



**N**ghệp vụ thị trường mở (NVTTM) là một công cụ chính sách tiền tệ (CSTT) hiệu quả, linh hoạt được hầu hết Ngân hàng Trung ương (NHTW) các nước sử dụng. Ở Việt Nam, sau hơn 15 năm hoạt động, NVTTM đã khẳng định được vai trò là công cụ chủ yếu trong điều hành CSTT của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN). Thông qua việc chủ động, linh hoạt điều hành các giao dịch chào mua/chào bán giấy tờ có giá (GTCG) hàng ngày với các thành viên NVTTM, NHNN đã điều tiết thanh khoản của hệ thống các tổ chức tín dụng (TCTD) và định hướng lãi suất thị trường liên ngân hàng, qua đó tác động đến thị trường tiền tệ để đạt được các mục tiêu điều hành CSTT trong từng thời kỳ. Trên cơ sở theo dõi diễn biến thị trường và điều hành NVTTM của NHNN thời gian qua, tác giả nhận thấy công cụ NVTTM đã có những tác động tích cực đối với thị trường tiền tệ Việt Nam, cụ thể như sau:

**Một là, NVTTM ngày càng được NHNN hoàn thiện theo đúng thông lệ quốc tế để trở thành công cụ CSTT quan trọng, có tác động thường xuyên, lan tỏa đến thị trường, qua đó nâng cao khả năng điều tiết của NHNN nhằm duy trì sự ổn định và phát triển của thị trường tiền tệ.**

Hiện nay, đa số NHTW các nước (như Mỹ, EU, các nước Đông Nam Á...) sử dụng thường xuyên công cụ NVTTM như một công cụ quan trọng nhất trong điều hành CSTT. Tại Mỹ, Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed) sử dụng NVTTM hàng ngày nhằm tác động đến dự trữ của các ngân hàng để giữ lãi suất

## SỬ DỤNG CÔNG CỤ NGHIỆP VỤ THỊ TRƯỜNG MỞ TRONG PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TIỀN TỆ VIỆT NAM

✎ TS. Hà Thị Sáu, ThS. Vũ Mai Chi \*

liên ngân hàng (kỳ hạn qua đêm) dao động dưới mức lãi suất mục tiêu (Federal funds rate). NHTW Châu Âu (ECB) cũng sử dụng NVTTM như một công cụ chủ đạo trong điều hành CSTT và đặt ra lãi suất mục tiêu cho lãi suất qua đêm trên thị trường liên ngân hàng.

Ở Việt Nam, kể từ khi ra đời vào tháng 7/2000 đến nay, NHNN đã không ngừng đổi mới và hoàn thiện công cụ NVTTM phù hợp với thông lệ quốc tế thông qua từng bước xây dựng đồng bộ khuôn khổ pháp lý, nâng cấp cơ sở hạ tầng và cải tiến quy trình giao dịch, đa dạng các loại hàng hóa trên NVTTM để thu hút đồng đảo các chủ thể tham gia giao dịch nhằm đưa NVTTM trở thành công cụ gián tiếp chủ yếu trong điều hành CSTT của NHNN, cụ thể:

Về khuôn khổ pháp lý, với việc ban hành Thông tư số 42/TT-NHNN ngày 31/12/2015 thay thế Quyết định 01/2007/QĐ-NHNN ngày 05/01/2007 ban hành quy chế NVTTM và các văn bản pháp luật có liên quan trước đó đã góp phần hoàn thiện khung pháp lý cho các giao dịch trên NVTTM, đảm bảo phù hợp với quy định tại Luật NHNN năm 2010 và thông lệ chung quốc tế. Trong đó, với việc không giới hạn về thời hạn giao dịch trên NVTTM (có thể giao dịch với kỳ hạn ngắn hạn, trung và dài hạn), tùy thuộc theo mục tiêu điều hành CSTT đã làm tăng tính chủ động và hiệu lực của công cụ NVTTM trong việc điều tiết thanh khoản trên

thị trường tiền tệ, qua đó tăng khả năng điều tiết và định hướng thị trường của NHNN.

Về hạ tầng công nghệ trên NVTTM cũng từng bước được NHNN đầu tư đổi mới và cải tiến nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của NVTTM, đảm bảo phù hợp với xu hướng công nghệ hóa toàn cầu. Từ chỗ việc thực hiện thu thập thông tin để đánh giá, dự báo vốn khả dụng và tổ chức đấu thầu bằng thủ công mất nhiều thời gian, NHNN đã chuyển sang ứng dụng công nghệ thông tin, cho phép giao dịch kết nối trực tuyến giữa NHNN và các thành viên thị trường, đến nay NHNN đã nâng cấp phần mềm hệ thống giao dịch theo dự án Hệ thống thông tin quản lý và hiện đại hóa hệ thống ngân hàng - FSMIMS và đưa vào vận hành từ tháng 6/2016, tạo điều kiện cho các thành viên tham gia giao dịch nhanh chóng, thuận tiện và các giao dịch chuyển quyền sở hữu GTCG, chuyển tiền mua - bán được xử lý ngay sau khi giao dịch với khối lượng lớn.

Về tần suất giao dịch được rút ngắn 10 ngày/phiên năm 2000 xuống còn 1-3 phiên/tuần trong giai đoạn 2001 - 2006 và từ cuối năm 2006 đến nay thực hiện thường xuyên theo định kỳ hàng ngày. Tuy nhiên, từ cuối năm 2008, do thị trường tài chính - tiền tệ toàn cầu có nhiều biến động, hệ thống các TCTD thực hiện tái cơ cấu nên NHNN tăng cường thực hiện 1 - 2 phiên/ngày, trong đó: duy trì 01 phiên chào mua GTCG vào buổi sáng để

\* Học viện Ngân hàng

phát tín hiệu ổn định thị trường tiền tệ, hỗ trợ các TCTD gặp khó khăn vay vốn trên thị trường liên ngân hàng; ngoài ra trên cơ sở diễn biến lãi suất, tỷ giá và tình hình vốn khả dụng của TCTD, buổi chiều NHNN có thể thực hiện 01 phiên chào bán tín phiếu NHNN khi thanh khoản dư thừa nhằm kiểm soát lạm phát, hỗ trợ ổn định tỷ giá; hoặc thời điểm nhu cầu thanh khoản tăng cao (như các dịp Tết, dịp nghỉ lễ dài ngày...), NHNN có thể bổ sung 01 phiên chào mua GTCG để hỗ trợ thanh khoản cho các TCTD, đáp ứng nhu cầu rút tiền mặt trong nền kinh tế và ổn định thị trường tiền tệ.

Về hàng hóa giao dịch đến nay rất đa dạng và phong phú, là các GTCG có tính thanh khoản cao và phù hợp với thông lệ chung của thế giới, chủ yếu gồm Trái phiếu Kho bạc, Tín phiếu Kho bạc, Tín phiếu NHNN, Trái phiếu Chính phủ bảo lãnh (do Ngân hàng Phát triển Việt Nam và Ngân hàng Chính sách xã hội phát hành); Trái phiếu Chính quyền địa phương của một số tỉnh, thành phố và các GTCG khác được phép giao dịch theo quy định của NHNN. Nghiệp vụ thị trường mở phát triển đã thu hút nhiều TCTD tham gia giúp tăng khả năng lan tỏa tác động của CSTT đến thị trường tiền tệ và hệ thống TCTD. Từ chỗ chỉ có 4 ngân hàng thương mại (NHTM) Nhà nước và một số NHTM cổ phần là thành viên khi mới vận hành NVTTM, đến nay đa số các TCTD đều được công nhận là thành viên NVTTM (70 TCTD).

Ngoài ra, trong bối cảnh tự do hóa tài chính tiền tệ toàn cầu, các luồng vốn vào - ra thường xuyên biến động nên đa số NHTW các nước hiện có xu hướng lựa chọn

mục tiêu điều hành NVTTM là điều tiết lãi suất (như Mỹ, Châu Âu, Hàn Quốc, Thái Lan...) nhằm giảm thiểu các rủi ro gây bất ổn đến thị trường tài chính tiền tệ trong nước cũng như hoạt động của hệ thống ngân hàng. Với việc ngày càng hoàn thiện NVTTM ở Việt Nam thời gian qua đã cho phép NHNN từng bước chuyển dần từ khuôn khổ điều hành CSTT theo mục tiêu khối lượng sang điều hành có kết hợp với mục tiêu lãi suất theo thông lệ và xu hướng điều hành của NHTW các nước trên thế giới.

**Hai là, việc linh hoạt thực hiện hàng ngày các giao dịch chào mua/chào bán GTCG, kết hợp với việc điều chỉnh khối lượng, lãi suất và kỳ hạn giao dịch trên NVTTM đã giúp NHNN điều tiết tiền tệ nhanh chóng, kịp thời nhằm góp phần ổn định thị trường tiền tệ và đạt được mục tiêu điều hành CSTT trong từng thời kỳ.**

So với các công cụ CSTT khác (tái cấp vốn, hoán đổi ngoại tệ...), NVTTM là công cụ xử lý nhanh, mang tính hai chiều, có thể bơm ra - hút về với khối lượng, lãi suất hợp lý, kỳ hạn linh hoạt đa dạng để điều tiết thanh khoản hệ thống và lãi suất trên thị trường nhằm đạt được mục tiêu CSTT trong từng thời kỳ, cụ thể:

**Giai đoạn năm 2007-2008**, trước tình hình giá cả hàng hóa thế giới có xu hướng gia tăng, kinh tế biến động mạnh, lạm phát trong nước tăng cao lên mức 2 con số, tín dụng và tổng phương tiện thanh toán (M2) tăng cao, vì vậy, NHNN đã thực hiện CSTT chặt chẽ nhằm kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô. Bên cạnh các giải pháp thắt chặt như tăng mạnh tỷ lệ dự trữ

bắt buộc, phát hành tín phiếu bắt buộc, NHNN đã điều hành linh hoạt NVTTM để vừa đạt được mục tiêu kiểm soát lạm phát, ổn định tiền tệ nhưng vẫn đảm bảo thanh khoản cho các TCTD, cụ thể: **(i)** NHNN thực hiện chào bán tín phiếu NHNN với các kỳ hạn từ 14 và 364 ngày để hỗ trợ thực hiện mục tiêu hút tiền; **(ii)** Bên cạnh đó, NHNN đã tổ chức định kỳ các phiên chào mua GTCG với kỳ hạn ngắn (7, 14, 21, 28 ngày) nhằm hỗ trợ vốn cho TCTD có thiếu hụt vốn để đảm bảo khả năng thanh toán, nhất là tại các thời điểm thay đổi tỷ lệ dự trữ bắt buộc, thay đổi các mức lãi suất NHNN công bố. Khối lượng trúng thầu chào mua/chào bán bình quân/phiên trong 02 năm ở mức gần tương đương nhau, lần lượt là 855/767 tỷ đồng/phiên và 947/305 tỷ đồng/phiên. Mặt khác, do thiếu vốn, các TCTD đã tham gia chào mua GTCG với mức lãi suất đặt thầu cao nên lãi suất trúng thầu tăng từ 8%/năm lên 15%/năm, cá biệt có lúc lên tới 30,1%/năm. Trước tình hình đó, NHNN đã chuyển sang áp dụng phương thức đấu thầu khối lượng, lãi suất thống nhất, do đó lãi suất đã giảm dần từ 15%/năm xuống còn 9%/năm vào cuối năm 2008, tác động giảm mặt bằng lãi suất thị trường.

**Giai đoạn từ năm 2009-2011**, với chủ trương nói lỏng CSTT chống suy giảm kinh tế trong điều kiện thanh khoản của các TCTD khó khăn và không đồng đều do sau một thời gian tín dụng tăng trưởng nóng, theo đó, NHNN chủ yếu thực hiện các phiên chào mua GTCG để đưa tiền ra với các kỳ hạn ngắn (7, 14, 21, 28 ngày), khối lượng và lãi suất chào mua điều chỉnh phù hợp với tình hình vốn khả dụng

và diễn biến thị trường nhằm vừa hỗ trợ thanh khoản cho các TCTD, tạo điều kiện giảm lãi suất huy động, cho vay, ổn định thị trường tiền tệ, vừa đảm bảo kiểm soát lạm phát và các chỉ tiêu tiền tệ theo mục tiêu. Một số thời điểm lạm phát có nguy cơ tăng trở lại như từ tháng 7 - 12/2009, NHNN đã linh hoạt chào bán tín phiếu NHNN định kỳ 3 phiên/tuần, kỳ hạn 3 tháng và 6 tháng để hút tiền về từ các TCTD có dư thừa. Thời điểm từ tháng 10/2010 đến đầu 9/2011, lạm phát có dấu hiệu tăng lên 2 con số, NHNN đã điều hành thận trọng theo hướng giảm dần kỳ hạn chào mua từ 28 ngày xuống 7 ngày; lãi suất chào mua cũng được điều chỉnh tăng dần lên mức 15%/năm. Từ cuối tháng 9/2011, trong bối cảnh M2, tín dụng được kiểm soát, lạm phát có dấu hiệu tăng chậm lại, để hỗ trợ thanh khoản cho các TCTD, tạo điều kiện giảm lãi suất, NHNN đã bổ sung kỳ hạn chào mua 14 ngày và điều chỉnh giảm lãi suất từ 15%/năm xuống 14%/năm.

Giao dịch NVTTM trong giai đoạn này chủ yếu là các phiên chào mua GTCG với khối lượng trúng thầu bình quân/phiên ở mức cao, lần lượt là 3.781 - 4.297 tỷ đồng/phiên năm 2009 - 2010 và đạt mức cao nhất 6.499 tỷ đồng/phiên năm 2011. (Bảng 1)

*Giai đoạn từ năm 2012 - 2015*, NVTTM tiếp tục là công cụ chủ yếu giúp NHNN điều tiết tiền tệ và ổn định lãi suất thị trường. Trong điều kiện thanh khoản Đồng Việt Nam (VND) của các TCTD cải thiện và có dư thừa, lãi suất trên thị trường liên ngân hàng giảm so với giai đoạn trước do tăng trưởng tín dụng đã được kiểm soát theo mục tiêu, thị

trường ngoại hối và tỷ giá ổn định, người dân có xu hướng chuyển sang nắm giữ VND, tạo điều kiện cho NHNN đưa tiền ra mua lượng lớn ngoại tệ tăng dự trữ ngoại hối nhà nước, theo đó, NHNN đã điều hành linh hoạt NVTTM theo cả 2 chiều mua/bán GTCG hàng ngày nhằm góp phần ổn định thị trường tiền tệ, kiểm soát lạm phát và hỗ trợ ổn định tỷ giá. Cụ thể: (i) Trong điều kiện các kênh hút tiền về hạn chế, NHNN đã sử dụng công cụ chào bán tín phiếu NHNN trên NVTTM để hút tiền từ các TCTD có dư thừa với kỳ hạn đa dạng từ 7 ngày đến 182 ngày, khối lượng chào bán phù hợp với diễn biến vốn khả dụng, lãi suất chào bán tín phiếu cũng được điều chỉnh linh hoạt, phù hợp với các mức lãi suất trên thị trường và mục tiêu điều hành CSTT; (ii) Mặt khác, do hệ thống các TCTD đang trong quá trình tái cơ cấu nên để đảm bảo an toàn thanh khoản cho hệ thống, hàng ngày, NHNN thực hiện chào mua GTCG với kỳ hạn ngắn (chủ yếu 7 ngày), khối lượng tối thiểu là 1.000 tỷ đồng/phiên để phát tín phiếu hiệu ổn định thị trường tiền tệ và sẵn sàng hỗ trợ vốn của NHNN, lãi suất chào mua GTCG cũng được điều chỉnh giảm dần từ 14%

xuống và duy trì ở mức 5%/năm, qua đó góp phần ổn định tâm lý và lãi suất trên thị trường tiền tệ, hỗ trợ tăng trưởng M2, tín dụng theo đúng định hướng. Doanh số chào bán tín phiếu NHNN giai đoạn này chiếm tỷ lệ lớn trong tổng doanh số giao dịch với khối lượng trúng thầu bình quân/phiên đạt mức cao nhất 2.203 tỷ đồng/phiên vào năm 2012 và giảm xuống mức 1.127 tỷ đồng/phiên năm 2015.

*Trong 7 tháng đầu năm 2016*, NVTTM tiếp tục được NHNN điều hành hết sức linh hoạt và bám sát diễn biến hàng ngày của thị trường tiền tệ, diễn biến kinh tế vĩ mô để đảm bảo điều tiết tiền tệ theo mục tiêu của Chính phủ và NHNN đề ra. Cụ thể: (i) Trong hơn 3 tháng đầu năm, huy động vốn tăng chậm, trong khi tín dụng tăng ngay từ đầu năm, thanh khoản của các TCTD thiếu hụt, mặt bằng lãi suất thị trường liên ngân hàng tăng cao ở sát mức trần 5%/năm, lãi suất huy động có xu hướng tăng nhẹ 0,2-0,3%/năm, tạo áp lực tăng mặt bằng lãi suất cho vay, theo đó, NHNN đã chủ động thực hiện hỗ trợ thanh khoản cho các TCTD thông qua việc đưa tiền khối lượng lớn ra qua kênh chào mua GTCG trên NVTTM nhằm ổn định lãi suất liên ngân hàng,

Bảng 1: Doanh số giao dịch trên thị trường mở giai đoạn 2008 - 2015

Đơn vị: Tỷ đồng

Năm	Tổng doanh số mua	Tổng doanh số bán	Số phiên giao dịch	Số lượt thành viên	KL trúng thầu mua bình quân/phiên	KL trúng thầu bán bình quân/phiên
2007	61.133	356.844	355	650	855	767
2008	947.206	88.860	402	3.280	947	305
2009	966.980	102	329	3.121	3.718	1
2010	2.101.420	7.295	491	6.106	4.297	0
2011	2.801.253	0	431	8.469	6.499	0
2012	449.922	174.000	378	2.434	1.505	2.203
2013	179.386	254.863	418	1.251	698	1.583
2014	101.200	353.616	484	1.903	400	1.531
2015	403.490	233.350	388	1.023	1.563	1.127

Nguồn: NHNN và tính toán của tác giả

qua đó hỗ trợ giảm lãi suất trên thị trường 1. Kết quả, từ cuối tháng 4, huy động vốn VND đã có xu hướng tăng trở lại, cùng với lượng tiền NHNN đưa ra từ mua ngoại tệ, thanh khoản của các TCTD trở nên dư thừa, lãi suất thị trường liên ngân hàng giảm mạnh; (ii) Từ đầu tháng 4/2016, với việc thực hiện cơ chế tỷ giá mới đã làm giảm tâm lý găm giữ ngoại tệ, vì vậy giảm áp lực gia tăng tỷ giá, thị trường ngoại hối ổn định, theo đó, tạo điều kiện cho NHNN điều hành NVTTM theo hướng cho phép duy trì thanh khoản dồi dào và lãi suất liên ngân hàng ở mức thấp, qua đó góp phần đạt được mục tiêu ổn định mặt bằng lãi suất và ngăn xu hướng điều chỉnh tăng lãi suất.

Như vậy, thời gian qua công cụ NVTTM đã được NHNN điều hành linh hoạt, bám sát diễn biến cung-cầu vốn của các TCTD và ngày càng có vai trò quan trọng trong việc điều tiết tiền tệ và lãi suất nhằm đạt được các mục tiêu điều hành CSTT linh hoạt trong từng thời kỳ.

**Ba là, thông qua việc chủ động, linh hoạt điều chỉnh khối lượng tiền bơm ra/hút về và lãi suất chào mua/chào bán GTCG trên NVTTM đã có tác động định hướng được lãi suất thị trường liên ngân hàng, qua đó góp phần kiểm soát sự biến động lãi suất trên thị trường 1, hỗ trợ ổn định tỷ giá và phát tín hiệu điều hành CSTT.**

Từ cuối năm 2011 đến nay, để đạt mục tiêu kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, hỗ trợ tháo gỡ khó khăn cho doanh nghiệp trong sản xuất kinh doanh, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế hợp lý, NHNN đã có sự đổi mới trong điều hành CSTT theo hướng chuyển dần từ điều tiết khối

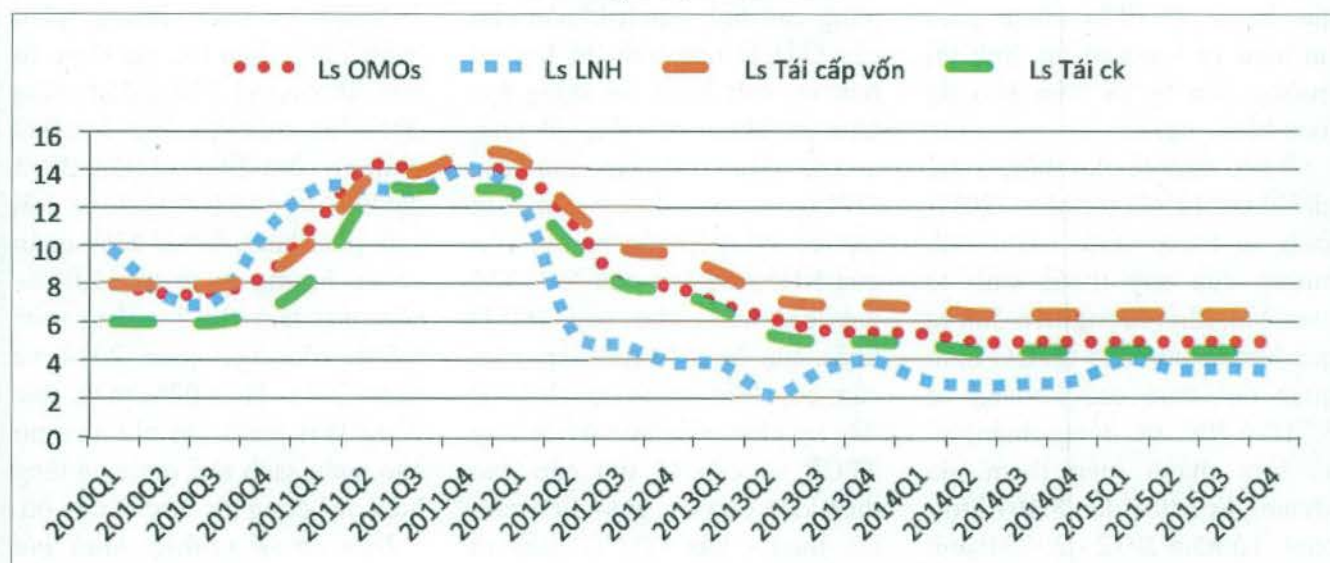
lượng sang kết hợp giữa điều tiết khối lượng và điều tiết lãi suất, tỷ giá để chủ động dẫn dắt và định hướng thị trường. Theo đó, bên cạnh đưa ra mục tiêu định hướng về M2 và tăng trưởng tín dụng, hằng năm, NHNN còn định hướng về giảm mặt bằng lãi suất cho vay, mức tăng tỷ giá tối đa và sử dụng đồng bộ các công cụ CSTT, đặc biệt là công cụ NVTTM nhằm đạt được mục tiêu.

Thông qua việc điều chỉnh lãi suất chào mua GTCG trên NVTTM đồng bộ với các mức lãi suất điều hành của NHNN (lãi suất chào mua luôn nằm trong khoảng lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu), cùng với việc quyết định khối lượng tiền cung ứng ra hay hút về trên NVTTM hợp lý, NHNN đã điều tiết vốn khả dụng của các TCTD, làm cho lãi suất thị trường liên ngân hàng dao động xung quanh mức lãi suất NVTTM, hạn chế sự biến động của lãi suất thị trường, qua đó góp phần hỗ trợ đạt được mục tiêu giảm mặt bằng lãi suất huy động-cho vay và mục tiêu tỷ giá công bố từ đầu năm. Từ năm 2012 đến nay, trong bối cảnh thanh khoản toàn hệ thống có dư thừa nhưng NHNN vẫn duy trì thực hiện chào mua qua NVTTM theo phương thức đấu thầu khối lượng, công bố lãi suất nhằm phát tín hiệu điều hành CSTT và hỗ trợ nguồn vốn cho các TCTD gặp khó khăn trong việc đi vay vốn trên thị trường liên ngân hàng, qua đó ổn định tâm lý và kỳ vọng lãi suất trên thị trường tiền tệ. Khi thị trường có những biến động hoặc trong các dịp lễ, Tết nhu cầu rút tiền để chi tiêu của người dân và các doanh nghiệp tăng cao, NHNN đã tăng cường hỗ trợ thanh khoản qua NVTTM nhằm đáp

ứng kịp thời nhu cầu thanh toán cho nền kinh tế, cũng như hạn chế gây áp lực tăng mặt bằng lãi suất thị trường liên ngân hàng, góp phần ổn định lãi suất thị trường. Khi thanh khoản của các TCTD dư thừa nhiều chủ yếu do NHNN mua được ngoại tệ từ nền kinh tế, lãi suất liên ngân hàng giảm xuống thấp, NHNN đã phát hành tín phiếu NHNN có tính linh hoạt, mềm dẻo để hút về lượng vốn khả dụng từ các TCTD có dư thừa nhằm vừa kiểm soát lạm phát, hỗ trợ ổn định tỷ giá, nhưng với khối lượng, kỳ hạn, lãi suất phát hành được cân nhắc phù hợp nên vẫn đảm bảo nguồn vốn cho TCTD tăng trưởng tín dụng, đầu tư trái phiếu Chính phủ (TPCP) và tạo điều kiện cho giảm mặt bằng lãi suất.

Với việc điều hành linh hoạt NVTTM đã góp phần quan trọng trong việc đạt hài hòa cả hai mục tiêu lãi suất và tỷ giá trong thời gian qua. Kết quả đến nay, mặt bằng lãi suất cho vay của hệ thống TCTD chỉ còn bằng 40% so với cuối năm 2011 đã hỗ trợ tích cực cho hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Tỷ giá được kiểm soát trong biên độ NHNN công bố từ đầu năm đã củng cố lòng tin vào VND, giảm tình trạng đô la hóa, tạo điều kiện cho NHNN tiếp tục mua vào ngoại tệ tăng dự trữ ngoại hối nhà nước. Đặc biệt trong năm 2015, mặc dù có những biến động lớn trên thị trường tài chính quốc tế, nhiều đồng tiền bị biến động mạnh, nhưng VND chỉ mất giá khoảng 5% một phần nhờ NVTTM được điều hành linh hoạt nhằm điều tiết mặt bằng lãi suất thị trường liên ngân hàng ở mức hợp lý để giảm bớt áp lực tăng tỷ giá. (Hình 1)

Hình 1: Diễn biến lãi suất tái cấp vốn, tái chiết khấu, liên ngân hàng, NVTTM giai đoạn 2010 - 2015



Nguồn: NHNN

Đồng thời, lãi suất trên thị trường liên ngân hàng thường xuyên biến động xung quanh lãi suất chào mua GTCG trên NVTTM và việc phát hành tín phiếu NHNN đã góp phần giữ lãi suất liên ngân hàng không giảm sâu, ảnh hưởng đến sự ổn định tỷ giá, phát huy tối đa được vai trò điều tiết lãi suất trên thị trường của NHNN. Đây cũng là cơ sở để NHNN dần hình thành khuôn khổ điều hành CSTT sử dụng lãi suất liên ngân hàng là mục tiêu điều hành, góp phần ổn định thị trường tiền tệ và hoạt động hệ thống ngân hàng.

**Bốn là, NVTTM là kênh hỗ trợ thanh khoản chủ yếu cho các TCTD khi nhu cầu thanh toán tăng cao do thị trường có biến động đột biến hay tính thời vụ nhằm đảm bảo hệ thống ngân hàng hoạt động an toàn và thông suốt, đáp ứng mọi nhu cầu thanh toán trong nền kinh tế.**

Qua theo dõi cho thấy, công cụ NVTTM là kênh cung ứng vốn chủ yếu của NHNN với doanh số chào mua qua NVTTM chiếm tỷ trọng lớn trong tổng doanh số hỗ trợ vốn của NHNN

qua các kênh (cầm cố, chiết khấu GTCG, NVTTM và hoán đổi ngoại tệ...), điều này khẳng định được vai trò quan trọng của NVTTM trong việc hỗ trợ các TCTD khi thiếu hụt thanh khoản tạm thời.

Với đặc thù thời gian và thủ tục tham gia giao dịch nhanh chóng, thuận tiện thông qua hệ thống phần mềm đấu thầu qua mạng điện tử, các giao dịch chuyển tiền diễn ra trong ngày, do đó, việc điều hành NVTTM đã giúp các TCTD có thể tiếp cận nguồn vốn hỗ trợ thanh khoản kịp thời từ NHNN. Hiện nay, đa số NHTW các nước đều thực hiện NVTTM theo định kỳ hàng ngày để giúp NHTW có thể linh hoạt ứng phó với diễn biến bất thường của thị trường, hạn chế tối đa tác động tiêu cực. Ở Việt Nam, hệ thống các TCTD đang trong quá trình tái cơ cấu, khả năng quản lý vốn khả dụng của các TCTD còn hạn chế nên thời gian qua, NHNN đã thường xuyên duy trì phiên chào mua GTCG/ngày hàng ngày để phát tín hiệu ổn định thị trường tiền tệ.

Ngoài việc bù đắp về khối lượng vốn thanh khoản thiếu

hụt, hoạt động NVTTM đảm bảo tính kịp thời, đáp ứng ngay được nhu cầu của các TCTD, đặc biệt là trong các thời điểm nhu cầu thanh khoản tăng cao, thị trường biến động khó dự đoán trước được như thời điểm cuối năm vào các dịp giáp Tết Dương lịch và Âm lịch, thời điểm nghỉ lễ dài ngày hàng năm (như 30/4 & 1/5, dịp 2/9...), hoặc khi các khách hàng lớn có nhu cầu rút tiền mặt thanh toán thuế, lương, thưởng hàng tháng..., các TCTD có nhu cầu dự phòng thanh khoản cao để đáp ứng nhu cầu thanh toán, theo đó, trên cơ sở bám sát diễn biến thị trường, NHNN đã chủ động tăng khối lượng chào mua GTCG, thậm chí tăng số phiên chào mua lên 2 phiên/ngày nhằm hỗ trợ thiếu hụt thanh khoản tạm thời cho các TCTD, đảm bảo ổn định thị trường tiền tệ. Riêng trong giai đoạn tái cơ cấu nền kinh tế 2012-2015, thị trường phải trải qua các biến động mạnh như sự kiện liên quan đến các lãnh đạo cao cấp của của NHTM (ACB, Ngân hàng Xây dựng, Ngân hàng Đại Dương...), sự kiện Biển Đông, hay các thời điểm lãi suất trên liên ngân hàng

tăng quá cao, NHNN đã chủ động bơm khối lượng lớn tiền qua kênh NVTTM nhằm phát tín hiệu và kịp thời ổn định thị trường tiền tệ và đảm bảo an toàn hệ thống.

Số liệu thực tế cho thấy, trong giai đoạn từ năm 2009 - 2011, kinh tế trong nước chịu ảnh hưởng của suy thoái kinh tế toàn cầu, khối lượng tiền đưa ra qua kênh chào mua GTCG bình quân đạt mức cao khoảng từ 3.718-6.499 tỷ đồng/phiên, với số lượt thành viên tham gia khoảng từ 3.085 đến 8.469 lượt/năm. Từ năm 2012 - 2015 thanh khoản của TCTD dư thừa, khối lượng trúng thầu chào mua bình quân giảm xuống còn từ 400 - 1.563 tỷ đồng/phiên, số lượt thành viên tham gia cũng thấp hơn và ở mức khoảng từ 170 - 1.431 lượt/năm, tuy nhiên doanh số giao dịch từng phiên có xu hướng tăng, một số thời điểm nhu cầu thanh khoản tăng khối lượng chào mua lên đến 10.000 - 30.000 tỷ đồng/phiên, cho thấy NVTTM ngày càng trở thành là kênh chủ yếu đáp ứng nhu cầu thanh khoản của thị trường trong thời gian qua.

Như vậy, với việc điều hành nhanh nhạy, sát với diễn biến thị trường của NHNN, NVTTM đã phát huy được vai trò quan trọng trong việc ổn định thị trường tiền tệ với khả năng tác động nhanh, chính xác và kịp thời đến thị trường, cũng như phát huy được tối đa vai trò “người cho vay cuối cùng” của NHNN.

**Năm là, điều hành NVTTM góp phần tăng cường phối hợp chặt chẽ giữa CSTT và chính sách tài khóa trong việc phát hành TPCP, tạo điều kiện thúc đẩy thị trường TPCP và thị trường tiền tệ phát triển.**

Hàng hóa giao dịch trên

NVTTM chiếm tỷ trọng lớn là các loại TPCP đã một mặt làm nâng cao tính thanh khoản cho các GTCG này trên thị trường tiền tệ, mặt khác tạo động lực khuyến khích các TCTD tăng cường đầu tư, nắm giữ các GTCG này như dự trữ đệm, khi cần có thể tiếp cận nguồn vốn của NHNN thông qua NVTTM hay các kênh cho vay TCTD khác của NHNN (tái cấp vốn, cầm cố, chiết khấu), qua đó thúc đẩy sự phát triển của thị trường TPCP sơ cấp và thứ cấp, tạo điều kiện cho các giao dịch cầm cố, mua - bán GTCG diễn ra sôi động và thường xuyên hơn, thúc đẩy thị trường tiền tệ phát triển. Đặc biệt, sau khi trải qua thời điểm khó khăn về vốn thanh khoản như trong năm 2008 nhưng không có nhiều GTCG để tham gia giao dịch với NHNN, các TCTD đã chủ động hơn trong việc tăng dự trữ GTCG đủ điều kiện tham gia giao dịch với NHNN. Trong những năm gần đây, các TCTD đã tăng cường đầu tư vào TPCP với tỷ lệ sở hữu trái phiếu của các NHTM luôn ở mức cao, năm 2015 đạt khoảng 85,38% (năm 2014: 87,79%), góp phần tạo điều kiện cho Bộ Tài chính phát hành thành công TPCP.

Ngoài ra, với mục tiêu giảm lãi suất trung - dài hạn, thanh khoản của các TCTD được bảo đảm, NHNN đã điều hành lượng tiền đưa ra/thu về trên NVTTM một cách hợp lý nhằm thiết lập mặt bằng lãi suất trên thị trường liên ngân hàng ở mức thấp, từ đó tác động tới lãi suất TPCP trên thị trường, tạo điều kiện hỗ trợ cho Bộ Tài chính phát hành TPCP với khối lượng thành công với chi phí huy động thấp, cũng như góp phần làm cho giao dịch trên thị trường thứ cấp sôi động hơn,

thúc đẩy thị trường sơ cấp phát triển. Số liệu cho thấy, từ năm 2011-2015, khối lượng phát hành TPCP liên tục gia tăng, từ mức khoảng 81.700 tỷ đồng năm 2011 lên mức khoảng 248.000 tỷ đồng năm 2014 và năm 2015 đạt khoảng 256.000 tỷ đồng. Lãi suất phát hành TPCP bình quân có xu hướng giảm từ 12,01%/năm của năm 2011 xuống mức 6,54%/năm vào năm 2014 và năm 2015 là 6,07%/năm, tác động làm giảm chi phí vay nợ cho ngân sách nhà nước và tăng hiệu quả công tác huy động vốn.

**Trên cơ sở những đánh giá nêu trên cho thấy, thời gian qua với việc điều hành linh hoạt, kịp thời, bám sát với diễn biến thị trường, NVTTM đã trở thành công cụ chủ đạo trong điều hành CSTT của NHNN. Do đó, để tiếp tục phát huy tối đa vai trò công cụ NVTTM trên thị trường tiền tệ, chúng tôi xin có một số khuyến nghị như sau:**

Một là, NHNN tiếp tục kiên định mục tiêu ưu tiên là ổn định giá trị đồng tiền, biểu hiện bằng chỉ tiêu lạm phát, đồng thời trong từng thời kỳ phải xác định rõ mục tiêu và định lượng rõ ràng các mục tiêu đó để có cơ sở điều hành nhất quán, giảm thiểu áp lực trong việc điều hành NVTTM khi phải theo đuổi CSTT đa mục tiêu. Bên cạnh đó, NHNN nên duy trì khuôn khổ điều hành CSTT kết hợp giữa kiểm soát khối lượng và kiểm soát lãi suất, tỷ giá như hiện nay và trong tương lai khi điều kiện kinh tế vĩ mô ổn định, cũng như thị trường tiền tệ phát triển ở mức cao hơn, NHNN có thể xem xét chuyển sang thực hiện khuôn khổ CSTT điều tiết theo giá là chủ yếu, kết hợp với điều hành các chỉ tiêu tiền tệ mang

tính định hướng thị trường để nâng cao hiệu quả, tính minh bạch trong điều hành CSTT, đáp ứng yêu cầu hội nhập kinh tế quốc tế.

*Hai là*, NHNN tiếp tục chủ động theo dõi sát diễn biến thị trường tiền tệ và tình hình vốn khả dụng của các TCTD, đồng thời tăng cường cơ chế trao đổi và cung cấp thông tin từ phía các TCTD, các đơn vị trong và ngoài NHNN để dự báo chính xác vốn khả dụng của các TCTD, làm cơ sở cho việc thực hiện các giao dịch chào mua/chào bán GTCG trên NVTTM để điều tiết thanh khoản VND ở mức hợp lý và định hướng lãi suất thị trường liên ngân hàng nhằm duy trì sự ổn định trên thị trường tiền tệ, ngoại hối, góp phần kiểm soát lạm phát, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.

*Ba là*, NHNN tiếp tục phối hợp chặt chẽ, đồng bộ công cụ NVTTM với các công cụ CSTT

khác (tỷ giá, lãi suất, tái cấp vốn, dự trữ bắt buộc...) trong việc thực hiện mục tiêu điều hành CSTT, qua đó tác động kịp thời và nâng cao hiệu quả can thiệp đến thị trường tiền tệ, cũng như tăng tính chủ động của các TCTD trong việc tham gia các giao dịch trên thị trường tiền tệ.

*Bốn là*, để phát huy tối đa vai trò của công cụ NVTTM đối với thị trường tiền tệ, cũng như đưa NVTTM trở thành công cụ chủ đạo trong việc điều tiết tiền tệ của NHNN, trong thời gian tới NHNN cần tiếp tục hoàn thiện khuôn khổ pháp lý đối với các hoạt động cho vay/nhận tiền gửi, mua bán GTCG giữa các TCTD trên thị trường tiền tệ, áp dụng các thông lệ quốc tế, phối hợp với các Bộ, ngành liên quan để phát triển các định chế trung gian như công ty xếp hạng tín nhiệm, các công ty môi giới... nhằm thúc đẩy thị trường tiền tệ trong nước phát triển, đáp ứng

được yêu cầu thực tiễn.

*Ngoài ra*, các TCTD cần tích cực cung cấp thông tin chính xác, kịp thời, tạo thuận lợi cho NHNN trong việc theo dõi thị trường, dự báo vốn khả dụng và định hướng điều hành lãi suất; đồng thời, nâng cao năng lực quản trị điều hành theo hướng tiếp tục thực hiện tái cơ cấu các TCTD yếu kém, củng cố tiềm lực tài chính cũng như trình độ quản trị nguồn vốn của các TCTD, góp phần tiếp tục phát triển thị trường tiền tệ của Việt Nam trong thời gian tới. ■

#### TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. NHNN (2006), Đề án "Mục tiêu, giải pháp phát triển ngành ngân hàng Việt Nam đến năm 2010 và định hướng đến năm 2020".
2. NHNN, Báo cáo thường niên các năm 2008-2014.
3. NHNN, Báo cáo các đoàn khảo sát về điều hành CSTT ở một số nước trên thế giới như Mỹ, Đức, Nhật, Malaysia, Úc, Singapore.
4. Các văn bản pháp luật hiện hành của NHNN về nghiệp vụ thị trường mở, đấu thầu TPCP, môi giới tiền tệ, thị trường liên ngân hàng...
5. Các đề tài, bài báo, luận án,... khác có liên quan.
6. Các Website.

NGÂN HÀNG NÔNG NGHIỆP VÀ PHÁT TRIỂN NÔNG THÔN VIỆT NAM



**AGRIBANK CHI NHÁNH TỈNH ĐỒNG NAI**

Mang phồn thịnh đến khách hàng

*Chào mừng*  
**Quốc khánh**  
*2/9/2016*

Trụ sở chính: Số 180, đường 30-4, P.Thanh Bình, TP.Biên Hòa, tỉnh Đồng Nai  
Điện thoại: (061). 3822593 – 3947690 \* Fax (061). 3822585 \* Email: nhnntnt@dongnai.gov.vn