

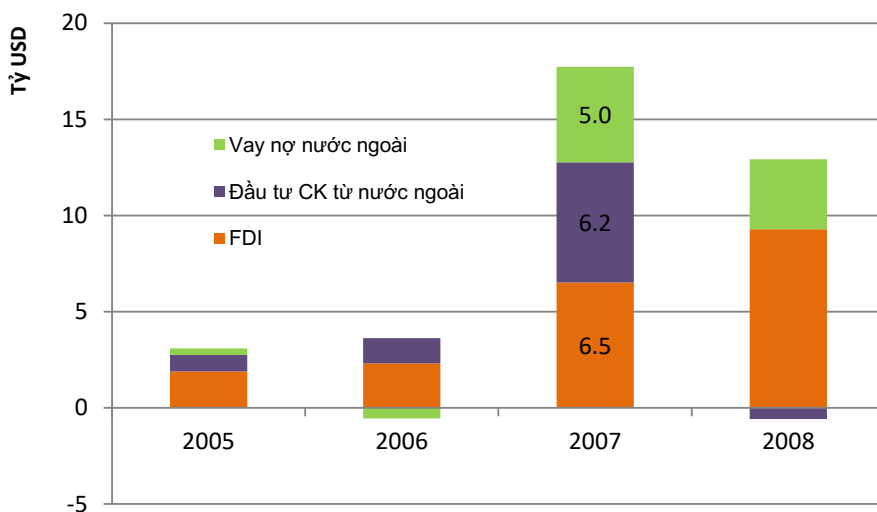
ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ CỦA NHNN, 2007-2011

Bài viết này được trích từ Bài viết “Ngân hàng thương mại Việt Nam: Từ những thay đổi về luật và chính sách giai đoạn 2006-2010 đến các sự kiện tái cơ cấu giai đoạn 2011-2015” của Nguyễn Xuân Thành, Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright (FETP), ngày 13/10/2016.

1. Chính sách tiền tệ nới lỏng 2007

Với tín hiệu tích cực của việc gia nhập Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO), tổng lượng vốn từ nước ngoài chảy vào nền kinh tế Việt Nam trong năm 2007 lên tới 17,7 tỷ USD (chưa kể 6,2 tỷ USD kiều hối), tương đương 22,8% GDP (xem Hình 1). Để ổn định tỷ giá hối đoái trước sức ép lên giá VND, NHNN đã mua ròng ngoại tệ ở mức 10,2 tỷ USD trong năm này.¹ Một lượng tiền đồng lớn đã được đưa vào lưu thông và tổng cung tiền (M2 hay còn gọi là tổng phương tiện thanh toán – TPTTT) tăng 46,1% vào cuối 2007 so với cùng kỳ.² Theo NHNN, tài sản có ngoại tệ ròng tăng 42,5% làm M2 tăng 14,0% và tài sản có trong nước ròng tăng 47,8% làm M2 tăng 32,1%.³ Số liệu này cho thấy mặc dù xuất phát từ việc tăng mạnh tài sản ngoại tệ ròng, nhưng tăng trưởng cung tiền vẫn có đóng góp lớn của tăng tài sản trong nước. Biện pháp trung hòa (sterilization) qua nghiệp vụ thị trường mở (OMO) để rút tiền đồng khỏi lưu thông đã không được thực hiện đúng mức.

Hình 1: Cán cân tài chính quốc tế của Việt Nam, 2005-2008



Nguồn: IMF, Cơ sở dữ liệu Thống kê Tài chính Quốc tế (IFS).

Lãi suất chính sách của NHNN được giữ nguyên không đổi trong suốt năm 2007 (lãi suất tái cấp vốn ở mức 6,5%, lãi suất chiết khấu 4,5% và lãi suất cơ bản 8,25%). Theo NHNN: “Để tránh tác động không thuận lợi đối với tăng trưởng kinh tế, NHNN giữ nguyên các mức lãi suất do NHNN công bố”.⁴ Lãi suất

¹ Căn cứ vào mức tăng dự trữ ngoại tệ theo số liệu từ Cơ sở dữ liệu Thống kê Tài chính Quốc tế (IFS) của IMF.

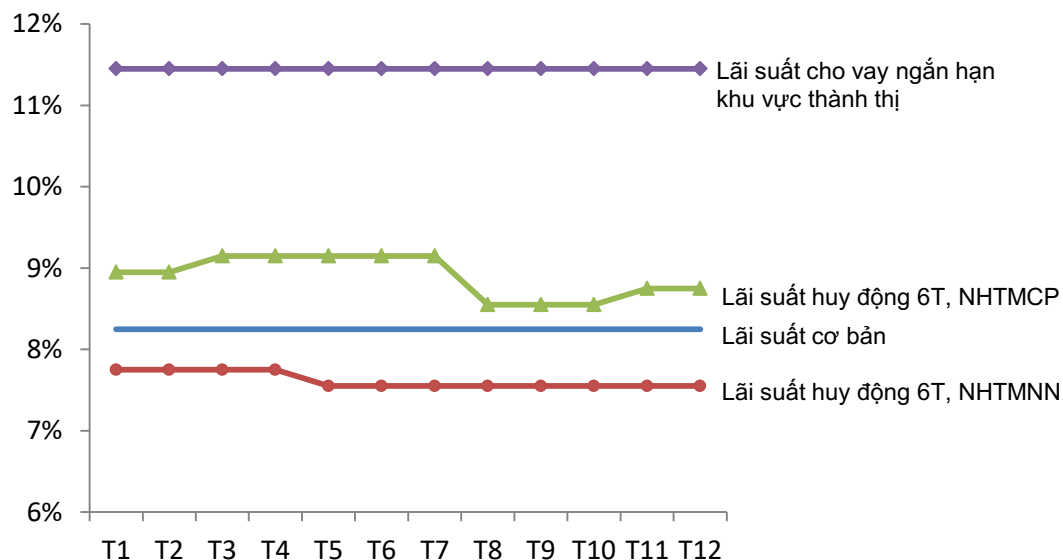
² NHNN, Báo cáo Thường niên 2007.

³ Như trên.

⁴ Như trên.

huy động và cho vay của các TCTD vì vậy cũng không đổi (xem **Error! Not a valid bookmark self-reference.**). Biện pháp thắt chặt duy nhất vào tháng 6/2007 là nâng tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi kỳ hạn dưới 12 tháng của các NHTM từ 5% lên 10% (riêng đối với Agribank từ 4% lên 8%). Trả lời phỏng vấn Thời báo Kinh tế Việt Nam ngày 28/8/2007, Vụ trưởng Vụ Chính sách Tiền tệ của NHNN cho rằng: “mức tăng của chỉ số giá tiêu dùng (CPI) là 0,55%, thấp hơn mức tăng trong tháng 7 trước đó (0,9%). Điều này cũng cho thấy lạm phát đang có dấu hiệu tăng chậm lại, các giải pháp nói chung mà Chính phủ chỉ đạo và của NHNN nói riêng đang phát huy khá hiệu quả”.

Hình 2: Lãi suất huy động và cho vay của các TCTD năm 2007



Nguồn: NHNN, Báo cáo Thường niên 2007.

Thực tế diễn ra về kinh tế vĩ mô là lạm phát tăng tốc từ 6,5% vào đầu năm lên 12,6% vào cuối năm 2007.⁵ Hình 5 cho thấy tín dụng nội địa tăng lên liên tục trong năm 2007 và đầu 2008. Tốc độ tăng trưởng tín dụng so với cùng kỳ vào cuối năm 2007 là 53,9%.⁶

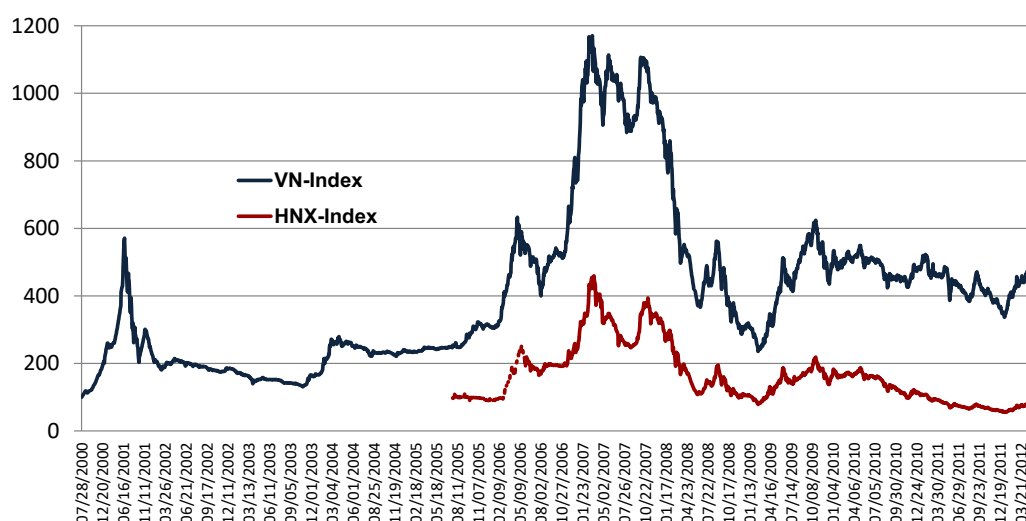
Chỉ số VN-Index trên thị trường cổ phiếu TP.HCM (HOSE) tăng từ 307,5 điểm ngày 30/12/2005 lên đỉnh cao 1.171 điểm vào 12/3/2007 (tốc độ tăng 281%). Cũng trong thời gian này, tổng giá trị vốn hóa thị trường đi từ 0,6 tỷ USD (1% GDP) lên 23 tỷ USD (34% GDP). Tỷ số giá cổ phiếu/lợi nhuận (P/E) bình quân trên TCTK VN là 53,6 năm 2006 và 32,4 năm 2007.⁷ Chỉ số P/E và thời điểm trước khủng hoảng tài chính châu Á năm 1997 của Thái Lan cũng chỉ là 31,4; Indonesia 24,7; Malaysia 30,9; và Hàn Quốc là 31,4. Bong bóng cổ phiếu sau đó vỡ và chỉ số VN-Index giảm xuống mức thấp nhất là 235,5 điểm vào 24/2/2009. (Xem Hình 3).

⁵ Theo số liệu chỉ số giá tiêu dùng (CPI) của Tổng cục Thống kê VN.

⁶ NHNN, Báo cáo Thường niên 2007.

⁷ IMF, “Vietnam: Selected Issues”, IMF Country Report No. 07/385, tháng 12/2007. Tính toán cho 30 công ty niêm yết có giá trị vốn hóa lớn nhất.

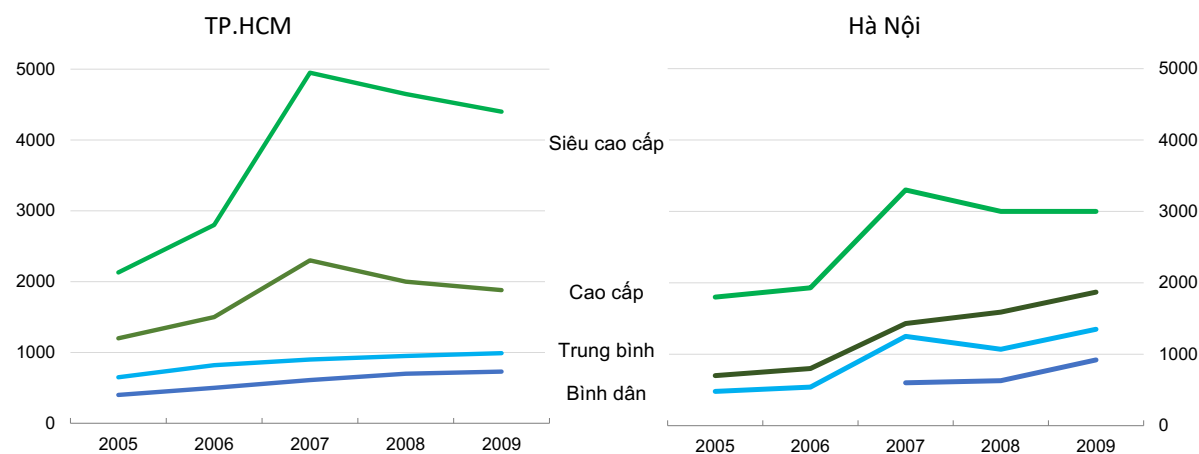
Hình 3: Chỉ số cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam



Nguồn: Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX).

Trên thị trường BĐS, bong bóng giá cũng hình thành, nhưng trễ hơn so với cổ phiếu. Hình 4 cho thấy giá căn hộ, đặc biệt là căn hộ cao và siêu cao cấp tăng mạnh ở TP.HCM và Hà Nội trong năm 2006-2007.

Hình 4: Giá căn hộ trên thị trường BĐS TP.HCM và Hà Nội (USD/m²)

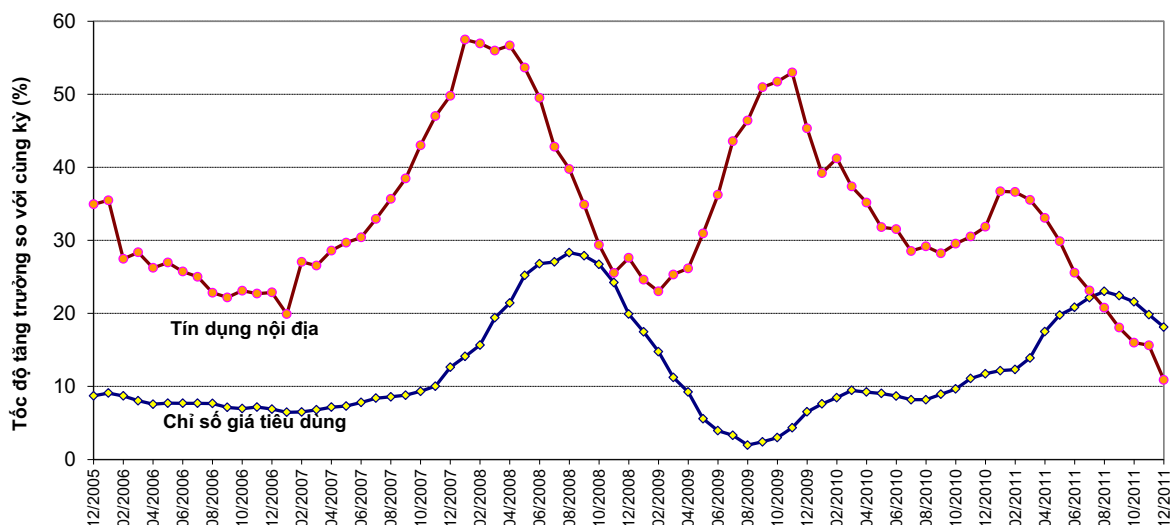


Nguồn: CBRE, “HCMC Quarterly Report”, ngày 9/7/2009 và “Hanoi Quarterly Report”, ngày 12/4/2010.

2. Chính sách tiền tệ thắt chặt 2008

Trước áp lực lạm phát tăng cao (Hình 5), quyết định thắt chặt mạnh chính sách tiền tệ được NHNN thực hiện vào ngày 16/3/2008 với việc phát hành tín phiếu NHNN bắt buộc kỳ hạn 364 ngày với tổng giá trị 20.300 tỷ đồng để hút tiền khỏi lưu thông. Các TCTD, sau khi bắt buộc phải mua, không được phép sử dụng tín phiếu này trong các nghiệp vụ tái cấp vốn với NHNN.

Hình 5: Lạm phát và tăng trưởng tín dụng, 2006-2011



Nguồn: IMF, Cơ sở dữ liệu Thống kê Tài chính Quốc tế (IFS).

Tiếp theo đó, vào ngày 19/5/2008, NHNN đã tăng mạnh tất cả các lãi suất chính sách:^{8,9}

- Lãi suất tái cấp vốn: từ 7,5% lên 13% (lên tiếp 15% từ 11/6/2008)
- Lãi suất tái chiết khấu: từ 6% lên 11% (lên tiếp 13% từ 11/6/2008)
- Lãi suất cơ bản: từ 8,75% lên 12% (lên tiếp 14% từ 11/6/2008)

Trong vòng 12 tháng (T2/2008-T2/2009), tăng trưởng tín dụng đã giảm xuống còn 23,0%. Lạm phát, sau khi cán mức 28,3% vào tháng 8/2008, cũng giảm xuống và đến tháng 8/2009 thì chỉ còn 2,0%.

3. Chính sách tiền tệ nới lỏng 2009-2010

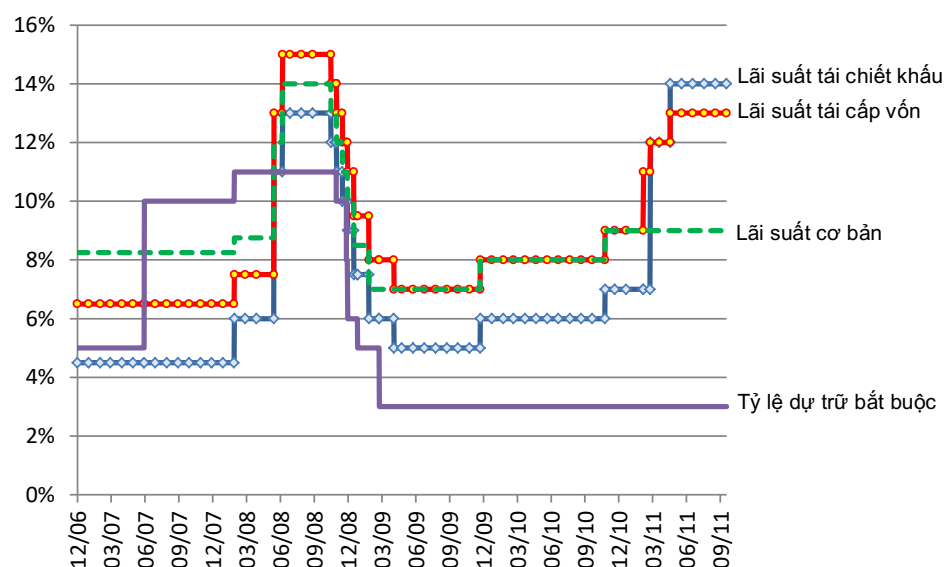
Trong bối cảnh NHNN vừa thắt chặt chính sách tiền tệ ở Việt Nam để tái lập ổn định vĩ mô thì cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu xảy ra xuất phát từ sự sụp đổ mang tính hệ thống của thị trường nợ dưới chuẩn (subprime debt) tại Hoa Kỳ. Từ tháng 8/2008, NHNN đã “từng bước nới lỏng chính sách tiền tệ để thúc đẩy phát triển sản xuất kinh doanh và chủ động hạn chế tác động của khủng hoảng tài chính và ngăn chặn nguy cơ suy giảm kinh tế”.¹⁰ Từ 1/10/2008, NHNN cho phép các TCTD được sử dụng tín phiếu bắt buộc để vay tái cấp vốn hay rút trước hạn. Tỷ lệ dự trữ bắt buộc và các mức lãi suất chính sách được điều chỉnh giảm xuống bắt đầu từ 21/10/2008 (xem Hình 6).

⁸ Trước đó (ngày 1/2/2008), NHNN đã điều chỉnh tăng các mức lãi suất chính sách (lãi suất tái cấp vốn từ 6,5% lên 7,5%; lãi suất tái chiết khấu từ 4,5% lên 6%; lãi suất cơ bản từ 8,25% lên 8,75%) và dự trữ bắt buộc (từ 10% lên 11%).

⁹ Theo Quyết định 1098/QĐ-NHNN của NHNN ngày 16 tháng 5 năm 2008.

¹⁰ NHNN, Báo cáo Thường niên 2008.

Hình 6: Lãi suất chính sách và tỷ lệ dự trữ bắt buộc, 2007-2011

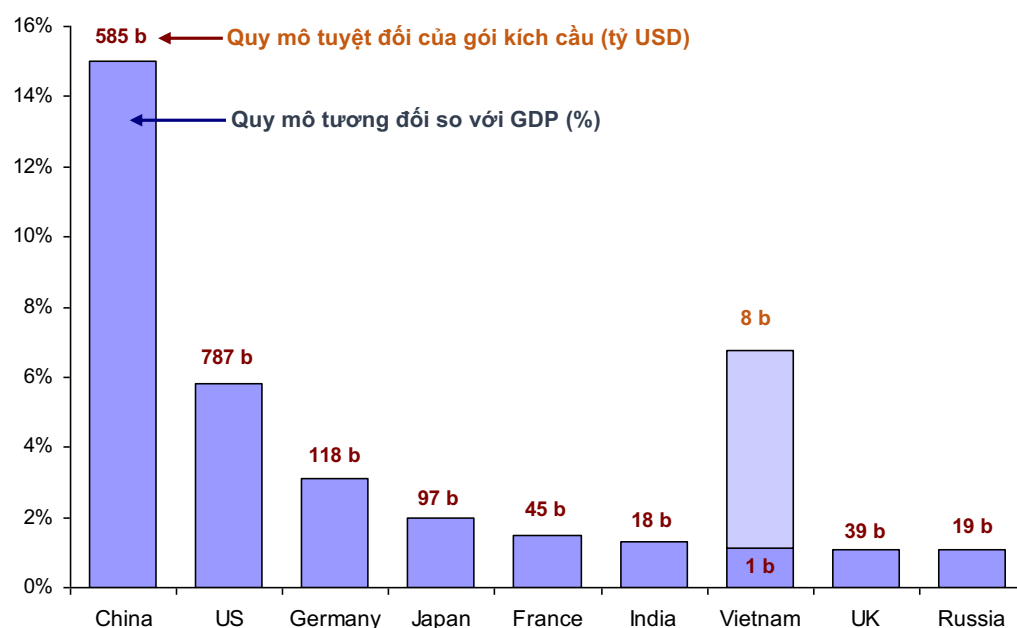


Nguồn: Các quyết định điều chỉnh lãi suất chính sách và tỷ lệ dự trữ bắt buộc của NHNN.

Cùng với việc NHNN nới lỏng chính sách tiền tệ từ Quý 4/2008 đến hết Quý 1/2009, Chính phủ đã đưa vào triển khai gói kích cầu để đối phó với tác động của khủng hoảng kinh tế toàn cầu. Hình 7 so sánh quy mô tuyệt đối và tương đối gói kích cầu của Việt Nam so với các nền kinh tế trong năm 2009. Dưới đây là chi tiết của gói kích cầu này:

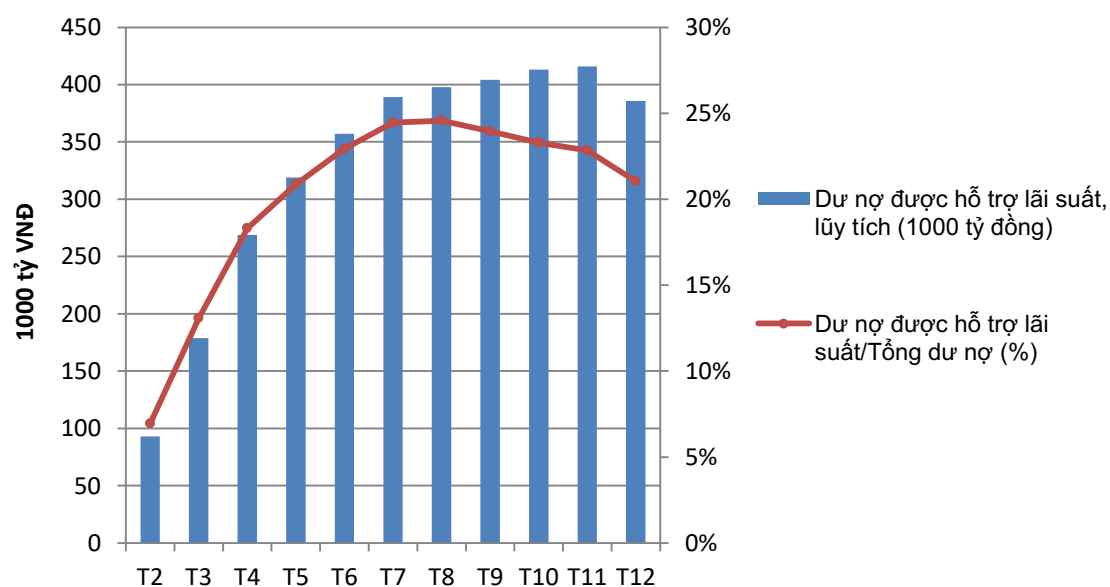
- Hỗ trợ lãi suất cho các khoản vay ngắn hạn
 - ✓ Quy mô: 1 tỷ USD
 - ✓ Nguồn: Dự trữ của NHNN
- Đầu tư cơ sở hạ tầng và nhà ở xã hội
 - ✓ Quy mô: 5,1 tỷ USD
 - ✓ Nguồn: Vốn kế hoạch bị cắt giảm trong năm 2008 (1,9 tỷ USD); Tạm ứng từ ngân sách (2,1 tỷ USD); Trái phiếu chính phủ (1,1 tỷ USD)
- Giảm thuế
 - ✓ Quy mô: 1,6 tỷ USD
 - ✓ Nguồn: Thuế GTGT (giảm 50% đối với một số hàng hóa – dịch vụ trong nước và hàng nhập khẩu, tương đương 100 triệu USD); Thuế TNDN (giảm 30% do DN vừa và nhỏ, giãn nộp thuế 9 tháng cho một số DN, tương đương 1,2 tỷ USD); Miễn thuế TNCN (6 tháng, tương đương 300 triệu USD).
- An sinh xã hội
 - ✓ Quy mô: 0,4 tỷ USD
 - ✓ Nguồn: Ngân sách nhà nước.

Hình 7: Gói kích cầu của các quốc gia năm 2009



Nguồn: Tác giả tổng hợp từ Tạp chí The Economist, Báo The Financial Times và Chính phủ Việt Nam.

Hình 8: Giải ngân vốn vay chương trình hỗ trợ lãi suất năm 2009



Nguồn: Tính toán từ các thông cáo báo chí của NHNN.

Chương trình hỗ trợ lãi suất được NHNN trực tiếp triển khai sau khi Thủ tướng CP ký Quyết định 131/QĐ-TTg ngày 23/1/2009. Các khoản cho vay hoạt động SXKD do NHTM, công ty tài chính, NH Phát triển VN và NH Chính sách Xã hội cung cấp từ ngày 1/2/2009 đến 31/12/2009 được hỗ trợ lãi suất ở mức 4%/năm trong thời gian tối đa 8 tháng. NHNN dùng 17,000 tỷ đồng (1 tỷ USD) từ dự trữ để tài trợ cho

tiền lãi được hỗ trợ ở mức 4%. Tổng dư nợ của chương trình đạt giá trị cao nhất là 41,6 nghìn tỷ đồng vào tháng 11/2009, chiếm 23% tổng dư nợ tín dụng toàn hệ thống (Hình 8).

Như minh họa trong Hình 5, tín dụng tăng tốc trở lại từ tháng 3/2009. Theo IMF, tăng trưởng tín dụng nội địa của Việt Nam năm 2009 là 45,3%.¹¹ Còn theo NHNN, tín dụng nội địa tăng 37,5% năm 2009.¹²

Chính sách tiền tệ vẫn được nới lỏng trong năm 2010. Phải đến đầu tháng 11/2010, NHNN mới điều chỉnh các lãi suất chính sách lên đều ở mức 1 điểm %.¹³ Tổng lượng tiền bơm rông ra nền kinh tế thông qua nghiệp vụ thị trường mở (OMO) của NHNN trong năm 2010 là 98.500 tỷ đồng.¹⁴ Theo Báo cáo Thường niên 2010 của NHNN, cung tiền M2 và dư nợ tín dụng cho nền kinh tế tăng lần lượt 33,3% và 31,2% trong năm 2010. Còn theo CSDL Thống kê Tài chính Quốc tế của IMF thì tốc độ tăng trưởng cung tiền M2 và dư nợ tín dụng cho nền kinh tế lần lượt là 29,7% và 31,9% trong năm này.

Lạm phát, trễ khoảng 7 tháng so với tín dụng, tăng trở lại từ tháng 9/2009, đi lên liên tục và đến tháng 2/2011 là 12,3% và tháng 8/2011 là 23,0%.

4. Chính sách tiền tệ thắt chặt 2011

Trước thực tế tái diễn bất ổn kinh tế vĩ mô, Chính phủ đã ban hành Nghị quyết 11/NQ-CP ngày 24/2/2011 về những giải pháp chủ yếu tập trung kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, bảo đảm an ninh xã hội. Nội dung đầu tiên của nghị quyết là thực hiện chính sách tiền tệ chặt chẽ, thận trọng. NHNN phải “điều hành và kiểm soát để bảo đảm tốc độ tăng trưởng tín dụng năm 2011 dưới 20%, tổng phương tiện thanh toán khoảng 15 - 16%” và “giảm tốc độ và tỷ trọng vay vốn tín dụng của khu vực phi sản xuất, nhất là lĩnh vực bất động sản, chứng khoán”.

Căn cứ vào Nghị quyết 11, NHNN đã ban hành Chỉ thị 01/CT-NHNN ngày 1/3/2011 yêu cầu các TCTD xây dựng và thực hiện kế hoạch kinh doanh năm 2011 phù hợp với mục tiêu tốc độ tăng tín dụng dưới 20%.

Các mức lãi suất chính sách được NHNN điều chỉnh tăng lên (lãi suất tái cấp vốn từ 9% lên 11% vào ngày 17/2/2011 và 12% ngày 1/5/2011; lãi suất tái chiết khấu từ 7% lên 12% vào ngày 3/8/2011 và 14% ngày 1/5/2011¹⁵). Lãi suất cơ bản và tỷ lệ dự trữ bắt buộc VND được giữ nguyên. (Xem Hình 6).

Trên thị trường mở, NHNN đã ngưng bơm tiền và chuyển sang hút rông. Riêng trong tháng 2/2011, NHNN đã thực hiện hút rông tiền ở mức 61.317 tỷ đồng.¹⁶ Từ tháng 5-8/11, tổng giá trị hút rông lên tới 102.388 tỷ đồng (Hình 9).

¹¹ Tính theo số liệu từ CSDL Thống kê Tài chính Quốc tế (IFS) của IMF.

¹² NHNN, Báo cáo Thường niên 2009, trang 18.

¹³ NHNN, Quyết định 2619 và 2620/QĐ-NHNN ngày 05/11/2010.

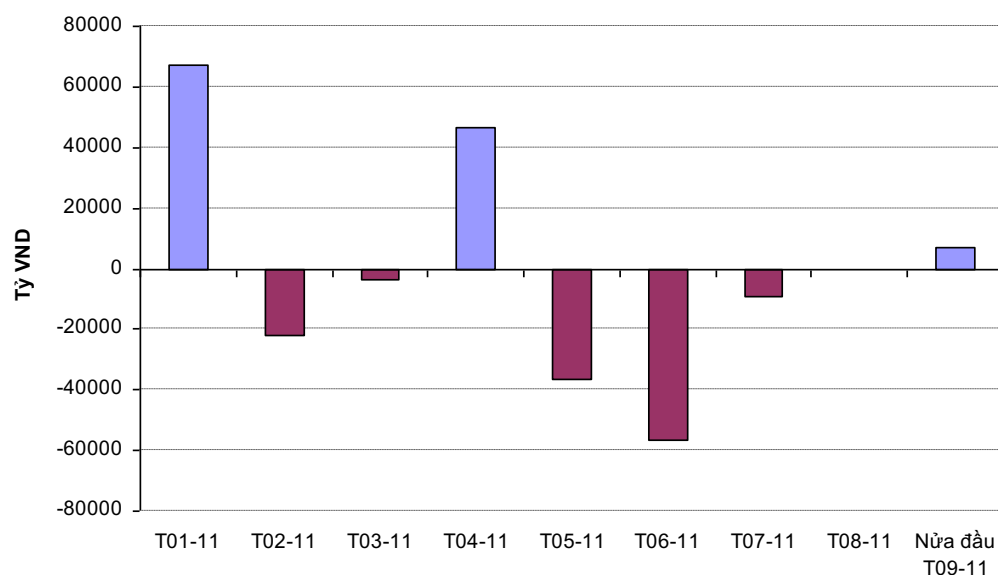
¹⁴ Tính toán từ kết quả các phiên giao dịch OMO do NHNN công bố.

¹⁵ NHNN, Quyết định 379/QĐ-NHNN ngày 8/3/2011 và Quyết định 929/QĐ-NHNN 29/4/2011.

¹⁶ Tính toán từ kết quả các phiên giao dịch OMO do NHNN công bố.

Kết quả, cung tiền M2 tăng 12,1% trong năm 2011 so với 33,% năm 2010.¹⁷ Tăng trưởng tín dụng đã giảm từ 32,4% cuối năm 2010 xuống 14,3% cuối năm 2011.¹⁸ Tỷ lệ lạm phát bắt đầu giảm từ tháng 9/2011 (22,4%) xuống 5,0% vào tháng 8/2012.¹⁹

Hình 9: Tiền bơm ròng/hút ròng qua nghiệp vụ thị trường mở (OMO) của NHNN



Nguồn: Tính toán từ kết quả các phiên giao dịch OMO do NHNN công bố.

5. Kiểm soát lãi suất tiền đồng

Từ tháng 6/2002, lãi suất ở Việt Nam đã được tự do hóa khi NHNN bãi bỏ quy định lãi suất cho vay phải nằm trong giới hạn lãi suất cơ bản cộng biên độ và cho phép các TCTD được xác định lãi suất cho vay trên cơ sở tự thẩm định và thương lượng với khách hàng.

Trước bối cảnh lãi suất tiền gửi và cho vay danh nghĩa tăng lên theo lạm phát vào cuối 2007 và đầu 2008, NHNN đã quy định trần lãi suất huy động ở mức 12% từ ngày 16/2/2008.²⁰ Sau đó, NHNN ban hành Quyết định 16/2008/QĐ-NHNN quy định lãi suất huy động và cho vay của các TCTD không được vượt quá mức bằng 150% lãi suất cơ bản từ ngày 16/5/2008 (trần lãi suất huy động 12% được dỡ bỏ).²¹

¹⁷ Số liệu của NHNN trong Báo cáo Thường niên 2011. Theo số liệu của IMF, tốc độ tăng M2 năm 2011 là 11,9% so với 29,7% năm 2010.

¹⁸ Số liệu của NHNN trong Báo cáo Thường niên 2011. Theo số liệu của IMF, tốc độ tăng tín dụng năm 2011 là 10,9% so với 31,9% năm 2010.

¹⁹ Theo số liệu CPI do Tổng cục Thống kê VN công bố.

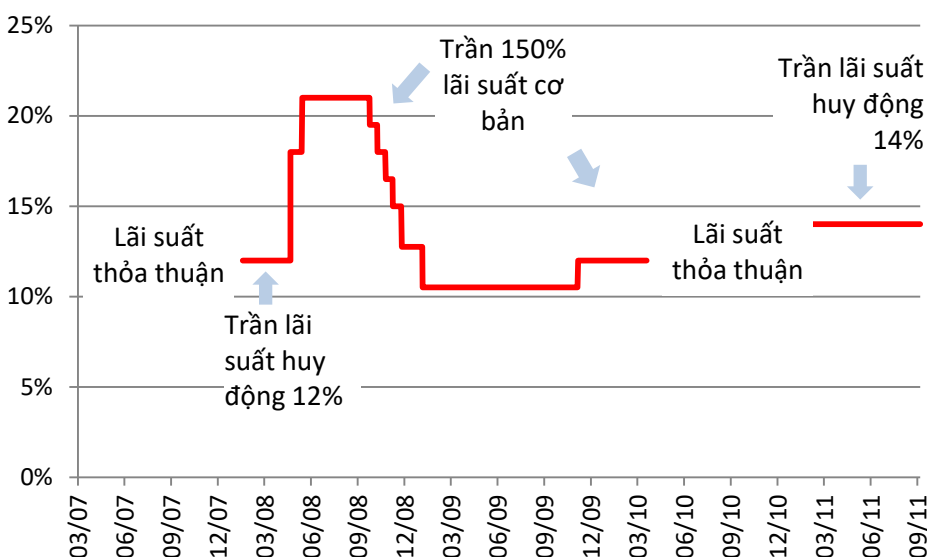
²⁰ NHNN, Báo cáo Thường niên 2008, trang 38.

²¹ Điều 476 của Bộ luật Dân sự 2005 đã quy định: “Lãi suất vay do các bên thỏa thuận nhưng không được vượt quá 150% của lãi suất cơ bản do Ngân hàng Nhà nước công bố”.

Trong năm 2009, mặc dù vẫn điều hành lãi suất theo cơ chế lãi suất cơ bản, nhưng ngay từ đầu năm NHNN đã cho phép các TCTD được tự thỏa thuận lãi suất với khách hàng đối với hoạt động cho vay tín dụng tiêu dùng và cho vay thẻ tín dụng.²²

Ngày 14/4/2010, kiểm soát lãi suất lại được tháo bỏ khi NHNN cho phép các TCTD cho vay bằng VND đối với khách hàng theo lãi suất thỏa thuận theo Thông tư 12/2010/TT-NHNN. Yêu cầu đối với các TCTD là phải niêm yết công khai và báo cáo NHNN các mức lãi suất cho vay. Quyết định số 16/2008/QĐ-NHNN của NHNN quy định trần lãi suất bằng 150% lãi suất cơ bản hết hiệu lực.

Hình 10: Trần lãi suất VND



Nguồn: Các quyết định và thông tư điều hành lãi suất của NHNN.

Nhưng đến tháng 11/2010, NHNN lại “chỉ đạo các TCTD ấn định lãi suất huy động bằng VND không quá 14%” (Hình 10).²³ Và vào ngày 3/3/2011, NHNN đã ban hành Thông tư 02/2011/TT-NHNN quy định mức lãi suất huy động vốn tối đa bằng VND (kể cả các khoản khuyến mại) của các TCTD không được vượt quá 14%/năm. Trong Chỉ thị 02/CT-NHNN ban hành ngày 7/9/2011, NHNN đã nhận định: “Trong thời gian qua, hầu hết tổ chức tín dụng đã thực hiện lãi suất huy động đồng Việt Nam và lãi suất huy động bằng đô la Mỹ cao hơn mức lãi suất quy định”. Theo Chỉ thị này, NHNN yêu cầu Cơ quan Thanh tra và Giám sát Ngân hàng (CQTGGS) và các chi nhánh NHNN tổ chức, duy trì đường dây nóng để tiếp nhận thông tin các TCTD huy động vượt trần. Về biện pháp xử lý vi phạm, NHNN có thể:

- Đình chỉ hoặc miễn nhiệm chức vụ của người quản lý, người điều hành của TCTD trong thời hạn 3 năm khi phát hiện TCTD vi phạm quy định về trần lãi suất huy động;
- Hạn chế mở rộng phạm vi, quy mô, địa bàn hoạt động của TCTD trong thời hạn 1 năm;
- Hạn chế hoặc tạm đình chỉ hoạt động huy động và cho vay của đơn vị vi phạm thuộc TCTD.

²² NHNN, Thông tư 01/2009/TT-NHNN ngày 23/1/2009.

²³ NHNN, Báo cáo thường niên 2010, trang 28.

