

## CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ Ở CÁC NƯỚC ĐANG PHÁT TRIỂN VÀ THỊ TRƯỜNG MỚI NỔI ĐANG CHỊU NHỮNG THÁCH THỨC GÌ MỚI?

Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008 (GFC 2008) đến nay vẫn còn dư âm trên toàn thế giới, trong đó từng quốc gia luôn trông chờ vào vai trò của các chính sách bình ổn kinh tế vĩ mô. Bên cạnh chính sách tài khóa, chính sách tiền tệ ngày càng được kỳ vọng giữ nhiệm vụ giúp quốc gia tránh những biến động cả trong nước và bên ngoài. Do vậy, chúng ta cần phải hiểu nhiều hơn về những thách thức mà loại hình chính sách này đang phải đối mặt, nhất là ở các nước thị trường mới nổi (EMs) và các nước đang phát triển. *Tại sao lại phải xem xét chính sách tiền tệ ở nhóm các quốc gia này?*

### *Những thay đổi đang tạo ra thách thức cho chính sách tiền tệ*

Mô hình chính sách tiền tệ đang áp dụng cho các nước EMs và các nước đang phát triển 30 năm qua đang có vấn đề. Thứ nhất, các giả định của mô hình được xây dựng dựa trên hoàn cảnh của các nền kinh tế phát triển có vẻ không phù hợp với nhóm nước này; như là, giả định về thị trường tài chính hoạt động linh hoạt, hiệu quả một cách cao độ theo định hướng thị trường và các dòng vốn di chuyển hoàn toàn tự do, trong khi các nước EMs và các nước đang phát triển lại theo hướng kiềm nén tài chính và kiểm soát vốn. Thứ hai, ngay cả khi hướng đến tự do hóa tài

chính nhiều hơn kể từ thập niên 1990 và thả nổi tỷ giá hối đoái linh hoạt hơn từ những năm 2000 thì các nước EMs và các nước đang phát triển đã và đang phải đối mặt với quá nhiều cuộc khủng hoảng.

Vấn đề có thể nằm ở sự khác biệt giữa hai nhóm nước này – nhóm *các nước phát triển* và nhóm *các nước EMs và các nước đang phát triển*. Những khác biệt này có thể kể tóm tắt trong năm nhóm yếu tố. Đầu tiên, ở các nước EMs và các nước đang phát triển, niềm tin về sự ổn định giá cả, lạm phát và rủi ro vỡ nợ yếu hơn. Thứ hai, các cuộc khủng hoảng tài chính ngày càng diễn ra với mật độ và tần suất cao hơn. Thứ ba, chính sách tài khóa và dòng vốn có tính thuận chu kỳ cao hơn. Thứ tư, các cú sốc cung và sốc ngoại thương thường xuyên diễn ra hơn. Thứ năm nhưng cũng không phải là yếu tố cuối cùng, chính bản thân chính sách tiền tệ đang gánh chịu nhiều áp lực hơn từ những vấn đề như lạm phát, phá giá tiền tệ, lựa chọn mục tiêu danh nghĩa nào phù hợp hơn, hay chính các dòng vốn di chuyển ngày càng có tính thuận chu kỳ hơn đã tạo ra tính thuận chu kỳ mang tính bị động của chính sách tiền tệ (nhất là khi các nước này chọn cơ chế ổn định tỷ giá hối đoái).

Bằng chứng thực tế cho thấy, giai đoạn từ năm 1970 đến 2013 đã xảy ra khoảng 400 cuộc khủng hoảng; trong đó, các nước phát triển chỉ có 35 cuộc khủng hoảng và một nửa trong số đó xảy ra sau năm 2007; riêng các nước EMs diễn ra 218 cuộc khủng hoảng tài chính, hầu hết rơi vào thập niên 1980 và 1990; khủng hoảng tiền tệ là chủ yếu, còn lại là khủng hoảng nợ và ngân hàng. Vấn đề là không thể dự báo chính xác được nơi nào và khi nào sẽ xảy ra cuộc khủng hoảng tiếp theo.

Ở nhiều nước, chính sách tài khóa lẽ ra phải theo hướng nghịch chu kỳ để góp phần kiềm giữ kỷ cương ngân sách và sự bình ổn thì lại có tính thuận chu kỳ nhiều hơn. Xu hướng chính sách tài khóa thuận chu kỳ này là do nhiều nguyên nhân; có thể kể đến như là, dự báo quá lạc quan về viễn cảnh kinh tế, chạy theo thành tích tăng trưởng, chu kỳ chính trị, bệnh Hà Lan (đối với nước giàu tài nguyên), thuế tăng trong những thời kỳ bùng nổ nên áp lực phải tăng chi tiêu... đã vô tình đẩy nền kinh tế vào trạng thái nóng lên khi thuận lợi và suy giảm trầm trọng hơn khi khó khăn. Tính thuận chu kỳ của chính sách tài khóa đẩy chính sách tiền tệ vào vai trò bị động và phòng thủ hơn là chủ động phối hợp với nhau.

Các dòng vốn thế giới đi vào các nước EMs và các nước đang phát triển có xu hướng thuận chu kỳ nhiều hơn kể từ giai đoạn 2003-2008 và thường xuyên xuất hiện hiện nay là lời cảnh báo đáng lưu ý về tình trạng dòng vốn vào ồ ạt khi kinh tế thuận lợi và tháo chạy nhanh chóng hay dừng đột ngột khi kinh tế khó khăn. Dòng vốn thuận chu kỳ đi kèm nhiệm vụ ổn định tỷ giá sẽ đẩy chính sách tiền tệ vào tình thế thuận chu kỳ kéo theo. Bên cạnh đó là một loạt những vấn đề về biến động giá tài sản tài chính, bất động sản, chuyển dịch cơ cấu sản xuất, và chu kỳ bùng nổ - sụp đổ xuất hiện. Ví dụ, khi dòng vốn vào, để ổn định tỷ giá, khối tiền gia tăng phải đi kèm chính sách vô hiệu hóa và gây tác động lên toàn hệ thống vĩ mô.

Ngoài ra, những cú sốc cung (thảm họa tự nhiên, biến đổi khí hậu, bất ổn xã hội, các cú sốc năng suất – TFP) và các cú sốc ngoại thương (biến động giá hàng hóa cơ bản) gây nên mất cân bằng cung cầu, biến động giá cả. Kết quả là tỷ số giữa tổng kim

ngạch ngoại thương so với tổng sản phẩm trong nước  $(X+M)/GDP$ , điều kiện trao đổi ngoại thương hay tỷ số giữa chỉ số giá xuất khẩu và chỉ số giá nhập khẩu  $(P_x/P_m)$  biến động theo hướng bất lợi làm cho nguồn thu ngoại tệ suy giảm, nội tệ mất giá và lạm phát gia tăng ở các nước nghèo, các nước đang phát triển và các nước EMs. Từ đó, vòng xoáy áp lực phá giá - lạm phát ngày càng nặng nề hơn. Đối với nhóm nước này, thường thì xuất khẩu được xem là động cơ tăng trưởng trong khi năng suất yếu hơn nên phá giá là lựa chọn phổ biến. Nhưng bản thân giải pháp phá giá lại nảy sinh nhiều chi phí đối với bảng cân đối tài sản - mất cân xứng tiền tệ đối với những quốc gia vay nhiều ngoại tệ, đến lượt nó sẽ châm ngòi cho khủng hoảng tài chính và tiền tệ kéo theo.

### *Xu hướng thay đổi của các mục tiêu chính sách tiền tệ theo thời gian*

Khác với lời dạy của các giáo trình kinh tế vĩ mô truyền thống, lựa chọn mục tiêu danh nghĩa của chính sách tiền tệ cũng đang thay đổi. Giai đoạn cuối thập niên 1980 đầu 1990, chính sách tiền tệ với mục tiêu cung tiền (money targeting) đã được chuyển thành mục tiêu tỷ giá hối đoái (exchange rate targeting), theo nghĩa chính sách tiền tệ nhằm vào mục tiêu ổn định tỷ giá và lựa chọn này tỏ ra phát huy tác dụng góp phần bình ổn tốt nền kinh tế vĩ mô giai đoạn đầu thập niên 1990. Tuy nhiên, khủng hoảng tiền tệ giai đoạn 1994-2002 cho thấy mục tiêu tỷ giá hối đoái không vận hành tốt. Trào lưu được thay thế bởi mục tiêu lạm phát (inflation targeting – IT) ngày càng mạnh hơn sau đó. Đầu tiên IT được chọn bởi năm nước công nghiệp (Canada, Anh, Thụy Điển, Úc và New Zealand) vào những năm 1990-1993.

Tiếp theo là giai đoạn 1999-2008, IT trở thành lựa chọn của rất nhiều nước đang phát triển. Theo Gonçalves và Salles<sup>1</sup>(2008), các nước theo IT đã trải qua những thời kỳ lạm phát thực sự thấp hơn các nước không theo IT.

Nhưng thật không may, cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008 cho thấy nhiều bằng chứng rằng IT đã và đang bị thách thức. Vì sao vậy? Câu trả lời nằm ở chỗ trước năm 2008, nhiều nước có tình trạng bong bóng bất động sản và tài sản tài chính nhưng do IT vận hành rất tốt nên những trục trặc này tiếp tục ngấm ngấm tồn tại và rồi bùng nổ thành khủng hoảng. Điều này đã dẫn đến một lập luận cho rằng có ba biến danh nghĩa mà các ngân hàng trung ương các nước cần phải để mắt đến bên cạnh chỉ số CPI; đó là giá cả tài sản (chu kỳ bong bóng và sụp đổ), tỷ giá hối đoái (chọn giữa thả nổi, cố định hay trung gian) và giá hàng hóa cơ bản (thường xuyên biến thiên). Hơn nữa, bằng chứng cho thấy IT hoạt động hiệu quả và phù hợp hơn ở các nước phát triển do dòng vốn vào và ra trơn tru hơn; ngoài ra, các nước này ít chịu sốc cung và sốc ngoại thương hơn (IMF<sup>2</sup> 2011).

***Đối với các nước EMs và các nước đang phát triển, nếu theo đuổi IT thì chính sách tiền tệ sẽ phải đối mặt với những thách thức cụ thể nào?***

Như đã trình bày ở trên, hiện các nước EMs và các nước đang phát triển đang đối mặt với nhiều vấn đề. Đồng thời các nước này đang có xu hướng chọn IT như là giải pháp của chính sách tiền tệ. Nhưng vấn đề là IT có thể không còn phù hợp. Sau đây, chúng ta sẽ xem xét một vài trường hợp điển hình.

---

<sup>1</sup> Gonçalves & Salles (2008), "Inflation Targeting in Emerging Economies", *JDE*.

<sup>2</sup> IMF 2011, Managing Volatility: A Vulnerability Exercise for LICs.

**Trường hợp 1:** *Mục tiêu chính sách tiền tệ theo IT không phù hợp với các cú sốc cung (bất lợi).* Mô hình Tổng cung - Tổng cầu (AS-AD) cho thấy những cú sốc cung tiêu cực sẽ đẩy đường tổng cung ngắn hạn (SRAS) sang trái, sản lượng GDP thực giảm và giá cả hay lạm phát tăng lên. Để tránh tăng giá, chính sách tiền tệ theo IT sẽ ra lệnh thực hiện một chính sách tiền tệ thắt chặt (giảm tổng cầu AD), kết quả là GDP thực suy giảm kéo theo, thất nghiệp tăng – nền kinh tế vĩ mô bất ổn.

Giải pháp chính sách tiền tệ theo mục tiêu lạm phát IT không phù hợp trong việc xử lý các cú sốc cung vốn thường xuyên xảy ra hiện nay. Giải pháp thay thế có thể là gì? Một trong những đề nghị hiện hành đó là giải pháp chọn mục tiêu danh nghĩa của chính sách tiền tệ theo GDP danh nghĩa (Nominal GDP targeting – NGDPT) thay vì IT. Với NGDPT, sau khi sốc cung xảy ra, tác động và gánh nặng của cú sốc sẽ chia sẻ theo hai hướng, giá và sản lượng từ đó giảm bớt tác động suy thoái và thất nghiệp.

**Trường hợp 2:** *Mục tiêu chính sách tiền tệ theo IT không phù hợp trước các cú sốc ngoại thương.* Điều kiện trao đổi ngoại thương được biểu diễn phổ biến bằng tỷ số giữa chỉ số giá xuất khẩu trên chỉ số giá nhập khẩu (Terms of Trade:  $TOT = P_x/P_m$ ). Ví dụ như trong trường hợp của các nước nhập khẩu và phụ thuộc vào dầu, khi giá dầu thế giới tăng lên, TOT giảm và lạm phát tăng. Với mục tiêu kiểm soát lạm phát theo IT, sẽ yêu cầu một chính sách thắt chặt tiền tệ phải được thực hiện và kết quả là nội tệ bị sức ép lên giá. Đến lượt mình, nội tệ lên giá sẽ càng làm trầm trọng hơn thâm hụt thương mại mà cú sốc ngoại thương đã châm ngòi trước đó.

Giải pháp chính sách tiền tệ theo mục tiêu lạm phát IT không phù hợp trong việc xử lý các cú sốc ngoại thương vốn thường

xuyên xảy ra hiện nay. Giải pháp thay thế có thể là gì? Lựa chọn có thể là thả cho tỷ giá hối đoái linh hoạt hơn, nội tệ mất giá và giúp hài hòa tác động của cú sốc ngoại thương.

**Trường hợp 3:** *Mục tiêu chính sách tiền tệ theo IT không phù hợp với bối cảnh bùng nổ giá hàng hóa cơ bản.* Dưới những cơ chế tỷ giá hối đoái khác nhau, tác động của hiện tượng bùng nổ giá hàng hóa cơ bản cũng sẽ rất khác nhau. Thứ nhất, trong cơ chế tỷ giá hối đoái cố định, bùng nổ giá hàng hóa cơ bản sẽ dẫn đến tác động gia tăng thu nhập ngoại tệ (tương tự dòng vốn vào tăng), chính sách tiền tệ vô tình rơi vào tình thế thuận chu kỳ (tích dự trữ ngoại tệ và tăng cung tiền bị động nhằm bảo vệ tỷ giá) kéo theo bùng nổ tín dụng, tăng tổng cầu và lạm phát. Trường hợp hoàn toàn ngược lại nếu giá hàng hóa cơ bản sụp đổ (hay dòng vốn tháo chạy). Kết quả là chúng đều tạo ra những kịch bản mâu thuẫn với mục tiêu IT. Thứ hai, dưới cơ chế tỷ giá hối đoái thả nổi, bùng nổ giá hàng hóa cơ bản, tăng thu nhập ngoại tệ (tương tự dòng vốn vào tăng), nội tệ lên giá; đến lượt nó sẽ làm giảm TOT và dòng vốn vào, ngăn nền kinh tế nóng lên quá mức và lạm phát.

Cả hai trường hợp sốc ngoại thương và biến động giá hàng hóa cơ bản thì cơ chế tỷ giá hối đoái thả nổi tỏ ra phù hợp hơn. Tuy nhiên, nhiều nước không thể lựa chọn thả nổi tỷ giá hối đoái do có thể tạo ra những biến thiên của tỷ giá lớn ngoài tầm kiểm soát khi mà dòng vốn ngày càng có tính thuận chu kỳ và biến động giá cả hàng cơ bản cũng như các sốc cung liên tục xảy ra. Một thách thức kéo theo đó là cơ chế tỷ giá nào tỏ ra phù hợp hay lý tưởng hơn cho các nước EMs và các nước đang phát triển?

***Cơ chế tỷ giá hối đoái lý tưởng phù hợp cho việc chọn mục tiêu chính sách tiền tệ trong bối cảnh hiện nay là gì?***

Đối với các nền kinh tế rất nhỏ và mở cửa, các nhà kinh tế tin rằng, vẫn đã và sẽ áp dụng cơ chế tỷ giá hối đoái cố định. Hầu hết các nước thu nhập trung bình và quy mô trung bình đang và sẽ theo đuổi cơ chế tỷ giá hối đoái trung gian (không cố định hay thả nổi hoàn toàn, cho phép biên biến động tỷ giá và gắn với rổ tiền tệ). Theo Atish Rex Ghosh, Jonathan Ostry & Mahvash Qureshi (2013), phân bổ tỷ giá ở các nước thị trường mới nổi giai đoạn 1980-2011, xu hướng gia tăng lớn nhất là cơ chế tỷ giá thả nổi có quản lý có tính hệ thống<sup>3</sup> (Systematic managed floating). Theo đó, giả thuyết Corner<sup>4</sup> bị bác bỏ, có nghĩa là không cần nghiêng hẳn về phía cố định hoàn toàn hay thả nổi hoàn toàn nữa. Kết quả là nếu theo cơ chế tỷ giá thả nổi có quản lý có tính hệ thống, chúng ta sẽ không vi phạm bộ ba bất khả thi, không nặng các biện pháp quản lý dòng vốn, và cũng không bị rơi vào khả năng bị tấn công tiền tệ của các nhà đầu cơ.

Gần đây, nhất là từ sau giai đoạn 2003-2008, để lựa chọn giải pháp thay thế cho IT, một số đề xuất trong đó có kết quả nghiên cứu của giáo sư Jeffrey Frankel (Đại học Harvard) cho rằng giải pháp *Cố định theo Giá Xuất khẩu*<sup>5</sup> (Peg the Export Prices: PEP)

---

<sup>3</sup> Quy tắc: cứ mỗi 1% sức ép thị trường ngoại hối, ngân hàng trung ương chấp nhận  $x\%$  lên/giảm giá tiền tệ và  $(1-x)\%$  tăng/giảm dự trữ. Trong đó,  $x$  là tính linh hoạt của tỷ giá hối đoái thay đổi từ 0 (cố định) đến 1 (linh hoạt hoàn toàn). Nhờ đó, ta có  $\frac{1}{2}$  tính độc lập tiền tệ +  $\frac{1}{2}$  ổn định tỷ giá hối đoái.

<sup>4</sup> Corners Hypothesis “Countries can rigidly peg or freely float, but should abandon intermediate regimes like target zones.”: tạm dịch là “Giả thuyết Corner cho rằng các nước có thể cố định hay thả nổi tỷ giá hối đoái hoàn toàn, nhưng nên bỏ đi những cơ chế trung gian đại loại như là các vùng mục tiêu”.

<sup>5</sup> Jeffrey Frankel (2003, 2008).

có thể phù hợp hơn trong việc dung hòa các cú sốc ngoại thương (đối với những nước nhập khẩu) và biến động của giá hàng hóa cơ bản (đối với những nước xuất khẩu). Đề xuất này được cho là phù hợp với các nước xuất khẩu hàng hóa cơ bản (dầu chẳng hạn); khi giá dầu thế giới tăng thì thắt chặt tiền tệ và cho phép nội tệ lên giá; ngược lại, khi giá dầu giảm thì mở rộng tiền tệ và cho phép nội tệ giảm giá.

*Tại sao PEP tốt hơn cơ chế tỷ giá hối đoái cố định đối với nước có giá xuất khẩu biến động?* Khi giá hàng cơ bản xuất khẩu theo đô la tăng, nguồn thu ngoại tệ dồi dào, nội tệ tự động lên giá. Kết quả là sự bùng nổ sẽ bị điều tiết bớt đi. Ngược lại, khi giá hàng cơ bản xuất khẩu theo đô la giảm, cung ngoại tệ giảm, nội tệ tự động giảm giá, xuất khẩu hưởng lợi, tránh hiện tượng sụp đổ của nguồn thu. Kết quả là cán cân thanh toán (BOP) sẽ tự động cải thiện.

Một câu hỏi khác, *tại sao PEP tốt hơn IT đối với nước có biến động TOT?* Khi giá hàng cơ bản nhập khẩu theo đô la tăng chẳng hạn, áp lực tăng giá cả trong nước, IT sẽ ra lệnh thắt chặt tiền tệ; hệ quả là nội tệ lên giá. Đây là một phản ứng sai: vì nội tệ lên giá, điều lợi là góp phần làm cho giá cả không tăng mạnh – đúng như IT mong muốn, nhưng càng làm xấu đi năng lực cạnh tranh ngoại thương và trầm trọng thêm tình trạng thâm hụt thương mại. Trong khi đó, lựa chọn PEP sẽ không như vậy – PEP sẽ ra lệnh mở rộng tiền tệ (thay vì thắt chặt), nội tệ sẽ mất giá và tác động tự điều chỉnh của cán cân thương mại hình thành. Trong trường hợp ngược lại, khi giá hàng xuất khẩu cơ bản tăng, PEP yêu cầu thắt chặt tiền tệ đủ lớn để nội tệ lên giá. Rõ ràng IT không có lợi thế này.

## ***Kết luận***

Mô hình chính sách tiền tệ thiết kế cho các nước công nghiệp áp dụng ở các nước đang phát triển và thị trường mới nổi – phát sinh nhiều vấn đề. Lựa chọn cơ chế tỷ giá hối đoái cố định rồi cuối cùng cũng phá giá liệu có ổn? Cách làm này dễ dàng gây ra hiệu ứng cán cân thanh toán BOP, mất cân xứng tiền tệ và khủng hoảng. Bên cạnh đó, chính sách tài khóa và dòng vốn ngày càng có xu hướng thuận chu kỳ, nước sản xuất và xuất khẩu hàng hóa cơ bản ngày càng đối mặt với sự biến thiên lớn của giá cả các hàng hóa này. Tất cả đang gây khó cho chính sách tiền tệ. Hơn nữa, biến thiên TOT và sốc cung cao nên IT không phù hợp. Do vậy, cần mục tiêu neo danh nghĩa linh hoạt hơn cho chính sách tiền tệ. Đồng thời, để các mục tiêu neo danh nghĩa này vận hành tốt cần cho phép nội tệ lên giá/giảm giá sau cú sốc ngoại thương tích cực/tiêu cực. Hai giải pháp đang hướng đến thay thế mục tiêu IT của chính sách tiền tệ được cho là mục tiêu GDP danh nghĩa (NDGPT), và gắn vào giá xuất khẩu (PEP) đồng thời các nước cần để cho tỷ giá hối đoái linh hoạt thay vì cố định như đã từng lựa chọn trước đây.

## **TÀI LIỆU THAM KHẢO**

1. Jeffrey Frankel (2015), "Monetary Policy in Emerging Markets", CEMLA webinar.
2. Jeffrey Frankel and Pranjul Bhandari (2015), "Nominal GDP Targeting for Developing Countries", NBER WP 20898, January 2015.