

CHÍNH SÁCH LẠM PHÁT MỤC TIÊU: KINH NGHIỆM QUỐC TẾ VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH CHO VIỆT NAM

Nguyễn Thị Hoài Phương

Viện Ngân hàng – Tài chính, Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: Phuong.fbf@gmail.com

Lê Văn Chi

Viện Ngân hàng – Tài chính, Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: Vanchi.le88@gmail.com

Ngày nhận: 12/7/2017

Ngày nhận bản sửa: 21/8/2017

Ngày duyệt đăng: 25/9/2017

Tóm tắt:

Gần 30 năm qua, kể từ khi New Zealand là quốc gia đầu tiên áp dụng chính sách lạm phát mục tiêu vào năm 1990, đã có rất nhiều quốc gia lần lượt theo đuổi chính sách này. Đây được coi là một trong những lựa chọn trong hoạch định chính sách tiền tệ của các ngân hàng trung ương trên thế giới. Các kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy đa số các nước áp dụng chính sách lạm phát mục tiêu có kết quả hoạt động kinh tế vĩ mô và khả năng ứng phó với khủng hoảng tốt hơn những nước khác (Tô Ánh Dương, 2012). Tại Việt Nam, dự thảo chiến lược phát triển ngành ngân hàng giai đoạn 2011-2020 cũng đã xác định việc thiết lập các điều kiện theo chính sách lạm phát mục tiêu là một trong các giải pháp hàng đầu nhằm đổi mới khuôn khổ điều hành chính sách tiền tệ, nâng cao hiệu quả hoạt động của Ngân hàng Nhà nước. Bài viết phân tích ưu – nhược điểm, kinh nghiệm thực thi chính sách lạm phát mục tiêu trên thế giới, từ đó đưa ra những hàm ý chính sách cho Việt Nam.

Từ khóa: Tăng trưởng kinh tế, lạm phát mục tiêu, chính sách tiền tệ, cung tiền.

Inflation-targeting Policy – International Experience and Policy Implications for Vietnam

Abstract

Nearly past 30 years, since New Zealand became the first country to adopt the inflation-targeting policy in 1990, many countries successively have followed this policy. This is considered the option in designing monetary policy of central banks in the world. The results of empirical studies show that most countries adopting the inflation-targeting policy have better macroeconomic performance and ability to cope with a crisis than other countries do (To, 2012). In Vietnam, the draft strategy for bank development in 2011-2020 regards the establishment of conditions under the inflation targeting policy as one of the top solutions to reform the monetary policy framework and to improve the State Bank's performance. This paper analyzes the advantages and disadvantages of the implementation of inflation-targeting policy in the world, then some policy implications are given for Vietnam.

Keywords: Economic growth, inflation targeting, monetary policy, money supply.

1. Đặt vấn đề

Lạm phát mục tiêu (LPMT) là chính sách được thực hiện thành công ở các nước phát triển trong gần 30 năm qua. Từ năm 1990, một số nền công nghiệp tiên tiến như New Zealand, Canada, Anh, Thụy Điển... đã thực thi chính sách tiền tệ bằng cách sử

dụng khung lạm phát mục tiêu. Trong một ý nghĩa nào đó, những nước này đang hướng tới một tỷ lệ lạm phát thấp và chính sách tiền tệ có uy tín. Việc công bố các mục tiêu lạm phát trên nhiều quốc gia là khác nhau. Tại Úc, Phần Lan và Thụy Điển, các ngân hàng trung ương (NHTW) lúc đầu công bố mục tiêu

lạm phát mà không có sự xác nhận rõ ràng từ Chính phủ. Tại Canada và New Zealand, mục tiêu lạm phát là kết quả của thỏa thuận chung giữa Bộ trưởng bộ tài chính và Thống đốc NHTW. Tại Indonesia mục tiêu lạm phát do Chính phủ thiết lập trên cơ sở tham vấn NHTW. Trong khi đó, Ủy ban chính sách tiền tệ ở Thái Lan cùng với Bộ tài chính thiết lập mục tiêu lạm phát và trình Chính phủ phê duyệt trước khi kết thúc tháng 12 (Tô Kim Ngọc, 2012). Đã có nhiều công trình nghiên cứu về việc thực hiện lạm phát mục tiêu trên thế giới. Phần lớn các nghiên cứu tập trung làm rõ: (1) khái niệm và các điều kiện áp dụng chính sách lạm phát mục tiêu, (2) ưu điểm của chính sách lạm phát mục tiêu, (3) hạn chế khi áp dụng lạm phát mục tiêu, (4) tác động của chính sách lạm phát mục tiêu tới nền kinh tế.

Bài viết sẽ làm rõ cơ sở lý luận về chính sách lạm phát mục tiêu và trả lời câu hỏi có nên thực hiện chính sách LPMT tại Việt Nam không?

2. Tổng quan nghiên cứu và cơ sở lý luận về lạm phát mục tiêu

2.1. Khái niệm

Theo Mishkin (2000), chính sách LPMT là chính sách mà NHTW đưa ra mục tiêu lạm phát và được quyền chủ động sử dụng các công cụ của chính sách tiền tệ (CSTT) để đạt được mục tiêu đó. Tác giả đã chỉ ra rằng lạm phát mục tiêu là CSTT chứa đựng 5 yếu tố cơ bản:

- Công bố rộng rãi số liệu về lạm phát mục tiêu trong trung hạn.
- Cam kết giữ ổn định giá cả là mục tiêu cơ bản và dài hạn của CSTT và cam kết hoàn thành mục tiêu lạm phát.
- Áp dụng thông tin, bao gồm các thông tin về nhiều biến số khác chứ không riêng biến số về tổng lượng tiền cung ứng để từ đó đưa ra các quyết định về CSTT.
- Tăng tính minh bạch trong chiến lược của CSTT thông qua việc giao tiếp với công chúng và thị trường về kế hoạch và mục tiêu của những người điều hành CSTT.
- Tăng trách nhiệm của NHTW trong việc đạt được mục tiêu lạm phát.

Freeman & Laxton (2009) nhấn mạnh trách nhiệm giải trình liên quan tới việc cung cấp thông tin về: (1) Khi nào sẽ đạt được mức mục tiêu và tại sao lại có sự khác biệt trong kết quả với những dự báo trước đó; (2) Triển vọng lạm phát là gì trong điều kiện hoàn cảnh đã thay đổi; và (3) Có thể làm gì để đưa

lạm phát trở lại mục tiêu trong những trường hợp thay đổi. Hammond (2012) cũng đưa việc giới thiệu lạm phát mục tiêu và xây dựng chiến lược truyền thông là bắt buộc. Theo tác giả, những NHTW theo đuổi chính sách LPMT là những NHTW có mức độ cởi mở cao nhất.

2.2. Điều kiện áp dụng chính sách lạm phát mục tiêu

Batini & Laxton (2006) đã chỉ ra 4 điều kiện cần thiết để lạm phát mục tiêu có thể thành công ở các nền kinh tế mới nổi, đồng thời kết luận rằng không cần thiết để các nước đạt được “điều kiện tiên quyết” về thể chế, kỹ thuật và kinh tế để áp dụng thành công LPMT. Các điều kiện bao gồm:

Ngân hàng Trung ương phải là thể chế hoàn toàn độc lập: NHTW nên được toàn quyền và độc quyền trong việc quyết định các công cụ của CSTT. Điều kiện này cũng bao gồm vị thế tài chính vững chắc. Việc thiếu vắng kỷ luật tài khoá sẽ không tương thích với lạm phát mục tiêu vì thâm hụt ngân sách nhà nước cao sẽ dẫn tới khủng hoảng nợ công hoặc tạo áp lực tiền tệ hoá các khoản nợ, dẫn đến áp lực tới tỷ giá hối đoái và làm tăng lạm phát kỳ vọng.

Ngân hàng Trung ương phải có hệ thống cơ sở hạ tầng kỹ thuật phát triển: NHTW phải có khả năng nghiên cứu tốt để dự báo lạm phát và đưa ra những thông tin liên quan tới lạm phát. Cơ chế truyền dẫn giữa các công cụ của CSTT và lạm phát phải được hiểu đầy đủ.

Quốc gia phải có cấu trúc kinh tế vững vàng: Việc điều tiết giá cả phải được gỡ bỏ, nền kinh tế không quá nhạy cảm trước sự thay đổi của giá hàng hoá thiết yếu như thực phẩm hay năng lượng. Nền kinh tế cũng không quá nhạy cảm trước sự thay đổi của tỷ giá hối đoái. Đặc biệt quan trọng đối với nền kinh tế mới nổi là đô la hoá phải ở mức thấp nhất. Điều này có nghĩa là việc sử dụng đồng nội tệ phải là chủ yếu trong lưu thông.

Quốc gia phải có nền tài chính khoẻ mạnh: Chính sách lạm phát mục tiêu không nên tiềm tàng khả năng xung đột với mục tiêu ổn định tài chính. Thêm vào đó, hệ thống ngân hàng khoẻ mạnh và thị trường vốn phát triển là yếu tố quan trọng cho cơ chế truyền dẫn CSTT đạt hiệu quả.

2.3. Ưu – nhược điểm của chính sách lạm phát mục tiêu

Có nhiều nghiên cứu thực chứng về tác động tích cực và tiêu cực của lạm phát mục tiêu tới các biến số kinh tế. Theo Mishkin & Easkin (2009), ưu điểm

nổi bật của chính sách lạm phát mục tiêu là những người quản lý tiền tệ có thể sử dụng mọi thông tin thay vì chỉ dựa vào một biến số để đưa ra các quyết định. Hơn nữa chính sách LPMT tạo ra tính minh bạch cao do nó đòi hỏi nhận thức của công chúng về CSTT. Một ưu điểm nữa là việc tăng tính giải trình của NHTW sẽ giảm khả năng NHTW rơi vào tình trạng bất nhất theo thời gian, khi mà nó cố gắng mở rộng sản lượng và tăng tỷ lệ việc làm trong ngắn hạn bằng việc theo đuổi CSTT mở rộng quá mức.

Các nghiên cứu khác cho thấy việc áp dụng chính sách lạm phát mục tiêu sẽ làm giảm quá trình đô la hoá (Lin & Ye, 2013), đồng thời lạm phát mục tiêu cũng có tác động tích cực tới nợ công của Chính phủ, làm giảm đáng kể thâm hụt ngân sách nhà nước (Kadria & Aissa, 2014). Việc áp dụng LPMT cũng được chứng minh sẽ giúp các quốc gia chống lại khủng hoảng tốt hơn nhiều so với các nước có chế độ tiền tệ khác, đặc biệt là các nước có tỷ giá hối đoái cố định (Andersen, Malchow-Møllerb & Nordvig, 2015).

Khi luận bàn về các tác động tiêu cực, Mishkin & Easkin (2009) đã chỉ ra 4 nhược điểm của chính sách LPMT bao gồm: các tín hiệu có độ trễ, quá cứng nhắc có thể làm tăng sự biến động của sản lượng và làm giảm tăng trưởng kinh tế. Hai tác giả cũng nhấn mạnh việc lựa chọn lạm phát thấp có thể gây tác động tiêu cực tới các hoạt động kinh tế. Đặc biệt, tình trạng giảm phát có thể gây nên sự bất ổn tài chính và bóp chặt nền kinh tế. Để tránh những tác động tiêu cực này, tất cả mức LPMT đều được đặt ở mức trên 0% và LPMT được giảm dần dần từ trung hạn đến dài hạn.

2.4. Tác động của chính sách lạm phát mục tiêu tới nền kinh tế

Nghiên cứu của Mishkin (2000, 2004) lần lượt nêu lên điều kiện áp dụng chính sách LPMT và đánh giá kết quả việc áp dụng chính sách LPMT tại các nền kinh tế mới nổi. Freedman & Otker-Robe (2010) đã chỉ ra những nhân tố quan trọng để áp dụng chính sách LPMT tại các nền kinh tế mới nổi bao gồm: LPMT là ưu tiên hàng đầu của CSTT, không có áp đặt tài chính và NHTW độc lập về công cụ. Trước đó, Batini & Laxton (2006) dựa trên nghiên cứu chi tiết về 31 NHTW đã chỉ ra rằng LPMT ở các nước mới nổi đem lại lợi ích đáng kể hơn so với quốc gia áp dụng các chính sách khác như lạm phát thấp hơn, lạm phát kỳ vọng thấp hơn và biến động lạm phát thấp hơn.

Ngoài các nghiên cứu quốc tế, cũng có một số

nghiên cứu trong nước về CSTT nói chung và chính sách LPMT ở Việt Nam nói riêng. Tô Ánh Dương & cộng sự (2012) đã đánh giá cơ chế điều hành CSTT, từ đó nghiên cứu khả năng áp dụng LPMT tại Việt Nam. Mai Thu Hiền (2016) từ việc đánh giá việc thực thi CSTT ở Việt Nam đã chỉ ra việc neo tỷ giá và neo lượng tiền cung ứng chưa đủ độ tin cậy và chưa đủ mạnh. Vì vậy, tác giả đề xuất sử dụng chính sách LPMT và chỉ ra các điều kiện để áp dụng chính sách LPMT ở Việt Nam.

3. Bài học kinh nghiệm: Thực thi chính sách lạm phát mục tiêu ở Thái Lan

Theo số liệu được đưa ra bởi Jahan (2017), sau khi quốc gia đầu tiên áp dụng chính sách LPMT là New Zealand vào năm 1990, cho đến nay đã có 28 quốc gia trên thế giới áp dụng chính sách LPMT (Phụ lục 1).

Việc áp dụng chính sách LPMT tại Thái Lan và những tác động của nó tới nền kinh tế được lựa chọn để nghiên cứu vì những đặc điểm tương đồng về trình độ phát triển của quốc gia này với Việt Nam.

Khi mới ra đời vào năm 1942, NHTW Thái Lan đã áp dụng chế độ tỷ giá hối đoái cố định cho tới khủng hoảng kinh tế 1997. Sau đó từ tháng 7 năm 1997 đến tháng 5 năm 2000, Thái Lan áp dụng CSTT mục tiêu kèm theo việc thả nổi tỷ giá để có thể nhận được gói cứu trợ từ Quỹ tiền tệ quốc tế (IMF). Trong suốt giai đoạn này, mục tiêu của CSTT là lấy lại niềm tin đã mất sau thất bại của chế độ tỷ giá hối đoái cố định thông qua việc thiết lập lại sự ổn định kinh tế vĩ mô. Tuy nhiên, ngay sau khi chương trình cứu trợ tài chính của IMF kết thúc, từ tháng 5 năm 2000 cho đến nay, NHTW Thái Lan đã sử dụng chính sách LPMT thay thế cho CSTT mục tiêu, vì theo họ, mục tiêu lượng tiền cung ứng kém hiệu quả so với LPMT. Có 2 lý do chính cho sự thay đổi này. Thứ nhất là mối quan hệ giữa lượng tiền cung ứng và tổng cầu trở nên kém ổn định, đặc biệt trong giai đoạn sau khủng hoảng, khi mà tăng trưởng tín dụng trở nên không chắc chắn và hệ thống tài chính có sự thay đổi nhanh chóng. Vòng quay tiền tệ đã bị những thay đổi trong cấu trúc kinh tế và thay đổi của thị trường tài chính làm cho rối loạn (Kubo, 2008). Thứ hai, việc áp dụng chính sách LPMT là điều cần thiết để NHTW Thái Lan lấy lại được niềm tin và sự độc lập của mình sau khủng hoảng tài chính 1997.

Chính sách LPMT áp dụng ở Thái Lan có một số đặc điểm như sau:

Hệ thống các cơ quan giám sát và thực thi:

Hình 1: Lạm phát tổng thể (headline inflation), lạm phát cơ bản (core inflation) và sự tăng giá năng lượng (energy inflation) tại Thái Lan

Đơn vị: %



Nguồn: Barua (2017).

Bảng 1: Thực thi LPMT ở Thái Lan từ năm 2000 đến năm 2017

| Thời kỳ | Mục tiêu chính sách | Mức lạm phát | Khung mục tiêu |
|------------------|---------------------|--------------|----------------|
| 5/2000 – 12/2008 | Lạm phát cơ bản | 0,0 – 3,5% | - |
| 2009 | Lạm phát cơ bản | 0,0 – 3,0% | +0,5% |
| 2010 – 2014 | Lạm phát cơ bản | 0,5 – 3,0% | - |
| 2015 | Lạm phát tổng thể | 2,5% | ± 1,5% |
| 2016 – 2017 | Lạm phát tổng thể | 2,5% | ± 1,5% |

Nguồn: NHTW Thái Lan - Bank of Thailand (2017).

NHTW Thái Lan quyết định áp dụng chính sách LPMT dưới những khuôn khổ pháp lý hiện hành với hội đồng tiền tệ được bổ nhiệm lần đầu vào tháng 4 năm 2000 và được trao quyền quyết định CSTT bởi Chính phủ. Từ năm 2001, hội đồng tiền tệ được thay thế bởi Ủy ban chính sách tiền tệ (Monetary policy committee - MPC). Ủy ban họp định kỳ 8 lần mỗi năm, thông qua việc khuyến khích công chúng theo sát kết quả của mỗi cuộc họp sẽ giúp tăng tính minh bạch của các CSTT.

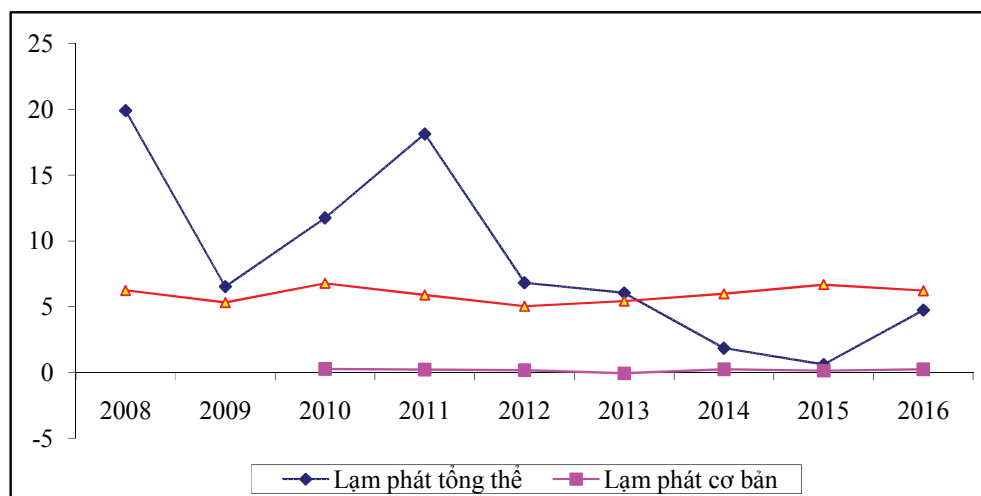
Mục tiêu chính sách, mức lạm phát và khung mục tiêu: Từ tháng 5 năm 2000 đến tháng 12 năm 2014, Thái Lan lựa chọn lạm phát cơ bản thay lạm phát tổng thể làm mục tiêu của chính sách. Theo McCauley (2006), giá của thực phẩm và năng lượng thô có sự biến động rất lớn, phụ thuộc vào điều kiện thời tiết và các yếu tố bên ngoài không thể kiểm soát được. Giữ nguyên những mặt hàng này trong việc đo lường mục tiêu có thể dẫn tới việc bóp méo việc

điều hành CSTT. Tuy nhiên kể từ năm 2015, Thái Lan đã chuyển sang sử dụng lạm phát tổng thể với lý giải là so với lạm phát cơ bản, lạm phát tổng thể phản ánh chính xác hơn sự thay đổi trong chi phí sinh hoạt. Thêm vào đó, từ năm 2008 cho đến năm 2014, lạm phát cơ bản và lạm phát tổng thể đã quá cách xa nhau trong thời gian dài do giá thực phẩm và năng lượng thô đã ngày càng ảnh hưởng lớn tới cơ chế lạm phát. Như vậy việc sử dụng lạm phát tổng thể làm mục tiêu chính sách sẽ giúp nâng cao hiệu quả hoạt động truyền thông của NHTW với công chúng và do đó tăng tính hiệu quả của CSTT trong việc neo giữ lạm phát kỳ vọng trong dài hạn.

Việc lựa chọn mức lạm phát và khung mục tiêu được NHTW Thái Lan đưa ra dựa trên năng lực của những nhóm người khác nhau trong nền kinh tế trong việc điều chỉnh theo sự thay đổi của mức giá, đặc biệt là những người về hưu, những người thu nhập chủ yếu từ lãi tiền gửi tiết kiệm, nhân viên

Hình 2: Lạm phát tổng thể, lạm phát cơ bản và tốc độ tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam

Đơn vị: %



Nguồn: Tổng cục thống kê (2016).

có thu nhập cố định, và người lao động có quyền thương lượng thấp. Các nhóm này có thể bị ảnh hưởng bất lợi bởi mức mục tiêu lạm phát cao vì thu nhập của họ thường không theo kịp lạm phát, làm giảm sức mua của họ. Ngoài ra, việc lựa chọn mức LPMT còn xem xét thêm mức lạm phát của các đối tác thương mại của Thái Lan.

Mức độ độc lập, tính minh bạch và độ tin nhiệm của NHTW: Theo Grenville & Ito (2010), một trong những yếu tố thiết yếu của LPMT là NHTW cần phải độc lập để có thể đạt được mục tiêu mà không có áp lực từ chính trị. Sự độc lập này không được chính thức hoá trong luật pháp cho đến năm 2008, nhưng NHTW Thái Lan đã có thể hoạt động một cách độc lập trên thực tế trong suốt thời kỳ đó. Tính minh bạch và trách nhiệm giải trình gắn liền với khung mục tiêu lạm phát đã được thiết lập tốt thông qua các thông cáo báo chí và các cuộc họp báo sau khi có quyết định chính sách, thông qua báo cáo lạm phát toàn diện và thông qua các báo cáo khác cho nội các (Phụ lục 2).

Cơ chế truyền dẫn và mô hình dự báo: Theo thông tin được công bố bởi hội đồng tiền tệ, ảnh hưởng của CSTT tới lạm phát có độ trễ 1-2 năm từ khi thông báo về quyết định chính sách được đưa ra. Ảnh hưởng này được dẫn truyền qua 5 kênh chính: Kênh lãi suất, kênh tín dụng, kênh giá tài sản, kênh tỷ giá, kênh kỳ vọng. Những mô hình dự báo chính bao gồm:

- Mô hình kinh tế lượng vĩ mô của NHTW Thái

Lan

- Mô hình bán cầu trúc nhỏ
- Mô hình cân bằng tổng thể ngẫu nhiên
- Một số mô hình kinh tế khác như mô hình khu vực doanh nghiệp, mô hình hộ gia đình...

Hội đồng sử dụng kết quả từ nhiều mô hình khác nhau cùng với quyết định của các nhà hoạch định chính sách trong suốt quá trình dự báo và phân tích chính sách để có được CSTT thích hợp.

Khả năng đương đầu với các cú sốc: Theo Grenville & Ito (2010), một trong những đặc điểm nổi bật trong thực thi chính sách LPMT ở Thái Lan là việc tập trung vào mục tiêu chính, ổn định giá cả, không ngăn cản NHTW Thái Lan thực hiện các mục tiêu khác. Sự ổn định về giá đạt được không phải đánh đổi với mức tăng trưởng kinh tế vì sản lượng đã đạt mức trung bình 4,2% trong suốt thời kỳ LPMT và thậm chí có thể cao hơn nếu Thái Lan không phải chịu các cú sốc từ bên ngoài như cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu và xung đột chính trị trong nước. Tất cả các NHTW đều có trách nhiệm duy trì sự ổn định của khu vực tài chính và NHTW Thái Lan đã thực hiện điều này hiệu quả.

4. Hàm ý chính sách cho Việt Nam

4.1. Đánh giá khả năng thực hiện chính sách lạm phát mục tiêu tại Việt Nam

Trong vòng 10 năm trở lại đây, tỷ lệ lạm phát của Việt Nam diễn biến khá phức tạp. Nguyên nhân lạm phát cũng rất đa dạng: từ chi phí đẩy, cầu kéo đến sự

Bảng 2: Lạm phát dự kiến và lạm phát thực tế tại Việt Nam

Đơn vị: %

| Năm | Lạm phát dự kiến | Lạm phát thực tế |
|------|------------------|------------------|
| 2008 | 8,5 | 20,3 |
| 2009 | 7 | 6,88 |
| 2010 | 7 | 11,79 |
| 2011 | 7 | 18,13 |
| 2012 | 10 | 6,81 |
| 2013 | 6,5 | 6,04 |
| 2014 | 7 | 1,84 |
| 2015 | 5 | 0,63 |
| 2016 | 5 | 4,74 |

Nguồn: Tổng cục thống kê (2016).

đư thừa tiền trong lưu thông và cả đến sự bất cập trong công tác quản lý điều hành của cơ quan nhà nước.

Sự thành công trong việc theo đuổi khuôn khổ LPMT tại những nền kinh tế phát triển trên thế giới và những nền kinh tế mới nổi tại Châu Á đã chứng tỏ khả năng duy trì tỷ lệ lạm phát thấp cùng với mức độ biến động trong phạm vi kiểm soát. Tuy nhiên, hiện nay ở Việt Nam có nên thực hiện chính sách LPMT hay không, bài viết sẽ phân tích tính khả thi dựa trên các điều kiện sau:

NHTW phải là một thể chế hoàn toàn độc lập: Một trong những điều kiện tiên quyết để chính sách LPMT thành công là đảm bảo “tính độc lập của NHTW”. Tính độc lập của NHTW được thể hiện một cách minh bạch thông qua việc xác định rõ cơ chế hoạch định CSTT như thế nào, NHTW có được quyền tự chủ trong việc sử dụng các công cụ của CSTT hay không? NHTW và thống đốc sẽ chịu trách nhiệm như thế nào trong trường hợp mục tiêu lạm phát đặt ra không thực hiện được.

Theo nghiên cứu IMF, mức độ độc lập của các NHTW trên thế giới được phân thành 4 cấp độ, bao gồm:

- Cấp độ 1: Độc lập trong thiết lập mục tiêu hoạt động: Đây là cấp độ tự chủ cao nhất mà NHTW có thể đạt được. Với mô hình này, NHTW có quyền quyết định toàn bộ mục tiêu hoạt động và có trách nhiệm quyết định CSTT. Để đạt được cấp độ này, NHTW phải có năng lực thực thi tốt và khả năng dự báo chính xác. Một trong những NHTW ở cấp độ này là Cục dự trữ liên bang Mỹ (FED).

- Cấp độ 2: Độc lập trong thiết lập chỉ tiêu hoạt động: Ở cấp độ này, NHTW cũng được trao trách nhiệm quyết định CSTT nhưng khác cấp độ 1 ở chỗ

sẽ có một chỉ tiêu hoạt động duy nhất được cụ thể hóa trong luật. Lúc này, việc thay đổi chỉ tiêu duy nhất đòi hỏi phải sửa đổi luật NHTW. Một trong những NHTW ở cấp độ này là NHTW Châu Âu (ECB).

- Cấp độ 3: Độc lập trong lựa chọn công cụ điều hành: Với cấp độ này, Chính phủ hoặc Quốc hội sẽ có sự thỏa thuận với NHTW. Khi quyết định được thông qua, NHTW có trách nhiệm hoàn thành chỉ tiêu trên cơ sở được trao đầy đủ thẩm quyền cần thiết để có thể lựa chọn công cụ điều hành CSTT phù hợp nhất. NHTW New Zealand và Canada là những NHTW tiêu biểu cho cấp độ này.

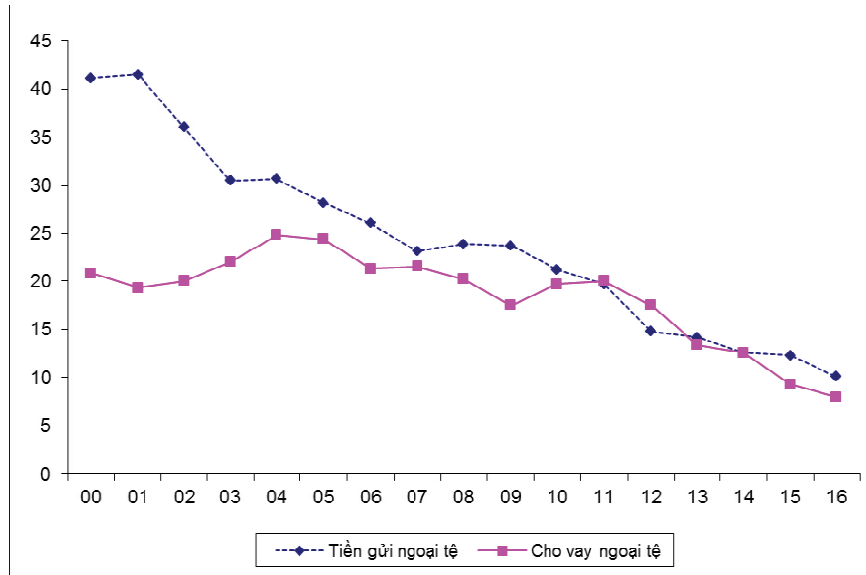
- Cấp độ 4: Độc lập tự chủ hạn chế: Ở cấp độ thấp nhất này, Chính phủ là cơ quan quyết định chính sách bao gồm cả mục tiêu và chỉ tiêu hoạt động. Chính phủ cũng can thiệp vào quá trình thực thi CSTT. Đây cũng chính là cấp độ phản ánh sự độc lập của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN).

Theo thống kê từ Luật ngân hàng Nhà nước Việt Nam 2010, có đến 15 nội dung liên quan đến điều hành CSTT do Thủ tướng hoặc Chính phủ quyết định (Quốc hội, 2010). Xét về cơ chế bảo đảm trách nhiệm giải trình và tính minh bạch của NHTW, thì hiện nay Việt Nam vẫn chưa có tuyên bố pháp lý nào về chính sách LPMT. Như vậy, có thể thấy tại Việt Nam trên cả phương diện pháp lý lẫn thực tế, mức độ độc lập của NHNN đang ở cấp độ thấp nhất.

NHTW phải có hệ thống cơ sở hạ tầng kỹ thuật phát triển: NHTW phải có khả năng nghiên cứu tốt để dự báo lạm phát và liên tục cập nhật những thông tin liên quan tới lạm phát. Trong dài hạn, lạm phát dự kiến sẽ tiếp cận mức lạm phát thực tế với điều kiện NHTW có đủ uy tín và quyền lực để theo đuổi mục tiêu lạm phát. Tại Việt Nam, sự thiếu thuyết

Hình 3: Tỷ lệ tiền gửi và cho vay ngoại tệ tại Việt Nam

Đơn vị: %



Nguồn: International Monetary Fund (2016).

phục trong xây dựng mục tiêu lạm phát cũng như sự thiếu nhất quán trong các tuyên bố về vận hành công cụ CSTT đã tạo nên sự thiếu tin cậy trên thị trường. Số liệu chứng minh trong gần 10 năm qua ở Việt Nam, mức lạm phát thực tế luôn có độ chênh rất lớn so với mục tiêu mà Quốc hội thông qua vào đầu năm, kể cả khi mục tiêu này đã được điều chỉnh nhiều lần. Đặc biệt, các năm 2008, 2010, 2011, 2014 và 2015 sự chênh lệch này là rất đáng kể.

Số liệu trên đã phản ánh mức độ tin cậy của thị trường vào các tuyên bố chính sách là rất thấp và làm cho mức lạm phát dự báo khó tiếp cận được mức thực tế. Năng lực phân tích, chất lượng dự báo còn yếu so với yêu cầu điều hành chính sách và quản lý, giám sát tiền tệ, hoạt động ngân hàng một cách có hiệu quả. Phương pháp dự báo hiện nay còn đơn giản và chưa đồng bộ, mô hình dự báo chưa ổn định, chưa bao hàm đầy đủ các nhân tố tác động đến chỉ tiêu dự báo, khuôn khổ phân tích và đánh giá tác động chính sách chưa hoàn thiện.

Quốc gia phải có cấu trúc kinh tế vững vàng: Yêu cầu này cho thấy đối với những nền kinh tế mới nổi, các chỉ tiêu phản ánh đô la hoá phải ở mức thấp. Điều này có nghĩa là việc sử dụng đồng nội tệ phải là chủ yếu trong lưu thông. Trong 15 năm qua, Việt Nam đã đạt được các thành tựu nhất định trong quá trình chống đô la hóa, đặc biệt giai đoạn từ 2012 đến nay đã có những kết quả đáng ghi nhận. Tuy nhiên,

hiện tượng đô la hóa vẫn còn tồn tại trong nền kinh tế vĩ mô nói chung và điều hành CSTT nói riêng, điều này đòi hỏi Việt Nam phải thực hiện quyết liệt hơn các giải pháp chống đô la hóa, đặc biệt khi độ mở của nền kinh tế ngày càng tăng.

Quốc gia phải có nền tài chính vững mạnh: Về cơ bản, hệ thống ngân hàng – tài chính ở Việt Nam phát triển trên nền tảng tương đối thấp và thiếu năng động. Trong một thời gian dài, hệ thống ngân hàng Việt Nam chỉ phát triển theo chiều rộng mà không có sự phát triển về chiều sâu. Các hoạt động quản trị rủi ro chưa tiếp cận được các chuẩn mực quốc tế. Nếu áp dụng theo các tiêu chuẩn của Basel, thì tỷ lệ nợ xấu và các hệ số an toàn của hệ thống NHTM Việt Nam vẫn là một ẩn số. Các công cụ thị trường sử dụng ít và không hiệu quả đã hạn chế khả năng điều hành CSTT của NHNN Việt Nam.

Hơn 10 năm qua, thị trường tài chính Việt Nam phát triển khá tốt, tuy nhiên mức độ cải thiện độ sâu tài chính còn thiếu bền vững. Trong giai đoạn 2000-2016, Việt Nam chỉ cải thiện rõ nhất về dịch vụ tài chính – ngân hàng, trong khi đó lại tụt hạng mạnh nhất trên phương diện thể chế, thị trường tài chính và dịch vụ tài chính phi ngân hàng. Cụ thể trong số 62 nước xếp hạng theo Diễn đàn kinh tế thế giới, Việt Nam xếp thứ 52 với các đánh giá thành phần như sau: thứ 53 về môi trường thể chế, thứ 56 về môi trường kinh doanh và mức ổn định tài chính,

Bảng 3: Nợ công Việt Nam 2008-2016

| Chỉ tiêu/Năm | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---------------------------------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Tổng nợ công (nghìn tỉ đồng) | 657 | 877 | 1.124 | 1.392 | 1.641 | 1.942 | 2.371 | 2.608 | 2.839 |
| Nợ công/GDP(%) | 41,1 | 52,6 | 56,3 | 54,9 | 50,8 | 54,2 | 60,3 | 62,2 | 63,7 |

Nguồn: Bộ tài chính (2016).

thứ 32 về dịch vụ ngân hàng, thứ 51 về dịch vụ phi ngân hàng, thứ 37 về thị trường tài chính, thứ 43 về khả năng tiếp cận tài chính. Trong đó, thị trường chứng khoán vẫn chưa trở thành kênh huy động vốn quan trọng trên thị trường tài chính. Các hoạt động trên thị trường không minh bạch và thiếu hiệu quả, các hành vi đầu cơ trục lợi, bán khống, thao túng thị trường đã ảnh hưởng tiêu cực đến lợi ích các nhà đầu tư, đặc biệt các nhà đầu tư nhỏ lẻ.

Đối với độ lành mạnh của chính sách tài khóa, các số liệu từ bộ tài chính cho thấy tỷ lệ Nợ công/tổng sản phẩm quốc nội (GDP) về cơ bản vẫn nằm trong ngưỡng an toàn theo thông lệ quốc tế. Tuy nhiên, nợ công có dấu hiệu tăng nhanh trong những năm gần đây, đặc biệt kể từ sau khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế toàn cầu. Điều này cho thấy khả năng chi trả nợ trong tương lai trước các biến động về tỷ giá cũng như sự bất ổn của kinh tế vĩ mô trong nước, đặc biệt tình trạng thâm hụt kép liên tục kéo dài là đáng báo động.

Kết luận: Các điều kiện để áp dụng hiệu quả khuôn khổ chính sách LPMT tại Việt Nam vẫn chỉ đáp ứng ở mức thấp. Vì vậy, có thể khẳng định Việt Nam chưa thể thực hiện chính sách này tại thời điểm hiện tại. Tuy nhiên, như phân tích ở trên cho thấy tại các thị trường tài chính mới nổi, khuôn khổ này vẫn là một lựa chọn để cân nhắc ngay cả khi chưa đáp ứng đủ các điều kiện cần thiết.

4.2. Hàm ý chính sách cho Việt Nam

Trong thời gian gần đây với những chuyển biến tích cực của nền kinh tế nói chung và hệ thống tài chính nói riêng, việc thực hiện chính sách LPMT tại Việt Nam trong tương lai là hoàn toàn có thể. Dựa vào sự thành công trong việc thực thi chính sách LPMT tại Thái Lan và các điều kiện hiện tại của Việt Nam, các hàm ý chính sách được đưa ra bao gồm:

Thứ nhất: Việc lựa chọn giữa lạm phát tổng thể hay lạm phát cơ bản làm mục tiêu của chính sách phải cân nhắc dựa trên điều kiện của nền kinh tế. Mỗi loại lạm phát sẽ có ưu và nhược điểm riêng, phù hợp với từng thời kỳ kinh tế khác nhau. Việc đưa ra mức lạm phát mục tiêu và khung lạm phát phải được

tính toán dựa trên các dự báo và mô hình phân tích cùng với việc xem xét tới các chủ thể chịu tác động trong nền kinh tế.

Thứ hai: Phải xây dựng tính độc lập cho NHNN Việt Nam, đặc biệt là tính độc lập về mặt chức năng. Tính độc lập của NHNN phải được luật hóa hoàn toàn. Đây là điều kiện tiên quyết cho sự thành công của chính sách LPMT trong tương lai. Đặc biệt, tiến tới việc trao quyền chủ động cho NHNN trong việc điều tiết lượng tiền cung ứng sao cho phù hợp với yêu cầu cấp bách của nền kinh tế chứ không phải để đáp ứng nhu cầu của NSNN và Chính phủ. Trong thực thi CSTT cũng phải tăng quyền tự quyết trong việc sử dụng các công cụ để từ đó có thể nâng cao hiệu quả sử dụng cũng như uy lực của các công cụ. Đồng thời, NHNN cũng phải tăng tính minh bạch và trách nhiệm giải trình thông qua việc giao tiếp với công chúng về những quyết định liên quan tới CSTT.

Thứ ba: Phải xây dựng được các mô hình dự báo để có thể đưa ra thông tin chính xác cho những nhà hoạch định chính sách. Thời điểm áp dụng chính sách LPMT không nên vào giai đoạn khủng hoảng hoặc ngay sau khủng hoảng mà nên sau đó 1-2 năm để nền kinh tế có độ phục hồi nhất định.

Thứ tư: Nâng cao độ tin cậy của các chủ thể trong nền kinh tế đối với NHNN. Để thực hiện được điều này, cần phải đưa ra một khung giá trị, biên độ dao động cho mục tiêu lạm phát thay vì một giá trị như hiện nay bởi như vậy sẽ tăng tính linh hoạt cho NHNN. Việc NHNN đạt được mục tiêu trong cả một khung giá trị biến động sẽ dễ dàng hơn nhiều. Từ đó công chúng sẽ tin tưởng hơn vào khả năng của NHNN rằng một khi ngân hàng đã cam kết thì chắc chắn sẽ thực hiện được.

Thứ năm: Cần trang bị kiến thức về NHTW cho các cán bộ quản lý của Chính phủ và Quốc hội. Mỗi tổ chức, bộ phận của các đơn vị cần bố trí cán bộ đáp ứng trình độ chuyên môn về ngân hàng để có thể thực hiện công tác quản lý theo mục tiêu đã đề ra.

Phụ lục 1: Các quốc gia áp dụng chính sách lạm phát mục tiêu (Cập nhật đến ngày 29 tháng 7 năm 2017)

| Quốc gia | Thời điểm áp dụng LPMT | Tỷ lệ lạm phát tại thời điểm áp dụng (%) | Tỷ lệ lạm phát tới cuối năm 2010 (%) | Tỷ lệ LPMT (%) |
|----------------|------------------------|--|--------------------------------------|----------------|
| New Zealand | 1990 | 3,30 | 4,03 | 1 - 3 |
| Canada | 1991 | 6,90 | 2,23 | 2 +/- 1 |
| Vương quốc Anh | 1992 | 4,00 | 3,39 | 2 |
| Úc | 1993 | 2,00 | 2,65 | 2 - 3 |
| Thụy Điển | 1993 | 1,80 | 2,10 | 2 |
| Cộng hoà Séc | 1997 | 6,80 | 2,00 | 3 +/- 1 |
| Israel | 1997 | 8,10 | 2,62 | 2 +/- 1 |
| Phân Lan | 1998 | 10,60 | 3,10 | 2,5 +/- 1 |
| Brazil | 1999 | 3,30 | 5,91 | 4,5 +/- 1 |
| Chile | 1999 | 3,20 | 2,97 | 3 +/- 1 |
| Colombia | 1999 | 9,30 | 3,17 | 2 - 4 |
| Nam Phi | 2000 | 2,60 | 3,50 | 3 - 6 |
| Thái Lan | 2000 | 0,80 | 3,05 | 0,5 - 3 |
| Hungary | 2001 | 10,80 | 4,20 | 3 +/- 1 |
| Mexico | 2001 | 9,00 | 4,40 | 3 +/- 1 |
| Iceland | 2001 | 4,10 | 2,37 | 2,5 +/- 1,5 |
| Hàn Quốc | 2001 | 2,90 | 3,51 | 3 +/- 1 |
| Na Uy | 2001 | 3,60 | 2,76 | 2,5 +/- 1 |
| Peru | 2002 | -0,10 | 2,08 | 2 +/- 1 |
| Philippines | 2002 | 4,50 | 3,00 | 4 +/- 1 |
| Guatemala | 2005 | 9,20 | 5,39 | 5 +/- 1 |
| Indonesia | 2005 | 7,40 | 6,96 | 5 +/- 1 |
| Romania | 2005 | 9,30 | 8,00 | 3 +/- 1 |
| Serbia | 2006 | 10,80 | 10,29 | 4 - 8 |
| Thổ Nhĩ Kỳ | 2006 | 7,70 | 6,40 | 5,5 +/- 2 |
| Armenia | 2006 | 5,20 | 9,35 | 4,5 +/- 1,5 |
| Ghana | 2007 | 10,50 | 8,58 | 8,5 +/- 2 |
| Albania | 2009 | 3,70 | 3,40 | 3 +/- 1 |

Nguồn: Jahan (2017).

Phụ lục 2: Mức độ minh bạch, tính độc lập và trách nhiệm giải trình của ngân hàng trung ương Thái Lan

| Nội dung | Tiêu chí | Mức độ thực hiện |
|--|---|---|
| Công bố thông tin về quá trình cân nhắc và ra quyết định của Ủy ban CSTT (MPC) | Biên bản họp | Chi tiết cho mỗi cuộc họp của MPC |
| | Biên bản bỏ phiếu | Không |
| | Thông cáo báo chí | Có |
| | Họp báo | Có |
| | Người phát ngôn | Trợ lý thống đốc, Nhóm chính sách tiền tệ |
| Giao tiếp với công chúng về những vấn đề không liên quan đến MPC | Thư mở giải thích sự khác biệt trong diễn biến của lạm phát tổng thể với LPMT | Có, hàng năm |
| | Báo cáo chính | Báo cáo Chính sách tiền tệ |
| | Mức độ thường xuyên | Hàng quý |
| | Hợp pháp hoá | Từ năm 2008 |
| Tính độc lập của NHTW | Nhiệm kỳ Thống đốc | 5 năm |
| | Tham gia của đại diện chính phủ trong MPC | Không |
| | Đại diện chính phủ có quyền bỏ phiếu | Không |
| | Trực tiếp cho chính phủ vay tiền | Bị cấm |
| Trách nhiệm giải trình | NHTW mua trái phiếu chính phủ trên thị trường sơ cấp | Bị cấm |
| | Báo cáo trước quốc hội/ chính phủ | 6 tháng/ lần |
| | Điều trần trước quốc hội | Không |

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ website của NHTW Thái Lan.

Tài liệu tham khảo

- Andersen, T.B., Malchow-Møller, N. & Nordvig, J. (2015), 'Inflation targeting and macroeconomic performance since The Great Recession', *Oxford economic papers*, 67(3), 598-613.
- Bank of Thailand (2017), *Statistics*, retrieved on August 10th 2017, from <<https://www.bot.or.th/English/MonetaryPolicy/MonetPolicyCommittee/Pages/default.aspx>>
- Barua, A. (2017), 'Thailand: Pausing to mourn, but ready to rise', in *Asia Pacific Economic Outlook 2nd Quarter 2017*, Deloitte university press, 13-17.
- Batini, N. & Laxton, D. (2006), *Under what conditions can inflation targeting be adopted? The experience of emerging markets*, Central bank of Chile, Santiago.
- Bộ tài chính (2016), *Bản tin nợ công số 4*, Hà Nội.
- Grenville, Stephen & Ito, Takatoshi (2010), *An independent evaluation of the bank of Thailand's monetary policy under the inflation targeting framework 2000-2010*, retrieved on August 10th 2017, from <[https://www.bot.or.th/Thai/MonetaryPolicy/Documents/GrenvilleItoV10\(Oct22\).pdf](https://www.bot.or.th/Thai/MonetaryPolicy/Documents/GrenvilleItoV10(Oct22).pdf)>.
- Hammond, Gill (2012), 'State of the art of inflation targeting', *Centre for central banking studies handbook No. 29*, London: Bank of England.
- International Monetary Fund (2016), *IMF executive board concludes 2016 article IV consultation with Vietnam*, Washington D.C.
- Jahan, S. (2017), *Inflation targeting: Holding the line*, retrieved on August 10th 2017 from <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/target.htm>>.

- Kadria, Mohamed & Ben Aissa, Mohamed Safouane (2014), 'Implementation of inflation targeting and budget deficit performance in emerging countries: a treatment effect evaluation', *Journal of applied business research*, 30(4), 1077-1090.
- Kubo, Akihiro (2008), 'Macroeconomic impact of monetary policy shocks: Evidence from recent experience in Thailand', *Journal of Asian Economics*, 19(1), 83-91.
- Laxton, Douglas & Freedman, Charles (2009), 'Inflation targeting pillars: transparency and accountability', *IMF working paper WP/9/262*, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Lin, Shu & Ye, Haichun (2013), 'Does inflation targeting help reduce financial dollarization?', *Journal of money, credit and banking*, 45(7), 1253-1274.
- Mai Thu Hiền (2016), 'Thực thi chiến lược chính sách tiền tệ ở Việt Nam: Một vài đánh giá, đề xuất', *Tạp chí tài chính*, 632, 41-45.
- McCauley, Robert Neil (2006), 'Core versus headline inflation targeting in Thailand', presentation at *Bank of Thailand's international symposium on challenges to inflation targeting in emerging countries*, Bangkok, November 13rd -14th 2006.
- Mishkin, Frederic S. (2000), 'Inflation targeting in emerging market countries', *NBRE working paper 7618*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Mishkin, Frederic S. (2004), 'Can inflation targeting work in emerging market countries?', *NBRE working paper 10646*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Mishkin, Frederic S. & Eakins, Stanley G. (2009), *Financial markets and institutions*, Pearson Prentice Hall, New Jersey, United States.
- Ötoker, Ms Inci & Freedman, C. (2010), 'Important elements for inflation targeting for emerging economies', *IMF Working Papers WP/10/113*, International Monetary Fund.
- Quốc hội (2010), *Luật Ngân hàng nhà nước Việt Nam số 46/2010/QH12*, ban hành ngày 16 tháng 6 năm 2010.
- Tô Ánh Dương, Bùi Quang Tuấn, Phạm Sỹ An, Dương Thị Thanh Bình & Trần Thị Kim Chi (2012), *Lạm phát mục tiêu và hàm ý đối với khuôn khổ chính sách tiền tệ ở Việt Nam*, nhà xuất bản Tri thức, Hà Nội.
- Tô Kim Ngọc, Nguyễn Khương Duy (2012), 'Chính sách mục tiêu lạm phát – kinh nghiệm của một số nước châu Á và bài học cho Việt Nam', *Tạp chí Ngân hàng*, 15, 2-10.
- Tổng cục Thống kê (2016), *Niên giám thống kê*, Hà Nội.