

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

-----*-----



LÊ THỊ THANH HẰNG

**GIẢI PHÁP NÂNG CAO HIỆU QUẢ
HOẠT ĐỘNG CỦA NGHIỆP VỤ THỊ TRƯỜNG MỞ
TRONG ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ
CỦA NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC VIỆT NAM**

**Chuyên ngành: Kinh tế Tài chính - Ngân hàng
Mã số: 60.31.12**

LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ

**NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC:
TS. NGUYỄN MINH KIỀU**

TP HỒ CHÍ MINH - NĂM 2007

MỤC LỤC

NỘI DUNG	TRANG
Phần mở đầu	
Chương I: NHỮNG NỘI DUNG CƠ BẢN VỀ NGHIỆP VỤ TTM	01
1.1_ Những nội dung cơ bản về nghiệp vụ TTM.....	01
1.1.1 _ Ngân hàng Trung Ương và các công cụ CSTT	01
1.1.2 _ Khái niệm nghiệp vụ TTM	02
1.1.3 _ Quá trình hình thành và phát triển của TTM	03
1.1.4 _ Cơ chế tác động của nghiệp vụ TTM	05
1.1.5 _ Vận hành của nghiệp vụ thị trường mở	06
1.1.5.1_ Các loại nghiệp vụ thị trường mở.....	06
1.1.5.2_ Hàng hoá của nghiệp vụ thị trường mở.....	07
1.1.5.3_ Thành viên tham gia nghiệp vụ thị trường mở.....	08
1.1.5.4_ Phương thức hoạt động của nghiệp vụ thị trường mở.....	09
1.1.6_ Vai trò, chức năng của thị trường mở.....	11
1.1.7_ Nghiệp vụ thị trường mở và các mối tương quan.....	12
1.1.7.1.Với thị trường tiền tệ và thị trường vốn	12
1.1.7.2. Với các công cụ điều hành chính sách tiền tệ khác.....	13
1.1.8_ Vốn khả dụng và điều hành hoạt động của thị trường mở.....	14
1.1.8.1_ Khái niệm vốn khả dụng và quản lý vốn khả dụng.....	14
1.1.8.2_ Vai trò quản lý vốn khả dụng	15
1.2_ Nghiệp vụ TTM – công cụ điều hành CSTT của NHTW	15
1.2.1_ Tác động của hội nhập và yêu cầu đổi mới trong điều hành CSTT	16
1.2.1.1_ Tác động của quá trình hội nhập kinh tế thế giới đến điều hành CSTT của NHTW	16
1.2.1.2_ Những hạn chế của công cụ CSTT trực tiếp	17
1.2.2_ Công cụ nghiệp vụ TTM trong điều hành CSTT của NHTW.....	17
1.2.2.1. Ưu thế.....	17
1.2.2.2. Hạn chế	18
1.3_ Thực tiễn điều hành nghiệp vụ TTM ở một số nước.....	19
1.3.1/ Hoạt động nghiệp vụ TTM của Cục dự trữ liên bang Mỹ	19
1.3.2/ Hoạt động thị trường mở của NHTW Đức	20
1.3.3/ Nghiệp vụ TTM của NHTW Nhật Bản	20
1.3.4/ Nghiệp vụ TTM của NHTW Malaysia	21
1.3.5/ Nghiệp vụ TTM của NHTW Thái Lan	22
Kết luận chương I.....	24

Chương II: HOẠT ĐỘNG CỦA NGHIỆP VỤ TTM TRONG ĐIỀU HÀNH CSTT CỦA NHNN VIỆT NAM HIỆN NAY.....	25
2.1_ Một số vấn đề chung.....	25
2.1.1/ NHNN Việt Nam và vai trò điều hành CSTT hiện nay.....	25
2.1.1.1. Sơ lược quá trình hình thành và phát triển của NHNN Việt Nam	25
2.1.1.2. Vai trò của NHNN trong việc điều hành CSTT	26
2.1.2/ Nghiệp vụ TTM của Việt Nam và những vấn đề liên quan.....	27
2.1.2.1_ Mô hình hoạt động nghiệp vụ TTM của Việt Nam hiện nay.....	27
2.1.2.2_ Điều hành hoạt động nghiệp vụ thị trường mở	28
2.1.2.2.1/ Thành viên tham gia nghiệp vụ TTM	28
2.1.2.2.2/ Hàng hoá của nghiệp vụ TTM	29
2.1.2.2.3/ Phương thức giao dịch của thị trường mở	30
2.1.2.2.4/ Ban điều hành nghiệp vụ TTM	31
2.1.2.3_ Hệ thống văn bản pháp lý về hoạt động nghiệp vụ TTM.....	31
2.2_ Thực trạng hoạt động nghiệp vụ TTM của Việt Nam	32
2.2.1/ Tình hình hoạt động nghiệp vụ TTM trong thời gian qua.....	32
2.2.2/ Phân tích, đánh giá hoạt động nghiệp vụ TTM trong điều hành CSTT	35
2.2.2.1_ Những kết quả đạt được và các yếu tố thúc đẩy.....	35
2.2.2.2_ Những tồn tại hạn chế	43
2.2.2.2.1_ Về vai trò và khả năng hoạt động của nghiệp vụ TTM	43
2.2.2.2.2_ Về quy mô thị trường	45
2.2.2.2.3_ Những bất cập trong hoạt động nghiệp vụ TTM	45
2.2.2.2.4_ Những hạn chế mang tính kỹ thuật, vận hành của thị trường	47
2.3_ Phân tích nguyên nhân hạn chế hiện nay	48
2.3.1. Những nguyên nhân từ phía NHNN.....	49
2.3.2. Những nguyên nhân từ các TCTD	52
2.3.3. Những nguyên nhân từ phía nền kinh tế.....	53
2.3.3.1. Nguyên nhân liên quan đến GTCG	53
2.3.3.2. Trình độ phát triển của thị trường tài chính và của nền kinh tế	54
2.4_ Hiệu quả hoạt động và các yếu tố cơ bản để phát triển, nâng cao hiệu quả hoạt động của nghiệp vụ TTM trong điều hành CSTT hiện nay	57
2.4.1. Hiệu quả hoạt động của nghiệp vụ TTM	57
2.4.2. Các yếu tố cơ bản để phát triển và nâng cao hiệu quả hoạt động của nghiệp vụ thị trường mở trong điều kiện hiện nay.....	58
Kết luận chương II.....	64
CHƯƠNG III: GIẢI PHÁP NÂNG CAO HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG NGHIỆP VỤ TTM TRONG ĐIỀU KIỆN HIỆN NAY.....	65

3.1_ Dự báo xu hướng phát triển của nghiệp vụ TTM ở Việt Nam trong điều kiện nền kinh tế hội nhập	65
3.2_ Phương hướng của NHNN VN và CSTT Việt Nam trong giai đoạn hội nhập	66
3.2.1_ Phương hướng của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam	66
3.2.2_ CSTT Việt Nam trong giai đoạn hội nhập	68
3.3_ Một số giải pháp cụ thể	71
3.3.1. Nhóm giải pháp phát triển thị trường	71
3.3.1.1_ Tăng cường quản lý vốn khả dụng và dự báo vốn khả dụng.....	71
3.3.1.2_ Cải tiến công tác điều hành nghiệp vụ TTM.....	72
3.3.1.3_ Phát triển công cụ và tăng cường thành viên.....	73
3.3.2. Nhóm giải pháp tăng hiệu quả tác động của nghiệp vụ TTM	74
3.3.3. Nhóm giải pháp công nghệ	75
3.4_ Một số kiến nghị	76
3.4.1. Đối với Chính phủ	76
3.4.2. Đối với Ngân hàng Nhà nước	76
3.4.2.1. Kiến nghị về công nghệ và phần mềm ứng dụng	76
3.4.2.2. Kiến nghị khác có liên quan	77
Kết luận chương III	78
Kết luận	79
Danh mục tài liệu tham khảo	

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT

_BOK	: Ngân hàng Trung Ương Hàn Quốc
_CSTT	: Chính sách tiền tệ
_Fed	: Cục dự trữ liên bang Mỹ
_GTCG	: Giấy tờ có giá
_NH	: Ngân hàng
_NHNN	: Ngân hàng Nhà nước
_NHNN VN	: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam
_NHTM	: Ngân hàng thương mại
_NHTW	: Ngân hàng Trung Ương.
_RPs	: Hợp đồng mua bán lại (Hợp đồng Repos)
_TTM	: Thị trường mở
_TTTC	: Thị trường tài chính
_TCTD	: Tổ chức tín dụng
_TTTT	: Thị trường tiền tệ

DANH MỤC CÁC BẢNG SỐ LIỆU, ĐỒ THỊ

NỘI DUNG	TRANG
1. Bảng 2.1. Doanh số giao dịch và tốc độ tăng trưởng	33
2. Đồ thị 2.1 Diễn biến doanh số giao dịch nghiệp vụ thị trường mở	33
3. Bảng 2.2 Doanh số giao dịch bình quân/ phiên qua các năm	33
4. Đồ thị 2.2 Diễn biến giao dịch bình quân mỗi phiên	34
5. Bảng 2.3. So sánh tỷ trọng doanh số mua qua TTM so tổng doanh số cho vay của NHNN	34
6. Bảng 2.4 Khối lượng giao dịch nghiệp vụ thị trường mở phương thức giao dịch	37
7. Bảng 2.5 Tốc độ tăng trưởng đầu tư GTCG của các TCTD	40
8. Đồ thị 2.3. Diễn biến lãi suất nghiệp vụ TTM, cầm cố và chiết khấu	44
9. Bảng 2.6. Diễn biến cơ cấu GTCG giao dịch trên TTM.....	46
10. Bảng 2.7 Diễn biến tỷ trọng tham gia nghiệp vụ TTM theo loại hình NH	47
11. Bảng 2.8 Diễn biến về thanh viên tham gia đấu thầu và trúng thầu tín phiếu kho bạc qua NHNN	50

PHẦN MỞ ĐẦU

1. Đặt vấn đề:

Toàn cầu hoá và hội nhập kinh tế quốc tế, là xu hướng tất yếu và tác động đến mọi nền kinh tế của các Quốc gia trên thế giới ; tác động đến tất cả các lĩnh vực, ngành sản xuất của một nền kinh tế, làm thay đổi chuyển dịch cơ cấu nền kinh tế, đồng thời thúc đẩy các hoạt động sản xuất kinh doanh, thương mại và dịch vụ phát triển, nhờ thị trường mở rộng. Trong quá trình đó hoạt động ngân hàng (NH) cũng chịu tác động lớn của quá trình toàn cầu hoá và hội nhập kinh tế quốc tế. Hoạt động của các ngân hàng thương mại (NHTM) ngày càng phát triển, gắn liền với sự thay đổi về cơ cấu tổ chức bộ máy; về năng lực tài chính; về quy mô và chất lượng sản phẩm dịch vụ.... Kết quả là thị trường tài chính tiền tệ không ngừng thay đổi và phát triển theo xu hướng phát triển chung. Để theo kịp sự thay đổi và phát triển đó cũng như quản lý hiệu quả thị trường tiền tệ; điều hành hiệu quả chính sách tiền tệ nhằm ổn định tiền tệ, thúc đẩy tăng trưởng và phát triển kinh tế...Ngân hàng trung ương (NHTW) cũng cần phải đổi mới và nâng cao hiệu quả các công cụ điều hành chính sách tiền tệ. Một trong những công cụ phù hợp, và tác động hiệu quả dựa trên cơ sở kinh tế, thị trường, không bằng mệnh lệnh hành chính đó là : nghiệp vụ thị trường mở (TTM)_ sẽ là nghiệp vụ được sử dụng phổ biến hơn, hiệu quả hơn trong điều hành chính sách tiền tệ của NHTW trong điều kiện đổi mới và hội nhập, bởi sự phù hợp với thông lệ quốc tế.

Mặc dù nghiệp vụ TTM đã được Ngân hàng nhà nước Việt Nam (NHNN VN) chính thức thực hiện từ năm 2000_ đánh dấu một bước tiến quan trọng của NHNN VN trong việc điều hành chính sách tiền tệ bằng công cụ điều tiết gián tiếp _ từ đó đến nay công cụ này cũng không ngừng nâng cao cả về quy mô lẫn

chất lượng hoạt động; nhưng nhìn chung vẫn chưa thực sự trở thành một công cụ mang tính chủ đạo của NHNN VN trong điều hành chính sách tiền tệ (CSTT), chưa thực sự hoàn thiện và phát triển ngang tầm với mức độ phát triển của hệ thống NH và thị trường tài chính tiền tệ .

Từ ý nghĩa và thực tế đó, tôi xin chọn đề tài “ **Giải pháp nâng cao hiệu quả hoạt động của nghiệp vụ Thị trường mở trong điều hành chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam.**” với hy vọng mang lại những lý luận cơ bản cũng như một số giải pháp để góp phần nâng cao hiệu quả điều hành CSTT của NHNN VN trong giai đoạn trước mắt.

2. Mục tiêu nghiên cứu :

Trên cơ sở những vấn đề lý luận và thực tiễn về nghiệp vụ thị trường mở để vận dụng một cách hiệu quả công cụ này nhằm nâng cao hiệu quả của CSTT trong việc ổn định giá trị đồng tiền, góp phần tích cực cho sự phát triển ổn định và bền vững của đất nước trước xu thế hội nhập.

2.1 Đề tài làm sáng tỏ những cơ sở lý luận, cơ chế hoạt động, vai trò của nghiệp vụ TTM và các cơ sở pháp lý của việc hình thành nghiệp vụ TTM tại Việt nam. Đề tài cũng nghiên cứu những kinh nghiệm hoạt động TTM ở một số nước trên thế giới nhằm rút ra những bài học kinh nghiệm để vận dụng cho hoạt động TTM tại Việt Nam.

2.2 Trên cơ sở thực trạng hoạt động của nghiệp vụ TTM, đề tài cũng dự báo xu hướng phát triển của nghiệp vụ TTM tại Việt Nam trong giai đoạn trước mắt ; đồng thời cũng kiến nghị, đề xuất một số giải pháp nhằm phát triển và nâng cao hiệu quả hoạt động của nghiệp vụ TTM qua đó góp phần nâng cao hiệu quả điều hành CSTT của NHNN VN hiện nay.

2.3 Nghiên cứu của đề tài cũng nhằm tạo thêm một kênh hiệu quả để điều hoà vốn khả dụng của các tổ chức tín dụng (TCTD). Tạo điều kiện tiền đề cho các TCTD sử dụng nguồn vốn hiệu quả.

3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu:

_ Nghiên cứu hoạt động TTM trong phạm vi cả nước.

_ Số liệu nghiên cứu : từ năm 2000 (khi hình thành) đến nay. Trong đó tập trung cho giai đoạn từ năm 2004 đến nay là giai đoạn hoạt động TTM thực sự có ý nghĩa trên thị trường tiền tệ .

4. Phương pháp nghiên cứu: Đề tài sử dụng kết hợp hai phương pháp:

- Phương pháp duy vật biện chứng để phân tích đánh giá, kết hợp với phương pháp tổng hợp, phương pháp phân tích, phương pháp thống kê để rút ra những vấn đề chung nhất, những chỉ tiêu mang tính định lượng và định tính.

- Phương pháp chuyên gia: tham khảo ý kiến chuyên gia ngành NH ; chuyên gia kinh tế và thông qua các hội thảo khoa học để tiếp thu, bổ sung và hoàn chỉnh các giải pháp, kiến nghị nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động TTM hiện nay.

5. Kết cấu đề tài: Gồm 3 chương

_ Chương I : Những nội dung cơ bản về nghiệp vụ TTM .

_ Chương II: Hoạt động của nghiệp vụ TTM trong điều hành CSTT của NHNN VN hiện nay.

_ Chương III : Giải pháp nâng cao hiệu quả hoạt động nghiệp vụ TTM trong điều kiện hiện nay.

Chương I: NHỮNG NỘI DUNG CƠ BẢN VỀ NGHIỆP VỤ THỊ TRƯỜNG MỞ.

1.1_ NHỮNG NỘI DUNG CƠ BẢN VỀ NGHIỆP VỤ THỊ TRƯỜNG MỞ.

1.1.1 _ Ngân hàng Trung Ương và các công cụ Chính sách tiền tệ:

Quá trình hình thành NHTW ở các nước khác nhau , trải qua nhiều giai đoạn phát triển với nhiều hình thức hoạt động khác nhau; nhưng ngày nay NHTW được đề cập đến như là một chủ thể công cộng có nhiều chức năng quan trọng như : kiểm soát và điều tiết mức cung tiền, quản lý hoạt động của các Ngân hàng trung gian cũng như thực hiện nhiều nhiệm vụ đối với chính phủ. Trong đó nhiệm vụ chủ yếu và quan trọng nhất là thực hiện mục tiêu tiền tệ nhằm điều hoà khối tiền tệ, kiểm soát tổng phương tiện thanh toán bằng tiền, bảo vệ giá trị đồng tiền bằng cách ổn định giá cả và tỷ giá trong thanh toán đối ngoại của đồng tiền. Xét trong dài hạn NHTW còn có nhiệm vụ thực hiện mục tiêu góp phần bảo đảm cho nền kinh tế tăng trưởng thực sự với giá cả lạm phát thấp nhất một cách ổn định và bền vững. Để thực hiện những mục tiêu này, NHTW thực hiện vai trò điều tiết kinh tế vĩ mô bằng việc xác lập các biện pháp tác động đến thị trường tiền tệ bằng nhiều công cụ của chính sách tiền tệ (monetary policy instruments) như :

- _ Nghiệp vụ thị trường mở (open market operations)
- _ Lãi suất cho vay chiết khấu (discount window rates)
- _ Dự trữ bắt buộc (reserve requirements)
- _ Kiểm soát tín dụng (selective credit controls)
- _ Thay đổi cơ số tiền bằng các nghiệp vụ trên thị trường ngoại tệ và nghiệp vụ cho vay với chính phủ.

Trong đó, nghiệp vụ TTM là công cụ được sử dụng thường xuyên, hiệu quả nhất, có ảnh hưởng trực tiếp, rộng rãi và được phần lớn các NHTW trên thế giới xem là công cụ điều tiết vĩ mô quan trọng nhất.

1.1.2. Khái niệm nghiệp vụ thị trường mở :

“Nghiệp vụ thị trường mở” thực chất là các hoạt động giao dịch chứng khoán của NHTW trên TTM. Thông qua hành vi mua bán chứng khoán này, NHTW tác động trực tiếp đến nguồn vốn khả dụng của hệ thống ngân hàng và từ đó tác động đến lãi suất thị trường cũng như lượng tiền cung ứng cho lưu thông.

Về hình thức, TTM là thị trường giao dịch các chứng khoán nợ ngắn hạn và dài hạn giữa NHTW với các TCTD. Tuy nhiên, khác với thị trường chứng khoán hay thị trường tiền tệ có phạm vi và loại hình công cụ giao dịch rõ ràng nên khái niệm về các thị trường này tương đối thống nhất giữa các nước. Trong khi đó, TTM ở các nước lại rất khác nhau về phạm vi giao dịch, loại hình công cụ giao dịch và thời hạn của các công cụ giao dịch trên thị trường. Vì vậy khái niệm TTM có tính đặt thù ở mỗi quốc gia: TTM của Nhật bản chỉ giao dịch các chứng khoán nợ ngắn hạn và thành viên thị trường chỉ bao gồm các TCTD. Với mô hình này, TTM của Nhật bản là một bộ phận của thị trường tiền tệ. Trong khi đó, TTM của Mỹ hoặc Đức giao dịch cả những chứng khoán dài hạn, nên nếu xét theo thời hạn của chứng khoán Nợ thì TTM ở những nước này bao gồm một bộ phận của thị trường chứng khoán.

Như vậy các giới hạn khác nhau của NHTW về đối tượng giao dịch và thành viên tham gia giao dịch trên TTM sẽ quyết định khái niệm TTM cụ thể ở từng nước. Ta có một số khái niệm :

_ Chính sách TTM là chính sách tái cấp vốn với lãi suất biến động do NHTW trực tiếp và chủ động can thiệp vào thị trường tiền tệ để ngăn chặn tình trạng lãi suất tăng lên quá cao hoặc giảm xuống quá thấp, bằng cách tăng thêm

hoặc rút bớt vốn kinh doanh của các ngân hàng thương mại (NHTM) trên thị trường tiền tệ thông qua nghiệp vụ mua bán tín phiếu kho bạc, hối phiếu thương mại và các giấy tờ có giá khác. (4)

_ Chính sách TTM là việc NHTW mua bán giấy tờ có giá với mục đích tác động tới thị trường tiền tệ , điều hoà cung và cầu về giấy tờ có giá, gây ảnh hưởng tới khối dự trữ của các NHTM tại NHTW, từ đó tác động đến khả năng cung cấp tín dụng của các NH này. (7)

_ TTM là thị trường tài chính nói chung, nơi mua bán các loại phiếu nợ, chứng khoán. Gọi là “mở” vì bất kỳ ai tham gia cũng được, không giới hạn ở một tầng lớp nào cả; mặt khác, công cụ tham gia trên TTM rất đa dạng. Tuy nhiên, trong ngõ phát hành này, chủ yếu NHTW tham gia trên thị trường tiền tệ (6).

_ Luật NHNN VN sửa đổi bổ sung có hiệu lực từ 1/8/2003 định nghĩa: “Nghiệp vụ TTM là nghiệp vụ mua, bán ngắn hạn các giấy tờ có giá do NHNN thực hiện trên thị trường tiền tệ nhằm thực hiện chính sách tiền tệ quốc gia” (14)

1.1.3. Quá trình hình thành và phát triển của thị trường mở:

Nghiệp vụ TTM được NH Anh áp dụng đầu tiên từ những năm 30 của thế kỷ 19. Trước thời gian này, lãi suất tái chiết khấu của NH Anh được sử dụng như một công cụ chủ yếu để kiểm soát tín dụng và lượng tiền cung ứng cho lưu thông. Tuy nhiên, khi lãi suất trên thị trường tiền tệ liên tục giảm sút, vượt khỏi khả năng chi phối của lãi suất tái chiết khấu thì công cụ này tỏ ra kém hiệu lực. Thực tế đó đã thúc đẩy NH Anh tìm kiếm công cụ hiệu quả hơn để tác động và điều chỉnh lãi suất trên thị trường. Khi đó, những phương thức đầu tiên được thực hiện nhằm làm tăng lãi suất trên thị trường là:

_ Bán chứng khoán chính phủ đồng thời hứa mua lại nó vào một thời điểm xác định trong tương lai.

_ Vay trên thị trường với đảm bảo bằng chứng khoán chính phủ (thực chất là vay từ nhà chiết khấu hoặc từ người môi giới).

_ Bán hẳn các chứng khoán chính phủ

_ Vay từ các NHTM ...

Bằng những phương thức này lượng tiền cung ứng giảm đi tương ứng với khối lượng vay hoặc bán chứng khoán của NH Anh. Lãi suất trên thị trường cũng vì thế mà tăng lên.

Cũng trong thời gian này, NHTW Thụy Sĩ cũng đã sử dụng nghiệp vụ bán các chứng khoán chính phủ nhằm thu hút lượng vốn khả dụng dư thừa từ các NHTM.

Ngân hàng dự trữ liên bang Mỹ ở giai đoạn đầu thành lập (1913) cũng sử dụng nghiệp vụ TTM như một công cụ bổ sung cho chính sách tái chiết khấu.

Từ chiến tranh thế giới thứ nhất, nghiệp vụ TTM ở những nước này đã được sử dụng như một công cụ để tài trợ chi phí chiến tranh và các hoạt động điều chỉnh kinh tế sau chiến tranh cho chính phủ. Cùng với hoạt động mang tính tài trợ đó, lượng chứng khoán chính phủ nằm trong tay các NHTW này cũng không ngừng tăng lên.

Nghiệp vụ TTM ở những nước này cho đến năm 1920 vẫn chủ yếu được sử dụng như một công cụ hỗ trợ cho chính sách tái chiết khấu và tăng hiệu quả của lãi suất tái chiết khấu. Tuy nhiên trong những giai đoạn sau đó, xuất phát từ những nguyên nhân như :

_ Những hạn chế của công cụ tái chiết khấu;

_ Sự mở rộng và hoàn thiện của hệ thống thị trường tài chính đòi hỏi một công cụ chính sách tiền tệ có khả năng điều tiết trực tiếp, nhanh chóng và hữu hiệu hơn;

_ Sự phát triển nhanh chóng của khối lượng chứng khoán chính phủ và các loại chứng khoán khác có tính thanh khoản cao.

Các nguyên nhân trên đã ngày càng làm cho hiệu quả và tầm quan trọng của nghiệp vụ TTM trở nên rõ nét. Vì vậy, từ một công cụ CSTT chỉ được thực hiện ở ba nước đầu tiên là Anh, Thụy Sĩ và Mỹ nghiệp vụ TTM đã trở thành một xu hướng, một công cụ quan trọng và hiệu quả của hầu hết NHTW trên thế giới.

1.1.4._ Cơ chế tác động của nghiệp vụ thị trường mở:

Nghiệp vụ TTM được NHTW sử dụng làm công cụ để thực hiện vai trò điều tiết kinh tế vĩ mô chủ yếu thông qua tác động vào cơ số tiền và tác động vào lãi suất (hay là tác dụng về lượng và tác dụng định giá).

* Tác động vào cơ số tiền (tác dụng về lượng):

Khi NHTW muốn thắt chặt tiền tệ, NHTW tiến hành mua các giấy tờ có giá của các đối tác trên TTM. Điều này làm tăng dự trữ của các NHTM kéo theo việc tăng khả năng cho vay của hệ thống NH, khối lượng tiền cung ứng cho lưu thông cũng vì vậy mà tăng lên theo bội số của số nhân tiền. Cơ chế sẽ diễn ra theo chiều ngược lại khi NHTW vì mục tiêu nới lỏng tiền tệ tiến hành bán các giấy tờ có giá trên TTM.

Trong nghiệp vụ TTM, việc thay đổi tình trạng dự trữ của NHTM vẫn sẽ diễn ra và làm thay đổi cơ số tiền dù đối tượng giao dịch với NHTW là chính NHTM hay chỉ là khách hàng có tiền gửi tại NHTM: Nếu NHTW giao dịch nghiệp vụ TTM với các NHTM sẽ ảnh hưởng đến tiền gửi của các NHTM tại NHTW; nếu NHTW giao dịch nghiệp vụ TTM với khách hàng của các NHTM sẽ làm thay đổi số dư tiền gửi của khách hàng tại NHTM. Cả hai trường hợp đều ảnh hưởng đến tình trạng dự trữ của NHTM và làm thay đổi (tăng hoặc giảm) khả năng cho vay của hệ thống NH. Nhưng nếu không có sự tham gia mua bán của NHTW trên thị trường này, hoạt động mua bán của thị trường sẽ không ảnh hưởng đến cơ số tiền mà chỉ là sự chuyển dịch lượng dự trữ của

NHTM và chứng từ có giá theo chiều ngược nhau giữa các đơn vị tham gia giao dịch.

*** Tác động vào lãi suất (tác dụng định giá):**

Hoạt động của nghiệp vụ TTM cũng gián tiếp tham gia vào việc ấn định mức lãi suất trên thị trường : Khi tình trạng dự trữ của NHTM thay đổi do hoạt động của TTM, sẽ tác động đến quan hệ cung cầu vốn trên thị trường tiền tệ liên ngân hàng kéo theo sự thay đổi lãi suất trên thị trường này và thông qua dự đoán của thị trường cũng như các hoạt động arbitrage về lãi suất tác động sẽ tiếp tục lan truyền đến các mức lãi suất trung và dài hạn trên thị trường tài chính.

1.1.5_ Vận hành của nghiệp vụ thị trường mở:

1.1.5.1_ Các loại nghiệp vụ thị trường mở:

Căn cứ vào mục đích tác động, nghiệp vụ TTM có hai loại: nghiệp vụ TTM năng động_ nhằm thay đổi mức dự trữ và cơ số tiền tệ; và nghiệp vụ TTM thụ động_ nhằm bù lại những chuyển động của các nhân tố khác đã ảnh hưởng đến đến cơ số tiền tệ.

Căn cứ vào hình thức giao dịch, nghiệp vụ TTM được chia thành giao dịch không hoàn lại và giao dịch có hoàn lại:

Giao dịch không hoàn lại (hay giao dịch mua đứt, bán đoạn_ *Outright purchase or sales*): gồm các nghiệp vụ mua đứt, bán đoạn trên cơ sở giá thị trường làm chuyển hẳn quyền sở hữu đối với các chứng khoán là đối tượng giao dịch. Phương thức giao dịch này có ảnh hưởng dài hạn đến dự trữ của các NH và ảnh hưởng nhiều mặt đến thị trường chứng khoán .

Giao dịch có hoàn lại (mua bán với thoả thuận mua lại_ repurchase agreements_ RPs) và thoả thuận mua bán song phương (mua bán lại dự trữ_ reserve repurchase agreements): Phương pháp này chủ yếu được sử dụng cho các giao dịch tạm thời bằng các hợp đồng mua lại (Repos)

Ngoài các nghiệp vụ TTM nêu trên, những nghiệp vụ khác cũng được NHTW các nước sử dụng trong nghiệp vụ TTM như : giao dịch hoán đổi các chứng khoán đến hạn, giao dịch hoán đổi ngoại tệ...

1.1.5.2._ Hàng hoá của nghiệp vụ thị trường mở:

Về lý thuyết thì nghiệp vụ TTM không giới hạn cụ thể về chủng loại cũng như thời hạn các GTCG được phép giao dịch nhưng để công cụ của TTM đạt được hiệu quả của nó, hàng hoá trên thị trường phải đảm bảo các điều kiện :

- Có mức độ rủi ro cực thấp, ổn định và tính thanh khoản cao. Dung lượng kinh doanh trên thị trường lớn và là loại tài sản tài chính phổ biến được nắm giữ trong các tầng lớp dân cư để nền kinh tế có thể hấp thu những thay đổi lớn, đột ngột về lượng chứng khoán này mà không làm cho giá cả biến động quá nhanh để có thể gây khủng hoảng , sụp đổ thị trường.
- Không tạo ra những xung đột về quyền lợi của các cá nhân hay bất kỳ tập thể nào.
- Có cơ chế cho phép hoạt động mua bán được tiến hành thường xuyên, liên tục bất cứ khi nào có nhu cầu thay đổi lượng tiền cung ứng.

Với những điều kiện nêu trên, những loại hàng hoá chủ yếu được giao dịch trên TTM cụ thể gồm:

_ ***Tín phiếu kho bạc (Treasury Bills):*** là hình thức giấy nhận nợ do Chính phủ phát hành để bù đắp thiếu hụt tạm thời của ngân sách trong năm tài chính.

_ **Tín phiếu NHTW (Central Bank Bills):** Trong trường hợp cần thiết, NHTW có thể phát hành GTCG (thường là tín phiếu ngắn hạn) của chính NHTW làm công cụ cho nghiệp vụ TTM.

_ **Thương phiếu (Commercial Paper):** Là chứng chỉ có giá ghi nhận lệnh yêu cầu thanh toán hoặc cam kết thanh toán không điều kiện một số tiền xác định trong thời gian nhất định. Đây là giấy nhận nợ được các doanh nghiệp phát hành nhằm bổ sung nhu cầu vốn ngắn hạn và thường được phát hành dưới hình thức chiết khấu.

_ **Trái phiếu Chính phủ (Government Bonds):** Là giấy nhận nợ dài hạn do Chính phủ phát hành, thông thường là nhằm huy động vốn cho ngân sách.

_ **Trái phiếu chính quyền địa phương (Municipal Bonds):** Là giấy nhận nợ dài hạn do chính quyền địa phương phát hành có đặc điểm tương tự trái phiếu Chính phủ nhưng khác về thời hạn và các điều kiện ưu đãi liên quan đến trái phiếu (thường là ưu đãi về thuế thu nhập từ trái phiếu).

_ **Chứng chỉ tiền gửi có thể chuyển nhượng (Negotiable certificate of deposits):** là giấy nhận nợ do NH hay các định chế tài chính phi NH phát hành, xác nhận một món tiền đã được gửi vào NH với một kỳ hạn và lãi suất nhất định.

_ **Các hợp đồng mua lại (Repos)** là phương tiện để thực hiện một loại phương thức giao dịch trên TTM nhưng đồng thời cũng mang tính chất là hàng hoá của thị trường tuy phạm vi giao dịch hẹp hơn.

Cùng với sự xuất hiện ngày càng đa dạng các sản phẩm tài chính do áp lực cạnh tranh gay gắt của thị trường tài chính, xu hướng toàn cầu hoá các hoạt động tài chính và nhu cầu ngày càng khẩn trương, phức tạp của cuộc sống thúc đẩy sự tiến bộ nhanh chóng của công nghệ NH ... nên xu hướng ngày càng phong phú và đa dạng hàng hoá trên TTM là một tất yếu.

1.1.5.3_ Thành viên tham gia nghiệp vụ thị trường mở:

Về nguyên tắc, TTM là thị trường không giới hạn người tham gia, mọi nhà đầu tư đều có thể tham gia nghiệp vụ TTM nếu thoả mãn được những tiêu chuẩn cụ thể do NHTW ở từ quốc gia quy định. Các tiêu chuẩn này thường hướng đến mục tiêu lựa chọn những đối tác đảm bảo độ tin cậy và việc giao dịch với các đối tác đó có tác động tích cực đối với hoạt động can thiệp của NHTW. Những thành viên tham gia trong nghiệp vụ TTM thường gồm:

- ❖ **NHTW:** là một thành viên đặc biệt trên TTM . Chỉ có sự tham gia của NHTW, hoạt động TTM mới đảm bảo tính chất của nó để trở thành một công cụ CSTT . NHTW tham gia TTM vừa với tư cách là một thành viên tham gia mua bán trên thị trường, vừa là người chỉ đạo thị trường để thông qua việc mua bán các GTCG cung cấp cho hệ thống NH khả năng thanh toán cần thiết phù hợp với nhu cầu về vốn cho nền kinh tế.

- ❖ **Bộ tài chính:** tham gia nghiệp vụ TTM với vai trò là người cung cấp loại hàng hoá chủ yếu cho TTM và phối kết hợp với NHTW trong các hoạt động của TTM để tác động tích cực vào các quá trình hình thành và phát triển của thị trường.

- ❖ **Các TCTD :** tham gia TTM gồm có các NHTM và các tổ chức tài chính phi NH như : các công ty bảo hiểm, công ty tài chính, Quỹ đầu tư... Trong đó các NHTM là thành viên chủ yếu tham gia nghiệp vụ TTM .

- ❖ **Nhà giao dịch sơ cấp (Primary Dealers):** tham gia vào nghiệp vụ TTM với tư cách là trung gian mua bán các GTCG giữa NHTW và các đối tác khác.

Ngoài ra ở một số nước, với những mức độ khác nhau, thành viên trên thị trường mở còn có các doanh nghiệp sản xuất kinh doanh lớn, các hộ gia đình, các tầng lớp dân cư. Tuy nhiên, sự tham gia của các đối tượng này trên thị trường mở không phổ biến lắm mà thường thông qua những nhà môi giới chuyên nghiệp hoặc các NHTM, các công ty chứng khoán ... do không đạt được độ tin cậy cần thiết.

1.1.5.4_ Phương thức hoạt động của nghiệp vụ thị trường mở:

Các nghiệp vụ TTM được thực hiện thông qua hình thức đấu thầu. Có hai loại đấu thầu là đấu thầu khối lượng và đấu thầu lãi suất.

○ **Đấu thầu khối lượng:** Là đấu thầu với lãi suất đã được NHTW công bố trước. Các thành viên tham gia đấu thầu đăng ký số tiền dự thầu trên cơ sở chấp nhận mức lãi suất công bố trước này.

Để phân phối thầu theo phương thức đấu thầu này, trước tiên toàn bộ số tiền đăng ký dự thầu được cộng lại với nhau. Nếu tổng khối lượng dự thầu nhỏ hơn hoặc khối lượng NHTW chào mua (hoặc chào bán) thì toàn bộ đơn dự thầu đều được phân bổ. Nếu tổng khối lượng dự thầu lớn hơn khối lượng NHTW chào mua (hoặc chào bán) thì khối lượng GTCG trúng thầu được phân bổ tỷ lệ thuận với khối lượng dự thầu của các thành viên tham gia, cụ thể là theo công thức phân phối như sau:

$$K = A / \sum a_i \quad (i=1, n) \quad (1)$$

Trong đó: K : Tỷ lệ (%) phân phối thầu

A : khối lượng NHTW chào mua/ chào bán

a_i : Khối lượng dự thầu của thành viên i

n : Tổng số thành viên tham gia dự thầu

Khối lượng trúng thầu của thành viên i (Ký hiệu: T_i) được tính:

$$T_i = K \times (a_i) \quad (2)$$

○ **Đấu thầu lãi suất:** là phương thức đấu thầu mà theo đó các thành viên tham gia đấu thầu tự đăng ký số lượng dự thầu ứng với mỗi mức lãi suất do chính mình chọn.

Đối với các phiên đấu thầu mà NHTW chào mua GTCG nhằm cung ứng thêm vốn khả dụng, các đơn dự thầu được sắp xếp và phân phối theo thứ tự mức lãi suất từ cao đến thấp và không vượt quá tổng khối lượng mà NHTW cần mua. Nghĩa là những số lượng đăng ký thầu ứng với lãi suất cao sẽ được ưu

tiên phân phối trước cho đến khi đạt được tổng khối lượng GTCG NHTW cần mua. Nếu tại mức lãi suất thấp nhất được chấp nhận (r_m), số lượng đăng ký dự thầu lớn hơn số lượng được phân phối thì tỷ lệ trúng thầu được phân phối tại mức lãi suất ấy được xác định bằng công thức:

$$\mathbf{K}(\mathbf{r}_m) = \frac{\mathbf{A} - \sum \mathbf{a}(\mathbf{r}_s)}{\mathbf{a}(\mathbf{r}_m)} \quad (S = 1, m-1) \quad (3)$$

Trong đó :

$\mathbf{K}(\mathbf{r}_m)$: Tỷ lệ (%) trúng thầu được phân phối tại mức lãi suất thấp nhất được chấp nhận r_m

r_s : Mức lãi suất thứ s được đăng ký

r_m : Mức lãi suất cuối cùng được chấp nhận ($r_1 \geq r_s \geq r_m$)

$a(r_s)$: Số lượng tiền dự thầu ứng với mức lãi suất r_s của thành viên s

$a(r_m)$: Tổng khối lượng dự thầu với mức lãi suất r_m của tất cả các thành viên

Số lượng trúng thầu được phân phối cho tổ chức i tại mức lãi suất r_m (Ký hiệu : $T(r_m)$)

$$\mathbf{T}(\mathbf{r}_m) = \mathbf{K}(\mathbf{r}_m) \times \mathbf{a}(\mathbf{r}_m) \mathbf{i} \quad (4)$$

Với $a(r_m)_i$: là khối lượng tiền dự thầu với mức lãi suất r_m của thành viên i

Đối với đấu thầu trong trường hợp NHTW chào bán GTCG nhằm thu hút dự trữ về thì quy trình diễn ra theo hướng ngược lại và ($r_1 \leq r_s \leq r_m$).

1.1.6_ Vai trò, chức năng của thị trường mở

_ Hiệu quả chính sách tiền tệ của NHTW phụ thuộc vào khả năng điều tiết linh hoạt và chủ động khối lượng tiền cung ứng cho lưu thông khi cần thiết

và quan trọng là sự điều tiết này phải tạo được các phản ứng tức thời của thị trường thể hiện bằng sự thay đổi của lãi suất thị trường, tỷ giá và sau đó là mức giá cả, sản lượng, công ăn việc làm... Các công cụ điều tiết trực tiếp mang tính hành chính và tách rời với các lực lượng thị trường khó có thể thoả mãn yêu cầu này. Vì vậy, nghiệp vụ TTM _ một công cụ điều tiết gián tiếp hiệu quả, được xem là công cụ CSTT quan trọng để NHTW điều hành CSTT theo cơ chế thị trường.

_ Hoạt động nghiệp vụ TTM tạo ra kênh hiệu quả giúp các TCTD có thể điều chỉnh vốn khả dụng một cách linh hoạt trong kinh doanh : Kênh điều chỉnh này thu hút bớt vốn thừa khi TCTD thừa vốn và bơm thêm khi TCTD thiếu vốn.

_ Nghiệp vụ TTM cũng làm tăng tính thanh khoản tài sản Có của các TCTD khi tạo nên thị trường thứ cấp cho các tài sản tài chính mà các đơn vị này nắm giữ. Điều này sẽ tạo điều kiện để các TCTD giảm dự trữ tiền mặt và tăng khả năng sinh lời của đồng vốn , góp phần cho các đơn vị này cải thiện tình hình tài chính. Mặt khác, yêu cầu về chủng loại và chất lượng giấy tờ có giá được giao dịch trong nghiệp vụ TTM cũng sẽ thúc đẩy các TCTD đa dạng hoá danh mục đầu tư theo hướng tăng cường đầu tư vào giấy tờ có giá và giảm các dự trữ không sinh lợi qua đó cải thiện cơ cấu sử dụng vốn của NH, cải tạo bảng tổng kết tài sản.

1.1.7_ Nghiệp vụ thị trường mở và các mối tương quan:

Nghiệp vụ TTM là một bộ phận của chính thể TTTC, có những mối tương quan, tác động nhiều chiều tạo nên phạm vi ảnh hưởng rộng lớn của TTM với vai trò là một công cụ CSTT quan trọng.

1.1.7.1. Với thị trường tiền tệ và thị trường vốn :

Thị trường tiền tệ và thị trường vốn là hai bộ phận cấu thành nên thị trường tài chính và cùng thực hiện chức năng cung cấp vốn cho nền kinh tế.

Trong đó thị trường tiền tệ chuyên môn hoá các công cụ tài chính gián tiếp với đối tượng là các nguồn vốn ngắn hạn; còn thị trường vốn thì chuyên môn hoá các công cụ tài chính trực tiếp và đối tượng là các nguồn vốn dài hạn. Việc phân định trên thực chất chỉ mang tính lý thuyết phục vụ cho mục đích nghiên cứu. Trên thực tế các nghiệp vụ hoạt động trên hai thị trường có mối liên hệ bổ sung và tác động hỗ tương cho nhau. Các hoạt động của thị trường tiền tệ và thị trường vốn được thực hiện đồng bộ, đan xen nhau, tác động và chịu ảnh hưởng lẫn nhau tạo nên chỉnh thể của thị trường tài chính. Điều này cũng có nghĩa là những tác động của nghiệp vụ TTM lên một trong hai thị trường cũng sẽ gián tiếp tác động lên thị trường còn lại thông qua mối quan hệ giữa hai thị trường này.

Trên thị trường tiền tệ, NHTW không chỉ trực tiếp hoạt động thông qua TTM mà còn sử dụng nghiệp vụ TTM như một công cụ để quản lý thị trường tiền tệ và điều hoà lưu thông tiền tệ.

Sự phát triển của thị trường vốn (hay thị trường chứng khoán) là điều kiện quan trọng để TTM hoạt động hiệu quả. Ngược lại hoạt động của nghiệp vụ TTM thông qua cơ chế tác động của nó lên cơ số tiền và lãi suất cũng sẽ ảnh hưởng đến thị trường vốn và giá chứng khoán bằng yếu tố rủi ro lạm phát và mối quan hệ giữa lãi suất và tỷ suất lợi tức của chứng khoán.

1.1.7.2. Với các công cụ điều hành chính sách tiền tệ khác:

Nghiệp vụ TTM tuy là công cụ ra đời sau nhưng mang lại nhiều hiệu quả rõ ràng hơn so với các công cụ CSTT khác :

- _ Là một công cụ gián tiếp, nghiệp vụ TTM dựa vào hoạt động của cơ chế thị trường nên khắc phục được những nhược điểm của các công cụ trực tiếp.

- _ Nghiệp vụ TTM không chỉ cho phép thực hiện việc cung cấp vốn khả dụng cho các NHTM tương tự như chính sách tái cấp vốn mà còn có khả năng rút vốn khả dụng ra khỏi thị trường tiền tệ, giúp cho NHTW kiểm soát tốt hơn

lượng vốn khả dụng của hệ thống NH và lãi suất trên thị trường. Sự linh hoạt của nghiệp vụ TTM khắc phục được những hạn chế của công cụ tái chiết khấu về lãi suất hình thành. Mặt khác công cụ tái chiết khấu chỉ có hiệu quả khi NHTW kiểm soát được nhu cầu về vốn khả dụng của các NH thông qua nghiệp vụ TTM nên được xem là công cụ hỗ trợ tốt cho công cụ tái cấp vốn.

_ Nghiệp vụ TTM cũng cho phép NHTW chủ động trong điều tiết vốn khả dụng của NHTM tương tự như công cụ dự trữ bắt buộc ; nhưng trong nghiệp vụ TTM tính cạnh tranh trong hoạt động của NHTM được tôn trọng hơn do các NHTM không bị mất đi phần lãi suất đối với phần vốn khả dụng bị giảm đi .

Với những ưu thế đó, vai trò của nghiệp vụ TTM ngày càng được củng cố trong việc thực thi CSTT, nhất là ở các nước phát triển. Tuy nhiên, điều đó không có nghĩa là nghiệp vụ TTM ngày càng giữ vị trí độc tôn mà để thực hiện các mục tiêu CSTT NHTW có thể và cần sử dụng nhiều công cụ đa dạng. Việc kết hợp linh hoạt các công cụ như tái cấp vốn, tái chiết khấu, dự trữ bắt buộc... có tác dụng nhất định trong việc hỗ trợ nghiệp vụ TTM nhất là trong việc hạn chế các biến động ngắn hạn về lãi suất trên thị trường.

1.1.8_ Vốn khả dụng và điều hành hoạt động của thị trường mở:

1.1.8.1_ Khái niệm vốn khả dụng và quản lý vốn khả dụng:

_Vốn khả dụng của các NH là nguồn vốn sẵn sàng để các NH thực hiện những nghĩa vụ tài chính như : cấp tín dụng, thanh toán và trả nợ đối với NHTW, các tổ chức phi NH và các NH khác. Nó là bộ phận dự trữ của NH thể hiện bằng tiền gửi của các TCTD tại NHTW.

_ Ở góc độ toàn hệ thống nguồn vốn khả dụng của hệ thống NH được hình thành từ hai bộ phận chính là tiền gửi của công chúng và tiền bổ sung từ NHTW. Quan hệ cung cầu vốn khả dụng có thể thể hiện bằng bảng tổng kết tài sản rút gọn của NHTW như sau:

BẢNG TỔNG KẾT TÀI SẢN CỦA NHTW

Tài sản Có	Tài sản Nợ
-Tài sản Có ngoại tệ ròng	-Tiền mặt lưu thông
-Tín dụng ròng cho vay ngân sách	- Dự trữ của các NH
-Tín dụng ròng cho vay các NH	Trong đó: + DTBB
-Các tài sản Có khác	+ Dự trữ vượt mức

Ở một thời điểm nào đó, sự thay đổi của tổng cung vốn khả dụng được đo lường bằng tổng thay đổi các khoản mục bên tài sản Có trừ đi thay đổi bộ phận tiền mặt bên tài sản Nợ sẽ cân bằng với sự thay đổi của lượng vốn khả dụng thực tế thể hiện ở khoản mục dự trữ của các NH:

Tổng cung vốn khả dụng= Tổng biến động dự trữ của các NH= Tổng biến động ngoại tệ ròng+ Tổng biến động cho vay ngân sách ròng + Tổng biến động cho vay các TCTD ròng+ Biến động tài sản Có khác – Tổng biến động tiền mặt lưu thông trong kỳ.

_Quản lý vốn khả dụng là việc NHTW điều tiết mức cung vốn sao cho phù hợp với những biến động thường xuyên về nhu cầu vốn khả dụng của hệ thống NH nhằm đạt được những mục tiêu của CSTT.

1.1.8.2_ Vai trò quản lý vốn khả dụng trong điều hành nghiệp vụ TTM:

NHTW căn cứ dự đoán về biến động nhu cầu vốn khả dụng của hệ thống NH cũng như những nhân tố ảnh hưởng đến nguồn cung ứng vốn khả dụng để có quyết định về việc bơm thêm hay rút bớt vốn khả dụng từ các NH. Đây là bước đầu tiên và là cơ sở cho quá trình thực hiện CSTT nói chung và hoạt động can thiệp của NHTW trên TTM nói riêng. Vì vậy khả năng dự báo chính xác biến động cung cầu vốn khả dụng có ý nghĩa quyết định đến sự thành công của nghiệp vụ TTM và hiệu quả thực thi CSTT. Nếu dự báo vốn khả dụng của các TCTD trong kỳ lớn hơn vốn khả dụng cần duy trì (thừa vốn khả dụng), NHTW

sẽ xem xét quyết định “hút” vốn khả dụng thừa thông qua việc bán giấy tờ có giá trên TTM. Ngược lại, nếu dự báo cho thấy có hiện tượng thiếu vốn khả dụng NHTW sẽ thực hiện mua lại giấy tờ có giá của các TCTD trên TTM để “bơm” vốn khả dụng cho TCTD.

1.2_ NGHIỆP VỤ THỊ TRƯỜNG MỞ – CÔNG CỤ ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ CỦA NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG TRONG ĐIỀU KIỆN HIỆN NAY:

1.2.1/ Tác động của hội nhập và yêu cầu đổi mới trong điều hành chính sách tiền tệ của Ngân hàng Trung Ương :

1.2.1.1_ Tác động của quá trình hội nhập kinh tế thế giới đến điều hành CSTT của NHTW:

Hiện nay, toàn cầu hoá và hội nhập kinh tế thế giới đang là một xu thế; trong đó hội nhập ngân hàng cũng là một xu thế tất yếu, tiến hành theo một lộ trình được định ra tùy điều kiện và tình hình cụ thể của mỗi quốc gia.

Mức độ và phạm vi hội nhập quốc tế về NH của mỗi quốc gia phụ thuộc vào nhiều yếu tố cả bên trong lẫn bên ngoài, vì vậy có nhiều cách hiểu khác nhau về hội nhập quốc tế về NH; Nhưng dù hiểu theo nghĩa nào thì hội nhập quốc tế về NH cũng bao gồm sự mở rộng quan hệ giao lưu về NH và các sản phẩm dịch vụ NH của quốc gia với thế giới bên ngoài. Để hội nhập thành công đòi hỏi ngành NH phải nâng cao năng lực cạnh tranh và nâng cao năng lực quản lý cho phù hợp với sự vận động của cơ chế thị trường và theo thông lệ quốc tế. Việc phải thực hiện một “luật chơi” chung trên thị trường toàn cầu đòi hỏi Chính phủ cũng như NHTW mỗi quốc gia phải thiết lập được các thiết chế quản lý, kinh doanh sao cho phù hợp với những quy tắc và thông lệ chung với yêu cầu làm cho hoạt động NH phải được kiểm soát chặt chẽ hơn nhưng phải thông thoáng và phù hợp hơn với cơ chế thị trường.

Trong bối cảnh phát triển chung của nền kinh tế thế giới cũng như kinh tế ở từng quốc gia và xu hướng toàn cầu hoá như đã nêu, để hỗ trợ cho sự tăng trưởng của nền kinh tế cũng như để làm tốt vai trò trung gian tài chính của mình, hệ thống NH cũng cần được hiện đại hoá nhằm đảm bảo cung cấp cho nền kinh tế các sản phẩm đa dạng, phong phú với giá cả hợp lý. Điều này đòi hỏi hệ thống NH phải triển khai, áp dụng các công cụ quản lý hiện đại và hiệu quả. NHTW là tổ chức duy nhất trong nền kinh tế của mỗi quốc gia chịu trách nhiệm bảo vệ giá trị đối nội và đối ngoại của đồng tiền, đảm bảo các hệ thống thanh toán và bù trừ vận hành trôi chảy, hiệu quả với một hệ thống NH lành mạnh và ổn định vững chắc lại càng cần các công cụ hiện đại và hiệu quả phù hợp với một môi trường hoạt động quốc tế đang thay đổi nhanh chóng.

Hội nhập tài chính quốc tế trong xu hướng toàn cầu hoá bên cạnh những mặt tích cực của nó cũng sẽ làm giảm đi tính độc lập trong chính sách tiền tệ của NHTW các nước, gây sức ép không nhỏ cho các NHTW trong quản lý tiền tệ và hoạt động NH.

Hội nhập trong lĩnh vực NH còn làm gia tăng tính phức tạp trong quản lý và giám sát hoạt động NH cả tầm vĩ mô và vi mô mà nếu không đủ năng lực và kinh nghiệm thì không thể thực hiện hiệu quả, gây những tác động không nhỏ đến hệ thống NH nói riêng và nền kinh tế nói chung.

1.2.1.2_ Những hạn chế của công cụ CSTT trực tiếp:

Gồm các công cụ CSTT như hạn mức tín dụng, ấn định lãi suất. Với các công cụ này NHTW có thể tác động trực tiếp đến cung cầu tiền tệ.

_ *Hạn mức tín dụng*: việc sử dụng công cụ này sẽ làm cho cơ cấu phân bổ tín dụng bị xơ cứng, thiếu tính cạnh tranh, các NH năng động bị hạn chế khả năng phát triển hoạt động và việc cấp phát tín dụng có thể không phù hợp với yêu cầu của nền kinh tế (thừa hoặc không đủ so với yêu cầu).

_ *Án định lãi suất huy động và lãi suất cho vay*: do vận động không trên cơ sở quan hệ cung cầu vốn nên công cụ này làm cho tính linh hoạt của thị trường tiền tệ bị suy giảm và các NHTM cũng bị động trong kinh doanh.

1.2.2/ Công cụ nghiệp vụ thị trường mở trong điều hành chính sách tiền tệ của Ngân hàng Trung Ương :

So với các công cụ CSTT khác, nghiệp vụ TTM có nhiều ưu điểm:

1.2.2.1. Ưu thế:

Trong quá trình phân tích mối tương quan giữa nghiệp vụ TTM và các công cụ CSTT khác cũng đồng thời thể hiện những ưu điểm của công cụ nghiệp vụ TTM. Ngoài ra, nghiệp vụ TTM còn có những ưu thế như:

_ Nghiệp vụ TTM rất linh hoạt, có độ chính xác cao hơn các công cụ CSTT khác và có thể được sử dụng ở nhiều cấp độ từ rất nhỏ đến rất lớn tùy thuộc khối lượng GTCG NHTW giao dịch trên TTM .

_ Nghiệp vụ TTM dễ dàng được đảo ngược. Khi có một sai lầm xảy ra trong lúc tiến hành nghiệp vụ TTM, NHTW có thể lập tức đảo ngược việc sử dụng công cụ đó để điều chỉnh.

_ Nghiệp vụ TTM có thể được hoàn thành nhanh chóng không gây nên những chậm trễ về mặt hành chính.

_ Nghiệp vụ TTM là công cụ CSTT chủ động. Nó cho phép NHTW tạo ra những biến động có tính chất cung cấp tín hiệu cho thị trường theo mục tiêu CSTT và tác động vào xu hướng của thị trường trên cơ sở dự báo nhu cầu vốn khả dụng.

1.2.2.2. Hạn chế.

Hiệu quả tác động của CSTT thông qua nghiệp vụ TTM không phải luôn luôn đạt được hiệu quả cao. Trái lại, hiệu quả này có thể bị hạn chế trong một số trường hợp :

_ Ảnh hưởng của nghiệp vụ TTM đến cơ số tiền có thể bị triệt tiêu do các tác động ngược chiều làm cho dự trữ của hệ thống NH không tăng hoặc giảm tương ứng sau các giao dịch của NHTW trên TTM.

_ Khả năng phát huy hiệu quả của nghiệp vụ TTM không chỉ bị chi phối bởi quy mô và hiệu quả can thiệp của NHTW mà còn bị chi phối bởi môi trường kinh tế vĩ mô, các quyết định của NHTM và hành vi của công chúng. Ví dụ: Khi lãi suất thị trường giảm xuống do sự tăng lên của MB, không phải khối lượng tín dụng luôn luôn tăng tương ứng mà mức tăng này còn tùy thuộc khả năng hấp thụ vốn của nền kinh tế, mức độ rủi ro hay ổn định của môi trường đầu tư..

1.3_ THỰC TIỄN ĐIỀU HÀNH NGHIỆP VỤ TTM Ở MỘT SỐ NƯỚC.

1.3.1/ Hoạt động nghiệp vụ TTM của Cục dự trữ liên bang Mỹ:

Cục dự trữ liên bang Mỹ (Fed) bắt đầu thực hiện nghiệp vụ TTM từ cuối những năm 1920 như một công cụ hỗ trợ thực hiện cho vay chiết khấu của Fed. Đến nay, nghiệp vụ TTM đã dần trở thành một công cụ linh hoạt, có hiệu quả và quan trọng nhất của Fed. Trực tiếp điều hành hoạt động của TTM là Ủy ban nghiệp vụ TTM (FOMC). Trong mỗi kỳ giao dịch, FOMC họp thảo luận, phân tích các diễn biến kinh tế- tiền tệ và các yếu tố ảnh hưởng đến các diễn biến đó để đưa ra các mục tiêu về mức độ tăng trưởng M1, M2, lãi suất liên NH định hướng, lãi suất chiết khấu... từ đó quyết định khối lượng GTCG giao dịch trên TTM, phương thức và thời gian giao dịch.

Fed thường lựa chọn những chứng khoán có tính thanh khoản và độ an toàn cao làm công cụ thực hiện nghiệp vụ TTM. Chứng khoán chính phủ Mỹ (đặc biệt là tín phiếu kho bạc) là công cụ chủ yếu được sử dụng. Thời hạn GTCG được giao dịch trên thị trường khá đa dạng bao gồm cả chứng khoán ngắn hạn và dài hạn.

Đối tác giao dịch chủ yếu của Fed trong nghiệp vụ TTM là các NHTM nhưng hầu hết được thực hiện thông qua các nhà giao dịch chứng khoán chính phủ chuyên nghiệp (primary dealers). Tuy điều kiện cụ thể, Fed có thể áp dụng hình thức mua đứt bán đoạn hay mua bán có kỳ hạn nhưng phương thức hoạt động chủ yếu được áp dụng trên TTM là đấu thầu lãi suất.

Bên cạnh nghiệp vụ TTM hiện nay Fed kết hợp sử dụng các công cụ khác_ chủ yếu là dự trữ bắt buộc và lãi suất chiết khấu_ nhằm có thể bơm thêm vốn khả dụng với thời hạn dài hơn đồng thời cũng hạn chế những biến động mạnh của thị trường, những bất ổn tiềm ẩn do thay đổi điều kiện thị trường.

1.3.2/ Hoạt động thị trường mở của NHTW Đức:

Bắt đầu thực hiện nghiệp vụ TTM từ năm 1955 với mục đích ban đầu là bán chứng khoán để thu hút vốn khả dụng dư thừa do luồng vốn từ nước ngoài đổ vào Đức trong thời gian này. Quá trình hình thành và phát triển của TTM của NHTW Đức gồm 2 giai đoạn: Giai đoạn đầu đưa các GTCG lưu thông trên TTTT và giai đoạn 2 (khi đã có đủ hàng hoá trên TTM) mua bán chứng khoán trên TTM dưới hình thức hợp đồng Repos như một công cụ điều chỉnh dự trữ của NHTM và lãi suất của thị trường tiền tệ liên NH.

GTCG được sử dụng trong nghiệp vụ TTM gồm tín phiếu có thể tái chiết khấu tại NHTW Đức, tín phiếu kho bạc, giấy nhận nợ của Chính phủ liên bang và của các quỹ đặc biệt của Chính phủ liên bang phát hành hoặc bảo lãnh, các trái phiếu được niêm yết trên thị trường chứng khoán... gồm cả giấy tờ có giá ngắn hạn và dài hạn nhưng việc sử dụng các chứng khoán dài hạn chỉ giới hạn ở mục tiêu điều chỉnh tiền tệ khi cần thiết.

Việc kết hợp nghiệp vụ TTM với các công cụ CSTT khác đã được NHTW Đức áp dụng linh hoạt trong điều hành chính sách tiền tệ. Bên cạnh đó NHTW Đức còn sử dụng nghiệp vụ SWAP ngoại tệ và hợp đồng mua bán lại ngoại tệ

để hỗ trợ cho nghiệp vụ TTM tuy không được giao dịch thường xuyên như các hợp đồng Repos chứng khoán.

Thời hạn của các hợp đồng Repos là 1_2 tháng nhưng trong những trường hợp có biến động lớn trên thị trường tiền tệ thời hạn của hợp đồng có thể được điều chỉnh chỉ còn 2 tuần. Hàng tuần NHTW Đức đều thực hiện các giao dịch nghiệp vụ TTM và các phiên giao dịch thực hiện gối đầu nhau để điều chỉnh linh hoạt và kịp thời vốn khả dụng.

1.3.3/ Nghiệp vụ TTM của NHTW Nhật Bản:

NHTW Nhật Bản đã thực hiện mua bán chứng khoán từ trước chiến tranh nhưng do TTM kém phát triển nên chỉ thực hiện hạn chế trong những trường hợp ngoại lệ để hỗ trợ cho hoạt động cho vay tái cấp vốn của NHTW. Từ cuối năm 1962, công cụ nghiệp vụ TTM đã được sử dụng ngày càng linh hoạt nhằm đa dạng hoá CSTT và ổn định TTTT thông qua việc hạn chế xu hướng vay quá mức của NHTM từ NHTW.

Đối tác tham gia nghiệp vụ TTM với NHTW Nhật Bản chỉ gồm các TCTD. Ban đầu NHTW giao dịch trực tiếp với các TCTD trên thị trường mở nhưng từ năm 1975, các giao dịch này được thực hiện thông qua các nhà giao dịch chuyên nghiệp trên thị trường tiền tệ.

Đầu tiên, hàng hoá được NHTW Nhật bản sử dụng trên TTM là các GTCG có tính thanh khoản cao như : trái phiếu và tín phiếu chính phủ. Nhưng hiện nay ngoài chứng khoán Chính phủ, các trái phiếu công ty cũng được giao dịch trên nghiệp vụ TTM tuy các loại trái phiếu và tín phiếu chính phủ vẫn là cơ sở quan trọng cho các hoạt động của TTM của NHTW Nhật bản.

Phương thức giao dịch trong nghiệp vụ TTM của NHTW Nhật bản từ hình thức mua bán có kỳ hạn thông qua các hợp đồng mua lại theo lãi suất cố định chuyển dần sang mua bán GTCG theo giá thị trường thông qua hình thức đấu thầu nhằm nâng cao khả năng điều chỉnh lãi suất trên thị trường. Việc tổ chức

đấu thầu không chỉ được NHTW Nhật bản thực hiện theo định kỳ mà còn được tổ chức đấu thầu nhanh bằng việc xác định khối lượng GTCG cần mua và thực hiện ngay trong ngày. Hiện nay NHTW Nhật thực hiện nghiệp vụ TTM chủ yếu thông qua các nhà giao dịch sơ cấp.

1.3.4/ Nghiệp vụ TTM của NHTW Malaysia:

Malaysia thực hiện nghiệp vụ TTM bằng cách mua hoặc bán chứng khoán chính phủ trên TTM gồm: tín phiếu kho bạc, chứng khoán chính phủ Malaysia, chứng chỉ đầu tư chính phủ. Điểm khác biệt của Malaysia là các giao dịch bằng tín phiếu NHTW không có hiệu quả. Malaysia đã từng phát hành chứng chỉ NHTW, nhưng do các tổ chức tài chính cầm giữ chứng chỉ này như một công cụ để dự trữ nên công cụ này không thúc đẩy được các giao dịch trên thị trường thứ cấp.

NHTW Malaysia thực hiện nghiệp vụ TTM với các NHTM thông qua các giao dịch mua đứt bán đoạn hoặc các hợp đồng mua bán lại. Nhưng vì thiếu các công cụ giao dịch trên thị trường và trong điều kiện thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt, chứng khoán chính phủ do NHTW nắm giữ giảm thấp trong khi nhu cầu chứng khoán chính phủ lại tăng cao gây hạn chế hoạt động giao dịch chứng khoán trên TTM nên làm giảm hiệu lực và ảnh hưởng của nghiệp vụ TTM trong việc thực thi CSTT.

1.3.5/ Nghiệp vụ TTM của NHTW Thái Lan:

NHTW Thái Lan thực hiện nghiệp vụ TTM thông qua việc mua bán GTCG với các thành viên là các NHTM, các định chế tài chính khác và một số doanh nghiệp nhà nước. Hàng hoá trên TTM gồm các chứng khoán chính phủ, tín phiếu NHTW Thái Lan và các chứng khoán của doanh nghiệp quốc doanh được Bộ tài chính bảo lãnh phát hành và được gửi tại NHTW. Mặc dù chứng khoán chính phủ vẫn là công cụ chủ yếu trong giao dịch nghiệp vụ TTM của NHTW các nước, nhưng ở Thái Lan do số dư trái phiếu chính phủ giảm mạnh

trong vài năm qua vì tình trạng bội thu ngân sách nhà nước, nhiều trái phiếu chính phủ đã được thanh toán trước hạn ; nên NHTW Thái Lan đã mở rộng các loại giao dịch bằng chứng khoán khác đồng thời tự phát hành tín phiếu ngắn hạn của NHTW để tạo thuận lợi cho hoạt động của TTM.

Phương thức giao dịch chủ yếu của NHTW Thái Lan trên TTM là các giao dịch có kỳ hạn thông qua các hợp đồng Repos trên thị trường thứ cấp mặc dù hiện nay NHTW Thái Lan cũng thực hiện việc đấu thầu tín phiếu NHTW trên TTM.

Do thị trường tài chính Thái Lan bị ảnh hưởng mạnh bởi nguồn vốn đầu tư nước ngoài, để đảm bảo chính sách tiền tệ độc lập, NHTW Thái Lan phải sử dụng nghiệp vụ TTM một cách tích cực để điều chỉnh luồng vốn này. Điều này đòi hỏi sự kết hợp chặt chẽ hoạt động can thiệp của NHTW trên TTM với chính sách tỷ giá và chính sách lãi suất. Đây cũng là vấn đề mà NHTW Thái Lan phải đương đầu để đảm bảo tính hiệu quả của CSTT.

Hiện nay NHTW Thái Lan đang tiến hành 2 chiến lược nhằm tăng cường hiệu quả của hoạt động TTM là : tăng thêm công cụ thực hiện nghiệp vụ TTM nhằm tăng khả năng can thiệp của NHTW cả trên TTTT và thị trường ngoại hối; và thiết lập một hệ thống các nhà giao dịch sơ cấp (Primary dealers) như một kênh bổ sung thực hiện TTM.

Một trong những vấn đề hiện được NHTW Thái Lan quan tâm để nâng cao hiệu quả điều hành CSTT là thúc đẩy TTTT phát triển. Để thực hiện điều này NHTW Thái Lan đã củng cố và phát triển thị trường Repos. Do thị trường Repos chưa đáp ứng được yêu cầu điều tiết tiền tệ (mức hút và đẩy tiền qua các phiên giao dịch chưa như mong đợi) nên NHTW Thái Lan nên đã thành lập thị trường Repos song phương giữa NHTW với các môi giới tiền tệ (thành lập năm 2002). Qua thị trường này các môi giới tiền tệ là trung gian bơm và rút

tiền cho NHTW mặc dù thị trường này vẫn đang trong giai đoạn hình thành và hoàn thiện.

Thị trường Repos tư nhân là hoạt động mua bán có kỳ hạn GTCG giữa NHTM với các doanh nghiệp. Việc phát triển thị trường này có tác dụng thúc đẩy tính minh bạch và hiệu quả thị trường Repos của NHTW qua đó cải thiện cơ chế truyền tải CSTT.

KẾT LUẬN CHƯƠNG I

Nghiệp vụ TTM là một công cụ gián tiếp, linh hoạt và hiệu quả của CSTT được NHTW của hầu hết các nước sử dụng để điều tiết lượng tiền cung ứng, ổn định giá trị đồng tiền nhằm thực hiện các mục tiêu phát triển kinh tế xã hội. Là một công cụ được sử dụng khá đa dạng và hiệu quả_ nhất là trong điều kiện của nền kinh tế thị trường, công cụ này ngày càng chứng minh sức mạnh của nó trong số những công cụ CSTT đã và đang được sử dụng trên thế giới.

Việt Nam đang trong giai đoạn hội nhập quốc tế ngày càng sâu sắc với mức độ thay đổi và cạnh tranh ngày càng mạnh mẽ, việc sử dụng nghiệp vụ TTM như một công cụ CSTT quan trọng, phối hợp hiệu quả với các công cụ CSTT gián tiếp khác là một yêu cầu tất yếu, khách quan nhằm tạo bước chuyển mạnh mẽ cho việc nâng cao chất lượng điều hành CSTT của NHTW để thực hiện tốt vai trò dẫn dắt nền kinh tế hướng đến sự ổn định và phát triển.

**Chương II: HOẠT ĐỘNG CỦA NGHIỆP VỤ THỊ TRƯỜNG MỞ TRONG
ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ
CỦA NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC VIỆT NAM HIỆN NAY.**

2.1_ MỘT SỐ VẤN ĐỀ CHUNG:

2.1.1/ Ngân hàng Nhà nước Việt Nam và vai trò điều hành chính sách tiền tệ hiện nay.

2.1.1.1. Sơ lược về quá trình hình thành và phát triển của NHNN Việt Nam:

Trước Cách mạng tháng 8/1945, hệ thống tiền tệ, tín dụng, NH được thiết lập và “bảo hộ” thông qua NH Đông Dương_ vừa đóng vai trò là NHTW trên toàn cõi Đông Dương, vừa là NHTM.

Ngày 6/5/1951, Chủ tịch Hồ Chí Minh đã ký sắc lệnh số 15/SL thành lập Ngân hàng Quốc gia Việt Nam_ Ngân hàng của Nhà nước dân chủ nhân dân đầu tiên ở Đông Nam Á để thực hiện 5 nhiệm vụ cấp bách: phát hành giấy bạc, quản lý kho bạc, thực hiện chính sách tín dụng để phát triển sản xuất, phối hợp với mậu dịch để quản lý tiền tệ và đấu tranh tiền tệ với địch.

Ngày 21/1/1960, Ngân hàng Quốc gia Việt Nam được đổi tên thành Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. NHNN VN chính thức thực hiện chức năng quản lý Nhà nước về tiền tệ và hoạt động NH từ khi hình thành hệ thống NH hai cấp gồm : Hệ thống NHNN và hệ thống NHTM bằng Nghị định số 53/NĐ-HĐBT ngày 26/3/1998 của Hội đồng Bộ trưởng.

Luật Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (đã được Quốc hội nước Cộng hoà Xã hội chủ nghĩa Việt Nam thông qua ngày 12/12/1997 và đã được Quốc hội khoá XI sửa đổi, bổ sung có hiệu lực từ ngày 1/8/2003) đã quy định: “Ngân hàng Nhà nước Việt Nam là cơ quan của Chính phủ và là ngân hàng Trung Ương của nước Cộng hoà xã hội chủ nghĩa Việt Nam”.

2.1.1.2. Vai trò của NHNN trong việc điều hành chính sách tiền tệ:

Theo luật Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, Ngân hàng Nhà nước có chức năng cơ bản là: “thực hiện quản lý Nhà nước về tiền tệ và hoạt động ngân hàng; là ngân hàng phát hành tiền, ngân hàng của các tổ chức tín dụng và ngân hàng làm dịch vụ cho Chính phủ.” Với chức năng đó, Ngân hàng nhà nước giữ vai trò quan trọng trong việc thực thi CSTT với các mục tiêu chính như sau:

- Giữ ổn định giá trị đồng tiền, kìm giữ lạm phát;
- Thúc đẩy tăng trưởng và phát triển kinh tế;
- Giữ vững an ninh quốc phòng..

Theo đó để đạt được các mục tiêu này, NHNN sử dụng các công cụ để điều hành CSTT như: nghiệp vụ TTM, dự trữ bắt buộc, lãi suất, tỷ giá...Trong đó nghiệp vụ TTM đã và đang là công cụ chủ yếu, quan trọng và được sử dụng phổ biến hơn bởi những ưu điểm vượt trội (như đã phân tích trong phần I) so với các công cụ khác.

Mặt khác hiện nay xu hướng toàn cầu hoá các hoạt động thương mại – tài chính đang ảnh hưởng đến các chính sách vĩ mô và các công cụ thực hiện chính sách tiền tệ ở hầu hết các quốc gia trên thế giới và cả tại Việt Nam. Xu hướng này tất yếu dẫn đến sự liên minh khu vực và tự do hoá các thị trường khu vực _ bao gồm cả thị trường tài chính. Điều này đòi hỏi NHTW các quốc gia_ trong đó có NHNN Việt Nam khi vận dụng các công cụ CSTT phải đảm bảo mối liên hệ linh hoạt giữa các cân bằng nội và cân bằng ngoại. Nghiệp vụ TTM với cơ chế hoạt động chủ yếu là dựa vào thị trường có thể nói là công cụ CSTT thích hợp nhất để thực hiện những yêu cầu này so với những công cụ trực tiếp và gián tiếp khác. Trong điều kiện nền kinh tế mở, những ảnh hưởng từ bên ngoài sẽ thường xuyên gây ra những đột biến cho hoạt động của thị trường trong nước. Với công cụ nghiệp vụ TTM, NHNN có thể tác động một cách trực tiếp và nhanh chóng đến các mục tiêu mong muốn hoặc triệt tiêu ảnh hưởng của sự biến động các cân bằng ngoại đến thị trường trong nước.

Với sự kiện Việt Nam gia nhập vào tổ chức kinh tế thế giới WTO, càng đòi hỏi NHNN Việt Nam ngày càng phải sử dụng công cụ nghiệp vụ TTM một cách hiệu quả nhằm đi đến sự chuẩn mực hoá các hoạt động điều tiết nhằm thích ứng với sự luân chuyển tự do của hàng hoá và tiền tệ đang ngày càng mở rộng cũng như tăng cường khả năng hạn chế những tác động bất lợi của nó.

2.1.2/ Nghiệp vụ thị trường mở của NHNN Việt Nam và những vấn đề liên quan:

2.1.2.1_ Mô hình hoạt động nghiệp vụ Thị trường mở của Việt Nam hiện nay:

Chúng ta đều biết đối với Việt Nam, sự phát triển của nền kinh tế đất nước gắn liền với quá trình đổi mới phương pháp quản lý, đổi mới cơ chế quản lý kinh tế cũng như chính sách chủ trương của Đảng. Trong nền kinh tế kế hoạch hoá tập trung quan liêu bao cấp, mọi hoạt động kinh tế đều dựa trên hệ

thống chỉ tiêu kế hoạch. Việc điều hành chính sách tiền tệ, điều hành lưu thông hàng hoá tiền tệ cũng không nằm ngoài quá trình đó. Do vậy hoạt động nghiệp vụ TTM không thể vận hành hiệu quả và cũng không có điều kiện xuất hiện trong giai đoạn này. Hoạt động nghiệp vụ TTM chỉ xuất hiện và phát triển khi nền kinh tế đất nước chuyển sang vận hành theo cơ chế thị trường trong chủ trương chung của Đảng là phát triển nền kinh tế hàng hoá nhiều thành phần theo định hướng xã hội chủ nghĩa.

Chính sách tiền tệ của NHTW và nghiệp vụ TTM tại Việt Nam cũng ra đời, phát triển theo định hướng đó, mà khởi điểm bắt đầu có thể được tính từ năm 1995_ khi Ngân hàng Nhà nước Việt Nam trở thành đại lý cho Bộ Tài chính trong việc phát hành, tổ chức quản lý đấu thầu và thanh toán tín phiếu kho bạc khi đến hạn.

Có thể xem đây là giai đoạn khởi đầu quan trọng tạo ra hàng hoá _ công cụ quan trọng nhất trong các công cụ, làm cơ sở để NHNN Việt Nam tổ chức hoạt động nghiệp vụ TTM trong giai đoạn tiếp theo.

_ Nghiệp vụ TTM ở Việt Nam được NHNN chính thức đưa vào hoạt động từ ngày 12/07/2000; đánh dấu một bước tiến mới trong quá trình điều hành chính sách tiền tệ của Ngân hàng nhà nước theo hướng từ sử dụng các công cụ trực tiếp sang sử dụng công cụ gián tiếp theo thông lệ quốc tế và phù hợp với xu thế phát triển kinh tế của đất nước. Từ đó đến nay, nghiệp vụ thị trường mở đã liên tục được điều chỉnh, cải tiến và tăng cường sử dụng như một công cụ chủ yếu trong điều tiết tiền tệ theo mục tiêu chính sách tiền tệ của NHNN. *Với ý nghĩa phát triển như vậy, trong vai trò của một công cụ điều hành CSTT của NHTW, về cơ bản hoạt động nghiệp vụ TTM tại Việt Nam cũng giống như các nước khác trên thế giới, với một số điểm nổi bật cơ bản sau:*

- NHTW điều hành CSTT và sử dụng tín phiếu Chính phủ như một hàng hoá quan trọng để thực hiện công cụ nghiệp vụ TTM theo mục tiêu CSTT đó;

- NHTW là người thay mặt Chính phủ tổ chức đấu thầu, phát hành và thanh toán tín phiếu Chính phủ;

- Tín phiếu, trái phiếu Chính phủ được phát hành thông qua đấu thầu (hình thức đấu thầu là đấu thầu lãi suất và loại tín phiếu là loại chiết khấu).

2.1.2.2_ Điều hành hoạt động nghiệp vụ thị trường mở:

Trên cơ sở hành lang pháp lý đã được xây dựng và từng bước hoàn thiện, nghiệp vụ TTM tại Việt Nam hiện được vận hành cụ thể như sau:

2.1.2.2.1/ Thành viên tham gia nghiệp vụ TTM: là các TCTD thành lập và hoạt động theo Luật các TCTD có đủ điều kiện:

_ Có tài khoản tiền gửi tại NHNN

_ Có đủ các phương tiện cần thiết để tham gia nghiệp vụ TTM (Máy Fax, máy vi tính nối mạng internet.

_ Có giấy đăng ký tham gia nghiệp vụ TTM.

Khi mới đi vào hoạt động vào năm 2000, TTM chỉ có 20 TCTD tham gia với tư cách thành viên của thị trường. Trong đó có 4 NHTM Nhà nước, 9 NHTM cổ phần, 5 NH liên doanh, nước ngoài và 2 TCTD phi ngân hàng. Tuy nhiên trong giai đoạn đầu chủ yếu chỉ có các NHTM nhà nước tham gia giao dịch thường xuyên và mỗi phiên giao dịch cũng chỉ có từ 1 đến 4 thành viên tham gia (chỉ chiếm 15% tổng số thành viên tham gia nghiệp vụ TTM và chiếm tỷ lệ rất nhỏ trong tổng số TCTD được cấp phép hoạt động).

Hiện nay, TTM có 35 tổ chức tín dụng được công nhận là thành viên tham gia nghiệp vụ TTM, trong đó có 5 NHTM nhà nước, 18 NHTM cổ phần, 10 NH liên doanh, nước ngoài và 2 TCTD phi NH . Số lượng thành viên tham gia giao

dịch nghiệp vụ TTM thường xuyên tính đến cuối năm 2006 là 19 thành viên , chiếm 54% tổng số đơn vị được công nhận là thành viên tham gia nghiệp vụ TTM .

2.1.2.2.2/ Hàng hoá của nghiệp vụ TTM:

Là các loại GTCG được NHNN chấp nhận giao dịch qua nghiệp vụ TTM, đảm bảo các điều kiện:

- Có thể mua bán được và nằm trong danh mục các loại giấy tờ có giá được giao dịch qua nghiệp vụ TTM.

-Được phát hành bằng đồng Việt Nam.

- Được lưu ký tại NHNN trước khi đăng ký bán.

-GTCG giao dịch mua đứt bán đoạn (mua hẳn hoặc bán hẳn) có thời hạn còn lại tối đa là 90 ngày.

Danh mục GTCG, tỷ lệ chênh lệch giữa giá trị GTCG tại thời điểm định giá và giá thanh toán, tỷ lệ giao dịch của các loại GTCG qua nghiệp vụ TTM do NHNN VN quy định trong từng thời kỳ.

Hiện nay các loại GTCG được giao dịch trên TTM gồm: Tín phiếu kho bạc, Tín phiếu NHNN , trái phiếu kho bạc, trái phiếu công trình trung Ương, công trái, trái phiếu Chính phủ do quỹ Hỗ trợ phát triển phát hành, trái phiếu Chính phủ do NH phát triển Việt Nam được Chính phủ chỉ định phát hành hoặc trái phiếu do NH Phát triển phát hành được Chính phủ bảo lãnh thanh toán, trái phiếu chính quyền địa phương (Hà nội, TP.HCM).

2.1.2.2.3/ Phương thức giao dịch của thị trường mở:

_ Mỗi phiên giao dịch, Ban điều hành nghiệp vụ TTM sẽ quyết định áp dụng chỉ một trong các phương thức:

- Giao dịch mua có kỳ hạn

- Giao dịch bán có kỳ hạn
- Giao dịch mua hẫ
- Giao dịch bán hẫ

_ Định kỳ và ngày tổ chức thực hiện nghiệp vụ TTM do Ban điều hành nghiệp vụ TTM quy định cụ thể trong từng thời kỳ. Hiện nay, số phiên giao dịch của nghiệp vụ TTM là 3 phiên/ tuần và dự kiến sẽ tiếp tục tăng lên 4 phiên/tuần trong thời gian tới. (Trước đây, giai đoạn thị trường mới hình thành, chỉ giao dịch 10 ngày/ phiên sau đó mới chuyển dần sang giao dịch vào những ngày cố định/ tuần).

_ Nghiệp vụ TTM được thực hiện thông qua phương thức đấu thầu khối lượng hoặc đấu thầu lãi suất. Tại mỗi phiên đấu thầu chỉ áp dụng một trong hai phương thức đấu thầu này.

Trường hợp đấu thầu lãi suất , trước mỗi phiên đấu thầu NHNN sẽ quyết định thông báo hoặc không thông báo khối lượng GTCG NHNN cần mua hoặc cần bán.

Trong từng thời kỳ, NHNN quyết định và thông báo việc áp dụng phương thức xét thầu theo phương pháp lãi suất thống nhất (Phương pháp Hà Lan _ Dutch method), hoặc lãi suất riêng lẻ (phương pháp cổ truyền _ Conventional method).

Lãi suất trúng thầu là lãi suất dự thầu thấp nhất (trường hợp NHNN mua GTCG) hoặc lãi suất dự thầu cao nhất (trường hợp NHNN bán GTCG) trong phạm vi lãi suất chỉ đạo của Ban điều hành nghiệp vụ TTM mà tại đó GTCG đạt được khối lượng NHNN cần mua hoặc cần bán.

2.1.2.2.4/ Ban điều hành nghiệp vụ TTM:

Được NHNN thành lập, tổ chức và hoạt động theo quy định của Thống đốc NHNN và do một Phó Thống đốc làm trưởng ban. Các thành viên của Ban điều hành là đại diện của các đơn vị có liên quan của NHNN VN như : Sở giao dịch, Vụ chính sách tiền tệ, Vụ tín dụng, Vụ quản lý ngoại hối.

2.1.2.3_ Hệ thống văn bản pháp lý quy định về hoạt động nghiệp vụ TTM:

Cơ sở pháp lý cho hoạt động nghiệp vụ TTM ở Việt Nam được xây dựng và hoàn thiện trên cơ sở các quy định của Luật Ngân hàng Nhà Nước Việt Nam (ngày 12/12/1997) và Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Ngân hàng Nhà Nước Việt Nam (ngày 17/6/2003) , bao gồm:

_ *Quy chế nghiệp vụ TTM* được ban hành kèm theo Quyết định số 01/2007/QĐ_NHNN ngày 5/01/2007 thay thế các Quyết định số 85/2000/QĐ_NHNN14 ngày 09/03/2000, số 1439/2001/QĐ-NHNN ngày 20/11/2001, số 877/2002/QĐ_NHNN ngày 19/8/2002 và Quyết định số 1085/2003/QĐ_NHNN ngày 16/9/2003.

_ *Quy chế quản lý vốn khả dụng* được ban hành kèm theo Quyết định số 37/2000/QĐ_NHNN1 ngày 24/1/2000 của Thống Đốc Ngân hàng Nhà Nước Việt Nam .

_ *Quy chế lưu ký GTCG* ban hành kèm theo Quyết định số 1022/2004/QĐ_NHNN ngày 17/08/2004 thay thế Quyết định số 171/2000/QĐ_NHNN13 ngày 25/3/2000.

_ *Quy trình thực hiện nghiệp vụ TTM:* được hướng dẫn tại công văn số 7477/QT-NHNN ngày 10/7/2007.

_ *Danh mục các loại GTCG, tỷ lệ chênh lệch giữa GTCG tại thời điểm định giá và giá thanh toán, tỷ lệ giao dịch của các loại GTCG qua nghiệp vụ TTM* được quy định tại Quyết định số 86/QĐ-NHNN ngày 8/1/2007.

_ *Ban điều hành nghiệp vụ TTM* được thành lập theo quyết định số 87/2000/QĐ-NHNN9 ngày 13/3/2000.

Ngoài ra, các văn bản hướng dẫn về quy trình nghiệp vụ TTM và một số văn bản có liên quan khác cũng đã được ban hành và từng bước hoàn thiện.

2.2_ THỰC TRẠNG HOẠT ĐỘNG NGHIỆP VỤ THỊ TRƯỜNG MỞ TRONG ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ CỦA NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC VIỆT NAM :

2.2.1/ Tình hình hoạt động nghiệp vụ thị trường mở trong điều hành CSTT của NHNN VN trong thời gian qua:

Đúng với bản chất, chức năng và mục đích của hoạt động nghiệp vụ TTM, nghiệp vụ TTM phản ánh 02 hoạt động chính là mua và bán GTCG trong quan hệ hai chiều giữa NHNN và các TCTD thành viên. Vì lẽ đó, việc phân tích đánh giá thực trạng hoạt động nghiệp vụ TTM hiện nay về mặt định lượng, được phản ánh chủ yếu bởi những số liệu hoạt động của thị trường, cụ thể như sau:

2.2.1.1. Doanh số giao dịch và tốc độ tăng trưởng:

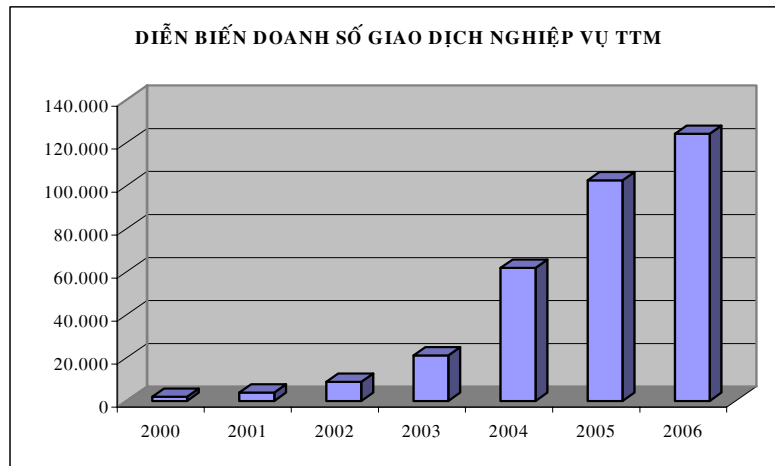
Bảng 2.1

Đơn vị tính: tỷ đồng

Chỉ tiêu	Năm 2000	Năm 2001	Năm 2002	Năm 2003	Năm 2004	Năm 2005	Năm 2006
Tổng doanh số hoạt động	1.954	3.933	8.945	21.183	61.936	102.672	124.234
Mức độ tăng trưởng		1.979	5.012	12.238	40.753	40.736	21.562
Tốc độ tăng trưởng		50.32%	56.03%	57.77%	65.80%	39.68%	17.36%

Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo tổng kết hoạt động nghiệp vụ TTM của Ngân hàng Nhà Nước Việt Nam

Đồ thị 2.1_



2.2.1.2. Doanh số giao dịch bình quân/phiên qua các năm:

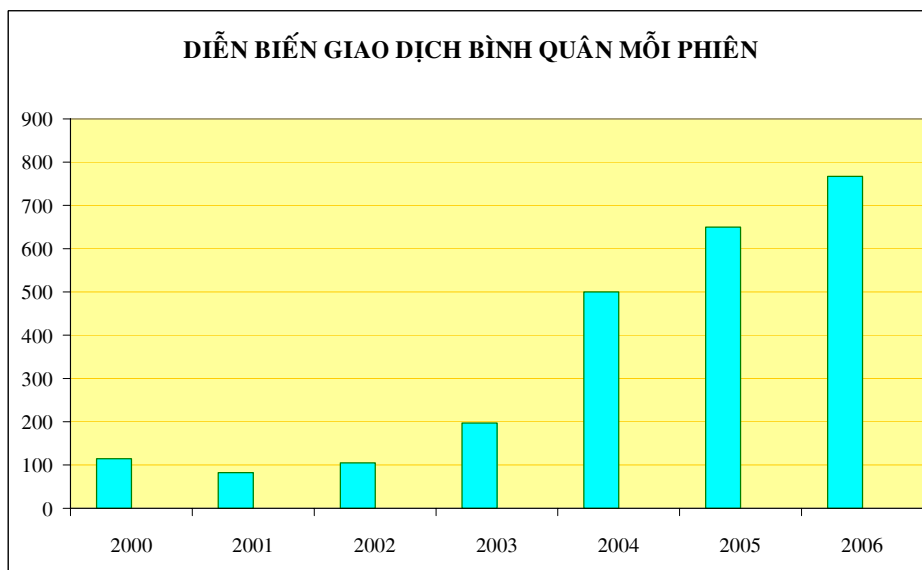
Bảng 2.2

Đơn vị tính: tỷ đồng

Năm	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Số lượng giao dịch bình quân mỗi phiên	115	82	105	197	504	646	767
Số phiên giao dịch trong năm	17	48	85	107	123	159	162
Định kỳ giao dịch	10 ngày / phiên	1 phiên / tuần	2 phiên / tuần	2 phiên / tuần	3 phiên / tuần (từ 11/2004)	3 phiên / tuần	3 phiên / tuần

Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo tổng kết hoạt động nghiệp vụ TTM của Ngân hàng Nhà Nước Việt Nam

Đồ thị 2.2_



2.2.1.3. Hoạt động nghiệp vụ TTM trong điều hành CSST, liên hệ với các công cụ điều hành khác – phản ánh bằng tỷ trọng doanh số mua GTCG qua nghiệp vụ TTM trên tổng doanh số cho vay của NHNN qua một số năm.

Bảng 2.3

Đơn vị tính: Tỷ đồng, %

Chỉ tiêu	2002	2003	2004	2005	2006
Doanh số mua qua TTM	7.045	9.843	60.986	100.872	189.203
Doanh số cho vay cầm cố, chiết khấu, tái chiết khấu	11.019	3.281	18.526	29.454	47.301
Tổng doanh số cho vay qua NHNN	18.064	13.124	79.512	130.326	236.504
Tỷ trọng doanh số mua qua TTM so tổng doanh số cho vay của NHNN	39%	75%	76,7%	77,4%	80%

Nguồn: Tổng hợp từ báo cáo của Ngân hàng Nhà Nước Việt Nam

Như vậy: Qua các bảng phân tích số liệu phản ánh thực trạng hoạt động nghiệp vụ thị trường mở của NHTW trong những năm qua cho thấy:

+ Khối lượng giao dịch nghiệp vụ TTM theo cả hai chiều mua và bán GTCG tăng mạnh qua các năm. Chỉ tính trong năm 2006, doanh số giao dịch nghiệp vụ TTM trên cả hai chiều là 124.234 tỷ đồng, tăng 21% so năm 2005 và tăng 92,8% so với năm 2002 và tăng 98,4% so với năm 2000 (năm TTM bắt đầu hoạt động).

+ Hoạt động thị trường không ngừng mở rộng và liên tục tăng trưởng qua các năm: Năm 2002 doanh số giao dịch tăng 56%; năm 2003 tăng 58%; năm 2004 là 66%; năm 2005 tăng 40% và năm 2006 tỷ lệ này đạt 17%.

+ Số lượng phiên giao dịch và khối lượng giao dịch trong từng phiên cũng ngày càng tăng: Nếu như năm 2002 bình quân 105 tỷ đồng /phiên, thì năm 2006 một phiên giao dịch bình quân đạt 767 tỷ đồng/ phiên, tăng 662 tỷ đồng/ phiên

so với năm 2002 và tăng 652 tỷ đồng/ phiên so với năm 2000 (năm nghiệp vụ TTM bắt đầu hoạt động).

+ Tỷ trọng doanh số mua GTCG của NHNN qua nghiệp vụ thị trường mở trong tổng doanh số hỗ trợ vốn của NHNN đối với các TCTD qua các kênh (cầm cố, chiết khấu giấy tờ có giá, nghiệp vụ TTM...) ngày càng tăng qua các năm: Nếu năm 2002 tỷ lệ này là 39% thì đến năm 2006 đã tăng lên và đạt khoảng 80%.

2.2.2/ Phân tích, đánh giá hoạt động nghiệp vụ TTM trong điều hành CSTT của NHNN hiện nay:

2.2.2.1_ Những kết quả đạt được và các yếu tố thúc đẩy:

Có thể nói qua gần 7 năm thành lập và hoạt động – hoạt động nghiệp vụ TTM tại Việt Nam đã không ngừng phát triển, đáp ứng ngày càng tốt hơn yêu cầu đối với một công cụ điều hành CSTT của NHNN nhằm đạt được các mục tiêu đã đề ra_ đặc biệt là trong giai đoạn Việt Nam đang trong tiến trình hội nhập kinh tế quốc tế. Đánh giá, nhìn nhận chung cho cả quá trình hoạt động của nghiệp vụ TTM với khoảng thời gian 07 năm là chưa dài, song đã đạt được những kết quả nhất định như sau:

Thứ nhất: Hoạt động TTM trong thời gian qua đã thể hiện được vai trò quan trọng của một công cụ điều hành hữu hiệu trong nền kinh tế thị trường, góp phần nâng cao hiệu quả điều hành và thực hiện CSTT của NHNN VN. Điều này được thể hiện trên ba phương diện:

+ Quy mô thị trường ngày càng mở rộng (về doanh số hoạt động, số lượng thành viên tham gia, tần suất giao dịch ... _ như phân tích số liệu trên đây). Điều này đã tạo khả năng để NHNN tác động nhanh nhạy đến thị trường tiền tệ thông qua việc điều tiết hiệu quả hơn vốn khả dụng của các TCTD. Qua đó

NHNN có thể “bơm” và “hút” một cách nhịp nhàng, phù hợp với yêu cầu trong từng thời kỳ, từng giai đoạn phát triển của thị trường tiền tệ và của nền kinh tế.

+ Nghiệp vụ TTM kết hợp hiệu quả với các công cụ điều hành khác như: cho vay cầm cố, chiết khấu, hoán đổi ngoại tệ đã hỗ trợ kịp thời cho các TCTD đảm bảo khả năng thanh toán, góp phần duy trì ổn định tiền tệ và thực hiện CSTT trong thời gian qua.

+ Hoạt động nghiệp vụ TTM ngày càng thể hiện là một công cụ chủ yếu và sử dụng phổ biến hơn so với các công cụ điều hành CSTT khác bởi sự phù hợp với nền kinh tế thị trường nhiều biến động, bởi khả năng linh hoạt và hiệu quả của chính công cụ này. Điều này được chứng minh bằng sự tăng nhanh của tỷ trọng “cho vay” thông qua sử dụng nghiệp vụ này (bằng việc NHNN mua _ chủ yếu là mua kỳ hạn_ GTCG của các TCTD trên TTM) so với các hình thức cho vay khác của NHNN đối với các TCTD như tái cấp vốn, chiết khấu... ngày càng tăng qua các năm: năm 2002 là 39%; năm 2003 là 75%; năm 2004 là 76,7%; năm 2005 là 77% và năm 2006 là khoảng 80%.

Thứ hai: Hoạt động nghiệp vụ TTM ngày càng hiệu quả , phù hợp với diễn biến thị trường tiền tệ, với hoạt động của các TCTD và tình hình thực tế về vốn khả dụng của hệ thống NH. Sự gắn kết giữa quá trình theo dõi, phân tích tình hình vốn khả dụng của các TCTD làm cơ sở để điều hành nghiệp vụ TTM đã tạo ra cơ chế điều hành hiệu quả nghiệp vụ TTM và là một trong những kết quả quan trọng mà nghiệp vụ TTM đã đạt được trong thời gian qua:

Bảng 2.4_ Khối lượng giao dịch nghiệp vụ TTM theo phương thức giao dịch

Đơn vị: Tỷ đồng

Năm thực hiện	Số phiên thực hiện	Doanh số hoạt động theo phương thức giao dịch				
		Mua kỳ hạn	Mua hần	Bán kỳ hạn	Bán hần	Tổng cộng

2000	17	874	480	–	600	1.954
2001	48	3.253	60	50	570	3.933
2002	85	7.045	–	–	1.900	8.945
2003	107	9.843	–	–	11.340	21.183
2004	123	60.986	–	–	950	61.936
2005	159	100.872	–	700	1.100	102.672
2006	162	36.833	–	200	87.201	124.234
Tổng cộng		219.706	540	950	103.661	324.857

Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

_ Trong bối cảnh vài năm gần đây, chỉ số giá tiêu dùng (CPI) liên tục tăng chủ yếu do tác động từ phía cung; Trong khi đó, mục tiêu tăng trưởng kinh tế vẫn được Chính phủ và NHNN rất quan tâm thực hiện. NHNN đã sử dụng nghiệp vụ TTM như một công cụ chủ yếu trong điều hành CSTT nhằm hỗ trợ tích cực cho việc thực hiện mục tiêu tăng trưởng kinh tế, ổn định tiền tệ, kiểm soát lạm phát theo mục tiêu Quốc hội đề ra: để điều tiết kịp thời vốn khả dụng dư thừa và thu hút bớt một lượng tiền VND khá lớn được cung ứng qua các kênh _ nhất là kênh mua ngoại tệ từ các TCTD, NHNN đã thực hiện chào bán GTCG qua nghiệp vụ TTM, qua đó góp phần kiềm chế tốc độ tăng MB . Vì nghiệp vụ can thiệp này hướng đến mục tiêu dài hạn nên phương thức giao dịch chiếm tỷ trọng cao nhằm thực hiện mục tiêu này là các giao dịch bán hẫ.

_ Tuy nhiên, trong một vài thời điểm (như: từ tháng 4 đến 7/2003), trước xu hướng các TCTD liên tục tăng lãi suất huy động VNĐ trong khi vốn khả dụng vẫn dư thừa khá lớn, NHNN vẫn liên tục chào mua GTCG trong các phiên giao dịch nghiệp vụ TTM với lãi suất thấp (bên cạnh các biện pháp điều chỉnh giảm lãi suất tái cấp vốn; lãi suất chiết khấu, giảm tỷ lệ DTBB...) nhằm phát tín hiệu sẵn sàng cung ứng vốn với chi phí thấp, thúc đẩy các TCTD chủ động cân

đối vốn hợp lý để không đẩy lãi suất huy động tăng quá mức trong khi vốn khả dụng dư thừa khá lớn.

Ngoài ra, ở những thời điểm giáp Tết nguyên đán, nhu cầu vốn khả dụng của các TCTD thường tăng cao bất thường; trong những giai đoạn này các phiên giao dịch nghiệp vụ TTM (kể cả các phiên thường xuyên và đột xuất) đã được thực hiện, qua đó NHNN tiến hành mua các GTCG từ các TCTD để khắc phục khó khăn tạm thời về thiếu hụt vốn khả dụng của các TCTD, đảm bảo khả năng thanh toán cho hệ thống và ổn định thị trường tiền tệ. Trong trường hợp này, hình thức mua kỳ hạn đã được NHNN lựa chọn thực hiện để có thể cung ứng kịp thời nhu cầu ngắn hạn về vốn khả dụng của các TCTD nhưng vẫn đảm bảo được mục tiêu ổn định tiền tệ . Tính từ khi TTM được hình thành đến nay, phương thức giao dịch mua kỳ hạn chiếm đến 68% tổng giao dịch của TTM cho thấy đây là một kênh hỗ trợ vốn ngày càng quan trọng của NHNN đối với các TCTD như đã nêu trên đây.

_ Riêng trong 6 tháng đầu năm 2007, khi lạm phát có xu hướng tăng cao (6 tháng đầu năm 2007 chỉ số CPI đạt 5,2% so tháng 12/2006 _ *nguồn: Tổng cục thống kê*) ; Bên cạnh đó lượng tiền đồng bơm vào lưu thông tương đối lớn để mua lượng ngoại tệ từ đầu tư gián tiếp tăng mạnh trong những tháng đầu năm do thị trường chứng khoán tăng trưởng cao (Lượng ngoại tệ này khoảng 7 tỷ USD).

Cùng thời gian này, hoạt động tín dụng tăng trưởng nóng. Chính vì lẽ đó bên cạnh việc tăng tỷ lệ DTBB, NHNN đã sử dụng hoạt động nghiệp vụ TTM như công cụ chủ yếu để “hút” tiền về, bằng việc liên tục chào bán GTCG trên thị trường.

Thứ ba: Hoạt động nghiệp vụ TTM trong thời gian qua đã góp phần thúc đẩy hoạt động kinh doanh của các TCTD tăng trưởng và phát triển hiệu quả, trên cơ sở tạo điều kiện cho các TCTD khai thác và sử dụng vốn hợp lý, linh hoạt, tăng hiệu quả sử dụng vốn.

Thị trường mở, với cơ chế hoạt động về mặt nghiệp vụ là mua bán GTCG đã tăng cường tính thanh khoản cho các loại GTCG được giao dịch trên thị trường, góp phần kích thích và thúc đẩy các TCTD đầu tư vào GTCG. Quá trình này mang lại hai hiệu quả chủ yếu:

+ Sự phát triển của nghiệp vụ TTM sẽ gắn với việc tăng cường tính chủ động cho các TCTD trong quá trình khai thác và sử dụng vốn, tăng hiệu quả sử dụng vốn, nhờ việc luôn được đảm bảo khả năng thanh khoản từ thị trường.

+ Việc đầu tư vào GTCG của các TCTD không chỉ tạo điều kiện để các TCTD có thể tham gia nghiệp vụ TTM mà còn tạo điều kiện cho các TCTD đa dạng hoá danh mục đầu tư, tối đa hoá lợi ích cũng như hạn chế rủi ro tín dụng. Rõ ràng việc đầu tư vào trái phiếu Chính phủ hiện nay là hình thức đầu tư vừa an toàn, vừa là hình thức dự trữ thanh khoản có hiệu quả cao mà các TCTD đã và đang phát triển. Điều này thể hiện rất rõ bởi tốc độ tăng trưởng hình thức đầu tư vào giấy tờ có giá của các TCTD trong những năm qua như sau:

Bảng 2.5

Đơn vị tính: tỷ đồng

Chỉ tiêu	Năm 2002	Năm 2003	Năm 2004	Năm 2005	Năm 2006
Tỷ trọng đầu tư GTCG trong tổng đầu tư của các TCTD (gồm cho	9,7%	13%	16,1%	17,3%	19%

vay; đầu tư giấy tờ có giá; tiền gửi nước ngoài; góp vốn;...)					
Tốc độ tăng trưởng	21%	28,9%	32,3%	37,6%	41%

Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Thứ tư: Hoạt động nghiệp vụ TTM trong thời gian qua đã góp phần nâng cao hiệu quả quản lý nhà nước về tiền tệ tín dụng của NHNN VN; nâng cao vị thế, vai trò và chức năng của NHNN trong nền kinh tế thị trường hiện đại. Kết quả này gắn liền với hai lợi ích mà hoạt động nghiệp vụ TTM mang đến cho hoạt động điều hành của NHNN như sau:

+ Nghiệp vụ TTM là một kênh quan trọng để NHNN tổ chức, nắm bắt thông tin về tình hình nguồn vốn của các TCTD nói riêng và tình hình thị trường tiền tệ nói chung_ làm cơ sở cho việc điều hành CSTT. Theo đó thông qua việc tổng hợp, phân tích các thông tin về khối lượng, lãi suất đặt thầu và trúng thầu trong các phiên giao dịch nghiệp vụ TTM có thể có được những nhận định về vốn khả dụng của các TCTD, xu hướng lãi suất thị trường... từ đó NHNN có thể đưa ra những quyết sách trong điều hành CSTT, nâng cao hiệu quả hoạt động quản lý, thực hiện tốt nhiệm vụ, chức năng được giao.

+ Nghiệp vụ TTM, góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động của NHNN nhờ vào tính chuyên môn hoá cao trong các lĩnh vực liên quan_ Đặc biệt là nâng cao hiệu quả của hoạt động phân tích, dự báo vốn khả dụng của các TCTD (làm cơ sở cho các quyết định giao dịch nghiệp vụ TTM).

Trong 07 năm qua, bộ phận quản lý vốn khả dụng của NHNN đã từng bước nâng cao chất lượng dự báo vốn khả dụng nhờ cải tiến phương pháp dự báo và áp dụng hệ thống thông tin báo cáo khoa học, hợp lý. Nhờ vậy đã dần khắc phục được những khó khăn trong công tác thu thập thông tin, khai thác tối đa các nguồn thông tin. Mặt khác việc thường xuyên trao đổi thông tin với các

TCTD (đặc biệt là các NHTM Nhà nước) để nắm bắt diễn biến thị trường, qua đó giảm sai số dự báo, đáp ứng yêu cầu ngày càng cao đối với việc sử dụng công cụ này.

Sở dĩ hoạt động nghiệp vụ TTM trong điều hành CSTT của NHNN Việt Nam trong thời gian qua đã đạt được những kết quả như phân tích, đánh giá ở trên gắn liền với 03 yếu tố thúc đẩy chính sau:

(1). Cơ chế chính sách về nghiệp vụ TTM ngày càng hoàn thiện, phù hợp với sự phát triển của thị trường tài chính tiền tệ và nền kinh tế trong điều kiện hội nhập, là cơ sở pháp lý quan trọng để thúc đẩy nghiệp vụ TTM phát triển. Các cơ chế và quy trình nghiệp vụ TTM không ngừng được cải tiến, hoàn thiện đã cho phép tháo gỡ kịp thời những khó khăn vướng mắc về cơ chế, về quy trình kỹ thuật, về công tác tổ chức, điều hành thị trường...; Trong đó, những đổi mới cơ bản mang tính nghiệp vụ đã thực sự thúc đẩy thị trường phát triển có thể kể đến là:

+ Các loại GTCG được sử dụng trong nghiệp vụ TTM đã được mở rộng theo tinh thần Luật sửa đổi bổ sung một số điều của Luật NHNN VN năm 2003. Đến nay, những GTCG được phép giao dịch trên TTM không chỉ bao gồm tín phiếu kho bạc, tín phiếu NHNN mà còn cả các loại trái phiếu dài hạn do Ngân sách trung ương thanh toán. Đây là sự thay đổi có tác động rất tích cực đến thị trường, bởi nó góp phần tăng cường khối lượng và chủng loại hàng hoá giao dịch trên TTM cũng như kích thích các TCTD đầu tư vào trái phiếu để tham gia thị trường (mà lợi ích của hoạt động này đã phân tích rõ ở phần trên).

+ Quy trình thanh toán từng bước được rút ngắn: từ thanh toán sau 02 ngày kể từ ngày đấu thầu (T+2) vào năm 2000; thanh toán sau ngày đấu thầu 1 ngày (T+1) năm 2001 và từ năm 2002 đến nay việc thanh toán được thực hiện ngay trong ngày đấu thầu (T+0). Mặt khác, hệ thống thanh toán liên ngân hàng của

NHNN đưa vào vận hành từ năm 2003 cũng đã tạo điều kiện cho các giao dịch trên thị trường liên ngân hàng và nghiệp vụ TTM được thanh, quyết toán tức thời, đáp ứng kịp thời nhu cầu vốn của các TCTD.

+ Định kỳ giao dịch cũng được từng bước tăng cường từ 10 ngày/phiên khi bắt đầu hoạt động (năm 2000), lên 1 phiên/tuần năm 2001; 2phiên/tuần năm 2002. Từ tháng 11/2004 đến nay nghiệp vụ TTM đã thực hiện định kỳ 3 phiên/tuần, góp phần điều tiết kịp thời nhu cầu vốn khả dụng của các TCTD.

(2). Phương thức giao dịch được đổi mới căn bản, mang tính phát triển đột biến nhờ ứng dụng công nghệ hiện đại. Hiện nay hoạt động thị trường “diễn ra trên mạng” mọi giao dịch từ ký gửi, lưu ký chứng khoán đến đăng ký dự thầu, kiểm tra, kiểm soát, thông báo kết quả.... Giữa các TCTD thành viên với NHNN đều được trao đổi, thực hiện trên mạng, giao dịch trực tuyến bởi phần mềm ứng dụng về TTM. Quá trình này mang lại những lợi ích thiết thực cho các TCTD thành viên về: thủ tục, thời gian, chi phí đầu tư máy chủ.... Là một trong những nguyên nhân đã thu hút ngày càng nhiều thành viên tham gia thị trường, góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động của nghiệp vụ TTM.

(3). Số lượng thành viên tham gia thị trường ngày càng mở rộng. So với năm 2000, số lượng TCTD được công nhận là thành viên tăng 15 đơn vị, tương ứng tỷ lệ tăng 75%. Đây là hệ quả của hai yếu tố thúc đẩy sự phát triển và hiệu quả của nghiệp vụ TTM như nêu trên. Song chính những lợi ích mang lại từ nghiệp vụ TTM đối với hoạt động tín dụng và quá trình sử dụng vốn của các TCTD là nguyên nhân cơ bản thúc đẩy thị trường này không ngừng phát triển số lượng thành viên tham gia.

2.2.2.2_ Những tồn tại hạn chế:

Trên cơ sở vai trò, chức năng , ý nghĩa và những yêu cầu đòi hỏi đối với công cụ TTM đối với hoạt động điều hành CSTT của NHTW; đối chiếu với

thực tế hoạt động và những kết quả đã đạt được của nghiệp vụ TTM hiện nay cho thấy hoạt động nghiệp vụ TTM của Việt Nam vẫn còn tồn tại những hạn chế nhất định làm ảnh hưởng đến mục tiêu, hiệu quả của nghiệp vụ này đối với hoạt động điều hành CSTT của NHNN cũng như hiệu quả đối với các TCTD, đối với thị trường tiền tệ, thị trường vốn hiện nay. Có thể tổng kết hoạt động nghiệp vụ TTM hiện nay có 04 tồn tại cơ bản, nổi bật như sau:

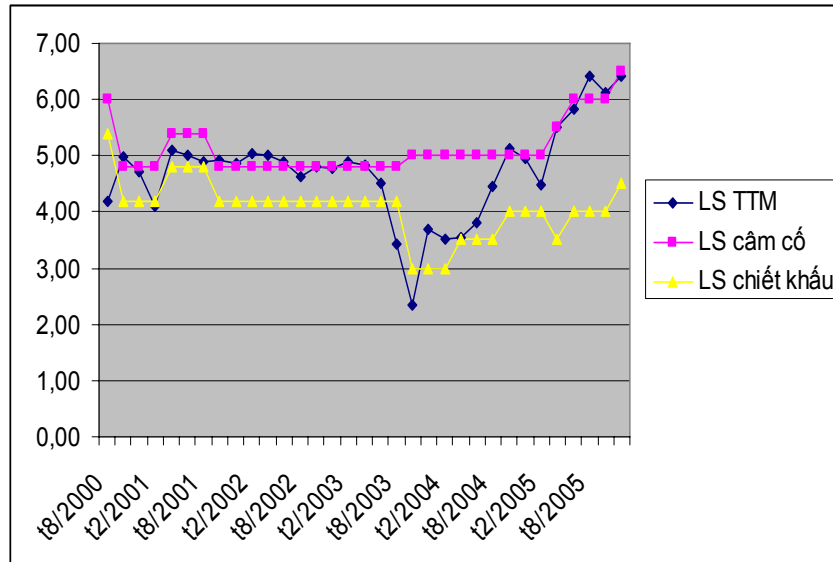
2.2.2.2.1_ Vai trò và khả năng hoạt động của nghiệp vụ TTM còn hạn chế, chưa phát huy hết khả năng là một công cụ điều hành hữu hiệu và phổ biến trong điều hành chính sách tiền tệ của NHNN VN.

Hạn chế này thể hiện rõ trên 02 phương diện:

- **Thứ nhất:** Tác động của nghiệp vụ TTM đến thị trường tiền tệ còn hạn chế. Hoạt động nghiệp vụ TTM chủ yếu phát huy ở vai trò điều tiết khối lượng vốn khả dụng của các TCTD. Lãi suất nghiệp vụ TTM nhìn chung đã được điều hành linh hoạt trong khoảng giữa lãi suất chiết khấu và lãi suất tái cấp vốn (*Xem biểu 2.3*) để định hướng lãi suất thị trường, phát tín hiệu về quan điểm điều hành CSTT của NHNN trong từng thời kỳ (thắt chặt hay nới lỏng). Tuy nhiên, mức độ tác động của nghiệp vụ TTM đến lãi suất thị trường vẫn còn hạn chế – mối quan hệ giữa lãi suất nghiệp vụ thị trường mở_ lãi suất CK, lãi suất tái cấp vốn...._ lãi suất thị trường còn chưa thực sự gắn kết chặt chẽ, vẫn có sự chênh lệch và trong một số trường hợp vẫn có xu hướng biến động khác nhau. Điều này thể hiện rất rõ trong năm 2006 (và cả những tháng đầu năm 2007) khi NHNN liên tục duy trì mức lãi suất cơ bản (8,25%/năm), lãi suất chiết khấu (4,5%/năm), lãi suất tái cấp vốn (6,5%/năm) trong cả năm (liên tục qua các tháng trong năm); cũng như đưa ra các mức lãi suất (mua, bán) trên TTM để phát tín hiệu hướng dẫn và điều chỉnh lãi suất thị trường. Song lãi suất thị trường (lãi suất huy động vốn) của các TCTD vẫn tiếp tục

tăng. Trong một số trường hợp, NHNN phải phát huy vai trò của Hiệp hội Ngân hàng để điều tiết lãi suất (bằng các cam kết của các TCTD thực hiện thoả thuận các mức lãi suất huy động phù hợp).

Đồ thị 2.3_ Diễn biến lãi suất nghiệp vụ TTM, lãi suất cầm cố và lãi suất chiết khấu



•**Thứ hai:** Cơ chế, tác động và truyền dẫn của nghiệp vụ TTM đối với thị trường tiền tệ vẫn còn hạn chế: tác động chưa nhanh, khả năng chi phối, định hướng chưa cao. Quá trình vận hành của thị trường chưa thật “nhịp nhàng” và phù hợp với diễn biến của thị trường tiền tệ, thị trường tài chính. Trong thời gian qua_ đặc biệt là những tháng đầu năm 2007 khi thị trường chứng khoán phát triển_ nguồn vốn đầu tư vào Việt Nam tăng cao, NHNN đã can thiệp bằng việc mua ngoại tệ vào; Đồng thời hút tiền đồng về để ổn định lãi suất và hạn chế lạm phát. Tuy nhiên mức độ phù hợp,

“ăn khớp” giữa 02 quá trình mua ngoại tệ và “hút” VNĐ về chưa thật hợp lý đã tạo ra độ trễ – trở thành một trong nguyên nhân gây lạm phát xuất phát từ yếu tố tiền tệ.

2.2.2.2.2_ Quy mô thị trường còn hạn chế. Trong đó số lượng các TCTD thực sự tham gia nghiệp vụ TTM- yếu tố quyết định đến sự hoạt động sôi động và hiệu quả của thị trường - chưa nhiều.

Hiện nay trên cả nước có 106 TCTD, song mới chỉ có 19 TCTD thành viên thường xuyên tham gia giao dịch trên TTM, chỉ chiếm khoảng 54% trong tổng số các TCTD được công nhận là thành viên của thị trường và chỉ đạt 18% tổng số TCTD tại Việt Nam. Vì vậy, các giao dịch trên TTM chưa phản ánh được hết nhu cầu vốn khả dụng của các TCTD, phần nào làm hạn chế tính cạnh tranh về lãi suất trong các phiên giao dịch nghiệp vụ TTM và ảnh hưởng nhất định đến hiệu quả điều tiết tiền tệ của NHNN thông qua công cụ CSTT này.

2.2.2.2.3_ Hoạt động nghiệp vụ TTM vẫn còn một số bất cập trong hoạt động như: Việc đặt thầu, xét thầu, những hạn chế về hàng hoá giao dịch trên thị trường..... Trong đó hàng hoá trên thị trường mặc dù đã có những thay đổi cơ bản (cho phép cả giấy tờ có giá dài hạn đưa vào giao dịch trong thị trường và mở rộng chủng loại giấy tờ có giá - như đã phân tích ở phần kết quả đạt được). Song về cơ bản vẫn chưa thực sự đa dạng.

Trên thực tế, mặc dù theo quy định tại Quyết định số 86/QĐ-NHNN ngày 8/1/2007 thì danh mục các loại GTCG được giao dịch qua nghiệp vụ TTM lên đến 7 loại, nhưng thực tế loại GTCG chủ yếu được giao dịch trên TTM là tín phiếu và trái phiếu kho bạc.

Bảng 2.6_ Diễn biến cơ cấu GTCG giao dịch trên TTM

Đơn vị: Tỷ đồng

Năm	2000	2001	2002	2003	2004	2006
Tín phiếu, trái phiếu kho bạc	1.004	2.688	5.176	12.343	59.294	72.631
Tín phiếu NHNN	950	1.245	3.769	8.840	—	46.467
Trái phiếu kho bạc	403	1.710	2.522	2.999	2.642	11.378
Trái phiếu đặc biệt	-	-	-	-	-	-
Trái phiếu công trình TW	-	-	-	-	-	5.136
Công trái	-	-	-	-	-	-
Khác	-	-	-	-	-	-
Tổng cộng	1.954	3.933	8.945	21.183	61.936	124.234
Tỷ trọng TPKB/GTCG giao dịch trên TTM	51,4%	68%	57,9%	58%	100%	58%

Nguồn: Ngân hàng Nhà Nước Việt Nam

Điều này làm cho hàng hoá giao dịch trên TTM khá đơn điệu. Các loại GTCG ngắn hạn khác như : thương phiếu, chứng chỉ tiền gửi... và những sản phẩm tài chính ngắn hạn khác như: hợp đồng mua lại, hợp đồng mua lại ngược, chấp nhận của NH... vốn rất phát triển ở các nước lại chưa phổ biến ở Việt Nam; Và khi hàng hoá chưa đa dạng thì nhu cầu giao dịch vốn chưa thể thường xuyên.

_ Danh mục GTCG đã được mở rộng, lượng GTCG có thể giao dịch nghiệp vụ TTM được tăng cường nhưng các giao dịch vẫn tập trung ở một số NHTM Nhà nước (Xem Bảng 2.7).

Bảng 2.7_ Diễn biến tỷ trọng tham gia nghiệp vụ TTM theo loại hình NH

Đơn vị: Tỷ đồng, %

Loại hình TCTD thành viên	Năm 2000		Năm 2001		Năm 2005		Năm 2006	
	Doanh số giao dịch	Tỷ trọng giao dịch	Doanh số giao dịch	Tỷ trọng giao dịch	Doanh số giao dịch	Tỷ trọng giao dịch	Doanh số giao dịch	Tỷ trọng giao dịch
NHTM Nhà nước	1.954	100%	3.833	97%	67.092	65,3%	112.728	90,7%
NHTM Cổ phần	–	–	–	–	32.305	31,5%	9.157	7,4%
NH Liên doanh	–	–	–	–	177	0,2%	2.349	1,9%
Chi nhánh NH Nước ngoài	–	–	–	–	3.098	3%	–	–
Khác	–	–	100	3%	–	–	–	–
Tổng cộng	1.954	100%	3.933	100%	102.672	100%	124.234	100%

Nguồn: Ngân hàng Nhà Nước Việt Nam

2.2.2.2.4_ Những tồn tại hạn chế mang tính kỹ thuật, vận hành của thị trường:

Liên quan đến các yếu tố như: công nghệ; thủ tục đăng ký, lưu ký; thủ tục hợp đồng mua bán giấy tờ có giá; kỳ hạn giao dịch... Cụ thể như sau:

+ Việc phân bổ kỳ hạn giao dịch đôi khi chưa hợp lý, các giao dịch mua kỳ hạn của NHNN dài nhất là 28 ngày nhưng thực tế phần lớn là 7 _ 14 ngày dẫn đến tình trạng các TCTD có khi phải dồn trả nhiều hợp đồng cùng lúc hoặc thời điểm quá sát nhau làm ảnh hưởng đến khả năng thanh khoản của đơn vị. (ví dụ: trường hợp TCTD bán kỳ hạn GTCG cho NHNN với kỳ hạn giao dịch là 30 ngày và 15 ngày ở hai phiên giao dịch khác nhau nhưng có thể sẽ đáo hạn cùng thời điểm) .

Hiện tại mỗi phiên giao dịch chỉ thực hiện một kỳ hạn giao dịch thống nhất nên các TCTD không có khả năng lựa chọn kỳ hạn giao dịch trong khi mục đích quản lý thanh khoản và vốn của từng TCTD rất khác nhau . Vì vậy, các TCTD thành viên cũng phần nào hạn chế trong việc tham gia nghiệp vụ TTM .

+Quy trình đăng ký, lưu ký GTCG để tham gia nghiệp vụ TTM vẫn chưa thực sự tạo thuận lợi cho các thành viên tham gia thị trường. Quy trình lưu ký GTCG qua mạng vẫn đang trong quá trình xây dựng. Thông tin về các loại GTCG đang lưu ký không được theo dõi thống nhất và tạo điều kiện để các thành viên tham gia giao dịch trên thị trường có thể kiểm tra, đối chiếu... là những hạn chế nhất định cho động lực của NHTM trong thực hiện giao dịch nghiệp vụ TTM.

+ Hoạt động của nghiệp vụ TTM chủ yếu dựa trên chương trình phần mềm của hệ thống giao dịch điện tử. Hiện nay giữa NHNN và các TCTD vẫn chưa có sự tương thích về phần mềm sử dụng . Hệ quả là các số liệu cần thiết cho nghiệp vụ TTM như: tình hình vốn khả dụng của TCTD và các chi nhánh của TCTD từng thời điểm, hoạt động đầu tư GTCG, diễn biến luồng tiền ròng của các TCTD... chưa được NHNN nắm bắt kịp thời nên tác dụng của nghiệp vụ TTM trong việc điều tiết vốn khả dụng để thực hiện mục tiêu CSTT chưa thật sự rõ nét.

+ Quy trình chuyển lưu ký GTCG giữa NHNN và NHTM tại Trung tâm giao dịch chứng khoán chưa hoàn thiện, thông tin về các loại GTCG đang lưu ký chưa được theo dõi thống nhất và đối chiếu giữa NHNN và các TCTD thành viên.

2.3_ PHÂN TÍCH NGUYÊN NHÂN NHỮNG HẠN CHẾ TRONG HOẠT ĐỘNG NGHIỆP VỤ THỊ TRƯỜNG MỞ HIỆN NAY:

Hoạt động nghiệp vụ TTM là hoạt động mang tính nghiệp vụ của một NHTW trong vai trò, chức năng quản lý nhà nước về hoạt động tiền tệ, tín dụng ngân hàng để phục vụ cho quá trình tăng trưởng và phát triển nền kinh tế đất nước. Tuy nhiên với những hạn chế như đã phân tích trên đây, cho thấy hoạt động này có liên quan đến nhiều yếu tố, nhiều lĩnh vực tác động như: vấn đề cơ

chế chính sách (tác động đến hàng hoá của thị trường); vấn đề điều hành của NHNN và các vấn đề liên quan đến khả năng hoạt động của các TCTD. Chính vì lẽ đó để nêu bật được các nguyên nhân cơ bản dẫn đến tồn tại hạn chế trong hoạt động nghiệp vụ TTM ở nước ta hiện nay, đề tài phân tích theo 03 nhóm nguyên nhân liên quan: nguyên nhân về phía NHNN, nguyên nhân từ các TCTD và nguyên nhân từ nền kinh tế. Cụ thể như sau:

2.3.1. Những nguyên nhân từ phía NHNN:

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, trong vai trò là thành viên đặc biệt, chủ đạo của hoạt động nghiệp vụ TTM có ý nghĩa quyết định đến hiệu quả hoạt động của thị trường. Vì vậy, việc phân tích, đánh giá những nguyên nhân liên quan từ phía NHNN có ý nghĩa đặc biệt – làm cơ sở để đưa ra các giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của nghiệp vụ TTM trong điều kiện hiện nay:

+ Việc thu thập thông tin về tình hình thị trường tiền tệ nhất là thông tin về tình hình thị trường liên ngân hàng còn nhiều khó khăn, kéo theo những khó khăn của các TCTD và ngay cả của NHNN khi đưa ra những quyết định, quyết sách cho hoạt động của nghiệp vụ TTM. Đến nay NHNN vẫn chưa có hệ thống theo dõi kịp thời và đầy đủ các hoạt động trên thị trường tiền tệ liên ngân hàng. Việc theo dõi, dự báo vốn khả dụng vẫn còn có những khó khăn nhất định. Trong khi đó, bản thân một số TCTD thành viên cũng gặp khó khăn trong việc nắm thông tin về tình hình thị trường. Việc đánh giá, phân tích tình hình toàn thị trường thông qua xem xét phản ứng của một số thành viên tham gia thị trường (do số lượng thành viên tham gia còn hạn chế như đã nêu) để phục vụ cho mục tiêu CSTT đôi khi không chính xác so với diễn biến thực tế.

+ Cơ sở hạ tầng cho hoạt động nghiệp vụ thị trường mở còn có một số bất cập: Sự không đồng bộ trong ứng dụng công nghệ tin học giữa NHNN với các

thành viên thị trường làm hạn chế số lượng thành viên tham gia, đặc biệt là các NHTM cổ phần (các chương trình phần mềm ứng dụng trong thời gian từ năm 2000 -2004 còn có sự tách biệt nên khó sử dụng đối với các thành viên ít giao dịch). Việc nâng cấp hệ thống máy móc thiết bị phục vụ cho các nghiệp vụ thị trường nói riêng và các nghiệp vụ của NHNN nói chung còn chậm, làm hạn chế tiến độ triển khai các ứng dụng công nghệ tiên tiến vào các giao dịch nghiệp vụ thị trường tiền tệ trong đó có nghiệp vụ TTM.

+ Đặc điểm hàng hoá của thị trường chưa tạo điều kiện thuận lợi cho các giao dịch của các TCTD ngoài quốc doanh: các NHTM cổ phần ít có điều kiện đầu tư vào GTCG vì các tín phiếu kho bạc dưới 1 năm ít được phát hành; các NH thương mại cổ phần, NH liên doanh, NH nước ngoài vẫn là các NH không có nhiều ưu thế về vốn VND và sở hữu GTCG khiến cho việc tham gia nghiệp vụ TTM bị hạn chế (Xem Bảng 2.8).

Bảng 2.8_ Diễn biến về thành viên tham gia đấu thầu và trúng thầu tín phiếu kho bạc qua NHNN:

Đơn vị: Tỷ đồng

Năm	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Tổng số đợt đấu thầu	46	46	50	49	48	60	52
Tổng giá trị trúng thầu	4.766	3.955	8.410	15.000	18.590	21.670	22.075
Tỷ trọng trúng thầu của các thành viên là NHTM Nhà nước	100%	100%	100%	99%	98,5%	99,4%	99,9%
Số đợt có tham gia đấu thầu của các thành viên ngoài NHTM Nhà nước	0	0	0	1	11	7	1

Nguồn: Ngân hàng Nhà Nước Việt Nam

Trong năm 2006 các NHTM Nhà nước với ưu thế hơn hẳn về nguồn vốn vẫn tiếp tục là nhóm thành viên tham gia tích cực và chiếm ưu thế trong các đợt đấu thầu tín phiếu kho bạc qua Ngân hàng Nhà Nước Việt Nam: Trong tổng số

52 đợt đấu thầu của năm 2006 chỉ duy nhất 01 đợt có một NHTM cổ phần tham gia đặt thầu và trúng thầu nhưng với khối lượng rất thấp (0,1 tỷ đồng).

+ Việc NHNN còn sử dụng rộng rãi kênh tái cấp vốn, tái chiết khấu với lãi suất thấp chưa tạo ra động lực để các TCTD tích cực tham gia nghiệp vụ TTM. Một số tổ chức tín dụng đầu tư vào GTCG nhưng không sử dụng GTCG để tham gia nghiệp vụ thị trường mở mà chủ yếu cầm cố để vay tái cấp vốn hoặc tái chiết khấu tại NHNN .

+ Hoạt động của nghiệp vụ TTM gắn với sự phát triển của thị trường liên NH _ nhất là thị trường nội tệ liên NH. Thị trường liên NH là cơ sở để CSTT phát huy tác dụng trong việc phản ánh quan hệ cung cầu về vốn ngắn hạn. Đây cũng là một kênh xác định và phát tín hiệu về lãi suất của NHNN, xây dựng đường cong lãi suất chuẩn đối với trái phiếu Chính phủ. Tình trạng kém phát triển của thị trường liên NH thời gian qua đã hạn chế rất nhiều hiệu quả thực thi CSTT .

+ NHNN chưa thực hiện cố định phiên chào mua, chào bán hàng tuần hoặc công bố trước hướng điều hành nghiệp vụ TTM làm hạn chế tính chủ động của các thành viên khi tham gia nghiệp vụ. Mặt khác hiện tại các giao dịch phổ biến trên TTM là các giao dịch bán hẫng. Các giao dịch mua bán kỳ hạn tuy có nhưng không nhiều. Vì những lý do trên, các NH do lo ngại rủi ro thanh khoản đã dự trữ sơ cấp ở mức cao làm cho tác động của NHNN thông qua TTM phần nào hạn chế.

+ Hoạt động thu chi ngân sách có ảnh hưởng đáng kể đến diễn biến vốn khả dụng của các TCTD nhưng việc thu thập thông tin của NHNN về thu chi NSNN phục vụ cho dự báo vốn khả dụng còn nhiều hạn chế và chưa kịp thời. Các thông tin thu thập được từ các NHTM đôi khi còn sai lệch dẫn đến hiệu quả dự báo chưa cao. Việc nắm bắt dự trữ thanh khoản của các NHTM của

NHNN chưa kịp thời và hạn chế do một số NHTM còn gặp khó khăn trong việc phân tích luồng tiền theo kỳ hạn, chưa quản lý vốn tập trung trực tuyến hoặc việc quản lý vốn chưa thực sự hiệu quả...

2.3.2. Những nguyên nhân từ các TCTD:

Với tư cách là các thành viên tham gia thị trường hoặc sẽ là thành viên tham gia thị trường, các TCTD có vai trò quan trọng đối với hiệu quả hoạt động của nghiệp vụ TTM. Tuy nhiên vai trò này hiện nay chưa được thể hiện đúng mức trong hiệu quả hoạt động của nghiệp vụ TTM : do số lượng các TCTD thành viên chưa nhiều, khối lượng giao dịch chưa cao nên NHNN chưa thực hiện được hiệu quả các mục tiêu điều tiết vốn khả dụng toàn hệ thống cũng như tác động định hướng thị trường tiền tệ thông qua hoạt động nghiệp vụ TTM. Vì lẽ đó các vấn đề còn tồn tại có liên quan đến TCTD là rất đáng quan tâm, với một số nguyên nhân chính sau:

+ Các NHTM cổ phần chưa thực sự chú trọng đầu tư vào GTCG hoặc những GTCG được các NH này đầu tư lại chưa được giao dịch trên TTM nên các NH này không có điều kiện tham gia TTM khi cần thiết .

+ Năng lực tài chính của nhiều TCTD còn hạn chế, các NHTM vẫn đang trong quá trình cơ cấu lại và triển khai dự án hiện đại hoá hệ thống thanh toán nên gặp khó khăn trong việc quản lý vốn tập trung, trong phân tích luồng luân chuyển vốn theo từng kỳ hạn ... nên không tham gia (hoặc tham gia không hiệu quả) nghiệp vụ TTM .

+ Các NHTM ngoài quốc doanh chưa thực sự quan tâm đến lợi ích của việc tham gia nghiệp vụ TTM (hoặc không tham gia thường xuyên) do hoạt động chưa thực sự năng động theo cơ chế thị trường nên khi có nhu cầu bổ sung vốn khả dụng thì việc tham gia không hiệu quả, lúng túng trong thực hiện quy trình... làm giảm động lực tham gia nghiệp vụ TTM. Điều này được thể hiện rõ

nét ở tỷ trọng tham gia nghiệp vụ TTM đến cuối năm 2006 có đến trên 90% tổng giao dịch trên TTM là của các NHTM Nhà nước. Trong khi đó, khối NHTM cổ phần chiếm đến 21,79% tổng vốn huy động và 21,16% tổng dư nợ cho vay của cả nước nhưng chỉ tham gia 7,4% tổng giao dịch hoạt động của nghiệp vụ TTM. (Xem bảng 2.7).

2.3.3. Những nguyên nhân từ phía nền kinh tế:

Đây là những nguyên nhân khách quan, tác động ảnh hưởng đến hoạt động nghiệp vụ TTM theo hướng hạn chế các vấn đề có liên quan như: sự đơn điệu của hàng hoá giao dịch trên thị trường, mức độ tin cậy của các GTCG, sự phát triển chưa hoàn thiện của thị trường tài chính; trình độ phát triển của nền kinh tế....

2.3.3.1. Các nguyên nhân có liên quan đến GTCG cho nghiệp vụ TTM là nguyên nhân cơ bản trong ngắn hạn:

+ Các doanh nghiệp, các TCTD đang chuyển đổi hoạt động để thích nghi với cơ chế thị trường đang trong tiến trình hội nhập, nhiều nguy cơ và rủi ro tiềm ẩn nên chưa đủ độ tín nhiệm để các GTCG của những đơn vị này được sử dụng như hàng hoá của TTM.

+ Việt Nam chưa hình thành các tổ chức đánh giá độ tín nhiệm có đủ uy tín nên NHNN chưa có điều kiện để sử dụng GTCG của các NHTM có uy tín phát hành hoặc bảo lãnh, các trái phiếu doanh nghiệp có hệ số tín nhiệm cao... trong nghiệp vụ TTM.

+ Việc Chính phủ chưa cho phép NHNN thay mặt Chính phủ phát hành, bảo lãnh phát hành, quyết định khối lượng phát hành trái phiếu Chính phủ...cũng tác động ảnh hưởng làm hạn chế khả năng chủ động của NHNN trong điều hành nghiệp vụ TTM hiện nay.

2.3.3.2. *Trình độ phát triển của thị trường tài chính nói riêng và của nền kinh tế nói chung có ảnh hưởng nhất định đến thị trường mở:*

_Yếu tố quan trọng bậc nhất quyết định tính hiệu quả của công cụ gián tiếp nói chung và nghiệp vụ TTM nói riêng là nền kinh tế có tính thị trường cao thể hiện ở sự sôi động và vận hành trôi chảy của thị trường tài chính. Khi đó các kênh dẫn truyền đa phương của nghiệp vụ TTM sẽ truyền tác động của CSTT một cách nhanh chóng và hiệu quả tới các biến số kinh tế vĩ mô thông qua các mục tiêu trung gian như : lãi suất, tỷ giá hối đoái và dự trữ của các NHTM. Tuy nhiên hiện nay, các kênh tác động mà nghiệp vụ TTM có thể lợi dụng mức độ dẫn truyền vẫn còn hạn chế. Cụ thể là các kênh:

- **Tín dụng:** Hiện nay khoảng 90% nguồn vốn kinh doanh thường xuyên của các doanh nghiệp là từ các trung gian tài chính _ chủ yếu là từ các NHTM. Điều này lẽ ra tạo thuận lợi cho kênh dẫn truyền tác động của nghiệp vụ TTM qua hoạt động tín dụng NH. Tuy nhiên, tác động này còn phụ thuộc vào chất lượng của hoạt động tín dụng NH và khả năng hấp thụ vốn tích cực của nền kinh tế.

Tình hình nợ xấu của hệ thống NHTM cả nước (tính theo quyết định 493/2005/QĐ-NHNN ngày 22 tháng 4 năm 2005) là 5,08% (*Nguồn: báo cáo của NHNN*). Nếu đánh giá theo tiêu chí của IMF thì tỷ lệ nợ quá hạn bình quân toàn hệ thống vào khoảng 15%. Tỷ lệ nợ xấu của hệ thống NHTM lên đến 46% nếu tính theo cách của kiểm toán quốc tế. Những số liệu nêu trên cho thấy kênh dẫn truyền này hiện không hiệu quả hoặc hiệu quả rất thấp ảnh hưởng không nhỏ đến tác động của nghiệp vụ TTM lên những biến số kinh tế vĩ mô .

- **Lãi suất:** Các công cụ gián tiếp nói chung và nghiệp vụ TTM nói riêng truyền tác động của nó trên cơ sở lợi dụng các hoạt động arbitrage về lãi suất _

giá của thị trường tài chính. Tuy nhiên hiện nay kênh tác động này tại Việt Nam cũng phần nào hạn chế:

+ Cơ chế truyền dẫn lãi suất sẽ bị ngăn cản bởi chính sách lãi suất cứng nhắc. Ở Việt Nam hiện nay tuy đã thực hiện tự do hoá lãi suất, sự hình thành lãi suất đã được xác định theo những tín hiệu của thị trường. Tuy nhiên mối liên hệ giữa các loại lãi suất trên thị trường tiền tệ và lãi suất của NHNN vẫn chưa biến động cùng chiều với lãi suất thị trường do các nguyên nhân:

- Việc tự do hoá lãi suất vẫn chưa thực chất và chưa hoàn toàn: thể hiện ở khả năng hình thành lãi suất dựa trên ý muốn chủ quan của nhà quản lý và được thực hiện thông qua các NHTM Nhà nước vốn đang nắm giữ trên 70% thị phần cho vay trong nước và chiếm 70%-80% tài sản của hệ thống NHTM. Ngay cả lãi suất ngoại tệ cũng chưa tự do hoá hoàn toàn.
- Các lãi suất do NHNN công bố như lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu, lãi suất cơ bản đã phát tín hiệu điều hành CSTT (thắt chặt hay nới lỏng) nhưng chưa thực sự phát huy hiệu quả kích thích tăng giảm nhu cầu tiền tệ. Nhìn chung các mức lãi suất này chưa gắn kết với lãi suất trên thị trường tiền tệ ; và lãi suất trên thị trường tiền tệ cũng chưa có sự gắn kết chặt chẽ với lãi suất của các công cụ dài hạn trên thị trường tài chính.

+Thị trường chứng khoán phát triển là điều kiện góp phần nâng cao tính thanh khoản, tạo cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ hiệu quả. Bên cạnh đó thị trường chứng khoán phát triển còn tạo thêm những công cụ mới, tạo điều kiện cho NHTM mở rộng khả năng tham gia thị trường tiền tệ. Điều này sẽ thúc đẩy thị trường tiền tệ phát triển đồng thời tạo những cơ sở hỗ trợ NHNN thực hiện tốt vai trò điều tiết tiền tệ thông qua các công cụ CSTT, đặc biệt là qua nghiệp vụ TTM. Tuy nhiên, thị trường vốn ở Việt Nam tuy đã hình thành và phát triển so với trước nhưng vẫn là một thị trường non trẻ, hoạt động chưa ổn định và

chịu nhiều tác động bởi những nhân tố phi thị trường; trong khi đó thị trường tiền tệ liên NH lại hoạt động non yếu là những rào cản hoạt động arbitrage về lãi suất được thực hiện kịp thời và hiệu quả để dẫn truyền những tác động của nghiệp vụ TTM đến những biến số kinh tế vĩ mô.

_ Với việc luồng ngoại tệ vào Việt Nam không ngừng gia tăng do kết quả của quá trình hội nhập, hoạt động của thị trường chứng khoán cũng ngày càng sôi động... có những ảnh hưởng nhất định đến nguồn vốn của hệ thống NH, nhất là tính ổn định của nguồn vốn. Mặt khác với lượng vốn đầu tư gián tiếp của nước ngoài vào nhiều làm tăng tài sản có nước ngoài ròng (NFA) đã làm tăng tiền dự trữ (MB) từ đó làm tăng tổng phương tiện thanh toán (M2). Để đạt được mục tiêu kiểm soát (M2), kiểm soát lạm phát thấp hơn mức tăng trưởng kinh tế, hiện NHNN VN đã sử dụng nghiệp vụ TTM như một biện pháp để hút bớt tiền về nhằm triệt tiêu ảnh hưởng của luồng vốn vào. Biện pháp này nếu thực hiện liên tục và kéo dài sẽ gây ra sức ép tăng chi phí của hoạt động can thiệp triệt tiêu .

Bên cạnh đó, khi mà chúng ta chưa kiểm soát và dự báo tốt nguồn vốn đầu tư gián tiếp của nước ngoài, khi mà hoạt động thị trường mở chưa là nghiệp vụ mang tính phổ biến trong hoạt động của hầu hết các NHTM, hiệu quả điều tiết trong nghiệp vụ TTM của NHNN Việt Nam chưa cao như đã nêu trên thì việc gia tăng luồng ngoại tệ vào Việt Nam qua con đường đầu tư gián tiếp sẽ gia tăng áp lực lạm phát cho nền kinh tế . Trong khi đó tình trạng đô-la hoá đang ảnh hưởng không nhỏ đến việc xác định chính xác cơ sở tiền do đó hiệu quả của CSTT đặt ra bị hạn chế _ mà nghiệp vụ TTM là một trong những thể hiện cụ thể hiệu quả đó.

_ Xét trên nhiều khía cạnh thì thị trường tài chính tiền tệ Việt Nam vẫn còn phát triển ở mức độ thấp và chưa thực sự thực hiện có hiệu quả vai trò tiếp

nhận và chuyển tải tác động của CSTT đến nền kinh tế. Các công cụ của CSTT nói chung và nghiệp vụ TTM nói riêng cũng vì thế mà hạn chế về hiệu quả .

_ Trên thực tế thị trường hầu như chưa xuất hiện các thành viên chuyên nghiệp như các nhà môi giới, các nhà tạo lập thị trường, các công ty đánh giá xếp loại... đã phần nào làm hạn chế sự phát triển của thị trường.

_ Để phát huy hiệu quả của công cụ TTM đòi hỏi hầu hết tiền trong lưu thông phải nằm ở tài khoản của ngân hàng, nghĩa là phải có sự phát triển cao của cơ chế thanh toán không dùng tiền mặt. Ở nước ta, hoạt động tài chính _ngân hàng không ngừng phát triển cùng với sự gia tăng tỷ trọng thanh toán không dùng tiền mặt nhưng nhìn chung trong nền kinh tế thanh toán tiền mặt vẫn là hình thức phổ biến. Đây cũng là lý do công cụ TTM được sử dụng thường xuyên và hiệu quả ở đối với NHTW của những nước công nghiệp phát triển nhưng lại chưa mang lại hiệu quả cao ở các nước đang phát triển _ trong đó có Việt Nam.

2.4_ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG VÀ CÁC YẾU TỐ CƠ BẢN ĐỂ PHÁT TRIỂN, NÂNG CAO HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA NGHIỆP VỤ TTM TRONG ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ HIỆN NAY:

2.4.1. Hiệu quả hoạt động của nghiệp vụ thị trường mở :

Mặc dù nghiệp vụ TTM đã được NHTW các nước áp dụng khá lâu trên thế giới, nhưng ở Việt Nam đây là một công cụ CSTT khá mới mẻ và được Ngân hàng Nhà Nước Việt Nam từng bước áp dụng hiệu quả như một công cụ chủ yếu và linh hoạt để điều tiết tiền tệ, thay dần cho các công cụ điều hành CSTT trực tiếp, góp phần thực hiện mục tiêu CSTT , phần nào hạn chế những bất cập của thị trường. Vai trò của nghiệp vụ TTM trong thực thi CSTT đã thể hiện khá rõ nét trong một số thời điểm mà CSTT đã phải thực hiện đồng thời

hai mục tiêu tưởng chừng đối nghịch nhau là : tăng trưởng kinh tế và ổn định tiền tệ, kiểm soát lạm phát.

Tuy nhiên như đã nêu ở những phần trên, hiệu quả tác động của nghiệp vụ TTM trong điều hành CSTT hiện vẫn còn hạn chế. Nghiệp vụ TTM một cách tổng thể vẫn chưa tạo được ảnh hưởng lớn đến việc định hướng lãi suất của thị trường cũng như nguồn vốn khả dụng của toàn bộ hệ thống NHTM và do đó cũng chưa tạo ra tác động mạnh đến thị trường tiền tệ, chưa thể trở thành công cụ chủ yếu thay cho các công cụ khác trong điều hành CSTT như lãi suất, dự trữ bắt buộc hay chính sách chiết khấu, tái chiết khấu... Vì vậy việc thực thi CSTT của NHNN nhìn chung vẫn chưa thực sự dựa trên cơ chế thị trường để tạo được hiệu quả can thiệp cao _ là mục tiêu mà NHNN mong đợi_ đôi khi lại tạo ra những tác động bất lợi cho quá trình hoạt động, kinh doanh của các TCTD kéo theo những “cú sốc” cho nền kinh tế .

2.4.2. Các yếu tố cơ bản để phát triển và nâng cao hiệu quả hoạt động của nghiệp vụ thị trường mở trong điều kiện hiện nay:

Hoạt động của nghiệp vụ TTM là dựa trên nguyên tắc tự nguyện và theo cơ chế thị trường. Đằng sau sự luân chuyển của các chứng khoán trên TTM là sự vận động của các dòng vốn tiền tệ. Do vậy có thể nói rằng hoạt động của nghiệp vụ TTM thực chất là việc NHNN thực hiện điều chỉnh mức độ và hướng luân chuyển vốn của NHTM nói riêng và toàn xã hội nói chung trên cơ sở lợi dụng cơ chế hoạt động của thị trường vốn. Vì vậy:

_ Sự tồn tại một môi trường kinh tế vĩ mô ổn định, sôi động là điều kiện rất tốt cho sự ra đời và phát triển của thị trường vốn, cũng sẽ tạo phản ứng dây chuyền về nhu cầu vốn của nền kinh tế, nhu cầu luân chuyển vốn giữa các TCTD và sẽ tạo điều kiện thuận lợi cũng như đảm bảo hiệu quả cho hoạt động can thiệp của NHNN trên TTM.

_ Khung pháp lý hoàn thiện để bảo đảm cho sự vận hành trôi chảy và an toàn trong nghiệp vụ TTM cũng là một điều kiện quan trọng để đảm bảo cho sự vận hành hiệu quả của thị trường. Với sự hình thành những cơ sở pháp lý hợp lý và đồng bộ sẽ tạo nên những yếu tố đảm bảo tính ổn định và sự chuẩn mực trong giao dịch, củng cố lòng tin của những người tham gia thị trường, từ đó góp phần nâng cao hiệu quả can thiệp của NHNN qua TTM.

Một hệ thống quy chế đồng bộ cho nghiệp vụ TTM phải tạo được hành lang pháp lý cho các lĩnh vực như:

- Giới hạn phạm vi thị trường và các công cụ
- Phát hành giấy tờ có giá
- Cơ chế hoạt động của thị trường thứ cấp
- Quy chế hoạt động can thiệp của NHNN
- Quy chế quản lý vốn khả dụng.

Với hệ thống văn bản pháp lý hiện hành quy định về hoạt động nghiệp vụ thị trường mở cho thấy hiện nay điều kiện về khung pháp lý đã tương đối đầy đủ, đảm bảo cho sự thuận tiện, trôi chảy trong hoạt động nghiệp vụ TTM của NHNN từ khâu đầu (phát hành, giao dịch chứng khoán) đến khâu cuối (thanh toán, lưu ký chứng khoán). Tuy nhiên để cho yếu tố này thực sự tạo điều kiện tốt cho hoạt động của nghiệp vụ TTM thiết nghĩ vẫn cần tiếp tục nghiên cứu, điều chỉnh những quy chế, nội dung pháp lý cụ thể để ngày càng phù hợp với những diễn biến của thực tiễn .

_ Mức độ thị trường hoá các hoạt động huy động vốn là một yếu tố không thể bỏ qua khi xem xét các điều kiện cho sự ra đời và phát triển của nghiệp vụ TTM. Một nền kinh tế được thị trường hoá cao _ hay còn được gọi là nền kinh tế tài trợ trực tiếp _ là nguồn vốn được tài trợ chủ yếu thông qua hình thức phát hành chứng khoán hoặc các chứng khoán vốn trên thị trường tài

chính. Trái lại một nền kinh tế có nguồn vốn chủ yếu do vay các trung gian tài chính được gọi là nền kinh tế vay nợ hay nền kinh tế được tài trợ gián tiếp.

Xét về khía cạnh hiệu quả tác động của nghiệp vụ TTM thì khi phần lớn hoạt động kinh tế phụ thuộc vào nguồn vốn vay NH thì tác động của nghiệp vụ TTM thông qua kênh tín dụng sẽ trở thành kênh có tác động quan trọng nhất trong cơ chế truyền dẫn tác động của CSTT .

Ở một khía cạnh khác hoạt động của thị trường thứ cấp các chứng khoán với những thời hạn khác nhau sẽ tạo điều kiện cho những tác động trực tiếp và rất nhạy cảm của nghiệp vụ TTM thông qua cơ chế truyền dẫn lãi suất để ảnh hưởng đến giá của tài sản giao dịch (giá chứng khoán) . Ngoài ra mức độ thị trường hoá thấp cũng sẽ hạn chế tính đa dạng của các công cụ TTM, gây khó khăn trong việc nhận thức và làm quen với nghiệp vụ TTM của những người tham gia. Nói một cách khác, sự phát triển của thị trường chứng khoán nói chung_ đặc biệt là thị trường thứ cấp của các chứng khoán nợ bao gồm sự hoàn chỉnh của cơ chế hoạt động cũng như khối lượng và chủng loại hàng hoá được giao dịch trên thị trường cũng là một điều kiện quan trọng cho sự hình thành và phát triển của nghiệp vụ TTM . Thị trường này càng phát triển, hoạt động càng sôi động, hàng hoá của thị trường càng có vị trí quan trọng trong kết cấu tài sản của các thành viên thị trường... thì hiệu quả tác động khi NHNN sử dụng nghiệp vụ TTM càng cao.

Việt nam, có thể nói thuộc nền kinh tế vay nợ do nguồn vốn của nền kinh tế được tài trợ gián tiếp qua các trung gian tài chính. Điều này được thể hiện rất rõ nét trong thời kỳ nền kinh tế kế hoạch hoá tập trung_ khi mà vốn vay NH chiếm đến 90% tổng nguồn vốn hoạt động thường xuyên của các doanh nghiệp. Từ đầu thập niên 90, cùng với việc nền kinh tế đất nước chuyển đổi dần sang cơ chế thị trường, những người có nhu cầu vốn dần quen với những hình thức huy động vốn trực tiếp từ công chúng trên cơ sở sử dụng các chứng từ

có giá với những thời hạn khác nhau. Cũng trong giai đoạn này một loạt các thị trường chứng khoán nợ (ngắn và dài hạn) và chứng khoán vốn đã ra đời và từng bước phát triển với quy mô và phạm vi ngày càng sâu rộng. Tính đến cuối năm 2006, tổng giá trị vốn hoá đạt 221.156 tỷ đồng (tương đương 14 tỷ USD), bằng 22,7%GDP của năm 2006 (*Nguồn: Vụ CSTT_ NHNN Việt Nam*). Như vậy, mức độ thị trường hoá các hoạt động huy động vốn đang được cải thiện theo hướng ngày càng tạo thuận lợi cho hoạt động của nghiệp vụ TTM.

_ Vai trò quản lý nhà nước trong nghiệp vụ TTM : thể hiện qua việc đảm bảo tính đồng bộ trong các chính sách quản lý kinh tế vĩ mô cũng như đảm bảo được sự cân đối giữa các mục tiêu vĩ mô ngắn và dài hạn. Do vậy mặc dù việc điều hành nghiệp vụ TTM thường do NHTW chủ trì nhưng vẫn cần có sự phối hợp hiệu quả giữa NHTW và Bộ tài chính trong việc quyết định khối lượng “hàng hoá” can thiệp trong nghiệp vụ TTM.

Vai trò quản lý nhà nước trong nghiệp vụ TTM còn được thể hiện ở khả năng của NHTW trong việc kiểm soát và dự báo sự biến động vốn khả dụng của các TCTD.

_ Ngoài những điều kiện nêu trên, các điều kiện về cơ sở vật chất kỹ thuật cần thiết cho sự vận hành của hoạt động nghiệp vụ TTM cũng là những nội dung cần được quan tâm để đảm bảo cho nghiệp vụ TTM có thể vận hành và phát triển:

- Ngày nay công nghệ thông tin được ứng dụng rộng rãi trong mọi lĩnh vực, trở thành một trong những yếu tố quan trọng nhất của sự phát triển kinh tế_xã hội nói chung và là phương tiện không thể thiếu trong tiến trình hiện đại hoá hoạt động NH. Do vậy, nghiệp vụ TTM cũng tất yếu đòi hỏi phải được ứng dụng hiệu quả những công nghệ thông tin tiên tiến nhằm tạo ra một quy trình xử lý các thủ tục đấu thầu qua mạng máy tính có tính tự động hoá cao, đơn giản về thủ tục hành chính nhưng đồng thời

vấn đảm bảo an toàn, bảo mật thông tin và công bằng trong giao dịch. Những yêu cầu nghiệp vụ cụ thể của việc ứng dụng công nghệ thông tin trong nghiệp vụ TTM có thể kể đến:

- ✓ Tổ chức các nội dung gọi thầu, nộp hồ sơ, nhận đăng ký, xét thầu, thông báo kết quả đấu thầu trên cơ sở dữ liệu điện tử và thực hiện qua mạng máy tính.
- ✓ Đảm bảo bí mật thông tin trong giai đoạn chuẩn bị xét thầu.
- ✓ Thực hiện ứng dụng công nghệ thông tin trong xét thầu đảm bảo chính xác và công bằng.
- ✓ Tổ chức các thủ tục có liên quan như : ký quỹ, lập và ký hợp đồng, thanh toán, lưu ký chứng khoán...
- ✓ Yêu cầu về sự phù hợp về điều kiện trang thiết bị, trình độ quản lý , vận hành thiết bị của các thành viên.
- ✓ Các yêu cầu kết nối truyền thông đa dạng giữa thành viên và thị trường; các hình thức đa dạng để thuận lợi trong trao đổi thông tin giữa các thành viên lẫn nhau hay giữa các thành viên với thị trường ...

Với mục tiêu tiến tới một hệ thống giao dịch điện tử qua mạng, tự động hoá cao, an toàn và thuận tiện, quy trình kỹ thuật nghiệp vụ trên phần mềm TTM đã trải qua hai giai đoạn:

- Giai đoạn trước 12/2004: phần mềm TTM được triển khai theo mô hình phân tán, yêu cầu cao về trang thiết bị phần cứng và trình độ CNTT của các thành viên. Việc quản lý, vận hành cũng khá phức tạp, không thuận tiện cho các giao dịch cũng như khó quản lý thống nhất, dễ sai sót nhưng quy trình xử lý sai sót lại rất phức tạp.
- Từ 12/2004 đến nay: phần mềm nghiệp vụ TTM được triển khai theo mô hình tập trung, ứng dụng công nghệ Web tạo điều kiện thuận lợi cho công tác quản lý cũng như tham gia thị trường của các thành viên. Những

cải tiến về nâng cấp phần mềm và hạ tầng truyền thông đã giúp cho hoạt động TTM ngày càng kịp thời, hiệu quả và góp phần để nghiệp vụ này trở thành một công cụ CSTT quan trọng của NHNN

- Nghiệp vụ TTM cũng đòi hỏi một đội ngũ các chuyên gia phân tích, dự báo trên cơ sở thông hiểu các quan hệ kinh tế vĩ mô. Do vậy nhu cầu đào tạo, bồi dưỡng thường xuyên để hình thành các chuyên gia có đủ năng lực phục vụ cho các hoạt động của nghiệp vụ TTM cũng là điều kiện không kém phần quan trọng quy định mức độ hiệu quả của hoạt động nghiệp vụ can thiệp này.
- Để có được những giao dịch trên TTM thì vai trò của những người môi giới, những nhà tạo lập thị trường cũng rất quan trọng mà để hình thành những tầng đội ngũ này đòi hỏi những điều kiện, chuẩn mực nhất định và những điều kiện để họ có đủ tư cách hành nghề.

KẾT LUẬN CHƯƠNG II

Qua thực tế điều hành và hoạt động của nghiệp vụ TTM nhằm thực thi Chính sách tiền tệ của NHNN Việt Nam, chúng ta thấy được định hướng của cơ quan quản lý trong việc chuyển đổi phương thức sử dụng các công cụ thực thi CSTT từ trực tiếp sang sử dụng các công cụ gián tiếp là chủ yếu. Trong đó, nghiệp vụ TTM ngày càng trở thành một công cụ gián tiếp quan trọng, linh hoạt và hữu hiệu để thực thi CSTT của quốc gia trong từng thời kỳ. Đây là một nhận thức đúng và cũng là một yêu cầu cấp thiết xuất phát từ công cuộc đổi mới và hội nhập quốc tế của đất nước. Với những nhận thức này, nhiều điều kiện quan trọng, cơ bản để nghiệp vụ TTM có thể ra đời và hoạt động ổn định đã được tập trung xây dựng và thực hiện như : sự hoàn thiện về cơ bản của hành lang pháp lý cho sự vận hành trôi chảy của nghiệp vụ TTM, mức độ thị trường hoá các hoạt động huy động vốn , sự mở rộng và phát triển cả về quy mô và chất lượng dịch vụ cung ứng của hệ thống ngân hàng đã và đang tạo môi trường thuận lợi để nghiệp vụ TTM tại Việt Nam phát huy tác dụng, ngày một mở rộng quy mô và nâng cao hiệu quả. Trong những giai đoạn nhất định, nghiệp vụ TTM đã đem lại những kết quả thiết thực cho mục tiêu điều hành CSTT. Tuy nhiên để nghiệp vụ TTM thực sự phát huy tác dụng và dẫn truyền đầy đủ những tác động đó đến các mặt của đời sống kinh tế của đất nước, đòi hỏi phải tiếp tục nâng cao hiệu quả hoạt động của nghiệp vụ TTM trên cơ sở đáp ứng những yêu cầu về điều kiện cho sự phát triển và phát huy hiệu quả của hoạt động nghiệp vụ thị trường mở và khắc phục những hạn chế trong hoạt động nghiệp vụ TTM mà thực tế đang đặt ra . Cụ thể là giải quyết những vấn đề vẫn đang tồn tại bằng những giải pháp đồng bộ được kiến nghị sau đây.

**CHƯƠNG III: GIẢI PHÁP NÂNG CAO HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG
NGHIỆP VỤ THỊ TRƯỜNG MỞ TRONG ĐIỀU KIỆN HIỆN NAY.**

**3.1/ DỰ BÁO XU HƯỚNG PHÁT TRIỂN CỦA NGHIỆP VỤ THỊ TRƯỜNG
MỞ Ở VIỆT NAM TRONG ĐIỀU KIỆN NỀN KINH TẾ HỘI NHẬP:**

1. Tính thị trường của nền kinh tế ngày càng cao: Nền kinh tế đất nước đổi mới và vận hành theo cơ chế thị trường dưới sự quản lý của Nhà nước với mô hình phát triển nền kinh tế hàng hoá nhiều thành phần theo định hướng Xã hội chủ nghĩa. Với xu thế toàn cầu hoá và hội nhập kinh tế quốc tế, tính thị trường của nền kinh tế sẽ ngày càng thể hiện rõ nét là một tất yếu. Đặc biệt với việc nước ta trở thành thành viên chính thức của Tổ chức thương mại Thế giới (WTO), mức độ thị trường sẽ càng được thúc đẩy tăng nhanh bởi những cam kết mở cửa thị trường là rất lớn và toàn diện. Quá trình này đòi hỏi hoạt động quản lý kinh tế vĩ mô nói chung và của NHTW nói riêng phải tăng cường sử dụng các công cụ điều tiết có tính chất thị trường: phù hợp và khoa học, hạn chế thấp nhất những công cụ mang tính mệnh lệnh hành chính – và do vậy công cụ TTM sẽ trở thành công cụ ngày càng được sử dụng phổ biến, gần như là một trong những công cụ chủ yếu của NHTW trong thời gian tới.

2. Thị trường tài chính phát triển nhanh và ngày càng hoàn thiện: Trong đó sự phát triển của Thị trường chứng khoán sẽ tạo điều kiện vốn trong nền kinh tế chu chuyển nhanh và hiệu quả hơn. Quá trình này có tác động tạo sự truyền dẫn tốt cho công cụ nghiệp vụ TTM, theo 02 hướng:

+ Tạo điều kiện thúc đẩy hàng hoá trên thị trường phát triển phong phú , đa dạng cả về số lượng và chủng loại. Bên cạnh đó tạo điều kiện tăng tính thanh khoản của các loại trái phiếu chính phủ. Chính điều này kích thích các TCTD đa dạng hoá danh mục đầu tư vào các loại giấy tờ có giá và do đó phục vụ rất tốt cho hoạt động TTM, nhờ khả năng tham gia của các TCTD gia tăng.

+ Sự phát triển của Thị trường chứng khoán, không chỉ tạo điều kiện cho thị trường tiền tệ phát triển mà còn giảm bớt áp lực vốn trung dài hạn, đảm bảo hoạt động ngân hàng đúng với chức năng, bản chất hơn (chủ yếu là đáp ứng nhu cầu vốn ngắn hạn , thiếu hụt tạm thời tạm thời thiếu của khách hàng). Vì vậy hoạt động TTM sẽ phát huy tốt hơn nữa vai trò của mình, tác động nhanh hơn và hiệu ứng đối với thị trường tiền tệ rõ nét hơn mỗi khi NHTW sử dụng nghiệp vụ.

3. *Áp lực đối với công tác quản lý, điều hành CSTT nói chung và điều hành nghiệp vụ thị trường mở nói riêng sẽ ngày càng gia tăng.* Bên cạnh 02 dự đoán xu hướng phát triển có tác động tích cực đối với TTM như đã phân tích ở trên, cũng xuất hiện những khó khăn nhất định đối với hoạt động của thị trường này. Theo đó trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế, sự liên thông của thị trường tài chính trong nước và nước ngoài ngày càng cao, mỗi sự biến động của thị trường tài chính quốc tế chắc chắn sẽ có tác động ảnh hưởng đến thị trường trong nước, tùy theo mức độ tham gia, lĩnh vực quan hệ. Chính điều này đòi hỏi NHTW phải tăng cường các biện pháp hữu hiệu, hiệu quả và có tính phản ứng nhanh. Trên thực tế trong 9 tháng đầu năm 2007 khi lượng vốn đầu tư nước ngoài gián tiếp tăng trưởng cao, lượng ngoại tệ “ đổ ” vào nhiều, NHTW phải can thiệp bằng việc mua Dolla vào đồng thời “hút “ tiền đồng về. Quá trình này đã thể hiện rất rõ sự cần thiết mở rộng thị trường, tăng cường hoạt động TTM cũng như kết hợp hài hoà các công cụ để giữ ổn định các chỉ số vĩ mô về lạm phát; về ổn định tiền tệ...mà nghiệp vụ TTM thể hiện rõ là công cụ hữu hiệu và sẽ được sử dụng phổ biến hơn rất nhiều so với những năm trước đây.

3.2/ PHƯƠNG HƯỚNG CỦA NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC VIỆT NAM VÀ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VIỆT NAM TRONG GIAI ĐOẠN HỘI NHẬP:

3.2.1_ Phương hướng của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam:

Để thực hiện chức năng nhiệm vụ của mình, NHNN VN đã vận dụng các công cụ CSTT như: công cụ tái cấp vốn, lãi suất, dự trữ bắt buộc, tỷ giá hối đoái... Trong đó các công cụ gián tiếp ngày càng có vai trò quan trọng trong việc thực thi CSTT của NHNN VN. Là một định chế trọng yếu của nền kinh tế và hệ thống tài chính Việt Nam, NHNN VN cần tiến hành tái cơ cấu mọi hoạt động của mình _ trong đó có việc sử dụng hiệu quả các công cụ để thực thi CSTT_ nhằm có đủ năng lực cần thiết để đối mặt với hàng loạt thách thức mà nền kinh tế và hệ thống tài chính Việt Nam hiện và sẽ tiếp tục phải đọ sức.

Nếu hoạt động tái cơ cấu NHNN không được tiến hành hiệu quả, kịp thời, các hoạt động CSTT không đáp ứng được yêu cầu trong một môi trường cạnh tranh và thay đổi nhanh chóng thì không thể thực hiện được vai trò dẫn dắt nền kinh tế hướng đến sự ổn định giá cả và đất nước sẽ phải đối mặt với nguy cơ khủng hoảng kinh tế _ NH tương tự như những cuộc khủng hoảng đã diễn ra trong thập niên 90 tại một số nước thuộc Nam Mỹ, Đông Âu và Châu Á.

Việt Nam đang trong quá trình đổi mới về kinh tế, tiến hành những công cuộc cải tổ đất nước, hội nhập để phát triển. Từ ngày 7/11/2006, Việt Nam chính thức trở thành thành viên của tổ chức thương mại thế giới WTO là cột mốc quan trọng trong tiến trình hội nhập kinh tế thế giới của đất nước. Trong thời kỳ chuẩn bị các nội dung văn kiện về lĩnh vực dịch vụ ngân hàng trong nhóm các tiêu chí cam kết dịch vụ của văn kiện đàm phán để Việt Nam gia nhập WTO, ngành ngân hàng cũng đã xây dựng kế hoạch và lộ trình hội nhập kinh tế quốc tế trong lĩnh vực NH (ban hành kèm Quyết định số 663/2003/QĐ-NHNN ngày 26/6/2003). Để thúc đẩy phát triển kinh tế, triển khai thực hiện các cam kết WTO, Chính phủ đã ban hành Nghị quyết số 16/2007/NQ-CP ngày 27/2/2007 là Chương trình hành động thực hiện Nghị quyết Hội nghị lần thứ 4 Ban Chấp hành Trung ương Đảng khoá X về một số chủ trương, chính sách lớn để nền kinh tế phát triển nhanh và bền vững khi Việt Nam là thành viên WTO.

Trên cơ sở Chương trình hành động này, NHNN VN cũng tiếp tục xây dựng Chương trình hành động của Ngành NH để thực hiện các cam kết WTO và đã xây dựng trình Chính phủ ký Quyết định số 112/2006/QĐ-TTg ngày 24/5/2006 phê duyệt “Đề án phát triển ngành NH Việt Nam đến năm 2010 và định hướng đến năm 2020”.

Với đề án này, NHNN Việt Nam được phát triển theo định hướng: “đổi mới tổ chức và hoạt động để hình thành bộ máy tổ chức tinh gọn, chuyên nghiệp, có đủ nguồn lực, năng lực xây dựng và thực thi CSTT theo nguyên tắc thị trường dựa trên cơ sở công nghệ tiên tiến, thực hiện các thông lệ, chuẩn mực quốc tế về hoạt động NHTW, hội nhập với cộng đồng tài chính quốc tế, thực hiện có hiệu quả chức năng quản lý nhà nước trên lĩnh vực tiền tệ và hoạt động ngân hàng, đồng thời tạo nền tảng đến sau năm 2010 phát triển NHNN trở thành NHTW hiện đại, đạt trình độ tiên tiến của các NHTW trong khu vực Châu Á.

Xây dựng và thực thi có hiệu quả CSTT nhằm ổn định giá trị đồng tiền, kiểm soát lạm phát, góp phần ổn định kinh tế vĩ mô, tăng trưởng kinh tế và thực hiện thắng lợi công cuộc công nghiệp hoá, hiện đại hoá đất nước. Điều hành tiền tệ, lãi suất và tỷ giá hối đoái theo cơ chế thị trường thông qua sử dụng linh hoạt, có hiệu quả các công cụ CSTT gián tiếp. Ứng dụng công nghệ thông tin, mở rộng nhanh các hình thức thanh toán không dùng tiền mặt và thanh toán qua ngân hàng. Nâng dần và tiến tới thực hiện đầy đủ tính chuyển đổi của đồng tiền Việt Nam. CSTT tạo điều kiện huy động và phân bổ có hiệu quả các nguồn lực tài chính. Kết hợp chặt chẽ CSTT với chính sách tài khoá để định hướng và khuyến khích công chúng tiết kiệm, đầu tư và phát triển sản xuất kinh doanh...” (13)

3.2.2._ CSTT Việt Nam trong giai đoạn hội nhập:

Việt Nam đang theo đuổi chính sách phát triển kinh tế theo cơ chế thị trường với định hướng Xã hội chủ nghĩa, hội nhập dần với khu vực và quốc tế. Với mục tiêu này, việc chịu những ảnh hưởng chu kỳ do tác động của các lực lượng thị trường trong và ngoài nước là hiện tượng tất yếu. Do vậy, để giảm các biến động chu kỳ trong ngắn hạn, tạo được sự phát triển, ổn định trong dài hạn các chính sách kinh tế vĩ mô_ đặc biệt là CSTT phải đảm bảo được yêu cầu chủ động, linh hoạt, nhạy bén. Yêu cầu này được cụ thể hoá trong chiến lược CSTT trong đề án tổng thể phát triển ngành NH Việt Nam cụ thể như sau:

Ngân hàng Nhà Nước Việt Nam sẽ điều hành CSTT “theo nguyên tắc thận trọng, linh hoạt và hiệu quả trên nền tảng các công cụ CSTT hiện đại và công nghệ tiến tiến. Mục tiêu bao trùm của CSTT trong giai đoạn này là ổn định giá trị đồng tiền, kiểm soát lạm phát, bảo đảm an toàn hệ thống NH và góp phần tạo môi trường thuận lợi cho tăng trưởng kinh tế.

Xây dựng và thực thi CSTT theo nguyên tắc thị trường. Nâng cao năng lực của NHNN trong điều hành tiền tệ, lãi suất và tỷ giá hối đoái thông qua việc đổi mới, hoàn thiện các công cụ CSTT, cơ chế điều hành tỷ giá hối đoái và lãi suất đồng bộ với việc phát triển thị trường tiền tệ phù hợp thông lệ quốc tế và điều kiện thực tiễn Việt Nam. Tăng cường sự phối hợp đồng bộ giữa các công cụ của CSTT và giữa việc điều hành CSTT với các chính sách kinh tế vĩ mô khác. Ngân hàng Nhà Nước Việt Nam cần kiểm soát về cơ bản toàn bộ khối lượng tiền và các luồng tiền trong nền kinh tế.

Thực hiện điều hành CSTT dựa trên cơ sở điều tiết khối lượng tiền; đồng thời xây dựng các điều kiện cần thiết để chuyển dần sang thực hiện điều hành CSTT trên cơ sở điều tiết lãi suất. Tạo lập các điều kiện cần thiết để sau năm 2010 Ngân hàng Nhà Nước Việt Nam chuyển sang điều hành CSTT theo cơ chế lạm phát mục tiêu.” (13)

Nhằm tạo cơ sở cho việc thực hiện định hướng đổi mới điều hành CSTT trên đây, định hướng phát triển một thị trường tiền tệ an toàn, đồng bộ và mang tính cạnh tranh cao cũng đã được đặt ra. Để thực hiện được mục tiêu chiến lược này, việc củng cố, phát triển thị trường liên NH với cơ chế hoạt động thông thoáng, đồng thời tăng cường vai trò của Ngân hàng Nhà Nước Việt Nam trong giám sát, điều hành hoạt động thị trường. Phát triển thị trường đấu thầu trái phiếu, tín phiếu kho bạc và TTM. Đẩy mạnh hoạt động đại lý phát hành chứng khoán của Chính phủ. Tăng số lượng và chủng loại chứng khoán có độ an toàn và tính thanh khoản cao được phép giao dịch trên TTM; đồng thời nới lỏng các hạn chế tiếp cận thị trường đối với các TCTD. Tăng cường sự liên kết hoạt động và quản lý, điều hành giữa các thị trường tiền tệ bộ phận; giữa thị trường tiền tệ và thị trường chứng khoán. Hạn chế can thiệp hành chính vào hoạt động của thị trường tiền tệ. Thực hiện định hướng này, biện pháp cụ thể nhằm phát triển thị trường tiền tệ đã được đặt ra gồm:

- Tiếp tục hoàn thiện các chính sách, quy định về tổ chức, hoạt động và quản lý, điều hành thị trường tiền tệ theo hướng mở rộng quyền tiếp cận thị trường và khả năng phát hành các công cụ tài chính có mức độ rủi ro thấp. Trong đó khuyến khích một số NHTM lớn có đủ điều kiện và năng lực trở thành thành viên chủ đạo, có vai trò kiến tạo trên các thị trường tiền tệ, đặc biệt là thị trường tiền tệ phái sinh;
- Đa dạng hoá đối tượng tham gia, các công cụ và phương thức giao dịch trên thị trường tiền tệ, đặc biệt là các sản phẩm phái sinh, công cụ phòng ngừa rủi ro. Tạo điều kiện cho các TCTD phát hành các GTCG có độ an toàn cao, bao gồm cả các loại trái phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán.

Biện pháp cụ thể để tăng cường năng lực xây dựng, thực thi CSTT theo mục tiêu chiến lược nêu trên được đề ra cho NHNN là tiếp tục hoàn thiện cơ

chế điều hành các công cụ CSTT, đặc biệt là các công cụ gián tiếp mà vai trò chủ đạo là nghiệp vụ TTM. Gắn kết chặt chẽ điều hành tỷ giá hối đoái với điều hành lãi suất; điều hành nội tệ với điều hành ngoại tệ. Đổi mới cơ chế điều hành lãi suất và tỷ giá hối đoái theo nguyên tắc thị trường. Xác định rõ trách nhiệm của NHNN trong việc điều hành CSTT, lấy kiểm soát lạm phát làm chức năng chính, đảm bảo tính công khai, minh bạch trong điều hành CSTT.

3.3. MỘT SỐ GIẢI PHÁP CỤ THỂ:

Với những mục tiêu định hướng trên đây trong bức tranh tổng thể phát triển ngành NH Việt Nam nói chung và NHNN Việt Nam nói riêng, với những bước đi thích hợp cho CSTT Việt Nam trong giai đoạn hội nhập; nếu thực hiện thành công chắc chắn sẽ tạo được những tiền đề cho sự phát triển và ngày càng nâng cao hiệu quả của hoạt động nghiệp vụ TTM, giúp cho hoạt động của công cụ này cũng sẽ ngày càng đáp ứng được đòi hỏi của nền kinh tế trong giai đoạn mở cửa hội nhập hiện nay. Trên cơ sở những định hướng đã nêu và xuất phát từ những vấn đề tồn tại mà thực tiễn đang đặt ra, đề tài xin được nêu lên một số giải pháp cụ thể để góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động nghiệp vụ TTM trong điều kiện hiện nay như sau:

3.3.1. Nhóm giải pháp phát triển thị trường.

3.3.1.1_ Các giải pháp để tăng cường quản lý vốn khả dụng và dự báo vốn khả dụng của NHNN :

-Tổ chức tốt việc thu thập thông tin liên quan đến vốn khả dụng của từng TCTD và của cả hệ thống; phân tích và dự báo một cách khoa học những thay đổi mức vốn khả dụng, xác định mức vốn khả dụng cần duy trì của các TCTD trong từng thời kỳ. Dự báo diễn biến tiền tệ trên cơ sở phân tích các nguyên nhân tác động đến tình hình tiền tệ để đưa ra các biện pháp điều hành CSTT phù hợp mục tiêu từng thời kỳ.

-Nâng cao chất lượng dự báo và điều hành thị trường trên cơ sở cải tiến chế độ thu thập, xử lý, cung cấp thông tin trong và ngoài ngành (sự phối hợp chặt chẽ của các đơn vị NHNN , các TCTD, các bộ, ngành liên quan). Tiếp tục hoàn thiện hệ thống thông tin, nhất là thông tin về thị trường liên ngân hàng để phục vụ cho công tác dự báo. NHNN cần tiến tới nắm bắt được tức thời các giao dịch trên thị trường liên NH, bao gồm cả khối lượng, lãi suất liên quan đến giao dịch cho vay và đi vay hoặc mua bán GTCG giữa các thành viên với nhau.

-Hoàn thiện công tác hiện đại hoá hệ thống thanh toán NH,mở rộng phạm vi áp dụng hiện đại hoá hệ thống thanh toán điện tử liên NH nhằm tạo điều kiện cho các TCTD tăng cường khả năng điều chuyển vốn trong hệ thống, quản lý và theo dõi vốn tập trung, đảm bảo việc điều chuyển vốn linh hoạt trong từng hệ thống NH và giữa các hệ thống NH sao cho tất cả NH có cân đối vốn hàng ngày và NHNN có thể nắm bắt chính xác cân đối này trên toàn hệ thống.

- Tăng cường công tác đào tạo, nâng cao trình độ cán bộ làm công tác dự báo vốn cũng như trong việc thực hiện quy trình giao dịch nghiệp vụ TTM , bao gồm cả cán bộ của NHNN lẫn các TCTD.

3.3.1.2_Các giải pháp cải tiến công tác điều hành nghiệp vụ TTM

- Cần tiếp tục tăng dần số phiên giao dịch, tiến tới thực hiện các phiên giao dịch hàng ngày. Một cơ chế cho những phiên giao dịch đột xuất với khối lượng giao dịch lớn và các kỳ hạn giao dịch đa dạng cũng rất cần thiết, tạo điều kiện để các TCTD tăng khả năng lựa chọn, đặt thầu phù hợp nhu cầu điều tiết vốn khả dụng của mình. Điều này sẽ góp phần quan trọng cho việc tăng cường hiệu quả điều tiết của nghiệp vụ TTM _ nhất là ở những giai đoạn mà yêu cầu điều tiết tiền tệ của nền kinh tế có những diễn biến bất thường.

- Tiếp tục đa dạng hoá hơn nữa các kỳ hạn giao dịch, nghiên cứu áp dụng nhiều kỳ hạn giao dịch trong một phiên để tăng cường khả năng tham gia thị trường của các thành viên. Thực hiện cố định phiên chào mua, chào bán hàng

tuần trong đó có cả phiên chào mua, phiên chào bán, tránh tình trạng để thị trường chủ yếu chỉ có một hình thức _ chào mua như hiện nay . Mục tiêu là nhằm phát tín hiệu Ngân hàng Nhà Nước Việt Nam sẵn sàng hỗ trợ vốn đảm bảo khả năng thanh toán khi các TCTD thực sự khó khăn thanh khoản, khuyến khích các TCTD tích cực đầu tư vào GCTG để tham gia nghiệp vụ TTM và hạn chế dự trữ sơ cấp.

- Tiến tới loại bỏ lãi suất chỉ đạo trong điều hành nghiệp vụ TTM để nâng cao tính thị trường. Từng bước hình thành lãi suất để định hướng lãi suất thị trường theo mục tiêu điều hành CSTT thông qua nghiệp vụ TTM. Tiếp tục triển khai đề án đổi mới điều hành lãi suất của NHNN Việt Nam để lãi suất định hướng của NHNN thực sự trở thành cơ sở được các TCTD ưu tiên lựa chọn tham khảo khi xác định lãi suất trong tham gia các nghiệp vụ thị trường tiền tệ.

- Cải tiến để phương thức giao dịch của nghiệp vụ TTM thực sự linh hoạt và phù hợp với sự phát triển của thị trường ở từng thời kỳ.

- Hoàn thiện hơn nữa các quy định về nghiệp vụ TTM, cải tiến quy trình kỹ thuật, chương trình phần mềm, đơn giản thủ tục để tạo thuận lợi cho các thành viên tham gia và thu hút thêm những thành viên mới.

3.3.1.3_ Các giải pháp nhằm phát triển công cụ và tăng cường thành viên tham gia nghiệp vụ TTM:

- Cần có cơ chế giúp NHNN nắm được một khối lượng tín phiếu kho bạc đủ lớn để làm công cụ điều tiết thị trường khi cần thiết. Trước mắt có thể để NHNN tham gia mua các khối lượng tín phiếu kho bạc mà các TCTD chưa mua hết khi tham gia đấu thầu, với điều kiện việc tham gia này không làm ảnh hưởng đến hoạt động đấu thầu tín phiếu kho bạc của các TCTD.

- NHNN nghiên cứu để chủ động tăng khối lượng, chủng loại hàng hoá cho thị trường bằng việc phát hành tín phiếu NHNN.

- Tăng cường hoạt động cung cấp, trao đổi thông tin có liên quan đến nghiệp vụ TTM và định hướng thực hiện mục tiêu CSTT của NHNN Việt Nam; giúp cho các thành viên của thị trường có đủ thông tin để đưa ra các quyết định giao dịch trên thị trường công bằng và minh bạch. Không chỉ vậy, hoạt động tuyên truyền, phổ biến, cung cấp thông tin về hoạt động của nghiệp vụ TTM còn cần được đẩy mạnh cả ở những đối tượng ngoài thành viên của thị trường nhằm

thu hút ngày càng nhiều thành viên tham gia và giúp cho hoạt động của nghiệp vụ TTM ngày càng sôi động.

- Xem xét việc cho phép một số doanh nghiệp lớn có đủ uy tín như: các công ty Bảo hiểm, tiết kiệm bưu điện... tham gia nghiệp vụ TTM và nghiên cứu để ứng dụng việc hình thành các nhà tạo lập thị trường, các nhà môi giới... nhằm thúc đẩy hoạt động của thị trường ngày càng mạnh mẽ, sôi động.

3.3.2. Nhóm giải pháp tăng hiệu quả tác động của nghiệp vụ thị trường mở:

- Các giải pháp nhằm phát triển bền vững và đồng bộ thị trường tiền tệ, thị trường trái phiếu, tín phiếu, thị trường vốn cũng sẽ góp phần không nhỏ trong việc nâng cao hiệu quả tác động của hoạt động nghiệp vụ TTM thông qua việc tăng cường hiệu quả dẫn truyền ảnh hưởng hoạt động của thị trường này đến các biến số của nền kinh tế.

-Nghiệp vụ TTM có mục tiêu chủ yếu được xác định là điều tiết một cách linh hoạt vốn khả dụng của toàn hệ thống. Điều này cũng có nghĩa là NHNN chỉ bơm vốn hoặc rút bớt vốn trong trường hợp toàn hệ thống bị thiếu hụt hoặc dư thừa vốn khả dụng. Từ mục tiêu cơ sở này, các nghiệp vụ can thiệp vào nguồn vốn toàn hệ thống của NHNN như : cơ chế cho vay chiết khấu, tái chiết khấu, tái cấp vốn... và ngay cả nghiệp vụ TTM phải tạo được động lực để các TCTD phải tăng cường các biện pháp huy động vốn từ nền kinh tế và dân cư,

kiểm soát chặt chẽ tín dụng cũng như chủ động khai thác tối đa nguồn vốn trên thị trường liên NH trước khi tiếp cận các nguồn vốn từ NHNN .

- Công cụ nghiệp vụ TTM phải được tăng cường sử dụng một cách hiệu quả trong sự phối hợp với các công cụ CSTT khác theo định hướng các công cụ khác sẽ đóng vai trò ngày càng kém quan trọng hơn, trong đó phải thật sự hạn chế đối với cửa sổ cho vay chiết khấu của NHNN.

3.3.3. Nhóm giải pháp công nghệ

- Tiếp tục rà soát, hoàn thiện quy trình lưu ký GTCG qua mạng, các thủ tục quy trình giao dịch qua mạng, thực hiện việc nâng cấp đường truyền, tạo thuận lợi cho các thành viên tham gia thị trường được nhanh chóng và thông suốt, đáp ứng yêu cầu khi nghiệp vụ TTM ngày càng phát triển và mở rộng.

-Xây dựng hệ thống cơ sở dữ liệu thông tin về hoạt động nghiệp vụ TTM nói riêng và thị trường tiền tệ nói chung, tạo thuận lợi cho nắm bắt diễn biến thị trường của NHNN cũng như các thành viên tham gia nghiệp vụ TTM.

-Xây dựng phần mềm quản lý lưu ký GTCG được kết nối giữa NHNN với các Trung tâm lưu ký chứng khoán thuộc Ủy ban chứng khoán Nhà nước.

- Có sự kết nối hệ thống lưu ký GTCG, hệ thống kế toán, thanh toán... nhằm thống nhất việc theo dõi, quản lý GTCG từ khi phát hành, luân chuyển giữa các TCTD... đến khi thanh quyết toán, sử dụng trong các giao dịch trên thị trường tiền tệ, thị trường liên NH và thị trường chứng khoán...

-Tạo sự tích hợp giữa phần mềm lưu ký GTCG với phần mềm đấu thầu tín phiếu kho bạc, tạo điều kiện thuận lợi cho việc quản lý GTCG, thao tác nghiệp vụ và luân chuyển thông tin giữa thị trường sơ cấp và thứ cấp tín phiếu kho bạc.

- Mở rộng hệ thống công nghệ thông tin của nghiệp vụ TTM để hệ thống này không chỉ thực hiện, xử lý các thủ tục giao dịch GTCG mà chương trình và

các cơ sở dữ liệu được phát triển để trở thành cổng thông tin của thị trường tiền tệ như: thông tin về nhu cầu vốn khả dụng, nhu cầu mua bán GTCG của các TCTD, thông tin về khối lượng GTCG đang được nắm giữ tại các TCTD và NHNN...

- Tăng cường đảm bảo an ninh mạng, đảm bảo cho hệ thống mạng giao dịch nghiệp vụ TTM hoạt động an toàn, thông suốt cả khi nghiệp vụ tiếp tục được tăng cường và mở rộng; đảm bảo phát hiện và xử lý kịp thời các truy cập, can thiệp trái phép vào hệ thống.

3.4. MỘT SỐ KIẾN NGHỊ:

3.4.1. Đối với Chính phủ:

- Cần tăng cường biện pháp phối hợp giữa Bộ tài chính và Ngân hàng Nhà Nước Việt Nam trong việc cung cấp thông tin về tình hình huy động, sử dụng vốn của Kho bạc nhà nước và các tổ chức tài chính Nhà nước như : NH phát triển, Bảo hiểm giúp cho công tác dự báo và điều hành CSTT của NHNN ngày càng chính xác và hiệu quả hơn.

- Cần có cơ chế phối hợp giữa Bộ tài chính và NHNN trong định hướng lãi suất phát hành tín phiếu, trái phiếu Chính phủ theo nguyên tắc thị trường và trong việc định kỳ hạn của những chứng từ có giá này nhằm ngày càng đa dạng hoá kỳ hạn trái phiếu kho bạc hình thành đường cong lãi suất chuẩn làm cơ sở cho các loại lãi suất trên thị trường tiền tệ; đồng thời cũng góp phần đa dạng hoá chủng loại hàng hoá , tạo điều kiện thuận lợi để các TCTD ngoài NHTM Nhà nước có thể tham gia giao dịch trên TTM.

3.4.2. Đối với Ngân hàng Nhà nước

3.4.2.1. Một số kiến nghị về công nghệ và phần mềm ứng dụng:

Có thể nói nét kết quả nổi bật, gắn với quá trình đổi mới và ứng dụng công nghệ thông tin trong hoạt động nghiệp vụ TTM là quá trình tổ chức và thực hiện giao dịch mua bán qua mạng, với việc tham gia trực tuyến của các TCTD

thành viên trong mỗi phiên đấu thầu. Đây là bước phát triển đột phá của TTM như đã phân tích ở phần trên. Tuy nhiên do ứng dụng công nghệ đạt hiệu quả cao là một quá trình, bởi sự phù hợp với nhu cầu, yêu cầu thực tế của công nghệ luôn có một khoảng cách. Đặc biệt là phần mềm ứng dụng về nghiệp vụ này. Do vậy một số kiến nghị với NHTW tiếp tục hoàn chỉnh chương trình phần mềm về TTM, đảm bảo thực hiện các giải pháp nêu ra trong nhóm giải pháp về công nghệ như đã trình bày ở trên. Trong đó sớm đưa chương trình phần mềm mới vào sử dụng để khắc phục những hạn chế hiện nay về lưu ký; về thanh toán; về thực hiện hợp đồng....

3.4.2.2. Một số kiến nghị khác có liên quan:

+ Mặc dù các thủ tục giao dịch nghiệp vụ TTM đã được cải tiến và cải thiện nhiều nhờ giao dịch qua mạng nhưng các hồ sơ giao dịch chủ yếu như : bản đăng ký mua/ bán, hợp đồng, phụ lục hợp đồng giao dịch GTCG... tuy đã thực hiện bằng chữ ký điện tử nhưng thủ tục vẫn yêu cầu phải ký bằng văn bản, đóng dấu và Fax gửi NHNN. Vì vậy kiến nghị NHNN xem xét có thể bỏ thủ tục này nhằm đơn giản hoá thủ tục và tiết giảm chi phí giao dịch cho các TCTD thành viên.

+ Thời gian để rút được GTCG ra khỏi NHNN phải chờ đợi lâu (khoảng 5-7 ngày, nếu rơi vào thứ 7, Chủ nhật), do công văn của NHNN được gửi đến Trung tâm giao dịch chứng khoán bằng đường thư thường. Trong khi Trung tâm giao dịch chứng khoán chờ bản gốc của NHNN gửi tới mới hoàn tất thủ tục báo Có cho khách hàng của mình. Vì vậy kiến nghị NHNN phối hợp với Trung tâm giao dịch chứng khoán để rút ngắn thời gian của thủ tục này.

Kết luận chương III

Trên cơ sở việc phân tích, đánh giá thực trạng hoạt động thị trường mở Việt Nam: những kết quả đạt được; tồn tại hạn chế và nguyên nhân. Cùng với việc nhận định hiệu quả thị trường, các yếu tố để thị trường phát triển trong xu hướng phát triển thời gian tới của nền kinh tế hội nhập. Chương III của đề tài đã đưa ra các nhóm giải pháp về: quản lý vốn khả dụng và dự báo vốn khả dụng làm cơ sở để điều hành thị trường; nhóm giải pháp về điều hành và mở rộng thành viên thị trường; nhóm giải pháp về công nghệ với khả năng phù hợp và thực thi nhất. Trên cơ sở đó đề tài cũng đưa ra những đề xuất với các cơ quan chức năng liên quan để thực hiện tốt các giải pháp đã đề ra.

KẾT LUẬN

Nghiệp vụ TTM là một công cụ điều hành chính sách tiền tệ gián tiếp, linh hoạt và hiệu quả. Ở nhiều quốc gia trên thế giới, nghiệp vụ TTM có ý nghĩa rất quan trọng và được sử dụng rất thành công trong hoạt động điều tiết lượng tiền cung ứng, ổn định giá trị đồng tiền, ổn định nền kinh tế vĩ mô của cơ quan quản lý nhà nước mà đại diện là NHTW. Việt Nam, đang trong quá trình hội nhập quốc tế với mức độ cạnh tranh ngày càng mạnh mẽ, việc ứng dụng và sử dụng hiệu quả một công cụ chính sách tiền tệ phù hợp với yêu cầu hoàn thiện và nâng hiệu quả điều hành chính sách tiền tệ là rất cần thiết _ nhất là trong bối cảnh nền kinh tế nước ta luôn phải đối mặt với mâu thuẫn rất lớn giữa yêu cầu tăng trưởng kinh tế và nguy cơ lạm phát.

Đề tài đã góp phần khái quát một số cơ sở lý luận về nghiệp vụ TTM, những cơ chế tác động, lan truyền hiệu quả và sơ lược một số kinh nghiệm hoạt động nghiệp vụ TTM một số nước trên thế giới làm cơ sở cho việc nghiên cứu hoạt động nghiệp vụ TTM ở Việt Nam.

Đề tài cũng đánh giá khái quát những bước phát triển và những mặt hạn chế của nghiệp vụ TTM ở Việt Nam sau 7 năm hoạt động. Trong đó, những hạn chế trong hoạt động và hiệu quả của thị trường đã được nhìn nhận ở 3 nhóm nguyên nhân chính để từ đó đề xuất những giải pháp cụ thể nhằm phát triển nghiệp vụ TTM và tăng cường hiệu quả hoạt động của thị trường trên cơ sở những định hướng phát triển của NHNN Việt Nam, chính sách tiền tệ Việt Nam và dự báo xu hướng phát triển của nghiệp vụ thị trường mở ở Việt Nam trong giai đoạn hội nhập.

Trong quá trình nghiên cứu, đề tài chắc chắn không tránh khỏi những thiếu sót nhất định, rất mong nhận được những ý kiến đóng góp, bổ sung chân tình và quý báu của quý thầy cô và những người có quan tâm để luận văn được hoàn chỉnh hơn.

Trân trọng cảm ơn !

TÀI LIỆU THAM KHẢO

TÀI LIỆU TIẾNG VIỆT

(1) Ts. Nguyễn Ngọc Bảo , “*Điều hành chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước trong bối cảnh phát triển thị trường chứng khoán*”, Tạp chí ngân hàng số 6/2007, trang 15_21.

(2)Trần Trọng Độ (2004), “*Thị trường mở từ lý luận đến thực tiễn*”, nxb Công an nhân dân, Hà Nội.

(3) Lâm Thị Hồng Hoa (2006), “*Phương hướng phát triển hệ thống ngân hàng Việt Nam trong tiến trình hội nhập kinh tế quốc tế*”, Luận án tiến sĩ.

(4) Hoàng Kim (2001), “ *Tiền tệ ngân hàng Thị trường Tài chính*” _ NXB Tài chính _ Hà Nội, trang 255.

(5) Luật Ngân hàng Nhà nước

(6) GS-TS.Dương Thị Bình Minh-TS.Sử Đình Thành , “ *Lý thuyết tài chính tiền tệ*”, NXB Thống kê, trang 249.

(7) GS.TS Lê văn Tư – Lê Tùng Vân – Lê Minh Hải, (2001) “ *Tiền tệ, Ngân hàng, Thị trường tài chính* ”, Nxb, Thống kê, trang 237.

(8) TS.Lê Hoàng Nga, Ths. Tô Kim Ngọc, TS. Nguyễn Thị Mùi, Nguyễn Thị Kim Thanh, Nguyễn Thị Thu Hà (04/2000), “*Vận dụng nghiệp vụ Thị trường mở để thực hiện Chính sách tiền tệ ở Việt Nam*”, Đề tài khoa học cấp Ngành, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, Hà nội.

(9) Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (01/2002) , “*Tìm hiểu nghiệp vụ thị trường mở*” _ Hà nội.

TÀI LIỆU DỊCH

(10) N.Gregory Mankiw (GS. Vũ Đình Bách dịch), “*Kinh tế vĩ mô*”,nxb Thống kê và Trường đại học Kinh tế Quốc dân .

(11) Frederic S.Mishkin (Nguyễn Quang Cư và PTS Nguyễn Đức Dịch) (1999), “*Tiền tệ ngân hàng và thị trường tài chính*” dịch từ nguyên bản “*The Economics of money, Banking, and Financial Markets*”, NXB khoa học và kỹ thuật, Hà Nội.

CÁC VĂN BẢN, CHẾ ĐỘ, BÁO CÁO

(12) Cài website tham khảo:

- Website Tổng cục thống kê : <http://www.gso.gov.vn>.
- Website Ngân hàng nhà nước Việt Nam: <http://www.sbv.gov.vn>

Bài báo , văn bản :

(13) Chính phủ (2006) , “*Đề án phát triển ngành Ngân hàng Việt Nam đến năm 2010 và định hướng đến năm 2020*” _ Ban hành kèm theo Quyết định 112/2006/QĐ-TTg ngày 24/5/2006 của Thủ Tướng Chính phủ.

(14) Luật Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (sửa đổi, bổ sung năm 2003), điều 9, chương I.

(15) Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, “*Bài báo thông niên*” từ năm 2000-2006, Hà Nội.

(16) Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (01/2005), “*Báo cáo tổng kết hoạt động nghiệp vụ thị trường mở năm 2004*”, Hà Nội.

(17) Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (07/2005), “*Báo cáo tổng kết 5 năm hoạt động nghiệp vụ thị trường mở*”, Hà Nội.

(18) Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (03/2007), “*Báo cáo hoạt động nghiệp vụ thị trường mở năm 2006*”, Hà Nội.