

# Hướng tới Một Khung Chính sách Tiền tệ Vững chắc Hơn ở Việt nam

A. Ahuja, N. Duma, và Hà Nga  
Quỹ Tiền Tệ Quốc Tế  
Tháng 4/2013



# Động lực

- Cùng với các cải cách cơ cấu, Việt Nam có thể tiến tới vị thế một nền kinh tế mới nổi.
- Các cải cách nên tập trung vào việc tạo ra các thể chế mang đến nền tảng vững mạnh và nâng cao khả năng phục hồi kinh tế
- NHNN có thể đóng góp vào nỗ lực này bằng cách:
  - Tăng cường khả năng dự báo chính sách
  - Giữ được lạm phát thấp và ổn định
  - Hỗ trợ việc quản lý cầu để duy trì sự phát triển ở mức tiềm năng tối đa

# Động lực

- Các nhà hoạch định chính sách tiền tệ của Việt Nam hiện đang đối mặt với hàng loạt thách thức sau:
  - Sự mâu thuẫn của các mục tiêu chính sách
  - Không có sự vận hành độc lập
  - Hiệu quả của chính sách tiền tệ (khu vực ngân hàng bị tổn thương)
  - Dự trữ ngoại hối thấp
- Làm thế nào để đối mặt với những thách thức này?

# Các thông điệp chính: Một khuôn khổ chính sách tiền tệ mong muốn

- Đơn giản hóa nhiệm vụ của chính sách tiền tệ bằng việc đặt mục tiêu hàng đầu là lạm phát thấp và ổn định
- “Thả nổi có điều tiết” cùng với việc tăng dần tính linh hoạt (mở rộng biên độ tỷ giá giao dịch) theo thời gian
- Gỡ dần các kiểm soát hành chính
- Thông tin chính sách tiền tệ minh bạch
- Hướng tới việc chuyển dần sang cơ chế neo lạm phát cụ thể trong tương lai xa.

# Các nội dung chính

1. Xác định khuôn khổ hiện tại
2. Bằng chứng về sự hiệu quả của chính sách tiền tệ
3. Các thách thức chính sách
4. Khuôn khổ để đối mặt với các thách thức

# Khuôn khổ hiện tại

# Khuôn khổ hiện tại:

## Các mục tiêu chính sách

- Luật NHNN khẳng định mục tiêu: *“ổn định giá trị đồng tiền biểu hiện bằng chỉ tiêu lạm phát”*.
- Nhưng NHNN được định hướng bởi nhiều chính sách:
  - Thúc đẩy phát triển kinh tế
  - Kiểm chế lạm phát
  - Duy trì sự ổn định tài chính
  - Ổn định tỷ giá hối đoái

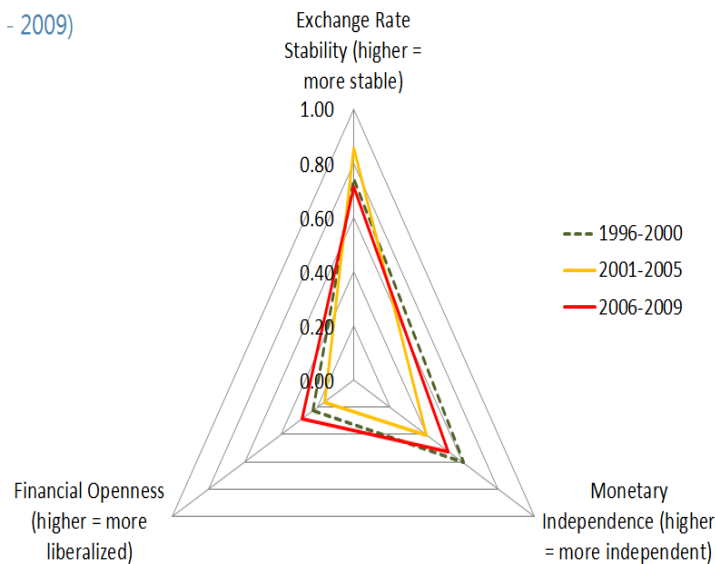
# Khuôn khổ hiện tại: Cơ chế tiền tệ/tỷ giá hối đoái

**CƠ CHẾ TỶ GIÁ TRUNG GIAN, MỨC ĐỘ  
MỞ CỬA TÀI CHÍNH TƯƠNG ĐỐI THẤP**

**... GIỐNG CÁC NỀN KINH TẾ CHÂU Á  
TIỆM CẬN TỚI KINH TẾ MỚI NỔI KHÁC**

## Vietnam: Trilemma Index

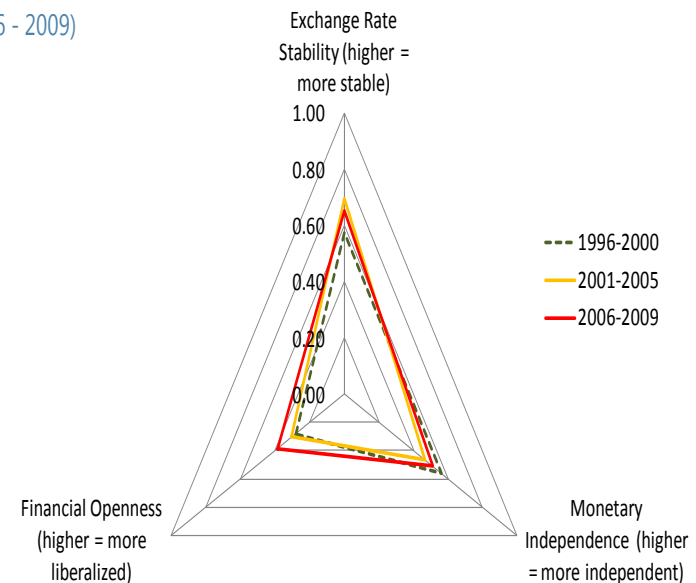
(1996 - 2009)



Sources: Updated database based on Aizenman, Chinn, and Ito (2008)

## FD Asia: Trilemma Index

(1996 - 2009)



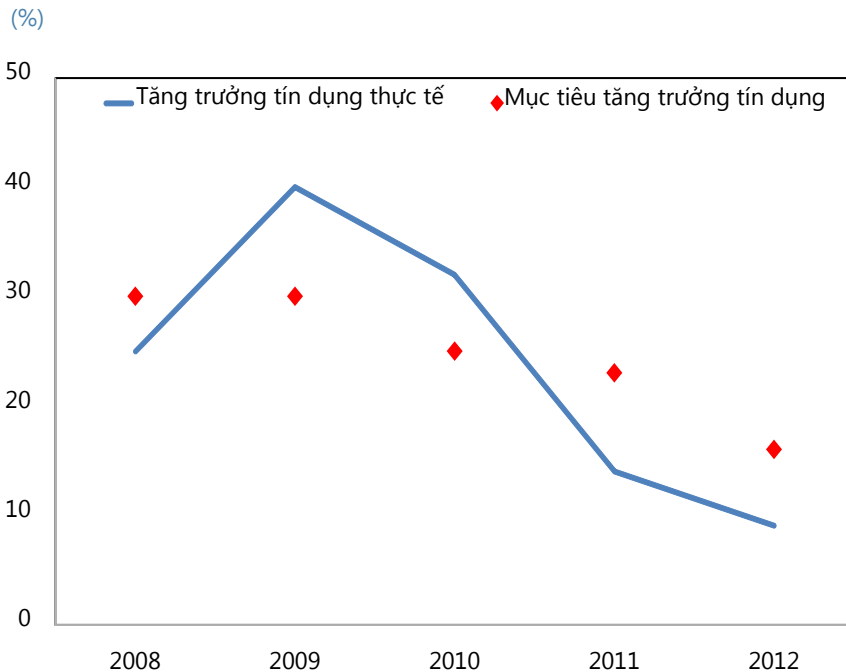
Sources: Updated database based on Aizenman, Chinn, and Ito (2008)



# Khuôn khổ hiện tại: Một cơ chế hỗn hợp

## VỚI MÀU SẮC CỦA MỤC TIÊU TIỀN TỆ ...

Việt Nam: tăng trưởng tín dụng và mục tiêu

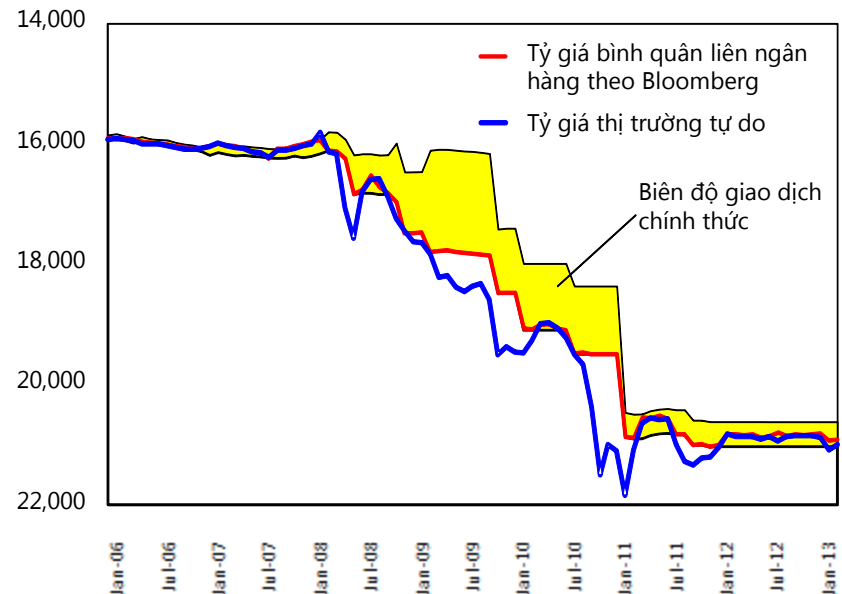


Nguồn: NHNN

## ... VÀ CÁC THÀNH PHẦN CỦA MỤC TIÊU TỶ GIÁ HỐI ĐOÁI ...

Việt Nam: Tỷ giá hối đoái 1/

(VND/USD)



Nguồn: Các cơ quan của Việt Nam; và Bloomberg L.P

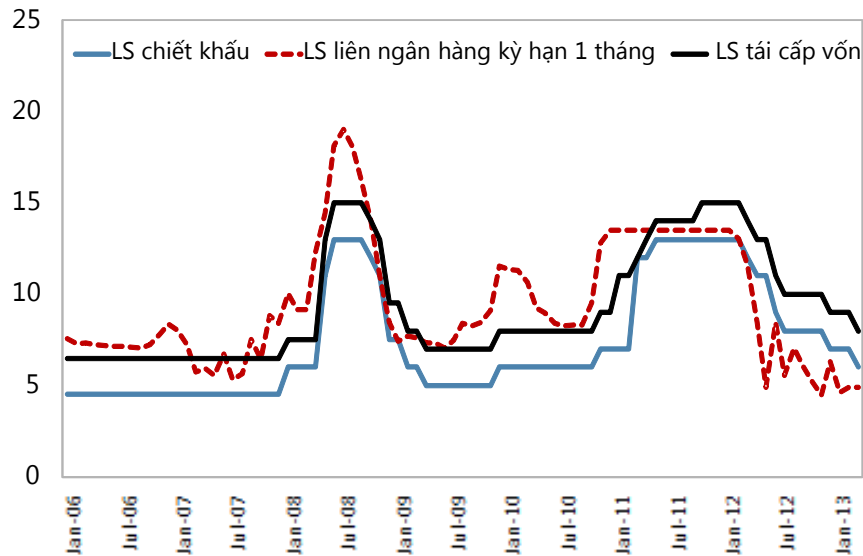
1/ Xu hướng đi lên biểu thị sự tăng giá.

# Khuôn khổ hiện tại: Các công cụ

## CÁC MỨC LÃI SUẤT

### Việt Nam: Các lãi suất chính sách

(Tỷ lệ %)



Nguồn: các cơ quan Việt Nam

## CÁC MỨC KHÁC BIỆT CỦA DỰ TRỮ BẮT BUỘC

|  | Tiền gửi VND |            | Tiền gửi ngoại tệ |            |
|--|--------------|------------|-------------------|------------|
|  | < 12 tháng   | > 12 tháng | < 12 tháng        | > 12 tháng |
| (tỷ lệ %)  |              |            |                   |            |
| NHTMCPNN; đô thị, nước ngoài,<br>Các NH liên doanh;<br>Công ty cho thuê tài chính                | 3            | 1          | 8                 | 6          |
| Phát triển nông nghiệp<br>nông thôn<br>NH nông thôn, NH Hợp tác xã<br>Quý tín dụng nhân dân TW   | 1            | 1          | 7                 | 5          |
| Ngân hàng chính sách<br>Quý tín dụng nhân dân<br>địa phương, TCTD có<br>tiền gửi < 500 triệu VND | 0            | 0          | 0                 | 0          |
| TCTD ở nước ngoài  | 0            | 0          | 1                 | 1          |

Nguồn: NHNN

# Khuôn khổ chính sách hiện tại: Kiểm soát hành chính (các ví dụ)

- Tràn lãi suất tiền gửi bằng VND và USD
  - Tiền gửi bằng VND có thời hạn trên 12 tháng được tự do hóa (Thông tư 19/2012)
- Tràn lãi suất cho vay đối với các khu vực ưu tiên:
  - Nông nghiệp, xuất khẩu, doanh nghiệp vừa và nhỏ và các ngành công nghiệp phụ trợ, các lĩnh vực công nghệ cao

# Khuôn khổ chính sách: Trao đổi thông tin

- **Sự ổn định tỷ giá hối đoái**
  - “**Quản lý linh hoạt** tỷ giá hối đoái và thị trường ngoại hối theo cung cầu thị trường, sự phát triển của cán cân thanh toán quốc tế và các cân đối [vĩ mô] khác”
- **Quan điểm chính sách tiền tệ**
  - “**Quản lý linh hoạt** và đồng bộ các **công cụ chính sách tiền tệ**; quản lý **dự trữ** phù hợp với M2 và tín dụng nhằm đạt được các mục tiêu tiền tệ; kiểm soát **tăng trưởng tín dụng** ở mức khoảng 12% trong năm 2013”.

# Khuôn khổ hiện tại: Trao đổi thông tin

- **Điều chỉnh mức lãi suất ( theo tín hiệu lạm phát, thanh khoản ngân hàng, và duy trì ổn định kinh tế vĩ mô)**
  - “... tiếp tục áp dụng trần lãi suất tiền gửi để ổn định lãi suất thị trường”.
- **Quyết định gần đây về mức lãi suất (Ngày 25 tháng 3)**
  - “... do lạm phát đã chững lại. ... khu vực doanh nghiệp vẫn đối mặt với các khó khăn do cầu thị trường còn yếu ... và nhu cầu vay còn thấp”

# Hiệu quả chính sách: Bằng chứng

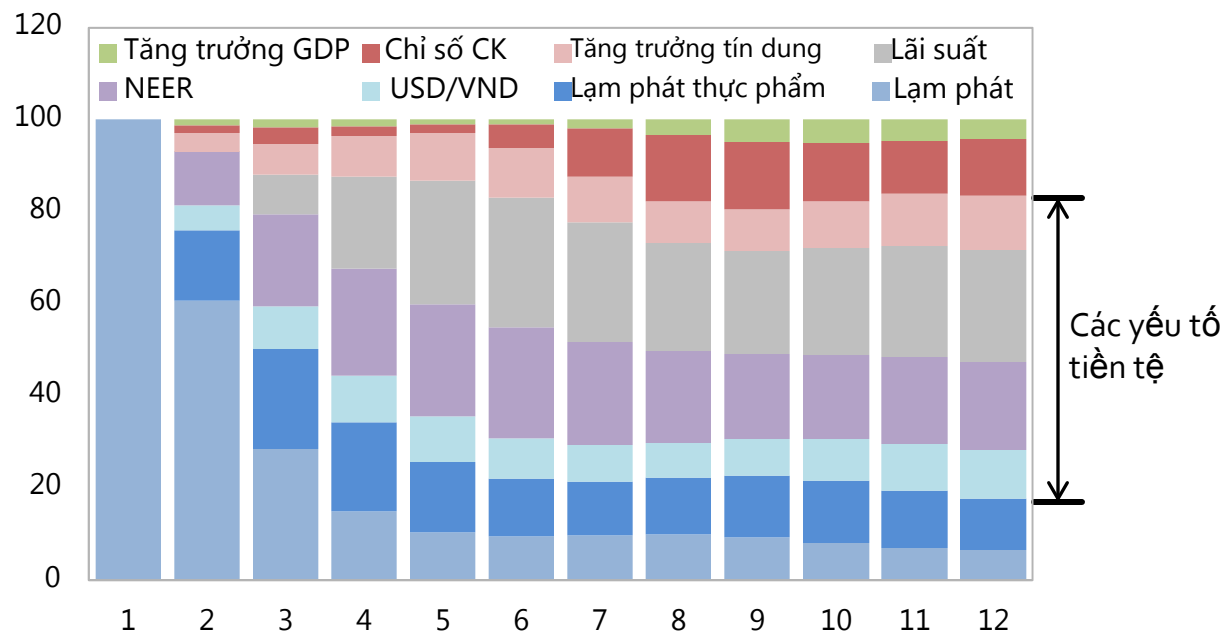
# Quá trình xác định lạm phát

## MỘT BIẾN SỐ TIỀN TỆ

- **Lạm phát chung có xu hướng không ổn định.** Chịu ảnh hưởng lớn bởi các **yếu tố tiền tệ** và **giá thực phẩm** với độ trễ trong 3 quý.

## PHƯƠNG SAI THÀNH PHẦN

Phương sai thành phần của quá trình xác định lạm phát (Tỷ lệ %)

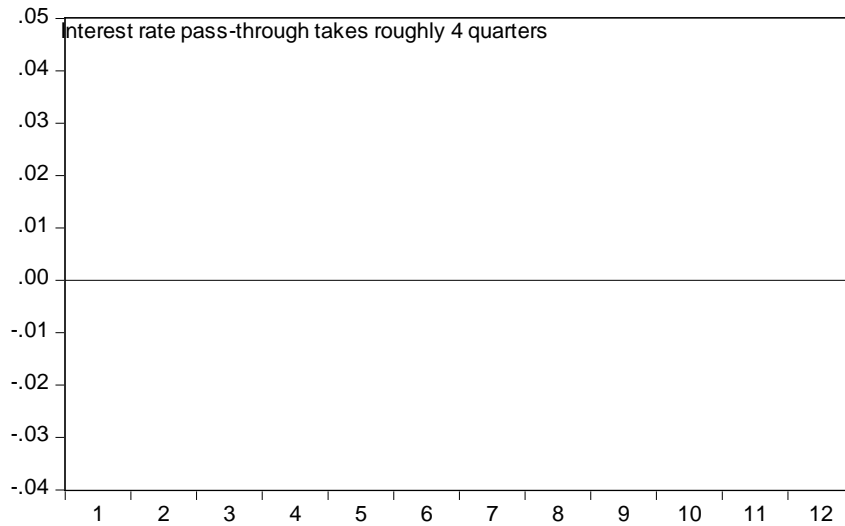


Nguồn: các cơ quan Việt Nam; IMF's WEO database; Bloomberg L.P.

# Sự truyền tải chính sách tới lạm phát

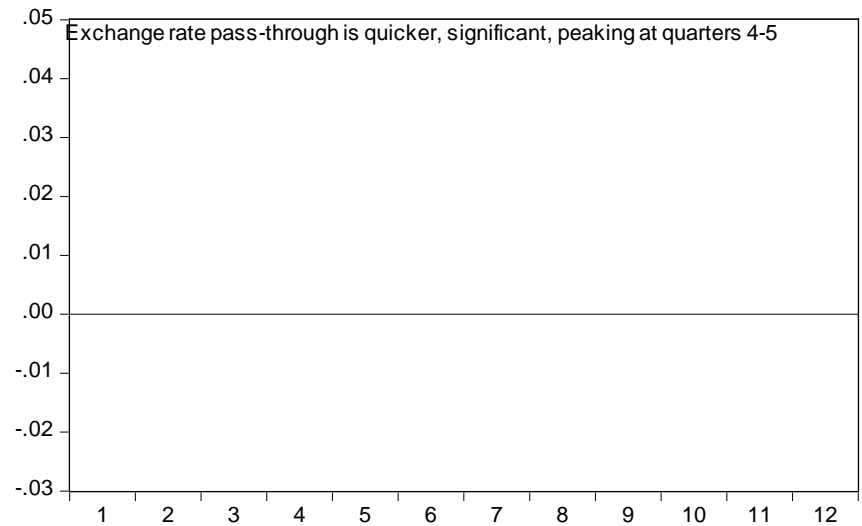
## SỰ TRUYỀN TẢI LÃI SUẤT DƯỜNG NHƯ YẾU

Response of Inflation to Cholesky  
One S.D. Interest Rate Innovation



## TỶ GIÁ HỐI ĐOẠI CÓ HIỆU QUẢ HƠN

Response of Inflation to Cholesky  
One S.D. NEER Innovation



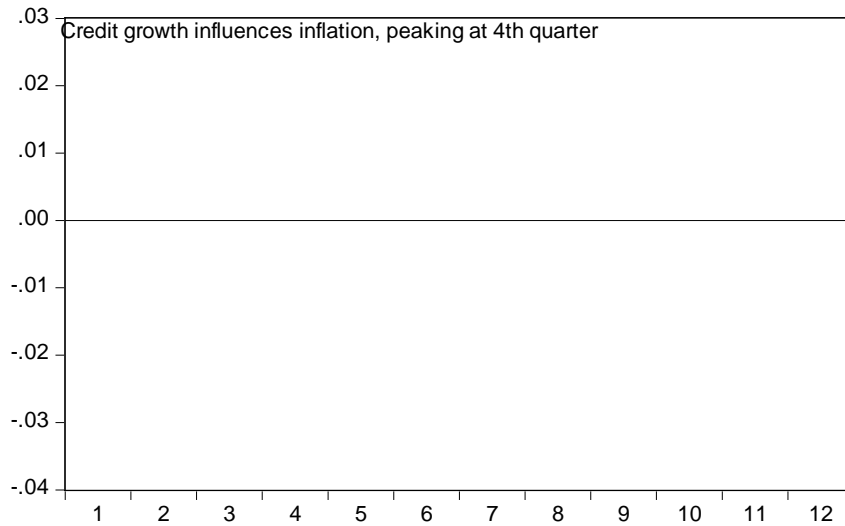


# Sự truyền tải chính sách tới lạm phát

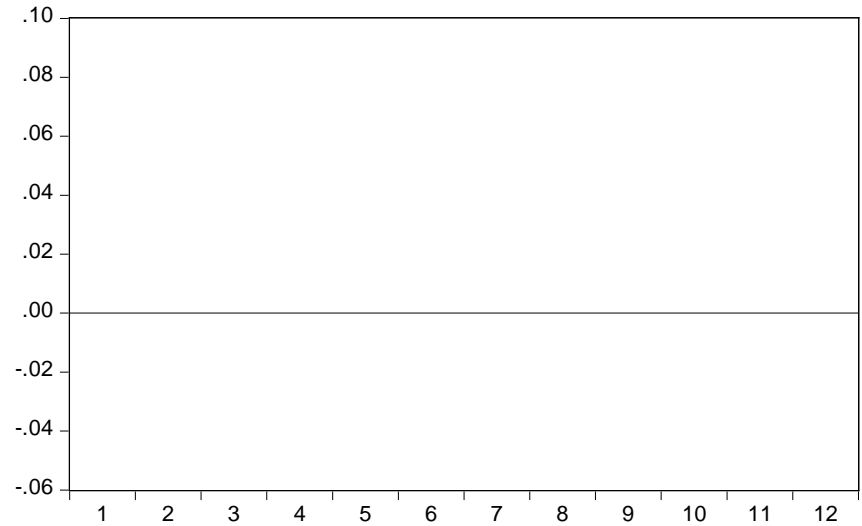
**NHÌN CHUNG, KÊNH TÍN DỤNG  
CÓ PHÁT HUY HIỆU QUẢ ...**

**... NHƯNG ĐỘC LẬP VỚI LÃI  
SUẤT**

Response of Inflation to Cholesky  
One S.D. Credit Growth Innovation



Response of Credit Growth to Cholesky  
One S.D. Policy Interest Rate Innovation



# Quy trình xác định tăng trưởng

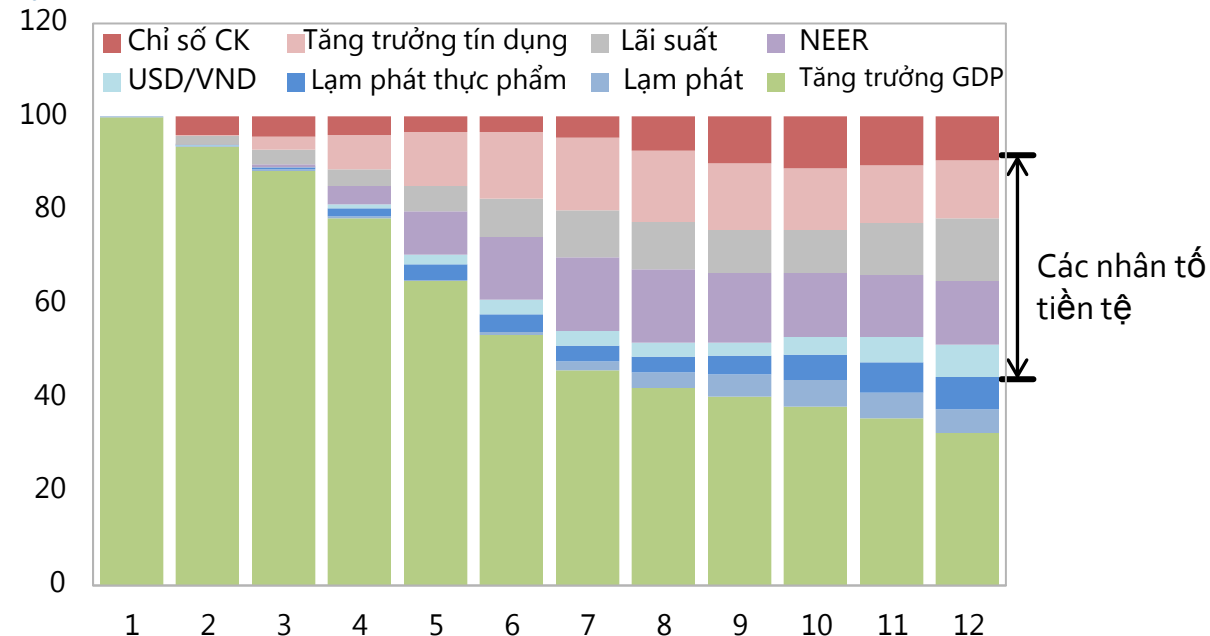
## BIẾN SỐ TIỀN TỆ

- Xu hướng tăng trưởng là liên tục. Mức tăng trưởng chịu ảnh hưởng *chủ yếu* bởi các yếu tố phi tiền tệ trong 6 quý đầu tiên.

## PHƯƠNG SAI THÀNH PHẦN

Phương sai thành phần của quy trình xác định tăng trưởng GDP

(Tỷ lệ %)

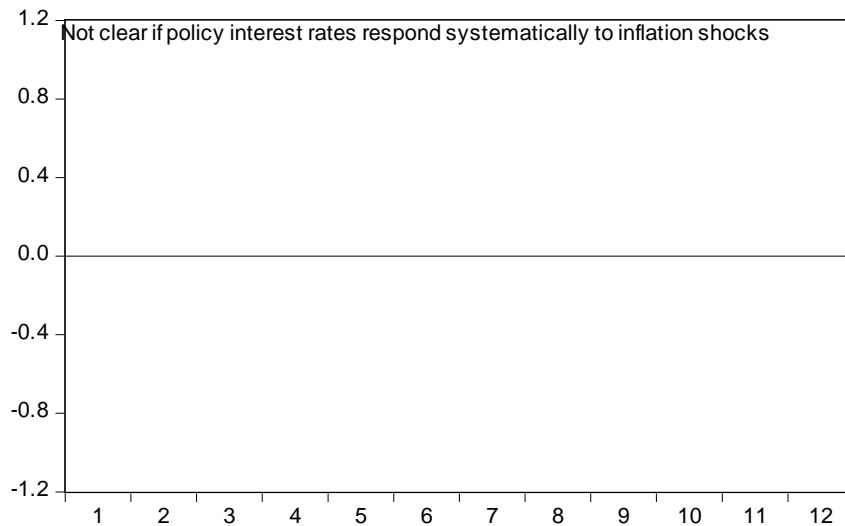


Nguồn: các cơ quan Việt Nam; dữ liệu WEO của IMF ; Bloomberg L.P.

# Liệu chính sách có phản ứng trước sự tăng lên của lạm phát?

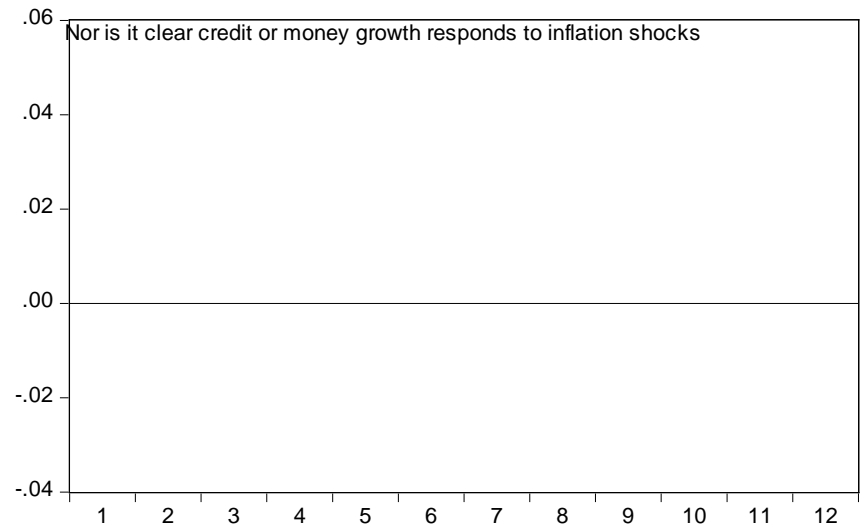
## LÃI SUẤT TĂNG?

Response of Interest Rates to Cholesky  
One S.D. Inflation Innovation



## TĂNG TRƯỞNG TÍN DỤNG GIẢM?

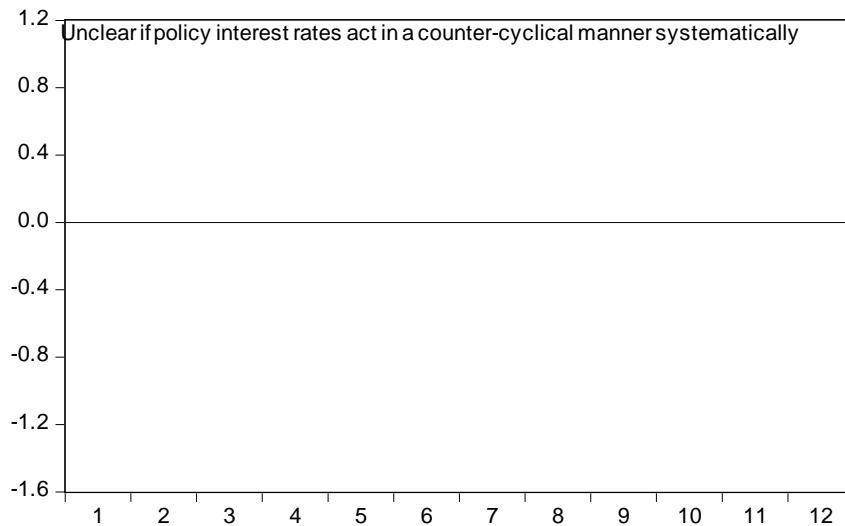
Response of Credit Growth to Cholesky  
One S.D. Inflation Innovation



# Liệu chính sách có phản hồi trước cú sốc tăng trưởng ?

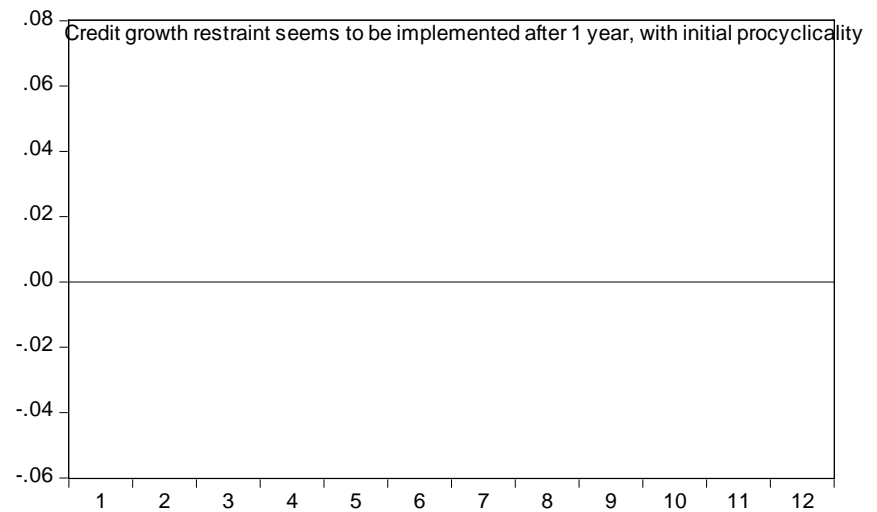
## CHÍNH SÁCH LÃI SUẤT “NGƯỢC CHU KỲ”?

Response of Interest Rates to Cholesky  
One S.D. GDP Growth Innovation



## CHÍNH SÁCH TĂNG TRƯỞNG TÍN DỤNG “THUẬN CHU KỲ”?

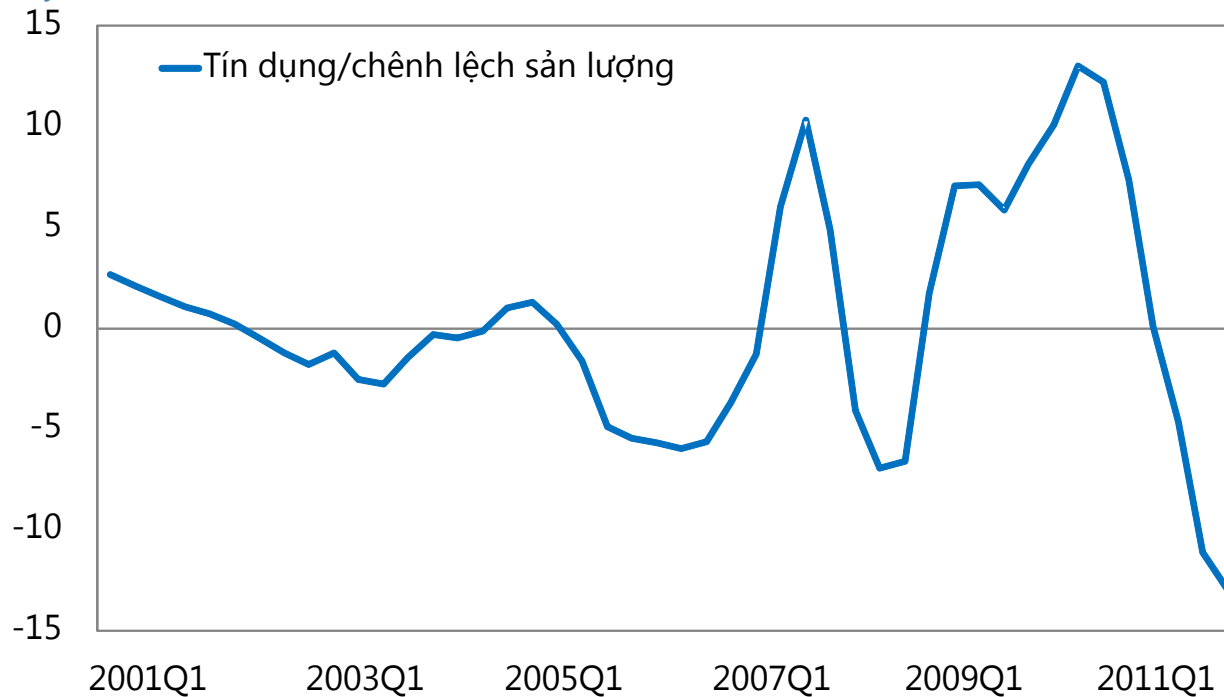
Response of Credit Growth to Cholesky  
One S.D. GDP Growth Innovation



# Sự tăng trưởng tín dụng quá mức thể hiện khuynh hướng “thiên vị tăng trưởng”

## Việt Nam: Tín dụng/chênh lệch sản lượng <sup>1/</sup>

(Tỷ lệ %)



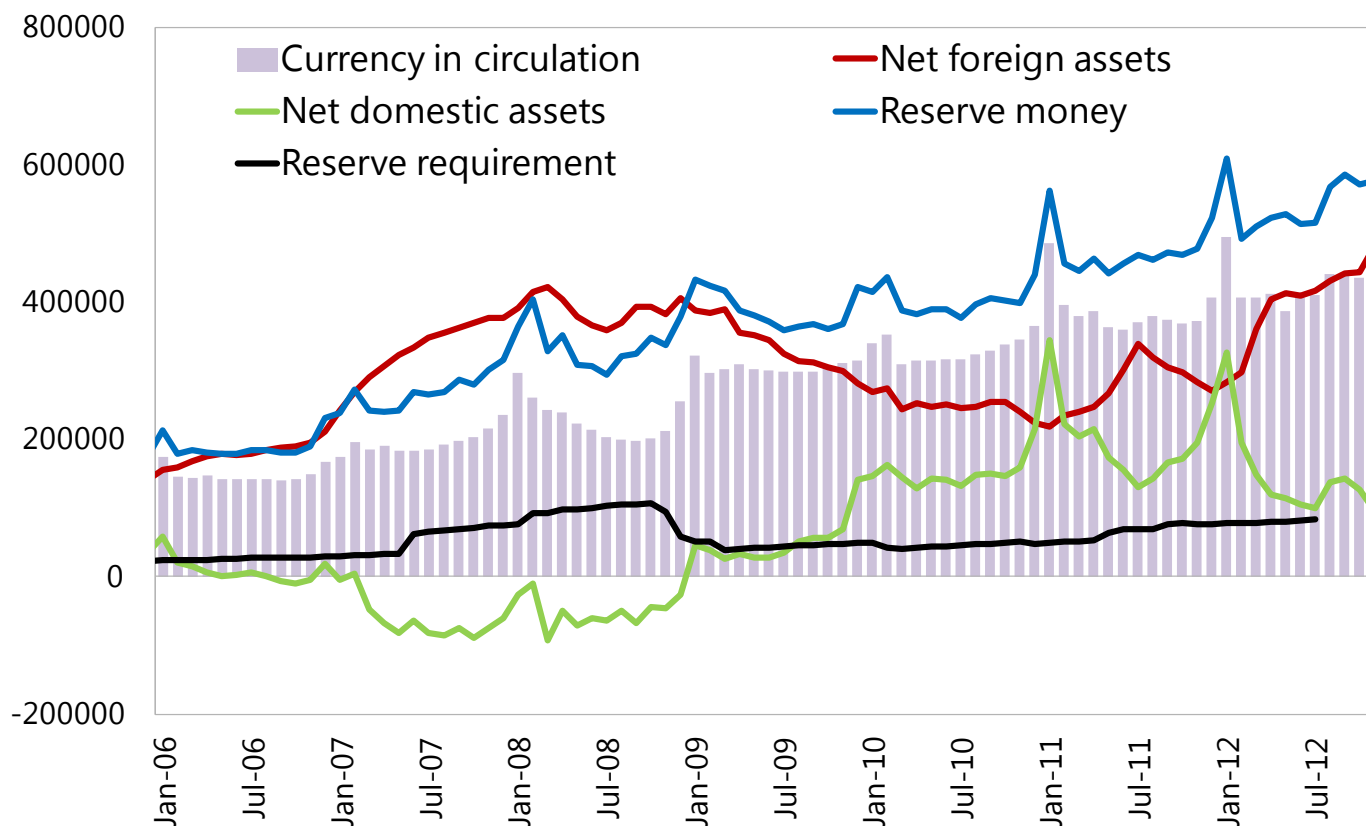
Nguồn: Ước tính của cán bộ IMF

1/ Chênh lệch sản lượng được ước tính dựa trên sử dụng phương pháp Hodrik-Prescott Filter

# ... đồng thời được phản ánh trong việc quản lý tiền cơ sở

## Vietnam: Management of Monetary Base

(In billions of dong)



Source: Vietnamese authorities

# Các bài học từ phân tích thực tiễn

- Xác định rõ các mục tiêu của chính sách tiền tệ
  - Chính sách tiền tệ (lãi suất và tỷ giá hối đoái) có thể ảnh hưởng tới lạm phát
  - ... trong khi mức tăng trưởng ngắn hạn chịu ảnh hưởng nhiều hơn bởi các yếu tố phi tiền tệ
  - Chỉ kích cầu khi lạm phát được kiểm soát
- Với kênh tín dụng bị suy yếu, nên sử dụng nhiều hơn các công cụ mang tính thị trường
  - Trong ngắn hạn, sử dụng công cụ lãi suất để hỗ trợ việc neo tỷ giá hối đoái
  - Gỡ bỏ dần các kiểm soát hành chính

# Các thách thức chính sách

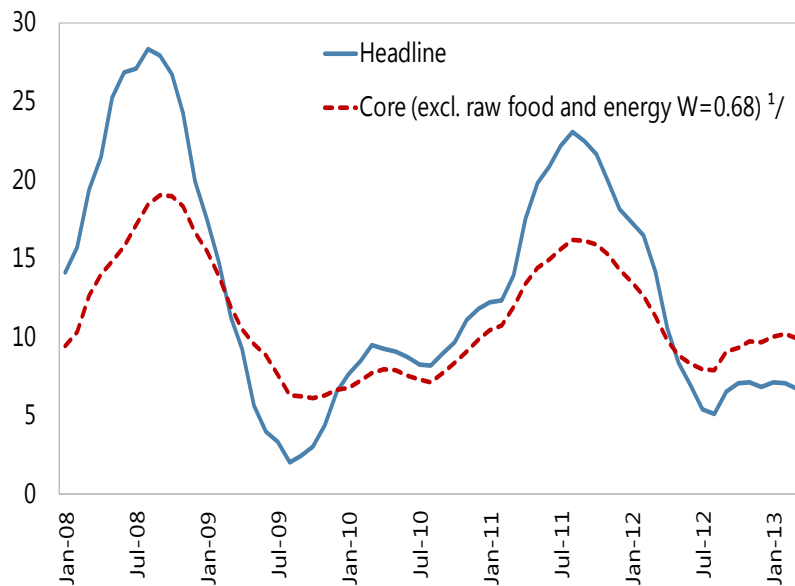


# Thách thức 1: Ổn định lạm phát và tốc độ lên giá của tỷ giá hối đoái thực (REER)

## LẠM PHÁT CƠ BẢN CAO VÀ DÀI DẪNG

### Vietnam: Inflation

(Year-on-year percent change)

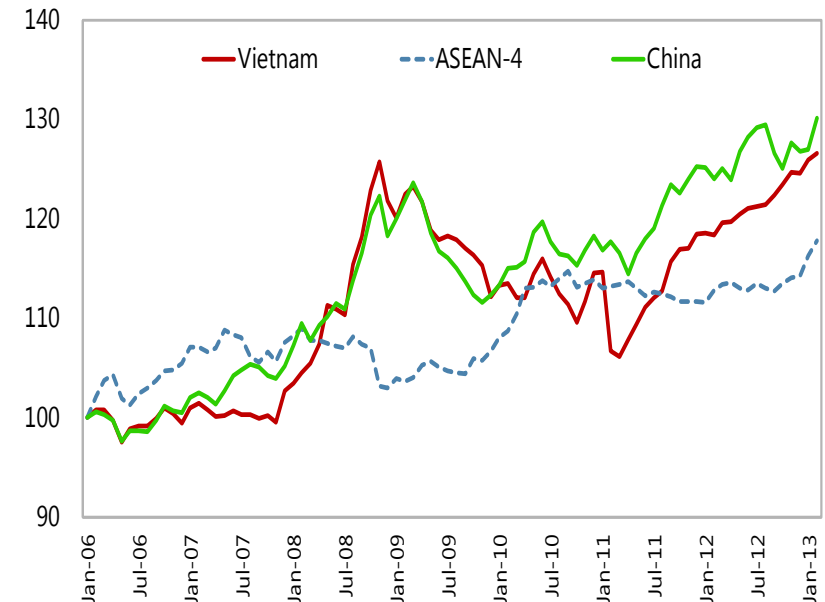


Source: Vietnamese authorities  
1/ W=2009 Weight

## ... LÀM TĂNG CHI PHÍ KINH DOANH

### Real Effective Exchange Rates 1/

(Index, January 2006=100)



Sources: INS (Jan 1990-Jan 2012) and APD Core (Feb 2012-Jan 2013)  
1/ ASEAN-4 includes Indonesia, Malaysia, Philippines and Thailand.

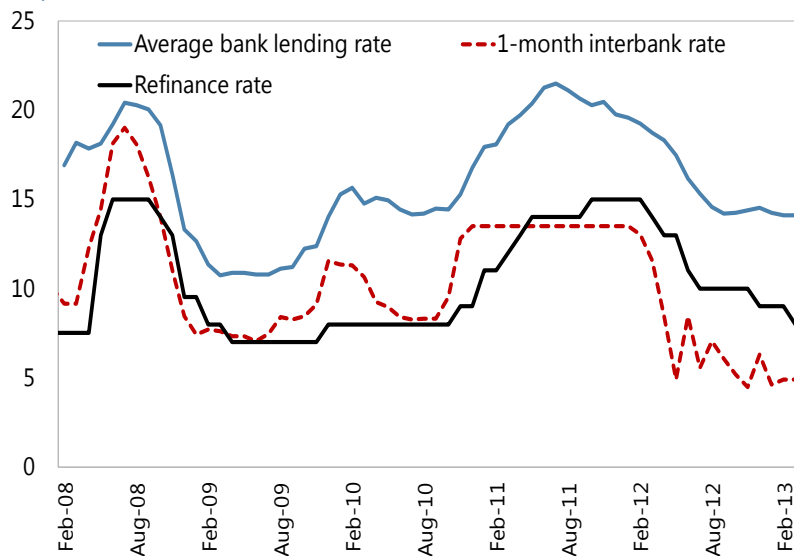
# Thách thức 2: Nâng cao hiệu quả của chính sách tiền tệ

LÃI SUẤT CHỢ VAY CỦA NGÂN HÀNG PHẢN ỨNG TỐT VỚI CÁC CHÍNH SÁCH LÃI SUẤT

NHỮNG KÊNH TÍN DỤNG LẠI BỊ SUY YẾU

Vietnam: Interest Rates

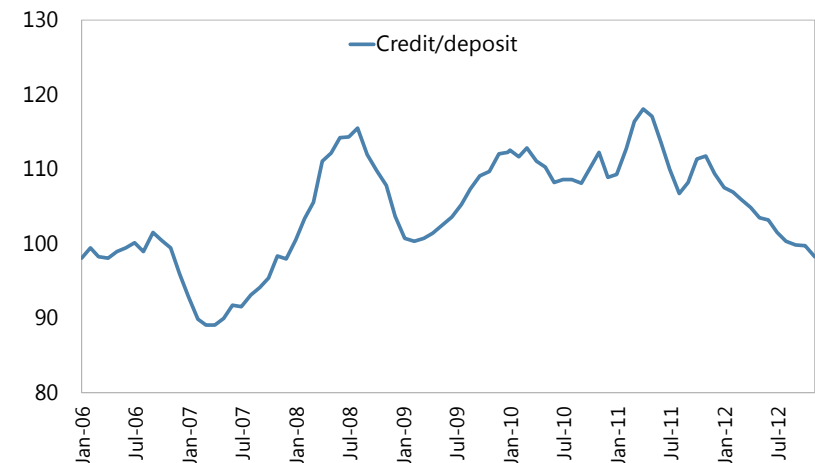
(In percent)



Source: Vietnamese authorities

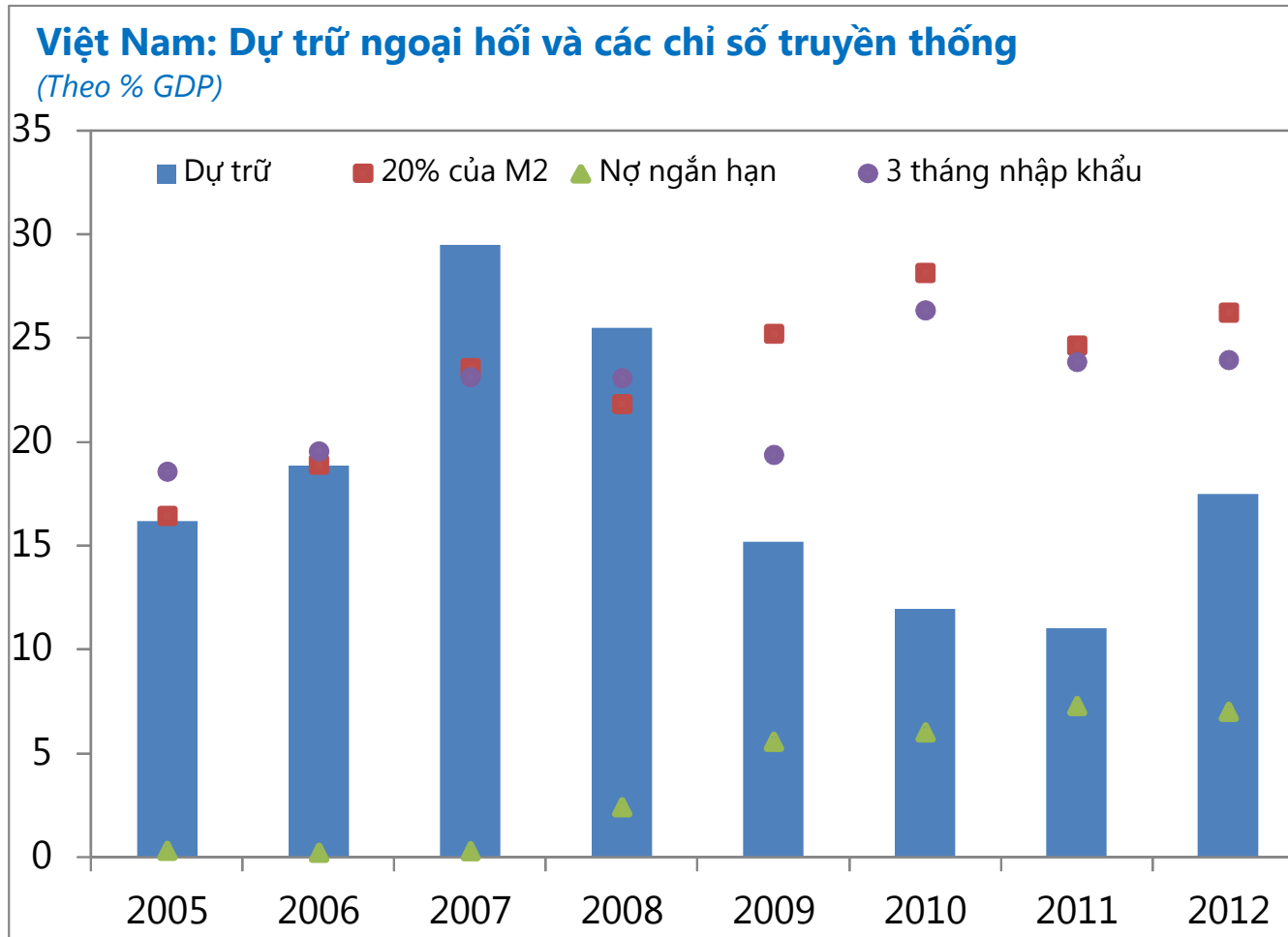
Vietnam: Credit-to-deposit Ratio

(In percent)



Source: Vietnamese authorities

# Thách thức 3: Tăng dự trữ ngoại hối đến mức cần thiết



**Khuôn khổ có thể đối mặt  
với các thách thức**

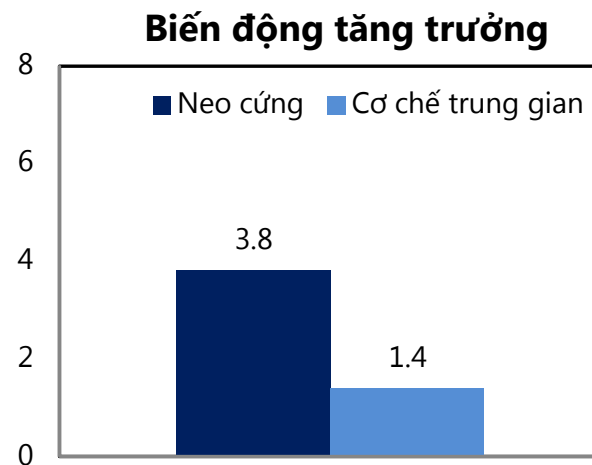
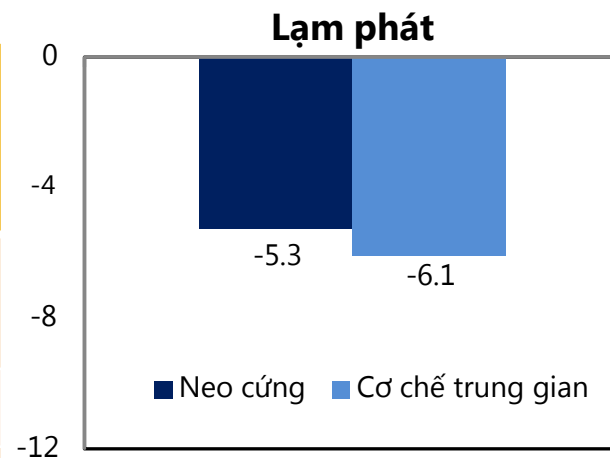
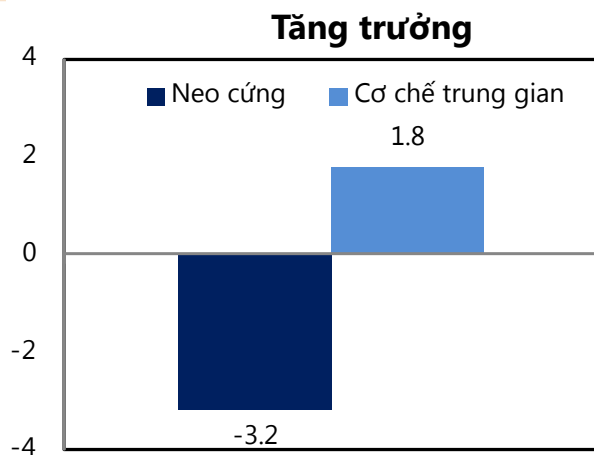
# Cơ chế chính sách tiền tệ nào hoạt động tốt nhất trong các nước có thu nhập thấp (LICs)

- Áp dụng mô hình hồi quy đa thức cho cơ chế tỷ giá hối đoái sử dụng công cụ xác suất điều chỉnh
- Cố định hiệu ứng thời gian
- Các nước có thu nhập thấp trên toàn cầu và ở Châu Á. Giai đoạn 1990-2003

|                         | Inflation |            |        |            | Growth |            |        |           | Growth Volatility |           |        |           |
|-------------------------|-----------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|-----------|-------------------|-----------|--------|-----------|
| Hard Peg                | -0.053    | (-2.25)**  | -0.047 | (-1.18)    | -0.032 | (-3.07)*** | -0.029 | (-1.97)** | 0.038             | (2.66)*** | 0.071  | (2.14)**  |
| Intermediate Regime     | -0.061    | (-3.46)*** | -0.102 | (-2.79)*** | 0.018  | (0.99)     | 0.031  | (0.92)    | 0.014             | (1.31)    | 0.017  | (0.69)    |
| Asia                    |           |            | -0.020 | (-1.08)    |        |            | 0.006  | (0.60)    |                   |           | 0.023  | (2.21)**  |
| Asia Int. Regime        |           |            | 0.081  | (2.09)**   |        |            | -0.030 | (-0.84)   |                   |           | -0.016 | (-0.64)   |
| Lagged Inflation        | 0.612     | (12.78)*** | 0.634  | (10.37)*** |        |            |        |           |                   |           |        |           |
| Lagged Growth           |           |            |        |            | 0.274  | (3.79)***  | 0      | 0         |                   |           |        |           |
| Money Growth            | 0.009     | (3.97)***  | 0.009  | (3.69)***  |        |            |        |           |                   |           |        |           |
| Real GDP Growth         | -0.183    | (-2.74)*** | -0.187 | (-2.43)**  |        |            |        |           |                   |           |        |           |
| Trade Openness          | 0.008     | (1.33)     | 0.008  | (1.14)     | 0.013  | (2.03)**   | 0.017  | (1.58)    | 0.006             | (1.48)    | -0.001 | (-0.13)   |
| Government Balance      |           |            |        |            | 0.127  | (2.77)***  | 0.124  | (2.64)*** | -0.101            | (-2.26)** | -0.131 | (-1.92)*  |
| Tax Ratio               |           |            |        |            | -0.137 | (-3.35)*** | -0.167 | (-2.12)** | 0.011             | (0.36)    | 0.063  | (0.77)    |
| Investment Ratio        |           |            |        |            | 0.100  | (3.85)***  | 0.109  | (3.25)*** | 0.304             | (4.09)*** | 0.277  | (3.09)*** |
| Terms-of-trade Growth   |           |            |        |            |        |            |        |           | -0.015            | (-0.91)   | -0.034 | (-1.34)   |
| Avg. Years of Schooling |           |            |        |            |        |            |        |           | 0.001             | (0.64)    | 0.002  | (0.90)    |
| Population Growth       |           |            |        |            |        |            |        |           | 0.278             | (1.84)*   | 0.467  | (1.89)*   |
| Initial/U.S. income     |           |            |        |            |        |            |        |           | -0.009            | (-1.70)*  | -0.018 | (-1.55)   |
| Observations            | 1133      |            | 1133   |            | 516    |            | 0      |           | 495               |           | 495    |           |
| R-squared               | 0.72      |            | 0.68   |            | 0.23   |            | 0      |           |                   |           |        |           |

# Kết quả thực tiễn: Cơ chế trung gian hoạt động tốt nhất

| Xếp hạng hoạt động | Lạm phát | Tăng trưởng | Biến động tăng trưởng |
|--------------------|----------|-------------|-----------------------|
| Cơ chế trung gian  | 1        | 1           | 1                     |
| Neo cứng           | 2        | 2           | 2                     |
| Thả nổi            | 3        | 1           | 1                     |



# Đặc điểm của khuôn khổ chính sách tiền tệ mong muốn cho Việt Nam

1. Xác định lạm phát thấp và ổn định là mục tiêu ưu tiên
2. “Thả nổi có điều tiết” cùng với việc tăng dần tính linh hoạt (mở rộng biên độ tỷ giá giao dịch) theo thời gian
3. Hỗ trợ vai trò của chính sách lãi suất (hành lang) và can thiệp có trung hòa
4. Gỡ bỏ dần các kiểm soát hành chính
5. Thông tin chính sách tiền tệ rõ ràng
6. Hướng tới việc chuyển dần sang cơ chế neo lạm phát cụ thể trong tương lai xa

# Để đạt được một khuôn khổ chính sách tiền tệ mong muốn

- Luật NHNN nên
  - Đơn giản hóa nhiệm vụ chính sách tiền tệ: lạm phát ổn định và ở mức thấp nên được đặt làm mục tiêu ưu tiên
  - Tăng cường sự độc lập trong vận hành chính sách
  - Củng cố độ tin cậy của khuôn khổ chính sách



# Để giúp thiết lập độ tin cậy của chính sách

- Một chiến lược thông tin rõ ràng
  - Thường xuyên giải thích cho thị trường nguyên nhân đằng sau khung chính sách, các mục tiêu, và hành động
  - Mục tiêu là để thị trường dự đoán chính xác NHNN sẽ phản ứng như thế nào đối với các bất ổn kinh tế
  - Các sản phẩm: các tuyên bố chính sách rõ ràng và có tầm nhìn xa (ví dụ: dự báo), các báo cáo định kỳ quý

# Một số nội dung có thể thảo luận

- Đặt lạm phát làm mục tiêu nền tảng
- Cơ chế vận hành độc lập gắn với trách nhiệm
- Dựa vào các công cụ mang tính thị trường
- Tỷ giá hối đoái linh hoạt
- Thông tin về chính sách tiền tệ