Cũng như trước đây, tín dụng ngoại tệ vẫn tập trung vào USD, euro, yên Nhật, và có xu hướng tăng cao. Trong đó, dư nợ cho vay USD phi ngân hàng bên ngoài nước Mỹ tiếp tục chiếm tỷ trọng áp đảo và tăng 8% lên 11,4 nghìn tỷ USD, dư nợ cho vay euro phi ngân hàng bên ngoài khu vực đồng euro tăng 10% lên 3 nghìn tỷ euro. Tương tự, dư nợ cho vay yên Nhật phi ngân hàng bên ngoài Nhật Bản tăng 6% lên 44 nghìn tỷ yên, một mức tăng khá cao sau khi giảm thấp vào năm 2016.

Do USD mất giá mạnh, tín dụng USD phi ngân hàng tại EMEs đã tăng trên ba lần so với kết quả tăng 3% trong năm 2016 lên 10% vào cuối năm 2017, chủ yếu nhờ tăng cường phát hành trái phiếu nợ quốc tế, với tốc độ tăng chưa có tiền lệ tới 22% trong sáu tháng cuối năm 2017. Sau khi giảm thấp vào năm 2016, dòng tín dụng USD tới các EME tăng 2% trong sáu tháng cuối năm 2017, đưa tổng dư nợ trong năm 2017 tại nhóm quốc gia này lên con số 2,1 nghìn tỷ USD, chiếm tỷ trọng chi phối trong 3,7 nghìn tỷ USD tổng dư nợ ngoại tệ toàn cầu.

Theo kết quả nghiên cứu, khảo sát của các chuyên gia và được BIS công bố vào ngày 09/5/2018, nguyên nhân của xu hướng mở rộng tín dụng ngoại tệ bắt nguồn từ thực tế là, chính sách tiền tệ nới lỏng không có tiền lệ đã khuyến khích các ngân hàng nới lỏng điều kiện vay vốn để mở rộng tín dụng, phóng đại tác động ban đầu của chính sách nới lỏng tiền tệ đối với thị trường tín dụng trong và ngoài nước. Tuy nhiên, chính sách tiền tệ không có tiền lệ này có nguy cơ sẽ cản trở tăng trưởng kinh tế trong tương lai, nhu cầu tín dụng vì thế sẽ suy giảm mạnh, xói mòn hiệu quả kinh tế của các giải pháp chính sách.

Sau thời gian nới lỏng tiền tệ tới một thập kỷ, các ngân hàng trung ương (NHTW) trên thế giới đang chật vật trong việc đưa chính sách tiền tệ trở lại trạng thái bình thường. Việc kéo dài một cách không bình thường các giải pháp nới lỏng tiền tệ đã mang lại kết quả là, kinh tế toàn cầu phục hồi với tốc độ tăng trưởng cao và tương đối đồng đều giữa các quốc gia và khu vực, nhưng cũng làm nảy sinh một số nghi ngờ về chiến lược chính sách tiền tệ nới lỏng này. Các nhà tạo lập chính sách ngày càng lo ngại khi cho rằng, việc kéo dài chính sách nới lỏng tiền tệ có khả năng sẽ phản tác dụng, nhất là khi đối chiếu với cơ chế truyền tải tiền tệ trong quá khứ.

# Trước khủng hoảng tài chính toàn cầu, cơ chế truyền tải tiền tệ mang tính nhất quán giữa các NHTW trên thế giới. Trong đó, các mức lãi suất chính sách đã thay thế động lực tiêu dùng, đầu tư và việc làm, nhưng các nước đã xác định được lạm phát và kinh tế thực, tính nhất quán này đã góp phần ổn định tăng trưởng kinh tế và lạm phát trong ngắn hạn.

# Sau khủng hoảng, dư địa chính sách hạn hẹp của chính sách lãi suất thấp đã khiến các NHTW chuyển từ sự lệ thuộc vào các mức lãi suất chính sách sang cam kết mở rộng bảng cân đối tài sản của NHTW thông qua các chương trình nới lỏng định lượng quy mô lớn (QE). Đồng thời, các NHTW và chuyên gia tài chính cũng bắt đầu xem xét khả năng mở rộng bảng cân đối kế toán của khu vực tư nhân. Thách thức lớn nhất từ chu kỳ mở rộng tài chính này là năng lực của các ngân hàng và cơ quan quản lý tài sản trong việc nhìn nhận và đánh giá tác động rủi ro bắt nguồn từ hoạt động cho vay quá mức đến cơ chế truyền tài chính sách. Điều này đặt ra yêu cầu là, các NHTW phải cân nhắc các biện pháp cải cách khung khổ chính sách tiền tệ.

# Thách thức thứ hai trong thời kỳ sau khủng hoảng là những lo ngại bắt nguồn từ những bất cập trong hệ thống tiền tệ quốc tế, nhất là về tác động lan truyền xuyên biên giới của chính sách tiền tệ. Trên thực tế, chính sách tiền tệ nới lỏng chưa có tiền lệ này chỉ được áp dụng trong phạm vi hẹp, tại các nước phát triển (Mỹ, VQ Anh, châu Âu, Nhật Bản). Tuy nhiên, những giải pháp nới lỏng tiền tệ này đã gây ảnh hưởng lan truyền trên toàn cầu một cách không mong đợi, thậm chí tác động tiêu cực đến nhiều nền kinh tế nhỏ, đặc biệt là các nước mới nổi.

Đối với thị trường tín dụng và các ngân hàng thương mại, việc mở rộng cho vay đã góp phần củng cố bảng cân đối kế toán và nguồn tài chính dự trữ của các ngân hàng. Bằng cách giảm lợi suất trái phiếu chính phủ xuống mức thấp thông qua việc giảm kỳ vọng lãi suất ngắn hạn và kiềm chế lợi suất rủi ro, các ngân hàng đã thu lợi từ giá trị thu nhập ròng và từ tác động của việc định giá tài sản thế chấp. Ngoài ra, các giải pháp kích thích tiền tệ cũng góp phần cải thiện khả năng hoàn trả nợ vay trong tương lai.

Kết quả nghiên cứu chưa phát hiện ra tác động tích cực từ xu hướng mở rộng nhu cầu vay vốn, thậm chí các khách hàng vay vốn tiềm năng coi các giải pháp QE là điềm báo về bức tranh kinh tế và tài chính ảm đạm trong tương lai. Nghĩa là, QE có tác dụng tích cực đến nguồn cung (các ngân hàng), nhưng tác động tiêu cực đến nhu cầu vay vốn.

# Tuy nhiên, còn nhiều quan điểm khác biệt xung quanh kênh cân bằng chính (đối với bảng cân đối kế toán của ngân hàng), sau kết quả nghiên cứu về kênh cân bằng danh mục đầu tư. Đối với các ngân hàng hoạt động tích cực trên quy mô toàn cầu, việc cân bằng danh mục đầu tư dường như vẫn phát huy tác dụng. Trong đó, truyền thông được coi là một kênh khác có tác dụng tái cân bằng bảng cân đối kế toán. Trước khủng hoảng, các NHTW đã nhấn mạnh vai trò của việc minh bạch thông tin và tăng cường truyền thông chính sách trong tương lai. Tuy nhiên, tác động của truyền thông chính sách cũng khá phức tạp. Một mặt, việc mở rộng truyền thông về chính sách tiền tệ nới lỏng đã giúp thị trường nắm được các giải pháp chính sách của NHTW, góp phần ổn định và củng cố niềm tin thị trường. Mặt khác, truyền thông chính sách cũng phát tín hiệu là, việc cân nhắc áp dụng thêm các giải pháp nới lỏng tiền tệ sẽ gây tác dụng ngược, khi NHTW giải thích về xu hướng kinh tế tăng chậm trong tương lai.

# Các định chế tài chính hiểu rõ những rủi ro tiềm tàng về hoạt động cho vay trong môi trường chính sách tiền tệ nới lỏng, và sẽ phải hạn chế cho vay. Đồng thời, việc giảm đòn bẩy tín dụng đối với doanh nghiệp và các hộ gia đình sẽ ảnh hưởng đến nhu cầu tín dụng. Khi các yếu tố cung và cầu tín dụng tác động lẫn nhau, tình hình kinh tế sẽ trở nên khó khăn và cản trở đà phục hồi GDP. Về lý thuyết, chính sách tiền tệ cần đóng vai trò chủ chốt, động thái nới lỏng tiền tệ một cách dồn dập được kỳ vọng sẽ củng cố niềm tin, đồng thời bù đắp xu hướng mở rộng cho vay, góp phần thúc đẩy cung và cầu tín dụng. Tuy nhiên, vấn đề là tác động thực tế của chính sách nới lỏng tiền tệ, và cần những công trình nghiên cứu, đánh giá tiếp theo.

# Các chuyên gia BIS khuyến nghị, các nhà tạo lập chính sách cần khảo sát, nghiên cứu thái độ của các ngân hàng đối với hoạt động cho vay trong điều kiện tín dụng trong nước. Cần tiến hành đánh giá một cách riêng rẽ về tác động xuyên biên giới đối với điều kiện tín dụng trong nước, qua đó mới có thể sáng tỏ được cơ chế truyền tải chính sách tiền tệ. Cần mở rộng cơ sở dữ liệu, góp phần đánh giá chính xác vai trò của QE và tiêu chuẩn cho vay tại các EME, khi những cú sốc QE đã dẫn tới xu hướng nới lỏng điều kiện cho vay trong thời gian qua. Ngoài ra, cần nghiên cứu những tác động tích cực khác của chính sách tiền tệ phi truyền thống. Các NHTW cần nghiên cứu kỹ kinh nghiệm về hoạt động cho vay trong quá khứ, làm cơ sở để xây dựng chiến lược dài hạn, góp phần nâng cao hiệu quả toàn diện của các chính sách QE.

# *Hoàng Thế Thỏa*

# *Nguồn: BIS*