

CHÍNH SÁCH MỤC TIÊU LẠM PHÁT TRONG ĐIỀU KIỆN KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH

PGS., TS. Tô Kim Ngọc *

Trong vòng 20 năm qua, chính sách lạm phát mục tiêu là một trong các lựa chọn cho hướng điều tiết của chính sách tiền tệ của hơn 30 nước trên thế giới gồm cả các nước phát triển và đang phát triển ở khắp các châu lục. Chỉ tính trong năm 2010 (sau khủng hoảng tài chính toàn cầu) có tới 10 nước công nghiệp và 15 nước đang phát triển và mới nổi điều chỉnh chính sách tiền tệ theo hướng mục tiêu lạm phát. Ảnh hưởng tích cực cũng như lợi thế hơn hẳn của chính sách IT chưa phải đã được chứng minh một cách thuyết phục. Tuy vậy, khuôn khổ của chính sách cho thấy, sự hợp lý và khả năng phát huy tác dụng dài hạn trong những điều kiện nhất định là rõ ràng. Khủng hoảng tài chính đang đặt ra các dấu hỏi xung quanh khả năng áp dụng cũng như hiệu lực của chính sách mục tiêu lạm phát và các phiên bản khác nhau của IT cũng đang được thảo luận bởi các chuyên gia, các nhà làm chính sách. Theo đó, bên cạnh duy trì ổn định giá cả, chính sách tiền tệ (CSTT) được kiến nghị để tính đến cả nền kinh tế thực cũng như các dấu hiệu của sự ổn định tài chính.

Bài viết trước hết điểm qua khuôn khổ chính sách mục tiêu lạm phát, đánh giá hiệu lực của chính sách và nghiên cứu các vấn đề đặt ra cho việc áp dụng chính sách mục tiêu lạm phát trong điều kiện khủng hoảng và các bài học cho Việt Nam (Hình 1)

ĐẶC ĐIỂM VÀ ĐIỀU KIỆN ÁP DỤNG IT

Đây là một chiến lược chính sách tiền tệ chứa đựng các đặc

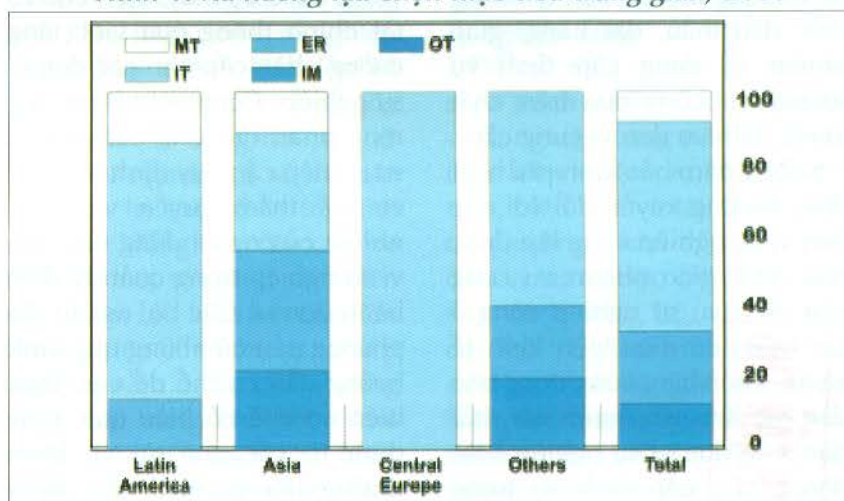
điểm chính sách sau: i/ Công bố công khai chỉ số lạm phát ở trung hạn như là mục tiêu duy nhất. Cam kết thực hiện mục tiêu; ii/ Minh bạch và đối thoại với công chúng và thị trường về kế hoạch, mục tiêu và các quyết định chính sách của Ngân hàng Trung ương (NHTW); iii/ Thực hiện trách nhiệm giải trình của NHTW về mức độ đạt được mục tiêu lạm phát¹. Bản chất nổi bật của chính sách mục tiêu lạm phát là sự công khai và cam kết đạt được mục tiêu ổn định chỉ số giá cả trong trung hạn của NHTW. Theo đuổi mục tiêu này vì thế, đồng nghĩa với việc các mục tiêu vĩ mô khác chỉ là mục tiêu thứ yếu trong trật tự ưu tiên của NHTW và các lợi thế của chính sách là khá rõ. Trước hết, IT cho phép CSTT tập trung vào mục tiêu ổn định và có khả năng phản ứng với các cú sốc của nền kinh tế. Thứ hai, mối quan hệ

giữa cung tiền và lạm phát không phải là quá quan trọng trong việc đạt được mục tiêu trong IT, chiến lược này cho phép sử dụng mọi nguồn thông tin để có được hệ thống công cụ tốt nhất cho CSTT. Thứ ba, với cơ chế giải trình minh bạch, IT làm giảm nhẹ áp lực chính trị cho yêu cầu mở rộng CSTT, đồng thời tập trung giải quyết các vấn đề mà CSTT có thể làm trong dài hạn (ổn định tiền tệ) hơn là những việc không thể làm (tăng trưởng, công ăn việc làm hay năng lực cạnh tranh...).

Điều kiện tiên quyết của việc theo đuổi mục tiêu lạm phát² bao gồm:

1. NHTW độc lập. Thể hiện ở quyền lực thiết lập các công cụ và toàn quyền theo đuổi mục tiêu kiểm soát giá mà không bị chi phối cho việc thực hiện các mục tiêu khác trong ngắn hạn, có thể mâu thuẫn với yêu cầu của mục tiêu lạm phát. Cơ sở của lập luận này xuất phát từ bản chất của

Hình 1. Xu hướng lựa chọn mục tiêu trung gian, 2009



MT: Mục tiêu tiền tệ
IM: chương trình IMF
OT: khác

IT: Mục tiêu lạm phát
ER: Mục tiêu tỷ giá

Nguồn: Horvath & Mateju(2011)

* Phó Giám đốc Học viện Ngân hàng



lạm phát là vấn đề của tiền tệ và vì CSTT sẽ không có ảnh hưởng dài hạn tới các mục tiêu như tăng trưởng hoặc công ăn việc làm.

2. Chấp nhận ổn định giá cả như là mục tiêu duy nhất của CSTT, điều này đồng nghĩa với việc NHTW không theo đuổi các mục tiêu khác nếu nó mâu thuẫn với mục tiêu duy trì và theo đuổi mức lạm phát mục tiêu.

3. Hạ tầng kỹ thuật cho dự báo của NHTW (gồm công nghệ và nhân lực) phát triển và đủ mạnh. Nền tảng của chính sách mục tiêu lạm phát là xác định mức lạm phát mục tiêu phù hợp cho giai đoạn trung hạn. Vì thế, việc sử dụng mô hình dự báo cùng hệ thống dữ liệu tương thích là yếu tố quan trọng. Điều này, không chỉ đòi hỏi khả năng làm chủ các công cụ dự báo, phân tích kinh tế mà cả nền tảng hệ thống thông tin chính xác và đồng bộ.

4. Hệ thống ngân hàng lành mạnh sẽ giúp kiểm soát mục tiêu lạm phát hiệu quả hơn. Một hệ thống ngân hàng dễ tổn thương sẽ ngăn cản khả năng vận hành các công cụ CSTT theo chiều hướng thắt chặt nhằm kiềm chế lạm phát (thí dụ: tăng lãi suất, tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc...) bởi những phản ứng tiêu cực liên quan đến vấn đề căng thẳng thanh khoản, đầu tư rủi ro liên quan đến lựa chọn đối nghịch và vấn đề đạo đức. Bên cạnh đó, phần lớn các quốc gia theo đuổi chính sách IT đều sử dụng lãi suất ngắn hạn như là chỉ số dự báo liều lượng can thiệp và thông qua hệ thống ngân hàng để chuyển tải ảnh hưởng tới tổng cầu của nền kinh tế. Một hệ thống ngân hàng yếu kém sẽ khó có khả năng đưa ra một phản ứng đúng với liều lượng can thiệp của NHTW.

5. Chính sách tài khóa phải trong tầm kiểm soát. Điều kiện này ngụ ý rằng, chính sách IT chỉ có thể thực hiện nếu mức bội chi ngân sách không dẫn đến tình trạng thoái lui đầu tư và gây áp lực lên mức lãi suất của thị trường vốn trong nước. Nếu

Bảng 1: Mức độ đáp ứng yêu cầu của chính sách mục tiêu lạm phát NHTW Philipin³

STT	Điều kiện áp dụng IT	Mức độ đạt được điều kiện
1	NHTW độc lập	Đã đạt được. Luật quy định sự độc lập của NHTW Philipin- BSP với chính sách chính phủ
2	Cam kết của NHTW	Đã đạt được. Luật quy định nhiệm vụ của BSP gắn liền với mục tiêu ổn định giá cả
3	Năng lực dự báo tốt	Mô hình dự báo lạm phát đã được xây dựng, kiểm tra và điều chỉnh thường xuyên trên cơ sở bổ sung các biến kinh tế thực cũng như một số chỉ tiêu ổn định tài chính.
4	Mức độ minh bạch	Xuất bản và thông báo thường xuyên các báo cáo chính sách và các biên bản thảo luận liên quan đến CSTT định kỳ với độ trễ nhất định
5	Trách nhiệm giải trình	BSP có trách nhiệm đạt được mục tiêu lạm phát và giải thích công khai lý do có độ lệch mục tiêu với công chúng và với cấp có thẩm quyền
6	Hệ thống tài chính lành mạnh	Hệ thống tài chính đang phát triển với các giải pháp giảm thiểu rủi ro.

không, NHTW sẽ khó có thể sử dụng công cụ theo xu hướng độc lập để tác động vào các chỉ tiêu lạm phát. Đôi khi sự cộng hưởng của tình trạng chi tiêu công, vay nợ nặng nề của ngân sách với chính sách tiền tệ thắt chặt có thể đưa nền kinh tế dẫn sâu vào suy thoái và lạm phát thay vì kiềm chế nó. Tuy vậy, cũng có thể nhìn nhận rằng, một chính sách tiền tệ theo đuổi mục tiêu lạm phát cũng sẽ tạo cơ chế kiểm soát chi tiêu công nếu có sự phối hợp của hai thực thể điều tiết trong việc xác lập mục tiêu lạm phát.

Thực tế cho thấy, hầu hết các quốc gia có thể áp dụng chính sách mục tiêu lạm phát ngay khi chưa đủ điều kiện. Các nước thị trường mới nổi và các quốc gia đang phát triển hiển nhiên chưa hội đủ điều kiện về hệ thống ngân hàng, sự độc lập của NHTW cũng như mức độ hiệu quả của thị trường tài chính... nhưng vẫn có thể vận hành chính sách IT. Việc theo đuổi mục tiêu lạm phát có thể tiến hành song song với quá trình hoàn thiện điều kiện. Vấn đề là các NHTW các quốc gia đang phát triển phải ý thức được những thách thức khi áp dụng IT và xây dựng một lộ trình

hoàn chỉnh thích hợp. Các bất lợi khi theo đuổi mục tiêu lạm phát có thể đến từ các khía cạnh sau: i/ Mục tiêu được cam kết quá chặt sẽ làm cho tỷ lệ tăng trưởng trở nên biến động và đôi khi giảm tốc độ tăng trưởng; ii/ Mức độ cam kết cao trong một môi trường bất ổn dễ làm cho NHTW trở nên “thất hứa” đối với công chúng khi không đạt được mục tiêu; iii/ IT đòi hỏi sự nhất quán và phối hợp cao giữa chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ, đặc biệt trong điều kiện các thị trường mới nổi khi một số loại giá thuộc đối tượng kiểm soát của chính phủ được sử dụng để tính chỉ số giá mục tiêu. Điều này, không phải lúc nào cũng trong tầm kiểm soát của NHTW; iv/ Mức rủi ro của việc theo đuổi mục tiêu khá cao khi chính sách chi tiêu công có thể triệt tiêu những cố gắng của NHTW. Yêu cầu một chính sách tài khóa thận trọng nhất quán với mục tiêu kiểm soát chỉ số giá là không dễ dàng trong điều kiện một thị trường mới nổi và các quyết định của chính phủ đôi khi là độc lập với mục tiêu CSTT. Tuy vậy, điều kiện NHTW độc lập nhất thiết phải có để chấp nhận mục tiêu này. (Bảng 1)

THỰC TRẠNG CHÍNH SÁCH IT

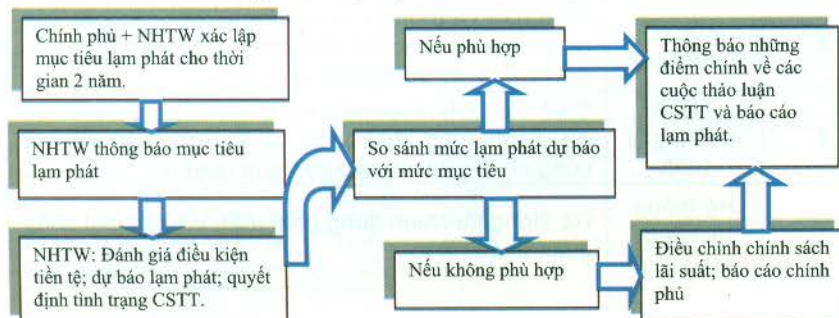
Cơ chế vận hành của chính sách mục tiêu lạm phát

Trong điều kiện chính sách mục tiêu lạm phát, NHTW có nghĩa vụ công bố công khai mức lạm phát mục tiêu và cam kết đạt được mục tiêu này trong một-khoảng thời gian nhất định, thường từ

1 - 3 năm, tùy vào mức độ chênh lệch giữa lạm phát hiện tại với mức mục tiêu. Hệ thống công cụ CSTT được sử dụng phối hợp cho mục tiêu lạm phát. Điều quan trọng là NHTW phải báo cáo định kỳ về các quyết định chính sách của mình, cũng như những đánh giá về môi trường lạm phát

cũng như triển vọng đạt được mục tiêu. Ngay cả khi thất bại trong việc đạt được mục tiêu lạm phát, NHTW cũng phải có nghĩa vụ giải trình công khai lý do cùng các phân tích và giải pháp cụ thể để đạt được mức mục tiêu đó. Điều này, tạo nên độ tin cậy và minh bạch trong vận hành của NHTW, tạo nền tảng cho sự ổn định, vì thế mà giảm thiểu tối đa những biến động do yếu tố tâm lý. (Sơ đồ 1)

Sơ đồ 1: Cơ chế vận hành của chính sách mục tiêu lạm phát của Philipin⁴



Bảng 2. Chủ thể quyết định mức lạm phát mục tiêu và nhân tố ảnh hưởng

(Tham khảo một số quốc gia)

STT	Nước	Chủ thể xác lập mức lạm phát mục tiêu	Nhân tố ảnh hưởng mức lạm phát mục tiêu
1	Úc	NHTW và Chính phủ	Biến động của chu kỳ kinh tế
2	Brazin	NHTW và Chính phủ	n.a
3	Canada	NHTW và Chính phủ	Giá của lạm phát, khung lãi suất zero, tiền lương và sai số.
4	Chi lê	NHTW	Rủi ro do giảm phát
5	Colômbia	NHTW và Chính phủ	n.a
6	Tiệp Khắc	NHTW	Tỷ lệ lạm phát quá khứ, lạm phát kỳ vọng, tiền lương thực tế cố định, khung lãi suất zero.
7	Phần Lan	NHTW và Chính phủ	n.a
8	Israel	Chính phủ	Lỗi đo lường, tiền lương và giá cố định, khung lãi suất zero
9	Mexico	NHTW	Mức lạm phát nước ngoài
10	Newzealand	NHTW và Chính phủ	Mức lạm phát quá khứ, lạm phát nước ngoài, mức kỳ vọng
11	Peru	NHTW và Chính phủ	n.a
12	Ba Lan	NHTW và Chính phủ	Tăng trưởng kinh tế, quy định mức lạm phát cho các nước khu vực đồng tiền chung châu Âu
13	Nam Phi	NHTW	n.a
14	Tây Ban Nha	NHTW và Chính phủ	n.a
15	Thụy Điển	NHTW	Lạm phát quá khứ, giá của lạm phát, rủi ro của giảm phát, lỗi đo lường
16	Thụy Sĩ	NHTW	Lỗi đo lường
17	Thái Lan	NHTW và Chính phủ	Lạm phát nước ngoài, tăng trưởng kinh tế
18	UK	Chính phủ	Tăng trưởng bền vững

Nguồn: Roman Horvath, How are inflation target set, 6/2011

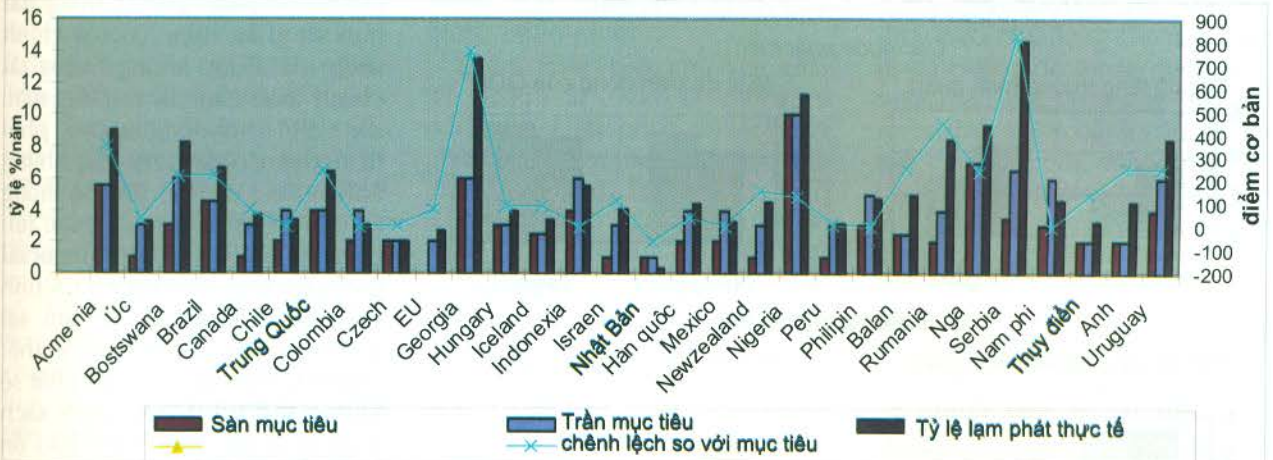
Chủ thể xác lập mục tiêu lạm phát và nhân tố ảnh hưởng

Yêu cầu có sự phối hợp chặt chẽ giữa CSTT và chính sách tài khóa nên việc xác lập mức lạm phát mục tiêu ở hầu hết các quốc gia được phối hợp thực hiện bởi cả NHTW và Bộ Tài chính. Mặc dù vậy, một số quốc gia (Thụy Điển, Thụy Sĩ, Nam Phi...) mục tiêu này do NHTW quyết định khi mức độ độc lập của NHTW đủ để xác lập mục tiêu. Anh là trường hợp duy nhất mà Chính phủ quyết định mức mục tiêu lạm phát (Bảng 2). Mức mục tiêu được xác định dựa trên một hàm số với các biến ảnh hưởng chủ yếu từ mức tăng trưởng kinh tế, mức lạm phát kỳ vọng, mức lạm phát nước ngoài, khung lãi suất zero. Ngoài ra, mức mục tiêu cũng bị ảnh hưởng bởi mức độ độc lập và độ tin cậy của NHTW bởi việc can thiệp của chính phủ vào quá trình này sẽ làm thay đổi mức mục tiêu đáng kể. Cũng cần nhấn mạnh rằng, các biến trong hàm mục tiêu lạm phát có thể được điều chỉnh căn cứ vào thực trạng của nền kinh tế và các yêu cầu ổn định của nền kinh tế. (Bảng 2)

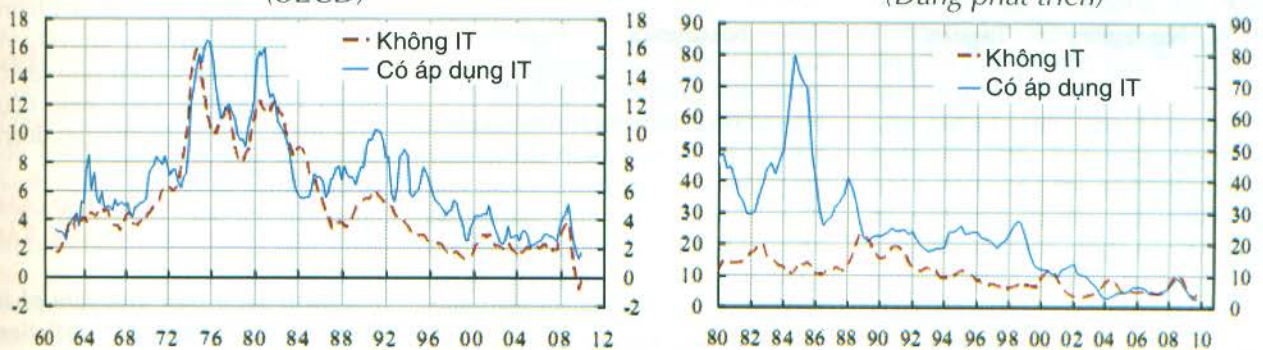
Phần lớn các quốc gia xác lập khung lạm phát mục tiêu hơn là chọn một mức lạm phát mục tiêu bởi rất khó để có thể đạt được một mức lạm phát cụ thể. Việc xác định khung lạm phát làm tăng khả năng đạt được mục tiêu trong điều kiện bất ổn của môi trường vĩ mô. Mức độ tin cậy và độc lập của NHTW cũng ảnh hưởng tới mức mục tiêu. Hầu hết các quốc gia có NHTW độc lập



Hình 2: Mức độ đạt mục tiêu trong chính sách IT (số liệu từ tháng 3-7/2011)⁵



Hình 3: Mức lạm phát bình quân của các quốc gia OECD và các quốc gia đang phát triển (OECD) (Đang phát triển)



và tin cậy thường xác lập mức mục tiêu lạm phát thấp.

Khả năng kiểm soát lạm phát theo mục tiêu

Thống kê 32 quốc gia theo đuổi chính sách IT, chỉ có 7/32 nước đạt được mức mục tiêu lạm phát và hầu hết là các quốc gia áp dụng khung mục tiêu. Hầu hết các nền kinh tế chuyển đổi hoặc đang phát triển có mức vi phạm mục tiêu lạm phát lớn hơn các quốc gia khác (thí dụ: Georgia, Serbia, Ban Lan, Rumania, Acmenia). Trong điều kiện khủng hoảng và lạm phát cao, hầu hết các quốc gia đều có mức lạm phát thực tế cao hơn mức mục tiêu. (Hình 2)

Những đóng góp của chính sách mục tiêu lạm phát

Các nghiên cứu đánh giá mức độ cải thiện điều kiện vĩ mô của các quốc gia áp dụng chính sách mục tiêu lạm phát cho thấy, kết quả khả quan mặc dù có sự khác biệt giữa các nước phát triển và

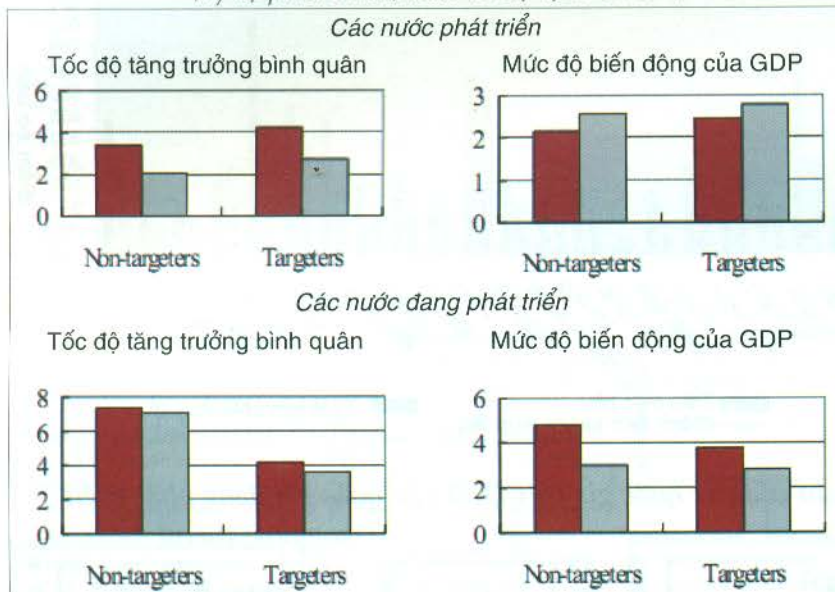
các nước thị trường mới nổi ở các chỉ tiêu: mức lạm phát, mức kỳ vọng lạm phát và tốc độ tăng trưởng hàng năm⁶. Trong khi các chỉ tiêu này được cải thiện khá rõ ở các quốc gia đang phát triển sau khi áp dụng IT so với thời kỳ trước khi áp dụng IT thì điều này lại không được thể hiện rõ ràng ở các quốc gia OECD (Hình 3)

Biểu đồ trên hình cho thấy, giai đoạn giảm lạm phát diễn ra trên phạm vi toàn cầu bắt đầu từ đầu những năm 90 và diễn biến của chỉ số giá bình quân năm của các quốc gia phát triển không có sự khác biệt lớn về xu thế cũng như mức độ giữa các quốc gia áp dụng IT và các quốc gia không áp dụng. Trong khi đó, tỷ lệ này giảm rõ rệt từ một mức khá cao (80%) trước những năm 90 xuống mức thấp dưới 10% từ 2000 tới nay đối với các quốc gia đang phát triển theo đuổi IT. Ngược lại, các quốc gia không áp

dụng IT thuộc khối OECD vẫn có một tỷ lệ lạm phát bình quân khá ổn định, xoay quanh tỷ lệ 2 - 6% và có xu hướng giảm cùng (thậm chí thấp hơn) tỷ lệ của các nước có áp dụng IT.

Đo lường mức độ kỳ vọng về lạm phát do ảnh hưởng của các biến động kinh tế cũng cho các kết quả tương tự. Với cùng một thay đổi về chỉ số kinh tế, mức độ nhạy cảm của thị trường thể hiện ở mức lạm phát kỳ vọng là như nhau ở các quốc gia áp dụng và không áp dụng IT thuộc khối OECD. Tuy nhiên, sự khác biệt lại xảy ra gần với mức độ độc lập của NHTW⁷. Đối với các quốc gia đang phát triển, việc thử nghiệm đo lường mức độ nhạy cảm của lạm phát kỳ vọng đối với 1% thay đổi của tỷ lệ lạm phát hiện hành cho kết quả khác nhau giữa các nước áp dụng IT (với độ lệch chuẩn là zero) và không áp dụng IT (với độ lệch chuẩn khác 0). (Hình 4)

Hình 4: Tốc độ tăng trưởng trước và sau khi áp dụng IT
(Tỷ lệ phần trăm/năm và độ lệch chuẩn)



Nguồn: EcoWin

Trong khi đó, ảnh hưởng của việc áp dụng IT đối với tăng trưởng là không thể hiện ở cả hai chỉ tiêu mức độ tăng trưởng và mức độ ổn định của tốc độ tăng trưởng. Chỉ số này không có sự khác biệt lớn giữa các quốc gia áp dụng và không áp dụng IT thuộc OECD (so sánh hai thời điểm trước và sau 1998 - thời điểm chuyển sang chính sách IT của phần lớn các nước phát triển) cũng như các quốc gia đang phát triển (so sánh hai thời điểm trước và sau 2001 - thời điểm phần lớn các quốc gia đang phát triển chuyển sang IT). Tuy vậy, kết quả khảo sát toàn diện cho thấy, việc tập trung kiểm soát mức lạm phát mục tiêu không gây nên sự bất ổn cũng như suy giảm tốc độ tăng trưởng kinh tế ở cả hai đối tượng nghiên cứu (xem Hình 4) như những lo ngại trong các nghiên cứu của Friedman (2002), Cecchetti và Ehrman (2002).

Có thể thấy, tác động tích cực của chính sách mục tiêu lạm phát là rõ ràng khi nó duy trì được sự ổn định lạm phát dài hạn và không gây tác động ngược chiều đối với tăng trưởng. Cho đến nay, sau hơn 20 năm IT được giới thiệu, chưa có quốc gia

nào từ bỏ chính sách này sau khi đã áp dụng nó. Luận điểm này được ủng hộ bởi nghiên cứu của Carvalho Filho(2010) khi cho rằng, chính sách mục tiêu lạm phát đóng góp quan trọng, giảm bớt tác động của các cú sốc kể cả cuộc khủng hoảng tài chính và suy thoái toàn cầu vừa qua.

Mặc dù vậy, các nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm về thực tế vận hành IT trong vòng 20 năm qua của hơn 30 quốc gia, đặc biệt cuộc thử nghiệm thực tế khắc nghiệt của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007 - 2009 với hiệu lực của IT cho thấy, những khía cạnh khiếm khuyết của chính sách IT truyền thống: i/ Trước hết, chính sách mục tiêu lạm phát chỉ nhằm mục tiêu ổn định lạm phát hoặc duy trì tỷ lệ lạm phát xoay quanh mức mục tiêu mà không tính đến các mục tiêu kinh tế khác. Điều này, có thể kiểm chế mức tăng trưởng quá mức trong những điều kiện không thuận lợi; ii/ Về khía cạnh kỹ thuật, chính sách mục tiêu lạm phát đặt ra mức lạm phát mục tiêu nhưng vẫn chấp nhận (hoặc không thể điều chỉnh) những biến động vượt khỏi khung mục tiêu. Điều này,

dẫn tới tình trạng không chắc chắn của mức giá cả trong dài hạn và giảm hiệu lực của chính sách; iii/ Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu chỉ ra rằng, mặc dù CSTT nói lỏng không phải là nguyên nhân chủ yếu nhưng ảnh hưởng của nó tới hệ thống tài chính là rõ ràng. Ngược lại, các chỉ tiêu tài chính (financial factors) cũng ảnh hưởng tới tính hiệu lực của CSTT và làm sai lệch mục tiêu chính sách. Vì thế, chính sách mục tiêu lạm phát sẽ không thể trở thành chính sách hiệu quả nếu việc đảm bảo ổn định lạm phát không đi kèm với các chỉ tiêu của ổn định tài chính. Việc điều chỉnh chính sách mục tiêu lạm phát nhằm hạn chế các khiếm khuyết, vì thế dẫn tới các phiên bản khác nhau của chính sách mục tiêu lạm phát, đặc biệt sau giai đoạn khủng hoảng tài chính.

CHÍNH SÁCH MỤC TIÊU LẠM PHÁT SAU KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH

Chính sách mục tiêu lạm phát linh hoạt (Flexible Inflation Targeting)

Lý giải cho việc duy trì sự ổn định nền kinh tế ngay cả trong giai đoạn khủng hoảng 2007 - 2009, các chuyên gia đề cập tới vai trò của chính sách mục tiêu lạm phát linh hoạt (FIT) thay cho chính sách mục tiêu lạm phát thuần túy (Strick Inflation Targeting- SIT). Theo đó, CSTT không chỉ tập trung vào mục tiêu duy nhất là ổn định tỷ lệ lạm phát kỳ vọng (đạt được mức lạm phát mục tiêu trong trung hạn) mà nó còn tính đến cả các mục tiêu của nền kinh tế thực thông qua các chỉ tiêu đo lường mức độ sử dụng nguồn lực của nền kinh tế (chẳng hạn, chỉ tiêu độ lệch sản lượng - output gap - độ lệch giữa mức sản lượng thực tế và sản lượng tiềm năng). Mục tiêu của FIT như vậy, đã tính đến cả sự đánh đổi giữa yêu cầu ổn định giá cả và mức độ đạt được của sản lượng trong ngắn hạn. Dưới góc độ định lượng, mục tiêu của



FIT, trong trường hợp này, có thể được biểu hiện thông qua một hàm số bậc 2 với hai biến x, y : $f(x) = ax^2 + bxy + cy^2 + dx + ey + f$. Trong đó, x thể hiện độ lệch giữa tỷ lệ lạm phát thực tế với mức lạm phát mục tiêu, y thể hiện độ lệch sản lượng, các chỉ số a, b, c, d, e, f là hệ số phản ánh mức độ quan tâm (hoặc mức độ quan trọng) của từng biến trong hàm số. Mức độ quan trọng này sẽ thay đổi cùng với time-line của chính sách, phản ánh mức độ linh hoạt của FIT trong quá trình tiến dần tới mức mục tiêu. Hiệu lực của chính sách thể hiện ở mức độ đạt được mục tiêu và điều này, phụ thuộc vào độ chính xác của dự báo (vì thế FIT còn được gọi là mục tiêu dự báo- Forecast targeting⁸) nhằm đạt được mức lạm phát xoay quanh mức mục tiêu và độ lệch sản lượng ở mức độ không gây áp lực cho nền kinh tế (mức độ sử dụng nguồn lực ở mức bình thường). Rõ ràng, trong những trường hợp nền kinh tế gặp các biến động lớn ảnh hưởng tới mức độ sử dụng nguồn lực và ảnh hưởng lớn đến độ lệch sản lượng, thì việc điều chỉnh các “hệ số quan tâm” cho phép CSTT linh hoạt điều chỉnh giúp nền kinh tế vượt qua các ngưỡng bất ổn..

Chính sách mục tiêu giá cả linh hoạt (Flexible Price-level Targeting - PLT)

Có một số bàn luận về việc điều chỉnh mục tiêu lạm phát thành mục tiêu ổn định giá linh hoạt⁹ xuất phát từ lập luận cho rằng, PLT (được NHTW Thụy Điển áp dụng đầu tiên vào những năm 30 của thế kỷ XX và đang được quan tâm) đảm bảo duy trì sự ổn định giá trong trung hạn một cách chắc chắn hơn và do đó, đảm bảo một môi trường vĩ mô ổn định cho các hoạt động kinh tế thực. Thay vì xác lập mức lạm phát mục tiêu và cố gắng duy trì mức lạm phát thực tế xoay quanh mức lạm phát mục tiêu, PLT đặt mục tiêu ổn định mức giá¹⁰ xoay quanh mức giá mục tiêu. Mức giá mục tiêu không có

định mà có thể được điều chỉnh theo một biên độ dao động được chấp nhận.

Điểm khác biệt chủ yếu giữa IT và PLT là ở chỗ IT không có khả năng khắc phục độ lệch của mức lạm phát thực với mục tiêu trong quá khứ. Trong điều kiện IT, NHTW cố gắng duy trì mức lạm phát bình quân trong giai đoạn chính sách đạt được mục tiêu đặt ra trong trung hạn với điều kiện là nền kinh tế hiếm khi gặp phải bất ổn dẫn tới các cú sốc. Trong thực tế, độ lệch so với mục tiêu xảy ra ở hầu hết các quốc gia IT kể cả trong giai đoạn không có biến động lớn. Ngược lại, PLT tạo cơ chế “bù đắp” tất cả các trường hợp không đạt mục tiêu trong khoảng thời gian chính sách. Nếu giai đoạn đầu mức giá thực tế thấp hơn mức mục tiêu, các chính sách cần thiết sẽ hỗ trợ để đảm bảo mức giá tăng lên ngay trong kỳ tới và ngược lại. Bằng cách đó, PLT duy trì độ lệch so với mục tiêu rất nhỏ và không kéo dài. Nó cho phép theo dõi sát hơn những tác động phi tiền tệ tới mức giá. Lợi ích của PLT là ở chỗ giảm bớt biên độ biến động so với mục tiêu và duy trì sự ổn định dài hạn. Cùng với nguyên tắc minh bạch và trách nhiệm giải trình, PLT tạo nên sự tin cậy cao hơn và bằng cách đó, PLT có cơ chế tự điều tiết (tự ổn định) thông qua tác động của kỳ vọng hợp lý của thị trường. Mặc dù vậy, cả hai chính sách đều yêu cầu có sự phối hợp nhằm đảm bảo cho sự ổn định của nền kinh tế thực.

Chính sách mục tiêu lạm phát kết hợp với ổn định tài chính (Inflation targeting incorporating financial stability - ITFS)

Các cuộc khủng hoảng tài chính 1997 và 10 năm sau 2007 - 2009 lại chỉ ra rằng, bản thân CSTT cũng gây những ảnh hưởng gián tiếp với độ trễ nhất định đến hệ thống thị trường tài chính và bằng cách đó “amplify” những bất ổn của hệ thống. Điều này, sau đó lại có tác động tới nền kinh tế thực cũng như mức giá¹¹.

Vấn đề đặt ra là liệu FIT có thể đóng góp vào việc tạo nên các điều kiện chủ động cho nền kinh tế để chống đỡ (hoặc đề phòng) trước các bất ổn thông qua cải thiện tình trạng bảng cân đối tài sản của hệ thống doanh nghiệp, cá nhân cũng như hệ thống giá tài sản? Về nguyên tắc, khung pháp lý của IT (hoặc FIT) không tính đến các yếu tố tài chính trong quá trình vận hành cũng như hệ thống mục tiêu trong khi ảnh hưởng chủ yếu của thị trường tài chính đến sự ổn định của nền kinh tế thực xuất phát từ *tỷ lệ đòn cân nợ quá mức*. Chỉ tiêu này, đến lượt nó lại phụ thuộc vào tác động của CSTT. Trong thực tế, CSTT không có khả năng nhận diện cũng như phản ứng lại các cú sốc của thị trường tài chính trước khi nó tác động vào các chỉ tiêu lạm phát và sản lượng (được coi là mục tiêu của FIT). Nếu có, thì các phản ứng chính sách thường trễ và không chủ động. Xuất phát từ lập luận này, Burcu Aydin et al (2011) đề xuất một phiên bản khác của IT sau khủng hoảng có tính đến các chỉ tiêu ổn định tài chính (ITFS), cho phép kiểm soát mức độ bất ổn tài chính trong quá trình vận hành IT. Hệ thống 4 nhóm chỉ tiêu¹² phản ánh tình trạng bảng cân đối tài sản gồm:

i/ *Tỷ lệ đòn cân nợ của khu vực phi tài chính*. Chỉ tiêu này đo lường tốc độ tăng trưởng dư nợ tín dụng cho khu vực phi tài chính (doanh nghiệp và cá nhân). Tỷ lệ này càng lớn, mức rủi ro của bảng cân đối càng cao và gây ảnh hưởng xấu tới nền kinh tế thực.

ii/ *Tỷ lệ vốn ngoại tệ trong hệ thống ngân hàng*. Chỉ tiêu này phản ánh mức độ sử dụng vốn ngoại của hệ thống ngân hàng. Tỷ lệ này càng lớn, mức độ phụ thuộc của hệ thống vào luồng vốn ngoại càng lớn. Bất ổn hệ thống sẽ nảy sinh khi luồng vốn ngoại đảo chiều hoặc thị trường vốn quốc tế thiếu thanh khoản. Trong trường hợp này, yêu cầu điều chỉnh tình trạng CSTT sẽ



xảy ra để ngăn cản tình trạng vỡ nợ hệ thống.

iii/ *Dư nợ tín dụng*. Chỉ tiêu mức tăng trưởng dư nợ tín dụng phản ánh nhu cầu vốn của nền kinh tế. Mức độ tăng trưởng dư nợ tín dụng vượt quá khả năng hấp thụ vốn sẽ dẫn tới rủi ro tín dụng, làm giảm tính thanh khoản của bảng cân đối tài sản.

iv/ *Giá tài sản*. Chỉ tiêu này chủ yếu tập trung vào giá bất động sản, giá nhà ở. Chỉ số tăng giá nhà ở sẽ lôi kéo nguồn vốn đầu tư, tăng tỷ lệ đòn cân nợ của các doanh nghiệp kinh doanh bất động sản. Điều này, sẽ đẩy cả ngân hàng và nền kinh tế vào tình trạng rủi ro khi giá bất động sản suy giảm.

Tuy vậy, việc lựa chọn chỉ tiêu thích hợp có khả năng phản ánh mức độ ổn định tài chính tùy thuộc vào điều kiện thị trường tài chính của từng quốc gia trong từng giai đoạn.

Lợi thế của mô hình này là khá rõ. Trước hết, việc tính đến các chỉ tiêu dự báo những bất ổn tài chính trong hệ thống mục tiêu của FIT không làm thay đổi nhiệm vụ chủ yếu là kiểm soát mức lạm phát mục tiêu song song với duy trì độ lệch sản lượng phù hợp. Bởi cuối cùng, các bất ổn tài chính đến từ tỷ lệ đòn cân nợ quá cao sẽ dẫn tới những ảnh hưởng tiêu cực cho tỷ lệ lạm phát và sản lượng. Điểm hơn hẳn là ở chỗ, khi CSTT quan tâm đến các chỉ số ổn định tài chính, nó sẽ tạo nên thể chủ động cho việc điều chỉnh mức độ can thiệp cũng như mức mục tiêu cụ thể nhằm tránh những đổ vỡ tài chính. Thứ hai, các chỉ tiêu ổn định tài chính được đề cập ở trên chủ yếu phản ánh các biến động từ phía cung, trong khi CSTT chỉ có thể đưa các phản ứng để điều chỉnh tổng cầu. Vì thế, đôi khi các điều chỉnh tổng cầu là không phù hợp khi nguồn gốc bất ổn xuất phát từ phía tổng cung hoặc thị trường tài chính. Việc xem xét các chỉ tiêu ổn định tài chính trong mục tiêu CSTT sẽ giúp cho các quyết định can thiệp của CSTT toàn diện hơn. Thứ ba, mô hình này không mở rộng nhiệm vụ cho

CSTT để gây nên sự đánh đổi mục tiêu (trong trường hợp có mâu thuẫn) mà chỉ yêu cầu có sự kết hợp để đạt mục tiêu chủ yếu là ổn định giá cả.

Tuy vậy, cũng cần cân nhắc đến khả năng mâu thuẫn giữa các mục tiêu CSTT trong ITFS khi kết hợp cả mục tiêu ổn định tài chính với mục tiêu ổn định giá và tăng trưởng. Bên cạnh đó, liệu có nên kết hợp cả mục tiêu ổn định tài chính vào chính sách FIT không khi mà yêu cầu này có thể được đảm nhiệm bằng các công cụ khác như: thanh tra giám sát, quản trị rủi ro... Đây là những dấu hỏi cho các nghiên cứu và tìm hiểu tiếp tục nhằm xây dựng một khuôn khổ CSTT tối ưu trong điều kiện cụ thể.

Trong vòng hơn 20 năm qua, chính sách mục tiêu lạm phát đã được điều chỉnh nhằm làm cho nó thích ứng hơn với thực tiễn của từng quốc gia. Những thành công bước đầu của chính sách mục tiêu lạm phát linh hoạt trước và trong giai đoạn khủng hoảng tài chính toàn cầu là minh chứng cho xu thế áp dụng IT của cả các quốc gia phát triển và đang phát triển. Sau khủng hoảng tài chính toàn cầu, các thảo luận đang tiếp tục với một phiên bản mới của IT là ITFS, có tính đến các yếu tố tài chính trong hàm mục tiêu của CSTT. Các phiên bản mới này thích ứng hơn trong điều kiện có nhiều bất ổn từ nền kinh tế thực và từ hệ thống thị trường tài chính làm sai lệch mục tiêu duy nhất của chính sách mục tiêu lạm phát truyền thống. Đây là cơ hội cho việc xem xét khả năng áp dụng chính sách mục tiêu lạm phát (FIT và ITFS) ở Việt Nam trong thời gian tới đây.

Các nghiên cứu gần đây của Viện Kinh tế Việt Nam và của Bộ Tài chính có đề cập tới IT như là một hướng lựa chọn cho khuôn khổ CSTT thời gian tới. Thậm chí 1 trong 6 nhóm giải pháp kiểm chế lạm phát của Bộ Tài chính là chính sách mục tiêu lạm phát. Tuy nhiên, các nghiên cứu này mới chỉ đề cập tới phiên bản gốc của IT, theo đó, mục tiêu lạm phát là mục tiêu duy nhất

và điều này không còn phù hợp với thực tế triển khai IT tại 32 quốc gia đang áp dụng và đặc biệt sau khủng hoảng tài chính toàn cầu. Thực tế triển khai Nghị quyết 11 của Chính phủ với mục tiêu ưu tiên là ổn định kinh tế vĩ mô mà trước hết là kiềm chế lạm phát trong mối quan hệ với tăng trưởng và các thành công bước đầu của chủ trương này cho thấy, những mầm mống của một chính sách mục tiêu lạm phát linh hoạt (FIT). Các phân tích cụ thể điều kiện áp dụng và tính khả thi của FIT cũng như các đề xuất liên quan đến một mô hình kết hợp chính sách mục tiêu lạm phát với ổn định tài chính ở Việt Nam trong một hàm mục tiêu sẽ được trình bày trong phần 2 của nghiên cứu này.■

¹ F.S. Mishkin (2000) *Inflation targeting in emerging market country*, Working paper 7681.

² Bongiwe Tindleni (2006) *Central Bank independence in an inflation targeting regime: An assessment of independence of South Africa's central bank independence*.

³ *Inflation targeting*, Sep.2011 - Department of Economic Research (NHTW Philipin bắt đầu áp dụng chính sách IT từ 2002).

⁴ *Inflation targeting*, Sep. 2011, Department of Economic Research, BSP.

⁵ *IT in a Rising Inflationary Environment* (www.Centralbanknews.info).

⁶ Lars E.O. Svensson (2010) *Inflation Targeting*, Working Paper 16654, National Bureau Of Economics Research, 12/2010.

⁷ Lars E.O. Svensson (2010) *Inflation Targeting*, Working Paper 16654, National Bureau Of Economics Research, 12/2010.

⁸ Xem Woodford (2007,2010).

⁹ Xem Svensson (2010); David Vestin (2000, 2006).

¹⁰ Tỷ lệ lạm phát được đo lường bằng tỷ lệ thay đổi mức giá của năm t so với năm t-1 trong khu vực chung đo lường bằng chỉ số giá tiêu dùng CPI.

¹¹ Xem Burcu Aydin & Engin Volkan (2011), *Incorporating Financial Stability in Inflation Targeting Frameworks*, IMF Working paper.

¹² Hệ thống chỉ tiêu được rút ra từ nghiên cứu thực nghiệm vai trò của IT và ảnh hưởng của các yếu tố tài chính tới IT tại Hàn Quốc giai đoạn 2003 - 2007 (IMF Working Paper, 11/224). Với đặc điểm khác nhau về cấu trúc và tính hiệu quả của thị trường tài chính giữa các quốc gia, chỉ tiêu có thể khác nhau.