



Bài giảng 6

Chính sách tiền tệ

Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright
Học kỳ Thu 2014 - 2015

Đỗ Thiên Anh Tuấn

Nội dung

- * Chính sách tiền tệ là gì?
- * Mục tiêu và công cụ của chính sách tiền tệ
- * Thị trường tiền tệ và sự lựa chọn mục tiêu chính sách tiền tệ của ngân hàng trung ương
- * Chính sách tiền tệ và tác động của nó đối với hoạt động kinh tế
- * Điều hành chính sách tiền tệ ở Việt Nam

Chính sách tiền tệ là gì?

- ✿ Chính sách tiền tệ liên quan đến các hành động can thiệp của ngân hàng trung ương thông qua việc quản lý cung tiền và lãi suất nhằm đạt được các mục tiêu chính sách kinh tế vĩ mô (Fed)
- ✿ Chính sách tiền tệ quốc gia là một bộ phận của chính sách kinh tế - tài chính của Nhà nước nhằm ổn định giá trị đồng tiền, kiềm chế lạm phát, góp phần thúc đẩy phát triển kinh tế - xã hội, **bảo đảm quốc phòng, an ninh** và nâng cao đời sống của nhân dân. (Điều 2 – Luật NHNN 1997)
- ✿ Chính sách tiền tệ quốc gia là các quyết định về tiền tệ ở tầm quốc gia của **cơ quan nhà nước có thẩm quyền**, bao gồm quyết định mục tiêu ổn định giá trị đồng tiền biểu hiện bằng chỉ tiêu lạm phát, quyết định sử dụng các công cụ và biện pháp để thực hiện mục tiêu đề ra. (Điều 3 – Luật NHNN 2010)

Ai có thẩm quyền quyết định CSTT ở Việt Nam?

- * **Quốc hội:** Quyết định chỉ tiêu lạm phát hằng năm được thể hiện thông qua việc quyết định chỉ số giá tiêu dùng và giám sát việc thực hiện CSTTQG.
- * **Chủ tịch nước:** Thực hiện nhiệm vụ, quyền hạn do Hiến pháp và pháp luật quy định trong việc đàm phán, ký kết, gia nhập điều ước quốc tế nhân danh Nhà nước CHXHCNVN về lĩnh vực tiền tệ và ngân hàng.
- * **Chính phủ:** Trình Quốc hội quyết định chỉ tiêu lạm phát hằng năm.
- * **Thủ tướng Chính phủ, Thống đốc NHNN:** Quyết định việc sử dụng các công cụ và biện pháp điều hành để thực hiện mục tiêu CSTTQG theo quy định của Chính phủ.

Mục tiêu chính sách tiền tệ

- ✿ Ổn định giá cả sv. kiềm chế lạm phát
 - ✱ Ở Việt Nam: Bộ Tài chính cũng tham gia bình ổn giá?
- ✿ Giảm thất nghiệp sv. tăng nhân dụng
 - ✱ Ở Việt Nam: Mục tiêu này có liên quan đến Bộ Lao động – Thương binh và Xã hội không? Thường ít được đề cập như một chỉ tiêu kinh tế, thay vào đó là một chỉ tiêu xã hội.
- ✿ Thúc đẩy tăng trưởng kinh tế sv. chống suy thoái
 - ✱ Các nhà chính sách mong muốn đạt được tăng trưởng kinh tế ổn định bởi vì chỉ có sự ổn định kinh tế mới giúp cho các hộ gia đình và các doanh nghiệp lập được kế hoạch chính xác và khuyến khích được các hoạt động đầu tư dài hạn cần thiết để duy trì tăng trưởng bền vững
 - ✱ Ở Việt Nam: Mục tiêu này có liên quan đến bộ ngành khác không, chẳng hạn như Bộ Kế hoạch và Đầu tư?
- ✿ Ổn định hệ thống tài chính và các tổ chức tài chính
 - ✱ Khi hệ thống tài chính ổn định sẽ giúp huy động và phân bổ nguồn vốn tốt hơn, qua đó giúp gia tăng tiết kiệm và đầu tư, góp phần vào tăng trưởng kinh tế
- ✿ Các mục tiêu khác: ổn định tỷ giá, ổn định lãi suất, an ninh tài chính quốc gia

Công cụ chính sách tiền tệ

✿ **Tái cấp vốn**

- ✱ Phương thức tái tài trợ của NHTƯ đối với các NHTM

✿ **Lãi suất**

- ✱ Sử dụng lãi suất tái cấp vốn, lãi suất cơ bản và các loại lãi suất khác để điều hành chính sách tiền tệ
- ✱ Các cơ chế lãi suất: thả nổi, trần, sàn, biên độ dao động...

✿ **Tỷ giá hối đoái**

- ✱ Chế độ tỷ giá, cơ chế điều hành tỷ giá

✿ **Dự trữ bắt buộc**

- ✱ Số tiền mà ngân hàng phải gửi tại NHTƯ để thực hiện chính sách tiền tệ quốc gia
- ✱ Phụ thuộc vào mục tiêu chính sách tiền tệ, loại hình ngân hàng, loại tiền gửi

✿ **Nghiệp vụ thị trường mở (OMO)**

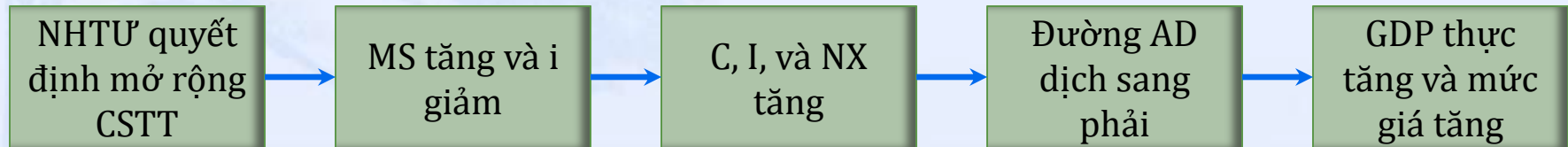
- ✱ Mua, bán giấy tờ có giá (trái phiếu, tín phiếu) với các ngân hàng

✿ **Các công cụ hành chính?**

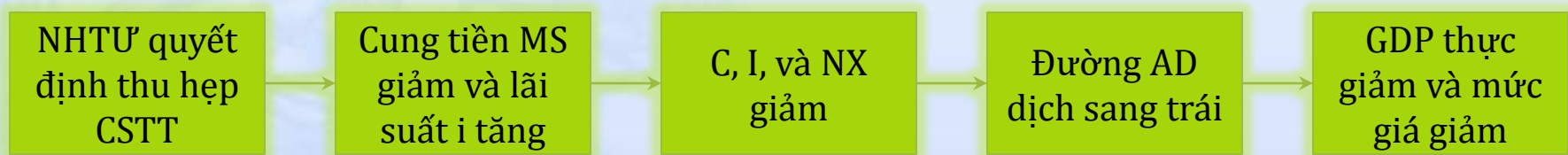
- ✱ Sử dụng các quy định, luật lệ để điều tiết, giám sát các ngân hàng

Cơ chế tác động của công cụ chính sách tiền tệ đến nền kinh tế

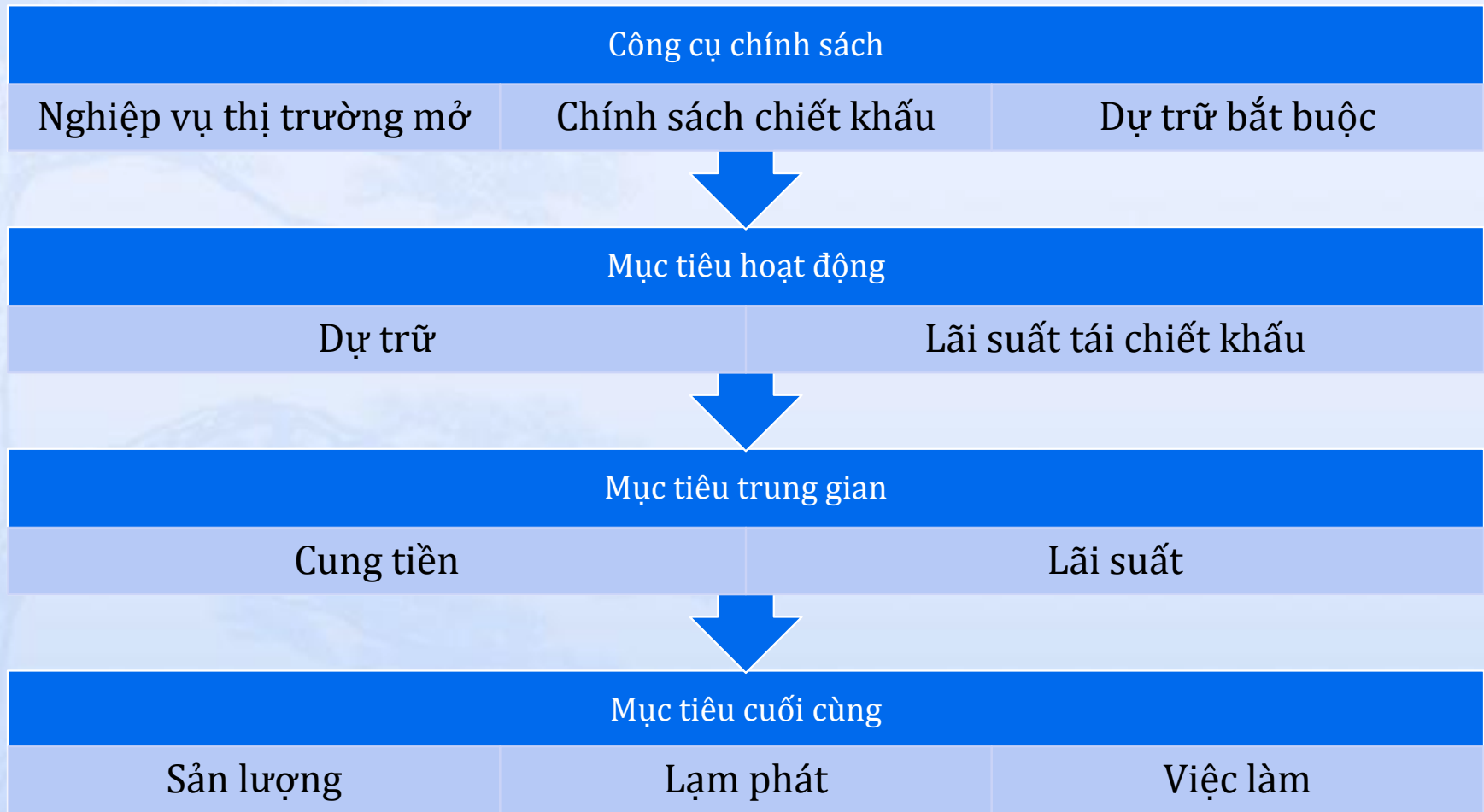
Mở rộng tiền tệ



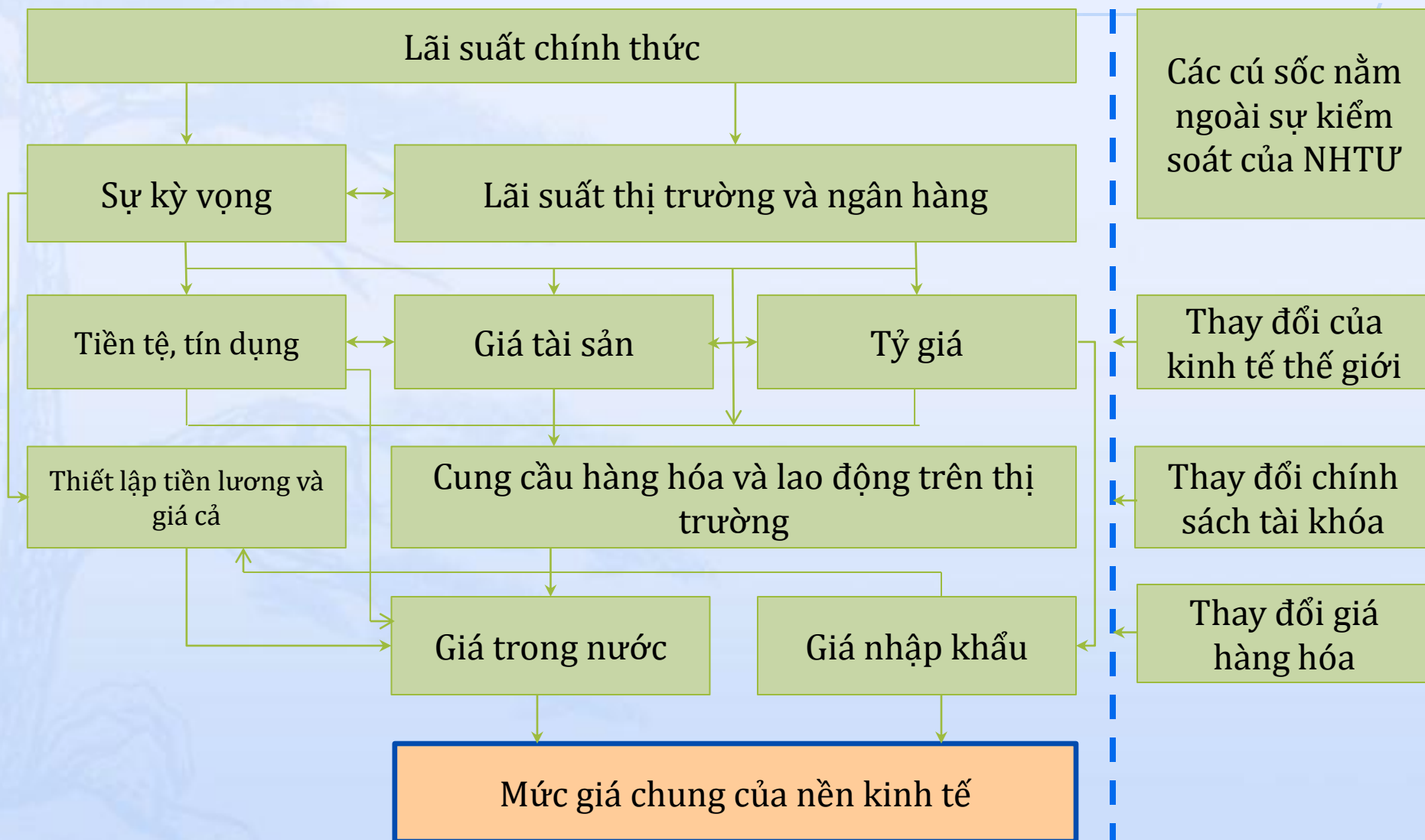
Thu hẹp tiền tệ



Mục tiêu và công cụ

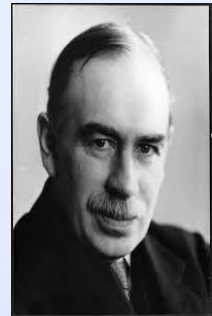
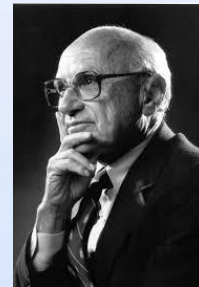


Cơ chế truyền dẫn công cụ chính sách tiền tệ



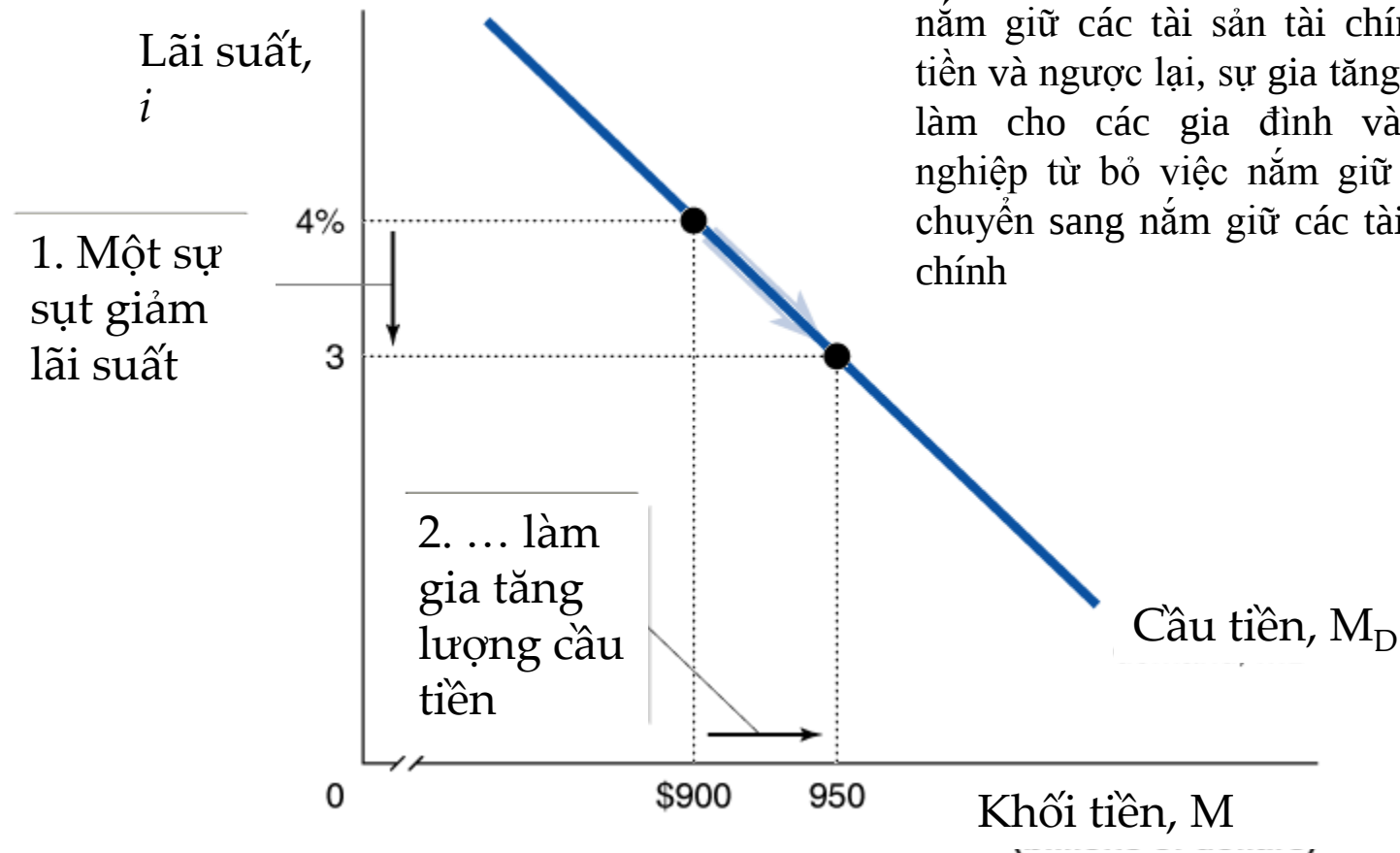
Lựa chọn mục tiêu chính sách tiền tệ của ngân hàng trung ương

- * Lựa chọn mục tiêu chính sách tiền tệ
 - * Các NHTƯ thường cố gắng đạt được đồng thời các mục tiêu chính sách nhưng điều này rất khó
 - * Lựa chọn các mục tiêu trung gian
- * Cầu tiền tệ:
 - * Lý thuyết số lượng tiền của I. Fisher
 - * Lý thuyết trọng thanh khoản của J. M. Keynes
 - * Lý thuyết trọng tiền của M. Friedman
- * Đường cầu tiền và sự dịch chuyển của đường cầu tiền
- * Ngân hàng trung ương kiểm soát cung tiền như thế nào?
- * Cân bằng của thị trường tiền tệ
- * Tầm quan trọng của lãi suất cơ bản

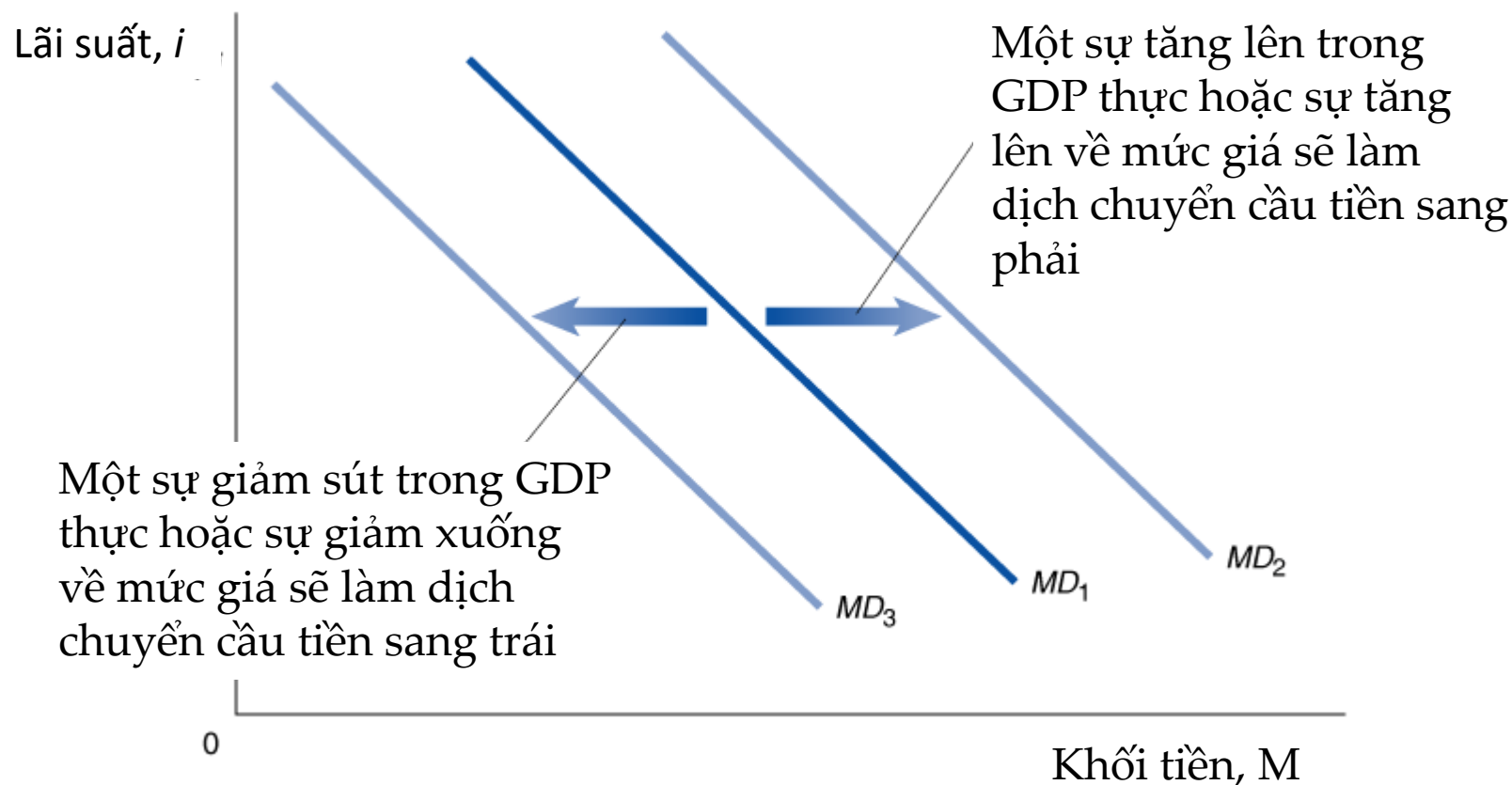


Cân bằng thị trường tiền tệ

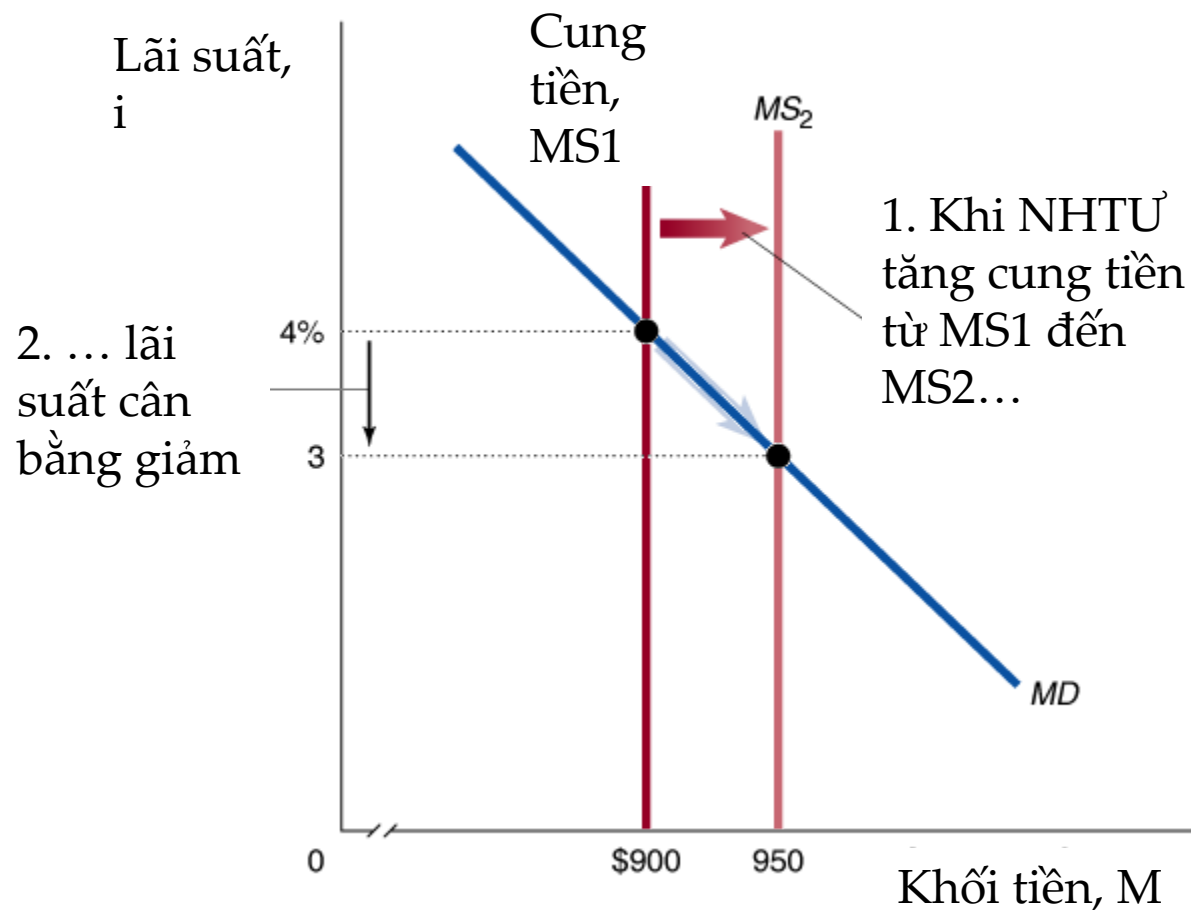
Đường cầu tiền dốc xuống do lãi suất thấp làm cho các hộ gia đình và các doanh nghiệp chuyển từ việc nắm giữ các tài sản tài chính sang tiền và ngược lại, sự gia tăng lãi suất làm cho các gia đình và doanh nghiệp từ bỏ việc nắm giữ tiền để chuyển sang nắm giữ các tài sản tài chính



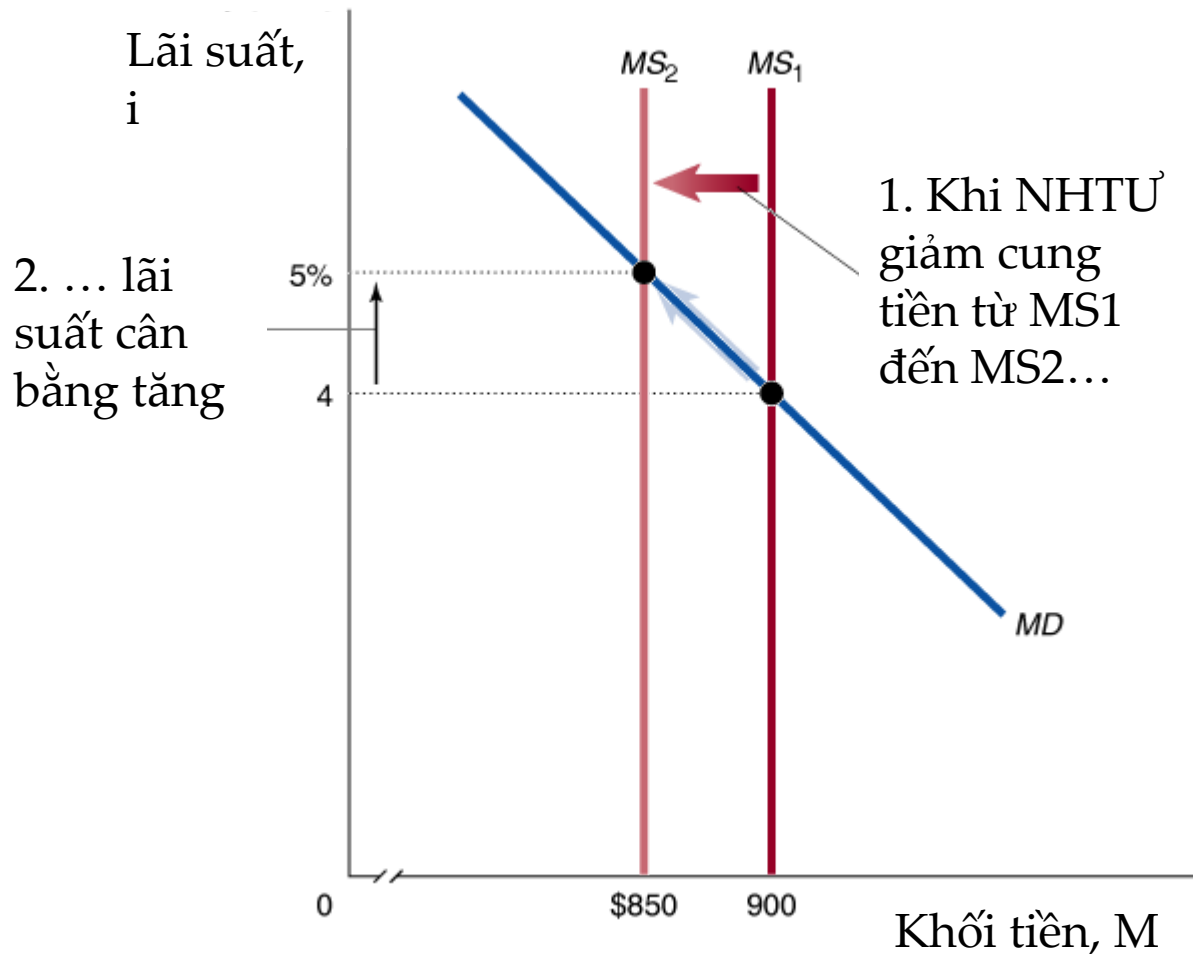
Sự dịch chuyển của đường cầu tiền



Quản lý cung tiền của NHTƯ: Mở rộng cung tiền



Quản lý cung tiền của NHTƯ: Thu hẹp cung tiền



Câu chuyện về hai lãi suất

- ✿ Mô hình cung cầu quỹ cho vay:
 - ✱ Hình thành lãi suất thực dài hạn
- ✿ Mô hình thị trường tiền tệ:
 - ✱ Hình thành lãi suất danh nghĩa ngắn hạn
- ✿ Thông thường, không phải luôn luôn, có mối liên hệ giữa hai loại lãi suất này
 - ✱ Khi NHTƯ tăng/ giảm lãi suất danh nghĩa ngắn hạn, thường thì lãi suất thực dài hạn cũng tăng/ giảm.
- ✿ Có nhiều loại lãi suất khác trong nền kinh tế
 - ✱ Lãi suất liên ngân hàng (-IBOR), lãi suất chiết khấu, lãi suất cho vay, lãi suất huy động, lãi suất hiệu dụng...
 - ✱ Vì mục tiêu chính sách, NHTƯ thường thiết lập mục tiêu lãi suất cơ bản
 - ✱ Điều hành lãi suất cơ bản ở Việt Nam khác hoàn toàn với lãi suất quỹ liên bang của Fed (federal funds rate)

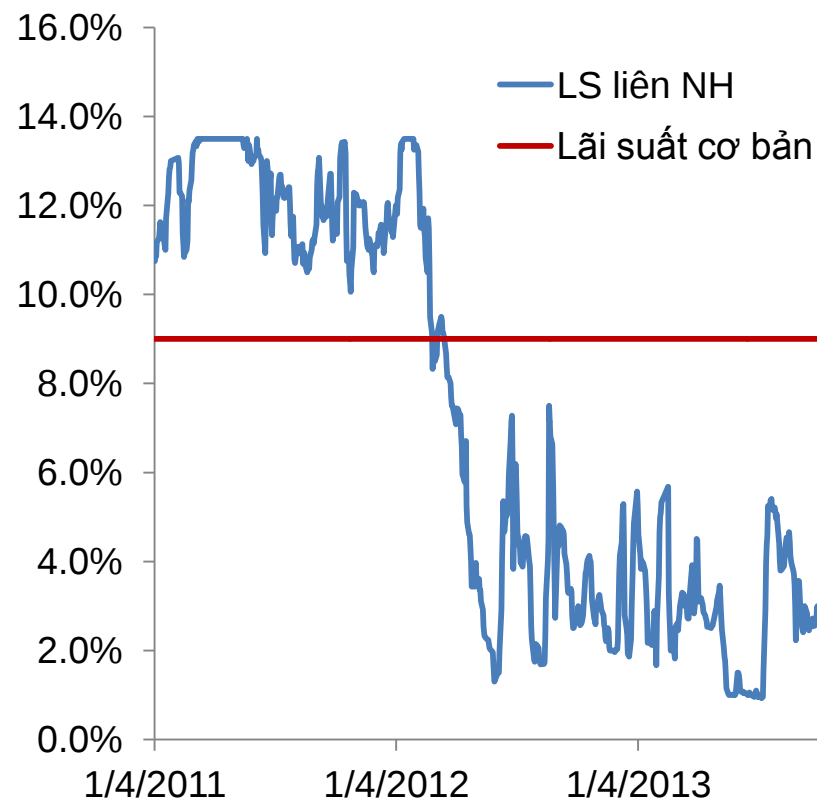
Câu chuyện hai lãi suất ở Hoa Kỳ và Việt Nam?

Lãi suất quỹ liên bang ở Hoa Kỳ



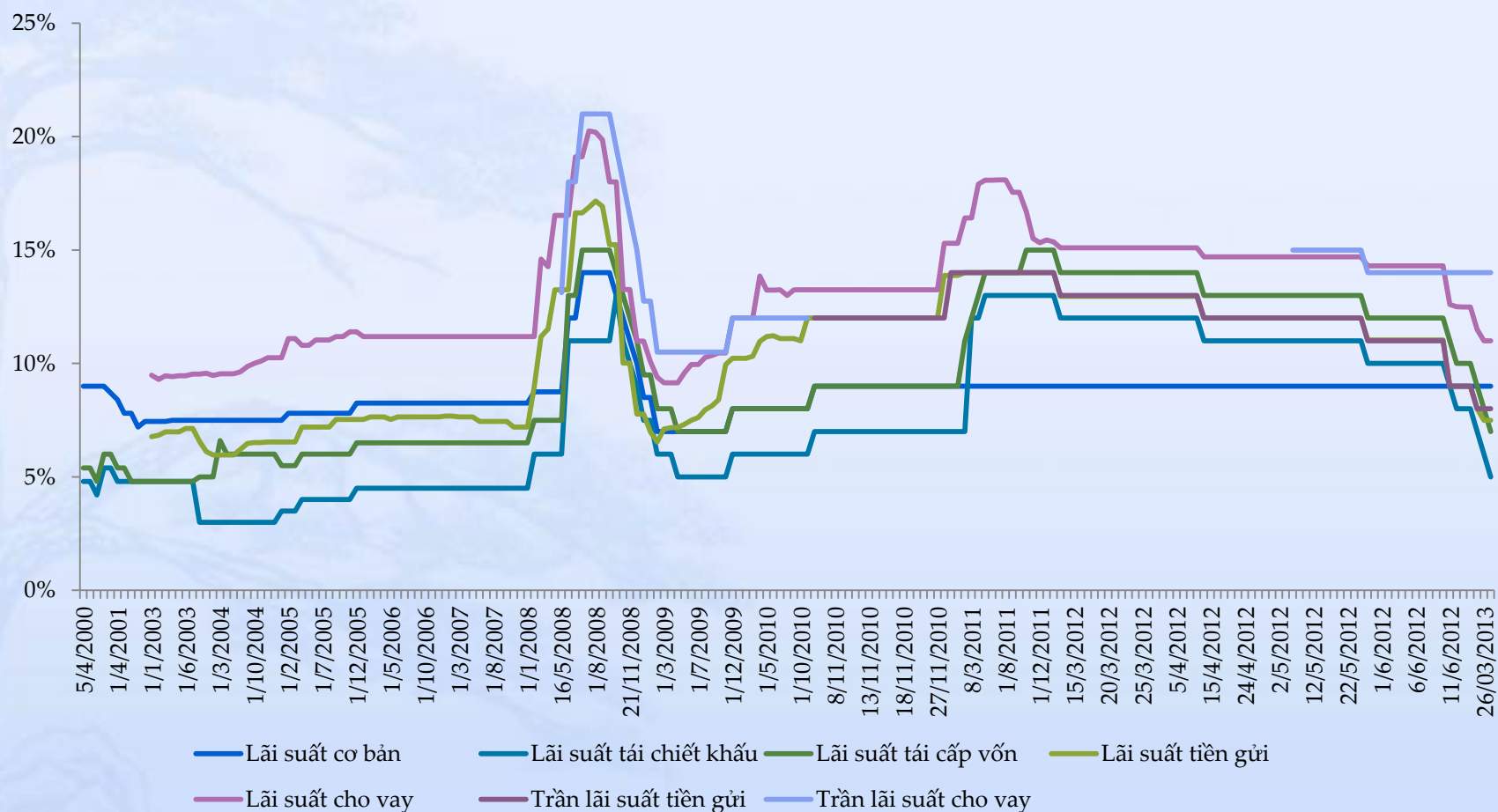
Nguồn: Hubbard and O'Brien

Lãi suất cơ bản ở Việt Nam



Nguồn: NHNN, Reuters và tổng hợp của tác giả¹⁶

Diễn biến các loại lãi suất ở Việt Nam

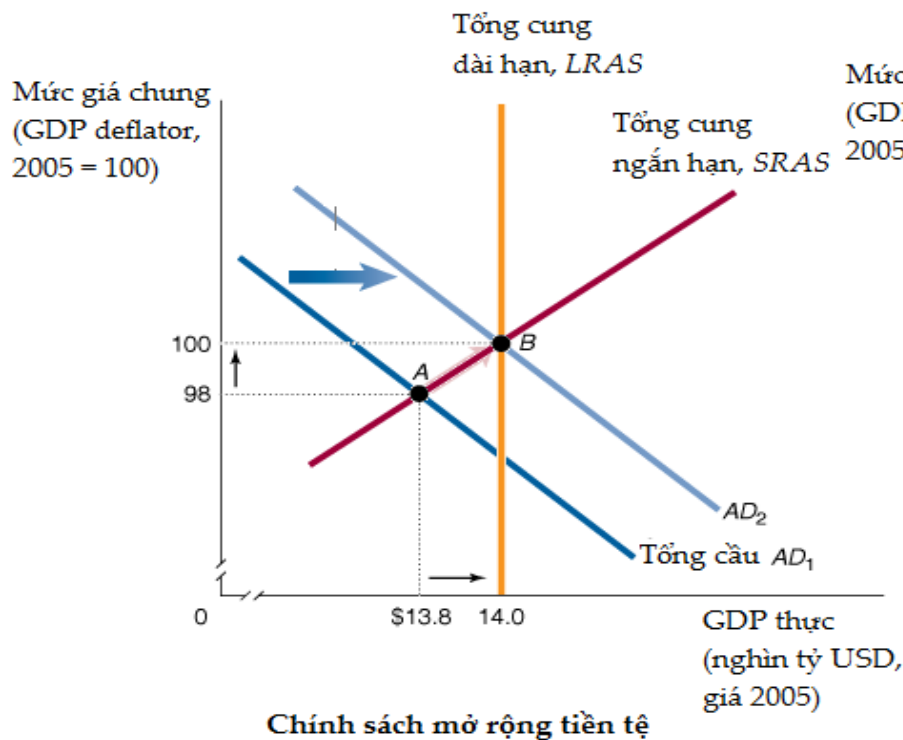


Nguồn: Tác giả tổng hợp từ dữ liệu của Reuters và NHNN

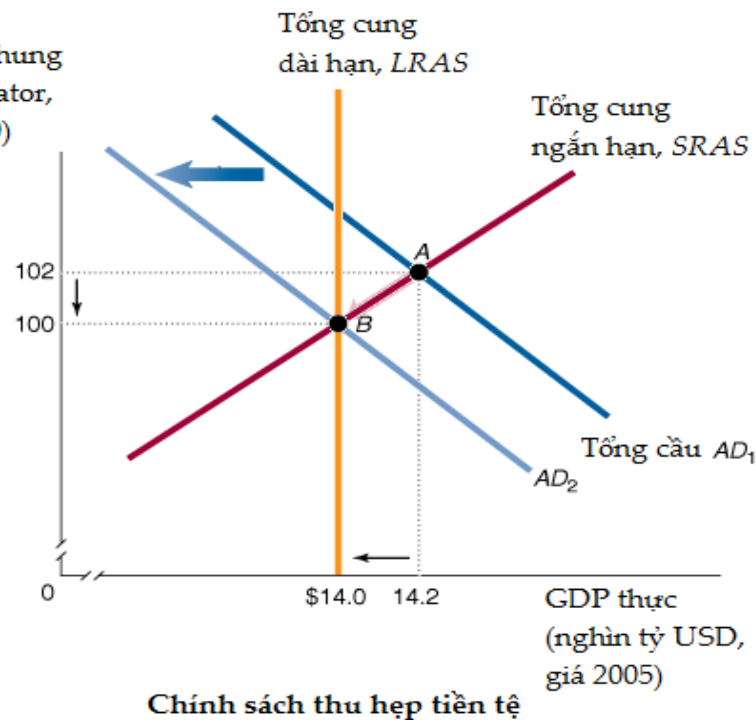
Chính sách tiền tệ và hoạt động của nền kinh tế

- * Lãi suất tác động như thế nào đến tổng cầu?
 - * Tiêu dùng hộ gia đình
 - * Đầu tư tư nhân
 - * Chi tiêu chính phủ?
 - * Xuất khẩu ròng
- * Tác động của chính sách tiền tệ lên sản lượng thực và mức giá chung
 - * Mở rộng CSTT sẽ làm giảm lãi suất và từ đó làm tăng GDP thực
 - * Thu hẹp CSTT bằng cách điều chỉnh cung tiền, tăng lãi suất, nhằm giảm lạm phát

Tác động của chính sách tiền tệ lên sản lượng thực và mức giá chung



Khi nền kinh tế suy thoái ở điểm A, với GDP thực là \$13.8 nghìn tỷ và mức giá chung là 98. Chính sách mở rộng tiền tệ sẽ làm cho đường tổng cầu dịch chuyển sang phải, từ AD₁ đến AD₂, làm tăng GDP thực từ \$13.8 nghìn tỷ lên \$14.0 nghìn tỷ và mức giá chung từ 98 lên 100 (điểm B). Khi GDP thực quay trở lại mức tiềm năng, NHTƯ có thể đạt được **mục tiêu toàn dụng**.



Khi nền kinh tế bắt đầu ở điểm A, với GDP thực là \$14.2 nghìn tỷ và mức giá chung là 102. Sự thu hẹp tiền tệ làm cho đường tổng cầu dịch chuyển sang trái, từ AD₁ đến AD₂, làm GDP thực giảm từ \$14.2 nghìn tỷ còn \$14.0 nghìn tỷ và mức giá chung giảm từ 102 xuống 100 (điểm B). Khi GDP thực quay trở lại mức tiềm năng, NHTƯ có thể đạt được mục tiêu **ổn định giá cả**.

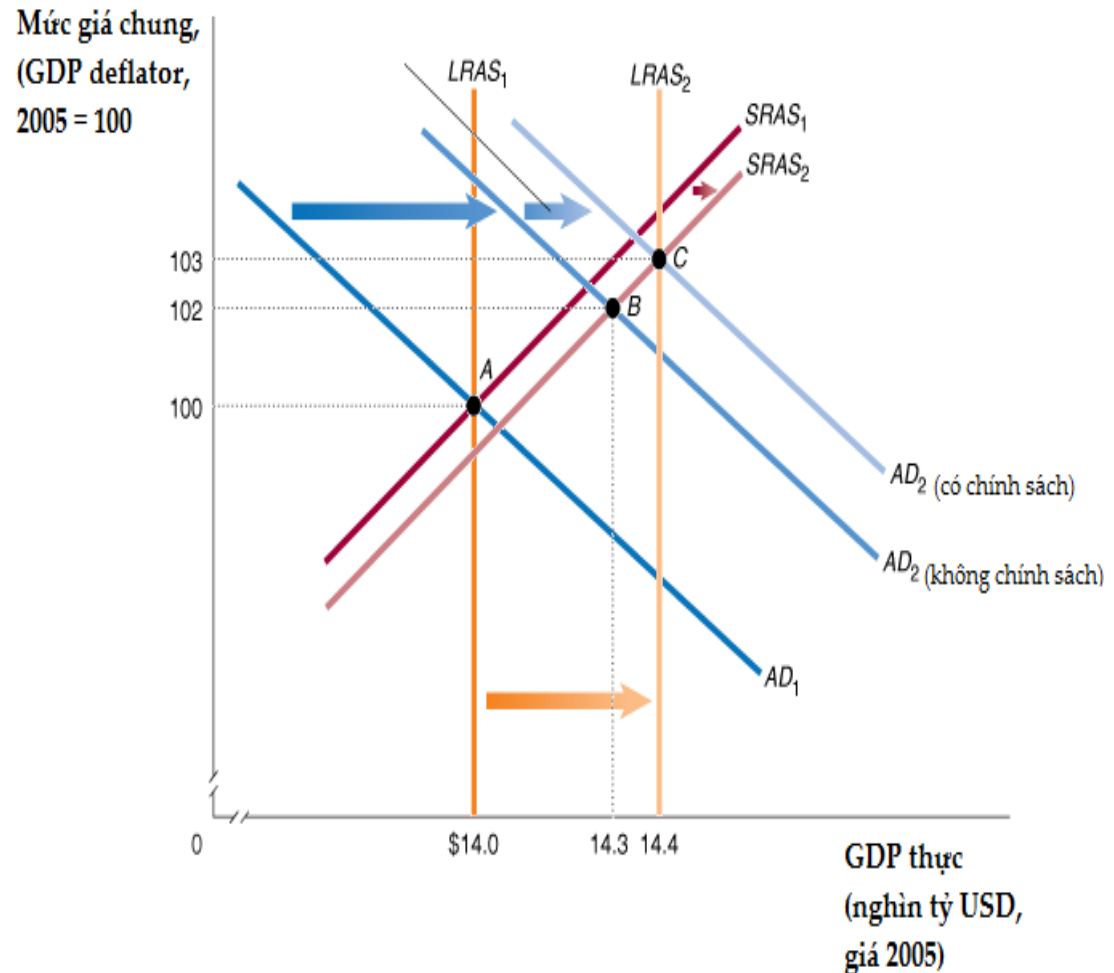
Sử dụng chính sách tiền tệ nhằm đạt đến sản lượng tiềm năng

Mở rộng tiền tệ

Nền kinh tế bắt đầu ở điểm cân bằng A, với GDP thực là \$14.0 nghìn tỷ và mức giá chung là 100. Nếu không có chính sách tiền tệ, tổng cầu sẽ dịch chuyển từ AD_1 sang AD_2 (không có chính sách), tức không đủ để giữ cho nền kinh tế đạt toàn dụng do tổng cung dài hạn đã dịch chuyển từ $LRAS_1$ sang $LRAS_2$.

Nền kinh tế sẽ đạt trạng thái cân bằng ngắn hạn tại B, với GDP thực là \$14.3 nghìn tỷ và mức giá 102. Bằng cách giảm lãi suất xuống, NHTU đã tăng đầu tư, tiêu dùng, và xuất khẩu rộng đủ để làm dịch chuyển tổng cầu sang AD_2 (có chính sách)

Nền kinh tế sẽ ở trạng thái cân bằng tại điểm C, với GDP thực \$14.4 nghìn tỷ, tức đạt mức toàn dụng, với mức giá 103.



Sử dụng chính sách tiền tệ nhằm đạt được mục tiêu lạm phát

Mở rộng tiền tệ năm 2006

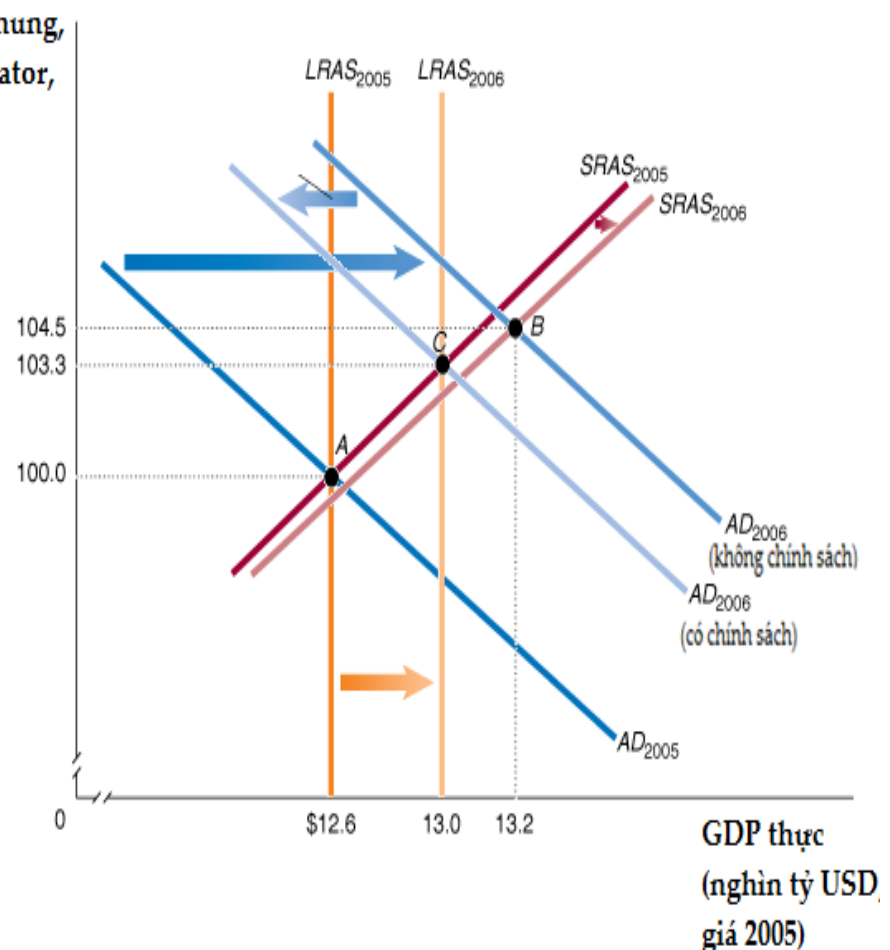
Nền kinh tế 2005 bắt đầu ở trạng thái cân bằng tại A, với GDP thực bằng với GDP tiềm năng là \$12.6 nghìn tỷ và mức giá 100.0.

Từ 2005 đến 2006, GDP tiềm năng tăng từ \$12.6 nghìn tỷ lên \$13.0 nghìn tỷ, đường tổng cung dài hạn dịch chuyển từ $LRAS_{2005}$ sang $LRAS_{2006}$.

NHTU tăng lãi suất do lo ngại bùng phát thị trường nhà ở làm gia tăng nhanh tổng cầu. Nếu không tăng lãi suất, tổng cầu sẽ dịch chuyển từ AD_{2005} đến AD_{2006} (không có chính sách), và cân bằng ngắn hạn sẽ đạt được ở điểm B. GDP thực sẽ là \$13.2 nghìn tỷ, cao hơn \$200 tỷ so với GDP tiềm năng, và mức giá là 104.5.

Việc tăng lãi suất sẽ làm cho tổng cầu chỉ tăng lên đến AD_{2006} (có chính sách). Cân bằng đạt được ở điểm C, với GDP thực bằng với GDP tiềm năng là \$13.0 nghìn tỷ và mức giá chỉ tăng đến 103.3.

Mức giá chung,
(GDP deflator,
2005 = 100



Việc thiết lập mục tiêu chính sách tiền tệ của ngân hàng trung ương

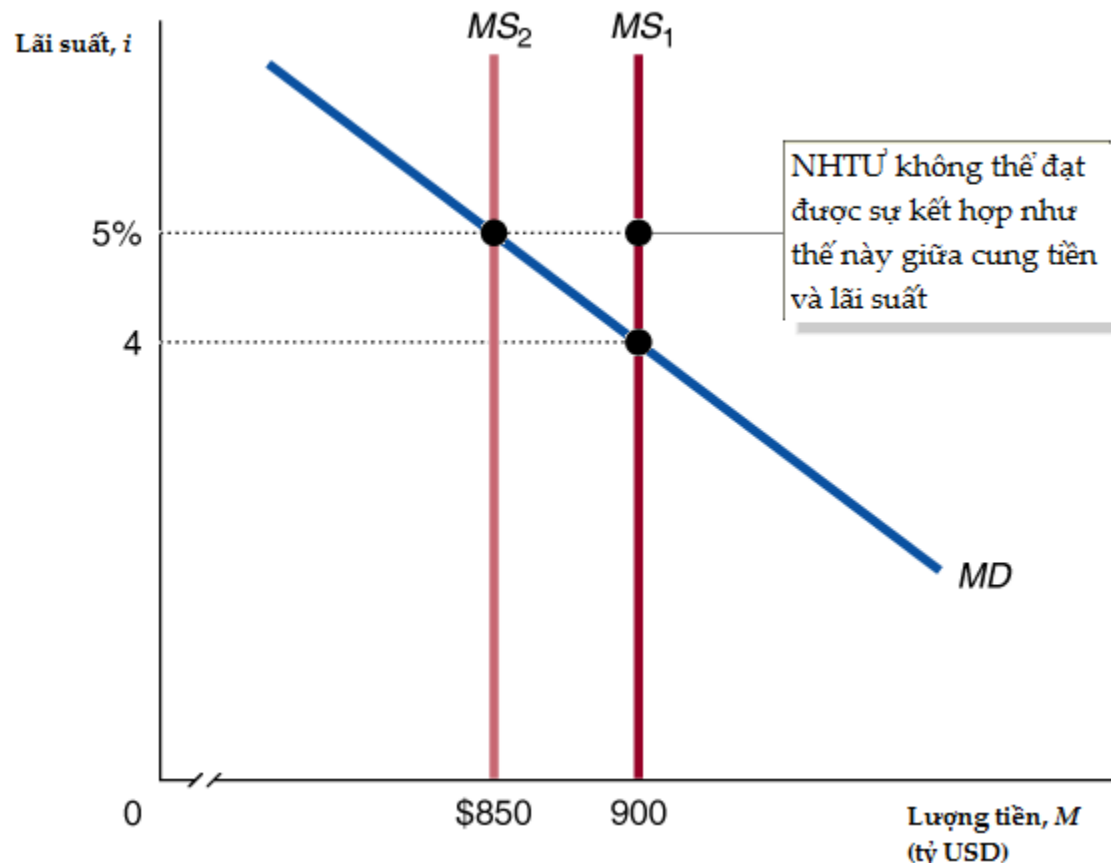
- Ngân hàng trung ương có nên thiết lập mục tiêu cung tiền không?
 - * Một số nhà kinh tế cho rằng, thay vì sử dụng lãi suất như một mục tiêu của CSTT, NHTƯ nên sử dụng cung tiền làm mục tiêu
 - * Những người đưa ra đề nghị này thuộc về một trường phái kinh tế được gọi là chủ nghĩa trọng tiền (monetarism), đại biểu là Milton Friedman
 - * M. Friedman et al. đề xuất thay chính sách tiền tệ thành quy tắc tăng trưởng tiền tệ: tăng cung tiền hàng năm theo tỷ lệ bằng với tỷ lệ tăng trưởng GDP thực trong dài hạn (khoảng 3.5% cho Hoa Kỳ).
- Ngân hàng trung ương có nên thiết lập cả mục tiêu lãi suất và mục tiêu cung tiền không?
 - * Mục tiêu lãi suất và mục tiêu cung tiền liệu có nhất quán?
 - * Tình huống NHTƯ buộc phải lựa chọn giữa mục tiêu lãi suất hoặc mục tiêu cung tiền
- Ngân hàng trung ương có nên thiết lập mục tiêu lạm phát?
 - * Điều hành chính sách tiền tệ sao cho đạt được mục tiêu lạm phát được cam kết bởi NHTƯ
 - * Các nước áp dụng: New Zealand (1989), Canada (1991), Anh (1992), Phần Lan (1993), Thụy Điển (1993), Tây Ban Nha (1994), ECB, Hàn Quốc, Mexico, Nam Phi, Hungary, Cộng hòa Séc, Ba Lan...

Tại sao NHTU được khuyên không nên thiết lập đồng thời hai mục tiêu cung tiền và lãi suất?

NHTU không thể đạt được đồng thời hai mục tiêu **cung tiền** và **lãi suất**

NHTU buộc phải lựa chọn giữa mục tiêu lãi suất hoặc cung tiền.

Trong hình cho thấy, NHTU có thể thiết lập mục tiêu cung tiền \$900 tỷ hoặc lãi suất 5%, nhưng không thể cùng lúc đạt được 2 mục tiêu này.



Quy tắc Taylor



- ✿ Được phát triển bởi John Taylor (1993)^(*)
- ✿ Quy tắc của CSTT, quy định NHTƯ nên thay đổi lãi suất danh nghĩa như thế nào để có thể đáp ứng các thay đổi của lạm phát, GDP hoặc các điều kiện kinh tế khác.
- ✿ Quy tắc: Nếu lạm phát tăng thêm 1% thì NHTƯ nên tăng lãi suất danh nghĩa thêm 1%

$$i_t = \pi_t + r_t^* + a_\pi(\pi_t - \pi_t^*) + a_y(y_t - \bar{y}_t)$$

Trong đó, i_t là lãi suất danh nghĩa ngắn hạn mà NHTƯ sẽ hướng tới, π_t là tỷ lệ lạm phát thực tế, π_t^* là tỷ lệ lạm phát mong muốn, r_t^* là lãi suất thực cân bằng, y_t là logarit của GDP thực, $\bar{y}_t$ là logarit của GDP tiềm năng

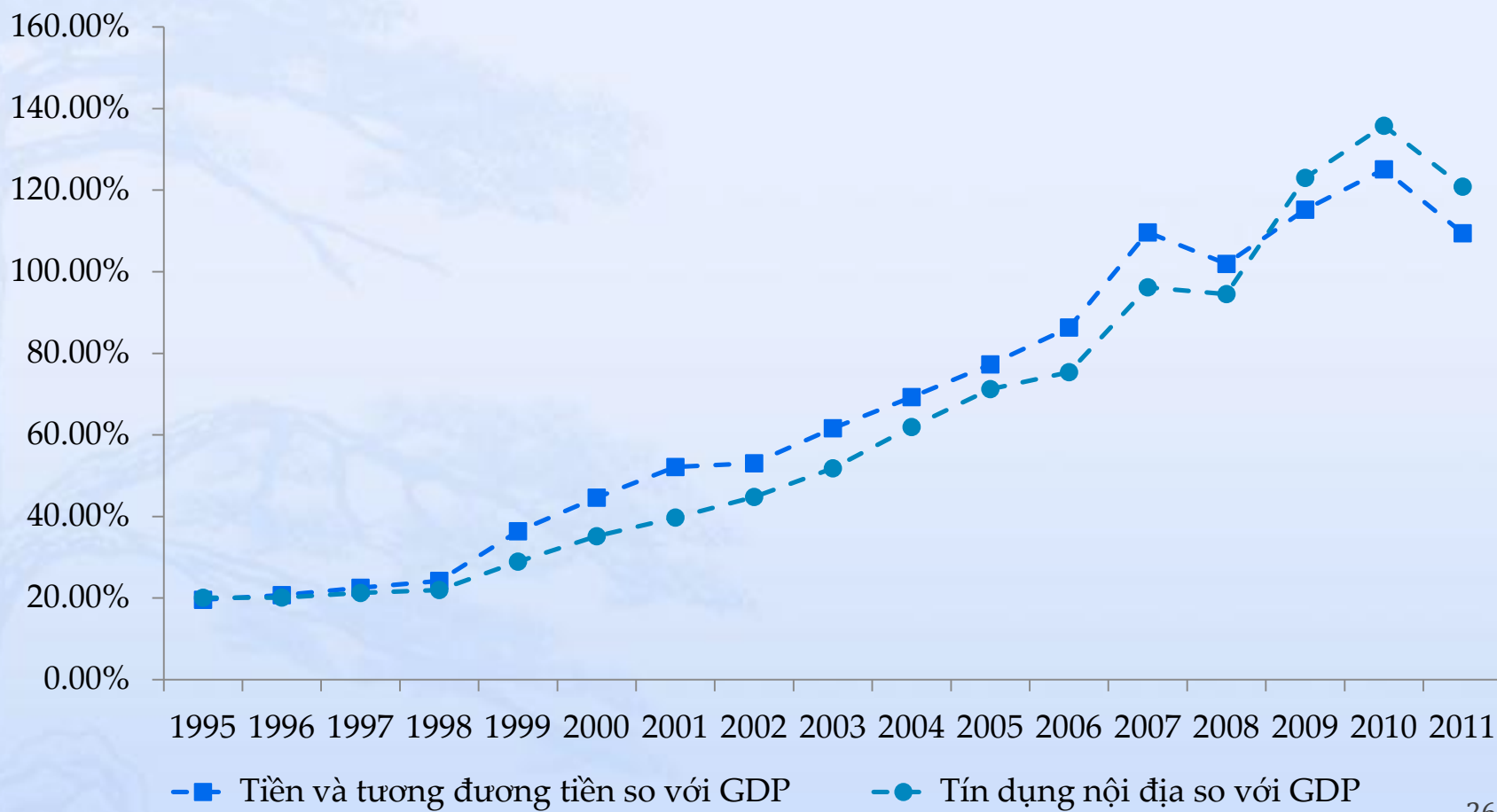
^(*) Taylor, John B. (1993). "Discretion versus Policy Rules in Practice," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, p.195-214

Khối tiền của nền kinh tế Việt Nam (tỉ VND)



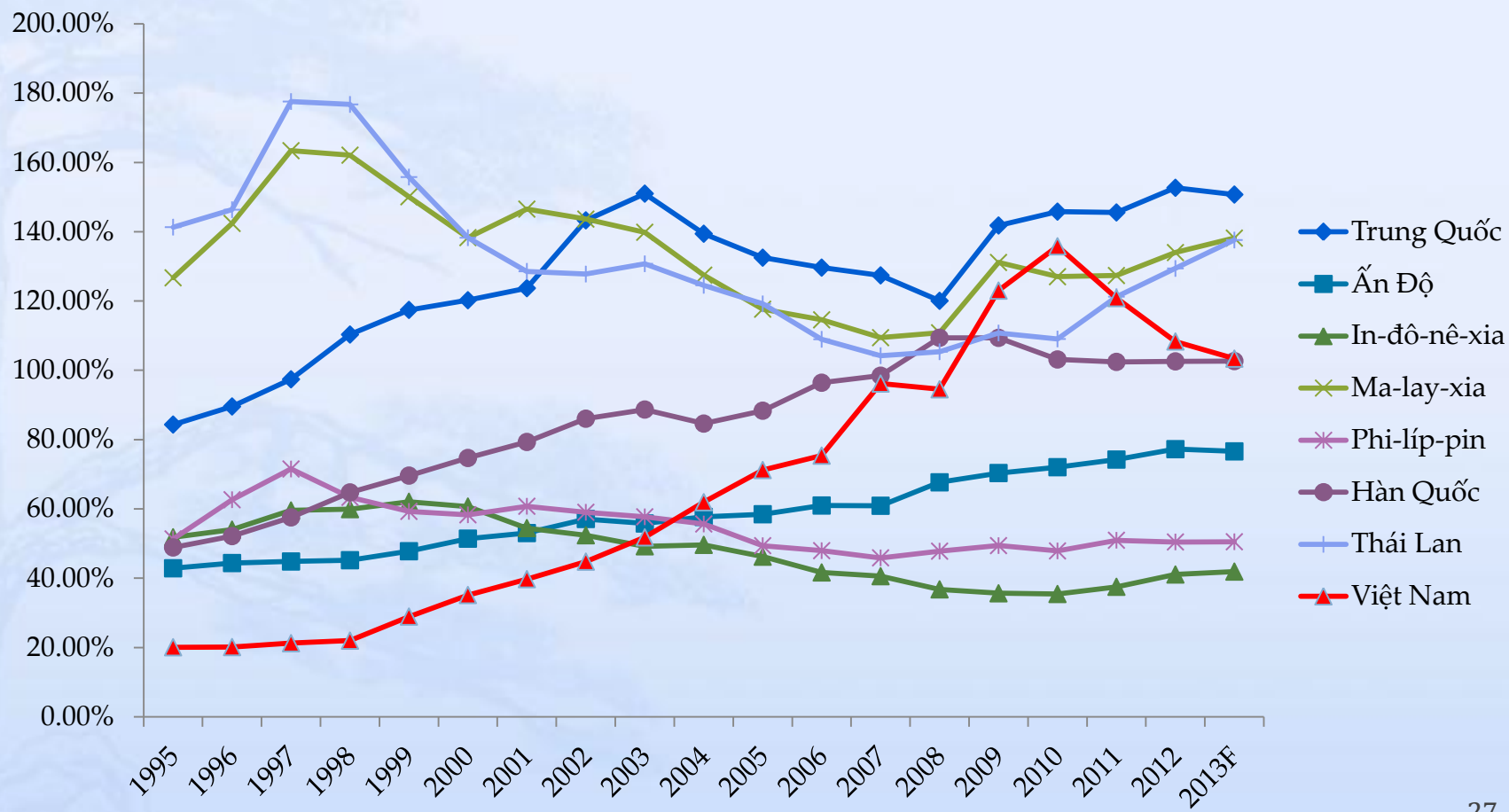
Nguồn: IFS

Cung tiền và tín dụng nội địa so với GDP

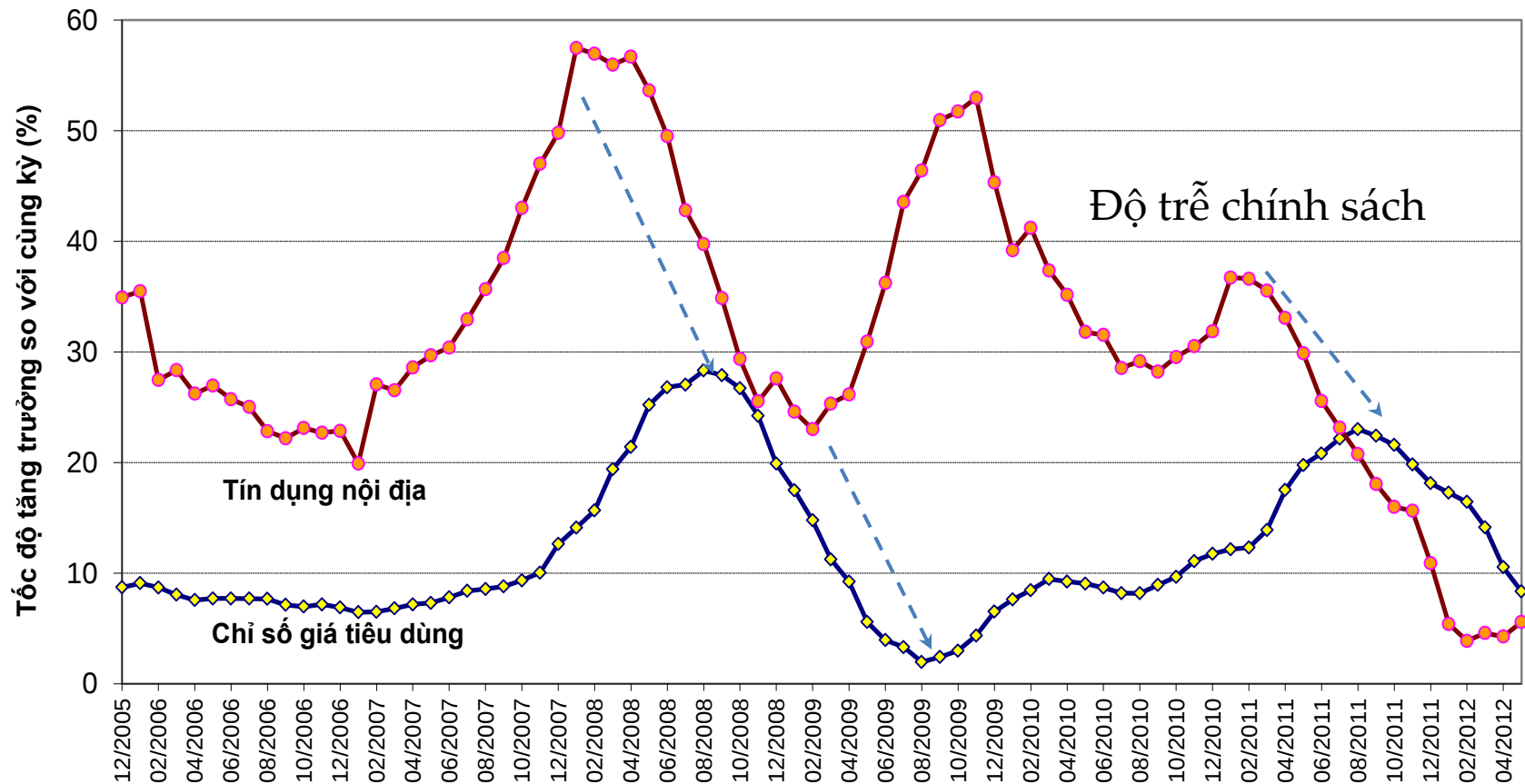


Nguồn: IFS

Tăng trưởng tín dụng nội địa của Việt Nam so sánh với các nước (% GDP)



Tín dụng nội địa và lạm phát Việt nam



Chính sách tiền tệ của NHNN: sự đánh đổi của các mục tiêu

- * Lạm phát cao nhưng tăng trưởng dưới mức tiềm năng???
- * Liên tục hoán đổi mục tiêu từ kiềm chế lạm phát sang kích thích tăng trưởng rồi ngược lại
- * Ưu tiên ổn định vĩ mô sv. kinh tế suy giảm nghiêm trọng
- * Ổn định tỷ giá, ổn định thị trường vàng, ổn định lãi suất?

Tóm lược

- * Hiểu về nội hàm của CSTT
- * Hiểu được mục tiêu và các công cụ của CSTT
- * Hiểu được cơ chế truyền dẫn của CSTT đến các mục tiêu của nền kinh tế
- * Hiểu được cách thức thiết lập và lựa chọn các mục tiêu của CSTT của NHTƯ
- * Hiểu được cách thức trong điều hành CSTT ở Việt Nam