

CHƯƠNG 3

BẤT ỔN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

DẪN NHẬP

Trong năm 2011, chính sách tiền tệ có thể được coi là công cụ chủ đạo chi phối các hoạt động kinh tế của cả nước. Trước diễn biến lạm phát tăng mạnh vào đầu năm, NHNN đã chủ động thực hiện chính sách tiền tệ chặt chẽ, bao gồm các biện pháp tiết giảm cung tiền, nâng mạnh các mức lãi suất chính sách, và nhiều biện pháp hành chính khác để kiềm chế tăng trưởng tín dụng, đặc biệt trong các lĩnh vực phi sản xuất.

Thành công lớn nhất của chính sách tiền tệ trong năm 2011 là đã chặn đứng được đà tăng của lạm phát kể từ sau tháng 8. Tỷ giá VND/USD cũng đã ổn định trở lại. Tuy nhiên, trong năm 2011, một loạt vấn đề xuất hiện trong lĩnh vực tài chính tiền tệ đòi hỏi cần mổ sẻ chi tiết. Cụ thể:

- Chính sách tiền tệ thắt chặt khiến cho tốc độ tăng trưởng cung tiền, huy động và tín dụng đều giảm mạnh.
- Thanh khoản hệ thống ngân hàng căng thẳng. Nhiều thời điểm, lãi suất trên thị trường liên ngân hàng lên đến 30%. Vào cuối năm, để vay trên thị trường ngân hàng, các ngân hàng phải có thế chấp.
- Lãi suất cho vay tăng cao và lớn hơn rất nhiều lãi suất huy động khiến các ngân hàng lãi lớn.
- Tỷ lệ nợ xấu và nợ quá hạn trên tổng dư nợ của hệ thống ngân hàng tăng mạnh.
- Vấn đề sở hữu chéo giữa các ngân hàng và ngân hàng trở thành sân sau của các tập đoàn kinh tế, kể cả Nhà nước lẫn tư nhân, ở mức báo động.

- Chính sách thắt chặt tiền tệ khiến cho thị trường tài sản, cả thị trường chứng khoán và thị trường bất động sản, bị suy giảm nặng nề.
- Tỷ giá tương đối ổn định nhưng thị trường vàng vật chất vẫn tác động mạnh đến tỷ giá trong nước.

Trong bối cảnh nền kinh tế thế giới năm 2011 tương đối thuận lợi cho nền kinh tế Việt Nam thì nguyên nhân gây ra những vấn đề trên chủ yếu đến từ những bất ổn mang tính cơ cấu tích tụ từ nhiều năm trước. Những nguyên nhân chính phải kể đến là: chính sách nới lỏng tiền tệ để kích thích tăng trưởng trong nhiều năm; sự mất cân đối giữa tổng dư nợ tín dụng và tổng huy động hầu như không được giải quyết; và chính sách biến các ngân hàng thương mại (NHTM) nông thôn thành NHTM thành thị.

Trong năm 2011, NHNN đã thực thi nhiều biện pháp để giải quyết những vấn đề trên. Tuy nhiên, bên cạnh những giải pháp có tính căn bản như nâng cao các mức lãi suất chính sách, sử dụng công cụ thị trường mở và tái cấp vốn linh hoạt hơn v.v.. thì NHNN vẫn sử dụng nhiều biện pháp có tính hành chính có tính đối phó như áp trần lãi suất huy động, trần tăng trưởng tín dụng, giới hạn tỷ lệ tín dụng cho các lĩnh vực phi sản xuất v.v... Những giải pháp đối phó có tính ngắn hạn kiểu này trong giai đoạn 2008-2011 đã không giải quyết được gốc rễ của vấn đề, chỉ chuyển từ khó khăn này sang khó khăn khác.

Trong chương này, chúng tôi sẽ cố gắng trình bày mạch lạc các vấn đề trên cũng như các nguyên nhân đằng sau chúng. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân cơ bản của bất ổn trong thị trường tài chính trong năm qua chủ yếu xuất phát từ cơ cấu và mô hình tăng trưởng không phù hợp khi nền kinh tế thị trường của Việt Nam đã tương đối phát triển và hội nhập sâu vào nền kinh tế toàn cầu. Vì lẽ đó, những chính sách tiền tệ mang tính đối phó không thể giải quyết bất ổn một cách bền vững. Những vấn đề cơ cấu tồn tại trong nền kinh tế và hệ thống ngân hàng khiến cho mỗi

khi chính sách tiền tệ thắt chặt thì lãi suất tăng cao, ảnh hưởng đến động năng tăng trưởng và nguy cơ lạm phát đình đốn, hoặc mỗi khi chính sách nới lỏng thì tăng trưởng tín dụng trở nên khó kiểm soát, từ đó làm giảm hiệu lực chính sách tiền tệ.

Vì vậy, chúng tôi cho rằng để ổn định kinh tế vĩ mô cũng như thị trường tài chính thì một mặt chúng tôi cho rằng chính sách tiền tệ trong năm 2012 phải giải quyết các vấn đề trước mắt như vấn đề nợ xấu, đảm bảo cân bằng giữa mục tiêu lạm phát và hỗ trợ tăng trưởng, xây dựng chính sách tỉ giá linh hoạt hơn, và xây dựng thị trường vàng hiện đại. Nhưng mặt khác chúng tôi vẫn tiếp tục nhấn mạnh đến nhu cầu khách quan là phải thay đổi mô hình tăng trưởng, và tái cấu trúc hệ thống ngân hàng tài chính đi kèm với tái cấu trúc các thị trường tài sản (do mối quan hệ và rủi ro chéo giữa các thị trường này).

Cấu trúc của chương này được tổ chức như sau. Trong phần tiếp theo chúng tôi trình bày các vấn đề nổi bật trên thị trường tài chính và tài sản trong năm 2011. Phần 3 sẽ bàn về những thành tựu và hạn chế của chính sách tiền tệ của Việt Nam năm 2011. Và cuối cùng, trong Phần 4, chúng tôi trước hết lý giải những nguyên nhân sâu xa đằng sau những bất ổn tài chính, tiền tệ trong năm 2011, sau đó trình bày những thách thức đặt ra cho chính sách tiền tệ trong năm 2012 và tiếp theo, và đề xuất một số giải pháp có tính gợi ý để vượt qua các thách thức này.

CÁC VẤN ĐỀ NỔI BẬT TRÊN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VÀ TÀI SẢN NĂM 2011

Chính sách tiền tệ thắt chặt giúp CPI giảm tốc

Trong năm 2011, NHNN đã thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt. Tốc độ tăng trưởng cung tiền mở rộng (M2) của cả năm 2011 chỉ khoảng 10,8%, so với mức tăng 33,3% năm 2010 và 29% năm 2009. Tuy nhiên, chính sách thắt chặt tiền tệ có phần tương đối mạnh tay trong nửa đầu 2011. Số liệu của IMF cho thấy, trong sáu tháng đầu năm 2011 tốc độ

tăng M2 chỉ có 3,05%. Do cung tiền thắt chặt nên tốc độ tăng trưởng tín dụng cũng bị giảm mạnh, chỉ ở mức 4,78% trong nửa đầu 2011 và ước khoảng 12% trong cả năm 2011, so với mức tăng 30,9% năm 2010 và 45,3% năm 2009.

Tuy vậy, tốc độ tăng trưởng tín dụng vẫn cao hơn so với tốc độ tăng trưởng huy động, chỉ khoảng 10% năm 2011. Chính vì thực tế này nên tỉ lệ tín dụng trên huy động (LDR) của toàn hệ thống vẫn ở mức rất cao, 110-115%⁸¹. Tỉ lệ này cao hơn rất nhiều các nước trong khu vực, chẳng hạn Thái Lan (95,8%), Malaysia (79,3%), Indonesia (75,5%), Philippines (62,6%) (BMI Report, QIV/2011, tr. 32). Chênh lệch tín dụng - huy động không được cải thiện là nguyên nhân chính khiến mặt bằng lãi suất cho vay tiếp tục duy trì ở mức cao trong cả năm 2011 và kéo sang cả năm 2012, bất chấp lạm phát giảm.

Bảng 3.1. Tăng trưởng cung tiền mở rộng (M2), tổng tín dụng nội địa và tổng huy động của nền kinh tế, 2008-2011

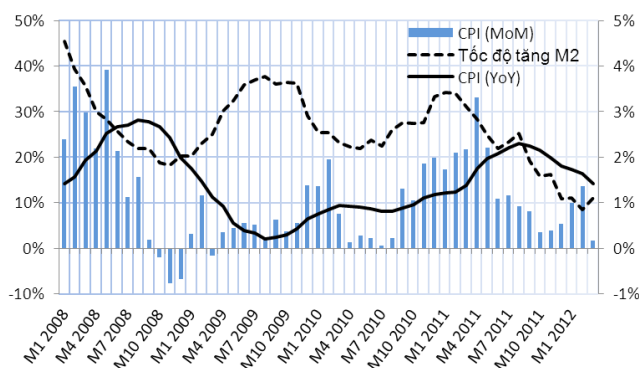
	2008	2009	2010	6 tháng đầu năm 2011	2011 (sơ bộ)
Tăng trưởng cung tiền	20,31%	28,67%	33,3%	3,05%	10,88%
Tăng trưởng tổng huy động	22,84%	27%	36,3%	3,96%	9,89%
Tăng trưởng tín dụng nội địa	27,6%	45,3%	31,86%	4,78%	12%
Tỉ lệ tổng tín dụng nội địa trên tổng huy động (LDR)	1,01	1,13	1,1	1,11	1,12

Nguồn: IMF (2011); số liệu sơ bộ cuối 2011 là công bố của NHNN.

⁸¹Số liệu của IMF và công bố sơ bộ của NHNN chủ yếu khác nhau về khoản mục tăng trưởng tín dụng. Số liệu sơ bộ công bố của NHNN thường không bao gồm các khoản tín dụng thuần cho Chính phủ và chưa ước tính các khoản mục đầu tư khác của các tổ chức tín dụng mà thực chất là các khoản tín dụng, chẳng hạn trái phiếu doanh nghiệp, ủy thác đầu tư, các khoản phải thu khác v.v... Tác giả nghiên cứu này đã ước tính, nếu bao gồm cả các khoản mục này thì số liệu của NHNN công bố về cơ bản gần sát với các số liệu của IMF.

Việc NHNN thắt chặt cung tiền trong năm 2011 đã có tác động rõ rệt đối với tốc độ tăng của CPI vào những tháng cuối của năm 2011. Theo quan sát, tốc độ tăng chỉ số CPI so với cùng kỳ năm trước của Việt Nam có mối quan hệ tương đối chặt chẽ với tăng trưởng cung tiền mở rộng, với độ trễ khoảng sáu đến chín tháng⁸². Đây là nguyên nhân chính khiến cho CPI tính theo năm liên tục giảm từ mức đỉnh 23,02% vào tháng 8/2011 xuống còn 18,13% vào cuối năm khi tốc độ tăng cung tiền M2 bắt đầu xu hướng giảm từ tháng 2/2011.

Hình 3.1. Mối quan hệ giữa M2 và CPI của Việt Nam



Nguồn: TCTK, IMF, và ước tính từ các công bố của NHNN.

Thanh khoản của hệ thống tổ chức tín dụng liên tục căng thẳng

Trong năm 2011, hệ thống tổ chức tín dụng của Việt Nam luôn ở tình trạng căng thẳng thanh khoản, với các biểu hiện như sau:

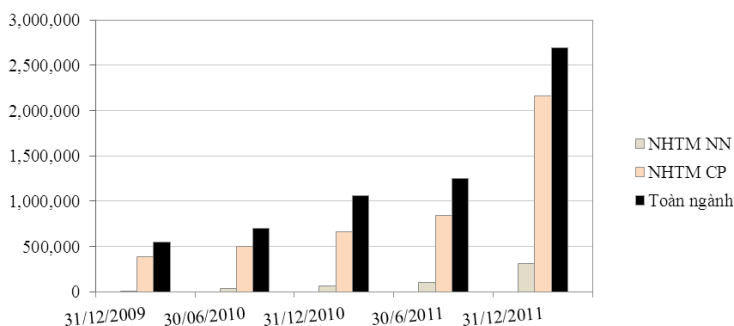
⁸²Bên cạnh yếu tố tiền tệ, CPI của Việt Nam năm 2011 còn bị tác động bởi một số yếu tố chi phí đẩy và điều chỉnh tỉ giá. Cụ thể:

- Giá xăng tăng mạnh. Ngay trong quý đầu năm, giá xăng đã tăng tới gần 30%, từ 16.400đ/lít lên 21.300đ/lít, mặc dù được điều chỉnh giảm vào tháng 8 nhưng mức giảm chỉ có 500đ.
- Giá điện tăng tới 15,28%. Từ 1/3, giá điện đã tăng từ 1.058đ/ kWh lên 1.220đ/ kWh. Do xăng dầu và giá điện nằm ở chi phí đầu vào của hầu hết các ngành sản xuất hàng hóa nên giá thành sản xuất tăng lên làm chi phí đầu ra cũng bị tăng lên theo. Hệ quả là giá cả hàng hóa tăng lên.
- Tỷ giá USD/VND được NHNN điều chỉnh tăng từ 18.932 lên tới 20.693 VND, tương đương tăng 9,3%, cùng với đó là thu hẹp biên độ áp dụng cho tỷ giá của các ngân hàng thương mại từ +/-3% xuống còn +/-1%. Đây là phá giá cao nhất từ trước tới nay. Tỷ giá tăng gây ra nhập khẩu lạm phát từ bên ngoài.

- *Tỉ lệ cho vay/huy động (LDR) vẫn ở mức cao trong năm 2011.* Theo số liệu của IMF, tỉ lệ LDR của Việt Nam đã giảm từ mức 117% vào tháng 1/2011 xuống 109% vào tháng 10/2011. Tuy vậy, mức này vẫn tương đương các mức của năm 2009 và 2010. Nếu tính cả lượng tín dụng mà các tổ chức tín dụng (TCTD) tìm cách lách trần tín dụng (20%) và trần tỉ lệ tín dụng phi sản xuất (16%) thông qua các hình thức khác như đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp, ủy thác đầu tư và các khoản phải thu khác thì tỉ lệ này có thể còn cao hơn nhiều. Hơn nữa, sự mất cân đối giữa tín dụng và huy động chủ yếu xảy ra ở một số NHTM cổ phần yếu kém. Đây là nguyên nhân chính khiến các ngân hàng thuộc nhóm này phải cạnh tranh lãi suất huy động bằng mọi giá.

- *Dòng tiền ra - vào các TCTD bị biến động mạnh.* Do mất cân đối cho vay/huy động khiến một số TCTD trong nhóm yếu kém buộc phải đưa ra các biện pháp cạnh tranh thu hút vốn quyết liệt bằng lãi suất để hút tiền gửi. Đây là nguyên nhân chính khiến cho tiền gửi rút trước kỳ hạn toàn ngành tăng mạnh, đặc biệt vào nửa cuối năm 2011. Tính đến 31/12/2011, doanh số này tăng gần gấp đôi so với cùng kỳ năm 2010.

Hình 3.2. Biến động doanh số tiền gửi rút trước kỳ hạn (tỉ đồng)



Nguồn: Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia.

Các tổ chức tín dụng chủ yếu tập trung cho vay ngắn hạn thay vì dài hạn. Doanh số cho vay tăng gấp hơn hai lần nhưng dư nợ bình quân chỉ tăng 13%. Việc thu hẹp kỳ hạn cho vay giúp TCTD linh hoạt hơn trong việc kiểm soát hạn mức tăng trưởng tín dụng tại thời điểm cuối năm không vượt quá 20%. Doanh số tiền gửi rút trước hạn trong kỳ liên

tục tăng mạnh cùng với kỳ hạn tiền ngắn khiến các TCTD luôn ở trong tình trạng căng thẳng thanh khoản do phải liên tục cân đối kỳ hạn giữa cho vay và huy động.

Nhiều TCTD phụ thuộc vào thị trường liên ngân hàng (TT2)⁸³ khiến lãi suất trên thị trường này tăng mạnh ở nhiều thời điểm. Theo số liệu của Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia, tỉ lệ huy động TT2/Tổng tài sản tăng từ 16% năm 2010 lên 21,3% năm 2011. Có một vài TCTD tỉ lệ này chiếm tới 50% tổng tài sản, huy động TT2 tăng tới 56% so với cùng kỳ 2010. Tỉ lệ huy động TT2/Tổng tài sản tăng mạnh ở nhóm NHTM cổ phần và nhóm ngân hàng liên doanh (NHLĐ), và ngân hàng nước ngoài (NHNNg).

Bảng 3.2. Cơ cấu huy động vốn thị trường I và II so với tổng tài sản (%)

Nhóm TCTD	2011		2010	
	Huy động TT2/TTS	Huy động TT1/TTS	Huy động TT2/TTS	Huy động TT1/TTS
Ngân hàng thương mại nhà nước	11,02%	62,37%	7,57%	63,28%
Ngân hàng thương mại cổ phần	24,98%	56,28%	19,94%	49,90%
Ngân hàng liên doanh, nước ngoài	39,46%	34,65%	25,05%	31,31%
Công ty tài chính, cho thuê tài chính	33,41%	12,66%	31,37%	8,20%
Toàn ngành	21,33%	48,85%	16,06%	51,38%

Nguồn: Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia.

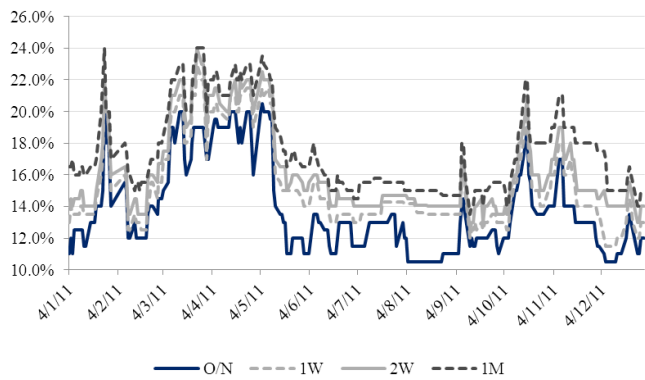
Doanh số giao dịch trên thị trường liên ngân hàng tập trung vào các kỳ hạn ngắn, đặc biệt là giao dịch qua đêm và một tuần, chiếm tới 80% tổng giá trị giao dịch.

Chính vì nhiều TCTD phụ thuộc quá lớn vào thị trường liên ngân hàng nên khi toàn bộ hệ thống tín dụng bị thiếu vốn do NHNN thắt chặt

⁸³Các TCTD thực hiện các hoạt động tín dụng trên hai thị trường. Thị trường 1 (TT1) là thị trường giao dịch giữa các TCTD với các cá nhân và tổ chức doanh nghiệp phi tín dụng. Thị trường 2 (TT2), còn gọi là thị trường liên ngân hàng, là thị trường giao dịch giữa các TCTD với nhau. TT2 là thị trường giúp các TCTD điều hòa thanh khoản. Trong điều kiện bình thường, lãi suất trên TT2 thường dao động xung quanh lãi suất chính sách của NHNN. Xét về xu hướng, khi NHNN thắt chặt tiền tệ, thanh khoản hệ thống tín dụng sẽ căng thẳng hơn, khiến lãi suất trên TT2 tăng trước, kéo theo lãi suất trên TT1 tăng; và ngược lại, khi NHNN nới lỏng tiền tệ, thanh khoản hệ thống tín dụng trở nên dồi dào, khiến lãi suất trên TT2 hạ nhanh, kéo theo lãi suất trên TT1 giảm theo.

cung tiền trong quý I/2011 thì các TCTD này bị buộc phải vay trên thị trường liên ngân hàng với mức lãi suất rất cao, chủ yếu trên 20% trong quý II/2011.

Hình 3.3. Lãi suất VND liên ngân hàng năm 2011



Nguồn: Phòng phát triển, Ngân hàng Quân đội.

Một hiện tượng đáng lưu ý trên thị trường 2 là từ tháng 9 đến cuối năm 2011, thanh khoản của thị trường này đã bị ngưng trệ. Các giao dịch trên thị trường phát sinh chủ yếu giữa các ngân hàng có thanh khoản đảm bảo. Những NHTM yếu kém hầu như không thể vay tiếp được tiền từ các ngân hàng thanh khoản tốt vì đã không thể trả được các khoản vay cũ. Theo Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia, tại thời điểm 31/12/2011 nợ quá hạn trên thị trường 2 đã tăng 94,2% tỉ so với năm 2010. Để vay được tiền trên thị trường liên ngân hàng, các TCTD buộc phải có tài sản thế chấp. Đây là lần đầu tiên trong lịch sử hệ thống tín dụng Việt Nam, các NHTM yêu cầu các NHTM khác phải có thế chấp mới được vay trên thị trường liên ngân hàng. Lý do chủ yếu của hiện tượng này là vì các NHTM yếu kém đã không thể huy động được vốn trên thị trường 1 khi NHNN phạt nặng các hành vi vượt trần huy động lãi suất. Một nguyên nhân quan trọng không kém là nợ xấu vào giai đoạn cuối năm tăng cao, khiến cho các ngân hàng này không thể thu được tiền về để cải thiện thanh khoản.

Lãi suất huy động và cho vay tăng cao, các ngân hàng thương mại vẫn lãi lớn, nhưng có thể không thực chất

Mặc dù NHNN thiết lập trần huy động lãi suất 14% từ cuối 2010 nhưng trong hầu hết năm 2011, ngoại trừ ba tháng, từ tháng 9 tới cuối tháng 11 khi NHNN phạt nặng các TCTD huy động vượt trần, lãi suất huy động của các tổ chức tín dụng đều vượt trần. Cuộc đua lãi suất và giành giật vốn giữa các ngân hàng diễn ra khá gay gắt. Ngân hàng nào cũng phải tăng lãi suất huy động thực tế vì lo sợ tiền gửi sẽ chảy ra các ngân hàng khác. Đường cong lãi suất theo các số liệu niêm yết tại các ngân hàng đã biến thành đường thẳng khi trên thực tế lãi suất ở các kỳ hạn ngắn cao hơn các kỳ hạn dài.

Do lãi suất huy động thực tế tăng cao và do tỉ lệ nợ xấu có xu hướng tăng nên các NHTM đã đẩy lãi suất cho vay tăng cao. Vào cuối năm, mặc dù đã giảm vài điểm phần trăm nhưng lãi suất cho vay các hoạt động sản xuất đến vẫn ở mức gần 20% trong khi lãi suất cho vay tiêu dùng cá nhân hầu hết vẫn ở mức 22-24%. Chênh lệch giữa lãi suất huy động và cho vay đã bị kéo mạnh lên mức 4-5% từ mức thông thường khoảng 3%.

Ngoài khoản huy động với mức cạnh tranh khoảng 16%-19% trong năm 2011, các NHTM được hưởng lợi rất lớn từ chính sách áp trần lãi suất huy động 14% của NHNN. Hầu hết các khoản tiết kiệm nhỏ dưới 100 triệu đều không nhận được “thưởng” từ các NHTM. Phần tiền gửi này chiếm không nhỏ trong tổng giá trị huy động của toàn hệ thống.

Nhờ có khoảng chênh lệch lớn giữa lãi suất cho vay và lãi suất huy động, đặc biệt là nhờ chính sách áp trần lãi suất của NHNN, nên hầu hết các NHTM lớn đều có lợi nhuận năm 2011 lớn hơn năm 2010 bất chấp tốc độ tăng trưởng tín dụng thấp hơn mọi năm. ROE trung bình của tám ngân hàng niêm yết đã tăng từ 18,83% năm 2010 lên 19,68% năm 2011 (xem Bảng 3.3).

Tuy nhiên, cần lưu ý rằng thực chất mức lãi của các NHTM có thể không lớn như vậy. Nếu như các NHTM trích lập dự phòng đầy đủ thì hoàn toàn có thể lợi nhuận của các NHTM sẽ giảm đáng kể. Hầu hết các

ngân hàng có tỉ lệ nợ xấu tăng, nhưng tỉ lệ trích lập dự phòng rủi ro nợ xấu lại có xu hướng giảm. Số dư dự phòng rủi ro tín dụng tại thời điểm cuối năm 2011 bằng 62,81% tổng nợ xấu và so năm 2010 giảm 17,15%. Trường hợp của Habubank là điển hình nhất. Ngân hàng này chỉ báo cáo nợ xấu là 4,69% và vẫn lãi vào cuối 2011, khác hẳn với các số liệu trong tài liệu đề án sáp nhập Habubank vào SHB được công bố, theo đó nợ xấu lên tới 16% và nếu trích lập dự phòng đầy đủ thì Habubank lỗ tới 4.066 tỉ đồng.

Bảng 3.3. Một số chỉ tiêu tài chính của các ngân hàng đang niêm yết, 2010-2011

Ngân hàng	2010			2011		
	NIM	ROA	ROE	NIM	ROA	ROE
ACB	2,69%	1,25%	21,74%	3,44%	1,32%	25,53%
CTG	4,19%	1,12%	22,21%	5,03%	1,40%	25,29%
EIB	3,32%	1,85%	13,51%	3,72%	1,94%	20,46%
HBB	2,41%	1,42%	14,04%	2,46%	0,88%	8,46%
NVB	2,75%	0,81%	9,84%	4,07%	0,85%	6,86%
SHB	3,45%	1,26%	14,98%	3,58%	1,21%	14,73%
STB	3,55%	1,49%	15,55%	4,48%	1,39%	14,40%
VCB	2,96%	1,50%	22,66%	3,98%	1,34%	18,03%
Trung bình	3,37%	1,36%	18,83%	4,18%	1,40%	19,68%

Chú thích: NIM: tỉ lệ lãi biên ròng; ROA: tỉ suất sinh lợi trên tài sản; ROE: tỉ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu. Các chỉ tiêu 2010 tính theo báo cáo hợp nhất; các chỉ tiêu 2011 theo báo cáo tài chính riêng lẻ.

Nguồn: Hồ Bá Tinh, Thời báo Kinh tế Sài Gòn, 9/2/2012.

Tỉ lệ nợ xấu và nợ quá hạn của hệ thống ngân hàng ở mức báo động

Tuy vẫn duy trì được lợi nhuận cao trong năm 2011 nhưng thành quả này của các NHTM Việt Nam không thực sự bền vững. Tỉ lệ nợ xấu, nợ quá hạn trên tổng dư nợ của hầu hết các ngân hàng đều tăng mạnh so với năm trước. Trong khi đó, tỉ lệ trích lập dự phòng nợ xấu lại ít hơn so với năm trước.

Theo NHNN, nợ xấu (nhóm 3,4,5) chung của hệ thống ngân hàng năm 2011 đã tăng mạnh lên mức 3,72% từ mức 2,29% của năm 2010.⁸⁴ Còn theo số liệu của tám NHTM đã công bố báo cáo tài chính riêng lẻ quý IV/2011 thì chỉ có VCB có tỷ lệ nợ xấu giảm nhẹ, còn lại đều có tỷ lệ nợ xấu tăng cao. Riêng Habubank, tỉ lệ nợ xấu tăng mạnh từ 2,39% năm 2010 lên 4,69% năm 2011.

Nợ quá hạn (nhóm 2) của hầu hết các ngân hàng tăng mạnh vào cuối 2011. Dư nợ quá hạn theo báo cáo của các TCTD tại thời điểm 31/12/2011 chiếm 11,09 % tổng dư nợ cho vay và tăng 3,32% so với năm 2010. Trong số các ngân hàng niêm yết thì HBB có tỉ lệ nợ quá hạn tăng nhanh nhất, tương ứng từ 9,86% năm 2010 lên 13,34% năm 2011. Tiếp đến là Vietcombank tăng từ 5,27% năm 2010 lên 8% năm 2011. Chắc chắn một phần nợ quá hạn tại thời điểm cuối năm 2011 sẽ chuyển thành nợ xấu trong năm 2012.

⁸⁴Quyết định số 493/2005/QĐ-NHNN của NHNN (bổ sung, sửa đổi bởi 18/2007/QĐ-NHNN) quy định việc phân nhóm các khoản tín dụng của các tổ chức tín dụng thành năm nhóm như sau:

- Nhóm 1: nợ đủ tiêu chuẩn, bao gồm nợ trong hạn được đánh giá có khả năng thu hồi đủ gốc và lãi đúng hạn và các khoản nợ có thể phát sinh trong tương lai như các khoản bảo lãnh, cam kết cho vay, chấp nhận thanh toán. Nợ Nhóm 1 phải trích lập dự phòng 0%;
- Nhóm 2: nợ cần chú ý, bao gồm nợ quá hạn dưới 90 ngày và nợ cơ cấu lại thời hạn trả nợ. Nợ Nhóm 2 phải trích lập dự phòng 5%;
- Nhóm 3: nợ dưới tiêu chuẩn, bao gồm nợ quá hạn từ 90 ngày đến 180 ngày và nợ cơ cấu lại thời hạn trả nợ quá hạn dưới 90 ngày. Nợ Nhóm 3 phải trích lập dự phòng 20%;
- Nhóm 4: nợ nghi ngờ, bao gồm nợ quá hạn từ 181 ngày đến 360 ngày và nợ cơ cấu lại thời hạn trả nợ quá hạn từ 90 ngày đến 180 ngày. Nợ Nhóm 4 phải trích lập dự phòng 50%;
- Nhóm 5: nợ có khả năng mất vốn, bao gồm nợ quá hạn trên 360 ngày, nợ cơ cấu lại thời hạn trả nợ trên 180 ngày và nợ khoanh chờ Chính phủ xử lý. Nợ Nhóm 5 phải trích lập dự phòng 100%.

Cần lưu ý là cho dù có tiêu chí thời gian quá hạn trả nợ cụ thể để phân loại nợ như trên, tổ chức tín dụng “có đủ khả năng và điều kiện” vẫn có quyền áp dụng phương pháp “định tính”, tức chủ động tự quyết định phân loại bất kỳ khoản nợ nào vào các nhóm nợ rủi ro cao hơn (hoặc thấp hơn) tương ứng với mức độ rủi ro nếu đánh giá khả năng trả nợ của khách hàng suy giảm (hoặc tốt hơn) (Điều 7, QĐ 493). Thường thì các TCTD áp dụng áp dụng phương pháp “định tính” này theo chiều hướng chuyển các khoản nợ ở nhóm cao sang nhóm thấp để giảm trích lập dự phòng.

Bảng 3.4. Nợ quá hạn và nợ xấu toàn hệ thống, 2010-2011

Chỉ tiêu	Năm 2010	Năm 2011
Nợ quá hạn/ tổng dư nợ (%)	7,77%	11,09%
Trong đó		
NHTM nhà nước	10,43%	13,36%
NHTM cổ phần	3,73%	6,43%
NHTM liên doanh, nước ngoài	4,66%	5,76%
Công ty tài chính và cho thuê tài chính	21,06%	40,85%
Nợ xấu/ tổng dư nợ (%)	2,29%	3,72%
Trong đó		
NHTM nhà nước	2,95%	2,16%
NHTM cổ phần	2,30%	1,87%
NHTM liên doanh, nước ngoài	1,86%	1,20%
Công ty tài chính và cho thuê tài chính	34,50%	11,38%

Nguồn: Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia.

Một điểm đáng lưu ý là nợ quá hạn và nợ xấu của nhóm công ty tài chính và cho thuê tài chính ở mức nghiêm trọng, của NHTM nhà nước ở mức báo động. Tỷ lệ nợ quá hạn của các công ty tài chính và cho thuê tài chính năm 2010 đã chuyển thành nợ xấu trong năm 2011. Điều này khiến cho tỷ lệ nợ quá hạn của nhóm này giảm từ 40,85% xuống 21,06%, nhưng tỷ lệ nợ xấu lại tăng từ 11,38% lên 34,5%. Điều nguy hiểm hơn là nợ quá hạn của nhóm NHTM nhà nước ở mức rất cao 10,43%, giảm rất ít từ mức 13,36% năm 2010. Do nợ quá hạn của nhóm này chiếm 61% tổng nợ quá hạn toàn thị trường (trong khi nhóm này chỉ chiếm 50,64% thị phần tín dụng), nên nếu như năm 2012, nợ quá hạn bị chuyển thành nợ xấu thì chất lượng tính thanh khoản của toàn thị trường sẽ bị đe dọa nghiêm trọng.

Mặc dù nợ quá hạn và nợ xấu có xu hướng tăng cao, nhưng tỷ lệ trích lập dự phòng rủi ro nợ xấu lại có xu hướng giảm. Số dư dự phòng rủi ro tín dụng tại thời điểm cuối năm 2011 bằng 62,81% tổng nợ xấu và so năm 2010 giảm 17,15%. Tỷ lệ dự phòng trên nợ xấu và nợ quá hạn tại khu vực NHTM nhà nước và nhóm công ty tài chính và cho thuê tài

chính đều giảm. Nếu thực hiện phân loại nợ và trích lập đủ dự phòng rủi ro theo đúng quy định thì kết quả kinh doanh của nhiều TCTD sẽ sụt giảm mạnh. Không ít tổ chức tín dụng bị thua lỗ, thậm chí thua lỗ nặng. Như vậy, rủi ro mất thanh khoản trong năm 2012 vẫn rất nghiêm trọng.

Một hiện tượng cũng hết sức nghiêm trọng trong năm 2011 là nợ quá hạn tăng mạnh trên thị trường liên ngân hàng. Nợ quá hạn trên thị trường liên ngân hàng tại thời điểm 31/12/2011 tăng 94,24% so với năm 2010 và chiếm 10,84% tổng dư nợ cho vay. Tuy nhiên, nếu loại trừ trường hợp đặc biệt của một ngân hàng nước ngoài có nợ quá hạn chiếm tới 82% nợ quá hạn của toàn ngành, thì nợ quá hạn của nhóm các tổ chức tín dụng trong nước chỉ tăng 17,07% so với năm 2010, trong đó, nợ quá hạn của nhóm NHTM nhà nước tăng 23,97% so với năm 2010 và chiếm 94%.

Cấu trúc sở hữu của hệ thống ngân hàng ngày càng chồng chéo

Vấn đề sở hữu chéo giữa các tổ chức tín dụng ở Việt Nam ngày càng trở nên nghiêm trọng, là một trong những nguyên nhân dẫn đến việc giải ngân vốn dựa trên quan hệ thay vì hiệu quả sử dụng. Sở hữu chéo trong hệ thống ngân hàng Việt Nam có thể chia thành các nhóm sau:

Sở hữu của các NHTM nhà nước và NHTM nước ngoài tại các NHLĐ: Hiện tại có sáu NHLĐ trong hệ thống các tổ chức tín dụng của Việt Nam. Thông thường một ngân NHLĐ được sở hữu bởi một ngân hàng nước ngoài và một ngân hàng trong nước. Chẳng hạn ngân hàng Việt Thái là NHLĐ giữa 3 đối tác lớn: Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn Việt Nam (NHNo&PTNT), Ngân hàng Thương mại Siam của Thái Lan và Tập đoàn Charoen Pokphand (CP) của Thái Lan với tỉ lệ vốn góp tương ứng là 34%, 33% và 33%; ngân hàng Việt Nga là liên doanh giữa Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BIDV) và Ngân hàng VTB (trước là Ngân hàng Ngoại thương Nga Vneshtorgbank) với mức góp vốn điều lệ ngang nhau.

Cổ đông chiến lược nước ngoài tại các NHTM, cả nhà nước lẫn cổ phần: đứng trước nhu cầu thu hút vốn và kỹ năng quản trị từ các

định chế tài chính có kinh nghiệm nước ngoài, NHNN đã có chủ trương khuyến khích các NHTM trong nước tìm kiếm các đối tác nước ngoài làm cổ đông chiến lược. Đến nay, có khoảng 10 NHTM có đối tác chiến lược là các tập đoàn tài chính nước ngoài.

Cổ đông tại các NHTM là các công ty quản lý quỹ: Từ năm 2005 trở lại đây, các quỹ quản lý vốn bắt đầu xuất hiện nhiều ở Việt Nam. Các quỹ này thường đầu tư vốn vào những NHTM cổ phần có tiềm năng phát triển tốt. Chẳng hạn, Vinacapital đầu tư vốn vào Sacombank, VOF đầu tư vào Eximbank, quỹ Dragon đầu tư vào ACB v.v...

Sở hữu của các NHTMN nhà nước tại các NHTM cổ phần: quan hệ sở hữu này hình thành chủ yếu việc yếu kém nghiệp vụ ngân hàng của các NHTM cổ phần trong giai đoạn đầu thành lập cũng như trong giai đoạn khủng hoảng 1997-1998. Hiện tại, có gần tám NHTM cổ phần có quan hệ cổ phần với bốn NHTM nhà nước. Tiêu biểu là Vietcombank, hiện đang sở hữu 11% tại Ngân hàng Quân đội, 8,2% tại Eximbank, 4,7% tại Ngân hàng Phương đông, 5,3% tại Ngân hàng Sài Gòn.

Sở hữu lẫn nhau giữa các NHTM cổ phần: Hiện tượng sở hữu lẫn nhau giữa các NHTM cổ phần cũng khá phổ biến ở Việt Nam hiện nay. Từ những thông tin công bố của các ngân hàng, hiện có ít nhất sáu NHTM cổ phần có cổ đông là một NHTM cổ phần khác. Chẳng hạn, Eximbank hiện sở hữu 10,6% cổ phần tại Sacombank, 8,5% cổ phần tại Ngân hàng Việt Á.

Sở hữu NHTM cổ phần bởi các tập đoàn, tổng công ty nhà nước và tư nhân: trong giai đoạn bùng nổ các NHTM cổ phần và quỹ đầu tư tài chính, rất nhiều tập đoàn và tổng công ty nhà nước đã tham gia góp vốn hình thành các tổ chức tín dụng này. Hiện tại có khoảng gần 40 các doanh nghiệp nhà nước và tư nhân có sở hữu trên 5% tại các NHTM cổ phần. Hơn nữa hầu hết các tập đoàn nhà nước đều có các công ty tài chính. Mối quan hệ giữa NHTM cổ phần với các tập đoàn tư nhân ngày càng trở nên phức tạp. Nhiều ngân hàng có thể được sở hữu bởi rất

nhiều công ty gia đình hoặc các thành viên gia đình vốn đồng thời lãnh đạo ở các doanh nghiệp khác⁸⁵.

Trong các mối quan hệ trên, ba nhóm sở hữu chéo đầu tiên có tính tích cực vì các mối quan hệ này chủ yếu hướng đến việc tăng cường thúc đẩy hoạt động thương mại giữa Việt Nam và quốc tế, nâng cao năng lực quản trị và thúc đẩy việc sử dụng vốn một cách có hiệu quả.

Điều đáng bàn nhất là mối quan hệ thuộc về ba nhóm sau. Khi các NHTMNN là cổ đông lớn của các NHTM cổ phần, các NHTM nhà nước có thể ảnh hưởng đến các ngân hàng thuộc nhóm sau trong việc cung cấp vốn cho các doanh nghiệp nhà nước. Với hai trường hợp các NHTM có cổ đông lớn là các doanh nghiệp, thì rất có thể các NHTM này trở thành sân sau, chuyên huy động vốn từ dân để tài trợ cho các dự án của mình. Mặc dù theo quy định thì các ngân hàng không được cho các cổ đông của mình vay vốn, nhưng các ngân hàng có thể lách quy định này bằng cách cho các công ty con của các doanh nghiệp vay vốn. Tương tự, việc sở hữu chéo giữa các ngân hàng cũng tạo điều kiện để cho các doanh nghiệp sở hữu ngân hàng này có thể dễ dàng vay được vốn từ ngân hàng kia. Như vậy, ba trường hợp sở hữu này đều có nguy cơ dẫn đến việc các NHTM sẽ tiến hành thâm định vốn vay thiếu cẩn trọng. Nếu điều này xảy ra, đây có thể coi là một trong những nguyên nhân quan trọng dẫn đến nợ xấu trong hệ thống các TCTD của Việt Nam hiện nay tăng cao.

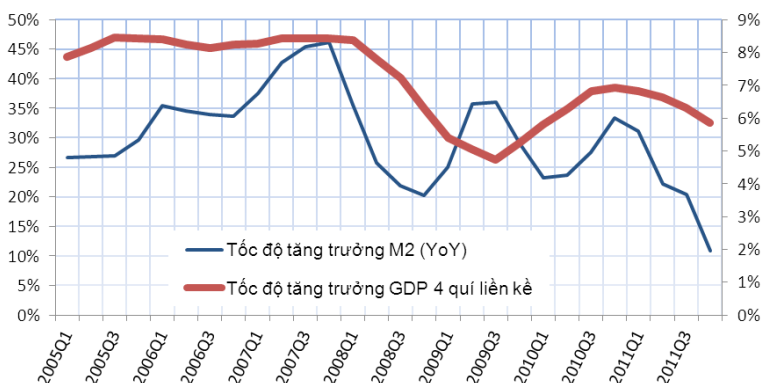
Chính sách thắt chặt tiền tệ khiến cho tăng trưởng kinh tế và thị trường tài sản bị suy giảm mạnh

Chính sách thắt chặt tiền tệ năm 2011 tác động đáng kể đến mục tiêu tăng trưởng của Việt Nam. Mặc dù mục tiêu đã được điều chỉnh

⁸⁵Một ví dụ tiêu biểu cho trường hợp này là trường hợp của ông Đặng Thành Tâm với Ngân hàng Navibank và Ngân hàng Phương Tây. Tuy ông Đặng Thành Tâm chỉ sở hữu 2,97% tại Navibank và không có cổ phần tại Ngân hàng Phương Tây, nhưng ông lại sở hữu gián tiếp cả hai ngân hàng này. Công ty cổ phần Viễn thông Sài Gòn, nơi ông nắm 23,69% và thông qua Tổng công ty phát triển nhà Kinh Bắc (KBC), nơi ông nắm 34,94% cổ phần. Công ty cổ phần viễn thông Sài Gòn trực tiếp sở hữu 9,41% Ngân hàng Phương Tây. Còn KBC đầu tư 483 tỉ đồng tại Công ty cổ phần năng lượng Sài Gòn - Bình Định, vốn chiếm 9,85% vốn sở hữu tại Ngân hàng Phương Tây và 11,93% tại Ngân hàng Navibank.

từ 7,5% hồi đầu năm xuống còn 6% vào giữa năm nhưng kết thúc năm 2011, tăng trưởng GDP chỉ đạt 5,89%. Về tổng thể, tăng trưởng chung thấp hơn năm 2010 nhưng tăng trưởng của các khu vực thành phần là khá đều. Tốc độ tăng trưởng qua các quý cũng chậm hơn những năm trước: quý I tăng 5,57%; quý II tăng 5,67%; quý III tăng 6,07% và quý IV tăng 6,1%. So sánh với bối cảnh năm 2009 cho thấy xu hướng tăng trưởng trở lại chỉ đến từ quý III khi mà có lượng tiền kích cầu rất lớn được đưa ra từ đầu năm 2009. Do chính sách thắt chặt tiền tệ vẫn là chủ đạo trong năm 2012 nên nếu như không có sự đột phá về năng suất hoặc từ nguồn vốn nước ngoài đổ vào thì xu hướng giảm tăng trưởng kinh tế có thể sẽ tiếp diễn đến hết năm 2012 chứ khó có thể sớm hơn.

Hình 3.4. Mối quan hệ giữa cung tiền (M2) và tăng trưởng GDP



Nguồn: TCTK, IMF, và các công bố của NHNN. Tính toán bởi tác giả.

Tác động mạnh nhất của chính sách thắt chặt tiền tệ đối với nền kinh tế là nó đã làm giảm tốc độ tăng trưởng tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng - một thành phần quan trọng của tổng cầu. Nếu trừ yếu tố giá thì tốc độ tăng trưởng tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng tính từ đầu năm so với cùng kỳ năm trước đã giảm mạnh từ mức 9,5% vào đầu năm xuống còn 4,5% vào cuối năm. Do cầu nội địa giảm, lượng tồn kho của các doanh nghiệp tăng mạnh. Số lượng doanh nghiệp phải đóng cửa hoặc phá sản cũng vì thế tăng theo. Cụ thể, theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, trong chín tháng đầu năm 2011 đã có khoảng

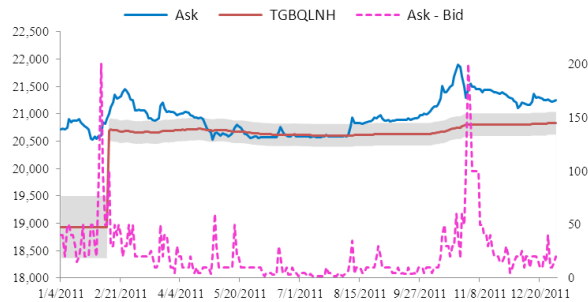
49.000 doanh nghiệp bị phá sản. Còn trong gần ba tháng đầu năm 2012, số doanh nghiệp khó khăn, phải giải thể, tạm ngừng hoạt động tăng 6% và số doanh nghiệp hoàn tất thủ tục giải thể tăng 57% so với cùng kỳ năm trước.

Khi cung tiền thắt chặt, cộng với sự suy giảm của nền kinh tế thực, các thị trường tài sản như bất động sản và chứng khoán cũng đã bị sụt giảm mạnh. Số liệu của CBRE Vietnam (2012) cho thấy giá căn hộ, đất nền, và mặt bằng cho thuê năm 2011 tại Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh đều giảm từ 3-20% so với năm 2010. Tỷ lệ trống trên thị trường văn phòng đã lên đến 28%. Đối với thị trường chứng khoán, VN-Index và HNX-index đã giảm lần lượt là 27,7% và 48,2% trong năm 2011. Vì thị trường bất động sản và thị trường chứng khoán là hai thị trường phụ thuộc mạnh vào kỳ vọng tương lai cũng như vào thanh khoản của dòng vốn nên khi cung tiền bị thắt chặt, các nhà đầu tư sẽ nhìn thấy sự suy giảm của nền kinh tế trong giai đoạn trước mắt cũng như dòng tiền vào thị trường. Chỉ khi nào niềm tin vào sự tăng trưởng của nền kinh tế quay trở lại và hoạt động tín dụng trở lại bình thường thì hai thị trường này mới có thể quay trở lại chu kỳ tăng trưởng.

Tỉ giá USD/VND đã ổn định trở lại nhưng vẫn chịu tác động mạnh từ giá vàng

Việc tỉ giá liên ngân hàng thực tế cuối năm 2011 chỉ tăng nhẹ so với cuối năm ngoái được xem là một thành công trong chính sách tiền tệ năm vừa qua của Chính phủ. Nguyên nhân chính khiến cho tỉ giá bình ổn là do mức chênh lệch rất lớn giữa lãi suất huy động VND và USD. Với mức lãi suất huy động VND thực tế khoảng 16-19% trong hầu hết cả năm trong khi lãi suất USD chỉ ở mức 2-3% thì rõ ràng tính hấp dẫn của việc giữ ngoại tệ đã bị giảm đáng kể.

Hình 3.5. Tỷ giá USD/VND liên ngân hàng năm 2011



Nguồn: NHNN và Phòng Phát triển, Ngân hàng Quân đội.

Một nguyên nhân khác khiến tỷ giá được duy trì ổn định là vì nhập siêu đã được kiểm soát tốt hơn so với các năm trước đó. Trong năm 2011, tổng kim ngạch hàng hóa xuất khẩu ước đạt 96,3 tỉ USD, tăng 33,3% so với năm 2010, đây là mức xuất khẩu kỷ lục, cao nhất từ trước tới nay. Con số này vượt tới 20,4% so với mục tiêu của năm 2011 là 80 tỉ USD. Trong khi đó, tổng kim ngạch hàng hóa nhập khẩu năm 2011 đạt 105,8 tỉ USD, tăng 24,7% so với năm trước. Cũng giống như xuất khẩu, kim ngạch nhập khẩu đã vượt 11,1% so với mục tiêu của năm 2011 là 94 tỉ USD. Như vậy, mức nhập siêu của năm 2011 ước tính đạt 9,5 tỉ USD, giảm gần 25% so với năm trước và bằng 9,9% tổng kim ngạch hàng hóa xuất khẩu. Mức nhập siêu của năm nay là mức thấp nhất trong vòng năm năm qua và là năm có tỷ lệ nhập siêu so với kim ngạch xuất khẩu thấp nhất kể từ năm 2002. Đáng chú ý là trong năm qua, có hai tháng xuất siêu là tháng 6 và tháng 7 do xuất khẩu vàng và các loại kim loại quý khác.

Mặc dù mục tiêu bình ổn tỷ giá đã đạt được trong năm 2011 nhưng vẫn còn hiện tượng tỷ giá liên ngân hàng vượt trần trong hầu hết thời gian năm 2011. Ngoài ra, thị trường vàng vẫn chưa thực sự được tổ chức tốt. Giá vàng trong nước thường xuyên cao hơn giá vàng thế giới. Sự chênh lệch này đã kích thích nhập lậu vàng, khiến cho tỷ giá tự do nhiều khi vượt xa tỷ giá liên ngân hàng, tác động xấu đến việc điều hành tỷ giá của NHNN.

CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ CỦA NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC NĂM 2011: NHỮNG THÀNH TỰU VÀ HẠN CHẾ

Đối mặt với tình trạng bất ổn kinh tế vĩ mô năm 2011 như mô tả ở trên, NHNN đã thực thi một loạt các chính sách trên tinh thần Nghị quyết 11, ban hành ngày 24/2/2011 của Chính phủ. Dưới đây là những thành tựu và hạn chế của chính sách tiền tệ theo đánh giá của chúng tôi.

Những thành tựu của chính sách tiền tệ năm 2011

Chính sách thắt chặt tiền tệ được thực hiện kiên định và nhất quán

Trong năm 2011, thành tựu nổi bật nhất của chính sách tiền tệ là NHNN và Chính phủ đã kiên định theo đuổi chính sách tiền tệ thắt chặt. Để theo đuổi chính sách này, Thống đốc NHNN Nguyễn Văn Bình gần đây đã thẳng thắn thừa nhận lạm phát cao trong thời gian vừa qua chủ yếu bắt nguồn từ nguyên nhân tiền tệ thay vì đổ tại các nguyên nhân “khách quan” khác. Chính nhờ dám “nhìn thẳng vào sự thật” như vậy nên NHNN đã kiên định mục tiêu thắt chặt tiền tệ để kiềm chế lạm phát cho đến hết quý IV/2011 và dự định kéo dài sang cả năm 2012, bất chấp những khó khăn về vốn của khu vực NHTM và doanh nghiệp.

Chính sách tỉ giá có phần linh hoạt hơn

Mặc dù Việt Nam vẫn theo chế độ neo tỉ giá có điều chỉnh (crawling peg), nhưng khác với cách điều hành của các năm trước, tỉ giá trung tâm đã được NHNN điều chỉnh thường xuyên hơn theo xu hướng của thị trường. Tuy những điều chỉnh này chưa thực sự bám sát mức biến động của thị trường nhưng phần nào làm cho sức ép phải điều chỉnh mạnh như những năm trước được giải toả. Hơn nữa, NHNN cũng đã chủ động hơn trong việc mua và bán ngoại tệ từ quỹ dự trữ ngoại hối quốc gia để đảm bảo tỉ giá không bị biến động quá mạnh. Những điều chỉnh chính sách điều hành ngoại tệ như vậy đã góp phần giúp cho tỉ giá cuối năm trở về mức tương đương so với khi NHNN phá giá mạnh đồng nội tệ vào đầu tháng 2/2011.

Một số biện pháp hành chính giúp cho dòng vốn đi đúng hướng

Thông thường khi thắt chặt tiền tệ đột ngột, nếu NHNN không xử lý khéo, rất dễ dẫn đến hiện tượng mất thanh khoản trong hệ thống các tổ chức tín dụng, khiến việc luân chuyển dòng vốn bị ngưng trệ, doanh nghiệp tốt cũng như xấu không thể tiếp cận được nguồn vốn. Trong trường hợp này sản xuất sẽ bị sụt giảm rất mạnh, nền kinh tế có thể tăng trưởng âm.

Để tránh tình trạng này, trong năm 2011, NHNN đã làm việc chặt chẽ với các TCTD để hướng dòng vốn đi vào khu vực sản xuất, nông nghiệp, và xuất khẩu. Những cuộc họp thường xuyên, định kỳ của NHNN với nhóm 12 ngân hàng lớn cũng giúp hai bên hiểu được nhau tốt hơn. Nhờ những biện pháp có hơi hướng hành chính này mà dòng vốn đã đến được những doanh nghiệp trong khu vực nông lâm nghiệp và xuất khẩu, giúp cho tăng trưởng ở khu vực nông nghiệp đạt mức cao so với các năm gần đây. Xuất khẩu cũng đã tăng trưởng vượt bậc, góp phần cải thiện cán cân thanh toán của nền kinh tế.

Một số bất cập của chính sách tiền tệ trong năm 2011

Các biện pháp hành chính được duy trì quá dài và cứng nhắc

Trong năm 2011, NHNN đã áp dụng một loạt các biện pháp hành chính song hành với công cụ truyền thống chính là các mức lãi suất chính sách để kiểm soát cung tiền. Các biện pháp hành chính tiêu biểu ở đây là:

- Áp đặt mức trần lãi suất huy động 14% cho các khoản tiền gửi đồng Việt Nam các kỳ hạn từ một tháng trở lên.
- Áp đặt mức trần lãi suất huy động 6% cho các khoản tiền gửi đồng Việt Nam các kỳ hạn dưới một tháng.
- Áp đặt mức trần lãi suất huy động 2% cho các khoản tiền gửi ngoại tệ.
- Áp đặt trần tăng trưởng tín dụng 20% năm 2011 cho tất cả các tổ chức tín dụng.

- Áp đặt tỉ lệ cho vay phi sản xuất dưới 16% cho tất cả các tổ chức tín dụng.

Thực tế cho thấy các biện pháp hành chính nói trên chỉ có tác dụng trong ngắn hạn. Sau một thời gian, khi tiếp tục phải đương đầu với các khó khăn về thanh khoản các TCTD đã tìm mọi cách để vượt rào và tìm cách che đậy các hành vi vượt rào bằng các nghiệp vụ kế toán.

Chẳng hạn, với chính sách áp trần lãi suất huy động, các TCTD đã dùng nhiều hình thức thường, các hình thức ủy thác khác nhau, hay thậm chí chấp nhận chủ động chịu phạt do trả lãi cho người gửi tiền chậm để lách trần. Với chính sách trần tăng trưởng tín dụng, các TCTD áp dụng các hình thức ủy thác đầu tư hoặc mua trái phiếu doanh nghiệp hoặc dùng nghiệp vụ kế toán đưa vào mục “phải thu khác” để vượt trần. Còn với chính sách hạn chế tỉ lệ tín dụng trong lĩnh vực phi sản xuất 16%, các TCTD cũng dùng các thủ thuật mua trái phiếu doanh nghiệp, ủy thác đầu tư, ký quỹ, đặt cọc, tài sản có khác, v.v... để lách.

Việc áp đặt cứng nhắc tỉ lệ cho vay phi sản xuất khiến cho nguồn tín dụng cho khu vực bất động sản và chứng khoán bị giảm đột ngột. Biện pháp “hạ cánh cứng” này khiến cho hai thị trường tài sản này từ chỗ suy giảm chuyển thành “đóng băng”. Nợ xấu của hệ thống tín dụng vì vậy tăng mạnh. Việc mất thanh khoản của thị trường bất động sản cũng khiến cho lượng hàng tồn kho tại các doanh nghiệp bất động sản và cung ứng vật liệu xây dựng tăng mạnh, làm cho sản xuất của nền kinh tế bị rơi vào trì trệ.

Như vậy, các biện pháp hành chính rất khó có khả năng giám sát trong một thời gian dài, và khi cố gắng áp đặt thì luôn gây ra những hệ quả tiêu cực không lường trước được. Việc duy trì các biện pháp này không những không giúp cho NHNN đạt được mục tiêu của mình mà còn gây ra rủi ro đạo đức cho toàn bộ thị trường tài chính. Trong khi đây phải là lĩnh vực mà các tiêu chí trung thực và minh bạch đặt lên hàng đầu thì các biện pháp này vô hình chung đã “khuyến khích” các TCTD làm sai lệch sổ sách, che giấu số liệu. Việc này không những gây tổn kém cho cả các TCTD và khách hàng, mà còn gây ra những khó khăn

nhất định cho NHNN trong việc giám sát rủi ro hệ thống do số liệu được cung cấp cho NHNN không thật.

Chính sách về vàng kém hiệu quả

Trong năm 2011, NHNN vẫn chưa có những biện pháp có hiệu quả để khơi thông được dòng vốn dưới dạng vàng vật chất, mà theo ước tính của NHNN lên đến 300-500 tấn, để phục vụ mục đích kinh tế. Để người dân bớt tích trữ vàng, NHNN đưa ra các biện pháp ban hành Thông tư 11/2011/TT-NHNN quy định các NHTM chấm dứt huy động cũng như cho vay vàng vật chất. Vô hình chung chính sách này khiến cho lượng vốn dưới dạng vàng của dân bị mất liên thông với hệ thống tín dụng của nền kinh tế. Tuy nhiên, trước động thái này, các ngân hàng đã đưa ra nhiều hình thức để lách quy định này của NHNN như thay vì huy động, các NHTM “giữ hộ” vàng có trả lợi tức. Vàng huy động được các NHTM sử dụng vào mục đích thế chấp, đặt cọc, ký quỹ, v.v... mà thực chất cũng là hoạt động tín dụng.

Các biện pháp ngăn chặn ảnh hưởng của giá vàng đến tỉ giá USD/VND cũng tỏ ra không có hiệu quả. Việc cho phép năm NHTM tham gia bán vàng miếng vào tháng 11 để kéo giá vàng trong nước về sát với giá vàng quốc tế không thực sự thành công. Mặc dù trong thời gian đầu, giá vàng miếng trong nước chỉ còn chênh hơn vàng quốc tế khoảng 500.000 đồng nhưng trạng thái này chỉ duy trì được một thời gian. Sau khoảng 1 tháng, giá vàng trong nước lại quay trở về mức cao hơn giá vàng quốc tế từ 2-3 triệu đồng/lượng. Sự chênh lệch giá vàng lớn giữa trong và ngoài nước dẫn đến hiện tượng nhập vàng lậu qua biên giới. Khi điều này xảy ra, sẽ dẫn đến hiện tượng gom ngoại tệ, khiến tỉ giá trên thị trường tự do tăng mạnh. Người dân khi đó sẽ găm giữ ngoại tệ, gây ảnh hưởng đến tỉ giá liên ngân hàng.

Chính sách tỉ giá vẫn chưa gắn kết được tỉ giá tự do với tỉ giá liên ngân hàng

Mặc dù tỉ giá năm 2011 được coi là khá ổn định nhưng NHNN vẫn chưa thành công trong việc làm cho tỉ giá tự do diễn biến theo tỉ giá liên ngân hàng. Khi có tác động của giá vàng hoặc khi nền kinh tế bất ổn, tỉ

giá tự do thường cao hơn đáng kể so với tỉ giá liên ngân hàng. Mặc dù NHNN đã áp dụng nhiều biện pháp hành chính để ngăn chặn các hoạt động mua bán ngoại tệ trái phép trên thị trường tự do nhưng về cơ bản các biện pháp này chỉ duy trì được trong một thời gian ngắn. Nhu cầu của người dân trong việc mua bán ngoại tệ trên thị trường tự do rất lớn, không thể dẹp bỏ thị trường tự do.

NHỮNG THÁCH THỨC ĐẶT RA CHO NĂM 2012 VÀ TIẾP THEO: GỢI Ý CÁC GIẢI PHÁP

Mặc dù NHNN đã có những can thiệp trong năm 2011 và đã gặt hái được những thành công nhất định trong việc kiềm chế lạm phát và bình ổn tỉ giá nhưng những vấn đề cốt lõi của thị trường tài chính, tiền tệ vẫn còn tồn tại. Tỉ lệ nợ xấu, nợ quá hạn trên tổng dư nợ vẫn tiếp tục tăng; thị trường bất động sản vẫn đóng băng; nền kinh tế có nguy cơ rơi vào suy giảm, trong khi lạm phát vẫn còn ở mức cao; vấn đề hai tỉ giá, sự chênh lệch giữa tỉ giá thị trường tự do và tỉ giá liên ngân hàng, vẫn luôn thường trực; nguồn vàng trong dân vẫn chưa được khơi thông, v.v...

Những hiện tượng xảy ra trên thị trường tiền tệ, tài chính, và ngân hàng trong năm 2011 như mô tả ở trên có mối quan hệ lẫn nhau. Chẳng hạn, hiện tượng cung tiền giảm là nguyên nhân chủ chốt dẫn đến căng thẳng thanh khoản, đẩy lãi suất lên cao, tăng trưởng của nền kinh tế bị suy giảm. Tỉ giá được ổn định cũng một phần là nhờ lãi suất VND được đẩy lên cao, khiến cho nhu cầu giữ ngoại tệ của người dân giảm đi. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng những hiện tượng đề cập ở trên đều bắt nguồn từ những nguyên nhân sâu xa hơn, cụ thể, từ ba nguyên nhân chính: (i) sách mở rộng cung tiền trong quá khứ; (ii) cơ cấu nguồn vốn không hợp lý, và (iii) từ việc chuyển quá nhanh các ngân hàng hoạt động ở khu vực nông thôn lên khu vực thành thị. Việc tìm hiểu các nguyên nhân sâu xa này sẽ là cơ sở để chúng tôi đề xuất các chính sách giải quyết triệt những vấn đề trên thị trường tài chính, tiền tệ còn tồn tại trong năm 2012 và các năm tiếp theo.

Những nguyên nhân sâu xa đằng sau các bất ổn tiền tệ năm 2011

Chính sách cung tiền mở rộng kích thích tín dụng

Nguyên nhân chính của những bất ổn trong năm 2011 xuất phát từ việc “phanh gấp” cung tiền để kiềm chế lạm phát trong bối cảnh tốc độ tăng trưởng cung tiền và tốc độ tăng trưởng tín dụng luôn được duy trì ở mức rất cao trong những năm trước đó.

Theo số liệu của IMF, tốc độ tăng trưởng cung tiền, tín dụng và huy động bình quân hàng năm trong giai đoạn 2006-2010 là 32,5%, 35,5%, và 34,6%. Ngoại trừ sáu tháng cuối năm 2008, NHNN luôn duy trì lãi suất tái cấp vốn ở mức khá thấp, từ 5-7,5%, trong cả giai đoạn 2005-2009, khiến cho mặt bằng lãi suất huy động của các ngân hàng được duy trì ở mức thấp tương ứng, từ 7-8,5% trong giai đoạn này. Đây chính là nguyên nhân khiến cho tín dụng của nền kinh tế bùng nổ.

Nền kinh tế Việt Nam phải duy trì mức tăng trưởng cung tiền cao trong những năm trước lại có căn nguyên từ mô hình tăng trưởng dựa quá nhiều vào đầu tư. Cụ thể, để có được mức tăng trưởng GDP trung bình hàng năm 7,5% trong giai đoạn 2001-2005 và 6,9% trong giai đoạn 2006-2010, Việt Nam đã cần lượng vốn đầu tư trung bình tương ứng là 39,1% và 42,7%. Nhu cầu đầu tư lớn trong khi tiết kiệm lại có xu hướng giảm nên nền kinh tế bắt buộc phải dựa vào chính sách nới lỏng tiền tệ. Do khả năng hấp thụ vốn đầu tư kém, chủ yếu đến từ hiệu quả đầu tư công thấp và hoạt động yếu kém của khu vực DNNN, nên đã tạo ra hiện tượng dư thừa tiền trong nền kinh tế, gây áp lực lạm phát.

Khi tiền được đưa vào lưu thông quá nhiều, mức giá cả chung sẽ tăng mạnh sau khoảng 6-9 tháng. Đó là điều đã xảy ra với nền kinh tế Việt Nam từ giữa 2007 đến 2008 và từ năm 2010 đến hết 2011. Để đối phó với lạm phát, cách hiệu quả nhất là NHNN giảm mạnh cung tiền và tăng mạnh lãi suất điều hành. NHNN đã thực hiện chính sách này trong năm 2008 và năm 2011. Nhưng khi điều này diễn ra, thanh khoản của hệ thống ngân hàng gặp khó. Các doanh nghiệp, do trước đây đã đầu tư quá nhiều nên xuất hiện nhiều công trình dở dang, không thể ngừng, và do

vậy không thể cắt giảm huy động tín dụng lập tức. Nhu cầu tín dụng vì vậy tiếp tục ở mức cao bất chấp lãi suất cao. Trong khi đó, do cung tiền bị thắt chặt nên huy động từ dân cư không thể tăng được ở mức tương ứng. Kết quả là tỉ lệ cho vay/huy động của toàn hệ thống các tổ chức tín dụng tiếp tục ở mức cao. Vì lẽ đó, lãi suất cho vay tiếp tục duy trì ở mức cao ngay cả khi lạm phát có dấu hiệu giảm như từ cuối 2011 tới nay.

Cơ cấu nguồn vốn không hợp lý

Cơ cấu nguồn vốn không hợp lý một phần bắt nguồn từ chính sách tiền tệ nói lỏng các năm trước. Khi những đồng tiền giá rẻ có sẵn trên thị trường, các doanh nghiệp sẽ kỳ vọng tương lai tiếp tục “tươi đẹp” như hiện tại. Vì thế, các doanh nghiệp có xu hướng đầu tư mạnh phát triển các dự án trong lĩnh vực bất động sản, khu công nghiệp, v.v... Mặt khác, do rất nhiều ngân hàng thực chất là “sân sau” của các doanh nghiệp kinh doanh bất động sản, phát triển cơ sở hạ tầng, nên việc cho vay bất động sản, phát triển cơ sở hạ tầng chiếm tỉ trọng rất lớn ở các ngân hàng này. Cơ cấu nguồn vốn vì vậy bị phân bổ không hợp lý giữa cho vay ngắn hạn và cho vay dài hạn; giữa cho vay đầu tư trong lĩnh vực bất động sản và cho vay đầu tư sản xuất.

Việc phải dựa quá nhiều vào tín dụng ngân hàng để phát triển cơ sở hạ tầng cũng là nguyên nhân khiến cho cơ cấu nguồn vốn không hợp lý. Do thị trường vốn chưa phát triển kịp trước nhu cầu tăng trưởng “nóng” của nền kinh tế, gánh nặng về vốn đổ dồn về thị trường tín dụng khiến cho các TCTD đã phải sử dụng vốn huy động ngắn hạn từ dân cư để tài trợ cho các dự án trung và dài hạn.

Trong giai đoạn tiền tệ mở rộng, việc huy động vốn trên thị trường liên ngân hàng khá dễ dàng, nên các ngân hàng nhóm này luôn có thể huy động vốn trên thị trường 2 để tài trợ cho các dự án bất động sản và cơ sở hạ tầng. Tuy nhiên, khi chính sách tiền tệ đột ngột bị thắt chặt, thanh khoản của toàn hệ thống trở nên khó khăn. Các ngân hàng cho vay trung và dài hạn quá nhiều, chủ yếu tài trợ cho các dự án bất động sản và khu công nghiệp, bị mất cân đối nguồn vốn trầm trọng. Một mặt các ngân hàng này không thể thu hồi vốn được từ các khoản cho vay

bất động sản, mặt khác việc vay vốn trên thị trường liên ngân hàng gặp khó khăn, khiến cho thanh khoản của các ngân hàng này bị căng thẳng nghiêm trọng.

Như vậy, cơ cấu nguồn vốn không hợp lý, mà nguyên nhân chính là do cung tiền mở rộng trước đó và do cơ chế sở hữu chéo tại các NHTM, là những nguyên nhân chính khiến các ngân hàng “yếu kém” buộc phải tăng lãi suất huy động lên rất cao để thu hút nguồn vốn từ thị trường 1. Chúng cũng là nguyên nhân khiến cho nợ xấu, nợ quá hạn tăng mạnh tại hệ thống các tổ chức tín dụng khi thị trường bất động sản trở nên đóng băng.

Chuyển đổi quá nhanh các ngân hàng nông thôn thành ngân hàng thành thị

Trước nhu cầu huy động vốn tăng cao để đáp ứng đòi hỏi tăng trưởng chung của toàn bộ nền kinh tế, trong giai đoạn 2005-2007, NHNN đã chấp nhận cho phép 13 ngân hàng được chuyển đổi từ mô hình nông thôn lên thành thị. Các ngân hàng này trước khi chuyển đổi, vốn điều lệ chỉ có khoảng vài chục đến vài trăm tỉ đồng. Tuy nhiên, theo yêu cầu vốn điều lệ tối thiểu 3000 tỉ vào năm 2011, các NHTM này đã buộc phải tăng vốn chủ sở hữu lên 10-20 lần chỉ trong vòng chỉ 5 năm⁸⁶.

Hậu quả của việc phải phát triển với tốc độ cực nhanh của nhóm các ngân hàng này là chúng phải tăng trưởng tài sản bằng mọi giá để tương ứng với lượng vốn chủ sở hữu tăng thêm. Do trình độ quản trị của các ngân hàng này không theo kịp với đà tăng tài sản nên dẫn đến việc chất lượng tín dụng của các ngân hàng này kém. Một lý do khác khiến cho chất lượng tín dụng ở các ngân hàng này kém là vì chúng thường là “sân sau” của các tập đoàn, cả nhà nước lẫn tư nhân, vì để tăng vốn chủ sở hữu lớn như vậy các ngân hàng này buộc phải dựa vào vốn đóng góp của chính các tập đoàn này. Một vấn đề khác nảy sinh khi tốc độ tăng vốn chủ sở hữu quá nhanh của nhóm ngân hàng này là chính các tập

⁸⁶ Chẳng hạn, ngân hàng Đại Dương được chuyển đổi từ NHTMC cổ phần Nông thôn Hải Hưng từ tháng 1/2007. Tháng 6/2007 ngân hàng này đã tăng vốn điều lệ lên 1000 tỉ đồng, gấp 5,6 lần so với năm 2006. Ngân hàng này tiếp tục tăng vốn điều lệ lên 2.000 tỉ đồng vào năm 2009, 4.000 tỉ vào năm 2010, và 5.000 tỉ vào năm 2011.

đoàn đằng sau các ngân hàng này cũng phải vay vốn từ các ngân hàng khác để đáp ứng yêu cầu. Hệ quả là vốn vay của các tập đoàn bị sử dụng sai mục đích. Đây là một trong những nguyên nhân chủ chốt khiến cho nợ xấu, nợ quá hạn dấy dậy trong toàn bộ hệ thống các tổ chức tín dụng của Việt Nam. Vì lẽ đó, việc khoanh lại nhóm các ngân hàng yếu kém để tái cấu trúc không dễ dàng chút nào.

Khuyến nghị chính sách cho năm 2012 và tiếp theo

Giải quyết nợ xấu, nợ quá hạn để ổn định thanh khoản hệ thống ngân hàng

Giải quyết nợ xấu, nợ quá hạn

Thách thức lớn nhất trong năm 2012 là giải quyết được vấn đề nợ xấu, nợ quá hạn trong hệ thống các TCTD để ổn định thanh khoản toàn hệ thống. Để thực hiện việc làm sạch các khoản nợ xấu và nợ quá hạn của hệ thống các tổ chức tín dụng, rõ ràng Việt Nam cần phải có một dòng vốn ‘sạch’ tương đối lớn từ bên ngoài bơm vào, ước tính lên đến 250-300 nghìn tỉ (tương ứng với tỉ lệ nợ xấu, nợ quá hạn khoảng 10-12% tổng dư nợ). Dòng vốn này có thể đến từ nước ngoài hoặc từ ngân sách nhà nước.

Nguồn vốn trong nước có thể hình thành từ việc có thể thành lập hoặc cho phép thành lập các doanh nghiệp mua lại các khoản nợ quá hạn tại các ngân hàng trực thuộc NHNN. Những khoản nợ quá hạn kém mà nhiều khả năng khó có thể thu hồi được có tính chất tương tự nợ xấu sẽ được các NHTM lựa chọn để bán cho các doanh nghiệp mua bán nợ này.

Hiện nay chúng ta có Công ty mua bán nợ và tài sản tồn đọng của doanh nghiệp (DATC) thuộc Bộ Tài chính. Chính phủ có thể thành lập thêm công ty mua bán nợ hoặc cấp thêm nguồn vốn mới cho DATC để thực hiện một phần nhiệm vụ mua lại nợ xấu của hệ thống các tổ chức tín dụng. Tuy nhiên, để không làm tăng cung tiền cũng như làm tăng bội chi ngân sách thì nguồn vốn bổ sung này sẽ không phải là nguồn vốn phát hành trái phiếu vay NHNN mà từ việc phát hành một loại trái phiếu đặc biệt với thời hạn ba đến năm năm để huy động tiền dư thừa

từ các NHTM. Để cho nguồn trái phiếu này không ảnh hưởng đến thâm hụt ngân sách thì việc trả nợ loại trái phiếu này nên phải là từ việc cắt giảm các khoản chi của ngân sách nhà nước, đặc biệt là các khoản chi thường xuyên.

Theo các số liệu của Tổng cục Thống kê và Bộ Tài chính, chi thường xuyên hiện nay đã tăng từ mức khoảng 16-17% GDP trong giai đoạn 2000-2005, lên xấp xỉ 20-21% GDP trong những năm gần đây. Nếu có thể giảm dần tỉ lệ này xuống về quanh mức cũ như đã thực hiện được trong giai đoạn từ 2000-2005, thì NSNN sẽ dôi ra được khoảng 3% GDP, tức khoảng 70 nghìn tỉ đồng. Đây là một khoản tiền tương đối lớn để đóng góp vào quỹ mua bán nợ xấu, nợ quá hạn của hệ thống tín dụng.

Tuy nhiên, ngay cả khi có thể giảm chi thường xuyên để được khoản tiền trên thì con số này mới chỉ chiếm khoảng 25-30% số nợ xấu và nợ quá hạn mà hệ thống tín dụng hiện nay phải giải quyết. Trong khi nguồn lực của các doanh nghiệp trong nước rất hạn chế thì để có thêm nguồn tiền mới, không còn cách nào khác là phải tạo điều kiện cho các doanh nghiệp nước ngoài vào thành lập các doanh nghiệp mua bán nợ. Nếu không huy động được nguồn vốn từ nước ngoài vào việc xử lý nợ xấu, nợ quá hạn thì quá trình này sẽ kéo dài, khiến cho mặt bằng lãi suất khó có thể hạ được. Nền kinh tế sẽ bị đình đốn kéo dài, càng khiến cho số nợ xấu tăng mạnh.

Tất nhiên, không nhất thiết phải huy động đến hàng chục tỉ USD từ nước ngoài để mua lại toàn bộ nợ quá hạn và nợ xấu còn lại của hệ thống ngân hàng. Chỉ cần một phần trong số đó được đưa vào nền kinh tế cũng sẽ tạo ra được những kích thích đáng kể, giúp cho dòng vốn trong nền kinh tế được khơi thông. Nhiều doanh nghiệp sẽ hồi sinh trở lại, làm ăn có lãi và có thể trả lại được các khoản nợ quá hạn, làm cho tỉ lệ nợ quá hạn hiện nay giảm đi đáng kể.

Cải thiện tỉ lệ cho vay/huy động về mức dưới 100%

Thanh khoản hệ thống tổ chức tín dụng tiếp tục thiếu bền vững nếu như tỉ lệ cho vay/huy động trên thị trường 1 vẫn tiếp tục cao như hiện nay.

Tình trạng này không thể cải thiện một sớm một chiều. Khi tăng trưởng tín dụng bị giảm, tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế cũng bị giảm theo, khiến cho tiền trong dân tăng chậm, kéo theo tốc độ tăng trưởng huy động cũng bị giảm. Như vậy, để cải thiện tỉ lệ này, mấu chốt vẫn là thay đổi cấu trúc nền kinh tế để tăng năng suất để có thể sản xuất được nhiều hàng hoá hơn với lượng vốn ít hơn. Quá trình này khiến cho tỉ lệ tiết kiệm so với đầu tư trong nền kinh tế ngày càng tăng lên.

Huy động tăng chậm còn có nguyên nhân từ sự mất cân đối kỳ hạn do áp dụng trần lãi suất huy động. Khi trần lãi suất huy động được duy trì, các NHTM sẽ thường xuyên vượt trần. Và vì các khoản tiền gửi vượt trần lãi suất cao thường chỉ duy trì trong một đến ba tháng nên các NHTM không thể huy động được vốn cho các khoản vay trung và dài hạn. Chỉ khi trần lãi suất được dỡ bỏ, các ngân hàng thương mại công khai công bố các lãi suất kỳ hạn khác nhau có tính cạnh tranh thì người gửi tiền mới quyết định các kỳ hạn gửi và lựa chọn dài hạn ở một ngân hàng nào đó.

Đảm bảo thanh khoản thị trường 2

Việc xảy ra nợ xấu trên thị trường 2 khiến các TCTD yêu cầu phải có thể chấp là một tiền lệ xấu đối với hệ thống các TCTD ở Việt Nam. Bởi thị trường 2 là thị trường thanh khoản nên các quan hệ giữa các TCTD buộc phải là quan hệ dựa trên chữ tín để đảm bảo rằng các ngân hàng gặp khó khăn về thanh khoản có thể được đáp ứng ngay tức thì.

Để giải quyết tình trạng này, NHNN cần có quy chế để loại bỏ những ngân hàng yếu kém ra khỏi hoạt động trên thị trường liên ngân hàng để đảm bảo rằng các khoản vay ở đây chỉ dựa trên tín chấp (no collateral). Các hoạt động vay giữa các TCTD có thể chấp nên là các hoạt động repo chứ không phải là hoạt động trên thị trường liên ngân hàng. NHNN cũng có thể hỗ trợ các ngân hàng mất thanh khoản bằng nguồn tiền thu lại từ tín phiếu phát hành cho các ngân hàng thừa thanh khoản.

Ngoài ra, để giúp các NHTM yếu kém ít phải phụ thuộc vào thị trường 2, giải pháp mấu chốt vẫn là dỡ bỏ trần lãi suất huy động. Khi

trần lãi suất huy động còn, các ngân hàng nhỏ sẽ khó huy động, và tiếp tục phụ thuộc vào thị trường liên ngân hàng.

Cân bằng giữa thúc đẩy tăng trưởng, chống lạm phát và chống bong bóng thị trường tài sản

Sự thu hẹp sản xuất trong năm 2012 là điều khó tránh khỏi khi lãi suất cho vay chưa thể giảm ít nhất cho đến giữa 2012. So sánh với năm 2009, tăng trưởng chỉ hồi phục mạnh vào quý III khi có gói kích cầu được thực hiện từ đầu 2009. Với năm 2012, để tránh lặp lại sai lầm kích cầu năm 2009, Chính phủ không nên mạo hiểm kích cầu dù là bỏ tiền ngân sách để mua nhà công vụ. Vì lẽ đó, ngay cả khi NHNN có chủ trương đẩy mạnh tín dụng từ quý II trở đi, nhưng với mức lãi suất cho vay vẫn cao thì mức độ giải ngân sẽ không nhiều và trong bối cảnh giá cả đầu vào cũng như chi phí lãi suất còn cao như vậy thì lợi nhuận của doanh nghiệp sẽ tiếp tục ở mức thấp trong cả năm 2012.

Chính sách tiền tệ nửa sau của năm 2012 sẽ là sự lựa chọn giữa việc hỗ trợ tăng trưởng và kiềm chế lạm phát. Vấn đề lựa chọn sang hỗ trợ tăng trưởng chỉ là vấn đề thời gian vì sức ép của doanh nghiệp. Nếu như không kịp tái cấu trúc nền kinh tế để thúc đẩy tăng trưởng dựa vào năng suất thì kịch bản năm 2010 và 2011 sẽ lặp lại. Tăng trưởng kinh tế tiếp tục duy trì ở mức trung bình khoảng 5% nhưng sẽ phải đối mặt với mức lạm phát cao 10-12% trong năm 2012 và 2013.

Hơn nữa, cần có chính sách để giữ mức giá bất động sản và chứng khoán ở mức như hiện tại nhằm ngăn chặn nợ xấu tăng mạnh. Tuy nhiên, không nên để dòng tiền bị hút mạnh vào hai kênh này vì khu vực sản xuất vẫn là khu vực cần được hỗ trợ vốn nhiều hơn lúc này. Với thị trường chứng khoán chỉ cần cải thiện lại các quy định về không chế tỉ lệ đầu tư của nước ngoài, rút ngắn thời gian giao dịch T+3 về T+2, và tăng cường giám sát thị trường thì cũng đã đủ để đảm bảo thị trường không bị suy giảm và không tăng mạnh. Còn với thị trường bất động sản, nếu có nguồn vốn nước ngoài vào để giải quyết nợ xấu và nợ quá hạn của hệ thống các TCTD và nếu như có các quy định thông thoáng hơn về sở hữu nhà đất cho người nước ngoài thì thị trường chắc chắn sẽ hồi phục.

Như vậy, giải pháp để đảm bảo lạm phát giảm về dưới 10% trong khi duy trì được tăng trưởng ở mức độ vừa phải vẫn phải là đẩy mạnh cải cách cơ cấu nền kinh tế, giảm thuế doanh nghiệp và cải cách luật lệ theo hướng thị trường để tăng năng suất thay vì nới rộng cung tiền. Ngoài ra, cần có các biện pháp giải quyết nợ xấu, nợ quá hạn trên cả hai thị trường 1 và 2 để làm cho dòng vốn được khơi thông trong nền kinh tế.

Điều hành chính sách tỉ giá linh hoạt hơn nữa

Mặc dù chính sách tỉ giá năm 2011 được xem là thành công nhưng chúng ta cần lưu ý rằng tỉ giá được duy trì tương đối ổn định trong năm 2011 chủ yếu là do NHNN đã chủ động phá giá đồng nội tệ tới hơn 9% vào đầu năm và nhu cầu nhập khẩu giảm do tăng trưởng kinh tế tăng chậm.

Rủi ro tỉ giá ở Việt Nam vẫn rất lớn khi tỉ giá danh nghĩa hiện này vẫn thấp hơn nhiều so với tỉ giá thực⁸⁷. Đặc biệt là khi lạm phát năm 2011 của Việt Nam lên tới hơn 18%, thuộc vào nhóm những nước cao nhất thế giới, thì khoảng cách này tiếp tục bị doãng ra. Vì lẽ đó, khi lãi suất VND giảm, xu hướng nắm giữ USD sẽ có xu hướng quay trở lại. Hơn nữa, khi nền kinh tế bắt đầu hồi phục, nhu cầu nhập khẩu sẽ lại tăng. Đây là những nhân tố khiến cho VND vẫn ở trong xu hướng mất giá.

Để tránh việc phá giá đồng nội tệ đột ngột như những năm vừa qua, mấu chốt vẫn là để tỉ giá USD/VND biến động linh hoạt hơn theo cung-cầu thực của thị trường. Có thể NHNN đặt ra mục tiêu tỉ giá bình quân trong năm không tăng quá 3% so với năm 2011 nhưng nên cho phép dao động trong năm cao hơn hoặc thấp hơn nữa để phản ánh tính mùa vụ của tỉ giá. Trong năm 2012, mức dao động có thể lên đến +/-5% so với mức tỉ giá bình quân năm trước và trong những năm tiếp theo biên độ có thể lớn hơn nữa so với mức tỉ giá bình quân năm trước.

Ngoài ra, để chấm dứt tình trạng hai tỉ giá giữa thị trường tự do và thị trường liên ngân hàng như hiện nay, NHNN nên sớm cân nhắc mở

⁸⁷So với năm 2000, chỉ số CPI của Việt Nam trong năm 2010 đã tăng tới xấp xỉ 123% trong khi CPI của Mỹ chỉ tăng 26,7% trong cùng giai đoạn. Tỉ giá danh nghĩa giữa VND và USD chỉ tăng xấp xỉ 30,4%. Tính toán một cách đơn giản, tỉ giá thực USD/VND năm 2010 đang cao hơn so với tỉ giá danh nghĩa khoảng 65,9% so với mốc năm 2000.

rộng thị trường liên ngân hàng cho các công ty môi giới và đầu tư ngoại tệ, tiến tới cho phép các cá nhân tham gia mua bán trên thị trường này. Một sàn giao dịch ngoại hối mở rộng như vậy chắc chắn sẽ khiến cho các hoạt động mua bán ngoại tệ “bất hợp pháp” hiện nay trở thành hợp pháp, và nhờ đó chính phủ sẽ dễ dàng kiểm soát những hoạt động mua bán ngoại tệ thực sự bất hợp pháp (như buôn lậu, rửa tiền, v.v...).

Xây dựng thị trường vàng hiện đại

Việc xây dựng một thị trường vàng hiện đại là một nhu cầu cần thiết ở Việt Nam nhằm huy động số vàng lên tới 300-500 tấn trong dân để phục vụ phát triển kinh tế và nhằm tránh để các hoạt động trên thị trường vàng ảnh hưởng đến tỉ giá. Chúng tôi cho rằng mấu chốt của vấn đề thị trường vàng Việt Nam nằm ở việc làm sao để tách hoạt động kinh doanh vàng vật chất ra khỏi hoạt động đầu cơ giá vàng.

Hiện tại phần lớn người dân Việt Nam mua vàng là để đầu cơ giá vàng. Tuy nhiên, do không được kinh doanh vàng tài khoản cũng như chưa có chứng chỉ vàng nên việc đầu cơ giá vàng của người dân buộc phải thực hiện thông qua việc trao đổi lượng vàng vật chất tương ứng với các cửa hàng trung gian. Quá trình trao đổi vàng vật chất qua lại này không những làm tăng chi phí giao dịch cho những người đầu cơ, mà còn khiến cho hoạt động đầu cơ vàng gắn với dòng dịch chuyển ngoại tệ khi có dòng vàng vật chất chuyển dịch vào và ra khỏi biên giới Việt Nam.

Để loại bỏ ảnh hưởng của hoạt động đầu cơ giá vàng khỏi dòng chảy của vàng vật chất, NHNN nên nhanh chóng phát hành chứng chỉ vàng cũng như hình thành sàn vàng quốc gia. Chứng chỉ vàng cần được đảm bảo 100% bằng vàng vật chất trong các kho vàng quốc gia. Mỗi chứng chỉ vàng sẽ có một mã số tương ứng với một mã số của lượng vàng thật trong kho. Mỗi khi NHNN nhập một lượng vàng vào kho thì đồng thời nó sẽ phát hành một chứng chỉ vàng tương ứng. Và ngược lại, mỗi khi NHNN xuất một lượng vàng vật chất khỏi kho thì sẽ thu lại một chứng chỉ tương ứng. Cần có một đạo luật để đảm bảo rằng NHNN sẽ phát hành số lượng chứng chỉ vàng chính xác bằng số vàng thực sự có trong kho.

Với việc phát hành chứng chỉ vàng như trên thì hoạt động xuất nhập khẩu vàng sẽ đơn thuần gắn với nhu cầu vàng vật chất như chế tác vàng trang sức hoặc làm nguyên liệu cho các hoạt động sản xuất công nghiệp. Các trao đổi vàng mang tính đầu cơ giữa những người dân với nhau về cơ bản sẽ được tách khỏi quá trình trao đổi vàng vật chất. Sàn vàng quốc gia góp phần làm giảm tải khối lượng hoạt động đầu cơ thông qua chứng chỉ vàng.

Ngoài nhu cầu nhập vàng vật chất để phục vụ mục đích chế tác và công nghiệp, đất nước hầu như không phải nhập khẩu vàng vì mục đích đầu cơ. Có lẽ Việt Nam chỉ phải nhập thêm vàng vật chất phục vụ mục đích đầu cơ chỉ khi khối lượng trao đổi tại một thời điểm vượt quá lượng vàng tiết kiệm thực sự tại Việt Nam. Với một khối lượng vàng trong dân lên tới 300-500 tấn thì điều này rất hiếm khi xảy ra. Nói cách khác, các hoạt động đầu cơ vàng trong nước về cơ bản sẽ không ảnh hưởng đến tỉ giá.

Tái cấu trúc hệ thống ngân hàng

Tái cấu trúc hệ thống ngân hàng sẽ bao gồm các hoạt động: giải thể một số ngân hàng yếu kém, tiến hành sáp nhập một số ngân hàng yếu hơn vào ngân hàng khỏe mạnh, và củng cố lại hoạt động của các ngân hàng còn lại trong hệ thống để đảm bảo rằng sau khi tái cơ cấu, hệ thống ngân hàng sẽ hoạt động an toàn hơn và hiệu quả hơn. Khác với việc xử lý một ngân hàng yếu kém trong thời kỳ bình thường, tái cấu trúc hệ thống ngân hàng đòi hỏi một kế hoạch đồng bộ và dài hạn, bao gồm trình tự xử lý cũng như xây dựng các kịch bản dự phòng cho các tình huống xấu nhất, để sao cho trong quá trình tái cấu trúc, hoạt động thanh toán và hoạt động tín dụng của hệ thống không bị ảnh hưởng.

Quá trình tái cấu trúc hệ thống ngân hàng trước hết phải khiến cho người dân tin tưởng vào sự thành công của quá trình này. NHNN đã làm những việc rất tốt trong năm 2011 như đưa ra thông điệp đảm bảo người gửi tiền không bị thiệt hại khi một ngân hàng nào đó bị giải thể hoặc sáp nhập vào ngân hàng khác trong quá trình tái cấu trúc. Đề án “Cơ cấu lại hệ thống các tổ chức tín dụng giai đoạn 2011-2015” được Thủ tướng

chính phủ phê duyệt gần đây (Quyết định 254/QĐ-TTg) cũng đã đưa ra được thông điệp rằng các ngân hàng còn lại sẽ thực sự khoẻ mạnh trong tương lai theo nghĩa các ngân hàng này sẽ áp dụng các chuẩn mực kế toán và kiểm toán hợp với thông lệ quốc tế (đặc biệt liên quan đến việc ghi nhận nợ xấu và phân loại tài sản), có các biện pháp quản trị rủi ro và kiểm soát nội bộ tốt, theo các tiêu chuẩn Basel II trong những năm tới.

Tuy nhiên, có hai vấn đề mà Chính phủ cần làm. Thứ nhất, NHNN cần đưa ra các văn bản pháp lý rõ ràng về các hoạt động mua bán nợ, đặc biệt đối với các nhà đầu tư nước ngoài. Đây là một yêu cầu rất quan trọng để đẩy nhanh việc giải quyết nợ xấu, nợ quá hạn trong thời gian tới.

Thứ hai, Chính phủ cần hình thành một quỹ tái cấu trúc hệ thống ngân hàng. Mặc dù Đề án “Cơ cấu lại hệ thống các tổ chức tín dụng giai đoạn 2011-2015” của NHNN có đề cập đến vai trò của Công ty Mua bán nợ và tài sản tồn đọng doanh nghiệp (DATC) trong việc mua bán nợ nhưng tính chất của công việc mua bán nợ trong giai đoạn bình thường sẽ khác hẳn với giai đoạn tái cấu trúc hệ thống. Trong giai đoạn tái cấu trúc, các quyết định mua bán cần phải nhanh, quyết đoán, cho những giao dịch có giá trị rất lớn. Ở quy mô đó, phải có những người đứng đầu của Chính phủ mới có thể quyết được. Kinh nghiệm của các nước trên thế giới cho thấy quá trình tiến hành tái cấu trúc hệ thống ngân hàng chắc chắn sẽ tốn kém. Các loại chi phí trong quá trình bao gồm cấp tiền cho quỹ bảo hiểm tiền gửi, “làm đẹp” các ngân hàng yếu kém trước khi đem đi sáp nhập với các ngân hàng khoẻ mạnh khác, hỗ trợ tài chính cho các ngân hàng tiếp tục hoạt động nhưng yếu kém đạt được các chuẩn mực quốc tế, v.v... Vì lẽ đó, việc hình thành một quỹ tái cấu trúc riêng do Bộ Tài chính và NHNN cùng quản lý có lẽ sẽ phù hợp hơn.

Để đảm bảo quỹ này có thể hoạt động được thì Chính phủ cần chỉ rõ nguồn tiền cho quỹ sẽ được hình thành từ đâu, quỹ sẽ chỉ được sử dụng trong tình huống nào, cho mục đích gì, và khi nào thì quỹ sẽ đóng? Như phân tích ở trên, quỹ này chỉ nên sử dụng tiền tiết kiệm từ chi tiêu chính phủ hoặc phát hành trái phiếu để vay từ nền kinh tế chứ không phải là phát hành trái phiếu để NHNN mua lại. Quỹ cũng có thể được hình thành từ các nguồn vốn vay từ IMF hoặc các quỹ quốc tế khác mà

Việt Nam tham gia. Chỉ với nguồn hình thành như vậy thì mới tránh được nguy cơ gây ra lạm phát.

Việc hình thành một quỹ với những quy chế và mục tiêu rõ ràng như đã đề cập rất quan trọng. Nó đảm bảo rằng các khoản chi phí đó đều được hạch toán. Về cơ bản, các khoản chi phí này cần được xem như là các khoản đầu tư của Nhà nước vào các ngân hàng tiếp tục hoạt động. Dù được chi cho mục đích nào, chúng cũng cần được quy đổi ra lượng cổ phiếu góp vào các ngân hàng còn lại. Nếu như hoạt động tái cơ cấu hệ thống ngân hàng thành công, các ngân hàng còn lại sẽ hoạt động hiệu quả và an toàn hơn trong tương lai. Trong trường hợp đó, các khoản đầu tư của Nhà nước cho hoạt động tái cấu trúc hệ thống ngân hàng sẽ được thu hồi.

Một vấn đề nữa mà quá trình tái cấu trúc hệ thống ngân hàng phải giải quyết là vấn đề sở hữu chéo trong hệ thống ngân hàng. Mặc dù Chính phủ và NHNN đã đưa ra quy định hạn chế tỉ lệ sở hữu giữa các ngân hàng với nhau cũng như yêu cầu các tập đoàn nhà nước phải thoái vốn khỏi các tổ chức tài chính, tín dụng nhưng dường như NHNN vẫn chưa động chạm gì được nhiều đến mối quan hệ giữa các ngân hàng với các doanh nghiệp tư nhân. Một cá nhân hoặc một doanh nghiệp có thể có ảnh hưởng rất lớn đến các hoạt động tín dụng tại các ngân hàng thông qua các công ty con, công ty cháu của mình. Việc khống chế tỉ lệ sở hữu tại các tổ chức tài chính tín dụng bởi cá nhân cũng như doanh nghiệp cần phải tính đến cả những sở hữu gián tiếp này.

KẾT LUẬN

Trong báo cáo này chúng tôi đã chỉ ra những hiện tượng nổi bật về chính sách tiền tệ cũng như ảnh hưởng của chúng trên thị trường tài chính và tiền tệ của Việt Nam trong năm 2011. Đó là chính sách tiền tệ thắt chặt khiến cho tốc độ tăng trưởng cung tiền, huy động và tín dụng đều giảm mạnh. Hệ quả là thanh khoản hệ thống ngân hàng căng thẳng, lãi suất cho vay tăng cao, tỉ lệ nợ xấu và nợ quá hạn trên tổng dư nợ tăng mạnh, các thị trường tài sản, bao gồm thị trường chứng khoán và

thị trường bất động sản, bị suy giảm nặng nề. Có một hiện tượng tương đối tích cực là sự ổn định của tỉ giá, mặc dù nó vẫn chịu tác động mạnh từ sự biến động trên thị trường vàng vật chất.

Mặc dù các hiện tượng này có mối quan hệ khá chặt chẽ với nhau nhưng chúng tôi nhận thấy đằng sau các bất ổn này là các nguyên nhân sâu xa hơn. Nguyên nhân sâu xa hơn cả là mô hình tăng trưởng kinh tế dựa quá nhiều vào vốn đầu tư, đặc biệt là đầu tư công và khu vực DNNN. Để có được mức tăng trưởng GDP trung bình hàng năm 7,5% trong giai đoạn 2001-2005 và 6,9% trong giai đoạn 2006-2010, Việt Nam đã cần lượng vốn đầu tư trung bình tương ứng là 39,1% và 42,7%. Nhu cầu đầu tư lớn, nhưng kém hiệu quả, trong khi tiết kiệm lại có xu hướng giảm nên nền kinh tế bắt buộc phải dựa vào chính sách nới lỏng tiền tệ, dẫn đến lạm phát. Việc bơm tiền dễ dãi vào nền kinh tế còn là nguyên nhân khiến cho cơ cấu nguồn vốn bị mất cân đối. Các doanh nghiệp có xu hướng đầu tư tràn lan vào các dự án trong lĩnh vực bất động sản, khu công nghiệp, v.v... Một nguyên nhân sâu xa khác là chính sách cho phép chuyển đổi các ngân hàng nông thôn thành ngân hàng thành thị, và ép các ngân hàng này phải nhanh chóng tăng vốn điều lệ lên hàng chục lần trong vòng bốn đến năm năm. Chính sự tăng vốn ồ ạt này trong khi trình độ quản trị ngân hàng vẫn còn yếu là nguyên nhân khiến cho các ngân hàng này trở thành sân sau của các tập đoàn, kể cả nhà nước lẫn tư nhân, và vốn bị đẩy một cách thiếu kiểm soát vào các dự án của các doanh nghiệp này. Nợ xấu, nợ quá hạn là điều khó tránh khỏi khi chính sách tiền tệ đột ngột bị thắt chặt.

Trên cơ sở những phân tích đó chúng tôi cho rằng trong năm 2011, NHNN đã thực hiện tốt chính sách thắt chặt tiền tệ để kiềm chế lạm phát bất chấp sức ép từ khu vực doanh nghiệp. NHNN cũng đã sử dụng khéo léo một số biện pháp hành chính để hướng luồng vốn đến những khu vực tạo ra nhiều của cải vật chất như nông nghiệp, khu vực xuất khẩu, và khu vực sản xuất. Nhờ đó tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế vẫn duy trì được ở mức khá. Ngoài ra, Chính phủ cũng đã điều hành chính sách tỉ giá linh hoạt hơn, góp phần làm cho tỉ giá được ổn định

trong năm 2011.

Tuy nhiên, chúng tôi cũng nhận thấy có một số bất cập trong chính sách tiền tệ năm 2011. Đó là việc duy trì các biện pháp hành chính quá dài và cứng nhắc liên quan đến các mức trần lãi suất và trần tăng trưởng tín dụng. Chúng tôi cho rằng đây là các biện pháp không có nhiều tác dụng trong khi lại gây ra các rủi ro về đạo đức cho hệ thống ngân hàng. Ngoài ra chúng tôi nhận thấy chính sách liên quan đến thị trường vàng vật chất có phần bị động, kém hiệu quả. NHNN cũng chưa có những biện pháp hữu hiệu để gắn kết tỉ giá tự do với tỉ giá liên ngân hàng. Đây là những mầm mống gây ra bất ổn về tỉ giá trong tương lai.

Trong năm 2012, chúng tôi cho rằng NHNN cần tiếp tục ưu tiên kiềm chế lạm phát, để đảm bảo chắc chắn rằng CPI sẽ về một con số trong năm nay. Cuộc chiến chống lạm phát phải kiên định vì như kinh nghiệm của năm 2009 cho thấy, một khi cung tiền dễ dãi trở lại, lạm phát lại bùng phát, khiến cho chi phí kiểm soát nó sau đó tốn kém hơn nhiều.

Tuy nhiên, để giúp cho nền kinh tế không bị tổn thất quá nhiều thì điều quan trọng trong năm 2012 là NHNN phải ưu tiên tập trung vào việc giải quyết nợ xấu, nợ quá hạn cho hệ thống các TCTD. Đây là nhiệm vụ sống còn để khiến cho dòng vốn trong nền kinh tế lưu thông trở lại, giúp cho mặt bằng lãi suất cho vay giảm xuống. Chúng tôi cho rằng NHNN nên hình thành một quỹ tái cấu trúc hệ thống ngân hàng được đảm bảo từ nguồn vốn tiết kiệm từ chi tiêu thường xuyên của Chính phủ hoặc từ vay các quỹ tài chính quốc tế mà Việt Nam tham gia, chẳng hạn IMF. Ngoài ra, cần tạo điều kiện để các doanh nghiệp nước ngoài tích cực tham gia vào quá trình mua bán nợ xấu này.

Về mặt trung hạn, để cho doanh nghiệp có thể tiếp cận được với nguồn vốn rẻ mà không gây ra lạm phát thì mấu chốt là phải tiến hành thành công việc tái cấu trúc khu vực DNNN và đầu tư công để mang lại hiệu quả. Đây là điều kiện tiên quyết để khiến cho tỉ lệ tín dụng trên huy động của hệ thống các TCTD quay trở về mức dưới 100%. Có như vậy thì mặt bằng lãi suất tín dụng mới giảm bền vững được.

Liên quan đến chính sách tỉ giá, chúng tôi cho rằng NHNN cần cho phép tỉ giá liên ngân hàng được biến động với biên độ rộng hơn trong năm nhằm phản ánh các biến động của thị trường. Đây là biện pháp nhằm đảm bảo những cú sốc tỉ giá như đầu 2011 và các năm trước nữa sẽ không còn xảy ra. Ngoài ra chúng tôi cũng cho rằng NHNN nên mở rộng thành phần tham gia thị trường liên ngân hàng, bao gồm các công ty đầu tư và môi giới ngoại tệ, và xa hơn nữa là cho phép các cá nhân tham gia vào sân chơi này, để xoá bỏ hoàn toàn chế độ hai tỉ giá giữa thị trường liên ngân hàng và thị trường tự do như hiện nay.

Một chính sách cuối cùng mà chúng tôi muốn nhắc tới là xây dựng một thị trường vàng hiện đại ở Việt Nam. Ngoài việc quản lý vàng miếng tập trung bởi NHNN thì NHNN cần xây dựng chứng chỉ vàng và sản vàng quốc gia làm công cụ để điều hành thị trường này một cách chuyên nghiệp, tuân theo các quy luật thị trường thay vì các biện pháp hành chính.