

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP. HỒ CHÍ MINH



ĐỀ TÀI NGHIÊN CỨU KHOA HỌC

Mã số:

**TÍNH HIỆU QUẢ CỦA CHÍNH SÁCH
TIỀN TỆ VIỆT NAM
(GIAI ĐOẠN 2000 – 2013)**

TP. HỒ CHÍ MINH - 2014

TÓM TẮT ĐỀ TÀI

Lý do chọn đề tài

Cùng với chính sách tài khóa, chính sách tiền tệ của Việt Nam đã góp phần quan trọng vào việc duy trì tốc độ tăng trưởng và ổn định của nền kinh tế.

Mục tiêu của chính sách tiền tệ, theo Luật Ngân hàng Nhà nước, là nhằm ổn định giá trị của đồng tiền, kiềm chế lạm phát, góp phần thúc đẩy phát triển kinh tế - xã hội, bảo đảm quốc phòng, an ninh và nâng cao đời sống của nhân dân. Trên cơ sở mục tiêu chung đó, những năm qua, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đã điều hành chính sách tiền tệ khá linh hoạt, thông qua các công cụ chính sách như điều tiết cung tiền, chính sách tỷ giá, lãi suất, đặt ra hạn mức tín dụng cho hệ thống ngân hàng thương mại, các công cụ gián tiếp như quy định dự trữ bắt buộc, tái cấp vốn, thị trường mở...

Tuy nhiên, cũng có những ý kiến cho rằng chính sách tiền tệ của Việt Nam chưa có tính dài hạn, nhất quán mà đôi khi “giật cục”, chạy theo tình thế, gây ảnh hưởng đến các biến số kinh tế cũng như sự tăng trưởng ổn định của nền kinh tế. Các chính sách tiền tệ đưa ra có tác động chậm và không nhiều đến các biến số kinh tế, nghĩa là không đạt hiệu quả. Nhưng những ý kiến này thường không kèm theo nghiên cứu định lượng, phân tích xem tính hiệu quả của chính sách tiền tệ đối với các biến số này là như thế nào, nên tính thuyết phục không cao. Theo tìm hiểu của cá nhân, chưa có một nghiên cứu định lượng nào về đề tài này tại Việt Nam. Chính vì vậy, bài nghiên cứu sẽ tiến hành nghiên cứu tính hiệu quả của chính sách tiền tệ tại Việt Nam trong giai đoạn từ năm 2000 đến nay.

Vấn đề nghiên cứu

Nghiên cứu tập trung vào ba nội dung chính sau:

- Đưa ra cơ sở lý luận và sự lựa chọn chính sách tiền tệ của một quốc gia.
- Tiến hành nghiên cứu tính hiệu quả của chính sách tiền tệ tại Việt Nam từ năm 2000 đến nay.
- Đề xuất các nhóm giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả của chính sách tiền tệ tại Việt Nam trong thời gian tới.

Mục tiêu nghiên cứu

Nghiên cứu xem tác động của chính sách tiền tệ đến các biến số kinh tế GDP và CPI như thế nào, độ trễ, chiều tác động, mạnh hay yếu..., từ đó đánh giá hiệu quả của chính sách tiền tệ tại Việt Nam.

Phương pháp nghiên cứu

Để thực hiện mục tiêu nghiên cứu trên, bài viết sử dụng kết hợp hai phương pháp: định tính (quy nạp, diễn dịch) và định lượng, sử dụng mô hình VAR nhằm đánh giá hiệu quả của chính sách tiền tệ thông qua các biến trong mô hình.

Nguồn số liệu

Hệ thống cơ sở dữ liệu thứ cấp được sử dụng được chọn lọc, khách quan và đáng tin cậy nhất, từ nguồn dữ liệu tài chính của IMF (IFS), Tổng cục Thống kê, Ngân hàng Nhà nước..., sau đó được xử lý bằng phần mềm Eview.

Tất cả các dữ liệu thứ cấp đều có sẵn và sử dụng chọn lọc, nên tính khả thi của dữ liệu là có.

Nội dung nghiên cứu

Ngoài phần mở đầu và kết luận, kết cấu bài viết có ba chương như sau:

Chương 1: Chính sách tiền tệ

Chương 2: Nghiên cứu tính hiệu quả của chính sách tiền tệ tại Việt Nam

Chương 3: Giải pháp nâng cao tính hiệu quả của chính sách tiền tệ tại Việt Nam

Đóng góp của nghiên cứu

Về mặt lý luận, kiểm định lý thuyết kinh tế của chính sách tiền tệ Việt Nam, từ đó đưa ra các giải pháp để nâng cao hiệu quả của chính sách tiền tệ ở Việt Nam cũng như ở các nền kinh tế tương tự.

Về mặt thực tiễn, nghiên cứu cung cấp một cái nhìn tổng quan của nền kinh tế vĩ mô thông qua chính sách tiền tệ của Việt Nam trong giai đoạn 2000 – 2013; từ đó đưa ra những kiến nghị cho những nhà hoạch định chính sách tiền tệ.

Hướng phát triển của nghiên cứu

Bài viết mở ra hướng nghiên cứu mới sau này cho các mô hình cấp tiến hơn mô hình VAR cũng như đưa thêm nhiều nhân tố vĩ mô – vĩ mô nhằm đánh giá chính xác hơn hiệu quả cũng như độ trễ của chính sách tiền tệ Việt Nam.

MỤC LỤC

TÓM TẮT ĐỀ TÀI

MỤC LỤC

DANH MỤC HÌNH, BẢNG BIỂU

DANH MỤC CÁC CHỮ VIẾT TẮT

CHƯƠNG 1: CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ.....1

1.1. Tổng quan về chính sách tiền tệ.....1

1.1.1. Nghiệp vụ thị trường mở2

1.1.2. Chính sách chiết khấu.....4

1.1.3. Tỷ lệ dự trữ bắt buộc6

1.1.4. Các công cụ khác của chính sách tiền tệ7

1.2. Các kênh truyền dẫn của chính sách tiền tệ.....10

1.3. Tính hiệu quả của chính sách tiền tệ13

1.4. Nội dung của các nghiên cứu trước đây16

1.4.1. Cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ.....17

Các nghiên cứu tại nước ngoài17

Các nghiên cứu tại Việt Nam18

1.4.2. Tính hiệu quả của chính sách tiền tệ19

Các nghiên cứu ở nước ngoài19

Các nghiên cứu tại Việt Nam21

KẾT LUẬN CHƯƠNG122

CHƯƠNG2: NGHIÊN CỨU TÍNH HIỆU QUẢ CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ TẠI VIỆT NAM23

2.1. Chính sách tiền tệ của Việt Nam.....23

2.1.1. Chính sách tiền tệ của Việt Nam giai đoạn 2001 - 2005.....23

2.1.2. Chính sách tiền tệ của Việt Nam giai đoạn 2006 - 2010.....	25
2.1.3. Chính sách tiền tệ của Việt Nam giai đoạn 2011 - nay.....	30
2.2. Nghiên cứu hiệu quả của chính sách tiền tệ tại Việt Nam từ năm 2000 đến nay	40
2.2.1. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu.....	40
2.2.2. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm	41
2.2.2.1. Kiểm định tính dừng.....	41
2.2.2.2. Đánh giá cơ chế truyền dẫn	42
KẾT LUẬN CHƯƠNG 2	54
CHƯƠNG 3: GIẢI PHÁP NÂNG CAO TÍNH HIỆU QUẢ CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ TẠI VIỆT NAM.....	55
3.1. Ảnh hưởng của hội nhập và chính sách tỷ giá đến chính sách tiền tệ	55
3.2. Nhóm giải pháp nâng cao tính hiệu quả của chính sách tiền tệ tại Việt Nam....	55
3.2.1. Nhóm giải pháp nói lòng biên độ dao động của tỷ giá	56
3.2.2. Nhóm giải pháp về gia tăng sự truyền dẫn của chính sách tiền tệ.....	57
3.2.2.1. Nhóm giải pháp giúp hoàn thiện các công cụ của chính sách tiền tệ	58
3.2.2.2. Nhóm giải pháp giúp giảm thanh toán không dùng tiền mặt	60
3.2.2.3. Nhóm giải pháp giúp nâng cao tính truyền dẫn thông qua hệ thống ngân hàng thương mại.....	62
3.2.3. Nhóm giải pháp hướng tới sử dụng chính sách tài khóa.....	66
KẾT LUẬN CHƯƠNG 3	74
KẾT LUẬN	75
TÀI LIỆU THAM THẢO	i
Danh mục tài liệu tiếng Việt.....	i
Danh mục tài liệu tiếng Anh	ii
Danh mục tài liệu Internet.....	iii

PHỤ LỤC.....	iv
---------------------	-----------

Tailieu.vn

DANH MỤC HÌNH, BẢNG BIỂU

Đồ thị

Đồ thị 2.1. Hàm phản ứng xung của mô hình kênh cơ bản.	47
Đồ thị 2.2. Hàm phản ứng xung của mô hình kênh tỷ giá.	49
Đồ thị 2.3. Hàm phản ứng xung của mô hình kênh lãi suất.	51
Đồ thị 2.4. Hàm phản ứng xung của mô hình kênh hạn mức tín dụng.	53
Đồ thị 2.5. Hàm phản ứng xung của mô hình kênh dự trữ bắt buộc.	55

Hình

Hình 1.1. Trạng thái cân bằng của thị trường tiền tệ.	4
Hình 1.2. Phản ứng thông qua nghiệp vụ thị trường mở.	5
Hình 1.3. Phản ứng đối với sự thay đổi của chính sách chiết khấu.	6
Hình 1.4. Phản ứng đối với sự thay đổi của tỷ lệ dự trữ bắt buộc.	8
Hình 1.5. Sự dịch chuyển của đường LM khi cung tiền tăng.	15
Hình 1.6. Sự dịch chuyển của đường LM khi cầu tiền tăng.	16
Hình 1.7. Tác động của chính sách tiền tệ trong trường hợp tỷ giá cố định hoàn toàn ..	18
Hình 1.8. Tác động của chính sách tiền tệ trong trường hợp tỷ giá thả nổi hoàn toàn ...	18
Hình 2.1. Tốc độ tăng trưởng và lạm phát Việt Nam giai đoạn 2001 - 2005.	25
Hình 2.2. Biểu đồ dao động tỷ giá (VND/USD) trong giai đoạn 2004 - 2005.	26
Hình 2.3. Tình hình biến động của tốc độ tăng GDP, tăng trưởng tín dụng, lạm phát giai đoạn 2006 - 2012.	28
Hình 2.4. Biến động tỷ giá (VND/USD) trong giai đoạn 2006 - 2013.	34
Hình 2.5. Lạm phát Việt Nam năm 2011.	35

Hình 2.6. Tình hình biến động tăng GDP, tăng trưởng tín dụng, CPI giai đoạn 2001 - 9/2013	38
Hình 2.7. Biến động lãi suất trong giai đoạn 2010 - 2013.....	40
Hình 2.8. Quan hệ nhân quả và phân tích biến động trong mô hình kênh cơ bản sau biến động 10 tháng.	45
Hình 2.9. Quan hệ nhân quả và phân tích biến động trong mô hình kênh tỷ giá sau biến động 10 tháng.	48
Hình 2.10. Quan hệ nhân quả và phân tích biến động trong mô hình kênh lãi suất sau biến động 10 tháng.	50
Hình 2.11. Quan hệ nhân quả và phân tích biến động thông qua mô hình kênh hạn mức tín dụng sau biến động 10 tháng.....	52
Hình 2.12. Quan hệ nhân quả và phân tích biến động thông qua mô hình kênh dự trữ bắt buộc sau biến động 10 tháng.....	54
Bảng	
Bảng 2.1: Bảng số liệu thu thập.	43

DANH MỤC CÁC CHỮ VIẾT TẮT

Tên viết tắt	Nghĩa tiếng Anh	Nghĩa tiếng Việt
ADF	Augmented Dickey-Fuller	Kiểm định Dickey - Fuller mở rộng
CPI	Consumer Price Index	Chỉ số giá tiêu dùng
EIA	Energy Information Administration	Cơ quan Năng lượng nguyên tử Mỹ
ER	Exchange real	Tỷ giá hối đoái thực
FR	Fixed Reserves	Dự trữ bắt buộc
GDP	Gross Domestic Product	Tổng sản phẩm quốc nội
HMTD		Hạn mức tín dụng
IFS	International Financial Statistics	Nguồn dữ liệu tài chính của IMF
IPI	Industrial Production Index	Chỉ số sản xuất công nghiệp
IR	Interest rate real	Lãi suất thực
QE	Quantitative Easing	Nới lỏng định lượng
SVAR	Structure Vector Autoregressive Models	Mô hình Vector tự hồi quy cấu trúc
VAR	Vector Autoregressive Models	Mô hình Vector tự hồi quy

CHƯƠNG 1: CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

1.1. Tổng quan về chính sách tiền tệ

Khái niệm

Chính sách tiền tệ là hệ thống các biện pháp, các công cụ do ngân hàng trung ương thực hiện để điều tiết cung tiền, nhằm thực hiện các mục tiêu của chính sách tiền tệ, thường là hướng tới một lãi suất mong muốn để đạt được những mục tiêu ổn định và tăng trưởng kinh tế như kiềm chế lạm phát, duy trì ổn định tỷ giá, đạt được trạng thái lao động toàn dụng.

Các công cụ của chính sách tiền tệ

Để thực hiện các mục tiêu của mình, ngân hàng trung ương thường sử dụng ba công cụ chính để làm thay đổi cung tiền và lãi suất, bao gồm: tiến hành nghiệp vụ thị trường mở, thay đổi chính sách chiết khấu và tỷ lệ dự trữ bắt buộc.

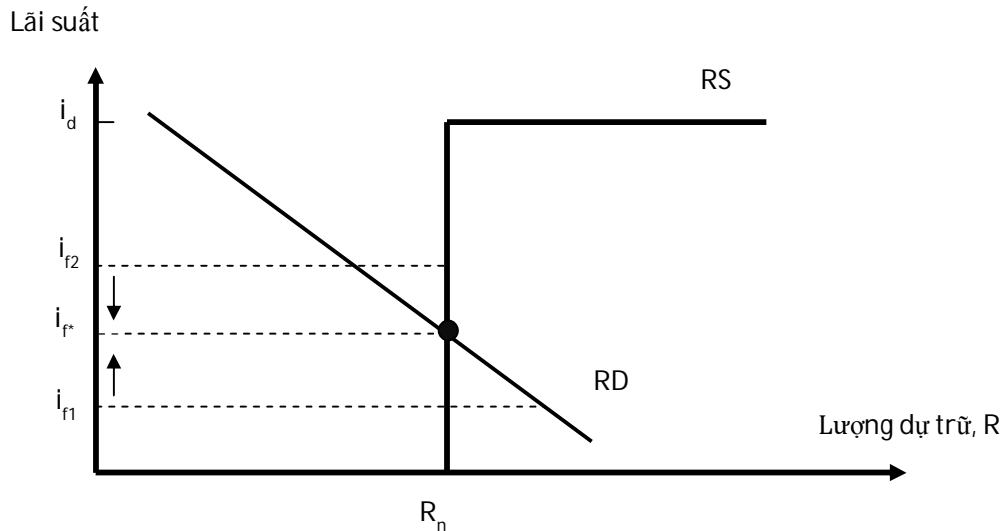
Để thấy được mức độ ảnh hưởng của ba công cụ trên đến lãi suất thị trường, đầu tiên chúng ta tiến hành tìm hiểu về sự biến động của lãi suất được hình thành từ sự cân bằng của thị trường dự trữ (tức là thị trường dành cho sự trao đổi các khoản dự trữ) được thể hiện thông qua giao điểm của đường tổng cung và tổng cầu về dự trữ.

Lượng cầu về dự trữ được hình thành khi lãi suất thị trường thay đổi trong khi các yếu tố khác không đổi. Lượng cầu về dự trữ có thể được chia làm hai phần:

- ✓ Lượng dự trữ bắt buộc: lượng dự trữ tối thiểu trên tổng số tiền gửi mà ngân hàng trung ương buộc ngân hàng thương mại phải giữ lại và bằng tỷ lệ dự trữ bắt buộc nhân với số tiền gửi mà các ngân hàng thương mại nhận được.
- ✓ Lượng dự trữ dôi ra: lượng dự trữ bổ sung mà ngân hàng thương mại quyết định nắm giữ và bằng tỷ lệ dự trữ dôi ra nhân với số tiền gửi mà họ nhận được.

Do đó, lượng cầu về dự trữ bằng với lượng dự trữ bắt buộc cộng với lượng dự trữ dôi ra. Mà lượng dự trữ dôi ra được sử dụng với mục đích là bảo hiểm chống lại việc dòng tiền gửi chảy ra, do đó chi phí của việc nắm giữ chính là chi phí cơ hội của nó - tức lãi

suất thu được nếu cho vay số dự trữ này và tất nhiên phải bằng lãi suất thị trường. Bởi vậy, khi lãi suất thị trường giảm và nếu những yếu tố khác không thay đổi (kể cả lượng dự trữ bắt buộc) thì lượng cầu về dự trữ phải tăng và ngược lại. Do đó đường cầu dự trữ



độc xuống từ trái sang phải.

Hình 1.1: Trạng thái cân bằng của thị trường tiền tệ

* Trong đó:

RD: Lượng cầu về dự trữ, RS: Lượng cung về dự trữ, R_n : Dự trữ không vay mượn

i_d : Lãi suất chiết khấu, i_{f} : Lãi suất cân bằng của thị trường*

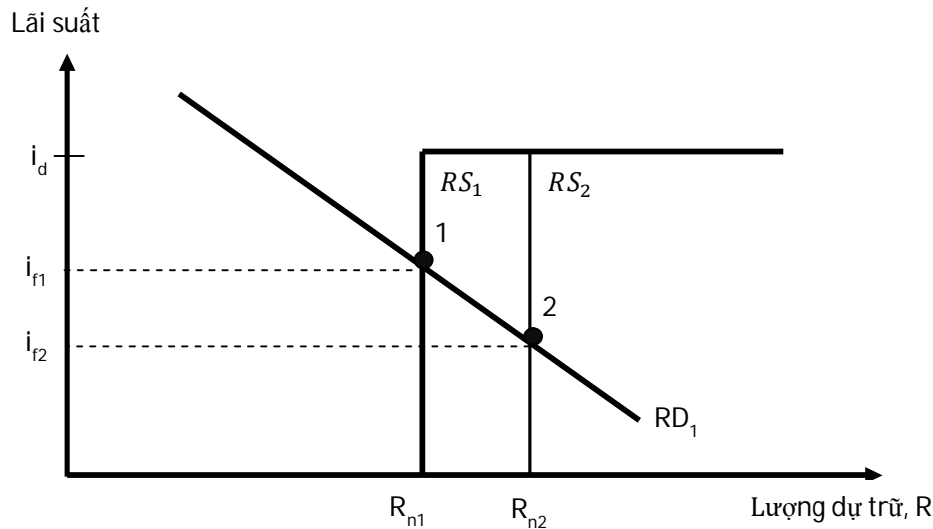
i_{f1} : Lãi suất thị trường 1, i_{f2} : Lãi suất thị trường 2

Để thực thi chính sách tiền tệ của mình, ngân hàng trung ương thường dùng ba công cụ chính: Nghiệp vụ thị trường mở, chính sách chiết khấu và tỷ lệ dự trữ bắt buộc.

1.1.1. Nghiệp vụ thị trường mở

Nghệp vụ thị trường mở là công cụ quan trọng nhất trong chính sách tiền tệ, bởi nó là yếu tố chủ yếu quyết định sự thay đổi trong lãi suất và tiền cơ sở, cũng như là nguồn thu chủ yếu của những biến động trong cung tiền. Hoạt động mua trên thị trường mở làm tăng dự trữ và tiền cơ sở, qua đó làm tăng cung tiền và hạ thấp lãi suất ngắn hạn. Hoạt

động bán trên thị trường mở làm giảm dự trữ và tiền cơ sở, thu hẹp cung tiền và làm tăng lãi suất ngắn hạn.



Hình 1.2: Phản ứng thông qua nghiệp vụ thị trường mở

* Trong đó:

RD_1 : Lượng cầu về dự trữ, RS_1 : Lượng cung về dự trữ 1, RS_2 : Lượng cung về dự trữ 2

R_{n1} : Dự trữ không vay mượn 1, R_{n2} : Dự trữ không vay mượn 2, i_d : Lãi suất chiết khấu

i_f^* : Lãi suất cân bằng của thị trường, i_{f1} : Lãi suất thị trường 1, i_{f2} : Lãi suất thị trường 2

Hình 1.2 cho thấy hoạt động mua trên thị trường mở làm tăng lượng cung về dự trữ ra thị trường, từ đó tác động làm giảm lãi suất thị trường và ngược lại. Từ đây, có thể thấy ưu điểm của nghiệp vụ thị trường mở:

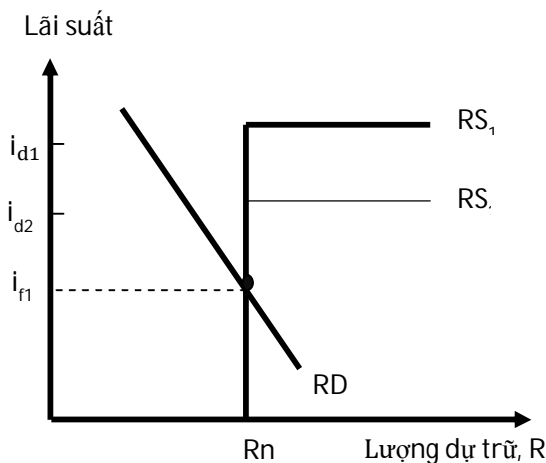
- Ngân hàng trung ương có thể kiểm soát quy mô của công cụ này một cách dễ dàng. Điều này có thể nhận ra khi so sánh với một công cụ khác là chính sách chiết khấu: ngân hàng trung ương có thể khuyến khích hay ngăn cản các ngân hàng thương mại vay chiết khấu thông qua việc thay đổi lãi suất chiết khấu, nhưng chắc chắn sẽ không thể kiểm soát được khối lượng cho vay chiết khấu. Do đó nghiệp vụ thị trường mở vừa linh hoạt, chính xác và có thể thực hiện với bất kỳ quy mô nào. Nếu ngân hàng trung ương muốn có một sự thay đổi nhỏ trong dự trữ hay

tiền cơ sở, nghiệp vụ này được sử dụng thông qua việc mua hoặc bán một lượng nhỏ chứng khoán. Ngược lại, nếu muốn thay đổi một lượng rất lớn trong dự trữ và tiền cơ sở thì nghiệp vụ này cũng có thể thực hiện được thông qua việc mua hoặc bán một lượng chứng khoán rất lớn.

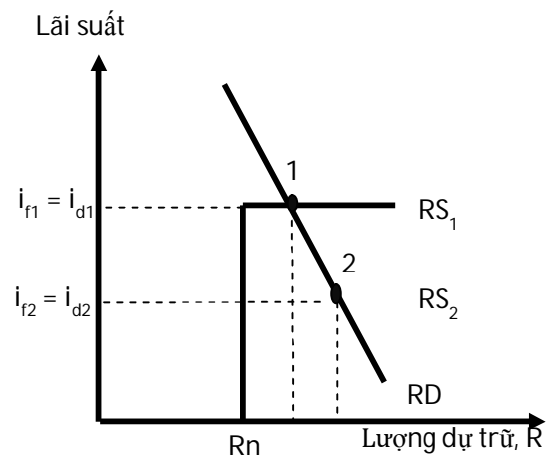
- Nghiệp vụ thị trường mở có thể dễ dàng đảo ngược. Do đó nếu phạm phải một sai lầm nào trong nghiệp vụ thị trường mở thì ngân hàng trung ương có thể sửa lỗi ngay lập tức bằng cách thực hiện điều ngược lại.
- Cuối cùng, nghiệp vụ thị trường mở có thể thực hiện một cách nhanh chóng và không gắn với bất kỳ độ trễ hành chính nào. Khi quyết định thay đổi tiền cơ sở hay dự trữ, ngân hàng trung ương có thể thực hiện nghiệp vụ này ngay lập tức.

1.1.2. Chính sách chiết khấu

Với công cụ này, ngân hàng trung ương có thể thực hiện các khoản cho vay của mình thông qua các khoản tín dụng dành cho các ngân hàng thương mại. Một số quốc gia trên thế giới như Mỹ, các khoản cho vay chiết khấu của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ đối với hệ thống ngân hàng được thực hiện dưới ba hình thức: tín dụng sơ cấp, tín dụng thứ cấp và tín dụng thời vụ. Còn tại Việt Nam, chính sách chiết khấu được thực hiện thông qua các loại lãi suất như lãi suất tái chiết khấu, lãi suất tái cấp vốn,...



(a) Không cho vay chiết khấu



(b) Có một số khoản cho vay chiết khấu

Hình 1.3: Phản ứng đối với sự thay đổi của chính sách chiết khấu

* Trong đó:

RD : Lượng cầu về dự trữ, RS_1 : Lượng cung dự trữ 1, RS_2 : Lượng cung dự trữ 2

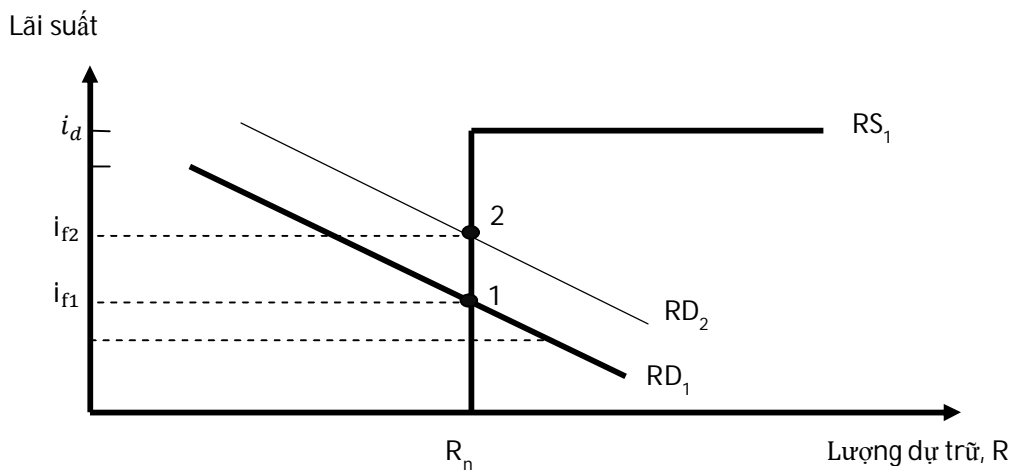
R_{n1} : Dự trữ không vay mượn, i_{d1} : Lãi suất chiết khấu 1, i_{d2} : Lãi suất chiết khấu 2

i_f^* : Lãi suất cân bằng của thị trường, i_{f1} : Lãi suất thị trường 1, i_{f2} : Lãi suất thị trường 2

Hình 1.3 cho thấy tại các quốc gia có lãi suất thị trường thấp hơn lãi suất tái chiết khấu (a) thì sự thay đổi lãi suất tái chiết khấu không ảnh hưởng đến lãi suất thị trường; còn tại các quốc gia có lãi suất thị trường bằng với lãi suất tái chiết khấu (b) thì sự thay đổi lãi suất tái chiết khấu cũng làm thay đổi lãi suất thị trường. Qua đó, có thể thấy được ưu điểm rất lớn của chính sách chiết khấu là giúp ngân hàng trung ương thực hiện vai trò “người cho vay cuối cùng” của mình. Ngân hàng trung ương ngăn không cho tình trạng hoảng loạn tài chính xảy ra như trường hợp của cuộc Đại khủng hoảng vào năm 1929-1933, điều này có thể thấy qua trường hợp tại Mỹ khi vào tháng 5/1984, Cục Dự trữ Liên bang Mỹ “bơm” cho ngân hàng Continental Illinois - một trong mười ngân hàng lớn nhất Mỹ vào thời điểm đó - 5 tỷ USD để tránh một cuộc sụp đổ có hệ thống. Hay như sự hoảng loạn tài chính có thể bùng nổ sau khi thị trường cổ phiếu sụp đổ vào ngày thứ Hai đen tối năm 1987 và sau vụ tấn công khủng bố đã phá hủy Trung tâm Thương mại thế giới vào ngày 11/9/2001, hoặc dẫn chứng tại Việt Nam là trường hợp Ngân hàng thương mại cổ phần Á Châu (ACB) vào các năm 2003 và năm 2012. Tuy nhiên, với cho vay chiết khấu, ngân hàng trung ương khó thể xác định được tác động của chính sách này lên nền kinh tế vì không thể kiểm soát hoàn toàn như với nghiệp vụ thị trường mở. Mặt khác, khi liên tục thực hiện cho vay chiết khấu với vai trò là “người cho vay cuối cùng”, ngân hàng trung ương đã tiếp tay cho các ngân hàng thương mại (nhất là các ngân hàng thuộc loại “quá lớn để sụp đổ”) chấp nhận nhiều rủi ro hơn, nới lỏng các chính sách của mình để càng tăng lợi nhuận càng tốt bởi vì họ nghĩ dù thế nào đi chăng nữa ngân hàng trung ương cũng sẽ cứu khi họ rơi vào tình trạng mất khả năng thanh toán. Song sự kiện ngày 15/9/2008 khi ngân hàng đầu tư lớn thứ tư nước Mỹ, Lehman Brothers nộp đơn phá sản với khoản nợ lên đến 613 tỷ USD cho thấy rằng các ngân hàng trung ương phần nào đó đã bắt đầu chuyển đổi nhận thức của mình và không còn xem các ngân hàng lớn là một định chế không thể sụp đổ.

1.1.3. Tỷ lệ dự trữ bắt buộc

Sự thay đổi trong tỷ lệ dự trữ bắt buộc tác động tới cung tiền thông qua việc thay đổi số nhân tiền tệ. Sự gia tăng trong tỷ lệ dự trữ bắt buộc làm giảm số tiền gửi mà các ngân hàng thương mại có thể tạo ra, từ đó làm thu hẹp dần cung tiền. Mặt khác, sự gia tăng trong tỷ lệ dự trữ bắt buộc cũng làm tăng cầu về dự trữ và lãi suất thị trường. Do đó, đây là một công cụ có tác động rất mạnh tới cung tiền và lãi suất và cũng vì vậy rất hiếm được các ngân hàng trung ương sử dụng.



Hình 1.4: Phản ứng đối với sự thay đổi của tỷ lệ dự trữ bắt buộc

* Trong đó:

RD_1 : Lượng cầu về dự trữ, RD_2 : Lượng cầu về dự trữ 2, RS_1 : Lượng cung dự trữ 1

R_n : Dự trữ không vay mượn 1, i_d : Lãi suất chiết khấu

i_{f1} : Lãi suất thị trường 1, i_{f2} : Lãi suất thị trường 2

Hình 1.4 cho thấy sự gia tăng trong tỷ lệ dự trữ bắt buộc làm tăng cầu về dự trữ và lãi suất thị trường, điều này được giải thích bởi sự giảm sút của số lượng tiền gửi có thể được tạo ra bởi hệ thống ngân hàng do một bộ phận tiền gửi phải chuyển thành lượng dự trữ bắt buộc. Qua đó, ưu điểm cũng như nhược điểm của chính sách này cũng đã thể hiện, đó chính là sự tác động quá mạnh mẽ. Vì nó tác động như nhau đến tất cả các ngân hàng và gây tác động lớn đến cung tiền, chỉ cần thay đổi tỷ lệ dự trữ bắt buộc một phần

ngàn của một điểm phần trăm cũng đủ khiến cung tiền thay đổi, do đó ngân hàng trung ương rất khó sử dụng công cụ này nếu chỉ muốn tạo ra một sự thay đổi nhỏ trong cung tiền. Một nhược điểm nữa cũng rất đáng quan tâm, đó là việc thay đổi dự trữ bắt buộc có thể ngay lập tức tạo ra vấn đề thanh khoản đối với các ngân hàng có mức dự trữ dôi dư thấp, khiến các ngân hàng này dễ gặp nguy hiểm. Chính vì vậy, ngân hàng trung ương sau khi thực hiện chính sách này thường kèm theo một chính sách khác thông qua các công cụ còn lại của chính sách tiền tệ để xoa dịu và làm giảm bớt tính bất ổn cho các ngân hàng thương mại.

1.1.4. Các công cụ khác của chính sách tiền tệ

Ba công cụ nêu trên là những công cụ truyền thống của chính sách tiền tệ, được hầu như tất cả các quốc gia sử dụng và những công cụ ấy khi được sử dụng sẽ có tác dụng làm thay đổi lãi suất thị trường. Tuy nhiên, nếu mức lãi suất của một quốc gia đang quá thấp (xấp xỉ 0%) thì ngân hàng trung ương có muốn kích thích nền kinh tế thông qua việc sử dụng các chính sách tiền tệ mở rộng cũng không được. Đó là do các tài sản tài chính được bán bên ngoài thị trường không còn được các nhà đầu tư ưa chuộng bởi họ nghĩ giá của chúng quá cao và tâm lý chung của các nhà đầu tư là chỉ muốn nắm giữ tiền mặt - tình trạng mà chúng ta gọi là “bẫy thanh khoản”. Khi ấy, các công cụ truyền thống của chính sách tiền tệ không còn hiệu quả do lãi suất không thể hạ hơn được nữa. Chính vì vậy mà các công cụ phi truyền thống xuất hiện. Và công cụ điển hình nhất ở đây chính là các gói nới lỏng định lượng QE (Quantitative Easing), với mục tiêu chính là bơm tiền ra ngoài nền kinh tế để mua các tài sản tài chính từ các ngân hàng thương mại và các tổ chức tín dụng, từ đó làm gia tăng lượng tiền cơ sở. Chính sách này được thực hiện lần đầu tiên bởi Ngân hàng Trung ương Nhật Bản vào ngày 19/3/2001. Trong vòng bốn năm, Ngân hàng Trung ương Nhật Bản đã tiến hành mua các trái phiếu chính phủ, chứng khoán được đảm bảo bằng tài sản, cổ phiếu,... khiến cán cân tài khoản vãng lai của các ngân hàng thương mại gia tăng từ 5.000 tỷ yên lên 35.000 tỷ yên (khoảng 300 tỷ USD). Mục tiêu của chính sách này là làm giảm giá đồng yên và gia tăng xuất khẩu để kích thích nền kinh tế, song cuối cùng mục tiêu đó đã không thành hiện thực. Đến khoảng nửa cuối năm 2012, ông Shinzu Abe quay trở lại nắm quyền, trở thành thủ tướng Nhật Bản,

đã ban hành chính sách kích thích nền kinh tế (thường được gọi là học thuyết kinh tế Abenomics) với ba mục tiêu về chính sách tài khóa, chính sách tiền tệ và cải tổ nền kinh tế. Trong đó mục tiêu thứ hai đã được Thống đốc Ngân hàng Trung ương của Nhật Bản là ông Haruhiko Kuroda thông qua bằng một chương trình nói lỏng định lượng có quy mô 1.400 tỷ USD để làm gia tăng gấp đôi lượng cung tiền cho nền kinh tế. Những chính sách ấy đã khiến cho đồng yên liên tục sụt giảm, mất khoảng 30% giá trị từ cuối năm 2012 đến khoảng giữa năm 2013 và phần nào giúp nền kinh tế Nhật Bản hồi phục. Ngoài Ngân hàng Trung ương Nhật Bản, Cục Dự trữ Liên bang Mỹ cũng thường sử dụng các gói kích thích kinh tế thông qua công cụ QE, có tác động tích cực đến việc kích thích tăng trưởng kinh tế và giảm tỷ lệ thất nghiệp. Nước Mỹ đã tung ra các gói QE1, QE2 và hiện tại là QE3.

Tại Việt Nam, Ngân hàng Nhà nước cũng sử dụng các công cụ tiền tệ phi truyền thống như các biện pháp hành chính: trần lãi suất, hạn mức tín dụng,... Và các công cụ này cũng phần nào tác động làm thay đổi lượng cung tiền và làm giảm mức lãi suất thị trường. Song có thể nói, các biện pháp hành chính này bóp méo thị trường tiền tệ và gây ảnh hưởng xấu trong dài hạn. Do đó cần phải thực hiện các biện pháp khác để hỗ trợ và giúp thị trường phát triển bền vững hơn.

Mục tiêu của chính sách tiền tệ

Bằng các công cụ nêu trên, ngân hàng trung ương đã trực tiếp và gián tiếp thực thi sáu mục tiêu cơ bản của chính sách tiền tệ, đó là: (i) tạo việc làm, (ii) tăng trưởng kinh tế, (iii) ổn định giá cả, (iv) ổn định lãi suất, (v) ổn định thị trường tài chính và (vi) ổn định thị trường chứng khoán.

Với mục tiêu đầu tiên là tạo việc làm, có hai lý giải chính:

- ✓ Thứ nhất: Tỷ lệ thất nghiệp cao khiến cho các hộ gia đình chịu nhiều sức ép về tài chính, con người mất đi lòng tự trọng cá nhân và làm tăng tệ nạn xã hội.
- ✓ Thứ hai: Với tỷ lệ thất nghiệp cao, không chỉ nền kinh tế đang lãng phí một nguồn nhân lực lớn mà còn khiến cho các nguồn lực khác như máy móc, trang thiết bị không được sử dụng, gây lãng phí và từ đó gây tổn thất cho tổng sản phẩm quốc nội (GDP).

Tuy nhiên, không một nền kinh tế nào có thể đạt trạng thái toàn dụng, tức là trạng thái mà tỷ lệ thất nghiệp bằng 0. Lý do là nền kinh tế luôn luôn có một lượng người thất nghiệp, gọi là thất nghiệp tạm thời -những sinh viên mới ra trường chưa kiếm được việc làm, những người vừa rời bỏ công việc cũ và vẫn chưa kiếm được công việc mới,... Rồi phải kể đến một số người thất nghiệp cơ cấu, hay những ai không đủ những kỹ năng cần thiết đáp ứng được yêu cầu của công việc, hoặc công việc mà họ có thể đảm nhận lại ở một nơi khác với chốn họ đang sinh sống và họ không biết điều đó.

Từ đây, có thể rút ra kết luận rằng mục tiêu việc làm cao không phải là mục tiêu tỷ lệ thất nghiệp bằng 0 mà là tỷ lệ thất nghiệp tại đó cung và cầu lao động bằng nhau, hay còn được biết tới với tên gọi “tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên”.

Và khi nền kinh tế đạt được mục tiêu tạo nhiều việc làm mới, thường ngân hàng trung ương cũng thực hiện được đồng thời mục tiêu tăng trưởng kinh tế. Vì với việc các doanh nghiệp đầu tư nhiều vốn để tăng công suất đã giúp tăng sản lượng, từ đó làm tăng GDP và giảm thất nghiệp.

Một mục tiêu khác cũng được các nhà hoạch định chính sách rất quan tâm và xem như mục tiêu quan trọng nhất, đó là mục tiêu ổn định giá cả: Có thể hình dung việc gia tăng mức giá (lạm phát) sẽ tạo ra một sự bất ổn định cho nền kinh tế, từ đó gây khó khăn cho các nhà quản lý khi hoạch định chính sách cho công ty và rộng hơn là gây ra tình trạng tăng trưởng rất thấp của các quốc gia. Điều này đã xảy ra ở các quốc gia trong những giai đoạn có mức tăng trưởng thấp đi kèm với lạm phát cao như Argentina, Brazil, Nga... Mặt khác, điều này cũng tạo ra sự xung đột giữa các giai tầng trong xã hội, khi họ phải cạnh tranh gay gắt với nhau để duy trì phần thu nhập của mình trong điều kiện giá cả gia tăng.

Tiếp theo là mục tiêu ổn định lãi suất. Thực tế cho thấy, một sự bất ổn của lãi suất sẽ tạo ra sự không ổn định của nền kinh tế và gây khó khăn cho việc lập kế hoạch. Ổn định lãi suất cũng là yếu tố quan trọng quyết định đến sự ổn định của thị trường tài chính, do lãi suất gia tăng sẽ làm giảm giá các khoản trái phiếu dài hạn và các khoản cho vay cầm cố, gây khó khăn cho các định chế tài chính nắm giữ các trái phiếu này.

Một mục tiêu khác cũng cần được xem trọng là sự ổn định của thị trường hối đoái. Hiện nay, thương mại có vai trò rất quan trọng đối với nền kinh tế của các quốc gia trên thế giới, do đó sự thay đổi giá trị đồng tiền sẽ làm thay đổi khả năng cạnh tranh của một quốc gia. Điều này gây khó khăn cho các doanh nghiệp khi lập kế hoạch kinh doanh, do phải quan tâm đến phòng ngừa rủi ro tỷ giá. Nghĩa là, một thị trường hối đoái ổn định là một mục tiêu quan trọng mà ngân hàng trung ương hướng tới.

Có rất nhiều mục tiêu được đặt ra và điều đáng nói là các mục tiêu này luôn có sự mâu thuẫn lẫn nhau. Theo lý thuyết của Mundell - Flaming và sau này là “bộ ba bất khả thi”, một nền kinh tế không thể đồng thời thực hiện cả ba mục tiêu: ổn định tỷ giá, chính sách tiền tệ độc lập và hội nhập tài chính. Luôn có một sự mâu thuẫn giữa mục tiêu ổn định tỷ giá, ổn định lãi suất với mục tiêu tạo việc làm trong ngắn hạn. Ví dụ, một nền kinh tế phát triển nóng sẽ giúp tạo ra được nhiều việc làm, giảm thất nghiệp nhưng thường kèm theo tình trạng lạm phát gia tăng. Khi ngân hàng trung ương tiến hành kiềm hãm đà tăng của giá cả bằng cách giảm lượng cung tiền, điều này khiến lãi suất gia tăng, có thể làm suy giảm đầu tư, từ đó gây sụt giảm sản lượng của nền kinh tế và làm tăng tỷ lệ thất nghiệp trong ngắn hạn. Chính vì vậy, hiện nay các quốc gia trên thế giới khi hoạch định chính sách thường chỉ hướng tới một số mục tiêu cụ thể. Điển hình như Cục Dự trữ Liên bang Mỹ và Ngân hàng Trung ương Nhật Bản hướng tới mục tiêu tăng trưởng kinh tế, hội nhập tài chính và lạm phát mục tiêu. Riêng các quốc gia nằm trong khu vực đồng tiền chung châu Âu (eurozone), ngân hàng trung ương của các nước thành viên không còn thực thi được các công cụ chính sách tiền tệ của mình một cách độc lập vì họ không thể in tiền để bơm cho nền kinh tế khi cần, do đồng tiền họ đang sử dụng là đồng tiền chung dành cho cả 17 nước thành viên - đồng euro - và đồng tiền này bị kiểm soát bởi Ngân hàng Trung ương Châu Âu (ECB).

1.2. Các kênh truyền dẫn của chính sách tiền tệ

Thông thường, ngân hàng trung ương luôn muốn đạt được đồng thời một số mục tiêu nào đó, ví dụ như đạt được mức lạm phát thấp song song với một tỷ lệ việc làm cao (tức tỷ lệ thất nghiệp thấp). Tuy nhiên, ngân hàng trung ương lại không thể tác động trực tiếp tới các mục tiêu này. Đúng là ngân hàng trung ương có thể sử dụng các công cụ của mình