại tệ, đóng vai trò là đồng tiền yết giá, còn đồng nội tệ đóng vai trò là đồng tiền định giá hoặc ngược lại, hay còn một cách gọi khác cho cách yết giá này là yết giá trực tiếp – yết giá gián tiếp.

Chế độ tỷ giá: Có ba chế độ tỷ giá cơ bản trên thế giới: chế độ tỷ giá cố định, chế độ tỷ giá thả nổi có điều tiết, chế độ tỷ giá thả nổi hoàn toàn và mức độ can thiệp của NHTW giảm dần tương ứng với từng chế độ tỷ giá. Trong chế độ quản lý thả nổi có điều tiết, NHTW có một số cơ chế điều hành tỷ giá linh hoạt hơn với thực trạng từng quốc gia và mức độ can thiệp: công bố tỷ giá bình quân liên hàng \pm biên độ, cơ chế neo tỷ giá hoặc tỷ giá trung tâm.

Tỷ giá bình quân liên ngân hàng là tỷ giá được hình thành trên thị trường liên ngân hàng, được tính toán bình quân trên cơ sở tỷ giá mua, bán với nhau giữa các ngân hàng.

Cơ chế neo tỷ giá: Đây là cơ chế buộc sự thay đổi giá trị đồng nội tệ với sự biến động của một đồng ngoại tệ cố định, thường là neo vào đồng đô la Mỹ. Có một số quan điểm cho rằng cơ chế này là thuộc chế độ tỷ giá cố định, một số cho rằng đây là cơ chế thuộc chế độ quản lý thả nổi có điều tiết. Tuy nhiên, tùy thuộc vào mức độ neo thì sẽ dễ hơn cho việc cơ chế này thuộc chế độ tỷ giá nào.

Cơ chế điều hành tỷ giá trung tâm là cơ chế mà tỷ giá được coi là tỷ giá chính thức vào giờ chốt giao dịch cuối ngày trước đó cộng với một biên độ nhất định do NHTU quyết định dựa trên các yếu tố diễn biến thị trường và được lấy làm tỷ giá giao dịch của ngày hôm sau. [7]

Có hai cách để xác định tỷ giá trung tâm: Một là, lấy tỷ giá đóng cửa của ngày hôm trước làm tỷ giá tham chiếu cho ngày hôm sau. Cách này đem lại sự dễ dàng trong tính toán tỷ giá ngày giao dịch tiếp theo nhưng nhược điểm là TCTD có thể dùng ý trí để can thiệp vào tỷ giá cuối giờ. Cách này hiện được Trung Quốc áp dụng. Cách thứ hai là tỷ giá trung tâm chủ yếu dựa vào các đồng tiền mạnh trên thế giới. Với cách tính này, tỷ giá sẽ tương thích nhanh với sự thay đổi của các đồng tiền quốc tế nhưng lại khó phản ánh cung cầu ngoại tệ trong nước, Singapore đang áp dụng cách tính này.

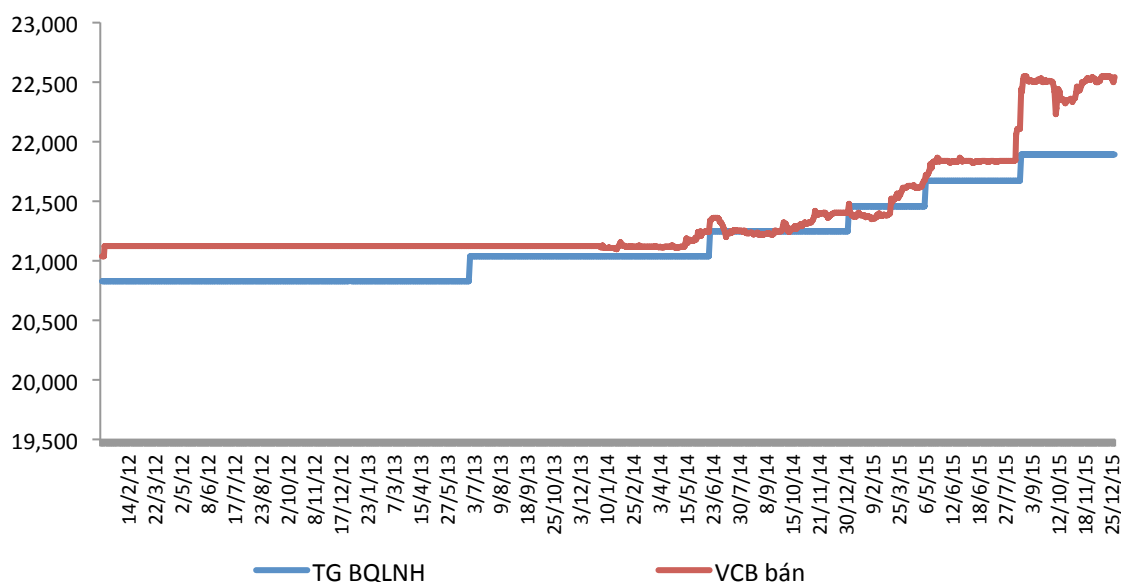
2. Diễn biến tỷ giá giai đoạn 2012-2015 và sự cần thiết áp dụng cơ chế điều hành tỷ giá trung tâm

Cơ chế điều hành tỷ giá bình quân liên ngân hàng đã được duy trì tương đối ổn định theo biên độ từ suốt năm 2011 đến trước năm 2015. Từ quý 4/2011 NHNN thường xuyên đưa ra các cam kết về việc tiếp tục duy trì ổn định tỷ giá trong từng thời kỳ với mức biến động trong khoảng 1% giai đoạn cuối năm 2011 và 2-3%/năm cho các năm 2012 và 2013 với mục

tiêu kiểm soát kỳ vọng, góp phần ổn định tỷ giá, NHNN đã luôn chủ động theo dõi, phân tích các cân đối vĩ mô, diễn biến cán cân thanh toán quốc tế, cung cầu ngoại tệ trên thị trường và thực hiện các biện pháp can thiệp, điều hành cần thiết để nhanh chóng ổn định thị trường. [3]

Hình 1: Diễn biến tỷ giá bình quân liên ngân hàng và tỷ giá giao dịch của Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam

Đơn vị: nghìn VND



Nguồn: SBV

Hình 1 cho thấy: tỷ giá giao dịch hàng ngày tại NHTMCP Ngoại Thương luôn diễn biến theo nhau với tỷ giá bình quân LNH và trong biên độ cho phép. Tuy nhiên theo cách điều hành tỷ giá này luôn tạo ra các cú sốc tỷ giá vào thời điểm NHNN công bố điều chỉnh biên độ. (VCB luôn là ngân hàng có uy tín trong việc thực hiện các nghiệp vụ liên quan đến giao dịch quốc tế nên tác giả sử dụng tỷ giá do VCB công bố để làm minh chứng mang tính đại diện).

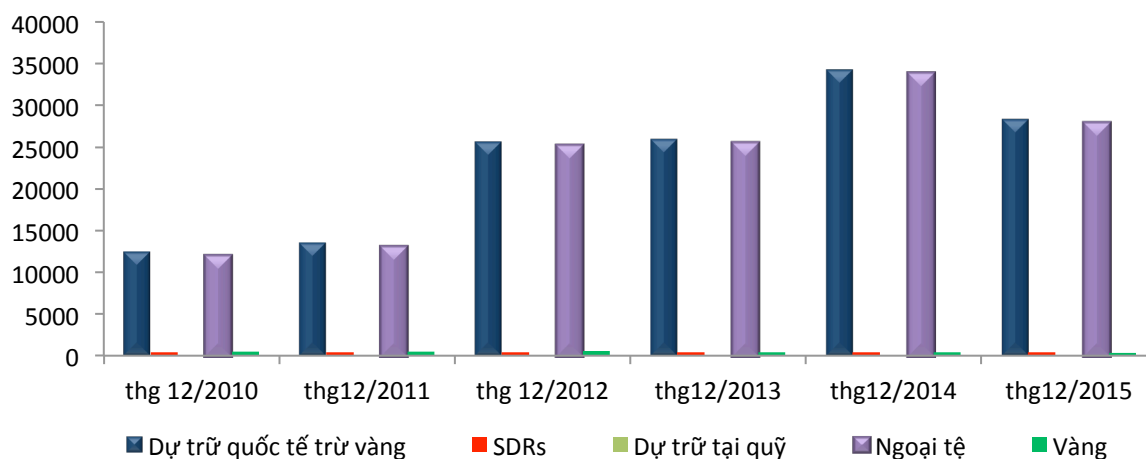
Trong giai đoạn 2011-2015, NHNN đã nhiều lần can thiệp đến thị trường thông qua hoạt động mua bán ngoại tệ để điều chỉnh tỷ giá, đồng thời ban hành các thông tư quy định giảm lãi suất tối đa đối với tiền gửi bằng VND của tổ chức, cá nhân tại TCTD, chi nhánh ngân hàng nước ngoài, giảm lãi suất cho vay ngắn hạn tối đa của TCTD, chi nhánh ngân hàng nước ngoài để đáp ứng nhu cầu vốn phục vụ một số lĩnh vực, ngành kinh tế, giảm lãi suất tối đa đối với tiền gửi bằng USD của tổ chức, cá nhân tại TCTD, chi nhánh ngân hàng nước ngoài. Theo đó, việc điều chỉnh tỷ giá mua vào USD của NHNN cũng đã được điều hành theo hướng khuyến khích các TCTD bán ngoại tệ cho NHNN để tăng dự trữ ngoại hối Nhà nước, nên trong giai đoạn này, NHNN đã mua được một lượng lớn ngoại tệ để tăng dự trữ ngoại hối nhà nước, quy mô dự trữ ngoại hối Nhà nước được cải thiện rõ nét.

Hình 2 cho thấy: *Mối quan hệ giữa tỷ giá và dự trữ ngoại hối của Việt Nam là rất mật thiết.* Cùng với sự ổn định của tỷ giá năm 2012, lượng dự trữ ngoại hối cũng không tăng đáng kể, tăng khoảng 8,6 - 8,9% đối khoản mục với dự trữ quốc tế trừ vàng và ngoại tệ. Sang năm 2013, đặc biệt từ tháng 5, thị trường ngoại tệ có biến động, tỷ giá tăng và diễn biến phức tạp. Ngày 28/6/2013, NHNN đã bán ngoại tệ can thiệp thị trường sau khi điều chỉnh tỷ giá bình

quân liên ngân hàng từ mức 20,828 VND/USD tăng 1% lên mức 21,036 VND/USD, kèm theo việc ban hành các thông tư quy định giảm lãi suất tối đa đối với tiền gửi bằng VND của tổ chức, cá nhân tại TCTD, chi nhánh ngân hàng nước ngoài, giảm lãi suất cho vay ngắn hạn tối đa của TCTD, chi nhánh ngân hàng nước ngoài để đáp ứng nhu cầu vốn phục vụ một số lĩnh vực, ngành kinh tế, giảm lãi suất tối đa đối với tiền gửi bằng USD của tổ chức, cá nhân tại TCTD, chi nhánh ngân hàng nước ngoài. Động thái này được đánh giá là tích cực trong việc can thiệp thị trường của NHNN.

Hình 2: Dự trữ ngoại hối của Việt Nam giai đoạn 2011 – 2015

Đơn vị: triệu USD



Nguồn: IMF

Đối với tỷ giá bán ngoại tệ, tỷ giá bán USD của NHNN được điều chỉnh 4 lần trong năm 2013 cho phù hợp với cung cầu trên thị trường. Kết quả là NHNN đã mua được một lượng lớn ngoại tệ để tăng dự trữ ngoại hối nhà nước, quy mô dự trữ ngoại hối Nhà nước được cải thiện. Từ ngày 07/8/2013, NHNN cũng đã điều chỉnh tăng tỷ giá mua ngoại tệ theo hướng khuyến khích các TCTD bán ngoại tệ cho NHNN để tăng dự trữ ngoại hối Nhà nước, lên 21,100 VND/USD và tiếp tục mua ngoại tệ từ các TCTD tại mức giá này.

Việc duy trì tỷ giá tương đối ổn định trong năm 2012- 2013 đã tác động tâm lý muốn bán ngoại tệ cho các NHTM để lấy VND, dòng kiều hối chuyển về tăng mạnh. Lượng kiều hối về Việt Nam trong năm 2013 đạt khoảng 11 tỉ USD, đứng thứ 9 trong danh sách các nước nhận kiều hối hàng đầu thế giới.

Sang giai đoạn 2014-2015: NHNN đã đề ra mục tiêu ổn định tỉ giá năm 2014 trong biên độ không quá $\pm 2\%$ từ đầu năm. Đến tháng 6/2014, do tín dụng ngoại tệ tăng cao, giá mua bán USD được duy trì ở mức cao, cùng với tâm lý kỳ vọng về khả năng NHNN sẽ sớm điều chỉnh tăng tỉ giá, NHNN đã quyết định nâng tỉ giá chính thức thêm 1% lên 21,246 VND/USD, có hiệu lực từ ngày 19/6/2014.

Năm 2015 là một năm có nhiều dấu mốc quan trọng và áp lực trong công tác điều hành chính sách tiền tệ nói chung và chính sách tỉ giá nói riêng. Việc kì vọng điều chỉnh tăng lãi suất của Fed làm đồng USD liên tục lên giá, cùng việc Trung Quốc bất ngờ điều chỉnh mạnh tỉ giá đồng Nhân dân tệ kéo theo làn sóng giảm giá mạnh của các đồng tiền của các đối

tác thương mại chính của Việt Nam... làm ảnh hưởng tới việc điều hành tỷ giá tại Việt Nam. Ngay sau khi NH ND Trung Hoa bất ngờ phá giá đồng Nhân dân tệ vào ngày 11/8 thì ngày 12/8, NHNN đã linh hoạt, kịp thời điều chỉnh biên độ tỉ giá giữa VND và USD tăng từ +/-1% lên +/-2%. Tiếp đó, để tiếp tục chủ động dẫn dắt thị trường, xóa bỏ tâm lý kỳ vọng, đón đầu các tác động bất lợi của khả năng Fed tăng lãi suất và biến động của thị trường tài chính thế giới, ngày 19/8, NHNN đã điều chỉnh tỉ giá bình quân liên ngân hàng giữa VND và USD thêm 1%, đồng thời mở rộng biên độ tỉ giá từ +/-2% lên +/-3%. Mặc dù việc mở rộng biên độ này không có kế hoạch từ đầu năm, nhưng qua các phương tiện truyền thông đại chúng, NHNN cho người dân thông điệp rất rõ ràng giải thích rõ lý do điều chỉnh là nhằm trung hòa, bảo vệ nền kinh tế trước các cú sốc bên ngoài. Thời gian này, NHNN được các các tổ chức tài chính-tiền tệ quốc tế (IMF, WB), ngân hàng quốc tế (HSBC, ANZ, Standard Chartered, Citibank...) ủng hộ và đánh giá cao về phản ứng “chủ động”, “cần thiết”, “nhanh nhạy” -“kịp thời”. Tỷ giá và thị trường ngoại hối đã nhanh chóng đi vào ổn định, tâm lý thị trường được giải tỏa.

Tuy nhiên, việc duy trì chế độ neo tỷ giá luôn dẫn đến sự xáo trộn mạnh về tâm lý của hệ thống Ngân hàng và nền kinh tế. Nếu trong năm 2014, NHNN chỉ điều chỉnh 3 lần tỷ giá thì trong năm 2015, việc điều chỉnh này diễn ra 5 lần, cả điều chỉnh chiều mua và chiều bán. Chỉ riêng trong tháng 8 thì NHNN phải điều chỉnh 3 lần trong ngày 13,19,21, đưa chênh lệch tỷ giá giữa NHNN với VCB và với thị trường tự do trung bình là hơn 100đ, cá biệt có thời điểm lên tới hơn 353 đồng, đây là mức rất cao được ghi nhận trong năm 2015. Đó là những biến động không thể chuyển hoá từ quốc tế, dẫn đến sự bị động trong các can thiệp gây sốc theo cơ chế neo tỷ giá vào đồng USD.

Nên mặc dù sự linh hoạt của NHNN được đánh giá cao trong thời gian đó, nhưng về cơ bản, khi sự hội nhập càng lớn, thì sự nhạy cảm của tỷ giá của người dân càng lớn, cơ chế điều hành neo tỷ giá vào một ngoại tệ đem lại nhiều bất lợi cho nhà điều hành. Vậy, có nên đi tìm kiếm một cơ chế điều hành tỷ giá linh hoạt hơn???

3. Thực tiễn áp dụng cơ chế tỷ giá trung tâm và tác động của nó tới nền kinh tế Việt Nam

3.1. Thực trạng

Ngày 31/12/2015, NHNN đã ban hành Quyết định số 2730/QĐ-NHNN về việc công bố tỷ giá trung tâm của VND và USD, tỷ giá tính chéo của VND và các ngoại tệ khác. Tỷ giá trung tâm sẽ được xác định trên cơ sở diễn biến của 3 yếu tố chính: 1/ Diễn biến tỷ giá bình quân gia quyền trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng ngày hôm trước; 2/ Diễn biến tỷ giá trên thị trường quốc tế của 8 đồng tiền của các nước có quan hệ thương mại, vay, trả nợ, đầu tư lớn với Việt Nam (gồm USD, EUR, CNY, Bath, JPY, SGD, KRW, TWD); 3/ Các cân đối kinh tế vĩ mô, tiền tệ và phù hợp với mục tiêu chính sách tiền tệ. Quyết định này có hiệu lực bắt đầu từ ngày 1 tháng 1 năm 2016.

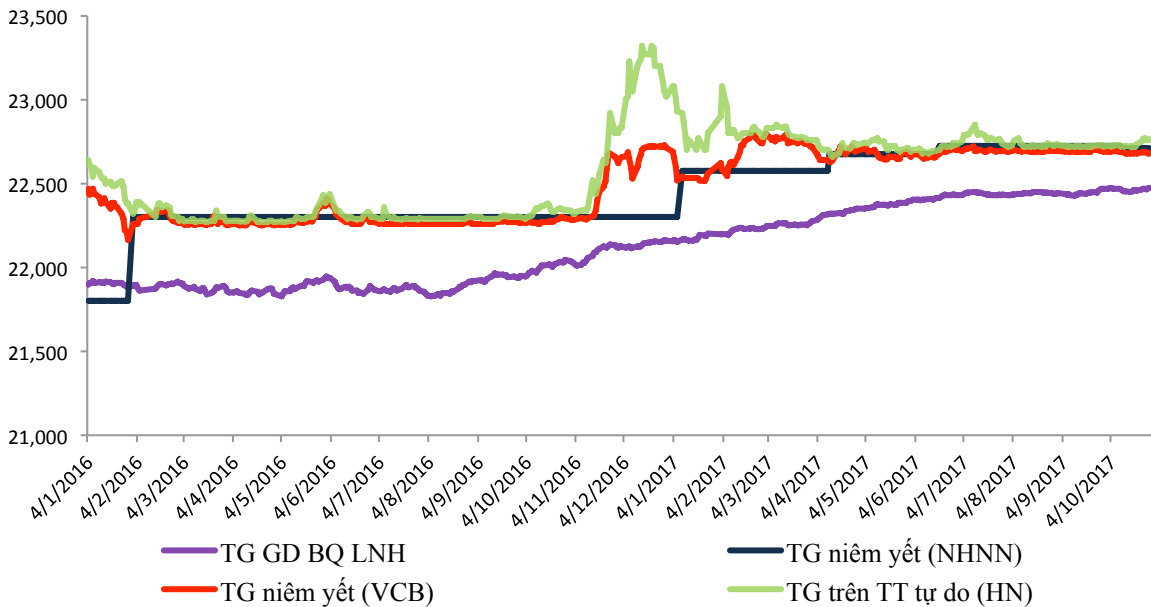
Cơ chế này được kì vọng khắc phục được các cơn sốc do điều chỉnh theo các thời điểm nhất định của cơ chế neo tỷ giá trước. Cơ chế này cho phép tỷ giá hàng ngày sẽ được điều chỉnh dựa trên diễn biến của 3 tham số, đặc biệt là căn cứ vào diễn biến tỷ giá của 8 đồng

tiền chứ không còn phụ thuộc vào duy nhất một đồng ngoại tệ là USD như cơ chế neo trước đó.

Hình 3 cho thấy: Mặc dù xu hướng của các đường tỷ giá đều là tăng qua thời gian, nhưng sự khác biệt của việc điều hành tỷ giá trung tâm so với neo tỷ giá trước đây rất rõ ràng ở biểu hiện tỷ giá có sự tăng và giảm qua thời gian, đặc biệt là diễn biến về tỷ giá giao dịch bình quân trên thị trường LNH và không có thời điểm tỷ giá tăng sốc.

Hình 3: Diễn biến tỷ giá tại Việt Nam giai đoạn 2016 – 2017

Đơn vị: VND



Nguồn: SBV và tác giả tự tổng hợp

Tuy nhiên, sự kiện Trung Quốc phá giá đồng Nhân dân tệ (CNY) đã vượt quá sự dự tính của nhà đầu tư, giá trị đồng CNY rơi xuống mức thấp nhất trong vòng 5 năm qua (mất hơn 1,52% so với USD); thị trường chứng khoán Trung Quốc ngập tràn sắc đỏ và phải đóng cửa giao dịch 2 ngày (4 và 7/1/2016) trong vòng 1 tuần – là những tin bất lợi tác động đến tỷ giá. Nhưng điều tích cực đã xảy, trên thị trường ngoại hối Việt Nam, cung - cầu ngoại tệ vẫn diễn biến bình thường, tỷ giá trung tâm tăng rất nhẹ, tỷ giá công bố của VCB và tỷ giá của thị trường tự do thậm chí còn có xu hướng giảm. Điều này cho thấy, với cách thức điều hành tỷ giá mới của NHNN, yếu tố đầu cơ trong nước đã giảm, nhà đầu tư bán ra ngoại tệ khiến tỷ giá trong nước giảm trong khi USD thế giới và tỷ giá trung tâm đều tăng.

Trong suốt nửa đầu năm 2016, song song với sự mất giá của USD trên thị trường quốc tế, đồng USD bị giảm giá trị so với nhiều ngoại tệ chủ chốt khác thì tỷ giá trung tâm của Việt Nam gần như không có biến động nhiều. Nhưng từ khoảng tháng 6 năm 2016 đến cuối năm, tỷ giá đã có những biến động không mong muốn, nguyên nhân được nhập khẩu từ bên ngoài như: sự kiện Brexit- Anh rời khỏi Liên minh Châu Âu, những thay đổi về chính sách (những quy định về việc hạn chế cho vay ngoại tệ với một số doanh nghiệp...) hay cuộc bầu cử tại Mỹ. Đặc biệt, chỉ trong buổi sáng ngày 24 tháng 6, thậm chí cuộc trưng cầu dân ý ở Anh về việc có hay không cuộc Brexit thì tỷ giá USD/VND đã tăng khoảng 60 VND. NHNN đã can thiệp bằng cách phát hành liên tiếp 5000 tỷ đồng tín phiếu 2 lần trong ngày 24/6 và 27/6 nhằm đẩy lãi suất VND trên thị trường liên ngân hàng lên cao, thu hút sự chú ý vào VND thay vì

"sốt" theo USD, đưa thị trường vào thế bình ổn và góp phần duy trì tỷ giá ở ngưỡng cho phép. Tiếp đó, ở thời điểm bầu cử Mỹ, việc ông Donald Trump đắc cử, cùng với việc tăng lãi suất ngày 15/12 lên 0,5 – 0,75% kèm định hướng lộ trình tăng lãi suất mạnh hơn kỳ vọng trong năm 2017 của Ủy ban nghiệp vụ thị trường mở (Federal Open Market Committee – FOMC) đã làm đồng USD tăng giá đáng kể trên thị trường thế giới – kết hợp với yếu tố mùa vụ về cuối năm đáp ứng các nhu cầu thanh toán, tỷ giá tại hệ thống NHTM liên tục được điều chỉnh tăng, đến cuối tháng 12 phổ biến trong khoảng 22,790 – 22,800 VND/USD, tăng khoảng 1,1% so với thời điểm cuối năm 2015, còn tại TTLNH, tỷ giá có tăng nhưng xu hướng nhẹ hơn và đặc biệt không có đợt tăng sốc. Có thể thấy, tỷ giá trung tâm của cả năm 2016 là tương đối ổn định. Tín hiệu đáng mừng của năm đầu tiên áp dụng cơ chế tỷ giá trung tâm.

Năm 2017: Đầu năm 2017, ngày 3/1/2017 Ngân hàng Nhà nước công bố tỷ giá trung tâm của đồng Việt Nam với đô la Mỹ ở mức: 22,158 đồng, giảm 1 đồng so với phiên liền trước, đây là biểu hiện của tỷ giá đã có sự biến động nhẹ. Một số NHTM tăng giá mua bán USD so với phiên liền trước lên phổ biến ở mức: 22,720 đồng/USD - 22,790 đồng/USD. Sang những ngày tiếp theo tỷ giá tăng 4 đồng và đến ngày 7/1 lại giảm còn 22,154 đồng. Tuy nhiên, đến ngày 9 và 19/1, khi NHNN công bố tỷ giá trung tâm áp dụng là 22,168 đồng và 22,180, tăng tương ứng tới 14 đồng và 16 đồng so với mức công bố hôm cuối tuần trước đó và ngày trước đó tỷ giá tại NHTM lại giảm trong sự ổn định. Thị trường ngoại tệ diễn biến không theo quy luật của những năm trước. Cùng với sự thuận lợi trong diễn biến tỷ giá thì NHNN đã thực hiện phát hành tín phiếu NHNN để hút bớt tiền và mua ròng ngoại tệ. Trong suốt quý 1 và quý 2 năm 2017, trong các thời điểm tỷ giá có biến động mạnh thì NHNN vẫn liên tục phát tín hiệu giữ nguyên quan điểm điều hành: NHNN đủ dự trữ để can thiệp thị trường. NHNN dùng các biện pháp trực tiếp và gián tiếp điều tiết thị trường, hạn chế những diễn biến tiêu cực của tỷ giá bằng sự hỗ trợ và mở rộng các sản phẩm phái sinh, giao dịch kì hạn với ngoại hối, nhưng vẫn tôn trọng diễn biến thị trường ngoại hối, tỷ giá trung tâm vẫn gia tăng – đây vừa là thực trạng khách quan, vừa thể hiện sự phù hợp với định hướng chính sách của NHNN. Tại quý 3 thì tỷ giá vẫn ổn định theo hướng tăng nhẹ ở cả 3 loại tỷ giá: trung tâm, công bố của VCB và thị trường tự do.

3.2. Ảnh hưởng của tỷ giá trung tâm tới nền kinh tế

3.2.1. Cải thiện giá trị tài sản có ngoại tệ ròng của Ngân hàng Nhà nước và cán cân thanh toán quốc tế

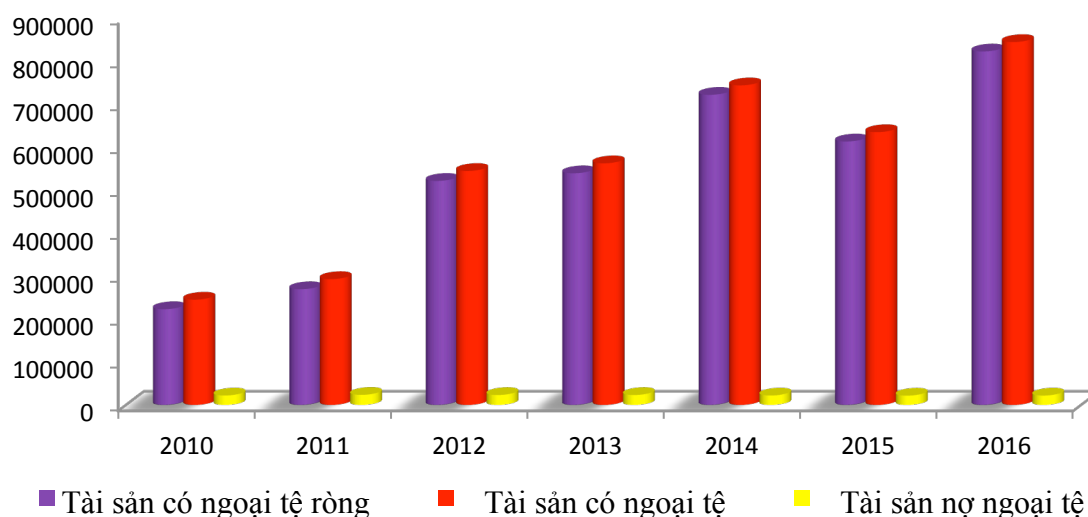
Giá trị tài sản có ròng của Ngân hàng Nhà nước đã tăng mạnh so với thời gian trước đó. Năm 2012, 2014, 2016 là ba năm có tốc độ tăng mạnh nhất so với năm liền kề trước đó. Đặc biệt năm 2013, 2014 tốc độ tăng được duy trì 33, 34% thì 2015 giảm mạnh xuống mức âm 15% so với năm 2014. Lí do quan trọng nhất là sự biến động tỷ giá mạnh, dẫn đến việc can thiệp bán của NHNN và có thể nói, những hạn chế của cơ chế neo tỷ giá được bộc lộ rõ nét nhất, dẫn đến việc NHNN phải chuyển sang cơ chế điều hành tỷ giá trung tâm. Và cơ chế này góp phần cải thiện giá trị tài sản có ngoại tệ ròng của NHNN, đưa tốc độ tăng trở lại mức 34,1% như giai đoạn trước.

*** Góp phần cải thiện cán cân thanh toán quốc tế**

Cơ chế tỷ giá trung tâm đã áp dụng tại Việt Nam từ tháng 1 năm 2016, tính đến nay đã gần hai năm. Trong bối cảnh nền kinh tế thế giới xảy ra nhiều sự kiện lớn, nhưng về cơ bản, tỷ giá vẫn luôn nằm trong ngưỡng ổn định cho phép. Điều này đã tạo tâm lý yên tâm của khách du lịch đến Việt Nam.

Hình 4: Giá trị tài sản có ngoại tệ ròng của Ngân hàng Nhà Nước Việt Nam, 2010 -2016

Đơn vị: Triệu USD



Nguồn: IFS

Bảng 1 cho thấy lượng khách quốc tế đến Việt Nam đã có sự tăng trưởng qua các năm. Năm 2014 có số khách là 7.874.312 lượt, năm 2015 là 7.943.651, có sự suy giảm nhẹ ở 2 thị trường là Châu Á và Châu Úc, đặc biệt là Trung Quốc, Campuchia, Lào, Úc...trong đó khách Trung Quốc giảm 8,5%, Campuchia giảm 44%..

Bảng 1: Lượng khách quốc tế đến Việt Nam

Đơn vị: Lượt

	2014	2015	2016	Thg10/2017
1. Châu Á	5.341.879	5.304.818	6.984.409	7.899.254
2. Châu Mỹ	548.067	596.919	675.573	671.160
3. Châu Âu	1.198.481	1.199.142	1.445.029	1.521.268
4. Châu Úc	354.209	335.681	363.266	352.506
5. Châu Phi và các thị trường khác	431.676	507.091	544.458	425.869
Tổng	7.874.312	7.943.651	10.012.735	10.870.057

Nguồn: vietnamtourism.gov.vn

Xảy ra việc này, có thể do nguyên nhân của việc Trung Quốc phá giá đồng Nhân dân tệ đột ngột 2% vào tháng 8, làm giá trị đồng NDT xuống thấp nhất trong vòng 4 năm so với USD và điều này ảnh hưởng lớn tâm lý của nhà đầu tư quốc tế, làm hàng loạt đồng tiền của các nước trong khu vực Châu Á rớt giá theo và tạo tâm lý lo ngại về khả năng xảy ra cuộc

chiến tranh tiền tệ và làm giảm khả năng đi du lịch của người dân. Tuy nhiên, lượng khách đến du lịch Việt Nam đã có sự hồi phục đáng kể ở năm 2016 khi đạt con số 10.012.735 lượt, tăng 26%, đặc biệt, sang đến tháng 10/2017, con số này đã tăng lên 10,870,057, tăng 24,7% so với cùng kì năm trước và tăng 8,5% so với cả năm 2016. Đây là tín hiệu đáng mừng không chỉ của ngành du lịch Việt Nam mà đối với cán cân thanh toán, đi cùng với lượng khách du lịch đến Việt Nam thì dòng ngoại tệ chảy vào tăng vì theo thống kê, lượng ngoại tệ từ khách quốc tế chiếm tỷ trọng bình quân là 55% trong tổng thu dịch vụ. Vì vậy, *sự tăng lên ổn định của lượng khách du lịch cho thấy tỷ giá của VNĐ đã có sự thu hút nhất định, làm cho khách nước ngoài yên tâm và lên kế hoạch tới Việt Nam. Đồng thời, dòng khách nước ngoài này đóng góp một phần tích cực trong cán cân thanh toán của Việt Nam.*

Bảng 2: Cán cân thanh toán của Việt Nam giai đoạn 2014-t6/2017

Đơn vị: triệu USD

	2014	2015	2016	T6/2017
A, Cán cân vãng lai	9.037	-353,38	8.235	-899
<i>Hàng hóa(ròng)</i>	12.126	7.374,62	14.013	1.344
<i>Dịch vụ (ròng)</i>	-3.530	-5.250	-5.400	-1.750
<i>Thu nhập đầu tư (TN sơ cấp)(ròng)</i>	-8.844	-9.979	-8.363	-4.414
<i>Chuyển giao vãng lai (thu nhập thứ cấp)(ròng)</i>	9.285	7.501	7.985	3.921
B, Cán cân vốn	0	0	0	0
C, Cán cân tài chính	5.571,3	966,61	10.957,42	6.485
<i>Đầu tư trực tiếp (ròng)</i>	8.050	10.700	11.600	5.930
<i>Đầu tư gián tiếp (ròng)</i>	93	-65	228	1.152
<i>Đầu tư khác (ròng)</i>	-2.571,7	-9.668,39	-870,58	-597
D, Lỗi và Sai sót	-6.233,3	-6.645,23	-10.802,42	-3.077
E, Cán cân tổng thể	8.375	-6.032	8.390	2.509
F, Dự trữ và các hạng mục liên quan	-8.375	6.032	-8.390	-2.509
Tài sản dự trữ	-8.375	6.032	-8.390	-2.509

Nguồn: IMF

Bảng 2 cho thấy: *Về cơ bản, Việt Nam cán cân thanh toán từ 2014 đến nay đang thặng dư, trừ năm 2015.* Việc thặng dư này thể hiện nguồn cung ngoại tệ của Việt Nam dồi dào và lượng ngoại tệ được NHNN mua vào đã tăng trong những năm gần đây. Năm 2014, cán cân tổng thể đạt thặng dư 8.375 triệu USD, năm 2015 thâm hụt 6.032 triệu, nhưng đến năm 2016 đã tăng lên 8.390 triệu USD và đến quý 2 năm 2017 đã đạt 2.509 triệu USD. Trong đó, hàng hóa của Việt Nam trong trạng thái xuất siêu., năm 2014 đạt 12.126 triệu USD, năm 2015 đạt 7.374 triệu, 2016 đạt 14.013 triệu USD – tăng 6.639 triệu và tăng 90% so với năm 2015. Tính đến quý 2/2017, con số này đạt 1.344 triệu.

Cán cân tài chính cũng tăng mạnh, năm 2014 đạt 5.571,3 triệu USD, năm 2015 đạt 966,61 triệu, giảm gần 83%, thì năm 2016, con số này đã tăng ngoạn mục lên mức 10.957,42

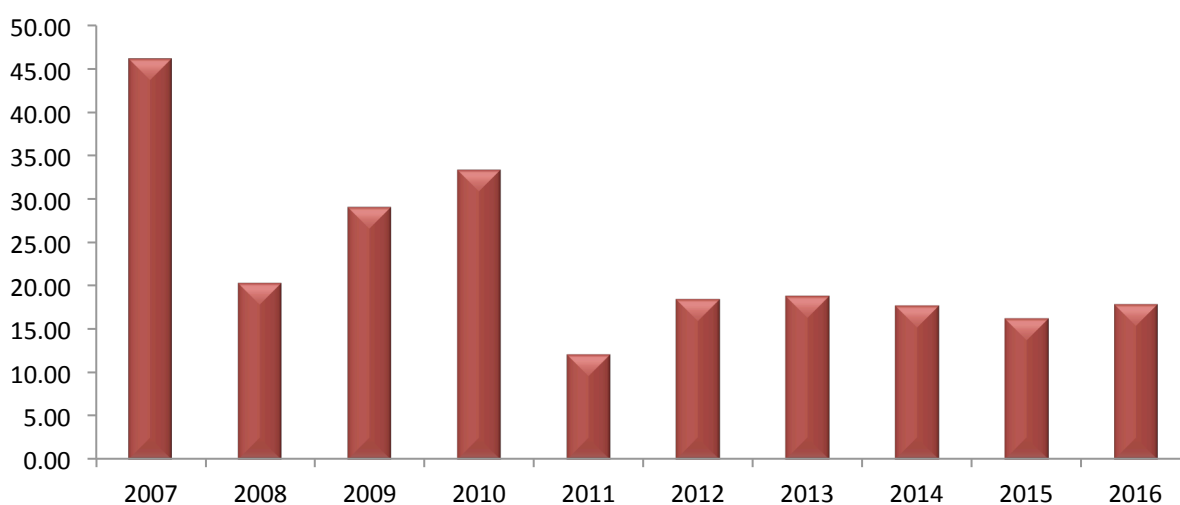
triệu USD, tăng gấp hơn 10 lần so với 2015. Việc tăng này xuất phát từ nhiều yếu tố vĩ mô, nhưng trong đó có một lí do quan trọng là từ cơ chế tỷ giá trung tâm, chứa đựng nhiều sự biến động phù hợp với diễn biến thị trường và làm động lực cho dòng vốn FDI, FI vào Việt Nam. Đến quý 2/2017, con số này đã đạt mức 6.485 triệu USD.

Ngoài cán cân thanh toán, có thể thấy việc thay đổi cơ chế điết tiết từ neo tỷ giá vào USD thì việc tỷ giá trung tâm được tính toán dựa trên tỷ giá trên thị trường liên ngân hàng và sự thay đổi một rổ 7 loại ngoại tệ đem lại các dấu hiệu tích cực cho các biến số vĩ mô và khối tiền cung ứng M2.

3.2.2. Giúp Ngân hàng Nhà nước kiểm soát tốt hơn khối cung tiền

Hình 5: Diễn biến M2 của Việt Nam giai đoạn 2007-2016

Đơn vị tính: %



Nguồn: SBV

Hình 5 cho thấy từ giai đoạn 2012 trở về trước, M2 có sự trỗi sụt mạnh nhưng từ 2013 đến nay, con số này tương đối ổn định. Tỷ giá cũng là một mục tiêu trong điều hành Chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, vì vậy, việc điều hành khối cung tiền chịu sự chi phối lớn từ sự biến động của tỷ giá, trong các biện pháp can thiệp để thực hiện mục tiêu Chính sách tiền tệ của Việt Nam cho thấy biện pháp can thiệp trên thị trường ngoại hối được ưu chuộng sử dụng nhất trong giai đoạn trước [2]. Trong sự thay đổi của cơ chế điều tiết tỷ giá từ tháng 1 năm 2016 thì không cho thấy sự thay đổi mạnh về tỉ lệ tăng của khối tiền M2. Năm 2014, tỷ lệ tăng là 17.69%, 2015 là 16,23% thì 2016 cũng duy trì ổn định tại mức 18,46%. Đây là một dấu hiệu tích cực trong mối quan hệ giữa tỷ giá trung tâm và khối cung tiền M2.

Kết luận: Từ các số liệu diễn biến vĩ mô cho thấy, việc thay đổi cơ chế điều hành tỷ giá trung tâm không tạo ra các tác động tiêu cực (tính đến thời điểm nghiên cứu), mặc dù điều kiện quốc tế gặp nhiều sức ép nhưng tỷ giá trung tâm đã luôn được duy trì trong xu hướng phù hợp với diễn biến thị trường nhưng trong mức giới hạn an toàn mà nhà quản lí kì vọng. Việc Fed liên tục phát ra các tín hiệu về việc tăng lãi suất mục tiêu đã không làm các nhà điều hành của Việt Nam nao núng vì các điều kiện thuận lợi trong trạng thái cán cân thanh toán quốc tế thặng dư (tính đến hết quý 2/2017), sức cạnh tranh của hàng hóa Việt

Nam ngày càng được khẳng định, hay việc đạt được các thỏa thuận trong việc kí CPTPP (Hiệp định Đối tác toàn diện và tiến bộ xuyên Thái Bình Dương) cũng là những điều kiện thuận lợi cho Việt Nam trong việc thu hút dòng vốn ngoại.

4. Khuyến nghị

Mặc dù cho tới nay, cơ chế tỷ giá trung tâm chưa xảy ra những diễn biến không lường trước và nằm ngoài sự kiểm soát của Ngân hàng Nhà nước. Nhưng chúng ta cũng cần xác định rõ ràng một điều: dù sao, đồng tiền của Việt Nam vẫn là một đồng tiền chưa có khả năng tự chuyển đổi. Để duy trì cơ chế tỷ giá này vẫn đòi hỏi sự chủ động can thiệp và các biện pháp can thiệp mạnh từ Ngân hàng Nhà nước, mặc dù với cơ chế này cho phép tỷ giá biến động phù hợp hơn với tín hiệu thị trường, từ các yếu tố trong và ngoài nước. Và để can thiệp chủ động được sẽ đòi hỏi Việt Nam phải có quỹ dự trữ ngoại hối đủ dày. Quy mô quỹ này của Việt Nam hiện được đánh giá là đủ để can thiệp và điều chỉnh thị trường, nhưng để đảm bảo có thể chống đỡ được trong nhiều tình huống khó thì còn một khoảng cách lớn. Việc Ngân hàng Nhà nước cần làm là tiếp tục cải thiện quy mô quỹ dự trữ ngoại hối để tăng khả năng điều tiết tỷ giá, thực hiện mục tiêu của Chính sách tiền tệ; tăng khả năng thanh toán quốc tế. Đồng thời dự phòng các phương án đối phó trước tình huống Fed tiếp tục tăng lãi suất và sự giảm giá mạnh của giá trị đồng tiền các nước trong khu vực, các nước đối tác xuất nhập khẩu lớn ở Châu Á (Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản...), Châu Âu (khối EU), Châu Mỹ (Hoa Kỳ)... Ngoài ra, tính đến thời điểm cuối năm, diễn biến tỷ giá vẫn ổn định, tạo điều kiện thuận lợi cho các yếu tố vĩ mô. Việt Nam cũng chưa phải đối diện với việc rút vốn từ nước ngoài như các nước Indonexia, Thái Lan, Malaixia [6], mà lại thậm chí đang tạo diễn biến tích cực từ sự tăng mạnh nhất trong vòng 6 năm của thị trường chứng khoán, dẫn đến thu hút thêm nguồn vốn nước ngoài, kể cả đầu tư trực tiếp và gián tiếp. Vì vậy, với vai trò là người chịu trách nhiệm điều hành CSTT và quản lí cán cân thanh toán quốc tế, NHNN cần tiếp tục linh hoạt trong điều tiết, duy trì tỷ giá trung tâm hợp lí và giữ giá trị đối nội, đối ngoại của đồng Việt Nam, kiên định mục tiêu duy trì ổn định thị trường tiền tệ, nhờ đó lạm phát đã được kiểm soát theo mục tiêu do Quốc Hội đề ra.

Tài liệu tham khảo

- [1] GS. TS. Nguyễn Văn Tiến, giáo trình Tài chính quốc tế, NXB Thống kê, 2012
- [2] Nguyễn Tường Vân, Luận án: “Quản lý vốn khả dụng trong điều hành Chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam”, 2013 – Học Viện Ngân Hàng.
- [3] <https://www.baomoi.com/nhin-lai-dieu-hanh-ty-gia-giai-doan-2011-2013/c/12287374.epi>
- [4] <http://baochinhphu.vn/Kinh-te/Nhung-ket-qua-noi-bat-ve-dieu-hanh-ti-gia-giai-doan-20112015/241758.vgp>
- [5] <http://tapchitaichinh.vn/nghien-cuu--trao-doi/trao-doi-binh-luan/chinh-sach-neo-ty-gia-co-dieu-chinh-cua-viet-nam-lieu-loi-co-bat-cap-hai-63094.html>
- [6] <http://cafef.vn/dong-tien-viet-nam-thuoc-nhom-on-dinh-nhat-chau-a-20171116072933331.chn>
- [7] <http://infonet.vn/ty-gia-trung-tam-la-gi-post187766.info>
- [8] <http://www.ifs.se>
- [9] <http://www.imf.org>
- [10] <https://www.sbv.gov.vn>

ĐO LƯỜNG ỔN ĐỊNH TÀI CHÍNH CÁC QUỐC GIA – KINH NGHIỆM QUỐC TẾ VÀ BÀI HỌC CHO VIỆT NAM

ThS. Vũ Hải Yến

Học viện Ngân hàng

Tóm tắt

Cuộc khủng hoảng tài chính thế giới năm 2008 đã khiến các nhà hoạch định chính sách phải nhìn nhận lại mục tiêu điều hành của mình cũng như tầm quan trọng của kiểm soát rủi ro hệ thống và đảm bảo ổn định tài chính. Để giúp đỡ các quốc gia trong việc đo lường mức độ ổn định của hệ thống tài chính, Quỹ tiền tệ quốc tế (IMF) đã giới thiệu bộ chỉ số lành mạnh tài chính (Financial Soundness Indicators - FSIs), tuy nhiên, việc áp dụng bộ chỉ số này với tiêu chuẩn quốc tế tại quốc gia đang phát triển và có hệ thống tài chính chưa hoàn thiện như Việt Nam là điều không dễ dàng. Vì vậy, bài viết được thực hiện nhằm giới thiệu một số vấn đề cơ bản về ổn định tài chính và kinh nghiệm sử dụng các chỉ số ổn định tại hai quốc gia, Anh và Hàn Quốc để từ đó rút ra một số bài học kinh nghiệm cho Việt Nam trong việc: (i) lựa chọn cơ quan chịu trách nhiệm đo lường và thực thi mục tiêu ổn định tài chính; (ii) phương pháp đo lường ổn định tài chính; và (iii) các tiêu chí lựa chọn chỉ số đo lường ổn định tài chính.

***Từ khóa:** ổn định tài chính, chỉ số lành mạnh tài chính*

MEASURES OF FINANCIAL STABILITY – INTERNATIONAL EXPERIENCES AND LESSONS FOR VIETNAM

Vu Hai Yen MSc

Banking Academy of Vietnam

Abstract

The global crisis has made policy makers reconsider their policy targets as well as the importance of controlling systemic risk and ensuring financial stability. In order to help countries measure the condition of financial system, the International Monetary Fund (IMF) has introduced the Financial Soundness Indicators (FSIs) since 1999. Nevertheless, applying this international standardized set of indicators for incompleting financial system like Vietnam is not proper. Therefore, this paper aims to explore the insight of financial stability and experience of measuring financial stability in England and South Korea, in order to grasp some lessons for Vietnam in forms of (i) selecting agency which is responsible for measuring and pursuing financial stability; (ii) choosing proper measures of financial stability and (iii) providing criteria for financial stability indicators selection.

***Keywords:** financial stability, financial soundness indicators*

1. Ổn định tài chính

1.1. Khái niệm ổn định tài chính

Quỹ tiền tệ quốc tế IMF và Ngân hàng thế giới (World Bank-WB) có đưa ra định nghĩa như sau: **“Ổn định tài chính là điều kiện đạt được khi hệ thống tài chính thực hiện đầy đủ các chức năng của nó”**. Như vậy, một hệ thống tài chính được coi là ổn định, có nghĩa là đủ khả năng phân bổ hiệu quả các nguồn lực, đánh giá và quản trị rủi ro tài chính, duy trì tỷ lệ việc làm gần với tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên của nền kinh tế, và loại trừ một cách tương đối những biến động giá của các tài sản thực và tài sản tài chính có thể ảnh hưởng đến ổn định tiền tệ hoặc tỷ lệ việc làm. Bên cạnh đó, hệ thống tài chính ổn định còn có thể đạt được khi nó có thể loại bỏ những mất cân bằng tài chính phát sinh trong nội tại hoặc do chịu ảnh hưởng của các cú sốc bất ngờ bên ngoài. Nếu đạt được sự ổn định, hệ thống sẽ hấp thu được các cú sốc chủ yếu qua cơ chế tự điều chỉnh, ngăn ngừa tác động bất lợi của các sự kiện bên ngoài. Sự ổn định tài chính là yếu tố vô cùng quan trọng giúp cho sự phát triển của nền kinh tế bởi tất cả các giao dịch trong nền kinh tế thực đều được thực hiện thông qua hệ thống tài chính.

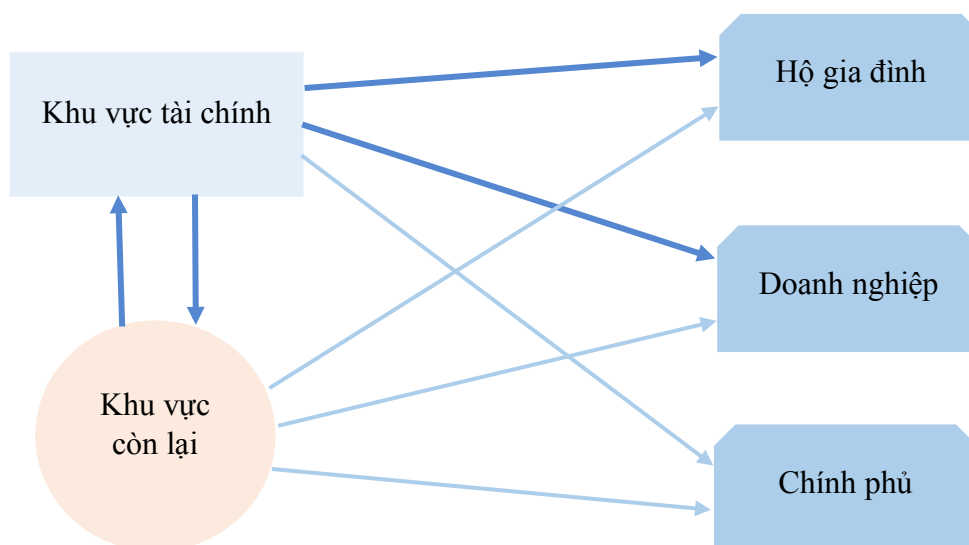
Ngân hàng trung ương châu Âu (European Central Bank-ECB) lại cho rằng, **ổn định tài chính sẽ đạt được khi những rủi ro hệ thống được ngăn chặn**. Trong đó, rủi ro hệ thống được mô tả là rủi ro làm tổn hại đến việc cung ứng các sản phẩm dịch vụ tài chính của hệ thống tài chính, từ đó gây ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế và phúc lợi xã hội. Mặc dù tiếp cận thông qua việc đề cập đến rủi ro hệ thống, nhưng về cơ bản, quan điểm của ECB cũng tương đồng với WB và IMF khi cho rằng, ổn định tài chính là điều kiện tại đó hệ thống tài chính – bao gồm trung gian tài chính, thị trường tài chính và cơ sở hạ tầng thị trường – có khả năng đứng vững trước những cú sốc, những mất cân bằng tài chính, từ đó giảm thiểu khả năng gián đoạn quá trình trung chuyển và phân bổ vốn từ tiết kiệm đến đầu tư. (ECB, 2012).

1.2. Rủi ro đối với hệ thống tài chính

IMF nhìn nhận rủi ro đối với ổn định tài chính không chỉ là những rủi ro đơn lẻ của từng tổ chức, từng thị trường mà là những rủi ro ở đây mang tính hệ thống, được chia thành hai loại chính: rủi ro theo thời gian (time dimension) và rủi ro chéo giữa các khu vực (structural dimension).

Trong đó, rủi ro theo thời gian hay thuận chu kỳ (time dimension hoặc procyclical dimension) phản ánh sự tích tụ rủi ro hệ thống theo thời gian thông qua cơ chế khuếch đại hoạt động bên trong hệ thống tài chính và giữa hệ thống tài chính với nền kinh tế thực. Trong giai đoạn tăng trưởng kinh tế, hệ thống tài chính có xu hướng phát triển mạnh mẽ, và có nguy cơ đối mặt với rủi ro ở mức độ cao hơn, thể hiện qua tốc độ tăng trưởng tín dụng nhanh, sự gia tăng giá tài sản, đòn bẩy tài chính và bất cân xứng kỳ hạn trong bảng cân đối của các tổ chức tài chính. Nếu hệ thống không có những tấm đệm đủ lớn vào đúng thời điểm thì khi chu kỳ tài chính đảo chiều, giá trị các tài sản có thể bị sụt giảm mạnh, việc cung ứng tín dụng và các dịch vụ tài chính bị ngưng trệ, kết quả là suy thoái kinh tế tài chính nghiêm trọng. Trong giai đoạn này, tính thuận chu kỳ làm cho hệ thống tài chính và nền kinh tế dễ bị tổn thương hơn trước các cú sốc bên trong cũng như bên ngoài.

Hình 1. Rủi ro theo thời gian (chu kỳ)



Nguồn: IMF (2013)

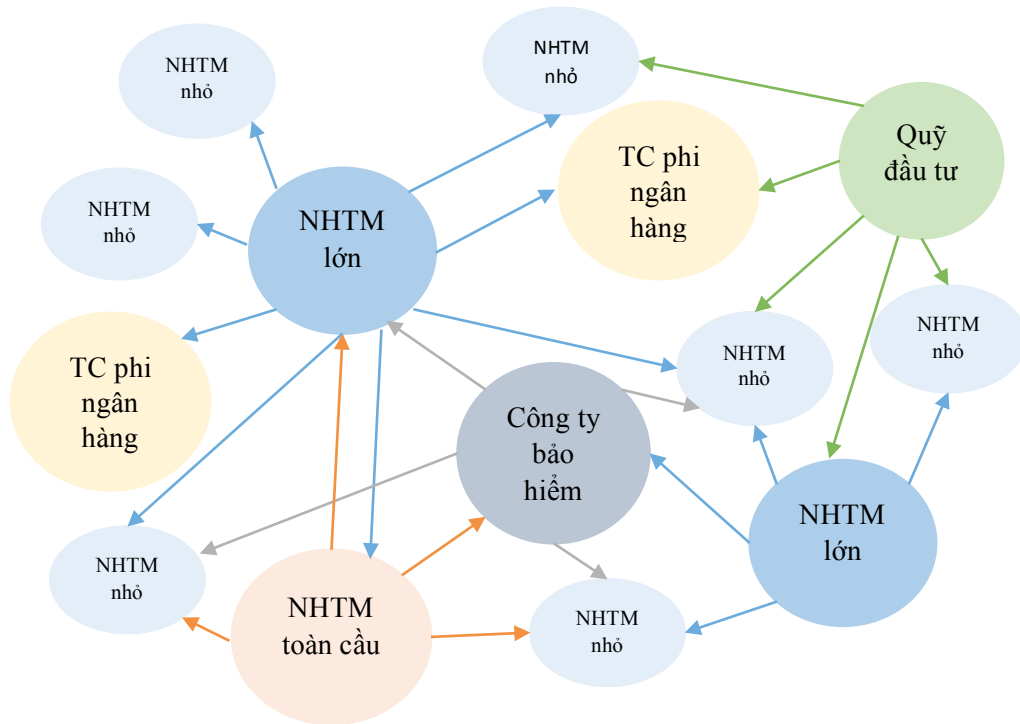
Rủi ro chéo giữa các khu vực (cross-section dimension hoặc structural dimension) là sự phân bố rủi ro giữa các lĩnh vực trong hệ thống tài chính tại một thời điểm nhất định. Khủng hoảng hay bất ổn tài chính phát sinh từ những vấn đề thuộc về cấu trúc chứ không phải do sự gia tăng những lỗ hổng hay điểm yếu của hệ thống theo thời gian. Nó có thể là những do những vấn đề, nguy cơ mà các tổ chức tài chính đều gặp phải (thể hiện trên bảng cân đối tài sản và nguồn vốn), hoặc có thể do những mối liên kết giữa tổ chức này với tổ chức khác (rủi ro đối tác). Tác động của rủi ro chéo giữa các khu vực phụ thuộc vào quy mô của các tổ chức, mức độ tập trung, khả năng thay thế cũng như sự liên kết giữa các tổ chức với nhau. Về cơ bản, nguyên nhân chủ yếu gia tăng rủi ro cho hệ thống tài chính bao gồm:

- Thứ nhất, nguy cơ gia tăng trong tổng tín dụng. Các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy sự gia tăng trong tỷ lệ cho vay khu vực tư nhân/ GDP, được đo lường bằng tốc độ tăng trưởng tín dụng/ GDP hoặc bởi độ lệch của tỷ lệ này so với xu hướng dài hạn, là chỉ số đơn lẻ tốt nhất cảnh báo sự gia tăng xác suất xảy ra khủng hoảng trong giai đoạn 1 đến 3 năm tới (Drehmann và cộng sự, 2011; Drehmann và Juselius, 2012; IMF, 2011b; Lund-Jensen, 2012).

- Thứ hai, mất cân bằng kinh tế vĩ mô bên trong. Bên cạnh tốc độ tăng trưởng tín dụng, một vấn đề khác cũng cần quan tâm là môi trường kinh tế vĩ mô, các điều kiện khiến gia tăng tín dụng và chỉ số khác cũng là dấu hiệu của rủi ro hệ thống. Kết hợp phân tích tăng trưởng tín dụng với các chỉ số khác giúp xác định xem liệu tăng trưởng tín dụng ở mức này đã nóng hay chưa và liệu có khả năng dẫn đến rủi ro hệ thống hay không. Một số các chỉ tiêu khác cần phân tích kết hợp bao gồm:

- Giá tài sản được sử dụng làm tài sản đảm bảo cho các khoản vay bởi sự thay đổi giá tài sản này cũng có khả năng dẫn đến sự gia tăng đòn bẩy tài chính và giá tài sản khác, ví dụ như giá chứng khoán.

Hình 2. Rủi ro chéo giữa các khu vực



Nguồn: IMF (2013)

- Chỉ số đòn bẩy tài chính của người đi vay trong thị trường tài sản đó, mức trung bình cũng như đối với khoản vay mới, vì chỉ số đòn bẩy tài chính trong khoản vay mới cũng là một phương pháp đo lường điều kiện tín dụng. Tuy nhiên, dữ liệu để tính toán chỉ tiêu này thường không được thu thập đầy đủ và thường xuyên.
- Sự thay đổi trong các điều kiện cho vay, được thể hiện thông qua việc giảm lãi suất cho vay và tăng đòn bẩy tài chính cho hộ gia đình và doanh nghiệp.
- Các biện pháp kéo giãn bảng cân đối của khu vực hộ gia đình và doanh nghiệp, được thể hiện thông qua tỷ lệ trả lãi/ thu nhập của mỗi khu vực.
- Sự gia tăng nguy cơ rủi ro tín dụng và rủi ro ngoại hối của khu vực hộ gia đình và doanh nghiệp có thể tạo ra những đổ vỡ và những cú sốc cho hệ thống tài chính. Ví dụ như: khi có những thay đổi lớn trong lãi suất, giá nhà và tỷ giá, có thể dẫn đến khủng hoảng bởi khi đó người đi vay có khả năng không trả được nợ, các điều kiện cho vay bị phá vỡ hoặc bị thay đổi.

- Thứ ba, những mất cân bằng bên ngoài, được phản ánh thông qua thâm hụt tài khoản vãng lai và sự tăng giá lên của tỷ giá thực cũng có thể tạo ra những cuộc khủng hoảng. Nghiên cứu của Kaminsky và Reinhart (1999) chỉ ra rằng tình trạng xuất khẩu yếu kém dẫn đến thâm hụt tài khoản vãng lai là dấu hiệu thường thấy trước các cuộc khủng hoảng tài chính. Jordan và cộng sự (2010) lại chỉ ra rằng gia tăng tín dụng là chỉ số tốt nhất phản ánh bất ổn tài chính nhưng mối liên hệ giữa bùng nổ tín dụng và mất cân đối tài khoản vãng lai lại có mối quan hệ chặt chẽ hơn trong những thập kỷ gần đây. Nghiên cứu của Lund-Jensen

(2012) lại chứng minh được ngoại tệ lên giá thực là một dấu hiệu cảnh báo cho khủng hoảng ngân hàng.

1.3. Phương thức đo lường ổn định tài chính

Để giúp các quốc gia đánh giá mức độ ổn định hệ thống tài chính, IMF đã xây dựng và giới thiệu bộ chỉ số lành mạnh tài chính (FSIs). Bộ chỉ số này ban đầu được gọi với tên là chỉ số an toàn vĩ mô (Macprudential indicators-MPIs) là các chỉ số để đo lường mức độ ổn định của hệ thống tài chính, đồng thời cũng là một phương pháp thống kê được IMF phát triển nhằm hỗ trợ các công cụ phân tích an toàn vĩ mô ở cấp độ quốc gia. (Ingves, 2001). Bộ chỉ số lần đầu tiên được giới thiệu vào tháng 9 năm 1999 tại cuộc họp giữa IMF và các chuyên gia cao cấp đến từ Ngân hàng trung ương các quốc gia trên thế giới, các cơ quan giám sát, các tổ chức quốc tế, các nhà nghiên cứu kinh tế và cả khu vực kinh tế tư nhân. Trong đó, FSIs bao gồm các chỉ số an toàn vĩ mô tổng hợp phản ánh sức khỏe của các tổ chức tài chính, các biến số kinh tế vĩ mô kết hợp với mức độ dễ tổn thương của hệ thống tài chính, và các chỉ số đại diện cho thị trường.

Bộ chỉ FSIs ban đầu được đánh giá là tương đối đầy đủ tuy nhiên bộ chỉ số này khá chồng chéo với nhiều bộ chỉ tiêu nhỏ bên trong. Tháng 6 năm 2001, sau khi tham khảo ý kiến các chuyên gia và khảo sát từ các quốc gia thành viên, IMF đã giới thiệu bộ chỉ số FSIs rút gọn với 39 chỉ số được chia thành 2 nhóm: Bộ chỉ số cơ bản đánh giá mức độ ổn định của hệ thống ngân hàng và Bộ chỉ số bổ sung đánh giá mức độ ổn định của khu vực doanh nghiệp, thị trường bất động sản, các tổ chức tài chính phi ngân hàng và thị trường tài chính. Tháng 9 năm 2013, IMF tiếp tục điều chỉnh bộ chỉ số FSIs theo hướng loại bỏ đi 5 chỉ tiêu không còn phù hợp và bổ sung thêm 19 chỉ tiêu mới, bao gồm các chỉ tiêu đánh giá các quỹ thị trường tiền tệ, công ty bảo hiểm, quỹ hưu trí, các tổ chức tài chính phi ngân hàng khác cũng như các doanh nghiệp, hộ gia đình. (Phụ lục 1)

Trên cơ sở phân chia thành Bộ chỉ số chính và Bộ chỉ số bổ sung, IMF tạo điều kiện để các quốc gia lựa chọn tham khảo tùy thuộc vào nhu cầu và điều kiện dữ liệu của quốc gia đó. Với các nền kinh tế đang phát triển, khu vực thị trường tài chính cũng như các dữ liệu thị trường còn hạn chế, có thể bắt đầu tính toán Bộ chỉ số chính trước. Còn với những nền kinh tế phát triển, số liệu đầy đủ và thống nhất, có thể thực hiện tính toán thêm Bộ chỉ số bổ sung, để xác định chính xác hơn sự ổn định của hệ thống tài chính. Những tiêu chí lựa chọn các chỉ số cho các quốc gia: (i) tập trung vào các thị trường và tổ chức tín dụng quan trọng, (ii) có ý nghĩa phân tích quan trọng, (iii) truyền tải thông tin hữu ích, (iv) có quy mô ảnh hưởng tầm quốc gia, (v) có thể thu thập được số liệu, (vi) khai thác được thông tin tối đa từ dữ liệu thu thập được.

2. Kinh nghiệm đo lường ổn định tài chính tại một số quốc gia trên thế giới

Việc đo lường ổn định tài chính là một trong những bước quan trọng giúp các nhà điều hành nhận định, đánh giá được điều kiện hiện tại của hệ thống tài chính, từ đó, có cơ sở đưa ra những công cụ điều chỉnh phù hợp. Quỹ tiền tệ quốc tế IMF đã đưa ra bộ chỉ số chung làm gợi ý cho các quốc gia, tuy nhiên, mỗi hệ thống tài chính có đặc điểm phát triển riêng và vì

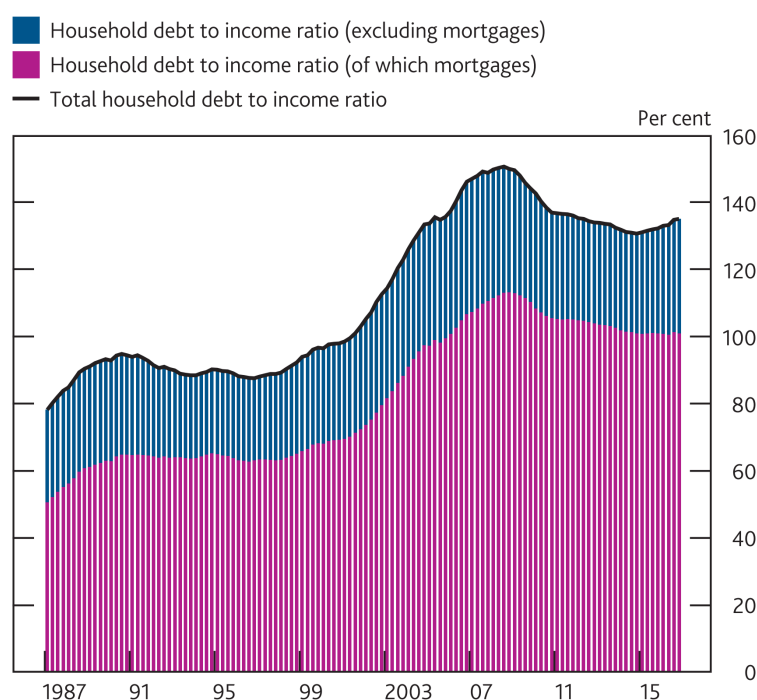
thể, có sự ứng dụng và phát triển riêng trong đo lường ổn định tài chính. Bài viết tập trung giới thiệu kinh nghiệm đo lường điều kiện tài chính tại hai nền kinh tế phát triển và mới nổi là Anh và Hàn Quốc, để thấy được những khác biệt trong cách thức lựa chọn phương thức đo lường ổn định tài chính tại hai quốc gia này, cũng như rút ra bài học cho Việt Nam trước khi chính thức thiết lập bộ chỉ số cho riêng mình.

2.1. Kinh nghiệm của Anh

Cơ quan quản lý

Tại Anh, Ngân hàng trung ương (NHTW) đóng vai trò vô cùng quan trọng trong việc thực hiện mục tiêu ổn định tài chính bên cạnh mục tiêu chính sách tiền tệ. Trước năm 2012, khi chưa có tổ chức chuyên trách, NHTW là cơ quan chịu trách nhiệm chính. Sau năm 2012, khung quản lý hệ thống tài chính Anh đã có sự thay đổi căn bản khi Luật dịch vụ tài chính được ban hành. Theo Luật này, Ủy ban chính sách tài chính Anh (Financial Policy Committee-FPC) tại NHTW, trong đó nhiệm vụ chính của Ủy ban là xác định, giám sát và thực hiện loại bỏ hoặc giảm thiểu rủi ro hệ thống trên quan điểm bảo vệ và tăng cường sự ổn định của hệ thống tài chính Anh. Ngoài ra, Ủy ban chính sách tài chính có mục tiêu thứ yếu là hỗ trợ chính sách kinh tế của Chính phủ. Ủy ban bao gồm 13 thành viên, trong đó có 6 thành viên đến từ NHTW với Thống đốc, 4 Phó Thống đốc và Giám đốc điều hành về ổn định tài chính; 5 thành viên còn lại là các chuyên gia độc lập được lựa chọn từ bên ngoài NHTW, dựa trên kinh nghiệm và chuyên môn của họ trong lĩnh vực dịch vụ tài chính. Hai thành viên còn lại của Ủy ban là Giám đốc điều hành của Cơ quan quản lý tài chính (Financial Conduct Authority-FCA) và một thành viên không bỏ phiếu đến từ Kho bạc. Ủy ban thường xuyên thực hiện công bố báo cáo sau mỗi cuộc họp chính sách chính thức, đồng thời chịu trách nhiệm xuất bản Báo cáo ổn định tài chính cho NHTW mỗi năm 2 lần.

Hình 3. Lịch sử nợ của hộ gia đình tại Anh



Sources: ONS and Bank calculations.

Rủi ro chính cho hệ thống tài chính

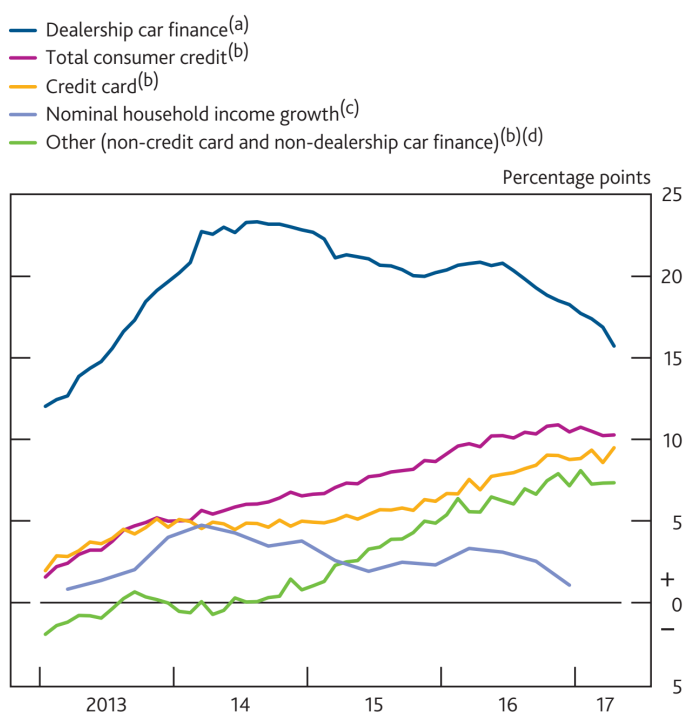
Tùy thuộc đặc điểm kinh tế, mỗi hệ thống tài chính phải đối mặt với những nguy cơ rủi ro khác nhau. Ở Anh, rủi ro hệ thống chủ yếu đến từ 4 lĩnh vực: rủi ro từ thị trường cho vay thế chấp BĐS, tín dụng tiêu dùng, rủi ro từ môi trường kinh doanh toàn cầu, sự thay đổi giá tài sản (lãi suất dài hạn), trong đó đánh giá và hạn chế rủi ro từ thị trường cho vay thế chấp và thị trường cho vay tiêu dùng là mối quan tâm hàng đầu của các cơ quan quản lý tại Anh.

Rủi ro từ thị trường cho vay thế chấp: Tại Anh, khoản tín dụng thế chấp là khoản nợ lớn nhất của các hộ gia đình, đồng thời cũng là loại hình cho vay rủi ro lớn nhất của các tổ chức tài chính. Mối quan tâm của PFC là những rủi ro ảnh hưởng đến sự an toàn của cả người đi vay và người cho vay xuất phát từ mức nợ cao của các hộ gia đình. Theo lịch sử, các khoản nợ thế chấp là nhân tố chính khiến hệ thống tài chính có thể rơi vào tình trạng bất ổn định bởi một số lý do như sau:

- Về phía người đi vay, việc các hộ gia đình vay mượn quá nhiều là vô cùng rủi ro bởi khi có những suy giảm thu nhập ngoài dự tính, họ sẽ không có khả năng trả nợ các khoản vay thế chấp này. Khi nền kinh tế rơi vào tình trạng suy thoái, các cá nhân hộ gia đình có xu hướng sử dụng tất cả phần thu nhập mình có để tất toán khoản vay thế chấp, kết quả là họ sẽ nhanh chóng cắt giảm chi tiêu của mình, khiến tổng cầu suy giảm mạnh và nền kinh tế rơi suy thoái trầm trọng hơn.

- Về phía các tổ chức cho vay, họ cũng góp phần gia tăng rủi ro cho chính mình thông qua việc gia tăng các khoản cho vay thế chấp khi giá BĐS có xu hướng tăng. Trong giai đoạn kinh tế tăng trưởng, các tổ chức cho vay thường đánh giá thấp rủi ro, và vì thế họ có xu hướng nới lỏng các điều kiện bảo lãnh để nhằm gia tăng tín dụng, mở rộng thị phần. Điều này dẫn đến lượng tiền cung ứng cho nền kinh tế gia tăng nhiều hơn.

Hình 4. Tín dụng tiêu dùng tăng nhanh hơn thu nhập hộ gia đình



Sources: Bank of England, ONS and Bank calculations.

Để tránh những rủi ro xuất phát từ thị trường cho vay thế chấp, từ tháng 6/2014, FPC đã ban hành một gói chính sách được thiết kế nhằm ngăn ngừa sự gia tăng các cá nhân, hộ gia đình có mức nợ cần cao, và tránh việc các tổ chức nói lỏng tiêu chuẩn bảo lãnh. Hai biện pháp được thực hiện trong gói chính sách này là: (i) hạn chế tỷ lệ cho vay thế chấp với các đối tượng cho tỷ lệ nợ/ thu nhập ở mức cao; (ii) ban hành tiêu chuẩn tối thiểu yêu cầu các tổ chức tài chính phải kiểm tra khả năng trả nợ của người đi vay trước khi cấp tín dụng.

Rủi ro từ tín dụng tiêu dùng: Cho vay tiêu dùng tại Anh đã gia tăng nhanh chóng trong những năm trở lại đây. Từ tháng 4/2016 - 4/2017, tín dụng tiêu dùng đã gia tăng 10.3%; trong khi thu nhập hộ gia đình lại có xu hướng giảm trong năm này.

Nguyên nhân dẫn đến sự gia tăng nhanh chóng trong nhu cầu vay tiêu dùng tại Anh là do những thay đổi về công nghệ (mua sắm trực tuyến, các loại thẻ...), đã khuyến khích cá nhân sử dụng thẻ tín dụng nhiều hơn để mua sắm. Thêm vào đó, lãi suất cho các khoản vay cá nhân có xu hướng giảm từ năm 2013, khiến cho chênh lệch lãi suất của ngân hàng bị thu hẹp hơn. Các tổ chức tài chính kéo dài thời gian miễn lãi cho khách hàng, tạo động lực cho khách hàng sử dụng thẻ tín dụng nhiều hơn. Tính đến thời điểm hiện tại, tỷ lệ thua lỗ trong hoạt động cho vay tiêu dùng đang ở mức thấp. Tuy nhiên, nếu các tổ chức đánh giá thấp rủi ro bởi những dấu hiệu khả quan trong kết quả kinh doanh hiện tại thì sẽ là khởi nguồn nguy cơ đổ vỡ trong tương lai trên thị trường tín dụng tiêu dùng này. Hiện nay, tín dụng tiêu dùng chỉ chiếm khoảng 10% tổng khối lượng tín dụng của hệ thống ngân hàng, và con số này là nhỏ hơn so với con số 70% của cho vay thế chấp nhưng những thua lỗ trong tín dụng tiêu dùng sẽ cao hơn nhiều so với cho vay thế chấp. Lý do là bởi, khi đối mặt với những cú sốc tiêu cực, người đi vay không trả các khoản cho vay tiêu dùng nhiều hơn so với các khoản thế chấp. Bên cạnh đó, phần lớn các khoản tín dụng tiêu dùng không được đảm bảo, các tổ chức cho vay không thể dựa vào giá trị tài sản đảm bảo để thu hồi vốn được. Thực tế trong vòng 10 năm trở lại đây, tỷ lệ các khoản vay tín dụng tiêu dùng các ngân hàng phải loại bỏ khỏi bảng cân đối cao gấp 10 lần so với các khoản vay thế chấp.

Các chỉ số cơ bản của Ủy ban chính sách tài chính

Tại Anh, Ủy ban chính sách tài chính chủ yếu sử dụng ba công cụ để đảm bảo ổn định hệ thống tài chính, bao gồm:

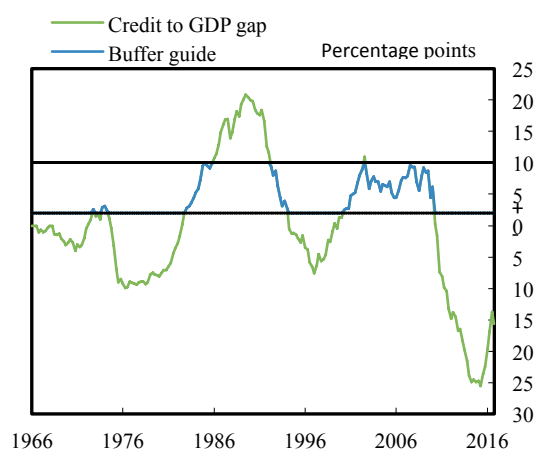
- Tỷ lệ đệm vốn phản chu kỳ (*Countercyclical capital buffer-CCB*) được sử dụng như một công cụ bổ sung cho yêu cầu vốn thông thường, giúp tăng cường khả năng phục hồi của hệ thống ngân hàng. Cơ quan quản lý sẽ thực hiện điều chỉnh tăng tỷ lệ trong những giai đoạn tăng trưởng tín dụng nóng và giảm tỷ lệ này trong giai đoạn suy thoái.
- Tỷ lệ đệm vốn theo lĩnh vực (*Sectoral capital requirements – SCR*) là công cụ bổ sung vốn bù đắp cho những thua lỗ trong lĩnh vực bất động sản, từ đó gia tăng tính ổn định.
- Các công cụ điều chỉnh thị trường bất động sản, chủ yếu là tỷ lệ cho vay trên giá trị tài sản (Loan to value - LTV) và tỷ lệ cho vay trên thu nhập (Debt to income - DTI)

Các chỉ số đo lường mức độ ổn định tài chính cũng được FPC tính toán và chia thành các nhóm dựa trên các công cụ này, và gọi là bộ chỉ số Đệm vốn phản chu kỳ, bộ chỉ số Đệm vốn theo lĩnh vực và bộ chỉ số công cụ nhà ở. Các chỉ số này rất hiệu quả trong việc định hình quan điểm của FPC và giúp Ủy ban giải thích các quyết định của mình một cách công khai với thị trường.

Bộ chỉ số Đệm vốn phản chu kỳ gồm 18 chỉ số cơ bản, chia làm 3 nhóm: (i) nhóm thứ nhất đo lường độ căng thẳng cân đối phi ngân hàng, (ii) nhóm thứ hai xác định điều kiện và kỳ hạn thị trường, và (iii) nhóm thứ ba đo lường độ căng thẳng cân đối ngân hàng.

Trong đó, chỉ số tỷ lệ tín dụng/GDP¹ được coi là chỉ số quan trọng nhất, là cơ sở để FPC ra quyết định. Nếu chênh lệch tỷ lệ tín dụng/GDP² ở dưới mức 2% thì tỷ lệ đệm vốn ngược chu kỳ sẽ giữ ở mức 0%, nhưng nếu chênh lệch tín dụng/GDP tăng trên 2% thì tỷ lệ CCB sẽ tăng dần lên và chạm giá trị 2,5% nếu chênh lệch tỷ lệ tín dụng/ GDP từ 10% trở lên.

Hình 5. Tỷ lệ đệm vốn phản chu kỳ và chênh lệch tỷ lệ tín dụng/GDP tại Anh, 1966-2016



Nguồn: Bank of England

Bộ chỉ số Đệm vốn theo lĩnh vực cũng được chia thành 3 nhóm tương tự như ở trên nhưng chỉ bao gồm 12 chỉ số. Thông thường, FPC sẽ thay đổi đồng thời cả tỷ lệ đệm vốn phản chu kỳ và tỷ lệ đệm vốn theo lĩnh vực nên các bộ chỉ số cho hai công cụ này phải được cập nhật thường xuyên, làm cơ sở cho FPC ra quyết định cũng như tăng cường cơ chế dự báo.

Bộ chỉ số công cụ nhà ở gồm 9 chỉ số, được chia thành 2 nhóm: (i) nhóm đo lường độ căng thẳng cân đối của tổ chức cho vay và hộ gia đình; và (ii) nhóm đo lường điều kiện và kỳ hạn trên thị trường. Bộ chỉ số này là cơ sở quan trọng giúp FPC xác định giới hạn LTV và DTI.

Như vậy, tại Anh, việc thực thi mục tiêu ổn định tài chính, điều hành chính sách an toàn tài chính vĩ mô được thực hiện bởi Ủy ban chính sách tài chính, mà thành viên chủ chốt là những nhà điều hành đến từ NHTW cũng như những người đứng đầu các cơ quan có liên

¹ Chênh lệch tín dụng/GDP được tính toán từ 3 nguồn số liệu: tín dụng hộ gia đình, tín dụng doanh nghiệp (phi tài chính) và giá trị GDP danh nghĩa theo công thức:

Tỷ lệ tín dụng/ GDP = (Tín dụng hộ gia đình + Tín dụng doanh nghiệp phi tài chính)/ GDP danh nghĩa.

² Chênh lệch tỷ lệ tín dụng/ GDP (credit to GDP gap) là phần chênh lệch giữa tỷ lệ tín dụng/ GDP trên thực tế với xu hướng dài hạn của tỷ lệ này, trong đó, tỷ lệ dài hạn được tính dựa trên bộ lọc HP một bên với lambda bằng 400.000. Chuỗi số liệu chênh lệch này bắt đầu được tính tại Anh từ quý 4/1966.

quan. Việc đo lường ổn định tài chính cũng như ban hành các công cụ điều chỉnh đều được thực hiện bởi Ủy ban này và được công bố cho công chúng theo các báo cáo Ổn định tài chính theo định kỳ 6 tháng. Tuy nhiên, FPC tại Anh không đo lường điều kiện tài chính dựa theo các chỉ số FSIs của IMF, mà thiết kế các chỉ số dựa trên loại rủi ro và loại công cụ điều chỉnh. Điều này có nghĩa là nhà điều hành đã xác định rõ được những rủi ro hệ thống đến từ đâu, và công cụ chủ yếu mình sẽ sử dụng. Bộ chỉ số sẽ được xây dựng dựa trên các rủi ro và công cụ, được tính toán theo định kỳ để làm cơ sở cho FPC điều chỉnh công cụ cũng như giải trình các quyết định của mình cho công chúng.

2.2. Kinh nghiệm của Hàn Quốc

Cơ quan quản lý

Ngân hàng trung ương Hàn Quốc (Bank of Korea-BOK) thực hiện theo đuổi mục tiêu ổn định tài chính theo Luật NHTW Hàn Quốc sửa đổi năm 2011. Quy định mới này đã tăng cường vai trò của BOK trong thực thi chính sách an toàn vĩ mô, khác hẳn vai trò truyền thống trong thực thi chính sách tiền tệ. Để thực hiện mục tiêu mới này, BOK đã thành lập Vụ Phân tích an toàn vĩ mô với nhiệm vụ xây dựng một khuôn khổ giám sát điều kiện an toàn vĩ mô. Các cơ quan điều hành hy vọng có thể nhìn nhận một cách toàn diện về các điều kiện kinh tế vĩ mô bằng cách xem xét các lỗ hổng, nguy cơ đổ vỡ cũng như khả năng phục hồi của hệ thống sau những cú sốc. Cách tiếp cận này giúp cơ quan quản lý định hướng điều hành chính sách an toàn vĩ mô, đặc biệt khi sử dụng các công cụ cụ thể. Việc lựa chọn các công cụ điều hành của BOK hoàn toàn phụ thuộc vào kết quả đánh giá điều kiện an toàn vĩ mô.

Trên cơ sở gợi ý của IMF, BOK đã thực hiện tính toán các chỉ số FSIs, đồng thời phát triển và biên soạn thêm Chỉ số căng thẳng tài chính (FSIx) (tháng 3/2007). Chỉ số riêng lẻ này có ưu điểm là phát hiện nhanh những bất thường trong các lĩnh vực có nguy cơ rủi ro cao như thị trường tài chính, thị trường bất động sản nhưng lại khá hạn chế trong việc đánh giá các điều kiện ổn định tài chính tổng thể. Chính vì vậy, BOK luôn sử dụng song song cả 2 phương thức: bộ chỉ số lành mạnh tài chính FSIs và chỉ số ổn định tài chính FSIx.

Chỉ số lành mạnh tài chính (FSIs)

Theo hướng dẫn của IMF, Hàn Quốc thực hiện tính toán và công bố đều đặn 35 chỉ số lành mạnh tài chính cho các nhóm tổ chức nhận tiền gửi, các tổ chức tài chính khác, doanh nghiệp, hộ gia đình, thị trường chứng khoán và thị trường bất động sản. Tuy nhiên, do thiếu số liệu cho việc tính toán nên Hàn Quốc cũng loại trừ 5 chỉ tiêu ra khỏi danh mục báo cáo của mình, bao gồm:

- Chênh lệch lãi suất liên ngân hàng
- Tỷ lệ rủi ro ngoại tệ/ Vốn của doanh nghiệp
- Tỷ lệ lợi nhuận/ Lãi và chi phí vốn
- Lãi và gốc/ Thu nhập hộ gia đình
- Giá bất động sản thương mại

Tại Hàn Quốc, có 5 tổ chức thực hiện chịu trách nhiệm tính toán 35 chỉ số FSIs và Tổ chức dịch vụ giám sát tài chính (Financial Supervisory Service-FSS) sẽ tổng hợp các chỉ số này, xem xét điều chỉnh trước khi gửi đến cho IMF. Trong số các chỉ số được gửi đến, FSS

tính toán 25 chỉ số liên quan đến các tổ chức nhận tiền gửi và các tổ chức tài chính khác. Ngân hàng trung ương Hàn Quốc BOK sau đó tính ra 6 chỉ số ổn định tài chính, bao gồm 1 chỉ số cho tổ chức nhận tiền gửi và 5 chỉ số còn lại cho doanh nghiệp và hộ gia đình. Ủy ban đầu tư tài chính (Financial Investment Association-FIA) sẽ chịu trách nhiệm tính toán 2 chỉ số liên quan đến thị trường chứng khoán; Tòa án tối cao và Ngân hàng Kookmin tính toán một chỉ số cho rủi ro vỡ nợ doanh nghiệp và một chỉ số cho giá nhà.

Hàn Quốc thực hiện công bố tất cả các chỉ tiêu định kỳ theo quý và theo năm, ngoại trừ hai chỉ số liên quan đến doanh nghiệp là tỷ lệ nợ và tỷ lệ lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu ROE, chỉ được công bố theo năm. Đối với số liệu theo năm, Hàn Quốc thường nộp dữ liệu vào cuối quý 1 năm sau. Mặc dù IMF khuyến nghị là tất cả các tổ chức nhận tiền gửi nên tính toán các chỉ số này, tuy nhiên Hàn Quốc chỉ thực hiện tính toán, soạn thảo các chỉ tiêu cho các ngân hàng trong nước và chi nhánh ngân hàng nước ngoài. Các tổ chức nhận tiền gửi không phải là ngân hàng chỉ chiếm 17% tổng tài sản của hệ thống tổ chức nhận tiền gửi nên không cần phải tính toán các chỉ số lành mạnh tài chính. Lý do là bởi các tổ chức nhận tiền gửi phi ngân hàng phải tuân thủ các quy định an toàn khác nhau, vì vậy nếu yêu cầu tất cả các tổ chức này phải tính toán và công bố các chỉ số FSIs thì sẽ rất tốn kém chi phí, mặc dù số lượng các tổ chức này tại Hàn Quốc là rất lớn (khoảng 4.000 tổ chức).

Đối với bộ chỉ số cơ bản, áp dụng cho các ngân hàng, Hàn Quốc thực hiện tính toán 12 chỉ số cơ bản và 15 chỉ số bổ sung theo các tiêu chí: đầy đủ vốn, an toàn vốn, khả năng sinh lời và tính thanh khoản. Về cơ bản, các chỉ tiêu này tương tự như của chỉ số FSIs của IMF, tuy nhiên, Hàn Quốc còn tính toán thêm một số chỉ tiêu khác nữa.

Chỉ số ổn định tài chính (Financial Stability Index-FSIx)

Bảng 1. Thành phần của chỉ số ổn định tài chính Hàn Quốc

	Ngân hàng	Thị trường tài chính	Khu vực kinh tế thực	Khu vực bên ngoài	Khu vực kinh doanh	Hộ gia đình	Tổng
Chỉ số cơ bản	12	4	6	4	4	5	35
Chỉ số bổ sung	7	6	8	2	3	3	29
Tổng	19	10	14	6	7	8	64

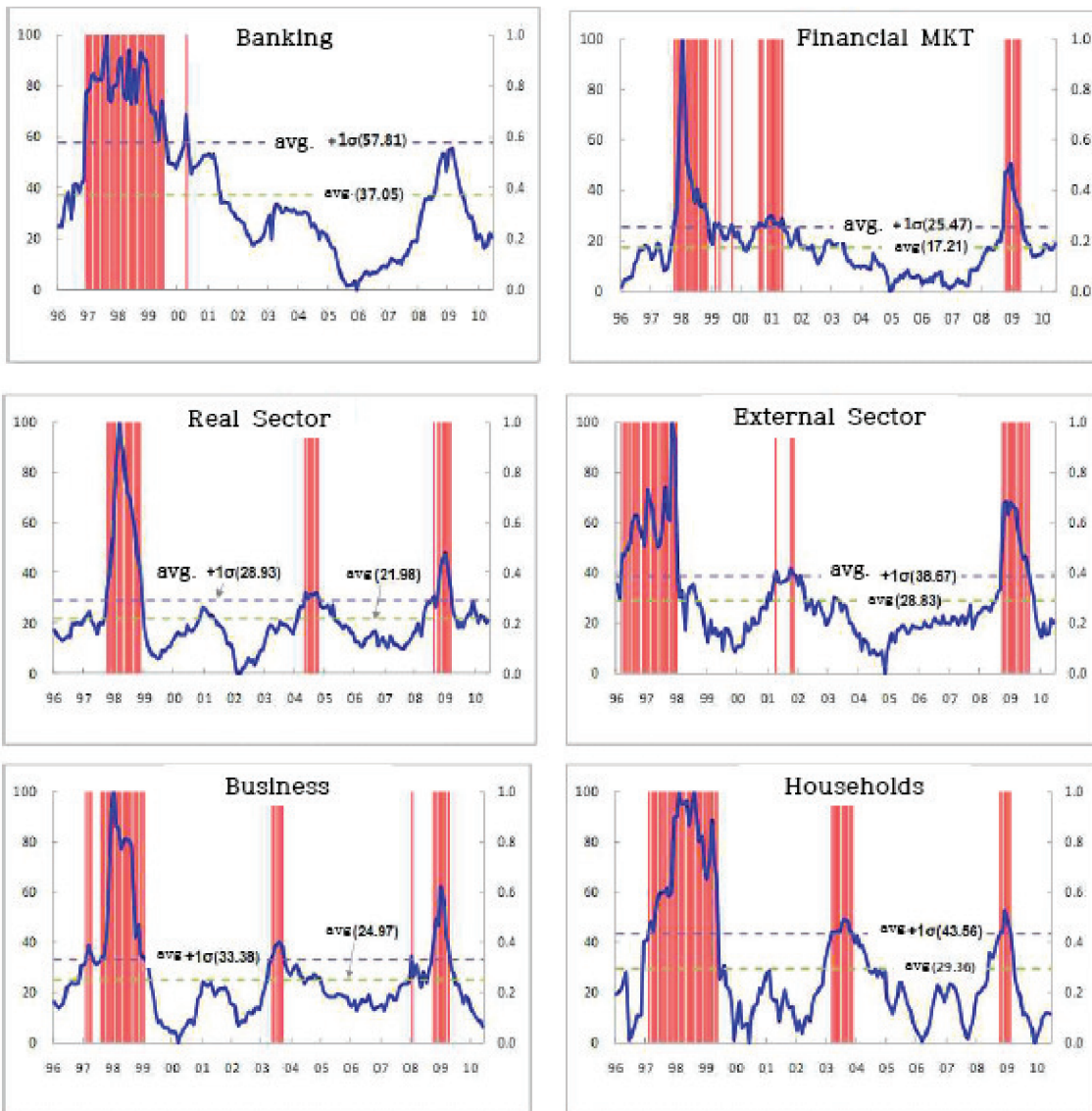
Nguồn: Financial Supervisory Service

Một trong những đặc trưng cơ bản của các biến số kinh tế vĩ mô, đặc biệt là các dữ liệu tài chính theo thời gian là các biến số này luôn có sự vận động đồng thời. Điều này cũng dễ hiểu bởi những thay đổi trong thị trường này sẽ dẫn đến sự biến động của giá cả, của khối lượng giao dịch trên thị trường khác do chịu tác động bởi tâm lý bầy đàn của nhà đầu tư. Trong những thay đổi đồng thời này, chúng ta có thể tìm thấy một hoặc một số các nhân tố chính giúp giải thích xu hướng thay đổi và đây cũng là cơ sở để BOK phát triển chỉ số chỉ báo về sự ổn định tài chính. Chỉ số ổn định tài chính FSIx là kết quả những nỗ lực của BOK trong việc đánh giá sự ổn định của hệ thống tài chính cũng như đo lường rủi ro hệ thống. FSIx bao gồm 6 lĩnh vực và 64 biến số. Các biến số này được lựa chọn dựa trên kết quả khảo sát rộng rãi và phản hồi từ khảo sát chuyên sâu của các chuyên gia tài chính và kinh tế. 64 biến số này

được phân thành 35 chỉ số cơ bản và 29 chỉ số bổ sung, phụ thuộc vào tầm quan trọng của các biến số này trong giám sát.

Chỉ số FSIx được tính dựa trên giá trị tiêu chuẩn các quan sát đã được thực hiện. Quá trình này cho phép so sánh/ đánh giá các điều kiện tài chính trong các lĩnh vực khác nhau. Kết quả phân tích từ các nghiên cứu thí điểm cho thấy FSIx có thể nhận biết được bất ổn tài chính. Các chỉ số này đều ở mức cao trong giai đoạn khủng hoảng trầm trọng và gia tăng nhanh chóng trong những thời điểm xảy ra các sự kiện như cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á năm 1998, khủng hoảng thẻ tín dụng nội địa năm 2003 và khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008. Đây là ba sự kiện có ảnh hưởng đến tất cả các lĩnh vực của hệ thống tài chính, tuy nhiên thời gian và mức độ tác động đến các lĩnh vực có khác nhau. Ví dụ, cuộc khủng hoảng tài chính châu Á có ảnh hưởng lớn và lâu dài đến tất cả các lĩnh vực, nhưng cuộc khủng hoảng thẻ tín dụng nội địa của Hàn Quốc lại chỉ có ảnh hưởng ít và trong thời gian ngắn. Đối với cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu thì lại có ảnh hưởng đến tất cả các lĩnh vực ngoại trừ khu vực ngân hàng.

Hình 6. Chỉ số ổn định tài chính theo lĩnh vực và giai đoạn rủi ro.

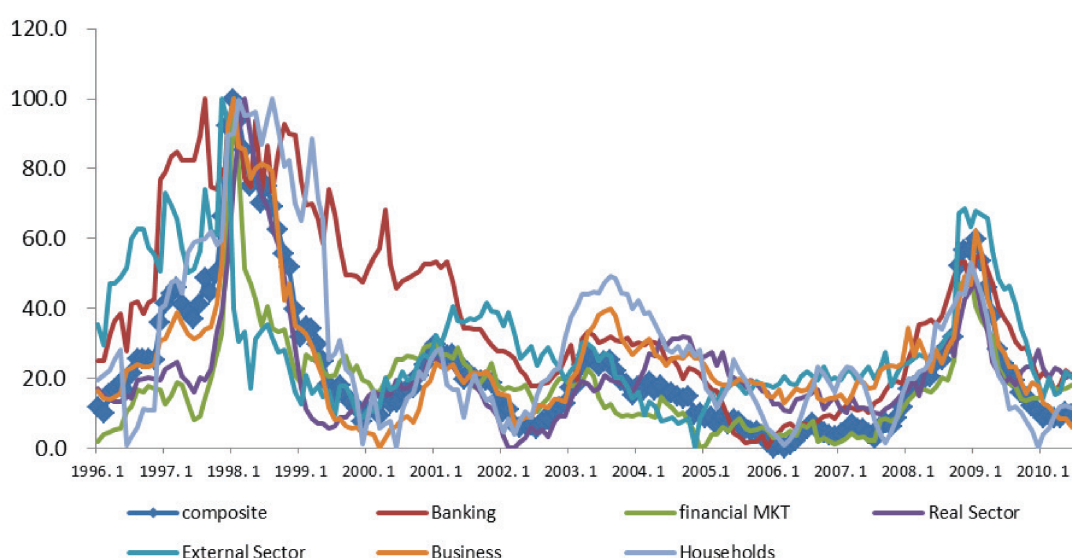


Chú ý: Phân màu đỏ thể hiện “giai đoạn rủi ro” (chỉ số biến động nhiều hơn độ lệch chuẩn)

Nguồn: Financial Supervisory Service

Khác với hệ thống tài chính dựa vào thị trường phát triển ở cấp độ cao như Anh, Hàn Quốc là nền kinh tế mới nổi nhiều triển vọng và có hệ thống tài chính dựa ngân hàng. Chính phủ Hàn Quốc không thành lập riêng một cơ quan phụ trách mục tiêu ổn định tài chính mà nhiệm vụ này được giao phó cho NHTW Hàn Quốc thực hiện, bởi những ưu thế của NHTW trong việc thực hiện mục tiêu này. Việc đo lường ổn định tài chính được BOK thực hiện dựa trên bộ chỉ số lành mạnh tài chính FSIs của IMF, đồng thời, BOK cũng tự thiết kế một chỉ số ổn định tài chính tổng hợp với mục tiêu phát hiện nhanh những rủi ro, bất thường trong hệ thống tài chính. Đối chiếu với các cuộc khủng hoảng đã xảy ra trong quá khứ, chỉ số ổn định tài chính tổng hợp FSIs tỏ ra tương đối hiệu quả trong việc nhận diện bất ổn tài chính. Việc kết hợp bộ chỉ số FSIs của IMF và xây dựng chỉ số ổn định tổng hợp như Hàn Quốc được đánh giá là phương pháp khá phù hợp cho Việt Nam có thể nghiên cứu và ứng dụng.

Hình 7. Diễn biến chỉ số ổn định tài chính tổng hợp.



Nguồn: Ngân hàng trung ương Hàn Quốc

3. Bài học kinh nghiệm cho Việt Nam

Một là, ổn định tài chính là mục tiêu quan trọng bên cạnh mục tiêu ổn định giá cả, vì thế cần được thực hiện bởi một cơ quan có thẩm quyền và cần được quy định cụ thể trong các văn bản pháp lý. Tùy từng quốc gia mà Chính phủ có thể giao nhiệm vụ đó cho Ngân hàng trung ương hoặc thành lập một Ủy ban/ Hội đồng riêng phụ trách thực thi mục tiêu ổn định tài chính. Như kinh nghiệm của Anh thì cơ quan này là Ủy ban chính sách tài chính hoạt động dưới Luật dịch vụ tài chính, còn tại Hàn Quốc thì cơ quan này là Ngân hàng trung ương, thực hiện mục tiêu ổn định tài chính dưới Luật NHTW sửa đổi năm 2011.

Hai là, việc tính toán chỉ số ổn định tài chính có thể được thực hiện bởi một hoặc nhiều cơ quan, sau đó tập hợp lại cho cơ quan chịu trách nhiệm chính. Như kinh nghiệm của Hàn Quốc, Ngân hàng trung ương, Ủy ban đầu tư tài chính, Tòa Án tối cao và Ngân hàng Kookmin đều tham gia vào việc tính toán bộ chỉ số ổn định tài chính để giảm tải công việc cho Ủy ban giám sát dịch vụ tài chính cũng như đảm bảo sự chính xác của chỉ số bởi các cơ quan này có điều kiện tốt hơn trong việc thu thập dữ liệu. Sau đó, kết quả tính toán các chỉ số

đánh giá mức độ ổn định tài chính phải được tập hợp bởi một cơ quan thực thi là Ủy ban giám sát dịch vụ tài chính.

Ba là, tùy thuộc vào đặc điểm tài chính kinh tế, mà các quốc gia có thể lựa chọn đo lường ổn định tài chính thông qua các bộ chỉ số lành mạnh tài chính hoặc xây dựng chỉ số ổn định tài chính riêng, hoặc kết hợp cả hai phương thức này. Bộ chỉ số có ưu điểm phản ánh tương đối đầy đủ mức độ ổn định của các khu vực, lĩnh vực trong hệ thống tài chính, nhưng nhược điểm là công kênh, khó cung cấp thông tin mang tính cập nhật vì các chỉ số thường được tính toán theo quý. Còn chỉ số riêng lẻ hay tổng hợp lại giúp theo dõi sự phát triển hệ thống tài chính, xác định bất ổn tài chính một cách nhanh chóng, nhưng lại khá hạn chế trong việc phát hiện khu vực/ lĩnh vực nào đang tiềm ẩn rủi ro. Sử dụng kết hợp hay phương thức này sẽ giúp phát huy được thế mạnh của cả bộ chỉ số và chỉ số riêng lẻ.

Bốn là, dù nhà điều hành quyết định sử dụng bộ chỉ số hay xây dựng chỉ số ổn định riêng lẻ thì việc lựa chọn các chỉ số ổn định tài chính để đưa vào tính toán cần dựa trên các tiêu chí: (i) Mức độ quan trọng và khả năng phản ánh bất ổn tài chính của chỉ số; (ii) Sự đầy đủ và sẵn có của các dữ liệu giúp tính toán chỉ số; (iii) Tính toàn diện của bộ chỉ tiêu đánh giá; và (iv) Căn cứ vào công cụ thực thi chính sách định áp dụng.

Tài liệu tham khảo

- [1] Angelini và cộng sự (2012), Monetary and Macprudential Policies, ECB Working Paper Series No.1449/ July.
- [2] Drehman và cộng sự (2011), Anchoring Countercyclical Capital Buffers: the Role of Credit Aggregates, BIS Working Paper No 355.
- [3] Drehman và Juselius (2012), Do Debt Service Costs Affect Macroeconomic and Financial Stability?, BIS Working Paper.
- [4] Đỗ Việt Hùng và cộng sự (2014), Tổng quan về khuôn khổ chính sách an toàn vĩ mô hiệu quả, Tạp chí Ngân hàng, số 6, tháng 3/2014.
- [5] Evans và cộng sự (2000), Macprudential Indicators of Financial System Soundness, IMF Occasional Paper 192.
- [6] IMF (2011), Macprudential Policy: An Organizing Framework, Monetary and Capital Markets Department, IMF.
- [7] Indraratna (2013), Strengthening Financial Stability Indicators in the Midst of Rapid Financial Innovation, SEACEN Research and Training Centre.
- [8] Kaminsky và Reinhart (1999), The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problem, American Economic Review, Vol.89, No.3, June 1999.
- [9] Lund-Jensen (2012), Monitoring Systemic Risk Based on Dynamic Thresholds, IMF Working Paper WP/12/159.
- [10] Trần Trung Lưu và Nguyễn Trung Hậu (2014) Vai trò của các chỉ số an toàn vĩ mô (MPIs) đối với việc giám sát an toàn vĩ mô hệ thống tài chính, Tạp chí Ngân hàng, số 9, tháng 5.

Phụ lục: Bộ chỉ số lành mạnh tài chính của IMF

BỘ CHỈ SỐ CƠ BẢN	
Mã FSI	Áp dụng với các Tổ chức nhận tiền gửi
I01	Vốn tự có/ TSCRRT quy đổi
I02	Vốn tự có cấp 1/ TSCRRT quy đổi
I03	Vốn cổ phần cấp 1/ TSCRRT quy đổi (Tỷ lệ thanh khoản)
I04	Vốn/ Tổng tài sản
I05	(Nợ xấu – Dự phòng)/ Vốn
I06	Nợ xấu/ Tổng dư nợ
I07 (Mới)	Dự phòng/ Nợ xấu
I08	Phân bổ dư nợ theo ngành/ Tổng dư nợ
I09	Lợi nhuận/ Tổng tài sản
I10	Lợi nhuận/ Vốn chủ sở hữu
I11	Thu nhập ròng từ lãi/ Lợi nhuận gộp
I12	Chi phí phi lãi/ Lợi nhuận gộp
I13	Tài sản thanh khoản/ Tổng tài sản
I14	Tài sản thanh khoản/ Nợ ngắn hạn
I15 (Mới)	Vốn ổn định sẵn có/ Vốn ổn định cần có (Tỷ lệ vốn ổn định ròng)
I16	Trạng thái ngoại hối/ Vốn
	Áp dụng cho Thị trường bất động sản
I17	Giá nhà ở (% thay đổi trong 12 tháng)
BỘ CHỈ SỐ BỔ SUNG	
	Áp dụng đối với các Tổ chức nhận tiền gửi
I18	Tồn thất lớn/ Vốn
I19	Phân bổ dư nợ theo khu vực địa lý/ Tổng dư nợ
I20	Tài sản liên quan đến chứng khoán phái sinh/ Vốn
I21	Nợ liên quan đến chứng khoán phái sinh/ Vốn
I22	Trading income/ Tổng thu nhập
I23	Chi phí nhân sự/ Tổng chi phí phi lãi
I24	Chênh lệch lãi suất cho vay cơ bản và lãi suất huy động
I25	Chênh lệch giữa lãi suất liên ngân hàng cao nhất và thấp nhất
I26	Tiền gửi khách hàng/ Tổng dư nợ (không tính cho vay liên ngân hàng)
I27	Dư nợ ngoại tệ/ Tổng dư nợ
I28	Nợ bằng ngoại tệ/ Tổng nợ
I29 (Mới)	Tăng trưởng tín dụng khu vực tư nhân
Áp dụng cho các Tổ chức tài chính khác (OFCs)	
I30 (Mới)	Tài sản của các tổ chức khác tài chính khác (% tài sản hệ thống tài chính) <ul style="list-style-type: none"> ▪ Quỹ thị trường tiền tệ ▪ Công ty bảo hiểm ▪ Quỹ hưu trí ▪ Các tổ chức tài chính khác
I31 (Mới)	Tài sản của các tổ chức khác tài chính khác (% GDP) <ul style="list-style-type: none"> ▪ Quỹ thị trường tiền tệ ▪ Công ty bảo hiểm ▪ Quỹ hưu trí ▪ Các tổ chức tài chính khác

Áp dụng đối với Quỹ thị trường tiền tệ (MMFs)	
I32 (Mới)	Phân bổ đầu tư theo lĩnh vực (% tổng đầu tư): <ul style="list-style-type: none"> ▪ Ngân hàng trung ương ▪ Tổ chức nhận tiền gửi ▪ Các tổ chức tài chính khác ▪ Chính phủ ▪ Các doanh nghiệp ▪ Nước ngoài
I33 (Mới)	Phân bổ đầu tư theo kỳ hạn (% tổng đầu tư) (Thanh khoản) <ul style="list-style-type: none"> ▪ 1-30 ngày ▪ 31-90 ngày ▪ >90 ngày
Áp dụng đối với Công ty bảo hiểm (ICs)	
I34 (Mới)	Vốn cổ phần/ Tài sản đầu tư
I35 (Mới)	(Tổng thu phí bảo hiểm – Phí tái bảo hiểm)/ Tổng thu nhập
I36 (Mới)	Lợi nhuận/ Tổng tài sản
I37 (Mới)	Lợi nhuận/ Vốn chủ sở hữu
Áp dụng đối với Quỹ hưu trí (PFs)	
I38 (Mới)	Tài sản thanh khoản/ Lương hưu dự tính thanh toán trong năm tới
I39 (Mới)	Lợi nhuận/ Tổng tài sản
Áp dụng đối với các doanh nghiệp (NFCs)	
I40	Tổng nợ/ Vốn chủ sở hữu <ul style="list-style-type: none"> ▪ Nợ nước ngoài/ Vốn chủ sở hữu ▪ Nợ bằng ngoại tệ/ Vốn chủ sở hữu
I41 (Mới)	Lợi nhuận/ Tổng tài sản
I42	Lợi nhuận/ Vốn chủ sở hữu
I43	Earning to interest and principal expenses
I44 (Mới)	Earnings to interest expenses
I45 (Mới)	Tài sản thanh khoản/ Tổng tài sản
I46 (Mới)	Nợ của doanh nghiệp/ GDP
Áp dụng đối với Hộ gia đình (HHs)	
I47	Nợ của hộ gia đình/ GDP
I48	Lãi và gốc/ Thu nhập hộ gia đình
I49 (Mới)	Nợ của hộ gia đình/ Thu nhập sau thuế
Áp dụng đối với Thị trường bất động sản	
I50	Giá bất động sản thương mại (% thay đổi trong 12 tháng qua)
I51	Dư nợ cho vay mua nhà/ Tổng dư nợ
I52	Dư nợ cho vay bất động sản thương mại/ Tổng dư nợ

Nguồn: IMF (2013)

International Conference Proceedings
**EVOLUTION OF MONETARY POLICY FRAMEWORK
AFTER THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS**

LABOUR PUBLISHER

Address: 175 Giang Vo, Ba Dinh, Hanoi
Tel: (024) 3851 5380 - Fax: (024) 3851 5380
Email: *info@nxblaodong.com.vn*
Website: *www.nxblaodong.com.vn*

Southern Branch

Address: 85 Cach Mang Thang Tam, District 1, Ho Chi Minh City
Tel: (028) 3839 0970 - Fax: (028) 3925 7205

In charge of publication:

CEO, Editor-in-chief
VO THI KIM THANH

Editor:

Mai Thanh Hang

Cover design:

Nguyen Xuan Thuy

Printed 500 copies, size 21x29.7 cm at Social Labour Book - Devices Co., Ltd.
Add: No.16 (adjacent to No.15) Van Khe New Urban, La Khe, Ha Dong, Hanoi.
Publishing Registration No. **4971-2017/CXBIPH/06-265/LĐ**
Publishing Decision No. **1378/QĐ-NXBLĐ**, issued by Labour Publisher dated 12 December 2017
ISBN: **978-604-59-9063-6** ; Printed and deposited for Archives in Q4 2017.