

Các biện pháp vô hiệu hóa trong ràng buộc bộ ba bất khả thi tại Việt Nam – Đánh giá và những khuyến nghị chính sách

TS. Tô Trung Thành

Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: totrungthanh@gmail.com

Giai đoạn 2007-2008 và trong năm 2012, Ngân hàng nhà nước (NHNN) đã can thiệp mạnh vào thị trường ngoại hối, gia tăng dự trữ ngoại hối dưới sức ép ổn định tỷ giá, tạo nên dư thừa thanh khoản và đối diện ràng buộc “Bộ ba bất khả thi”. Để hút dòng vốn dư thừa về, NHNN đã áp dụng biện pháp vô hiệu hóa thông qua thị trường mở (ng nghiệp vụ hợp đồng mua lại và phát hành tín phiếu NHNN) nhưng hiệu quả chưa cao, theo đó, chính sách tiền tệ đã mất đi một phần tính độc lập. Trong ngắn hạn, bên cạnh tái cơ cấu hệ thống ngân hàng và áp dụng biện pháp vô hiệu hóa thông qua công cụ dự trữ bắt buộc, NHNN cũng cần chấp nhận mô hình chính sách “trung dung” hơn. Trong dài hạn, với định hướng chính sách tiền tệ lạm phát mục tiêu, các biện pháp kiểm soát chặt chẽ tỷ giá cần được gỡ bỏ.

Từ khóa: Biện pháp vô hiệu hóa, bộ ba bất khả thi, thị trường mở, dự trữ bắt buộc, tài sản nước ngoài ròng

1. Dẫn nhập

Lý thuyết bộ ba bất khả thi (*The Impossible Trinity*) là một lý thuyết cơ bản của kinh tế vĩ mô, dựa trên mô hình Mundell- Fleming được Robert Mundell và Marcus Fleming phát triển trong những năm 1960, theo đó, một quốc gia chỉ có thể theo đuổi hai mà không thể theo đuổi cùng một lúc ba mục tiêu chính sách vĩ mô: i) ổn định tỷ giá, ii) tự do hóa chu chuyển vốn và chính sách tiền tệ độc lập. Đây là một lý thuyết kinh tế vĩ mô khá phổ biến, đặc biệt sau những năm 1980, khi các nước bắt đầu mở cửa tài khoản vốn và theo đó đã nảy sinh những mâu thuẫn giữa việc giữ ổn định tỷ giá và chính sách tiền tệ độc lập.

Ở Việt Nam, từ trước đến nay, Chính phủ vẫn đánh giá cao vai trò của các dòng vốn ngoại tệ trong việc đáp ứng nhu cầu vốn cho tăng trưởng và phát triển trong điều kiện các nguồn vốn trong nước còn nhiều hạn chế và chưa được khơi thông hiệu quả. Vì thế, NHNN đã có những động thái mở cửa dần tài

khoản vốn và nới lỏng các quy định kiểm soát chu chuyển các dòng vốn, đặc biệt khi Việt Nam chính thức gia nhập WTO vào năm 2007, theo đó, Việt Nam đã thu hút được một lượng ngoại tệ lớn, đóng góp quan trọng cho tăng trưởng. Đi kèm với các dòng vốn gia tăng, Việt Nam dần phải đối mặt với vấn đề “Bộ ba bất khả thi” – chấp nhận đánh đổi giữa ổn định tỷ giá và độc lập về chính sách tiền tệ. Để ổn định tỷ giá, NHNN phải can thiệp bằng việc thay đổi dự trữ ngoại hối, đồng nghĩa với việc bơm ra hay hút về các dòng nội tệ, tác động đến lãi suất và lạm phát một cách không mong muốn.

Tuy nhiên, trong trường hợp NHNN gia tăng dự trữ ngoại hối, tạo ra dư thừa thanh khoản thì lượng tiền dư thừa tăng lên có thể được giảm bớt một phần thông qua các biện pháp can thiệp vô hiệu hóa (sterilization), từ đó giảm nhẹ được sự đánh đổi giữa ổn định tỷ giá và chính sách tiền tệ độc lập. Sự can thiệp này có thể có những ưu điểm và hạn chế nhất định đối với việc xử lý bộ ba bất khả thi, tùy hiệu quả sử dụng các biện pháp theo hướng thị trường (như

thông qua TT mở) hay phi thị trường (như thông qua dự trữ bắt buộc). Những diễn biến gia tăng đột biến về cung tiền và tín dụng, và theo đó là lạm phát kể từ năm 2007 ngay sau khi Việt Nam đối diện với những dòng vốn ngoại hối quy mô lớn đã thể hiện những hạn chế trong các biện pháp vô hiệu hóa và gây nên những hệ quả lớn đến nền kinh tế trong nhiều năm tiếp theo. Trong năm 2012, do tổng cầu suy giảm dẫn đến nhập khẩu giảm, cộng thêm hiệu quả của các chính sách chống đô la hóa, NHNN đã mua được một khối lượng ngoại tệ lớn cho dự trữ ngoại hối. Từ đầu năm 2012 đến tháng 11, NHNN đã mua được tổng cộng khoảng 10 tỷ USD, và dự trữ ngoại hối đã tăng lên khoảng 22-23 tỷ USD. Theo đó, các vấn đề của bộ bất khả thi và hiệu quả các biện pháp vô hiệu hóa lại được đặt ra cấp thiết để tránh lặp lại những tác động đến mức độ độc lập của chính sách tiền tệ và lạm phát, trong khi NHNN vẫn chưa hoàn toàn thả nổi tỷ giá.

Với ý nghĩa nêu trên, bài viết này sẽ: i) phân tích thực trạng dư thừa thanh khoản (surplus liquidity) của NHNN, có gắn kết với nguyên nhân thay đổi tài sản nước ngoài ròng (NFA) do ràng buộc “bộ ba bất khả thi”, ii) đánh giá các biện pháp vô hiệu hóa của NHNN và mức độ độc lập của CSTT, và iii) đề ra các khuyến nghị chính sách liên quan đến lựa chọn mô hình “trung dung” tại Việt Nam, và làm giảm nhẹ sự đánh đổi trong bộ ba bất khả thi tại Việt Nam trong năm 2013 cũng như các năm tiếp theo.

2. Thực trạng và nguồn gốc dư thừa thanh khoản tại bảng cân đối tiền tệ NHNN

Thanh khoản của NHTW (Central bank liquidity) có mối liên hệ với tự do hóa tài chính quốc tế. Khi NHTW gia tăng dự trữ ngoại hối bằng cách mua ngoại tệ từ các dòng vốn tư nhân, dự trữ tiền mặt của các NHTM (dưới khoản mục tiền gửi của các NHTM) tại NHTW sẽ gia tăng, làm gia tăng thanh khoản NHTW¹.

Trong bảng cân đối tiền tệ rút gọn của NHNN, thanh khoản có thể hiểu là phần dự trữ (tiền gửi) của các NHTM ở bên tài sản Nợ. Ở bên tài sản Có, tài khoản nước ngoài ròng (NFA) phản ánh luồng ngoại tệ vào ra nền kinh tế, sự thay đổi của NFA theo đó phản ánh kết quả của cán cân thanh toán, và có liên quan đến sự gia tăng hay sụt giảm của dự trữ ngoại

hối. Thay đổi của khoản mục này phản ánh những can thiệp vào TT ngoại hối của NHNN. Tài sản trong nước bao gồm Tín dụng cho Chính phủ (ngân sách) ròng², Tín dụng ròng đối với NH và các khoản khác (ròng). Trong đó, tín dụng ròng đối với NHTM chính là một công cụ của chính sách tiền tệ để điều tiết chênh lệch giữa cung và cầu vốn khả dụng cho hệ thống NH, và từ đó tác động đến thanh khoản của NHNN. Cụ thể, nếu cầu vốn khả dụng lớn hơn cung vốn khả dụng, NHNN cần bơm thêm tiền thông qua kênh tái cấp vốn hoặc TT mở; ngược lại, nếu dư thừa thanh khoản, NHNN cần hút tiền về thông qua TT mở; và từ đó, thay đổi khoản mục cho vay các NH ròng.

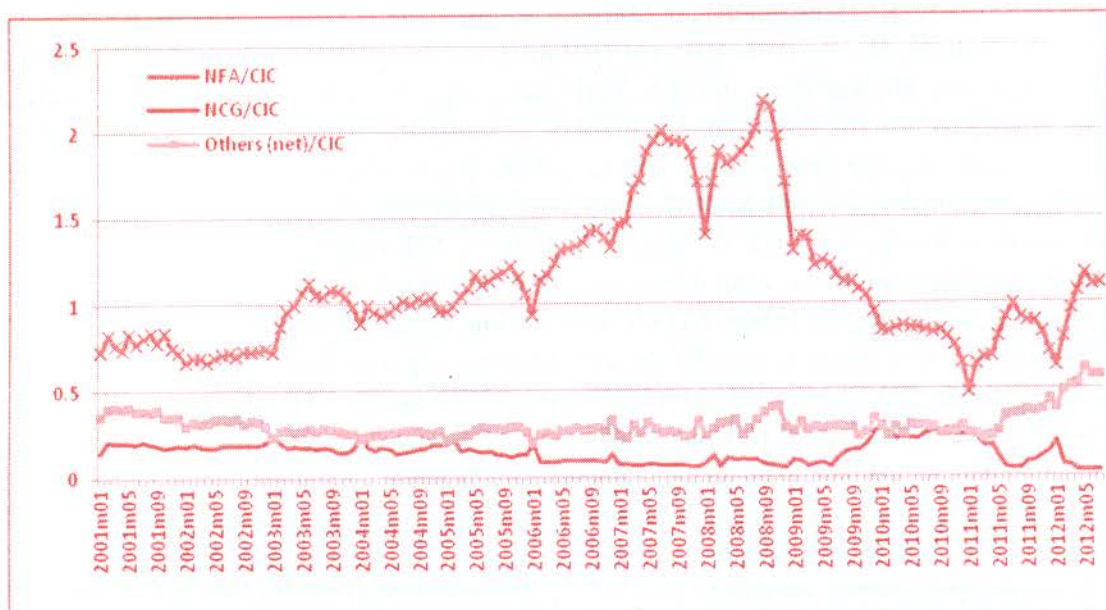
Để đánh giá nguyên nhân cơ bản của dư thừa

Bảng 1: Bảng cân đối tiền tệ rút gọn

Tài sản Có	Tài sản Nợ
Tài sản nước ngoài ròng (NFA)	Tiền mặt lưu thông
Tài sản trong nước ròng (NDA)	Dự trữ của các NHTM
- Tín dụng ròng đối với Chính phủ	- Dự trữ bắt buộc
- Tín dụng ròng đối với các NH	- Dự trữ vượt mức
- Các khoản khác (ròng)	

thanh khoản tại NHNN, chúng ta so sánh 3 nguồn gốc của thanh khoản NHNN là: i) gia tăng dự trữ ngoại hối ròng (Tài sản nước ngoài ròng, NFA), ii) tín dụng ròng đối với Chính phủ (NCG-Net Credit to Government) và các khoản khác (ròng). Các yếu tố này được tính tỷ lệ trên tổng số tiền mặt lưu thông (CIC-Currency in Circulation) – là yếu tố tự định bên tài khoản Nợ của Bảng cân đối tiền tệ của NHNN. Giá trị này dương sẽ phản ánh thanh khoản đã được tạo ra bởi yếu tố phân tích, lớn hơn 1 phản ánh dư thừa thanh khoản chủ yếu được gây ra bởi yếu tố phân tích, và mang giá trị âm thì phản ánh yếu tố phân tích đã hấp thụ thanh khoản (ví dụ, nếu tiền gửi của Chính phủ tại NHNN lớn hơn các trái phiếu Chính phủ mà NHNN nắm giữ, khoản mục tín dụng ròng đối với Chính phủ có vai trò hấp thụ thanh khoản thay vì tạo ra thanh khoản). Hình 1 cho thấy, cả 3 yếu tố phân tích đều là các nguồn gốc tạo thanh khoản cho NHNN trong suốt giai đoạn nghiên cứu từ năm 2001 đến 2012. Tuy nhiên, yếu tố quan trọng nhất tạo thanh khoản là Tài sản nước ngoài ròng (NFA), do tỷ lệ tính được luôn ở mức rất cao so với các yếu tố khác. Trong đó, có thể nhận thấy trong phần lớn thời gian, tỷ lệ này có giá trị lớn hơn

Hình 1: Nguồn gốc dự thừa thanh khoản tại NHNN



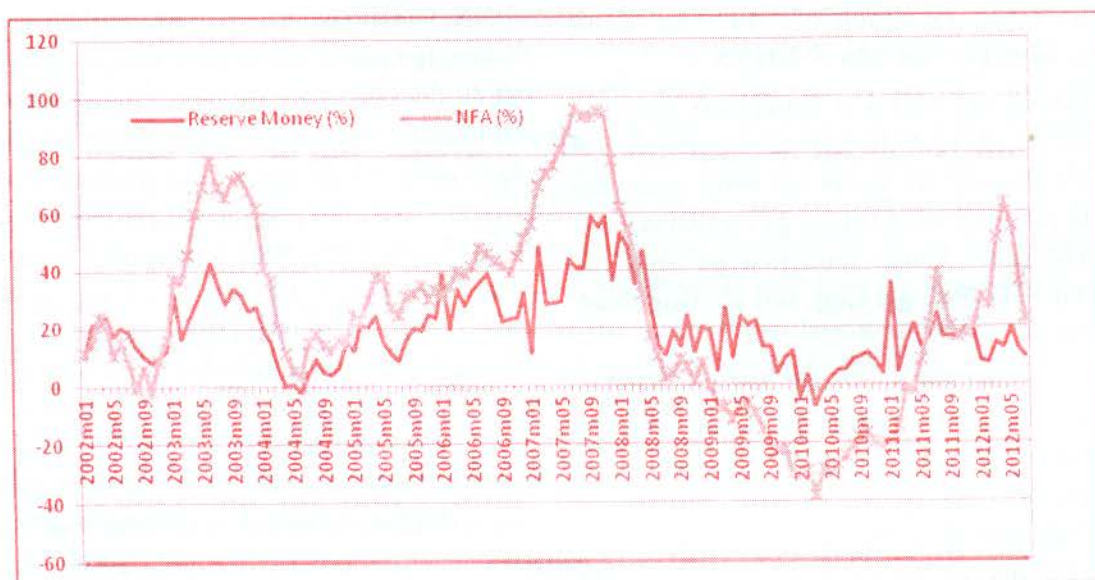
Nguồn: IFS (IMF), NHNN, và tính toán của tác giả

1, phản ánh sự can thiệp vào thị trường ngoại hối thông qua thay đổi dự trữ ngoại hối là nguyên nhân cơ bản dẫn đến dự thừa thanh khoản tại NHNN.

Giai đoạn từ giữa năm 2007 đến cuối năm 2008, tỷ lệ này tăng cao đột biến (từ 1,5 đến 2), phản ánh giai đoạn NHNN đã gia tăng rất mạnh lượng dự trữ ngoại hối và tạo dự thừa thanh khoản quy mô lớn cho NHNN. Theo số liệu thu thập được từ IFS, dự trữ ngoại hối cuối năm 2006 là 13,3 tỷ USD thì đến cuối năm 2007, đã tăng lên 23,5 tỷ USD, và tiếp tục

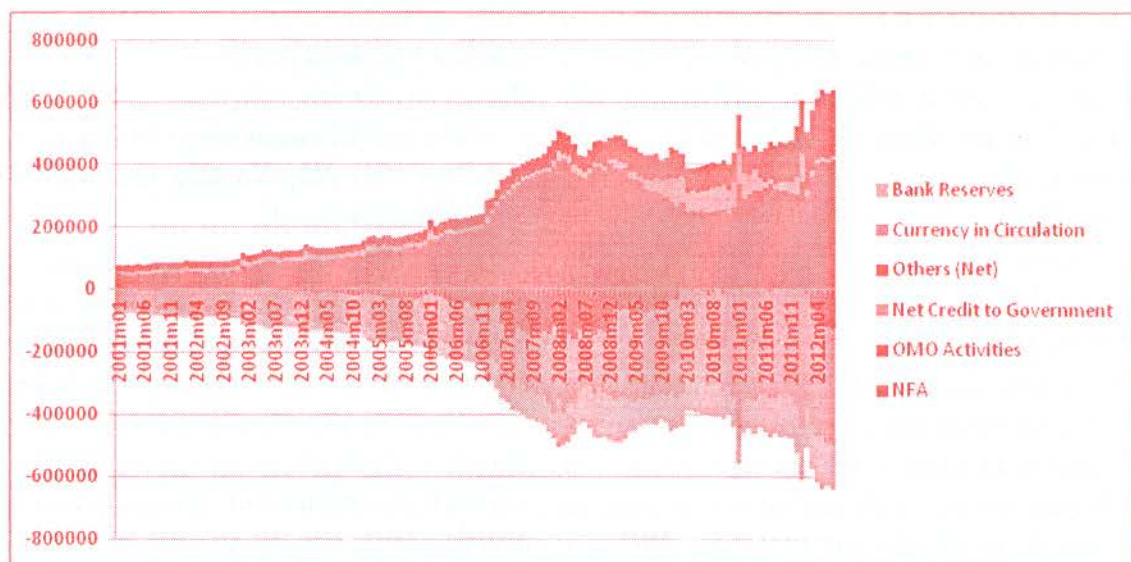
duy trì ở mức cao 24 tỷ USD đến cuối năm 2008. Tuy nhiên, giai đoạn 2009-2011, tỷ lệ NFA/CIC bắt đầu giảm, và thậm chí dưới 1, phản ánh giai đoạn biến động vĩ mô nghiêm trọng, nhập siêu tăng cao và đô la hóa nền kinh tế cao độ khiến cán cân thanh toán thâm hụt lớn, dự trữ ngoại hối giảm mạnh, thanh khoản hệ thống khó khăn hơn. Cuối năm 2009, dự trữ ngoại hối chỉ còn 16,4 tỷ USD, giảm tiếp xuống còn 12,5 tỷ USD vào cuối 2010, và 13,5 tỷ USD vào cuối năm 2011.

Hình 2: Tăng trưởng tiền dự trữ và tài khoản nước ngoài ròng



Nguồn: IFS (IMF), NHNN, và tính toán của tác giả

Hình 3: Quản lý thanh khoản của NHNN



Nguồn: IFS (IMF), NHNN, và tính toán của tác giả

Tuy nhiên, trong năm 2012, tỷ lệ NFA/CIC tăng mạnh lên trên 1, phản ánh những diễn biến thuận lợi hơn trên thị trường ngoại hối. Cụ thể, sau gần 1 năm thực thi chính sách tiền tệ và tài khóa chặt chẽ từ NQ 11 (tháng 2/2011), tổng cầu nền kinh tế suy giảm mạnh, khiến nhập siêu giảm mạnh và không còn căng thẳng. Số liệu của Tổng cục Hải quan cho thấy, 10 tháng đầu năm 2012, Việt Nam chỉ nhập siêu khoảng 350 triệu USD, so với mức nhập siêu trên dưới 10 tỷ USD trong 3 năm gần đây. Ngoài ra, các biện pháp chống USD hóa có tác dụng đáng kể, trong khi kiều hối và các khoản mục tài khoản vốn (FDI và ODA giải ngân) vẫn gia tăng. Vì vậy, cán cân thanh toán đang dần được cải thiện, NHNN đã mua được một lượng lớn đô la trong nền kinh tế và gia tăng dự trữ ngoại hối trở lại. Theo số liệu của IFS, sau hơn nửa năm, NHNN đã mua được 6,9 tỷ USD và gia tăng dự trữ ngoại hối lên mức 20,4 tỷ USD vào tháng 7. Còn theo số liệu từ NHNN, tính cho đến cuối tháng 10, dự trữ ngoại hối có thể lên đến mức 22-23 tỷ USD (tương đương với trên 11 tuần nhập khẩu³).

Như vậy, dư thừa thanh khoản NHNN lại đang được tạo ra trong năm 2012 và nguyên nhân chủ yếu là từ Tài sản nước ngoài ròng và sự can thiệp vào thị trường ngoại hối của NHNN để đảm bảo tỷ giá ổn định. Đứng trước ràng buộc bộ ba bất khả thi, NHNN đã bơm lượng tiền nội tệ vào nền kinh tế và có ảnh hưởng lớn đến chính sách tiền tệ. Hình 2 thể

hiện tỷ lệ tăng trưởng tiền dự trữ (hay tiền cơ sở, bao gồm tiền mặt lưu thông và tiền gửi của các NHTM tại NHNN) và tỷ lệ tăng trưởng của tài sản nước ngoài ròng (NFA), cho thấy tài sản nước ngoài ròng là nguyên nhân cơ bản khiến cung tiền thay đổi, đặc biệt là ở những giai đoạn tài sản nước ngoài ròng gia tăng đều kéo cung tiền gia tăng mạnh. Vậy NHNN đã sử dụng các biện pháp vô hiệu hóa để xử lý dư thừa thanh khoản như thế nào để giải quyết bài toán tự chủ về chính sách tiền tệ?

3. Đánh giá các biện pháp vô hiệu hóa để quản lý dư thừa thanh khoản của NHNN

Về lý thuyết, trong trường hợp có dư thừa thanh khoản (do NFA như ở Việt Nam giai đoạn 2007-2009 hay từ đầu năm 2012 đến nay), NHNN phải sử dụng các công cụ bơm hút linh hoạt và điều chỉnh một số công cụ của chính sách tiền tệ⁴.

Hình 3 cho thấy, trong giai đoạn gia tăng dự trữ mạnh năm 2007-2008, tài sản nước ngoài ròng tăng mạnh, NHNN hấp thụ thanh khoản chủ yếu bằng các biện pháp vô hiệu hóa trên thị trường mở. Tại Hình 4 (thể hiện cách thức quản lý tài khoản nợ trên bảng cân đối tiền tệ chi tiết của NHNN) cho thấy cụ thể hơn, trên thị trường mở, NHNN đã sử dụng chủ yếu việc bán các tín phiếu NHNN (bắt buộc) để nhanh chóng hút bớt lượng tiền thừa trong nền kinh tế. Tuy nhiên, việc can thiệp này chưa thực sự có hiệu quả, đặc biệt là năm 2008, số lượng tiền hút về từ thị trường mở giảm xuống, trong khi lượng tiền

gửi của các NHTM tại NHNN lại gia tăng mạnh, và đây là nguyên nhân khiến cung tiền và tín dụng của nền kinh tế tăng đột biến, gây nên lạm phát cao trong năm này (hơn 20%). Trong năm 2010-2011, tài khoản nước ngoài ròng giảm, NHNN phải bán ngoại tệ từ dự trữ ngoại hối và hút về lượng tiền đồng lớn từ biện pháp can thiệp ngoại hối này. Để tạo thanh khoản tốt hơn cho hệ thống, NHNN đã sử dụng công cụ thị trường mở (bơm ròng) và tăng tín dụng ròng cho Chính phủ. Đây cũng là giai đoạn các NHTM gặp nhiều khó khăn về thanh khoản.

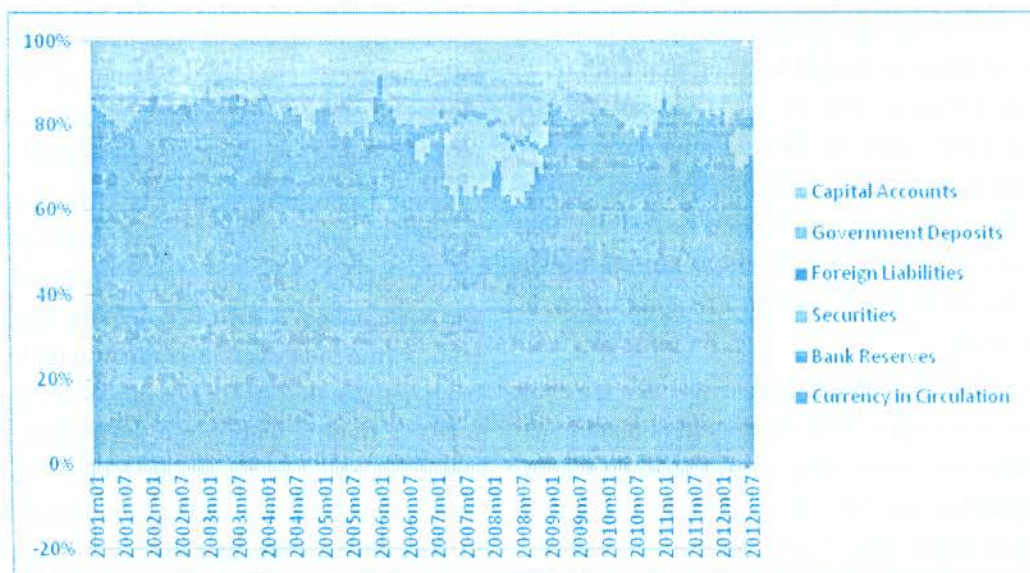
Tuy nhiên từ đầu năm 2012 đến nay, như đã phân tích ở trên, tài khoản nước ngoài ròng (NFA) lại gia tăng cùng với dự trữ ngoại hối, dư thừa thanh khoản NHNN quay trở lại, và thị trường mở lại được sử dụng triệt để để vô hiệu hóa và đã hút được một lượng lớn tiền đồng về (xem Hình 3). Không những sử dụng nghiệp vụ hợp đồng mua lại, bắt đầu từ 15/3, NHNN cũng đã phát hành tín phiếu NHNN để tăng cường hút tiền về. Theo tính toán từ Reuters, riêng trong 6 tháng đầu năm, NHNN đã thực hiện hút ròng 60.542 tỷ đồng qua kênh thị trường mở (nghiệp vụ hợp đồng kỳ hạn) và khoảng 106.939 tỷ đồng thông qua phát hành tín phiếu NHNN. Tính từ 15/3 đến 23/11, NHNN đã phát hành tổng cộng trên 151.000 tỷ đồng tín phiếu, trong khi khối lượng đáo hạn khoảng hơn 109.000 tỷ đồng, theo đó, tín phiếu chưa đáo hạn lên hơn 40.000 tỷ đồng⁵. Biện pháp

này cũng được thể hiện rõ nét tại Hình 4 khi tín phiếu NHNN là một hợp phần bên Tài sản Nợ của bảng cân đối tiền tệ chi tiết tại NHNN. Ngoài ra, lãi suất của Tín phiếu NHNN có mối liên hệ khá chặt chẽ với lãi suất liên ngân hàng và thấp hơn một chút so với lãi suất liên ngân hàng (do tính ít rủi ro hơn), phản ánh biện pháp vô hiệu hóa này có tính thị trường (market-based).

Trong khi đó, cả hình 3 và 4 đều cho thấy biện pháp vô hiệu hóa phi thị trường (thông qua dự trữ bắt buộc) hầu như ít được sử dụng khi tỷ lệ dự trữ hầu như ít biến động. Nguyên nhân cơ bản là do hệ thống ngân hàng của Việt Nam luôn đối diện với các rủi ro lớn (rủi ro thanh khoản, rủi ro nợ xấu và rủi ro chéo với các thị trường tài sản), bên cạnh rủi ro thị trường tiềm ẩn như rủi ro về lãi suất hay rủi ro về biến động tỷ giá, nên hệ thống ngân hàng thiếu ổn định, nhạy cảm và dễ tổn thương, và khó có thể chịu được cú sốc từ gia tăng dự trữ bắt buộc. Hình 3 và 4 cũng cho thấy hiệu quả của các biện pháp vô hiệu hóa trong năm 2012 dường như chưa cao, khi lượng tiền cơ sở vẫn ở mức tương đối lớn trong khi tỷ lệ tiền gửi của các NHTM tại NHNN duy trì ở mức cao.

Để đánh giá định lượng hiệu quả của các biện pháp vô hiệu hóa tại Việt Nam, chúng tôi sử dụng mô hình kinh tế lượng đơn giản theo đó, sự thay đổi của tài sản trong nước ròng (dNDA) được hồi quy theo sự thay đổi của tài sản nước ngoài ròng

Hình 4: Cách quản lý tài khoản nợ trên bảng cân đối tiền tệ đầy đủ của NHNN



Nguồn: IFS (IMF), NHNN, và tính toán của tác giả

Bảng 2 – Kết quả mô hình hồi quy phương trình vô hiệu hóa

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>
Constant	11035.05	4953.94	2.23	0.028994
dNFA	-0.63	0.26	-2.40	0.019124
dlnIP	-56036.70	28446.55	-1.97	0.052645

Ghi chú: $R^2=0.14$

(dNFA). Biến số sản lượng công nghiệp (tính log và sai phân 12 tháng - dlnIP) cũng được đưa vào để phân tách tác động của diễn biến nền kinh tế đến nhu cầu gia tăng tài sản trong nước ròng. Các biến số được thu thập theo tháng từ tháng 1/2005 đến tháng 4/2011. Hệ số ước lượng được cho biến số dNFA nếu là -1 sẽ phản ánh NHNN hoàn toàn thành công trong việc quản lý dư thừa thanh khoản và vô hiệu hóa (1 đồng tăng lên trong dự trữ ngoại hối dẫn đến 1 đồng giảm xuống trong tài sản trong nước ròng). Tuy nhiên, kết quả ước lượng được ở Bảng 2 cho thấy hệ số này là 0,63 (có ý nghĩa thống kê ở mức 5%), phản ánh hiệu quả các biện pháp vô hiệu hóa chưa cao, và tính độc lập về mặt tiền tệ đã bị mất đi một phần khi NHNN nói lòng kiểm soát dòng ngoại hối vào ra nền kinh tế.

4. Các kết luận chính và khuyến nghị chính sách

Như vậy, trong giai đoạn 2007-2008 và năm 2012, NHNN đã có những biện pháp can thiệp thị trường ngoại hối, mua ngoại tệ và gia tăng dự trữ ngoại hối ở quy mô lớn do sức ép giữ ổn định tỷ giá. Theo đó, dư thừa thanh khoản tái diễn và để giảm nhẹ sự đánh đổi trong ràng buộc Bộ ba bất khả thi, NHNN đã thực thi các biện pháp can thiệp vô hiệu hóa mang tính thị trường thông qua thị trường mở (ng nghiệp vụ hợp đồng mua lại và phát hành tín phiếu NHNN). Tuy nhiên, các biện pháp hấp thụ dòng vốn thừa chưa có hiệu quả cao, đồng nghĩa với việc NHNN đã phải từ bỏ một phần tính độc lập của chính sách tiền tệ.

Một nguyên nhân quan trọng là do NHNN chỉ sử dụng biện pháp vô hiệu hóa mang tính thị trường (thông qua TT mở) mà ít sử dụng biện pháp phi thị trường (thông qua dự trữ bắt buộc), trong khi dự trữ bắt buộc được coi là một biện pháp mang lại kết quả tương tự như gia tăng kiểm soát dòng chu chuyển vốn ra vào nền kinh tế (xem Reinhart và Reinhart 1999), theo đó tính độc lập của chính sách tiền tệ sẽ cao hơn (theo ràng buộc bộ ba bất khả thi). Công cụ

dự trữ bắt buộc ít được áp dụng do hệ thống NHTM Việt Nam dễ bị tổn thương và đang đối diện với các rủi ro thanh khoản, rủi ro nợ xấu và rủi ro chéo với các thị trường tài sản, vì thế khó có khả năng chống đỡ thêm cú sốc từ gia tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc. Điều này cũng đồng nghĩa nếu NHNN muốn gia tăng tính độc lập của chính sách tiền tệ, thì cần có những động thái quyết liệt hơn để tái cơ cấu hệ thống NHTM, kiên quyết xử lý những NH nhỏ, thanh khoản và quản trị rủi ro kém để có thể linh hoạt hơn trong việc sử dụng công cụ dự trữ bắt buộc.

Tuy nhiên, biện pháp vô hiệu hóa bằng dự trữ bắt buộc không hoàn toàn có ưu điểm bởi nếu lạm dụng, nó có thể bóp méo tài chính (financial distortion), cản trở sự phát triển của thị trường trái phiếu và thay đổi hành vi của ngân hàng. Vì vậy, cùng với biện pháp này, NHNN cần chấp nhận một mô hình “trung dung” hơn trong ràng buộc bộ ba bất khả thi, theo đó, chấp nhận nói lòng các quy định kiểm soát tỷ giá và lựa chọn cách thức kiểm soát vốn hiệu quả, liên quan đến ưu tiên mở cửa khu vực nào và mức độ đến đâu. Trong bối cảnh các giao dịch về vốn cần được tự do hóa theo thông lệ và cam kết hội nhập, có những khu vực có thể kiểm soát chặt chẽ hơn, ví dụ kiểm soát nợ nước ngoài.

Còn trong dài hạn, để tránh những hạn chế của các biện pháp vô hiệu hóa, cần lựa chọn một mô hình chính sách hợp lý hơn. Với định hướng chính sách lạm phát mục tiêu đã được NHNN công bố, thì duy trì ổn định tỷ giá thường là xung đột với nguyên tắc lạm phát mục tiêu, đặc biệt trong bối cảnh các luồng vốn nước ngoài luân chuyển liên tục, phức tạp và khó tiên định. Do đó, trong dài hạn, nâng cao năng lực điều hành cơ chế tỷ giá linh hoạt cần được tăng cường, theo đó, những can thiệp hành chính của NHNN cần được dần gỡ bỏ, biên độ tỷ giá cần được nói lòng, tiến tới thả nổi tỷ giá có quản lý khi các điều kiện vĩ mô đã chín mùi. □

Chú thích:

1. Các NHTM dự trữ tiền mặt tại NHTW để đáp ứng hai nhu cầu: i) dự trữ bắt buộc (required reserves) và ii) dự trữ vượt mức (excess reserves) để thanh toán hay trả nợ cho NHNN, các tổ chức tín dụng và phi tín dụng khác, cũng như các nhu cầu hoạt động khác... Nếu dự trữ vượt mức vượt quá những nhu cầu này, NHTW cần điều tiết phần dư thừa này để tránh những tác động đến mức giá chung của nền kinh tế và sự ổn định của thị trường tài chính. Điều tiết thanh khoản NHTW thường được thực hiện thông qua điều chỉnh các mức lãi suất chính sách (không điều tiết trực tiếp về số lượng) trừ khi NHTW không có tự chủ về chính sách tiền tệ và trực tiếp kiểm soát mức tỷ giá mục tiêu. Việc kiểm soát trực tiếp vào số lượng thanh khoản có thể gây những hệ lụy đến hệ thống thanh toán hoặc thiếu thanh khoản có hệ thống (với giả định số nhân tiền ổn định và có thể dự đoán).

2. Tín dụng cho Chính phủ ròng phản ánh những khoản tài trợ cho Chính phủ. Thu Ngân sách thường có tính thời vụ, trong khi các khoản chi lại diễn ra thường xuyên nên ở một thời điểm nhất định của năm, Ngân sách có thể tạm thời thiếu vốn ngắn hạn. Nếu được sự đồng ý của Chính phủ và Quốc hội, NHNN có thể tạm ứng cho Ngân sách vay ngắn hạn để tài trợ cho các khoản chi. Về nguyên tắc, để đảm bảo dòng tiền ổn định, NHNN không được phát hành tiền để bù đắp thâm hụt ngân sách, mà chỉ tạm ứng cho ngân sách có đảm bảo bằng tín phiếu và trái phiếu Kho bạc, và cần được hoàn trả lại trong năm ngân sách, và vì vậy, khoản mục này không phản ánh mục tiêu của hoạt động chính sách tiền tệ. Tuy nhiên, trong thực tế rất khó để phân tách giữa tài sản nào là yếu tố tự định, và tài sản nào phản ánh thực thi chính sách tiền tệ. Vì thế, tín dụng cho Chính phủ có thể tác động đến chính sách tiền tệ và phản ánh tài trợ thâm hụt ngân sách bằng tiền.

3. Nguồn NHNN: http://www.sbv.gov.vn/wps/portal/!ut/p/c4/04_SB8K8xLLM9MSSzPy8xBz9CP0os3gDFxNLczdTEwMLQ1dLA09_X—AYNcAQwNzA_2CbEdFAFjmS9E!/?WCM_GLOBAL_CONTEXT=/wps/wcm/connect/sbv_vn/sbv_vn/vn.sbv.research/vn.sbv.research.research/cc5480804d80e8f894a3bf97541dea0a

4. Cụ thể, một số cách can thiệp để hấp thụ thanh khoản như: i) sử dụng các biện pháp chính sách tiền tệ theo hướng thị trường như thông qua thị trường mở (bán tín phiếu NHNN hoặc nghiệp vụ hợp đồng mua lại - reverse repos), ii) các biện pháp phi thị trường như dự trữ bắt buộc với lãi suất bằng 0 hay lãi suất rất thấp hoặc bán tín phiếu NHNN bắt buộc với lãi suất thấp hơn của thị trường, iii) phối hợp quản lý thanh khoản với Chính phủ (ví dụ Bộ Tài chính có thể đồng ý phát hành và bán trái phiếu chính phủ nhiều hơn mức cần thiết để tài trợ thâm hụt ngân sách, và giữ phần vượt trội tại NHNN dưới hình thức tiền gửi. Khoản mục này không tạo thanh khoản nếu được giữ tại tài khoản ở NHNN và không sử dụng trong thị trường nội địa.

5. <http://vneconomy.vn/2012/11/23/031312291P0C6/3-ngay-ngan-hang-nha-nuoc-hut-ve-10420-ty-tu-tin-phieu.htm>.

Tài liệu tham khảo:

1. Aizenman, J. and R. Glick. 2008. Sterilization, Monetary Policy, and Global Financial Integration. Mimeo, University of California, Santa Cruz. Forthcoming in Review of International Economics.
2. Aizenman, J., M. Chinn, and H. Ito. 2008a. The “Impossible Trinity” Hypothesis in an Era of Global Imbalances: Measurement and Testing. Quarterly Journal of Economics 119 (February): 301-52.
3. Frankel, J. and S.J. Wei. 2007. Assessing China’s Exchange Rate Regime. Technical Report, NBER Working Paper 13100. Cambridge: NBER.
4. Joshi, V. 2003. India and the Impossible Trinity. The World Economy, Vol 26, 4(04), p.555 – 583.
5. Khoon, G. 2009. Managing the Impossible Trinity: The Case of Malaysia, Online at <http://mpira.ub.uni-muenchen.de/18094/>
6. Reinhart, C. M., and Reinhart V. 1999. On the Use of Reserve Requirements in Dealing with Capital Flow Problems. International Journal of Finance & Economics, 4(1), 27-54.