

CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ TRƯỚC YÊU CẦU HỘI NHẬP KINH TẾ QUỐC TẾ

Tác giả: Nguyễn Thị Kim Thanh

Nguồn: Tạp chí Ngân hàng số 19 + 20/2008

Chính sách tiền tệ (CSTT) là một công cụ quản lý kinh tế vĩ mô, trong thời gian qua, việc thực thi CSTT của Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã đóng góp tích cực cho sự ổn định thị trường tài chính, kiểm soát lạm phát và hỗ trợ cho tăng trưởng kinh tế. Đồng thời, CSTT cũng đã có những bước đổi mới nhất định phù hợp với quá trình hội nhập kinh tế quốc tế. Việc quốc tế hoá thương mại hàng hoá, đầu tư và dịch vụ khi nền kinh tế Việt Nam hội nhập đã tạo điều kiện cho Việt Nam khuyến khích các hoạt động sản xuất và tiếp thị trên toàn thế giới. Qua đó, tạo điều kiện thuận lợi cho sự phát triển của nền kinh tế, nâng cao vị thế Việt Nam trên trường quốc tế, thu hút đầu tư và chuyển giao công nghệ... Tuy nhiên, trong quá trình hội nhập này, nền kinh tế Việt Nam cũng phải đứng trước nhiều thách thức về môi trường pháp luật, công nghệ, năng suất, hiệu quả và khả năng cạnh tranh, tệ nạn xã hội... Đối với lĩnh vực tiền tệ ngân hàng, quá trình hội nhập gắn liền với quá trình tự do hoá thị trường tài chính, đem lại nhiều cơ hội, nhưng cũng không ít thách thức. Ngoài những thách thức mà các tổ chức tín dụng (TCTD) phải khắc phục trong việc cạnh tranh nắm giữ và mở rộng thị phần thì cũng đặt ra những thách thức lớn cho NHNN trong việc kiểm soát luồng vốn, điều tiết tiền tệ, lãi suất, tỷ giá... trước những tác động nhạy cảm của thị trường tài chính quốc tế, cũng như sự vận hành của cầu tiền ngày càng phức tạp hơn do tính ngày càng đa dạng trong hoạt động của thị trường tài chính trong nước.

Những thách thức của chính sách tiền tệ

Thực tế qua gần hai năm hội nhập cho thấy, CSTT phải đối mặt với 3 vấn đề lớn, đó là: (i) Kiểm soát tổng lượng tiền trong nền kinh tế, lãi suất và tỷ giá trước sức ép lạm phát gia tăng; (ii) ngăn chặn những bất ổn định về tiền tệ và kinh tế vĩ mô khi thực hiện tự do hoá các giao dịch vốn; (iii) ảnh hưởng của xu hướng thắt chặt hay nới lỏng CSTT của các quốc gia trên thế giới.

(i) Kiểm soát tổng lượng tiền trong nền kinh tế, lãi suất và tỷ giá

Trong một nền kinh tế đóng, các nhà lập chính sách có thể dễ dàng đưa ra những chính sách nhằm đạt được mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô, nhưng trong một nền kinh tế mở, hoạt động của nền kinh tế chịu tác động của môi trường kinh tế đối ngoại ngày càng nhiều. Đặc biệt, toàn cầu hoá đang trở thành xu hướng tất yếu của thời đại, quy mô của các giao dịch giữa một nền kinh tế với các nền kinh tế khác ngày càng mở rộng. Nhờ quá trình tự do hoá thương mại

và đầu tư do hội nhập kinh tế mang lại mà qui mô thương mại quốc tế của Việt Nam ngày càng gia tăng, từ mức 55.261 triệu USD tổng kim ngạch xuất nhập khẩu hàng hoá năm 2004 lên tới 111.243 triệu USD năm 2007 và 75.466 triệu USD 6 tháng đầu năm 2008. Bên cạnh đó là đầu tư trực tiếp, gián tiếp, chuyển tiền tư nhân ngày càng gia tăng, một lượng ngoại tệ lớn hiện đang có xu hướng gia tăng, Việt Nam ngày càng được tiếp cận nhiều nguồn vốn khác nhau để bù đắp cho thâm hụt cán cân vãng lai. Đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) tăng mạnh. Nhất là nguồn vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài tăng mạnh trong năm 2006, khoảng 1.300 triệu USD và hơn 6.240 triệu USD năm 2007. Chính vì vậy, cán cân thanh toán tổng thể chủ yếu bội thu qua các năm, tăng dự trữ ngoại tệ, giúp cho việc điều hành CSTT trong nền kinh tế đôla hoá của Việt Nam có phần thuận lợi hơn. Song nhìn chung, lượng ngoại tệ vào nhiều sẽ làm tăng sức ép lên giá VND và việc kiểm soát M2 của NHNN sẽ gặp khó khăn. Bởi trong cấu thành của M2 bao gồm cả tiền gửi ngoại tệ, nếu lượng ngoại tệ vào nhiều, đặc biệt là qua đường kiều hối sẽ làm tăng khối lượng tiền trong nền kinh tế ngoài tầm kiểm soát của NHNN.

- Theo lý thuyết cũng như trên thực tiễn, kết quả của cán cân thanh toán sẽ làm thay đổi tài sản Có ngoại tệ ròng (NFA), mà sự thay đổi tài sản Có ngoại tệ ròng sẽ làm thay đổi tổng phương tiện thanh toán. Số liệu những năm qua (bảng 1) cho thấy, tỷ trọng NFA trong tổng phương tiện thanh toán có xu hướng giảm dần từ mức trên 42% trong năm 2001 xuống 36% năm 2002 và 27,6% năm 2005, đến năm 2006 lại có xu hướng tăng đến 31,2% và giảm xuống còn 29,5% năm 2007. Tuy nhiên, mức độ tác động đến M2 rất thất thường, từ mức tác động 54% năm 2000 xuống 0% năm 2002, sau đó lại tăng lên 41,749% năm 2006 và lại giảm xuống 28,8% năm 2007. Như vậy, diễn biến cán cân thanh toán hay luồng ngoại tệ vào đã có tác động đến sự thay đổi NFA và do đó, làm biến động tổng phương tiện thanh toán rất không ổn định.

Bảng 1: Diễn biến tổng phương tiện thanh toán theo cơ cấu NFA và NDA

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
NFA/M2 (%)	42	36	32	27,11	27,65	31,20	29,5
Thay đổi NFA (Δ NFA)	22.391	-197	13.983	14.436	45.244	96.848	122.489
Δ NFA/ Δ M2 (%)	39	0	17	11,64	29,29	41,74	28,8
NDA/M2 (%)	58	64	68	72,89	72,33	68,79	70,5
Thay đổi NDA (Δ NDA)	34.512	49.563	69.091	109.535	109.220	135.172	303.082
Δ NDA/ Δ M2 (%)	61%	100	83	88,36	70,71	58,25	71,21
Thay đổi TPTTT (Δ M2)	56.899	49.370	83.074	123.971	154.457	232.020	425.571

Nguồn: NHNN và tính toán của tác giả

Bên cạnh những ảnh hưởng đến tổng phương tiện thanh toán và thay đổi vị thế cán cân thanh toán, dòng vốn đầu tư nước ngoài còn có tác động đến tỷ giá, lãi suất trên thị trường tiền tệ. Trong nền kinh tế đôla hoá như Việt Nam, mối quan hệ giữa tỷ giá, lãi suất đồng bản tệ và lãi suất đồng ngoại tệ trong nước có mối quan hệ rất chặt chẽ với nhau. Nếu không đảm bảo sự cân bằng về lợi tức giữa hai đồng tiền thông qua biến số tỷ giá, lãi suất thì sẽ gây ra sự dịch chuyển giữa đồng nội tệ và đồng ngoại tệ trên thị trường trong nước. Điều đó đặt ra cho thực thi CSTT ngày càng khó khăn hơn. Trong năm 2007 và 8 tháng đầu năm 2008, lượng ngoại tệ vào nhiều gây sức ép tăng giá VND, lạm phát gia tăng mạnh cùng với cơ chế tỷ giá chưa linh hoạt đã xuất hiện tình trạng “bộ ba bất khả thi”, đặt CSTT vào tình thế rất khó khăn trong điều hành. Thực tế này là một minh chứng cho thấy những với khuôn khổ CSTT hiện tại việc thực thi CSTT trong bối cảnh hội nhập là khó có hiệu quả mong muốn.

(ii) Ngăn chặn những bất ổn định về tiền tệ và kinh tế vĩ mô khi thực hiện tự do hoá các giao dịch vốn

Trong quá trình mở cửa thị trường tài chính, tự do hoá các giao dịch vốn là một xu thế tất yếu, thực chất của quá trình này là xoá bỏ các hạn chế trong việc chuyển dịch vốn (ra - vào Việt Nam) của các nhà đầu tư nước ngoài, nhất là các khoản đầu tư gián tiếp. Chính việc xoá bỏ các rào cản như vậy, theo kinh nghiệm của các nước, có thể xảy ra những bất ổn từ việc các nhà đầu tư nước ngoài rút vốn (hoặc đầu tư) đột ngột với qui mô lớn khi nền kinh tế xuất hiện những mất cân bằng vĩ mô, các chính sách quản lý vĩ mô thiếu nhất quán và hướng tới những mục tiêu mâu thuẫn nhau, nhất là chính sách tỷ giá và CSTT không tạo được lòng tin cho thị trường. Ngoài ra, tự do hoá dòng vốn còn có thể làm gia tăng việc đầu tư bất cẩn từ dòng vốn nước ngoài dẫn đến việc phân bổ nguồn lực không hiệu quả, có thể kèm theo tình trạng bất ổn giá tài sản và đầu tư quá nóng vào một số lĩnh vực của nền kinh tế làm giảm giá trị tài sản của hệ thống tài chính, qua đó mà tốc độ tăng trưởng kinh tế sẽ giảm thấp. Thực tế ở Việt Nam trong những tháng đầu năm 2008, nền kinh tế xuất hiện những dấu hiệu mất cân đối vĩ mô như lạm phát gia tăng, thâm hụt cán cân thương mại lớn, cùng với sự non trẻ của thị trường tài chính trước những thông tin thất thiệt trên thị trường, nên thị trường đã xuất hiện dấu hiệu rút vốn của một số nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường trái phiếu, hiện tượng đầu cơ ngoại tệ... đã gây ra những cú sốc tỷ giá trên thị trường ngoại hối. Nhờ chính sách đúng hướng của NHNN nên cú sốc chỉ trong thời gian ngắn đã được ngăn chặn và thị trường đi vào ổn định.

Về mặt nào đó, hiệu quả của CSTT sẽ được tăng cường để ngăn chặn nguy cơ bất ổn nếu tỷ giá hối đoái được định hướng theo nguyên tắc thị trường, theo đó các giao dịch của tài khoản vốn không ảnh hưởng trực tiếp tới các điều kiện tiền tệ. Trong trường hợp tự do hoá các giao dịch vốn, nếu vẫn

duy trì một chế độ tỷ giá cố định hoặc thiếu linh hoạt, NHNN sẽ không thể sử dụng CSTT để duy trì sự ổn định giá trong nước, vì khi đó, cung tiền phải mở rộng để ổn định tỷ giá khiến lạm phát trong nước có thể gia tăng. Từ đó, cân đối vĩ mô có thể bị phá vỡ.

Nhìn chung, việc lựa chọn một cơ chế tỷ giá có ảnh hưởng lớn đến môi trường di chuyển vốn của một quốc gia. Một cơ chế tỷ giá không được các chính sách kinh tế và khu vực tài chính cùng hỗ trợ sẽ dẫn đến các rủi ro liên quan đến dòng vốn đổ vào trong nước, cụ thể làm tăng giá trị đồng tiền trong nước, gây khó khăn cho điều hành CSTT, gây ảnh hưởng đối với sự ổn định kinh tế và tính cạnh tranh của hàng xuất khẩu. Một cơ chế tỷ giá được các nhà đầu tư quốc tế coi là không ổn định và thiếu độ tin cậy sẽ làm tăng thêm rủi ro đầu cơ tiền tệ và dòng vốn đổ ra nước ngoài lớn sẽ xảy ra bất ổn thị trường tài chính. Do vậy, một nền kinh tế muốn có lợi ích từ việc tiếp cận nguồn vốn nước ngoài qua tự do hoá các giao dịch vốn và giảm thiểu rủi ro liên quan, thì điều quan trọng nền kinh tế đó phải lựa chọn một cơ chế tỷ giá tin cậy, phù hợp với các chính sách tiền tệ, tài chính và chính sách kinh tế nói chung.

(iii) Ảnh hưởng của xu hướng thắt chặt hay nới lỏng chính sách tiền tệ của các quốc gia trên thế giới

Hội nhập kinh tế quốc tế thì tác động của các nền kinh tế bên ngoài đến nền kinh tế Việt Nam là khó tránh khỏi như các nước có nền kinh tế nhỏ, mở cửa. Một nghiên cứu của IMF về mức độ ảnh hưởng của các nền kinh tế lớn đến nước nhỏ (Hoa Kỳ và các nước Nam Mỹ). Kết quả mô hình cho thấy, cái giá phải trả của sự chậm trễ trong việc thi hành CSTT của các nước nhỏ khi điều kiện bên ngoài thay đổi (lạm phát của các nước phát triển gia tăng) là kỳ vọng lạm phát tăng cao, tỷ giá ngoại tệ xuống thấp hơn, làm cho lạm phát chung tăng cao. Mô hình cũng chỉ ra trong trường hợp các phản ứng chậm hơn 3 tháng sẽ làm cho lãi suất phải tăng cao hơn để đưa lạm phát trở về vị trí ban đầu. Sự chậm trễ trong thay đổi chính sách cũng làm cho lòng tin bị phá vỡ nhiều hơn và kinh tế bị thiệt hại nhiều hơn. Thời gian đúng để phản ứng cũng như cường độ phản ứng phụ thuộc vào mỗi nước, trong đó, phụ thuộc vào thành công của CSTT được thực hiện trước đó, trạng thái của cán cân thanh toán, trạng thái phụ thuộc tài chính quốc tế. Đối với các nước có kỳ vọng lạm phát dài hạn được phản ánh tốt, lòng tin vào CSTT đúng đắn của nhân dân, ảnh hưởng lên tỷ giá không lớn và lãi suất có thể phải tăng không quá mức ở tại Hoa Kỳ. Trong trường hợp CSTT chưa có “tiền sử” dài và tốt, phụ thuộc nhiều vào tài chính quốc tế, đòi hỏi phải tăng lãi suất một cách đáng kể để ngăn ngừa tụt giá đồng tiền, phá vỡ lòng tin, cũng như các hiệu ứng vòng hai của lạm phát.

Kết luận trên của kết quả nghiên cứu giữa nền kinh tế Mỹ và các nước Nam Mỹ, cũng chính là một bức tranh và là bài học của nền kinh tế Việt Nam trong hội nhập kinh tế mà CSTT phải đối mặt.

Thực tế điều hành CSTT hiện nay của NHNN cho thấy, năng lực điều hành CSTT và lãi suất của NHNN còn hạn chế, qui mô và hiệu quả của các công cụ gián tiếp của CSTT còn hạn chế (tổng giao dịch của các công cụ tái cấp vốn gián tiếp còn thấp xa so với tổng khối lượng tiền tệ, hoạt động của thị trường liên ngân hàng chưa phát triển, chưa thực sự trở thành công cụ hữu hiệu trong việc trao đổi, hỗ trợ lẫn nhau giữa các TCTD...). CSTT hiện nay của NHNN hiện còn phải theo đuổi nhiều mục tiêu, không chỉ theo đuổi mục tiêu ổn định tiền tệ, kiềm chế sự gia tăng về giá cả và lạm phát mà còn phục vụ và theo đuổi mục tiêu tăng trưởng kinh tế ngắn hạn của Chính phủ. Cơ chế lãi suất của NHNN tuy đã ngày càng được hoàn thiện, chuyển dần sang cơ chế lãi suất cơ bản nhưng chưa thực sự theo sát và phản ánh cung cầu thị trường, chưa hình thành lãi suất chủ đạo để thông qua đó, NHNN có khả năng tác động và định hướng lãi suất thị trường... Những hạn chế này đặt ra thách thức rất lớn cho NHNN trong điều hành CSTT trong bối cảnh hội nhập, mở cửa thị trường tài chính với 3 vấn đề lớn phải đối mặt nêu trên.

Thực trạng trên đặt ra những đòi hỏi cấp thiết đối với NHNN trong việc đổi mới mạnh mẽ khuôn khổ và trong điều hành CSTT. Kinh nghiệm của một số nước cho thấy để đạt được một CSTT hiệu quả trong điều kiện hội nhập, cần phải lựa chọn thực thi một khuôn khổ CSTT dựa trên cơ sở thị trường, theo đó NHNN cần:

(1) Phải từng bước thiết lập những điều kiện cần thiết để chuyển điều hành CSTT đa mục tiêu thành CSTT theo đuổi một mục tiêu duy nhất là ổn định giá cả; xác định rõ cơ chế truyền tải CSTT trong từng giai đoạn phát triển.

(2) Chuyển điều tiết khối lượng sang điều tiết giá cả, đồng thời xây dựng những điều cần thiết để thực thi khuôn khổ CSTT “lạm phát mục tiêu” và tiến tới thực hiện khuôn khổ CSTT lạm phát mục tiêu khi các điều kiện cho phép.

(3) Từng bước thực hiện tự do hoá tỷ giá với những lộ trình phù hợp với mức độ phát triển của thị trường ngoại hối, mức độ tự do hoá thị trường tài chính và khuôn khổ CSTT lựa chọn. Tự do hoá tỷ giá là một trong những điều kiện quan trọng để đảm bảo khuôn khổ CSTT lạm phát mục tiêu thực thi có hiệu quả.

(4) Một chiến lược “kiềng ba chân” cần được áp dụng để tạo thuận lợi cho quá trình này đó là: nâng cao tính minh bạch; phát triển hệ thống thanh toán; thúc đẩy việc hoàn thiện khuôn khổ pháp lý và các qui định về an toàn.

Giải pháp cụ thể cho vấn đề này

Một là, NHNN cần xác định rõ các mục tiêu và khuôn khổ điều hành CSTT cho phù hợp với từng giai đoạn phát triển. Với thực trạng hiện nay, thị trường tiền tệ đang trong quá trình phát triển, một số hoạt động tiền tệ còn ngoài tầm kiểm soát của NHNN. Vì vậy, NHNN cần tăng cường hơn nữa năng lực kiểm soát tiền tệ theo thông lệ quốc tế và vẫn thực hiện khuôn khổ điều hành CSTT hiện nay là đa mục tiêu, tập trung kiểm soát khối lượng tiền trong nền kinh tế, tập trung các nguồn ngoại tệ vào hệ thống ngân hàng, thực hiện khuôn khổ chính sách tiền tệ kiểm soát khối lượng. Đồng thời, ngay từ bây giờ, xây dựng các điều kiện cần thiết để đến năm 2012, thực hiện khuôn khổ CSTT kiểm soát lãi suất, theo đó, hệ thống mục tiêu CSTT điều tiết bằng lãi suất, tức là phải tạo dựng được hệ thống lãi suất chủ đạo và mục tiêu trung gian là lãi suất thị trường. Từ sau năm 2015, khi thị trường tiền tệ phát triển và xu thế tự do hoá tài chính gia tăng mạnh mẽ, NHNN cần chuyển sang thực hiện khuôn khổ CSTT theo mục tiêu lạm phát để nâng cao hiệu quả, tính minh bạch trong điều hành CSTT, đáp ứng yêu cầu hội nhập. Trước khi chuyển sang khuôn khổ CSTT mục tiêu lạm phát, NHNN cần tiến hành đánh giá những điều kiện tiên quyết để áp dụng thành công CSTT mục tiêu lạm phát.

Hai là, nâng cao năng lực điều hành CSTT của NHNN. Điều hành CSTT vừa là nghệ thuật vừa là khoa học, do vậy, đòi hỏi những nhà hoạch định và thực thi CSTT phải có kiến thức và kỹ năng nhất định. Chính vì vậy, để nâng cao năng lực điều hành CSTT của NHNN, trước hết, cần phải tăng cường đào tạo và đào tạo lại cán bộ các kiến thức kinh tế vĩ mô cơ bản của nền kinh tế thị trường; trích lập quỹ đào tạo cán bộ ở lĩnh vực phân tích dự báo các chỉ số kinh tế vĩ mô có trình độ thạc sỹ, tiến sỹ tại nước ngoài; xây dựng chính sách thu hút nhân tài có trình độ thạc sỹ, tiến sỹ được đào tạo ở nước ngoài vào các lĩnh vực đòi hỏi kỹ năng cao trong quá trình hoạch định và thực thi CSTT. Mặt khác, NHNN phải chốt được kỳ vọng lạm phát của thị trường trên cơ sở tăng cường tính minh bạch về các cơ chế chính sách, thông tin rõ ràng về các định hướng chính sách đối với thị trường; đồng thời NHNN phải nâng cao tính tự chịu trách nhiệm về các quyết sách của mình, theo đó, NHNN cần xây dựng quy định về trách nhiệm của NHNN trong điều hành CSTT, đảm bảo công khai, minh bạch các thông tin về điều hành CSTT; quy định về hình thức, cơ chế công bố thông tin về lạm phát để tăng cường sự hiểu biết của công chúng về lạm phát, tăng cường tính minh bạch và trách nhiệm của NHNN trong điều hành CSTT.

Ba là, xây dựng cơ chế truyền tải CSTT qua các kênh, xác định mức độ tác động của chính sách tiền tệ qua các kênh và lựa chọn kênh có tác động nhạy cảm nhất để điều hành CSTT theo khuôn khổ phù hợp. Đây là vấn đề

quan trọng đảm bảo cho NHNN chủ động thực thi CSTT và thực hiện nguyên tắc “hướng về tương lai” (looking forward) trong điều hành CSTT.

- Phát triển thị trường tiền tệ là giải pháp có tính quyết định trong việc hoàn thiện cơ chế tác động của chính sách tiền tệ: Thị trường tiền tệ có vai trò cực kỳ quan trọng trong việc truyền tải các tác động CSTT đến nền kinh tế, được xem như là cơ sở hạ tầng cho luân chuyển tiền tệ, cơ sở hạ tầng tốt thì luân chuyển tiền tệ mới thông suốt và ít rủi ro. Những diễn biến của thị trường tiền tệ trong thời gian qua đã bộc lộ rõ những bất cập trong quá trình phát triển của thị trường, qua đó, ảnh hưởng trực tiếp đến cơ chế tác động và hiệu quả điều hành CSTT của NHNN. Đã có nhiều nghiên cứu đưa ra giải pháp đã và đang thực hiện nhằm phát triển thị trường tiền tệ, như hoàn thiện môi trường pháp lý, tăng khả năng giám sát thị trường, tạo sân chơi bình đẳng... Nhưng vấn đề cốt lõi để phát triển cơ sở hạ tầng này là củng cố các thành viên thị trường. Ngoài việc nâng cao năng lực tài chính, quản trị rủi ro của các trung gian tài chính, cần nâng cao nhận thức và khả năng phân tích thông tin thị trường của các thành viên thị trường để họ có những phản ứng phù hợp với xu hướng thắt chặt hay nới lỏng CSTT của NHNN; trong phát triển thị trường tiền tệ, chú trọng phát triển thị trường liên ngân hàng (nội, ngoại tệ), thị trường thứ cấp cho các giấy tờ có giá. Để phát triển thị trường liên ngân hàng, trước hết NHNN cần tăng tính chủ động trong chỉ đạo, tạo tính thanh khoản tốt cho thị trường liên ngân hàng và nhất quán trong điều hành CSTT. Điều này trước hết tạo tâm lý tốt cho các trung gian tài chính, mà chủ yếu là các NHTM không phải để dự trữ thanh khoản nhiều, nhất là trong những thời điểm nhu cầu rút tiền lớn. Với mức dự trữ thanh khoản phù hợp với nhu cầu rút tiền hàng ngày của nền kinh tế, thì những tác động về cung tiền và lãi suất của NHNN mới làm cho các trung gian tài chính phản ứng nhanh trước những thay đổi đó. Bên cạnh đó, NHNN cũng cần hình thành cơ chế điều hành lãi suất, cùng với nghiệp vụ thị trường mở theo hướng khuyến khích các ngân hàng thương mại (NHTM) vay mượn lẫn nhau trên thị trường trước khi tiếp cận nguồn vốn NHNN; phát triển hệ thống thanh toán liên ngân hàng, để đảm bảo hàng ngày NHNN xác định được chính xác lượng vốn thừa thiếu để có sự kết nối giữa nơi thừa vốn với nơi thiếu vốn trước khi quyết định can thiệp thị trường.

- Tổ chức nghiên cứu xác định cơ chế tác động của CSTT qua các kênh và tập trung nghiên cứu tác động của kênh lãi suất, vì theo xu hướng và những nhân tố tác động trong điều kiện hội nhập thì kênh lãi suất sẽ ngày càng phát triển và nhạy cảm hơn các kênh khác.

Việc nghiên cứu, tìm hiểu cơ chế tác động của cung tiền, lãi suất chỉ đạo đến thị trường tiền tệ, đến tăng trưởng và lạm phát trong điều kiện thị trường tiền tệ còn non yếu là vấn đề rất cần thiết. Như trên đã đề cập, từ nay đến

2012, mô hình CSTT cần hướng tới là xây dựng hệ thống mục tiêu điều hành bằng lãi suất. Do vậy trước hết cần phải:

Nghiên cứu để có thể có được hệ thống lãi suất chủ đạo (lãi suất định hướng thị trường), cụ thể là nghiên cứu xây dựng đường cong lãi suất chuẩn cho thị trường tiền tệ; phối hợp với Bộ Tài chính để xây dựng đường cong lãi suất chuẩn cho thị trường trái phiếu Chính phủ - một cơ sở quan trọng cho xây dựng đường cong lãi suất chuẩn của thị trường tiền tệ;

Thành lập nhóm nghiên cứu định tính cũng như định lượng. Trong nghiên cứu, cần phối hợp các hai phương pháp tiếp cận là tiếp cận vĩ mô và tiếp cận vi mô.

* Đối với phương pháp tiếp cận vĩ mô: Trước hết là tiếp cận, sử dụng các mô hình đơn giản để xem xét các nhân tố tác động trong các khu vực của nền kinh tế, sau đó tổng hợp hình thành cơ chế tác động của CSTT. Cụ thể nên hình thành các mô hình đánh giá tác động của các nhân tố trong từng lĩnh vực của nền kinh tế. Trên cơ sở kết quả của các mô hình đơn xây dựng mô hình tổng hợp, từ đó hình thành mô hình về cơ chế tác động của CSTT. Đó là hình thành các mô hình đánh giá tác động về mối quan hệ của khu vực phi tài chính: Các mối quan hệ về đầu tư; mối quan hệ về tiêu dùng; mối quan hệ về xuất, nhập khẩu; mối quan hệ trong khu vực Chính phủ; mối quan hệ của khu vực nước ngoài; mối quan hệ trong khu vực tiền tệ.

Trên cơ sở đánh giá, phân tích các mối quan hệ trên, hình thành cơ chế tác động của CSTT đến mục tiêu lạm phát.

* Đối với phương pháp tiếp cận vi mô: Cần tiến hành những cuộc khảo sát về phản ứng của các thành viên thị trường (bao gồm cả dân chúng và các doanh nghiệp) trước những thay đổi chính sách của cơ quan quản lý nhà nước, nhất là trong lĩnh vực tiền tệ là cơ sở quan trọng để nhận định về cơ chế tác động của CSTT đến thị trường. Chẳng hạn tiến hành các cuộc khảo tìm hiểu xem các yếu tố nào là tác động chính đến các NHTM để mở rộng hay thu hẹp tín dụng. Việc tiến hành khảo sát phải được thực hiện định kỳ. Nội dung khảo sát hướng vào những tình hình mà qua hệ thống thông tin thống kê thường xuyên không nắm bắt được.

Bốn là, hoàn thiện hệ thống thông tin nhằm hỗ trợ cho công tác phân tích dự báo theo mô hình kinh tế lượng và phân tích định lượng.

Hiện nay, vấn đề nắm bắt thông tin thị trường còn rất nhiều bất cập, các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô phân tổ chưa đồng nhất giữa các năm; Tổng cục Thống kê đang trong quá trình hoàn thiện việc phân tổ các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô phù hợp với thông lệ quốc tế. Nhiều chỉ tiêu hiện chưa có để phục vụ cho việc điều hành các chính sách CSTT, chẳng hạn chưa có chỉ số về lạm phát cơ bản, chỉ

số giá loại bỏ tác động của thuế, giá dầu... Các số liệu về hoạt động khu vực Chính phủ, tình trạng công ăn việc làm, mức độ cập nhật chậm... Do vậy, để có cơ sở dữ liệu phân tích xác định cơ chế truyền CSTT, việc hoàn thiện hệ thống thông tin thị trường của quốc gia là rất cần thiết nhằm thiết lập một hệ thống thông tin kết nối giữa các Bộ, ngành. Tổng cục Thống kê phải trở thành kho dữ liệu Quốc gia và các Bộ, ngành được kết nối với kho dữ liệu này. Riêng NHNN và Bộ Tài chính cần tạo dựng mối quan hệ thường xuyên và mật thiết hơn trong việc trao đổi thông tin, tạo sự phối hợp đồng bộ giữa điều hành CSTT với điều hành chính sách tài khoá.

Đối với hệ thống thông tin nội bộ của ngành Ngân hàng, trong năm 2005, đã có bước chuyển biến căn bản để hình thành kho dữ liệu của NHNN. Tuy nhiên, hệ thống công nghệ tin học phục vụ cho công tác thống kê còn nhiều hạn chế, chưa đáp ứng kịp yêu cầu đổi mới trong công tác thống kê. Thêm vào đó, hiện nay, NHNN mới áp dụng một phương pháp thống kê duy nhất là yêu cầu báo cáo, thiếu phương pháp thống kê qua khảo sát. Mặt khác, mẫu thống kê cũng chưa đồng nhất giữa các năm nên cũng còn hạn chế nhiều trong việc cung cấp đầy đủ thông tin cho việc phân tích và dự báo cũng như xác định cơ chế truyền tải. Vì vậy, cần tiếp tục hoàn thiện hệ thống thống kê của ngành Ngân hàng, đặc biệt là cần đẩy nhanh áp dụng công nghệ tin học vào hệ thống ngân hàng.

Năm là, tạo lập các điều kiện thuận lợi cho thực thi CSTT: Đây là những giải pháp cần thiết đảm bảo cho việc thực thi CSTT với một môi trường pháp lý phù hợp với thực tế của thị trường và một môi trường kinh tế vĩ mô ổn định. Cụ thể là:

- Hoàn thiện cơ sở pháp lý cho hoạt động ngân hàng và thực thi CSTT

- + Sửa đổi Luật NHNN và Luật các TCTD: Hiện nay, cơ sở pháp lý còn có nhiều bất cập cho hoạt động ngân hàng nói chung và thực thi CSTT nói riêng, trên thực tế, NHNN đang trong quá trình sửa đổi hai luật trên theo hướng tạo cho NHNN cơ sở pháp lý để đổi mới hoạt động thành một Ngân hàng Trung ương (NHTU) hiện đại. Nhiều vấn đề cần phải sửa đổi cho phù hợp với yêu cầu phát triển ngành Ngân hàng được đặt ra, như đổi mới cơ cấu tổ chức, chức năng thanh tra, giám sát,... Tuy nhiên, vấn đề liên quan trực tiếp đến thực thi CSTT thì Luật phải khẳng định được một vị trí độc lập nhất định của NHNN trong hoạt động của mình. Đây là vấn đề quan trọng để đảm bảo tính hiệu quả trong thực thi CSTT, hiện đang được tranh luận, chưa ngã ngũ, đó là qui định mức độ độc lập của NHNN như thế nào cho phù hợp với thể chế kinh tế, chính trị, lịch sử văn hoá của Việt Nam.

Thực tế, NHTU' các nước trên thế giới hiện nay đều có sự độc lập nhất định trong hoạt động ở 3 lĩnh vực: điều hành CSTT, giám sát các TCTD và quản trị điều hành nội bộ, tuy nhiên, mức độ độc lập là không giống nhau.

Độc lập về điều hành CSTT, theo tổng kết của IMF, sự độc lập của NHTU' trong thực thi CSTT 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”: NHTU' có trách nhiệm quyết định chính sách tiền tệ và chế độ tỷ giá nếu như nó không được thả nổi (Ví dụ như Hệ thống dự trữ liên bang Mỹ - FED được lựa chọn mục tiêu hoạt động trong số các mục tiêu có thể xung đột với nhau là toàn dụng nhân công và ổn định giá cả); (2) Mức độ độc lập thứ 2 là “Độc lập trong việc xây dựng chỉ tiêu hoạt động”: NHTU' được trao trách nhiệm quyết định CSTT và chế độ tỷ giá nhưng khác với kiểu độc lập về mục tiêu. Điều này cần được quy định rõ ràng trong luật. Ví dụ, Điều lệ tổ chức và hoạt động của ECB quy định mục tiêu là ổn định giá cả, và ECB được quyết định chỉ tiêu hoạt động; (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 CSTT, có sự bàn bạc, thoả thuận với NHTU'. NHTU' 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 NHNN Việt Nam hiện nay đang ở mức độ độc lập thấp nhất. Theo Luật NHNN hiện nay, NHNN 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 mục tiêu, theo Điều 1 Luật NHNN, NHNN thực hiện nhiều mục tiêu xung đột lẫn nhau như ổn định giá trị đồng tiền, thúc đẩy phát triển kinh tế - xã hội theo định hướng xã hội chủ nghĩa; về xây dựng chỉ tiêu hoạt động thì Quốc hội quyết định và giám sát việc thực hiện CSTT quốc gia, mức lạm phát dự kiến hàng năm trong mối tương quan với cân đối ngân sách nhà nước (NSNN) và mức tăng trưởng kinh tế (Điều 3 Luật NHNN). Chính phủ xây dựng dự án CSTT quốc gia, mức lạm phát dự kiến hàng năm trình Quốc hội quyết định (Điều 3 Luật NHNN); về việc tự chủ trong lựa chọn công cụ điều hành, Chính phủ tổ chức thực hiện CSTT quốc gia; quyết định lượng tiền cung ứng bổ sung cho lưu thông hàng năm, mục đích sử dụng số tiền này và định kỳ báo cáo Ủy ban thường vụ Quốc hội, quyết định chính sách cụ thể và các giải pháp thực hiện (Điều 3 Luật NHNN); NHNN xây dựng dự án chính sách tiền tệ quốc gia để Chính phủ xem xét trình Quốc hội quyết định và tổ chức thực hiện chính sách này (Điều 5 Luật NHNN); NHNN cấp, thu hồi giấy phép thành lập và hoạt động của các TCTD, trừ trường hợp do Thủ tướng Chính phủ quyết định (Điều 5 Luật NHNN); việc trả lãi đối với tiền gửi dự trữ

bắt buộc của từng loại hình TCTD, từng loại tiền gửi trong từng thời kỳ do Chính phủ quy định (Điều 20, Luật NHNN); trong trường hợp đặc biệt, khi được Thủ tướng Chính phủ chấp thuận, NHNN cho vay đối với các TCTD tạm thời mất khả năng chi trả, có nguy cơ gây mất an toàn cho hệ thống các TCTD (Điều 30 Luật NHNN); NHNN tạm ứng cho NSNN 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 Thủ tướng Chính phủ quyết định (Điều 32) ; NHNN tổ chức thực hiện việc in, đúc, bán ở trong nước và ngoài nước các loại tiền mẫu, tiền lưu niệm được thiết kế phục vụ cho mục đích sưu tầm hoặc mục đích khác theo quy định của Chính phủ (Điều 27 Luật NHNN); Chính phủ ban hành quy chế nghiệp vụ phát hành tiền bao gồm các quy định về việc in, đúc, bảo quản, vận chuyển, phát hành, thu hồi, thay thế, tiêu huỷ tiền và chi phí cho các hoạt động nghiệp vụ phát hành tiền. Bộ Tài chính kiểm tra việc thực hiện quy chế nghiệp vụ phát hành tiền; Bộ Tài chính, Bộ Nội Vụ giám sát quá trình in đúc, tiêu huỷ tiền (Điều 28 Luật NHNN); Bộ Tài chính kiểm tra việc quản lý Dự trữ ngoại hối Nhà nước do NHNN thực hiện theo quy định của Chính phủ (Điều 38); tổ chức, nhiệm vụ, quyền hạn cụ thể của Thanh tra ngân hàng do Chính phủ quy định (Điều 50).

Các quy định trên cho thấy, NHNNVN tính độc lập trong hoạt động còn rất thấp, nhất là trong việc xây dựng và thực thi chính sách tiền tệ. Điều này có ảnh hưởng nhất định đến việc nâng cao năng lực hoạt động của NHNN với vai trò là một NHTU 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 NHNN hiện tại để có thể nâng cao hơn nữa vị thế độc lập của NHNN.

Với thực tế hiện nay, NHNN là một cơ quan của Chính phủ và chức năng nhiệm vụ của các Bộ, Ngành đã qui định, thì mức độ độc lập trong thực thi CSTT nên ở mức tự chủ trong việc lựa chọn công cụ điều hành là phù hợp hơn cả. Tại Quyết định 112 của Thủ tướng Chính phủ phê duyệt đề án phát triển ngành Ngân hàng Việt Nam đến 2020 cũng đã ghi rõ “... Ngân hàng Nhà nước độc lập, tự chủ trong việc xây dựng, điều hành chính sách tiền tệ, lãi suất và tỷ giá hối đoái”.

Ở mức độ tự chủ này, NHNN có đủ thẩm quyền để quyết định cung tiền, lãi suất, lựa chọn các công cụ CSTT một cách tốt nhất sao cho đạt được các tiêu chí về CSTT, cơ chế tỷ giá và lạm phát được Chính phủ hoặc Quốc hội giao trên cơ sở ý kiến đề trình của NHNN. Sở dĩ phải giao cho NHNN thẩm quyền quyết định cung tiền, lựa chọn các công cụ CSTT trong điều hành là vì, xuất phát từ một thực tế là các thông tin kinh tế có tác động đến tiền tệ và các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô thu thập được, nói chung là không có sự hoàn hảo và những đặc tính kỹ thuật của thị trường tài chính là rất phức tạp, đòi hỏi cơ

quan quản lý phải có tính linh hoạt, mềm dẻo trong cách tiếp cận, quyết định nhanh trước những thay đổi của thị trường. Điều này càng có sức thuyết phục hơn khi mà các NHTU đang nhanh chóng tiến tới sử dụng các công cụ gián tiếp để đạt tới các mục tiêu chính sách tiền tệ của họ. Hình thức tự chủ này cũng đòi hỏi NHNN phải có một sự hiểu biết sâu sắc về sự vận hành của các thị trường tài chính và các công cụ quản lý vốn khả dụng của hệ thống ngân hàng, năng lực phân tích và dự báo.

Ngoài ra, hình thức tự chủ này còn cho phép có sự phối hợp hài hoà giữa chính sách tiền tệ với các mục tiêu của chính sách kinh tế tổng thể của một nước trong một giai đoạn nhất định, thường từ 3 tới 5 năm. Đồng thời, nâng cao tính trách nhiệm của NHNN trong việc giải trình đầy đủ những hành động của mình về chính sách tiền tệ trước Quốc hội và Chính phủ, tính công khai minh bạch đầy đủ về hoạt động của NHNN. Nhưng mặt khác, nó cũng hạn chế sự can thiệp của các nhà chính trị đến các quyết sách của NHNN...

- Tiếp tục hoàn thiện khung pháp lý để thị trường tài chính vận hành thông suốt, tạo môi trường thuận lợi để các giao dịch trên thị trường phải tuân thủ các nguyên tắc thị trường, hạn chế sự can thiệp của Nhà nước.

Hệ thống pháp luật có một vai trò quan trọng đối với sự vận hành và phát triển của thị trường tài chính. Hệ thống pháp luật này bao gồm luật và các văn bản dưới luật. Tuy nhiên, khuôn khổ pháp lý hiện nay còn có những bất cập, thiếu đồng bộ làm cản trở sự phát triển của thị trường. Hầu hết luật pháp về tài chính trong thời gian qua đều mang tính qui chế, dưới dạng nghị định và các qui chế thấp hơn (gần đây đã có sự thay đổi như Luật Chứng khoán, Pháp lệnh Ngoại hối đã được ban hành thay thế nghị định). Các qui định được phép và không được phép của các thành viên tham gia thị trường chưa rõ ràng; các qui định điều tiết các công cụ tài chính còn chưa đầy đủ, nhất là các công cụ phái sinh; các qui định điều tiết các định chế tài chính chi phối việc thành lập, cơ cấu tổ chức và hoạt động của các định chế tài chính, ngoài ra, chúng còn bị chi phối, lấn át bởi Chính phủ (như việc bổ nhiệm các chức danh do cơ quan quản lý của Chính phủ quyết định), trong một số các hoạt động cung cấp dịch vụ và các công cụ phái sinh, còn phải xin phép... Chẳng hạn, việc qui định tại Điều 476 Bộ Luật dân sự về lãi suất của hợp đồng vay tài sản qui định “Lãi suất do các bên thoả thuận nhưng không vượt quá 150% của lãi suất cơ bản do NHNN công bố đối với loại vay tương ứng; trong trường hợp các bên có thoả thuận nhưng không xác định rõ lãi suất hoặc có tranh chấp về lãi suất thì áp dụng lãi suất cơ bản do NHNN công bố tương ứng với thời hạn vay tại thời điểm trả nợ”. Điều này đã cản trở việc hình thành lãi suất theo nguyên tắc thị trường của các TCTD, làm méo mó sự phân bổ nguồn vốn và lãi suất khó có thể làm hàn thị biểu đo mức độ cung cầu vốn trên thị trường để NHNN thực thi CSTT hiệu quả. Trong những tháng đầu năm 2008, thị trường tiền tệ có những bất

ổn, việc quay lại qui định trần lãi suất cho vay dựa trên qui định của Bộ Luật dân sự sau gần 7 năm thực hiện tự do hoá lãi suất là cần thiết trong bối cảnh các công cụ CSTT còn hạn chế trong điều tiết tiền tệ. Tuy nhiên, việc này không thể kéo dài trong điều kiện thị trường tài chính đang từng bước tự do hoá, điều đó sẽ cản trở sự phát triển của các định chế tài chính và việc thực thi CSTT khó có thể dựa trên nguyên tắc thị trường. Vì vậy, Quốc hội cần xem xét sửa đổi qui định này không áp dụng cho các TCTD trong hoạt động của mình cho phù hợp với xu hướng tự do hoá thị trường tài chính, đảm bảo cho kênh truyền tải CSTT không bị méo mó.

Một thị trường tài chính hình thành và phát triển nếu thiếu một khuôn khổ pháp lý cho hoạt động của thị trường thì sớm hay muộn thị trường đó sẽ vấp phải những trở ngại trên con đường phát triển. Chính vì vậy, phải có môi trường pháp lý qui định đảm bảo nguyên tắc vận hành của các loại thị trường trên cơ sở xác lập các quan hệ “thị trường” thực sự, tạo thuận lợi cho các chủ thể tham gia thị trường phát hành, mua bán có hiệu quả các loại chứng khoán, tài sản tài chính khác; hệ thống pháp luật giải quyết các tranh chấp hợp đồng, các qui định đảm bảo tính chắc chắn của hợp đồng giao dịch tài chính phải rõ ràng; các qui định về phá sản, cạnh tranh phải rõ ràng...; các trung gian tài chính phải được tự do theo đuổi những cơ hội kinh doanh vì mục đích đáp ứng nhu cầu của khách hàng, của nền kinh tế nói chung và tăng thu nhập, tăng khả năng cạnh tranh; tăng tính thanh khoản của thị trường, đảm bảo tính minh bạch của thị trường, hạn chế rủi ro.

- Cần đảm bảo sự phù hợp về mục tiêu và biện pháp của các chính sách vĩ mô:

Sự phù hợp về mục tiêu và giải pháp của các chính sách vĩ mô là điều kiện quan trọng để đảm bảo tính ổn định khi mở cửa thị trường tài chính. Điều kiện này xuất phát từ những nhân tố cốt yếu để có được hệ thống tài chính ổn định. Nhân tố cốt lõi đó là sự ổn định của nền kinh tế nói chung, mà sự ổn định này chỉ bền vững khi các mục tiêu và giải pháp của các chính sách kinh tế vĩ mô phải có tính đồng nhất, hỗ trợ nhau. Các bài nghiên cứu về các luồng luân chuyển vốn theo hướng tự do và ổn định hơn tại Diễn đàn Châu Á Thái Bình Dương (2000) cũng đã đưa ra kết luận rằng, tự do hoá khu vực tài chính và mở cửa tài khoản vốn chỉ có thể thành công khi được tiến hành sau hoặc đồng thời với việc thực thi những chính sách và biện pháp vĩ mô lành mạnh, nhất quán, đáng tin cậy để tăng cường hệ thống tài chính và thúc đẩy kiểm soát rủi ro một cách hiệu quả trong nền kinh tế.

Nhất là các chính sách tiền tệ, tài khoá và tỷ giá hối đoái cần phải được xây dựng đồng bộ và hỗ trợ lẫn nhau, đảm bảo các mục tiêu rõ ràng, nhất quán và khả thi. Đồng thời, các chính sách cần được hoạch định trong cơ chế minh

bạch hoá và ràng buộc trách nhiệm, nhằm tăng cường khả năng hoạch định và thực thi chính sách kinh tế, tài chính có chất lượng, giảm thiểu nguy cơ thông qua các quyết định đầu tư với những thông tin đầu vào thiếu chính xác. Chính sách tài khoá với mức thâm hụt ngân sách gia tăng có thể làm giảm uy tín của chính sách tỷ giá hối đoái cố định hay quản lý chặt chẽ, do sự thâm hụt ngân sách lớn gây sức ép nói lỏng CSTT (lãi suất giảm), điều này có thể kích thích vốn chảy ra nước ngoài... Do vậy, sự nhất quán giữa các chính sách kinh tế vĩ mô là rất cần thiết, là điều kiện quan trọng cho quá trình tự do hoá thị trường tài chính.

- Phải có cơ chế giám sát và quản lý thận trọng hoạt động của các ngân hàng

Một hệ thống các qui định quản lý, giám sát thận trọng hoạt động các ngân hàng có vai trò quan trọng trong việc đảm bảo sự ổn định hệ thống tài chính. Tính chất của cơ chế giám sát ngân hàng sẽ phụ thuộc vào đặc điểm của từng quốc gia thông qua rất nhiều yếu tố, bao gồm trình độ phát triển kinh tế, đặc điểm và khuôn khổ pháp lý, cấu trúc và cơ cấu tổ chức của hệ thống tài chính, và mức độ vận dụng các qui luật thị trường để hỗ trợ cho hoạt động quản lý rủi ro của các NHTM.

Đối với Việt Nam các cơ quan quản lý, ngoài việc phải xây dựng một môi trường pháp lý hiệu quả, có hiệu lực đảm bảo cho các NHTM cạnh tranh bình đẳng và thực hiện tái cơ cấu các NHTM nhà nước và NHTM cổ phần, thì NHNN với tư cách là một cơ quan quản lý các hoạt động tiền tệ, tín dụng cần đảm bảo quản lý khu vực ngân hàng tránh không để các ngân hàng chấp nhận nhiều rủi ro đến mức thành rủi ro hệ thống. Cạnh tranh trong lĩnh vực ngân hàng sẽ ngày càng gia tăng khi khả năng tạo cạnh tranh được cải thiện, khi các luồng vốn qua biên giới gia tăng và các ngân hàng có thêm vốn mới để hỗ trợ tăng hoạt động cho vay. Điều này đang diễn ra rất rõ nét đối với các ngân hàng Việt Nam hiện nay. Vì vậy, phải có những cải cách mạnh mẽ công tác giám sát hoạt động của các TCTD phù hợp với trình độ phát triển kinh tế, cơ cấu của hệ thống tài chính của Việt Nam và mức độ vận dụng các qui luật thị trường để hỗ trợ cho hoạt động quản lý rủi ro trong các ngân hàng.

Trong thời gian qua, cơ chế giám sát rủi ro của NHNN đối với các hoạt động của các ngân hàng đã có nhiều đổi mới, như đưa ra các qui định về an toàn hoạt động ngân hàng phù hợp hơn với thông lệ quốc tế, phương pháp giám sát dựa trên cơ sở hệ thống chỉ tiêu giám sát CAMELS được xây dựng để bước đầu thiết lập hệ thống thông tin báo cáo phục vụ giám sát từ xa... Tuy nhiên, cơ chế giám sát hoạt động ngân hàng của NHNN còn nhiều hạn chế về tính giám sát toàn diện các rủi ro trong hoạt động ngân hàng, về tính độc lập tương đối, về phương pháp tổ chức thanh tra giám sát và năng lực của thanh

tra viên. Do vậy, việc giám sát toàn bộ thị trường tiền tệ, phát hiện cảnh báo sớm, ngăn chặn, phòng ngừa rủi ro trong hoạt động ngân hàng của NHNN còn yếu. Vì vậy, vấn đề cải cách cơ chế giám sát hoạt động của các NHTM trong bối cảnh hội nhập là rất cần thiết. NHNN cần có các chính sách giám sát đối với các rủi ro thị trường, rủi ro lãi suất, rủi ro tín dụng, rủi ro hoạt động, chính sách về duy trì trạng thái ngoại hối, duy trì các tài sản có tính thanh khoản, chính sách quản lý về dịch vụ ngân hàng điện tử. Trong các chính sách này phải qui định rõ quyền hạn và trách nhiệm của ban điều hành, qui định qui trình quản lý rủi ro, hướng dẫn đánh giá, kiểm soát và giám sát rủi ro. Bên cạnh đó, NHNN phải có các qui định về các công cụ tài chính phái sinh, như giao dịch phái sinh ngoại hối, lãi suất, hàng hoá, hoán đổi cổ phiếu và trái phiếu.

- Phát triển thị trường vốn và tạo sự gắn kết giữa thị trường tiền tệ với thị trường chứng khoán (TTCK)

Sự vận hành tốt của thị trường vốn sẽ giúp người đầu tư đa dạng hoá các khoản đầu tư và từ đó loại bỏ các rủi ro không đáng có. Khi đó, ngoài hệ thống ngân hàng đóng vai trò trung gian trong huy động và cho vay, các thị trường cổ phiếu, trái phiếu có thể chuyển vốn một cách hữu hiệu từ các nhà đầu tư đến các doanh nghiệp thông qua phát hành và kinh doanh chứng khoán. Đồng thời, thị trường tiền tệ chỉ có thể định giá được hữu hiệu nếu thị trường vốn vận hành tốt và thuận lợi cho các chứng khoán không chứa đựng rủi ro. Cụ thể là thị trường trái phiếu chính phủ được hình thành vững chắc và có tính thanh khoản cao sẽ được coi là mốc chuẩn để định giá các tài sản tài chính khác.

Hơn nữa, thị trường tiền tệ và thị trường chứng khoán phát triển sẽ như hai bình thông nhau trong sự luân chuyển vốn, lãi suất ngân hàng tăng hoặc giảm sẽ ảnh hưởng đến giá chứng khoán giảm hoặc tăng, cũng như ảnh hưởng đến dòng luân chuyển vốn: vốn được chuyển từ TTCK sang thị trường tiền tệ hoặc ngược lại. Trong trường hợp một trong hai (hoặc cả hai) thị trường vận hành không tốt thì sự thông nhau giữa hai thị trường sẽ bị hạn chế. Điều đó sẽ ảnh hưởng đến cơ chế truyền tải CSTT qua kênh giá tài sản. Lợi dụng sự thông nhau này, NHTƯ các nước, thông qua việc tác động vào lãi suất để tác động vào giá trái phiếu, qua đó tác động đến tổng cầu của nền kinh tế. Điển hình là FED khi muốn giảm lãi suất thị trường, FED mua vào rất nhiều trái khoán, hành động đó vừa tác động giảm lãi suất thị trường, qua đó tác động hiệu ứng làm tăng giá trái phiếu. Đồng thời, việc mua trái khoán của FED cũng làm cầu trái khoán tăng, qua đó mà giá trái khoán tăng. Như vậy có thể thấy, sự thông nhau của hai thị trường làm tác động của CSTT đến mục tiêu cuối cùng qua kênh giá tài sản nhạy cảm hơn.

Mặt khác, thị trường chứng khoán phát triển còn tạo thêm những công cụ mới, tạo điều kiện cho các ngân hàng thương mại có thể mở rộng khả năng tham gia các nghiệp vụ thị trường tiền tệ. Điều này thúc đẩy thị trường tiền tệ phát triển, đồng thời hỗ trợ NHTƯ thực hiện tốt vai trò điều tiết tiền tệ thông qua các công cụ CSTT, nhất là thông qua nghiệp vụ thị trường mở. Việc mua, bán chứng khoán của NHTƯ với các NHTM sẽ có tác dụng mở rộng hay thu hẹp khối lượng tiền tệ trong lưu thông, qua đó mà khối lượng tiền tệ được điều tiết theo mục tiêu đã định, cơ chế truyền tải thông suốt hơn.

Giải pháp cho vấn đề này, ngoài những giải pháp phát triển thị trường tiền tệ và phát triển thị trường vốn cần có sự phối hợp trong điều hành của NHNN với Bộ Tài chính, chủ động hỗ trợ tạo sự liên kết giữa 2 thị trường:

(i) Tăng cường khả năng kiểm soát dòng vốn đầu tư nước ngoài và trong nước vào TTCK. Việc kiểm soát dòng vốn của NHNN sẽ hiệu quả hơn, cũng như đảm bảo tính an toàn cho hoạt động của TTCK, tránh xảy ra rủi ro trong thanh toán khi khối lượng giao dịch chứng khoán gia tăng vượt khả năng xử lý của một ngân hàng chỉ định thanh toán (Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam), nếu có sự tập trung hoá dòng vốn của thị trường chứng khoán vào NHNN. Để thực hiện sự tập trung này, giữa NHNN và Ủy ban chứng khoán cần thiết thúc đẩy nhanh hơn việc thiết lập hệ thống kết nối thanh toán bù trừ giữa các công ty chứng khoán tại NHNN.

(ii) Bên cạnh đó, để thúc đẩy tốc độ luân chuyển chứng khoán, góp phần tăng tính thanh khoản của các chứng khoán, cũng như nâng cao tính chủ động, linh hoạt trong việc điều hành các nghiệp vụ tiền tệ của NHNN, cần thực hiện kết nối giữa hệ thống thanh toán liên ngân hàng quốc gia với hệ thống thanh toán bù trừ và quyết toán chứng khoán, tạo mối liên kết trực tiếp giữa Sở Giao dịch NHNN và Trung tâm lưu ký chứng khoán.

(iii) Để thúc đẩy TTCK tiếp tục phát triển nhanh, lành mạnh, bền vững, Bộ Tài chính, mà trực tiếp là Ủy ban chứng khoán Nhà nước cần thực hiện tốt hơn nữa sự phối hợp trong điều hành thị trường chứng khoán; phối hợp trong việc đưa ra các qui định về quản lý ngoại hối và hoạt động đầu tư gián tiếp của các nhà đầu tư phải đảm bảo phù hợp với tiến trình tự do hoá thị trường tài chính và hạn chế những ảnh hưởng bất lợi đến việc thực thi CSTT cũng như đến sự phát triển TTCK; phối hợp trong việc đưa ra các qui định đảm bảo các thành viên thị trường tài chính thuận lợi trong việc phát hành các chứng khoán, cũng như nâng cao tính thanh khoản cho các chứng khoán.

Như vậy, có thể thấy rằng để đáp ứng được yêu cầu hội nhập kinh tế quốc tế, chính sách tiền tệ của NHNN cần có sự đổi mới mạnh mẽ, việc điều tiết tiền tệ cần dựa trên nguyên tắc thị trường. Vì tác động trễ của tiền tệ mà việc thực thi CSTT cần thực hiện theo nguyên tắc hướng về phía trước

(Looking forward), có nghĩa rằng mục tiêu CSTT là trung hạn, các phản ứng chính sách cần thấy trước được những tác động trễ của nó đến mục tiêu trung hạn và CSTT cần theo đuổi một mục tiêu duy nhất là ổn định giá cả. Với sự non yếu của thị trường tiền tệ như hiện nay thì đó là một thách thức không nhỏ đối với thực thi CSTT. Trong bối cảnh như vậy, để hoàn thiện cơ chế tác động CSTT cũng như điều hành CSTT đạt hiệu quả, tức NHNN kiểm soát được luồng vốn, không để xảy ra những cú sốc trên thị trường tiền tệ, trước hết cần phải tạo dựng một cơ sở hạ tầng tốt cho lưu chuyển tiền tệ, bởi vì cho dù công cụ tốt, phân tích dự báo tốt, nhưng cơ chế tác động không thông suốt thì hiệu quả điều hành cũng không đạt được. Đồng thời phải nâng cao năng lực điều tiết thị trường của NHNN cùng với việc xác định một cơ chế tỷ giá với một khuôn khổ CSTT phù hợp.