

CƠ CHẾ TỶ GIÁ VÀ CHÍNH SÁCH MỤC TIÊU LẠM PHÁT

PGS., TS. Tô Kim Ngọc và PGS., TS. Lê Thị Tuấn Nghĩa *

Trong vòng hai thập kỷ trở lại đây, nhiều quốc gia phát triển và đang phát triển đã áp dụng chính sách lạm phát mục tiêu như là một khuôn khổ chính sách tiền tệ (CSTT). Việc lựa chọn cơ chế chính sách này thực sự là quá trình chuyển đổi từ chính sách đa mục tiêu sang chính sách đơn mục tiêu. Sau cuộc khủng hoảng toàn cầu năm 2008, đã có những phiên bản mới của chính sách mục tiêu lạm phát với xu hướng linh hoạt hơn và có tính đến cả nhu cầu ổn định tài chính¹, song kiểm soát lạm phát vẫn là mục tiêu ưu tiên hàng đầu trong cơ chế này.

Trong chính sách mục tiêu lạm phát, Ngân hàng Trung ương (NHTƯ) không còn neo tỷ giá hay đặt mức cung tiền như một mục tiêu trung gian của CSTT mà hướng vào kiểm soát lạm phát trong dài hạn thông qua lãi suất mục tiêu. Đi kèm với đó là cơ chế tỷ giá phù hợp với xu hướng ngày càng linh hoạt.

Bài viết này điểm qua các đặc điểm cơ bản của chính sách mục tiêu lạm phát mà dựa vào đó, nó yêu cầu một cơ chế tỷ giá tương thích. Luận điểm sẽ được làm rõ bởi kinh nghiệm lựa chọn cơ chế tỷ giá của một số quốc gia đang theo đuổi chính sách mục tiêu lạm phát. Dựa vào đó, bài viết trao đổi một số khuyến nghị chính sách cho Việt Nam liên

quan đến điều kiện tỷ giá khi lựa chọn khuôn khổ chính sách mục tiêu lạm phát trong thời gian tới.

1. Cơ chế tỷ giá phù hợp với chính sách mục tiêu lạm phát

Sự phát triển của thị trường tài chính cùng với các công cụ tài chính đa dạng trong bối cảnh các quốc gia ngày càng tiến sâu vào quá trình toàn cầu hóa và các dòng vốn được tự do di chuyển giữa các quốc gia đang làm thay đổi nhanh chóng “format” của khuôn khổ CSTT của NHTƯ. Xu hướng của sự thay đổi là nhằm làm cho CSTT có thể theo đuổi mục tiêu dài hạn là kiểm soát lạm phát trong khi vẫn có sự linh hoạt nhất định trong việc kết hợp với các mục tiêu ngắn hạn mà không bị chi phối bởi các mục tiêu đó.

Trước những năm 90, tỷ giá được sử dụng phổ biến như là “neo danh nghĩa” cho CSTT bởi những lợi thế của việc duy trì một tỷ giá cố định² liên quan đến việc: i/ Loại trừ rủi ro tỷ giá trong hoạt động ngoại thương; ii/ Đảm bảo tính minh bạch của vận hành CSTT khi mục tiêu gắn với một mức tỷ giá cụ thể và công khai. Đến lượt nó, đặc điểm này tạo nên sự tin cậy của thị trường đối với các tuyên bố chính sách của NHTƯ và có những phản ứng tích cực đối với các chính sách kiểm soát lạm phát của NHTƯ; iii/ Cơ chế tỷ giá cố định loại trừ biến động trong quan hệ tiền tệ và đảm bảo có ảnh hưởng tích cực tới nền kinh tế. Tuy vậy, NHTƯ sẽ mất đi khả năng điều tiết các cú sốc

kinh tế. Thay vào đó, CSTT được vận hành để theo đuổi mục tiêu tỷ giá, có thể tạo nên những làn sóng biến động của lãi suất nội tệ và làm ảnh hưởng tới toàn bộ nền kinh tế. Hơn nữa, duy trì một mức tỷ giá cố định có thể dẫn tới nguy cơ khủng hoảng tài chính khi bảng cân đối của hệ thống ngân hàng và các chủ thể khác bị ảnh hưởng bởi luồng vốn vào ngắn hạn cũng như những hậu quả sau đó - khi dòng vốn đảo chiều hoặc nền kinh tế phát triển quá nóng.

Tuy vậy, xu hướng chuyển sang sử dụng tỷ giá linh hoạt hơn diễn ra mạnh mẽ sau năm 1990, đặc biệt sau giai đoạn khủng hoảng tiền tệ châu Á, 1997. Nếu số quốc gia sử dụng tỷ giá cố định tới 76% năm 1991 thì tới năm 1999, số liệu này chỉ còn 60%³. Lý do chủ yếu cho sự chuyển động này là bởi hầu hết các quốc gia đã nói hoặc dỡ bỏ chính sách kiểm soát vốn; từ 35% năm 1978 tới gần 80% năm 1997. Trong đó, tới 90% trường hợp, hai chuyển động này diễn ra song song. Trào lưu này đương nhiên loại bỏ vai trò neo danh nghĩa của tỷ giá và đặt ra việc tìm kiếm neo danh nghĩa khác cho CSTT.

Trong thực tế, từ những năm 70, mức cung tiền tệ đã được sử dụng như một mục tiêu trung gian của CSTT một cách khá phổ biến song song với mục tiêu tỷ giá. Tuy vậy, sau khủng hoảng 1997, chỉ số này cũng không được lựa chọn bởi mối quan hệ giữa các mục tiêu trung gian của CSTT và lạm phát

* Học viện Ngân hàng



Chính sách mục tiêu lạm phát được vận hành chủ yếu thông qua công cụ lãi suất với việc NHTV xác định lãi suất mục tiêu và chuyển tải đến các mức lãi suất thị trường

ngày càng trở nên lỏng lẻo, thậm chí sai lệch do những thay đổi trong cấu trúc thị trường, sự ảnh hưởng của luồng vốn di chuyển. Điều này, tạo động lực cho việc tìm kiếm một cơ chế “neo” khác hoặc một khuôn khổ khác cho CSTT.

Khuôn khổ chính sách mục tiêu lạm phát (Inflation Targeting - IT) được xuất phát từ lập luận cho rằng, tỷ lệ lạm phát thấp và ổn định sẽ góp phần quan trọng vào quá trình tăng trưởng kinh tế trong dài hạn và giảm thất nghiệp, đồng thời tránh được những mâu thuẫn trong các mục tiêu của CSTT. Trong cơ chế này, NHTV cam kết một cách công khai, rõ ràng về việc giữ tỷ lệ lạm phát trong một vùng mục tiêu nhất định với 5 nội dung: (i) Có sự công bố rộng rãi về mục tiêu lạm phát trong trung hạn bằng những con số hoặc khung cụ thể; (ii) Có cam kết của cơ quan chức năng về việc coi bình ổn giá cả là mục tiêu duy nhất hay mục tiêu hàng đầu của CSTT, các mục tiêu khác được xếp sau về thứ tự

quan trọng; (iii) Có chiến lược tập trung thông tin, trong đó nhiều biến số được tổng hợp phân tích để quyết định sử dụng các công cụ chính sách; (iv) Tính minh bạch của CSTT được tăng cường thông qua đối thoại với công chúng, với thị trường về các kế hoạch, mục tiêu và quyết định của NHTV; (v) Trách nhiệm của NHTV được tăng cường để hướng tới các mục tiêu lạm phát đề ra.

Thực tế cho thấy, các nước theo đuổi mục tiêu lạm phát đã duy trì được mức lạm phát thấp, đồng thời có sự cải thiện chung về kinh tế vĩ mô và hiệu quả CSTT. Song, để theo đuổi mục tiêu này phải hội đủ các điều kiện hoặc vừa áp dụng linh hoạt, vừa hoàn thiện các điều kiện sau: (i) CSTT có một mục tiêu duy nhất là đạt được chỉ tiêu lạm phát. Điều kiện này, cũng đã có sự vận dụng trong cơ chế lạm phát mục tiêu linh hoạt (FIT); (ii) CSTT không bị chi phối bởi chính sách tài khoá. Thể chế tài khoá, tài chính vững mạnh thể hiện sự cân bằng, kỷ luật rõ ràng trong

thu, chi ngân sách. NHTV không tài trợ cho thâm hụt ngân sách hoặc phát hành tiền để Chính phủ tài trợ; (iii) Đảm bảo tính độc lập của NHTV trong điều hành CSTT, đặc biệt là độc lập về công cụ. Phải có cam kết về tổ chức và được công bố rộng rãi về việc NHTV được độc lập trong việc sử dụng các công cụ CSTT, không bị chi phối bởi Chính phủ; (iv) Khu vực tài chính lành mạnh và phát triển với sự phát triển vững vàng của hệ thống ngân hàng và hệ thống các định chế tài chính phi ngân hàng; (v) Điều kiện về kỹ thuật: Có số liệu kinh tế vĩ mô tốt, NHTV kiểm soát được lãi suất, các công cụ thị trường được sử dụng có hiệu quả, những người làm chính sách hiểu về cơ chế truyền tải CSTT, có khả năng dự báo lạm phát tốt và lạm phát vốn đã ở mức thấp.

Chính sách mục tiêu lạm phát được vận hành chủ yếu thông qua công cụ lãi suất với việc NHTV xác định lãi suất mục tiêu và chuyển tải đến các mức lãi suất thị trường. Sử dụng công cụ lãi suất nhằm điều tiết thị trường, tất nhiên quốc gia đó phải chấp nhận cơ chế tỷ giá linh hoạt hơn trong điều kiện tài khoản vốn không bị kiểm soát hoàn toàn. Điều này, tuân thủ nguyên tắc của lý thuyết bộ ba bất khả thi khi chỉ ra rằng, một quốc gia không thể đồng thời thực hiện CSTT độc lập (theo đuổi mục tiêu lạm phát), ổn định tỷ giá và tự do hóa tài khoản vốn. Trong chính sách lạm phát mục tiêu, với cam kết duy trì giá cả ở mức ổn định, NHTV buộc phải hy sinh một trong hai yếu tố là tự do hóa dòng vốn hoặc ổn định tỷ giá.

Trong điều kiện toàn cầu hóa hiện nay, hầu hết các quốc gia



từ bỏ (hoặc giảm bớt) việc kiểm soát vốn bởi sự di chuyển vốn quốc tế là hệ quả tất yếu của tự do hóa thương mại giữa các quốc gia theo chiều hướng phân công lao động quốc tế. Nó đảm bảo cho dòng vốn chảy đến nơi sử dụng có hiệu quả nhất. Bằng cách đó, mà tạo cơ hội cho sự đa dạng hóa và cân bằng tỉ suất lợi nhuận. Quan điểm này, được thừa nhận rộng rãi vào cuối thế kỷ 20, các quốc gia xóa bỏ những hạn chế đối với dòng vốn đã xuất hiện từ đầu thế kỷ này.

Tùy thuộc vào điều kiện thị trường, sức mạnh trong quản lý vĩ mô và khả năng chi phối thị trường quốc tế, mỗi quốc gia lựa chọn mức độ mở của thị trường vốn khác nhau. Thông thường, các quốc gia mới nổi, quy mô nhỏ và phụ thuộc vào thị trường quốc tế rất thận trọng khi theo đuổi chiến lược tự do hóa luồng vốn di chuyển. Mặc dù vậy, xu hướng tự do hóa tài chính và từng bước tự do hóa tài khoản vốn trở nên phổ biến ở các nước đang phát triển, đặc biệt đối với các quốc gia theo đuổi chính sách mục tiêu lạm phát.

Một nước theo đuổi lạm phát mục tiêu thì không thể cùng một lúc theo đuổi cả mục tiêu tỷ giá (cố định tỷ giá). Tuy nhiên, điều này không có nghĩa là NHTU từ bỏ việc can thiệp lên thị trường hối đoái. Trong những trường hợp tỷ giá biến động mạnh, có thể tác động tiêu cực đến nền kinh tế, NHTU vẫn thực hiện hoạt động can thiệp vào thị trường ngoại hối nhằm ổn định tỷ giá. Trong trường hợp này, một chế độ tỷ giá ít linh hoạt (managed exchange rate) hơn sẽ thích hợp hơn. Tình trạng này, thường xảy ra đối với các quốc gia có nền kinh tế phụ

thuộc nhập khẩu với quy mô dự trữ ngoại hối thấp, tỷ giá bị biến động mạnh bởi ảnh hưởng từ cung, cầu ngoại tệ. Nghiên cứu của Eric Parrado (2004)⁴ chỉ ra rằng, việc chấp nhận một chế độ tỷ giá thả nổi hay thả nổi có quản lý (với các mức độ khác nhau) trong các quốc gia theo đuổi IT phụ thuộc vào bản chất và nguồn gốc của các biến động kinh tế. Các biến động xuất phát từ thị trường quốc tế (real shock) thường đòi hỏi một cơ chế tỷ giá ít kiểm soát hơn nhằm điều chỉnh “sốc” linh hoạt hơn. Theo thống kê của IMF, các nước áp dụng chính sách mục tiêu lạm phát đều có cơ chế tỷ giá thả nổi hoặc thả nổi tự do (bảng 1). Các cơ chế tỷ giá cố định dưới các hình thức khác nhau (từ 1 - 9) đều không được lựa chọn trong khuôn khổ IT.

Căn cứ của mối quan hệ này xuất phát từ ảnh hưởng chuyển tiếp hay hiệu ứng trung chuyển (pass - through impacts) những biến động tỷ giá sang mức giá cả nội địa (thông qua giá cả nhập khẩu), được coi như là mối quan hệ tất yếu trong một nền kinh tế mở⁵. Nếu những ảnh hưởng này ở mức độ lớn, việc theo đuổi mục tiêu lạm phát sẽ trở nên khó khăn và trong nhiều trường hợp không khả thi khi CSTT và chính sách tài khóa tập trung kiểm soát áp lực lạm phát từ sự biến động tỷ giá và làm ảnh hưởng tới mục tiêu cân bằng nội (Sbatian Eward, 2006)⁶. Tuy nhiên, xu hướng giảm lạm phát toàn cầu diễn ra từ đầu những năm 90, đã tạo thuận lợi cho các quốc gia khi lựa chọn khuôn khổ IT. Môi trường này làm giảm mức độ “trung chuyển” của tỷ giá tới mức giá cả nội địa, vì thế mà tạo “room” cho việc theo đuổi mục tiêu ổn định lạm phát. Ở khía

cạnh khác, việc theo đuổi chính sách mục tiêu lạm phát cũng góp phần tạo ra môi trường lạm phát thấp vào thời gian này, vì thế, mà làm giảm biến động của tỷ giá.

Tuy vậy, mối quan hệ giữa tỷ giá và giá cả, sẽ có thể thay đổi nếu môi trường kinh doanh và thị trường quốc tế chuyển sang chiều hướng bất lợi làm tăng ảnh hưởng lạm phát của tỷ giá tới giá cả nội địa. Điều này, sẽ gây khó khăn cho việc theo đuổi mục tiêu ổn định lạm phát. Mối quan hệ qua lại giữa tỷ giá và lạm phát báo trước một cơ chế điều tiết IT linh hoạt hơn là một cơ chế lạm phát mục tiêu “cứng”. Theo đó, việc theo đuổi mục tiêu lạm phát không phải bằng mọi giá và coi nhẹ các yêu cầu ổn định khác. Việc chấp nhận có sự can thiệp tỷ giá khi cần thiết (ảnh hưởng tới mức cung tiền và mục tiêu lạm phát) trong ngắn hạn để theo đuổi lộ trình kiểm soát lạm phát trong dài hạn cần được cân nhắc trong khi theo đuổi cơ chế IT. Đối với các quốc gia mới trong giai đoạn chuẩn bị điều kiện cho IT, việc chuyển sang một cơ chế tỷ giá linh hoạt hơn cần đặc biệt chú ý tới điều kiện vận hành một cơ chế tỷ giá linh hoạt. Thiếu điều kiện này, việc duy trì mục tiêu lạm phát sẽ trong môi trường thiếu ổn định do biến động tỷ giá đem lại⁷.

2. Chính sách mục tiêu lạm phát và cơ chế tỷ giá ở một số quốc gia

Thái Lan là quốc gia Đông Nam Á đã áp dụng rất thành công IT. Trước khủng hoảng tài chính khu vực năm 1997, NHTU Thái Lan (BOT) thực hiện cơ chế neo tỷ giá. Song, cơ chế này là một trong những nguyên nhân đưa Thái Lan trở thành nơi chôn ngòi cho cuộc khủng hoảng tài chính khu vực năm 1997. Để giải

**Bảng 1: Cơ chế tỷ giá của các nước (2010)**

STT	Cơ chế tỷ giá	Số quốc gia áp dụng	
		Tổng số nước	Các nước IT
1	Cơ chế tỷ giá không có đồng tiền pháp định riêng (No separate legal tender)	12	0
2	Hội đồng tiền tệ (Currency board)	15	0
3	Tỷ giá neo đậu cố định thông thường (Conventional fixed peg)	44	0
4	Cơ chế ổn định (Stabilized Arrangement)	24	0
5	Neo tỷ giá điều chỉnh dần (Crawling pegs)	3	0
6	Cơ chế tương tự điều chỉnh (Crawling-like Arrangements)	2	0
7	Tỷ giá neo đậu có biên độ (Pegged within horizontal bands)	2	0
8	Tỷ giá gia tăng có biên độ (Exchange rates within crawling bands)	1	0
9	Cơ chế có quản lý khác (Other Managed Arrangement)	21	0
10	Thả nổi (floating)	35	20 Colombia, Guatemala, Peru, Thailand, Brazil, Ireland, Israel, Korea, Mexico, Philippines, Swizeland, Armenia, Albania, Ghana, Hungary, Indonesia, Romania, Serbia, South Africa, Uruguay
11	Thả nổi tự do (Free floating)	30	11 Australia, Brazil, Canada, Czech Republic, Chile, New Zealand, Norway, Poland, Sweden, Turkey, United Kingdom,

Nguồn: Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restriction 2010

quyết tình trạng này, NHTƯ Thái Lan đã quyết định thả nổi đồng Baht và thử nghiệm khuôn khổ đặt mục tiêu tiền tệ. BOT đảm bảo tổng cung tiền tệ trong nền kinh tế nhằm ổn định giá cả và tăng trưởng bền vững. Tuy nhiên, chính sách này phải dựa vào quan hệ giữa cung tiền và các biến số của nền kinh tế, trong khi đây là điều khó dự báo và do vậy, nó chỉ tồn tại trong 3 năm (1997 - 2000). Tháng 5/2000, Thái Lan chính thức áp dụng IT với cơ chế tỷ giá thả nổi tự do.

Các lý do chính khiến NHTƯ

Thái Lan lựa chọn áp dụng chính sách lạm phát mục tiêu là: (i) Sự ổn định giá cả là điều kiện tiên quyết quan trọng cho sự ổn định kinh tế vĩ mô, đồng thời, khuyến khích tăng trưởng dài hạn; (ii) Đảm bảo sự nhất quán với cơ chế tỷ giá linh hoạt; (iii) IT khuyến khích một quy trình hoạt động minh bạch, có hệ thống của NHTƯ, đồng thời, nâng cao uy tín và độ tin cậy cho chính sách; (iv) Khắc phục những nhược điểm của các hệ thống đã áp dụng trước đó.

Định kỳ hàng năm, NHTƯ Thái Lan đưa ra mục tiêu lạm phát cụ

thể và công bố ra công chúng. Từ năm 2000 đến năm 2008, tốc độ tăng trưởng bình quân theo quý của lạm phát cơ bản phải được giữ trong khoảng từ 0 - 3,5%. Năm 2009, mức này thay đổi trong khoảng 0,5 - 3% nhằm tránh nguy cơ giảm phát và thu hẹp khoảng dao động của mục tiêu.

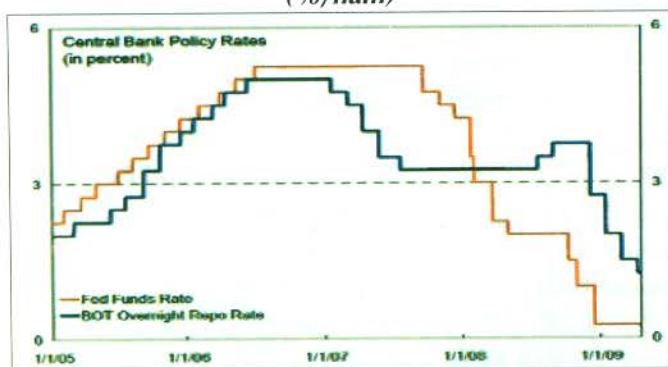
BOT chọn lãi suất repo 1 ngày (khởi đầu là lãi suất repo 14 ngày) là lãi suất chính sách. Lãi suất chính sách được sử dụng nhằm đưa ra một tín hiệu CSTT rõ ràng, minh bạch, đồng thời cung cấp khuôn khổ cho một cơ chế truyền dẫn hiệu quả hơn.

Với việc kiểm soát lãi suất, mức cung tiền tệ của Thái Lan được thả nổi và mặc dù cung tiền tăng mạnh trong năm 2008 - 2009, lạm phát vẫn nằm trong mục tiêu kiểm soát (hình 1 và hình 2)

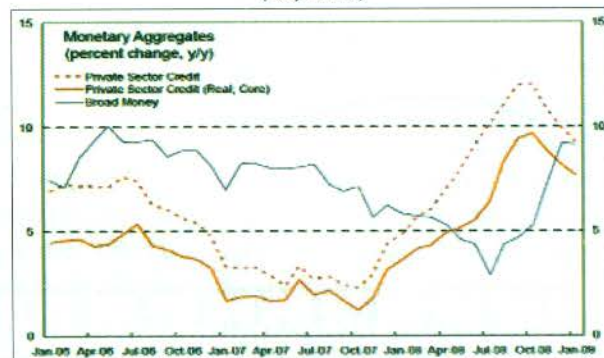
Sau 10 năm áp dụng và thường xuyên hoàn thiện cho phù hợp với tình hình thực tế, chính sách mục tiêu lạm phát của Thái Lan đã chứng tỏ đây là cơ chế hữu hiệu nhất để đảm bảo cho nền kinh tế đạt được sự tăng trưởng bền vững, kiểm soát được lạm phát và một NHTƯ minh bạch. Điều này, đã được chứng minh qua khả năng kháng chịu của nền kinh tế Thái Lan trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008 - 2009 và trong điều kiện có những bất ổn về chính trị (Hình 3).

Từ năm 1985, Thái Lan đã có những bước đi mạnh mẽ trong việc tự do hóa giao dịch vốn (cả dòng vốn vào và ra, đặc biệt với dòng vốn vào) nhằm thu hút dòng vốn nước ngoài, tạo động lực cho phát triển kinh tế. Đồng thời, Thái Lan cũng quan tâm đến việc phát triển các thị trường tài chính.

Hình 1: Lãi suất repo qua đêm của BOP
(%/năm)



Hình 2: Mức tăng cung tiền của Thái Lan
(%/năm)



Nguồn: IMF (06/2009), Country Report No. 09/2010

Năm 1996, khi Mỹ tăng lãi suất và chịu sự cạnh tranh hàng xuất khẩu với Trung Quốc khiến dòng vốn đổ vào Thái Lan giảm mạnh, xuất khẩu chững lại, tỷ giá thực tăng lên, tài khoản vãng lai thâm hụt nặng, lãi suất và lạm phát ở mức cao. Áp lực lãi suất cao cùng với dòng vốn rút ra ồ ạt, với khối lượng lớn cho vay không đủ điều kiện khiến nhiều ngân hàng thương mại mất khả năng thanh toán. Thái Lan đã hạn chế giao dịch mua, bán ngoại tệ trừ nhu cầu xuất nhập khẩu, đầu tư trực tiếp (FDI) nhưng vẫn diễn ra việc bán tháo đồng Baht. Tháng 7/1997, đi đôi với việc thả nổi tỷ giá, Thái Lan cũng điều chỉnh chính sách giao dịch vốn: FDI tiếp tục được tự

do hóa, không ràng buộc điều kiện đầu tư; ngoại tệ từ xuất khẩu phải bán hoặc gửi tại tổ chức tín dụng; đầu tư gián tiếp được quản lý chặt chẽ hơn thông qua tỷ lệ nắm giữ của nhà đầu tư nước ngoài trong công ty cổ phần...

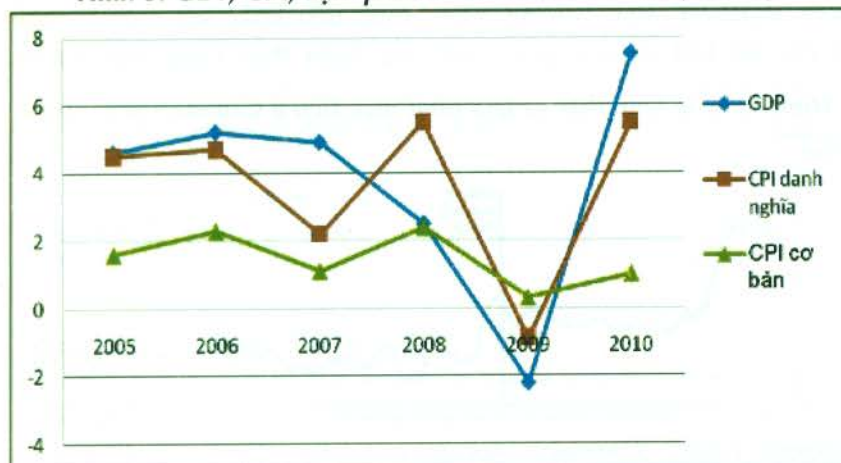
Đi đôi với việc theo đuổi IT, Thái Lan đã có sự chuyển đổi cơ chế tỷ giá phù hợp cùng với quá trình tự do hóa tài khoản vốn. Trước khủng hoảng tài chính khu vực 1997, Thái Lan áp dụng cơ chế tỷ giá neo đậu cố định thông thường, cố định tỷ giá với đồng đôla Mỹ trong thời gian dài và can thiệp vào thị trường ngoại hối khi tỷ giá biến động. Trong 3 năm từ 1997 đến 1999, Thái Lan thả nổi tỷ giá hoàn toàn để giảm áp lực lên

dự trữ ngoại hối. Từ khi áp dụng chính sách mục tiêu lạm phát năm 2000, cơ chế tỷ giá của Thái Lan là thả nổi có quản lý không thông báo trước tỷ giá. Điều đó, phù hợp với một nước nhỏ, có độ mở cửa kinh tế cao.

Với cơ chế tỷ giá tương đối linh hoạt, Thái Lan vẫn có được mức tỷ giá tương đối ổn định và mức dự trữ ngoại hối cao (hình 4,5).

Những năm 70 của thế kỷ trước, NHTƯ Canada (BOC) chọn chỉ tiêu cung tiền trong điều hành CSTT. Sang những năm 80, họ nhận thấy rằng, tổng mức cung tiền không phải là chỉ dẫn tốt cho CSTT. Ngày 26/2/1991, Bộ trưởng Tài chính và Thống đốc NHTƯ Canada cùng nhau thông báo về việc chính thức thực hiện mục tiêu lạm phát. Vùng mục tiêu lạm phát là 2 - 4% cho đến cuối năm 1992; 1,5 - 3,5% đến tháng 6/1994; sau đó, giữ ở mức 1 - 3%. Lạm phát ở Canada đã giảm từ khi áp dụng chính sách mục tiêu lạm phát, từ 5% năm 1991 xuống 0% năm 1995 và khoảng 1 - 2% cuối những năm 90 (hình 6). Tuy nhiên, để đạt được điều đó cái giá phải trả là thất nghiệp tăng cao, lên 10% từ năm 1991 đến 1994, nhưng sau đó, đã giảm một cách bền vững.

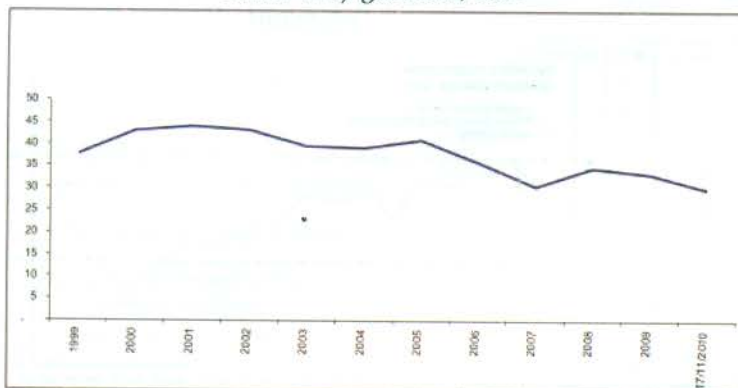
Hình 3: GDP, CPI, Lạm phát cơ bản của Thái Lan (%/năm)



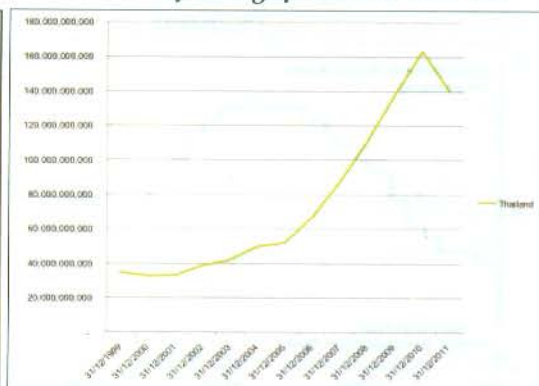
Nguồn: IMF (12/2010), Country Report No.10/344



Hình 4: Tỷ giá Baht/USD



Hình 5: Dự trữ ngoại hối của Thái Lan



Cũng như nhiều nước, NHTU Canada áp dụng quy tắc Taylor để xác định mức lãi suất mục tiêu là lãi suất cho vay qua đêm. Công thức này, theo dõi sự biến đổi thực tế của lãi suất mục tiêu trong mối liên hệ với lạm phát, sản lượng và lãi suất thực. Công thức được viết như sau:

Lãi suất mục tiêu = Lãi suất thực dài hạn + Lạm phát hiện tại + $\frac{1}{2}$ (chênh lệch lạm phát) + $\frac{1}{2}$ (chênh lệch sản lượng) (1)

Chênh lệch lạm phát = Lạm phát hiện tại - Lạm phát mục tiêu (%) (2)

Chênh lệch sản lượng = GDP hiện tại - GDP tiềm năng (3)

Khi lạm phát hiện tại cao hơn mức lạm phát mục tiêu, chênh lệch lạm phát là dương; khi sản lượng hiện tại cao hơn sản lượng tiềm năng, chênh lệch sản lượng là dương.

Nếu lãi suất thực là $2\frac{1}{2}\%$, lạm phát hiện tại là 3% , mức lạm phát mục tiêu là 2% , nếu GDP hiện tại bằng mức GDP tiềm năng thì không có chênh lệch sản lượng, khi đó mức lãi suất mục tiêu được xác định ở mức:

$$2\frac{1}{2} + 3 + \frac{1}{2} = 6\%$$

Vì vậy, khi lạm phát tăng cao hơn mức mục tiêu thì đối phó lại bằng cách tăng lãi suất; khi sản

lượng giảm xuống thấp hơn mức mục tiêu thì giảm lãi suất. Nếu lạm phát hiện tại bằng lạm phát mục tiêu và không có chênh lệch sản lượng (GDP hiện tại bằng GDP tiềm năng), thì mức lãi suất mục tiêu bằng mức lạm phát (hiện tại hoặc mục tiêu) cộng với $2\frac{1}{2}\%$.

Hệ số chênh lệch lạm phát và sản lượng phụ thuộc vào mức độ nhạy cảm của nền kinh tế với lãi suất và mức độ quan tâm của NHTU, theo hướng đồng biến với mức độ quan tâm của NHTU và nghịch biến với độ lệch sản lượng. Không có gì bất thường khi NHTU muốn tăng lãi suất mục tiêu gấp đôi mức tăng lạm phát trong khi hầu như không quan tâm đến độ lệch sản lượng.

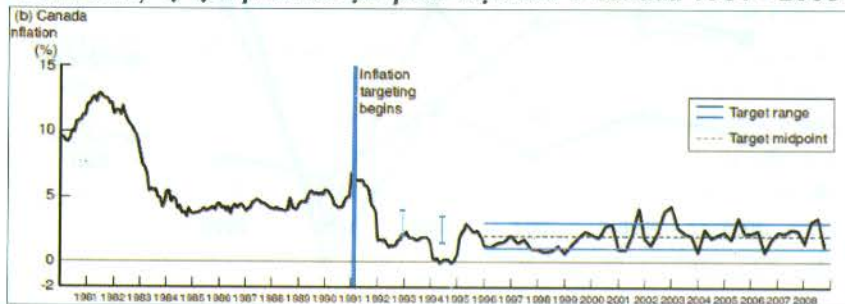
Để áp dụng công thức Taylor cần có 4 yếu tố: (i) Hằng số - lãi suất thực dài hạn, chẳng hạn $2\frac{1}{2}\%$; (ii) Chỉ số lạm phát; (iii)

Mức chênh lệch lạm phát; và (iv) Mức chênh lệch sản lượng. Lãi suất thực dài hạn không có rủi ro và thường thấp hơn khoảng 1 điểm phần trăm so với tốc độ tăng trưởng kinh tế. Nếu nền kinh tế tăng trưởng với tốc độ $3\frac{1}{2}\%$ /năm thì hằng số ở mức $2\frac{1}{2}\%$. Tuy nhiên, con số này có thể thay đổi.

Công thức Taylor chỉ ra rằng, NHTU Canada không chỉ quan tâm đến việc giữ cho lạm phát trong tầm kiểm soát mà còn phải tối thiểu hóa những biến động của sản lượng so với mức sản lượng tiềm năng trong chu kỳ kinh doanh.

Hình 7 minh họa lãi suất mục tiêu qua đêm được xác định bằng quy tắc Taylor và lãi suất mục tiêu thực tế từ 1991 đến 2009. Hai đường tương đối gần nhau, song tại một số thời kỳ mức lãi suất mục tiêu khác với mức lãi suất dự đoán theo công thức Taylor.

Hình 6: Tỷ lệ lạm phát và lạm phát mục tiêu ở Canada 1981 - 2008



Nguồn: Fredric S. Mishkin, Apostolos serletias (2011), *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*.

Vì công thức Taylor quá đơn giản và không tính đến những nguy cơ bất ngờ xảy ra ảnh hưởng đến sự ổn định tài chính. Thêm nữa, do thiếu số liệu cập nhật. Chính sách cần phải được xây dựng dựa trên thông tin sẵn có tại thời điểm lập chính sách những thông tin có thể không hoàn toàn chính xác. Do vậy, kỹ năng đánh giá tốt là chìa khoá để xây dựng được CSTT thành công. Mặc dù vậy, qui tắc Taylor là một chỉ dẫn tốt cho CSTT

của NHTƯ Canada.

Tương ứng với khuôn khổ chính sách mục tiêu lạm phát, cơ chế tỷ giá của NHTƯ Canada là cơ chế tỷ giá thả nổi hoàn toàn. Đây là cơ chế gắn liền với chính sách tổng thể của NHTƯ trong việc giữ lạm phát thấp và ổn định. NHTƯ không xác định tỷ giá mục tiêu cụ thể, tỷ giá được quyết định bởi thị trường. Sự biến động về tỷ giá rất quan trọng trong việc điều hành CSTT bởi hai lý do: Chúng thường

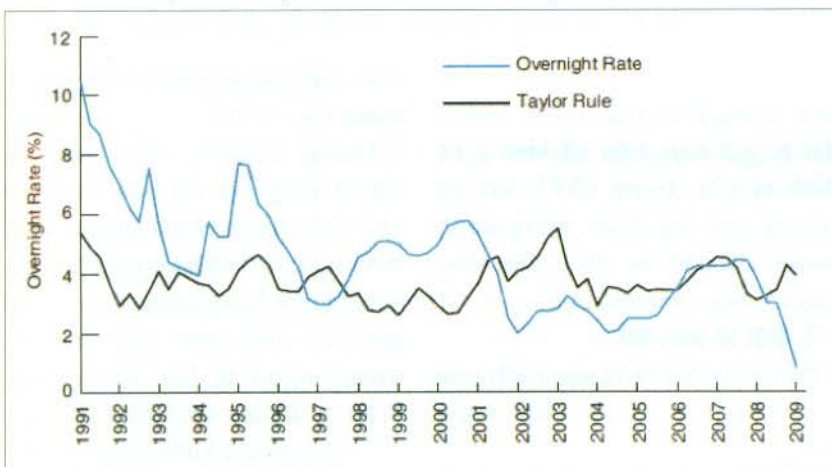
liên quan đến các sự kiện của nền kinh tế Canada và thế giới ảnh hưởng trực tiếp đến tổng cầu của Canada. Khi tỷ giá biến động, phản ứng của CSTT được quyết định bởi nguyên nhân của sự thay đổi. Bằng việc xác định nguyên nhân biến động tỷ giá, NHTƯ có thể xác định ảnh hưởng ròng trên tổng cầu của Canada và do vậy, CSTT có những phản ứng phù hợp. (Hình 8)

Tháng 10/1992, Anh chọn mục tiêu lạm phát như một cái neo danh nghĩa và NHTƯ Anh (BOE) bắt đầu viết báo cáo lạm phát hàng quý trong quá trình thực hiện mục tiêu lạm phát. Vùng mục tiêu lạm phát ban đầu là 1 - 4% đến mùa xuân năm 1997. Tháng 5/1997, mục tiêu lạm phát là 2,5%.

Trước khi đặt lạm phát mục tiêu, lạm phát ở Anh đã giảm từ 9% đầu năm 1991 xuống 4% ở thời kỳ bắt đầu theo đuổi chính sách mục tiêu lạm phát. Sau khi tăng nhẹ vào năm 1993, lạm phát tiếp tục giảm. Vào quý 3 năm 1994, lạm phát ở mức 2,2%. Sau đó, lạm phát lại tăng lên mức 2,5% vào năm 2006 nhưng đã giữ gần mức mục tiêu thời gian tiếp theo. Tháng 12/2003, mục tiêu lạm phát được điều chỉnh xuống 2% (Hình 9).

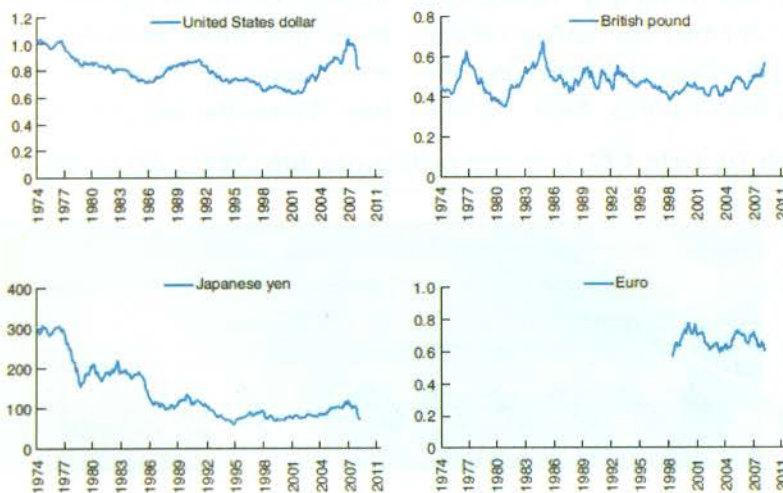
Mục tiêu CSTT của BOE là ổn định giá cả - lạm phát thấp - từ đó, hỗ trợ các mục tiêu kinh tế của Chính phủ (tăng trưởng kinh tế, việc làm). Mục tiêu lạm phát của Chính phủ được công bố mỗi năm bởi Bộ trưởng Tài chính trong bản tường trình ngân sách hàng năm. Nếu mức lạm phát cao hơn hoặc thấp hơn 1% so với mục tiêu (trên 3% hoặc thấp hơn 1%), Thống đốc Ngân hàng phải viết thư ngỏ đến Thủ tướng

Hình 7: Qui tắc Taylor cho mức lãi suất qua đêm 1991 - 2009



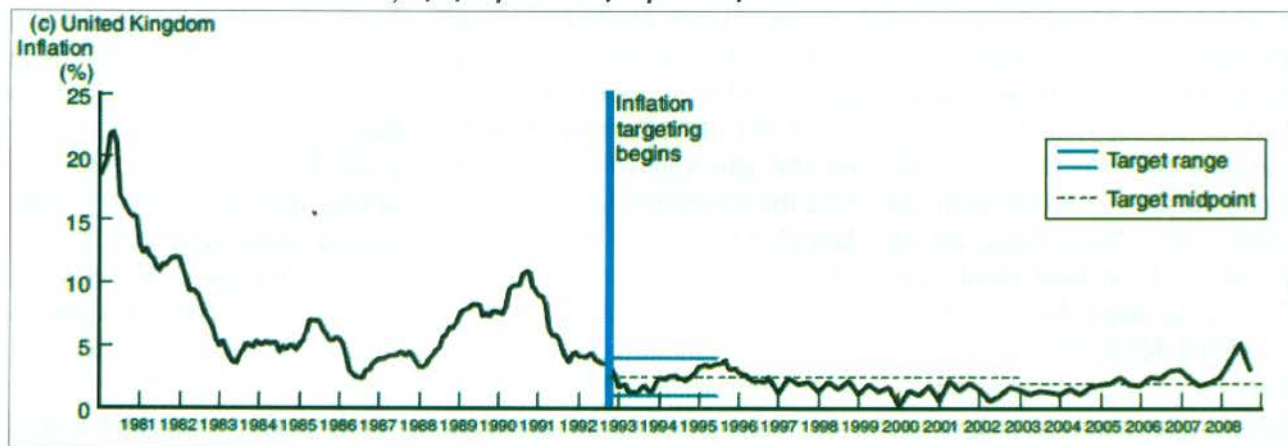
Nguồn: Fredric S. Mishkin, Apostolos serletias (2011), *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*.

Hình 8: Tỷ giá giữa đồng đô la Canada với đô la Mỹ, Bảng Anh, Yên Nhật và Euro (trung bình tháng 1974 - 2011)



Nguồn: Fredric S. Mishkin, Apostolos serletias (2011), *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*.

Hình 9: Tỷ lệ lạm phát và lạm phát mục tiêu ở Anh 1981 - 2008



Nguồn: Fredric S. Mishkin, Apostolos serletias (2011), *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*.

giải thích lý do lạm phát tăng lên hoặc giảm và những biện pháp của NHTƯ để đảm bảo lạm phát quay trở lại mức mục tiêu. Mục tiêu lạm phát 2% không có nghĩa là lạm phát luôn phải cố định ở mức này. Đó là điều không thể và cũng không mong muốn. Vì như vậy, lãi suất sẽ luôn phải thay đổi và với mức độ lớn, gây ra sự không chắc chắn và những biến động trong nền kinh tế. Thậm chí sau đó, nó sẽ không có thể giữ lạm phát ở mức 2% trong mỗi tháng và hàng tháng. Thay vào đó, mục tiêu của Ủy ban CSTT (MPC) là thiết lập lãi suất để lạm phát có thể được đưa trở lại mức mục tiêu trong khoảng thời gian hợp lý mà không tạo ra sự bất ổn quá mức trong nền kinh tế.

Với việc theo đuổi IT, kinh tế Anh ngày càng mạnh, thất nghiệp giảm. Tuy nhiên, với ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính toàn cầu, các chỉ số về lạm phát, tăng trưởng kinh tế cũng bị xấu đi từ năm 2008 (hình 10).

Đồng Bảng Anh đã từng đóng vai trò là đồng tiền quốc tế và vẫn là một ngoại tệ mạnh. Cơ chế tỷ giá của Bảng Anh là thả nổi tự do và nó hoàn toàn tương thích

với chính sách mục tiêu lạm phát BOE đang theo đuổi. BOE không đặt tỷ giá mục tiêu và không cố định tỷ giá. Trong CSTT, vai trò của tỷ giá thể hiện trong kênh truyền dẫn để tác động đến tổng cầu và mức lạm phát CPI.

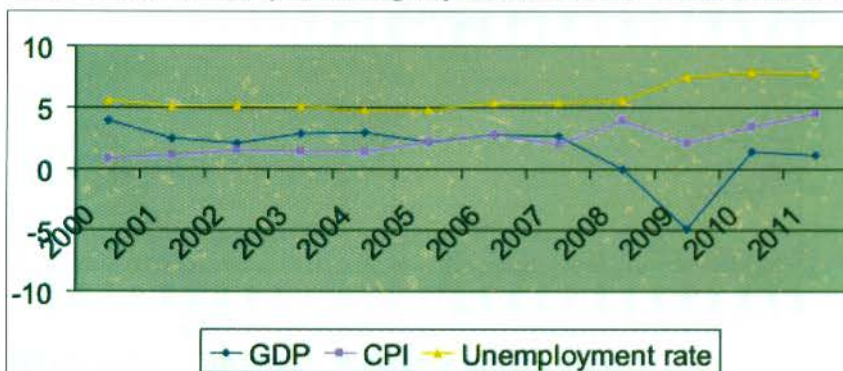
3. Một số trao đổi

Bản chất của IT là xác định một khung mục tiêu lạm phát trong trung hạn và cố gắng sử dụng các công cụ để kiểm soát mức lạm phát trong khung mục tiêu đó. Chỉ tiêu lạm phát là một trong các chỉ tiêu vĩ mô được đặt ra hàng năm và là chỉ tiêu pháp lệnh được Quốc hội thông qua. Vấn đề là ở chỗ, chỉ tiêu này không có các hệ thống công cụ hỗ trợ cũng như điều kiện để thực hiện. Cơ chế

điều hành tỷ giá hiện hành là một trong các lý do.

Tháng 2/1999, Việt Nam đã có sự thay đổi cơ bản trong cơ chế điều hành tỷ giá. Ngân hàng Nhà nước (NHNN) công bố tỷ giá VND/USD hàng ngày dựa trên tỷ giá giao dịch bình quân trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng. Trên cơ sở đó, các tổ chức tín dụng xác định tỷ giá kinh doanh không vượt quá biên độ cho phép. Việt Nam được IMF xếp trong nhóm các nước theo cơ chế neo tỷ giá. Trong hơn 10 năm từ 1999 đến 2009, cơ chế tỷ giá đã ngày càng linh hoạt thể hiện ở biên độ dao động điều chỉnh qua nhiều lần từ 0,1% lên $\pm 5\%$. Song, từ tháng 11/2009, biên độ này thu hẹp còn $\pm 3\%$ và

Hình 10: GDP, CPI, tỷ lệ thất nghiệp của Anh 2000 - 2011 (%/năm)



Nguồn: IMF

**Bảng 2: Điều chỉnh biên độ tỷ giá từ năm 1999**

Thời gian	Biên độ dao động
- Từ 2/1999 – 6/2002	+0,1%
- Từ 7/2002 – 12/2006	$\pm 0,25\%$
- Từ 1/01/2007 – 24/12/2007	$\pm 0,5\%$
- Từ 25/12/2007 -09/03/2008	$\pm 0,75\%$
- Từ 10/3/2008 – 26/6/2008	$\pm 1\%$
- Từ 27/6/2008-6/11/2008	$\pm 2\%$
- Từ 7/11/2008- 23/3/2009	$\pm 3\%$
- Từ 24/3/2009-30/11/2009	$\pm 5\%$
- Từ 26/11/2009 – 10/02/2011	$\pm 3\%$
- Từ 11/02/2011 đến nay	$\pm 1\%$

Nguồn: Các quyết định của NHNN Việt Nam

giảm xuống $\pm 1\%$ từ tháng 2/2011 (bảng 2).

Cơ chế tỷ giá kém linh hoạt dẫn đến những thời điểm có sự chênh lệch lớn giữa tỷ giao dịch của ngân hàng và tỷ giá thị trường tự do, tạo nên sự lúng đoạn ngoại tệ. Dòng vốn đang dần được tự do hóa cùng với lộ trình tự do hóa giao dịch vốn và mở cửa thị trường tài chính theo các cam kết quốc tế, cơ chế tỷ giá hiện hành⁸ sẽ chịu tác động lớn từ biến động của thị trường quốc tế. Tình trạng hai tỷ giá sẽ làm tăng áp lực điều chỉnh tỷ giá chính thức và đến lượt nó, sẽ phá vỡ các cam kết mục tiêu lạm phát khi CSTT được sử dụng điều tiết tỷ giá. Bên cạnh đó, vấn đề khó khăn hơn là các áp lực điều chỉnh tỷ giá sẽ chuyển hóa rất nhanh sang biến động của các chỉ tiêu tiền tệ như lãi suất bởi tình trạng đô la hóa cao và tiềm năng của nền kinh tế. Kết quả là, thay vì sử dụng lãi suất để điều chỉnh tỷ giá nhằm duy trì sự ổn định cho mục tiêu lạm phát thì chính sự biến động của tỷ giá lại chi phối mặt bằng lãi suất và mục tiêu của CSTT. Trong hoàn cảnh này, sẽ rất khó cho NHNN có thể cùng lúc theo đuổi cả mục tiêu lạm phát và mục tiêu tỷ giá.

Cơ chế tỷ giá linh hoạt được coi như là điều kiện tiên quyết cho

việc vận hành chính sách mục tiêu lạm phát. Tuy vậy, nếu xem xét đến các điều kiện cho môi trường vận hành cơ chế tỷ giá linh hoạt ở Việt Nam thì khả năng áp dụng là rất hạn chế. Yêu cầu quan trọng nhất cho một cơ chế tỷ giá linh hoạt là sức mạnh can thiệp thị trường của NHNN; sự phát triển của thị trường bảo hiểm trạng thái ngoại hối của các chủ thể tham gia thị trường. Cả hai yếu tố này đang còn thiếu. Hơn nữa, duy trì cơ chế tỷ giá linh hoạt đồng nhất với việc chấp nhận ảnh hưởng “trung chuyển” từ tỷ giá tới mức giá cả nội địa. Một nền kinh tế phụ thuộc vào thị trường nhập khẩu như Việt Nam sẽ rất dễ phải chịu đựng các “real shock” ảnh hưởng qua tỷ giá và cuối cùng, chi phối khu vực nhập khẩu và nền kinh tế. Vì thế, song song với việc tạo lập nền tảng cho một chính sách tỷ giá linh hoạt, **trước mắt, Việt Nam nên duy trì cơ chế tỷ giá hiện hành (pegged exchange rate within horizontal bands) nhưng với biên độ giao động nói rộng hơn, trước khi hình thành một cơ chế tỷ giá linh hoạt có điều tiết và không thông báo trước.** NHNN vẫn giữ quyền can thiệp thị trường khi tỷ giá biến động vượt khỏi biên độ cho phép. Tuy nhiên, yêu cầu giải trình xu hướng và lý do can

thiệp cho công chúng là đặc điểm của IT cần tuân thủ. (Tương tự như kinh nghiệm của Chile trong giai đoạn đầu chuyển đổi cơ chế tỷ giá - giai đoạn 1999 - 2003).

Vì thế, song song với việc linh hoạt hóa cơ chế tỷ giá theo lộ trình, **NHNN cần cân nhắc một cơ chế cung cấp thông tin, dự báo minh bạch và chủ động để định hướng thị trường.** Cơ chế này, quyết định cả nội dung thông tin, kênh cung cấp thông tin định kỳ và giải trình biến động chính sách khi cần thiết. Mục tiêu là nhằm tạo sự kết nối thường xuyên giữa các nhà làm chính sách với các đối tượng chịu sự điều tiết của chính sách, nhờ đó mà kiểm soát chủ động diễn biến thị trường. Vấn đề này, không thể thay đổi trong ngắn hạn, nó cần sự thay đổi tư duy từ những người đứng đầu các cơ quan làm chính sách cũng như thay đổi tư duy sử dụng các kênh thông tin chính thống của công chúng.

Tuy vậy, **vấn đề cốt lõi để có một cơ chế tỷ giá do thị trường quyết định là thị trường ngoại hối phải thực sự tích cực và mức độ thanh khoản cao.** Mặc dù NHNN đã triển khai một loạt các giải pháp nhằm kiểm soát ngoại tệ, hạn chế tình trạng đô la hóa, hiện tồn tại hai dấu hiệu thể hiện sự thiếu tích cực của thị trường ngoại hối: i/ Tồn tại thị trường nợ ngoại tệ qua ngân hàng; và ii/ Tồn tại một lượng ngoại tệ lớn trong dân mà con số ước tính có thể căn cứ vào khoản mục sai số khá lớn hàng năm của cán cân thanh toán quốc tế. Tổng hai khoản này, số ngoại tệ trong tay dân cư như là công cụ tích lũy tài sản lên tới hàng chục tỷ đô. Với bản chất tích lũy tài sản, số tiền này không tham gia thị trường với tư cách là nguồn cung ngoại tệ mà tham gia để đầu cơ chênh

lệch giá, tạo cung, cầu ảo, làm sai lệch tỷ giá thị trường. Vì thế, việc sử dụng các giải pháp nhằm giảm sự hấp dẫn của các khoản tiền gửi ngoại tệ, tiến tới chấm dứt việc cho phép gửi, vay ngoại tệ là giải pháp cần triển khai tiếp tục sau quyết định về giảm lãi suất tiền gửi ngoại tệ, kiểm soát đối tượng được phép vay ngoại tệ⁹, chính sách phân biệt chế độ bảo hiểm tiền gửi giữa VND và ngoại tệ. Các giải pháp nhằm siết chặt cho vay ngoại tệ chỉ có thể triển khai (theo dự kiến cuối năm 2012 hoặc năm 2013) khi NHNN kiểm soát và khai thác được nguồn cung ngoại tệ từ công chúng và cải thiện thanh khoản cho thị trường ngoại hối.

Một trong những động lực tích trữ đô la Mỹ là do công chúng không tin vào các giải pháp kiểm soát tỷ giá cũng như đồng nội tệ cùng với tâm lý lo sợ rủi ro tỷ giá. Vì thế, ngay cả trong trường hợp sử dụng các giải pháp trên, nếu chỉ có thể giảm thấp lượng tiền gửi ngoại tệ chứ không huy động được ngoại tệ trong dân chảy vào thị trường. Thậm chí, hiệu ứng ngược có thể xảy ra khi thay vì gửi ngân hàng, người dân có thể tăng tích trữ tiền mặt hoặc gửi ra nước ngoài. Vì thế, ngoài giải pháp mang tính chiến lược là tạo lập lòng tin của công chúng vào các quyết sách của NHNN, **cần tạo khung pháp lý và vận hành thị trường bảo hiểm rủi ro tỷ giá cho các giao dịch mua, bán ngoại tệ.** Một số ngân hàng lớn đã và đang cung cấp các sản phẩm bảo hiểm rủi ro tỷ giá kèm theo dịch vụ tư vấn miễn phí cho việc lựa chọn công cụ bảo hiểm, các sản phẩm bảo hiểm cũng khá đa dạng. Tuy nhiên, một khung pháp lý toàn diện với việc hình thành một thị trường cho các công cụ phái sinh, sẽ đảm bảo sự thống

nhất và chuẩn mực trong vận hành các sản phẩm bảo hiểm. Việc đào tạo chuyên gia về lĩnh vực này, cũng như tư vấn xây dựng chính sách nội bộ về bảo hiểm rủi ro của các doanh nghiệp là điều kiện tiên quyết cho yêu cầu phát triển thị trường bảo hiểm. Gián tiếp, chiến lược này, sẽ thay đổi tâm lý tích trữ ngoại tệ, tăng tính thanh khoản cho thị trường ngoại hối.

Tiếp cận từ điều kiện áp dụng khuôn khổ chính sách mục tiêu lạm phát, cơ chế tỷ giá của Việt Nam cần một lộ trình thích hợp để đạt được mức độ linh hoạt cần thiết. Trước mắt, cần tạo lập các điều kiện cho phép thị trường ngoại hối vận hành tích cực, NHNN kiểm soát được cung, cầu ngoại tệ và đảm bảo tỷ giá phản ánh chính xác quan hệ này. Việc nới rộng biên độ giao động của tỷ giá và tiến tới sử dụng cơ chế tỷ giá linh hoạt có can thiệp sẽ tiến hành song song với việc xác lập mục tiêu lạm phát tương thích. Kinh nghiệm các nước mới nổi khi chuyển sang cơ chế IT, cần từ 3 - 5 năm để đạt được sự tương thích này.■

¹Tô Kim Ngọc (2012), Chính sách mục tiêu lạm phát trong điều kiện khủng hoảng tài chính, Tạp chí ngân hàng số 8 tháng 4/2012.

²Vào năm 1979, 68% các quốc gia thành viên IMF lựa chọn cơ chế tỷ giá cố định trong khi số liệu này giảm nhanh chóng xuống tỷ lệ 36% vào năm 1997 (Monetary bulletin, 2000). Trong số đó, chỉ có khoảng 45% sử dụng tỷ giá như là neo danh nghĩa cho CSTT.

³IMF, 1999 International Financial Statistics, 8/1999.

⁴Eric Parrado (2004), Inflation Targeting and Exchange rate Rules in an Open Economy. (Nghiên cứu sử dụng mô hình Neo- Keynesian phân tích ảnh hưởng của chính sách mục tiêu lạm phát trong điều kiện một nền kinh tế mở nhỏ).

⁵Yelena Takhtamanova (2008), Understanding changes of pass - through exchange rate, Federal Reserve Bank of Sanfransisco, WP 2008-13. Theo đó, có 4 yếu tố quyết định mức độ pass through: i/ Mức độ nhạy cảm của nhu cầu và chi phí của doanh nghiệp đối với biến động tỷ giá; ii/ Tỷ trọng hàng nhập khẩu trong giỏ hàng hóa tính CPI; iii/ Tỷ trọng của loại hàng hóa thuộc diện kiểm soát giá và iv/ Độ tin cậy của thị trường vào CSTT.

⁶Sebatian Eward (2006), Relationship between exchange rate and Inflation

targeting revisited, NBER, working paper series, 12163.

Một nghiên cứu thực nghiệm với 41 quốc gia mới nổi trong thập kỷ 80 về hiệu ứng "pass-through" của tỷ giá cho thấy sau 1 năm, 30% mức biến động của mức giá trong nước bị ảnh hưởng từ sự biến động tỷ giá, sau hai năm số liệu này là 60%. Mức độ ảnh hưởng pass through ở các nước phát triển thấp hơn.

⁷Rupa Duttagupta & et al (2005), Moving to flexible exchange rate: How, when and how fast, Economic issues, No.38

Điều kiện vận hành hiệu quả cơ chế tỷ giá linh hoạt: i/ Thị trường ngoại hối thanh khoản; ii/ Chính sách can thiệp nhất quán của NHTƯ vì mục tiêu lạm phát cũng như tỷ giá; iii/ Cơ chế kiểm soát hiệu quả trạng thái ngoại hối của khu vực công và tư nhân. Chú ý rằng, thời gian và mức độ ưu tiên cho từng điều kiện trên phụ thuộc vào các điều kiện khởi đầu và cấu trúc kinh tế của từng quốc gia.

⁸Cơ chế tỷ giá hiện hành của Việt Nam phù hợp với đặc điểm cơ chế tỷ giá neo có biên độ dao động (pegged exchange rates within horizontal bands). Theo đó, giá trị đồng ngoại tệ được duy trì trong phạm vi biên độ dao động ít nhất là $\pm 1\%$ xoay quanh một tỷ giá đã được cố định. Theo cơ chế này, mức độ linh hoạt của CSTT bị hạn chế trong giới hạn biên độ.

⁹Quyết định số 857/QĐ-NHNN ngày 2/5/2012 về cho vay ngắn hạn bằng ngoại tệ của các tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài đối với khách hàng là người cư trú; Thông tư 03/2012/TT-NHNN ngày 08 tháng 3 năm 2012.

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Fredric S. Mishkin (2010), The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, the ninth edition, Pearson - Addison Wesley.
2. Fredric S. Mishkin, Apostolos serletias (2011), The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, the fourth Canada edition, Pearson Canada.
3. Tài liệu chương trình đào tạo cán bộ quản lý cấp cao Ngân hàng Nhà nước (do NHNN Việt Nam và Tổ chức hợp tác quốc tế Đức GIZ tổ chức)- Học phần CSTT, năm 2008, 2009, 2010, 2011, 2012.
4. Christopher Allsopp Amit Kara and Edward Nelson, U. K. Inflation Targeting and the Exchange Rate, Research Division, Federal Reserve Bank of St. Louis, Working Paper 2006-030A, May 2006.
5. Christopher Ragan, The Exchange Rate and Canadian Inflation Targeting, Bank of Canada, Working Paper 2005-34, November 2005.
6. <http://www.imf.org> và một số websites khác.