

Trung Quốc quốc tế hóa đồng Nhân dân tệ và vấn đề chính sách tiền tệ lạm phát mục tiêu ở Việt Nam¹

TS. Lê Xuân Sang

Viện Nghiên cứu Quản lý Kinh tế Trung ương

Tóm tắt

Kể từ khi nổ ra khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế toàn cầu (đầu 2008) đến nay, Trung Quốc đã đạt được những thành tựu đáng ghi nhận trong quốc tế hóa đồng nhân dân tệ (NDT) của mình trong các hoạt động kinh tế của khu vực công và tư nhân. Việc quốc tế hóa NDT có tác động, với các mức độ và qua các kênh khác nhau, tới các nền kinh tế và chính sách tiền tệ các nước có liên quan trên thế giới, trong đó có Việt Nam. Điều này đặt ra sự cần thiết phải tính đến đầy đủ tác động của việc quốc tế hóa NDT cũng như của các bất ổn kinh tế - tài chính toàn cầu đối với việc xây dựng, thực thi chính sách tiền tệ Việt Nam, trong đó khung khổ chính sách tiền tệ lấy lạm phát làm mục tiêu đang được cân nhắc để xây dựng và thực thi. Tuy nhiên, Việt Nam cần nghiên cứu toàn diện, chuyên sâu tính khả thi, lợi ích - chi phí và các điều kiện cần thiết khi thực hiện khung khổ chính sách này để có lựa chọn thích hợp, hữu hiệu trong bối cảnh bất ổn kinh tế - tài chính nhiều nước trên thế giới và trong nước được dự báo còn tiếp diễn và tiến trình tái cơ cấu nền kinh tế, hệ thống tài chính còn không ít khó khăn.

1. Đặt vấn đề

Trong thập niên gần đây, Trung Quốc đã trở dậy một cách mạnh mẽ và trở thành một siêu cường quốc kinh tế hàng đầu trên thế giới trong cả lĩnh vực kinh tế thực và trong lĩnh vực tài chính. Đối với nền kinh tế thực, Trung Quốc đã trở thành nước hàng đầu trong các lĩnh vực xuất khẩu hàng hóa, sản xuất công nghiệp chế biến và tiêu thụ năng lượng và là nền kinh tế lớn thứ hai thế giới (sau Hoa Kỳ) và tiếp nhận vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài. Theo dự báo của Ngân hàng Thế giới và Goldman Sachs, Trung Quốc có khả năng trở thành nền kinh tế lớn nhất thế giới vào năm 2025.

¹ Bài viết Kỹ yếu hội thảo “Chính sách tiền tệ lạm phát mục tiêu” do NHNN tổ chức (tháng 5/2013).

Trong lĩnh vực tài chính, nước này cũng đứng đầu thế giới trên các phương diện như dự trữ quốc tế và đồng thời cũng là chủ nợ (trái chủ) lớn nhất của Hoa Kỳ (nắm giữ trái phiếu chính phủ và công ty). Vị thế hàng đầu của Trung Quốc được dẫn dắt và củng cố chủ yếu nhờ mức tăng trưởng xuất khẩu hàng hóa và GDP rất cao trong suốt thời gian dài (xuất khẩu và GDP tăng trung bình tương ứng khoảng 20% và 10% trong hơn 30 năm (1977-2010). Những thành tựu này một phần nhờ nước này đã được dẫn dắt bằng chính sách tiền tệ khá hữu hiệu (can thiệp tỷ giá để giảm giá đồng NDT, kìm giữ mức lãi suất thấp, qua đó giúp giảm chi phí đầu vào sản xuất, tăng khả năng cạnh tranh hàng xuất khẩu). Ngoài ra, nước này cũng đã nắm bắt kịp thời các cơ hội từ cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu hiện nay để tạo dựng cục diện kinh tế - chính trị mới trong phạm vi toàn cầu.

Quốc tế hóa đồng NDT là chủ đề được bàn luận khá rộng rãi trong thập niên qua. Một đồng tiền được coi là được quốc tế hóa khi nó được sử dụng rộng rãi bởi các chính phủ và khu vực tư nhân (cả người định cư và không định cư) ở cả trong và ngoài nước với đầy đủ các (3) chức năng cơ bản của một đồng tiền.

Trong gần một thập niên gần đây, đồng NDT đã từng bước được khu vực hóa (trong nội bộ châu Á) và bắt đầu hướng tới quốc tế hóa. Đối với chức năng là phương tiện trao đổi, NDT đã được sử dụng trong khu vực công tại nhiều nước châu Á và châu Phi và cả khu vực tư nhân (NDT là đồng tiền hạch toán trong thanh toán thương mại; cho vay ngân hàng và phát hành trái phiếu và được lưu chuyển ở một vài nước (đồng NDT chiếm tới 60% tổng tiền mặt lưu chuyển ở Mông Cổ và là đồng tiền trao đổi phổ biến thứ 2 ở Hồng Kông).

Trong bối cảnh Trung Quốc ngày càng gia tăng về vị thế kinh tế - chính trị, luồng thương mại - đầu tư, vốn và lao động (hai chiều), cùng với tham vọng quốc tế hóa đồng NDT, thì mức độ khu vực hóa, quốc tế hóa đồng tiền này chắc sẽ ngày càng tăng, đặc biệt là sau khi nước này tự do hóa hoàn toàn các giao dịch trên cán cân vốn. Tóm lại, vị thế đang lên mạnh mẽ của Trung Quốc, đồng hành cùng việc vị thế đi xuống của Hoa Kỳ, châu Âu và Nhật Bản cũng như sức ép cần cải cách hệ thống tài chính toàn cầu đã và sẽ tạo điều kiện cần thiết để Trung Quốc từng bước có thể khu vực hóa đồng NDT và tiến tới quốc tế hóa. Xu thế này là khó đảo ngược trong một vài thập niên tới.

Lịch sử kinh tế cho thấy, với các cấp độ khác nhau, việc quốc tế hóa một đồng tiền của một quốc gia (bản tệ) không những có ảnh hưởng tới chính sách tiền tệ của nước đó mà còn có tác động tới việc hoạch định, thực thi chính sách

tiền tệ, cơ chế truyền tải chính sách tiền tệ và hoạt động của hệ thống tài chính, nền kinh tế của nước có mối quan hệ kinh tế chặt chẽ với nước bản tệ.

Việt Nam và Trung Quốc là hai nước có mối quan sâu rộng trên nhiều lĩnh vực. Hiện, Trung Quốc là đối tác thương mại chủ chốt và là thị trường nhập khẩu hàng hóa lớn nhất của Việt Nam (kể cả mậu dịch và phi mậu dịch). Vị thế của Trung Quốc trong đầu tư trực tiếp tại Việt Nam cũng ngày càng được nâng cao. Quan hệ kinh tế giữa hai nước ngày càng được mở rộng, tăng cường và được thúc đẩy bởi các hiệp ước thương đa phương (AC-FTA, WTO) và cả sự gần gũi về địa lý. Chính vì vậy, việc nghiên cứu khả năng quốc tế hóa (QTH) đồng nhân dân tệ Trung Quốc (NDT) và tác động có thể của việc QTH NDT đối với thực thi chính sách tiền tệ nói chung và chính sách tiền tệ lấy lạm phát làm mục tiêu (gọi tắt là lạm phát mục tiêu – LPMT) là cần thiết.

Bài viết này gồm 3 phần chính. Phần đầu phân tích khái lược các vấn đề lý luận về QTH đồng bản tệ, quá trình và mức độ QTH NDT. Phần kế tiếp tóm lược các vấn đề cơ bản về chính sách tiền tệ (CSTT) LPMT. Phần cuối cùng đánh giá ngắn gọn khả năng thực hiện CSTTLPMT ở Việt Nam và tác động có thể của QTHNDT đối với CSTT Việt Nam trong thời gian tới.

1. Quốc tế hóa đồng nhân dân tệ

1.1. Khái niệm và nội dung đồng tiền quốc tế

Một đồng tiền được coi là được quốc tế hóa khi nó được sử dụng rộng rãi bởi chính phủ và khu vực tư nhân (cả người định cư và không định cư) ở cả trong và ngoài nước, giữa các nước khác với nhau với đầy đủ chức năng cơ bản của một đồng tiền (bao gồm Phương tiện cất trữ giá trị, Phương tiện trao đổi/thanh toán, và Đơn vị hạch toán/thanh toán). Bảng 1 chi tiết hóa các biểu hiện của một đồng tiền quốc tế theo các chức năng cơ bản.

Bảng 1: Các biểu hiện của đồng tiền quốc tế

Chức năng	Phạm vi, đối tượng sử dụng	
	Các chính phủ trên thế giới	Khu vực tư nhân/hộ gia đình
1. Phương tiện cất trữ giá trị	1.g Dự trữ quốc tế (của nước khác)	1.1.p Tiền gửi xuyên biên giới 1.2.p Chứng khoán xuyên biên giới 1.3.p Được cất trữ
2. Phương tiện trao đổi/thanh toán	2.1.g Lưu thông ở nước ngoài 2.2.g Các giao dịch tài chính của CP (ví dụ ODA) 2.3.g: Hoán đổi tiền tệ (SWAPS) của NHTU' 2.4.g Đồng tiền chủ chốt NHTU' dùng để can thiệp	2.1.p Các giao dịch thương mại (XNK) 2.2.p Các giao dịch đầu tư (FDI, FII) 2.3.p Các giao dịch tài chính
3..Đơn vị hạch toán	3.1.g Được các nước gắn định vào bản tệ 3.2.g Các NHTU' đưa vào rổ tiền tệ 3.3g là đồng tiền thuộc SDR 3.4g là đồng tiền phát hành trái phiếu chính phủ nước ngoài	3.1p là đồng tiền được hạch toán (invoicing) trong các giao dịch thương mại 3.2.p là đồng tiền được làm đơn vị trong các sản phẩm tài chính (trái phiếu, cổ phiếu)

Nguồn: Tổng hợp của tác giả.

1.2 Lợi ích và bất lợi/rủi ro có thể của việc QTH tiền tệ đối với nước bản tệ và các nước liên quan

1.2.1 Lợi ích

Các lợi ích cơ bản của việc QTH đồng tiền (trong bài viết này là NDT) đối với nước bản tệ và trong một số trường hợp là nước liên quan bao gồm:

Đối với quốc gia, nhà nước:

- Về chính trị, nước phát hành đồng tiền có điều kiện mở rộng ảnh hưởng, tăng vị thế quốc gia trên trường quốc tế;
- Về kinh tế, giúp giảm tổn phí cơ hội từ việc duy trì dự trữ ngoại hối và có thể dung nguồn dự trữ này cho các yêu cầu khác; Khi thực hiện hoán đổi tiền tệ

(gọi tắt là SWAP), ODA: không phải dùng tới dự trữ; giảm nhẹ can thiệp tiền tệ;

- In trái phiếu giúp giảm chi phí đi vay, giảm rủi ro tiền tệ từ việc nắm giữ trái phiếu bản tệ (NDT) do các nước lớn khác phát hành;
- Tăng khả năng tài trợ tài chính cho thâm hụt cán cân vãng lai của mình và tránh được yêu cầu về duy trì dự trữ ngoại hối;
- Tạo điều kiện tăng nguồn thu cho nhà nước từ việc in tiền mới (Seigniorage) khi lưu hành ở nước ngoài (chẳng hạn, Mỹ thu tới 20 tỷ USD năm 2000, trong khi Canada chỉ thu 80 triệu CD năm 2005).

Đối với doanh nghiệp, hộ gia đình:

- Đối với các nhà xuất khẩu, nhập khẩu: giảm nhẹ rủi ro tỷ giá, tổn phí chuyển đổi sang đồng tiền thứ 3 (chi phí giao dịch) và rủi ro thanh khoản; giảm rủi ro sai lệch tiền tệ và sai lệch kỳ hạn.

Đối với nền kinh tế:

- Giúp thị trường tài chính, nhất là thị trường trái phiếu có thể phát triển sâu hơn (phát hành trái phiếu), hiệu quả hơn (nhờ các nghiệp vụ arbitrage, giảm chi phí và tăng thanh khoản).

1.2.2 Bất lợi, rủi ro có thể và trách nhiệm

Tuy nhiên, nước có đồng tiền quốc tế có thể chịu những bất lợi, rủi ro và trách nhiệm nhất định, cụ thể:

Bất lợi, rủi ro:

+ Nước phát hành khó khăn hơn trong xác định hơn mục tiêu chính sách tiền tệ của mình, trong kiểm soát cung tiền vì một phần tiền được sử dụng, lưu hành ở nước ngoài; luồng tiền có thể chảy ngược vào trong nước gây bất ổn (phát triển nóng), hoạt bị rút ra đột ngột; đồng tiền có thể bị tấn công; có thể dẫn đến sự bất ổn tài chính và kinh tế vĩ mô.

+ Khi có đồng tiền quốc tế, đồng tiền bản tệ thường lên giá (đồng thời dễ hấp dẫn việc nắm giữ), do đó, có thể chịu áp lực thâm hụt cán cân vãng lai;

+ Khi được phát hành trái phiếu (chính phủ, doanh nghiệp) bằng đồng bản tệ (NDT): có thể vay nhiều quá mức.

Trách nhiệm:

+ Khi đồng bản tệ được đồng tiền khác gán định: khó đơn phương phá giá đồng tiền khi cần thiết;

+ Phải có chính sách kinh tế vĩ mô lành mạnh để duy trì ổn định giá cả và tỷ giá hối đoái, đặc biệt phải có chính sách tài chính, tiền tệ minh bạch.

1.3 Tiến trình QTH NDT

Trung Quốc bắt đầu QTH NDT từ 2002, song xác định “trong nguy có cơ” nên vào chính đỉnh điểm khủng hoảng tài chính toàn cầu (2008-2009) đã chủ động thúc đẩy rất mạnh chiến lược của mình, nhờ đó, đạt được nhiều thành tựu ấn tượng trong thời gian ngắn. Quan sát ban đầu cho thấy, chiến lược QTH NDT của Trung Quốc có những nét đặc trưng sau:

- + Nhà nước chủ động, có quyết tâm lớn trong thúc đẩy và có lộ trình cụ thể cho tiến trình QTH NDT;
- + Dùng Hồng Kông làm thí điểm, bàn đạp/cửa ngõ để thúc đẩy QTH NDT nói riêng và tự do hóa tài chính ra bên ngoài nói chung;
- + Thông qua các trung tâm tài chính quốc tế như Hồng Kông, Luân đôn (thông qua Hồng Kông), Matxcova, để mở rộng giao dịch tiền tệ, tạo sức lan tỏa mạnh và rộng lớn;
- + Đầu tiên thúc đẩy thanh toán tiền NDT vào các nước láng giềng, đặc biệt là Mông Cổ, Nga, Nhật Bản;
- + Đối với các nước ở xa, thúc đẩy quốc tế hóa NDT theo nhiều cách khác nhau, chú trọng thông qua các nước “đại diện”, là điểm trung chuyển (như Kazaxtan, Belarus, Argentina, Ai Cập, Nigeria,...).

Dưới đây là một số thành tựu đạt được theo các lĩnh vực cụ thể:

Thanh toán trong các hoạt động xuất nhập khẩu

Đây là lĩnh vực đầu tiên được Trung Quốc bắt đầu thực hiện công cuộc khu vực hóa và QTH của mình. Từ chỗ cho thí điểm 365 doanh nghiệp thanh toán XNK, đến nay, 2012, con số này lên tới khoảng 70 ngàn doanh nghiệp. Tính đến 23/8/2011, tổng số địa phương được phép thanh toán XNK bằng NDT đã lên tới 31 tỉnh, khu tự trị với toàn thế giới (15 nước). Nếu như năm 2010, chỉ có khoảng 2% trong tổng giao dịch thương mại quốc tế bằng NDT thì năm 2011 tỷ trọng này đã tăng 5 lần, lên đến 10%. Xét theo kim ngạch xuất nhập khẩu, 6 tháng đầu năm 2011, tổng kim ngạch bằng NDT lên tới 957 tỷ NDT, tăng 13 lần so với 6 tháng 2010. Hiện tại, tỷ trọng giao dịch thương mại bằng NDT của Trung Quốc với các quốc gia châu Á là 13%. Ngân hàng HSBC dự báo, tỷ trọng này có thể tăng lên mức 50% vào năm 2015.

Tiền gửi ngân hàng

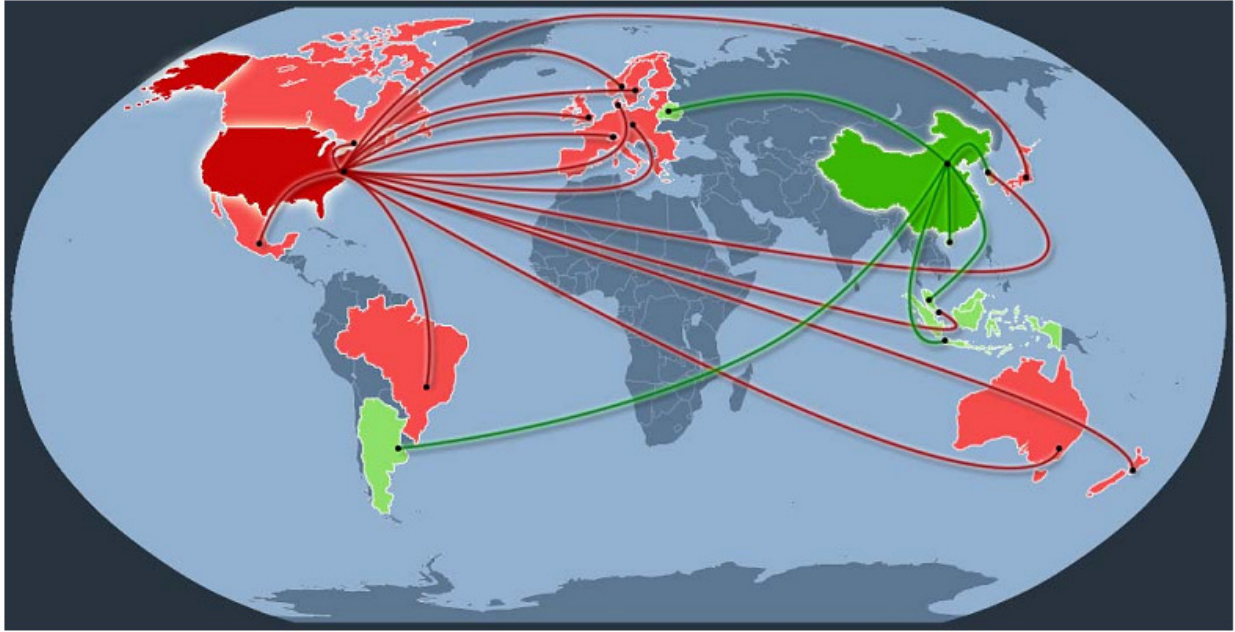
Trung Quốc cho phép ngân hàng ở Hồng Kông nhận tiền gửi bằng NDT từ 2004. Mức tăng trưởng tín dụng tiền gửi bằng đồng NDT từ đã tăng mạnh, nhất là giai đoạn 2010-2012. Tính tới cuối năm 2011, lượng tiền gửi của các khách hàng tại Hong Kong đã đạt 589 tỷ Nhân dân tệ, tăng 87% so với năm 2010. Tuy nhiên mức tăng này nhỏ hơn nhiều so với mức tăng 402% trong năm 2010 và sẽ giảm đáng kể trong năm 2012. Ngoài ra, thông qua kênh Hồng Kông, tiền gửi NDT còn có ở Luân Đôn, đạt mức 35 tỷ NDT năm 2011 và 109 tỷ NDT vào tháng 4/2012. Một nguyên nhân quan trọng của xu thế tăng trưởng tiền gửi chậm lại là mức độ lên giá của NDT giảm dần.

Hoán đổi tiền tệ (currency SWAP)

Ngân hàng Trung ương Trung Quốc đến nay đã ký kết 18 thỏa thuận hoán đổi tiền tệ với các NHTW các nước (NDT và bản tệ), với tổng giá trị lên tới trên 1,6 nghìn tỷ NDT.

Trung Quốc ký kết các hoán đổi tiền tệ bình thường (NDT và bản tệ) với một số nước bao gồm với Philipin (RMB-Peso), Nhật bản (RMB-Yên, 2 chiều), Hàn Quốc (RMB-Won, 2 chiều), Australia. Ngoài ra, nước này còn ký kết một loạt hợp đồng SWAP khả cấp với một số nước như Argentina (70 tỷ RMB), Belarus (20 tỷ RMB), Hong Kong (200 tỷ RMB), Indonesia (100 tỷ RMB), Hàn Quốc (180 tỷ RMB), Malaysia (80 tỷ RMB), Iceland (3.5 tỷ RMB), và Kazakhstan (7 tỷ RMB) (xem thêm Hình 1).

Hình 1: Các nước ký SWAP với Trung Quốc và Hoa Kỳ, 12/2007-2/2010



Nguồn: Ito (2011).

Mục tiêu chính thức của SWAP được các bên công bố là thúc đẩy thương mại, đầu tư và hợp tác tài chính; thúc đẩy các nước này mua hàng xuất khẩu của Trung Quốc và nhận tín dụng bằng NDT. Tuy nhiên, không loại trừ mục đích chính trị đằng sau các thỏa thuận hoán đổi này, bởi nhiều hợp đồng SWAP mang tính tượng trưng.

Đầu tư trực tiếp và gián tiếp (FDI, FII)

Trung Quốc thúc đẩy đầu tư trực tiếp nước ngoài vào và ra bằng đồng NDT thông qua các quỹ đầu tư thuộc Chương trình Các nhà đầu tư tổ chức giao dịch bằng NDT (the Renminbi Qualified Foreign Institutional Investors - RQFII) thông qua các hoạt động đầu tư, mở chi nhánh và sáp nhập, hợp nhất và mua lại (M&A). Đối với đầu tư gián tiếp, nước này đã cấp quota cho 23 định chế QFII với tổng giá trị tương đương 2,9 tỷ USD trong năm 2012, tăng 190% so với năm 2011.

Trái phiếu

Trung Quốc cho phép các doanh nghiệp, ngân hàng nước ngoài và Trung Quốc tại Hồng Kông phát hành trái phiếu bằng NDT. Giá trị trái phiếu đã tăng mạnh, từ khoảng 10 tỷ NDT năm 2007 đã tăng vọt lên tới 19 tỷ và khoảng 32 tỷ

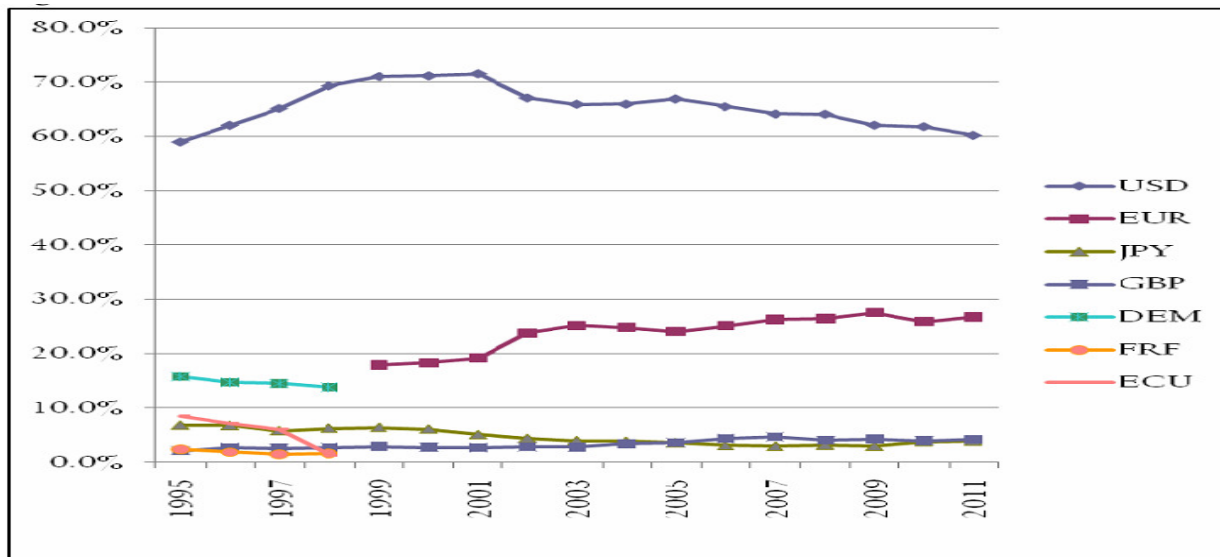
tương ứng các năm 2009, 2010. Năm 2010, McDonald's trở thành công ty đa quốc gia đầu tiên phát hành trái phiếu doanh nghiệp quốc tế. Nhật Bản cũng ủng hộ doanh nghiệp nước này việc phát hành trái phiếu bằng NDT. Tuy nhiên, tổng giá trị trái phiếu doanh nghiệp chỉ chiếm khoảng 0,1 giá trị trái phiếu toàn cầu (Eswar Prasad and Lei Ye (2011)).

Dự trữ ngoại hối

Tỷ trọng NDT trong danh mục dự trữ toàn cầu hiện rất nhỏ so với các đồng tiền chủ chốt khác (dưới 1%, xem thêm Hình 2). Trung Quốc đang nỗ lực thúc đẩy, thuyết phục IMF đưa NDT vào rổ quyền rút đặc biệt (SDR) và thương thuyết với một số nước riêng rẽ. Nhật Bản, nước G7 đầu tiên hứa đưa trái phiếu NDT vào dự trữ ngoại hối của nước này. Các nước khác cũng cam kết, xem xét đa dạng hóa rổ dự trữ ngoại hối của mình, bao gồm: Nigeria (năm 2001 hứa xem xét đưa tổng giá trị NDT chiếm khoảng 1/10 tổng dự trữ ngoại hối của nước này (33 tỷ USD); Malaixia đã mua trái phiếu NDT vào dự trữ ngoại hối (2011); Chi lê có tỷ trọng NDT trong dự trữ ngoại hối là 0,3%; cá nước khác đang xem xét đưa NDT vào dự trữ ngoại hối bao gồm Hàn Quốc, Mông Cổ, Nam Phi và Venezuela (tất cả đều công bố năm 2011).

Tóm lại, Trung Quốc đã có những nỗ lực rất đang ghi nhận trong việc khu vực hóa và quốc tế hóa đồng tiền của mình trong thời gian rất ngắn. Hiện đồng nhân dân tệ chủ yếu được sử dụng trong khu vực tư nhân, đặc biệt là trong thanh toán xuất nhập khẩu. Điều này đạt được có phần quan trọng nhờ thế mạnh xuất khẩu của cường quốc xuất nhập khẩu này. Những biểu hiện quốc tế hóa đồng NDT thông qua khu vực công đã thể hiện trong hầu hết các giao dịch của khu vực công/chính phủ các nước, tuy còn hạn chế song cũng thể hiện những chiến lược, nỗ lực không ngừng của nước này.

Hình 2: Cơ cấu dự trữ ngoại hối toàn cầu theo loại tiền tệ (1995-2011)



Nguồn: IMF.

2.. Một số vấn đề lý luận và thực tiễn về chính sách tiền tệ lấy lạm phát làm mục tiêu

Có nhiều định nghĩa về LPMT, tuy nhiên, định nghĩa của Bernanke (1997) (Thống đốc NHTW Hoa Kỳ hiện tại) được chấp thuận rộng rãi, theo đó, LPMT là một khung khổ chính sách tiền tệ (CSTT) được đặc trưng bằng việc tuyên bố chính thức mục tiêu mức lạm phát cần đạt trong một thời kỳ và xác định một cách công khai rằng lạm phát thấp, ổn định là mục tiêu cơ bản, dài hạn của CSTT. Một số đặc trưng cơ bản khác của LPMT là cơ quan có thẩm quyền rất nỗ lực, có chiến lược truyền thông với công chúng về những kế hoạch, mục tiêu, và trong nhiều trường hợp là cơ chế để tăng cường trách nhiệm giải trình của NHTW để đạt được những mục tiêu này.

Mishkin (2001) làm rõ hơn các nội dung của khung khổ CSTTLPMT, cụ thể: (1) NHTW công bố ra công chúng mức lạm phát mục tiêu cụ thể trong trung hạn; (2) NHTW/Chính phủ cam kết thể nhằm ổn định giá cả như mục tiêu cốt yếu của CSTT; (3) Chiến lược thông tin bao gồm nhiều biến số (ngoài tổng cung ứng tiền tệ hay tỷ giá hối đoái); (4) Tăng tính minh bạch của chiến lược chính sách tiền tệ thông qua việc thông báo với công chúng về kế hoạch, mục tiêu và các quyết định của NHTW); và (5) Trách nhiệm giải trình khi các mục tiêu không đạt được và các vấn đề liên quan khác.

Một cơ chế chủ chốt trong thực thi CSTTLPMT là một khi mức lạm phát vượt quá mức mục tiêu đã định NHTW tăng lãi suất. Ngược lại, khi mức lạm phát thấp hơn mục tiêu thì cần giảm lãi suất.

Một số quan sát:

Đến năm 2009, trên thế giới có 29 nước thực hiện LPMT². LPMT bắt đầu được thực hiện ở New Zealand năm 1991, sau đó, lan sang một số nước phát triển. Tuy nhiên, trong những năm 2000, chủ yếu các nước đang phát triển theo đuổi khung khổ CSTT này.

Có tới 27 nước thực hiện LPMT lấy chỉ số CPI làm mục tiêu (lạm phát tổng thể, ngoại trừ Thái Lan lấy lạm phát cơ bản). Mục tiêu lạm phát thường được chọn theo mức độ thông dụng là: (1) điểm mục tiêu + biên độ, (2) khoảng mục tiêu, và (3) điểm mục tiêu (rất hiếm, chỉ có Anh, Na Uy, Ailen, Hungary). Thời hạn đặt ra mục tiêu thường là trung hạn (1 năm (chỉ duy nhất Brazil) đến 5 năm). Cơ quan đặt ra mục tiêu lạm phát là NHTW, Chính phủ hoặc cả hai. CSTTLPMT thường được bắt đầu được thực hiện khi lạm phát thấp và đang có xu hướng giảm. Hầu hết các nước khi bắt đầu thực hiện khung khổ LPMT đều có chế độ tỷ giá thả nổi, ngoại trừ Hungary (tỷ giá gắn định với một biên độ) và Israel (tỷ giá “trườn bò” trong một biên độ).

Đến nay, có nhiều nghiên cứu về LPMT, nhất là các ý kiến ủng hộ hay phản bác chiến lược này. Cũng có không ít nghiên cứu về tình hình kinh tế vĩ mô (trong đó có lạm phát) các nước thực hiện và không thực hiện CSTTLPMT trước và sau khi áp dụng.

Một số luận điểm, bằng chứng ủng hộ CSTTLPMT:

Có khá nhiều ý kiến ủng hộ chiến lược này, do có các lợi ích có thể khi theo đuổi khuôn khổ CSTT này, bao gồm:

+Cho phép NHTW tập trung vào các khía cạnh trong nước (trước hết là làm phát), phản ứng tốt hơn đối với các cú sốc đối với nền kinh tế;

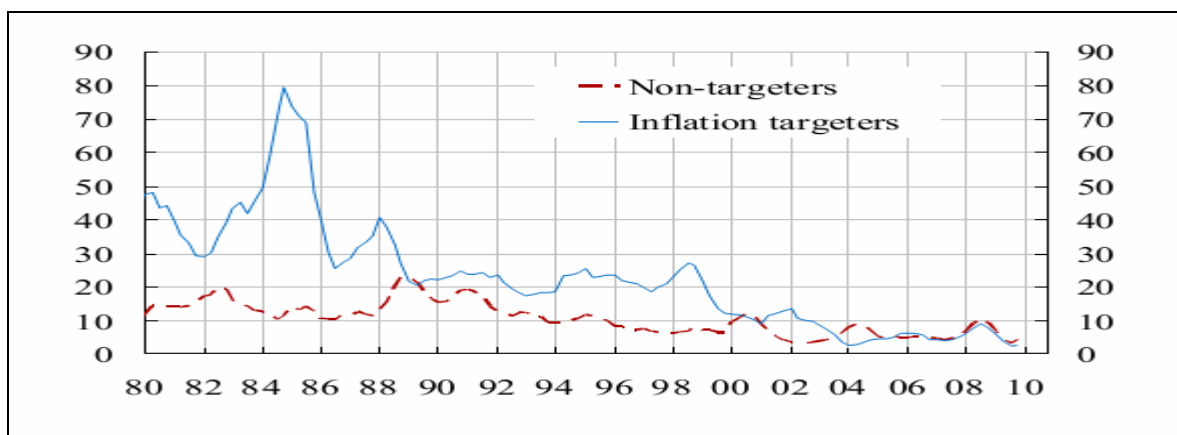
² Bao gồm Gana, Guatemala, Israel, Czech, Ba Lan, Brazil, Chile, Colombia, Nam Phi, Thái Lan, Hàn Quốc, Mexico, Hungary, Peru, Philippin, Slovakia, Serbia, Indonesia, Romania, New Zealand, Canada, Anh, Thụy Điển, Australia, Iceland, and Na Uy, Rumany, Thổ Nhĩ Kỳ, Phần Lan.

+Giúp dân chúng, thị trường hiểu sâu hơn mục tiêu CSTT của NHTW, tăng minh bạch, tính nhất quán, độ linh hoạt và trách nhiệm giải trình của NHTW/Chính phủ, qua đó tăng lòng tin dân chúng và giảm kỳ vọng lạm phát;

+ Tăng tính độc lập của NHTW trong sử dụng các công cụ CSTT, có hệ thống thông tin độc lập.

Xét về bằng chứng, có nhiều nghiên cứu (ví dụ Mishkin 2004, đặc biệt là Svensson 2010) đã chỉ ra rằng, các nước đang phát triển sau khi áp dụng CSTTLPMT mức lạm phát đã giảm đáng kể (nhất là trong những năm 2000, xem Hình 2), ổn định tích cực mức kỳ vọng lạm phát trong dài hạn. LPMT cũng không tác động tiêu cực, rõ ràng, đối với tăng trưởng kinh tế và mức biến động tăng trưởng.

Hình 2: Mức lạm phát tại các nước đang phát triển áp dụng và không áp dụng LPMT, 1980-2010



Nguồn: Svensson (2010).

Ghi chú: các nước đang áp dụng LPMT (inflation targeters) gồm: Chile, Columbia, Indonesia, Israel, Nam Phi, Mexico, Philippin, và Thai lan. Các nước không áp dụng (nontargeters) là: Trung Quốc, Costa Rica, Dominica, Ecuador, Ai Cập, Salvador, Ấn Độ, Malaysia, Morocco, Nigeria, Pakistan, Panama, Tunisia, Xingapo, và Đài Lao.

Một số luận điểm, bằng chứng không ủng hộ CSTTLPMT:

Bên cạnh những ủng hộ, vẫn còn không ít ý kiến và bằng chứng không ủng hộ chiến lược LPMT, bởi khung khổ này:

+ Thiếu độ linh hoạt, quá cứng nhắc do tập trung quá mức vào mục tiêu lạm phát mà có thể quên lãng các mục tiêu khác của chính sách tiền tệ (như tăng trưởng, thất nghiệp); làm giảm khả năng phản ứng hữu hiệu với khủng hoảng kinh tế. Đặc biệt khi lạm phát cao và suy giảm kinh tế song hành (ví dụ có cú sốc về giá dầu), khung khổ hạn hẹp của CSTTLPMT có thể làm tăng lạm phát, làm tồi tệ hơn nền kinh tế vốn dĩ đang ốm yếu;

+ Không thể ngăn ngừa sự lấn át quá mức của chính sách tài khóa (fiscal dominance);

+ Đòi hỏi sự linh hoạt trong tỷ giá hối đoái, song điều này có thể làm tăng bất ổn tài chính;

+ Đặc biệt, cơ quan quản lý tiền tệ khó có thể kiểm soát mức lạm phát so với trường hợp mục tiêu tỷ giá và tổng cung ứng tiền tệ.

+ Chủ yếu có tác dụng trong điều kiện kinh tế “bình thường”. Kể từ khi khủng hoảng tài chính 2008 nổ ra đến nay, sự cứng nhắc của CSTT (thắt chặt tín dụng, chú trọng quá mức mức lạm phát trong khi “phớt lờ” các nhiệm vụ kinh tế - xã hội quan trọng khác đó là thất nghiệp, điều này thử thách sự hữu dụng của LPMT. Đặc biệt, Stiglitz (2009) (giải thưởng Nobel 2008) cho rằng khung khổ LPMT là thất bại lớn, nhất là khi áp dụng cho các nước đang phát triển vốn nhập khẩu lạm phát (do nhập khẩu nhiều năng lượng, lương thực). Hậu quả là, trong bối cảnh khủng hoảng tài chính toàn cầu, việc tăng lãi suất để giảm lạm phát - vốn phụ thuộc nặng nề vào giá lương thực, dầu thế giới – là rất khó, mà có thể làm giảm tổng cầu, kéo theo giảm tăng trưởng, thất nghiệp khiến cái giá của việc chữa bệnh còn lớn hơn. Chính vì vậy, ông kêu gọi cả nước phát triển và đang phát triển cần từ bỏ khung khổ LPMT.

Tồi tệ hơn, Frankel (2012) (nguyên thành viên Hội đồng tư vấn kinh tế cho Tổng thống Bill Clinton) cho rằng LPMT đã “chết” kể từ tháng 9/2008 khi xảy ra khủng hoảng. Một lý do quan trọng là khung khổ LPMT đã không chú ý, phản ứng đúng mức với hiện tượng bong bong tài sản, nhất là bong bong bất động sản và cả chứng khoán. Bên cạnh đó, mức phản ứng chính sách tiền tệ cũng không thích hợp đối với các cú sốc từ nguồn cung và thay đổi giá xuất khẩu/nhập khẩu (terms of trade - TOT) (khung khổ LPMT chủ yếu phản ứng đối với giá nhập khẩu). Chính vì vậy, Frankel kêu gọi (một lần nữa) áp dụng CSTT lấy GDP danh nghĩa làm mục tiêu (Nominal GDP targeting). Theo đó, không như khung khổ LPMT, áp dụng

khung khổ này không thắt chặt quá mức tiền tệ khi có cú sốc về nguồn cung và ổn định tổng cầu. Một cú sốc tiêu cực về nguồn cung sẽ tự động chia đều cho lạm phát và GDP thực. Ngoài ra, ông còn đề xuất khả năng áp dụng khung khổ CSTT lấy giá sản xuất làm mục tiêu (product-price targeting). Frankel và những người ủng hộ khung khổ GDP danh nghĩa mục tiêu và giá sản xuất mục tiêu cho rằng, LPMT đôi khi tạo ra những ấn tượng sai lệch cho công chúng rằng khung khổ này có thể ổn định mức giá cuộc sống - thậm chí khi có các cú sốc về nguồn cung và TOT mà bản thân nó không thể kiểm soát.

Tóm lại, LPMT có nhiều bằng chứng và ý kiến ủng hộ áp dụng LPMT ở các nước đang phát triển. Điều này cũng cho thấy trên thực tiễn tất cả các nước đã áp dụng LPMT không từ bỏ khung khổ này (ngoài trừ những nước gia nhập EU) hoặc thể hiện hối tiếc vì đã áp dụng nó. Tuy nhiên, khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế hiện nay bộc lộ những yếu kém, bất lợi của khung khổ này, đòi hỏi các nước đi sau phải nghiên cứu sâu sắc hơn. Hơn nữa, việc xác định các điều kiện cần thiết để áp dụng khung khổ LPMT là rất cần thiết, sẽ được phân tích ngắn gọn dưới đây.

Một số điều kiện thực hiện hữu hiệu CSTT LPMT

Nhiều nghiên cứu, đặc biệt là nghiên cứu của Vasilescu, Claudia Mungiu-Upăzan (2009) đã chỉ ra các điều kiện cơ bản để đảm bảo thực hiện LPMT hữu hiệu, cả trên phương diện thể chế lẫn kỹ thuật.

1. Điều kiện về khung khổ thể chế

- Ổn định giá cả là mục tiêu chính yếu được ủy nhiệm cho NHTW; CSTT được công chúng tín nhiệm;
- Ngân hàng Trung ương được độc lập trong lựa chọn các công cụ chính sách tiền tệ của mình;
- Hòa hòa giữa chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa (không bị chính sách tài khóa lấn át, làm méo mó hiệu quả chính sách tiền tệ);
- Hệ thống tài chính phát triển;
- Chế độ tỷ giá linh hoạt (do vấn đề bộ tam bất đồng tồn).

2. Điều kiện về khung khổ kỹ thuật

- Đối với việc tuyên bố mục tiêu: Chính phủ và Ngân hàng Nhà nước thực hiện, ngoài trừ khi NHTW được ủy nhiệm công khai về ổn định giá cả là mục tiêu nền tảng;

- Mức lạm phát mục tiêu: NHTW đề xuất;
- Minh bạch và trách nhiệm giải trình: NHTW thông cáo báo chí về các quyết định chính sách tiền tệ, báo cáo định kỳ về lạm phát; tích cực đối thoại, cởi mở với công chúng; có năng lực dự báo và công khai mô hình dự báo lạm phát; hiểu rõ và nắm bắt được cơ chế truyền tải chính sách tiền tệ.

Tuy nhiên, kinh nghiệm quốc tế cho thấy, các nước không nhất thiết phải đáp ứng các điều kiện đã nêu ngay từ đầu thì mới thực hiện thành công khuôn khổ LPMT. Tại một số nước, chỉ có một số điều kiện được đáp ứng; trong khi ở một số nước khác một số điều kiện bị bỏ qua hoặc được thiết lập dần dần trong tiến trình thực hiện khung khổ CSTT của mình, với tốc độ nhanh hay chậm phụ thuộc vào các yếu tố bên trong của mình.

3. Một số vấn đề đặt ra đối với CSTT LPMT ở Việt Nam và tác động có thể của QTHNDT đối với việc thực hiện khung khổ này trong thời gian tới

3.1 Triển vọng quốc tế hóa NDT và bất ổn tài chính toàn cầu

Mặc dù Trung Quốc đã có nhiều nỗ lực khu vực hóa và quốc tế hóa NDT song trong thời gian tới còn không ít nhân tố cản trở quá trình này, bao gồm:

+ Kinh tế Trung Quốc bắt đầu sa vào bất ổn, trong khi các nước phát triển EU vẫn còn trong dòng xoáy khủng hoảng nợ công; Hoa Kỳ, Nhật Bản vẫn chưa có dấu hiệu vững bền là đã thoát khỏi suy thoái kinh tế. Dự báo GDP Trung Quốc chỉ còn mức rất thấp: 7,5% năm 2012, thấp nhất từ 1990, giảm 8 quý liên tiếp (được coi là dấu hiệu của suy thoái kinh tế), trong khi đó, chính quyền địa phương chìm trong nợ nần. Giám đốc WB Zoellick cho rằng “cuộc khủng hoảng lan rộng” tại Trung Quốc có thể “thôi bay” 75.000 tỷ USD của nền kinh tế toàn cầu.

Tình hình các nước BRICS cũng còn bất định, có dấu hiệu sa vào suy giảm/suy thoái; trong đó, Brasil ước chỉ tăng trưởng GDP 1,8% năm 2012, và vướng nợ tiêu dùng kiểu Mỹ (nợ 20% thu nhập); trong khi đó, GDP Ấn độ ước đạt 5,3% trong Q1/2012, thấp nhất trong 9 năm; Nga tăng trưởng chậm lại. Đây là một rào cản có ảnh hưởng tới tốc độ, chiều rộng QTHNDT và có tác động tiêu cực tới nền kinh tế và hệ thống tài chính nước này. Tất nhiên, những nguy cơ, rủi ro cũng có tác động tiêu cực tới hệ thống tài chính Việt nam và chính sách tiền tệ Việt Nam trong thời gian tới.

+ Việc NDT chưa chuyển đổi hoàn toàn (dự đoán khoảng năm 2015-2016) cũng như việc còn không ít rào cản trong giao dịch trên cán cân vôn của Trung Quốc là

nhân tố quan trọng cản trở tiến trình QTHNDT của nước này. Bên cạnh đó, các cuộc “Chiến tranh tiền tệ” cũng như việc tốc độ NDT tăng giá chậm lại cũng ảnh hưởng bất lợi làm chậm lại tốc độ QTH của nước này.

+ Yếu tố chính trị cũng ảnh hưởng không nhỏ tới của QTH. Trên thực tế, một số nước lớn (chẳng hạn Hoa Kỳ) sẽ có thể có những động thái can thiệp Trung Quốc để cản trở nước này quốc tế hóa NDT và chiếm vị trí thứ 1 về kinh tế. Các tranh chấp về lãnh thổ hiện nay cũng là yếu tố khiến một số nước trên thế giới, trong đó có ASEAN mất “thiện cảm” và có thể khiến quá trình khu vực hóa (xem thêm Ito 2010), quốc tế hóa gặp khó khăn.

3.2 Triển vọng áp dụng CSTT LPMT ở Việt Nam

Đến nay, Việt Nam chưa tuyên bố công khai là sẽ áp dụng CSTTLPMT mặc dầu một vài động thái gần đây của Chính phủ và NHNN bắt đầu có một vài động thái thiên về khung khổ chính sách này.

Các nghiên cứu về CSTT LPMT ở Việt Nam có rất ít đề xuất thực hiện khung khổ này. Chẳng hạn, Le Anh Tu Packard (2007): cho rằng Việt Nam không nên áp dụng LPMT, cho rằng chế độ tỷ giá thực mang tính cạnh tranh có thể duy trì mức giá ổn định. Đặng Ngọc Tú, Lê Thị Thùy Vân (2012) cũng khuyên Việt Nam chưa nên áp dụng ngay LPMT mà trong ngắn hạn nên áp dụng CSTT lấy cung tiền làm mục tiêu. Riêng nghiên cứu của Tô Thị Anh Dương và các cộng sự (2011) cho rằng Việt Nam cần từng bước tạo lập các yếu tố, điều kiện cần thiết để thực hiện CSTTLPMT trong thời gian 5 năm tới.

Lựa chọn chiến lược nào ở Việt Nam, theo tác giả, cần được nghiên cứu chuyên sâu, tổng thể để áp dụng hữu hiệu ở Việt Nam. Trước hết, cần xác định rõ, trong thời gian tới, trong bối cảnh khủng hoảng và bất ổn tài chính toàn cầu và khó khăn kinh tế và thực hiện tái cơ cấu kinh tế, trong đó có tái cơ cấu NHTM và thị trường chứng khoán trong nước, Việt Nam nên áp dụng khung khổ nào cho thích hợp, hiệu quả: khung khổ CSTT LPMT hay tỷ giá mục tiêu, cung tiền mục tiêu hay GDP danh nghĩa mục tiêu, giá sản xuất mục tiêu?? Đây là vấn đề cần phải nghiên cứu chuyên sâu và cẩn trọng.

Từ năm 2011, Việt Nam đã có những động thái điều hành vĩ mô mang dấu ấn của LPMT như Chính phủ công khai tuyên bố coi ổn định giá cả là nhiệm vụ trọng tâm (song không có mục tiêu và quãng thời gian áp dụng cụ thể); Ngân hàng Nhà

nước đã chính thức đã được tự chủ hơn trong vận dụng chính sách tiền tệ, đã có những bước quan trọng trong công khai minh bạch và trách nhiệm giải trình.

Tuy nhiên, giả sử như đã xác định LPMT là duy nhất và hợp lý nhất trong CSTT trong thời gian tới, Việt Nam còn rất nhiều việc phải làm. Hầu như tất cả các điều kiện thể chế và kỹ thuật đã phân tích (phần trước) Việt Nam không đáp ứng được. Trong khi đó khó khăn trong 2-3 năm tới là thấy rõ: đó là bối cảnh tài chính bất định toàn cầu và khó khăn kinh tế, áp lực dành nỗ lực cho tái cơ cấu trong nước. Điều này khiến NHNN khó mà chuyên tâm, đủ nguồn lực chuẩn bị các bước chuẩn bị cho khung khổ CSTT mới. Bên cạnh đó, LPMT ở Việt Nam còn có thể khó tiến hành hữu hiệu hơn chỉ xét riêng về nguyên nhân lạm phát rất khác nhiều nước khác, ngoài tầm kiểm soát của NHNN: đó là độ mở cửa thương mại cao; đầu tư nhà nước kém hiệu quả; thị trường tiền tệ - chứng khoán, bất động sản bất cập, biến động mạnh; sự lấn át tài khóa phối kết hợp giữa CSTT và chính sách tài khóa; hệ thống phân phối yếu kém; và tâm lý người dân dễ biến chuyển thái quá, theo đám đông. Đây là nhân tố khiến việc kiểm soát lạm phát của NHNN trở nên khó khăn. Việc thay đổi các điều kiện thể chế, nhất là chính trị (quyền lực của Quốc hội) và năng lực bộ máy (kể cả dự báo) và thay đổi chế độ tỷ giá (chế độ hiện tại có thể được coi là gắn định với một biên độ) để phù hợp với khung khổ LPMT cũng không thể có được trong ngắn hạn.

Thêm vào đó, trong thời gian tới việc QTH NDT và bất ổn tài chính toàn cầu, với các mức độ khác nhau, có ảnh hưởng nhất định tới thực thi CSTT nói chung và nếu cần thiết chuẩn bị các điều kiện đối với LPMT.

3.3 Tác động có thể của QTHNDT đối với CSTT Việt Nam

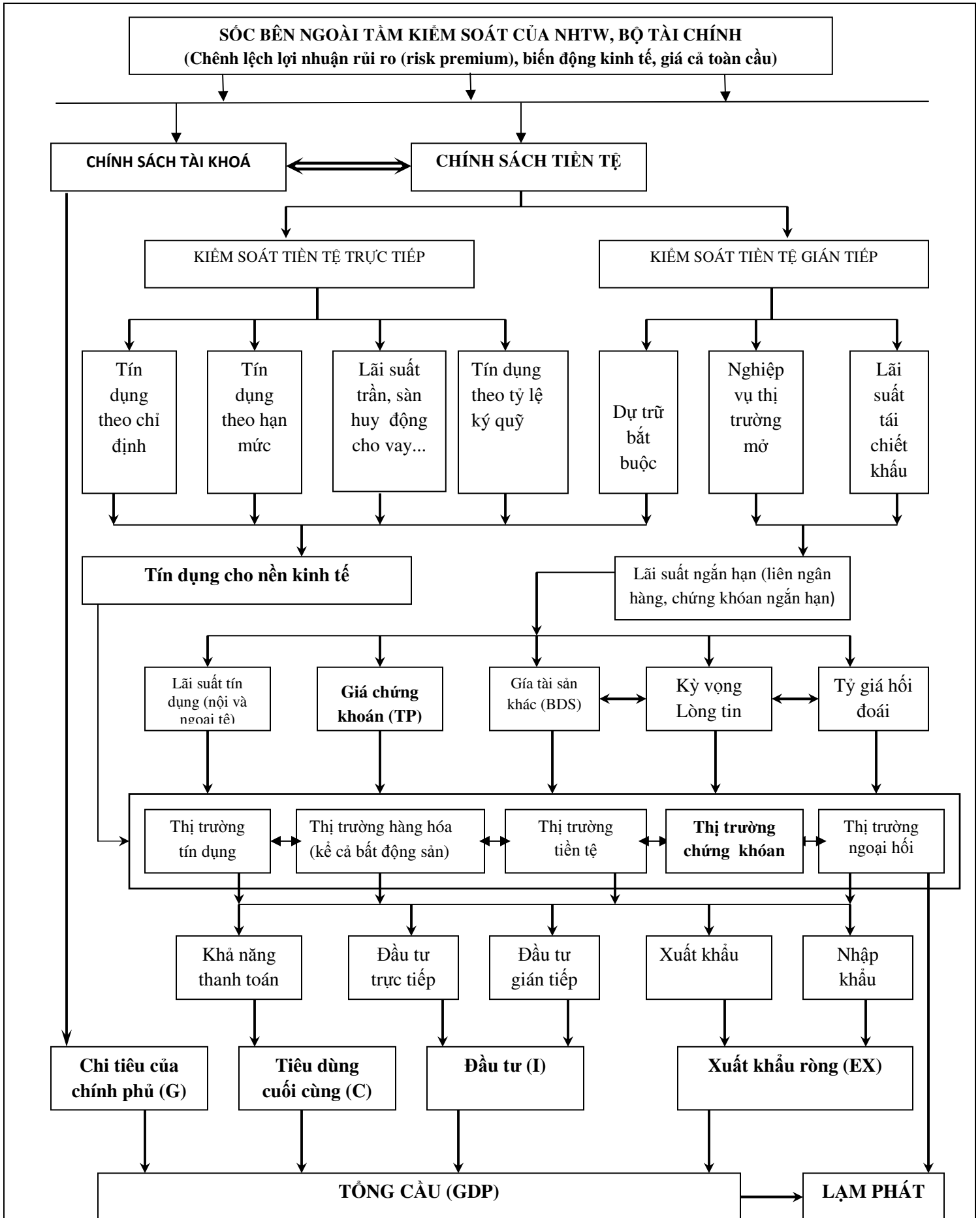
Việc Trung Quốc QTH NDT và bất ổn tài chính toàn cầu có tác động, với các mức độ khác nhau, tới các kênh, giao dịch trên cán cân vãng lai và cán cân vốn, trước mắt là cán cân thương mại giữa Việt Nam và Trung Quốc và các nước liên quan (cũng chịu QTHNDT) khác. Trên cơ sở đó, NHNN có những quyết định phù hợp trong chính sách tiền tệ của mình.

Việc quốc tế hóa Nhân dân tệ trên các kênh tác động đã nêu trong Bảng 1 có ảnh hưởng đến khả năng, dư địa, dung lượng thực hiện các công cụ chính sách tiền tệ của NHNN. Các kênh có thể ảnh hưởng trước hết tới chính sách tiền tệ của NHNN và cơ chế truyền tải CSTT bao gồm: tín dụng, tiền gửi bằng nhân dân tệ;

ng nghiệp vụ thị trường mở. Các biến số khác có khả năng ảnh hưởng bao gồm: dự trữ ngoại hối bằng NDT, trái phiếu NDT; thị trường ngoại hối (xem thêm Sơ đồ 1).

Đối với các lực lượng tham gia thị trường tài chính, việc khu vực tư nhân/doanh nghiệp có thể cất trữ, vay hoặc gửi tiền bằng NDT giúp đa dạng hóa rủi ro cho cả dân chúng, doanh nghiệp và ngân hàng, giảm phụ thuộc qua mức vào USD (đôla hóa); có thể giảm nhẹ chênh lệch đồng tiền. Một rõ cơ cấu ngoại tệ hợp lý hơn, với sự gia tăng đồng nhân dân tệ cũng giúp NHNN giảm nhẹ rủi ro ngoại hối, giảm áp lực, căng thẳng thường có trên thị trường USD.

Sơ đồ 1: Cơ chế tác động tác động của chính sách tiền tệ, tài khóa đối với nền kinh tế và chính sách tiền tệ



Tài liệu tham khảo

- Bernanke Ben S, Mishkin, Frederic S (1997), “Infflation targeting: A new framework for Monetary Policy”, Working paper 5893, National Bureau of Economic Research, Cambridge, January, 1997.
- Đặng Ngọc Tú, Lê Thị Thùy Vân (2012), “Khuôn khổ lạm phát mục tiêu: Từ lý thuyết tới thực tiễn Việt Nam”, trong *Tài chính Việt Nam 2011: Tái cấu trúc và minh bạch tài chính*, Nhà xuất bản Tài chính, Hà Nội, 2012.
- Frankel Jeffrey (2012), “The Death of Inflation Targeting”, <http://www.project-syndicate.org>
- Ito Takatoshi (2011), “The Internationalization of the RMB: Opportunities and Pitfalls”, Maurice R. Greenberg Center for Goeconomic Studies and International Institutions and Global Governance Program, November 2011.
- Le Anh Tu Packard (2007), “Monetary Policy in Vietnam: Alternatives to Inflation Targeting”, Paper prepared for the Political Economy Research Institute (PERI) at the University of Massachusetts, July.
- Lê Xuân Sang (2012), “Trung Quốc quốc tế hóa đồng Nhân dân tệ và tác động tới an ninh tài chính Việt Nam: Khung khổ tiếp cận, thành tựu và các vấn đề chính sách đặt ra”, Bài trình bày tại *Hội thảo Trung Quốc quốc tế hóa đồng Nhân dân tệ và tác động tới an ninh tài chính Việt Nam*, Viện NC Quản lý kinh tế Trung ương, tháng 7, 2012, Hà Nội.
- Nguyễn Xuân Trình, Võ Trí Thành, Lê Xuân Sang (đồng chủ biên) (2010), *Thị trường tài chính Việt Nam: Cải cách, phát triển và tầm nhìn 2020*, Nhà xuất bản Tài chính, Hà Nội, 2010.
- Nguyễn Khắc Việt Trung (2009), ”Định hướng chính sách và giải pháp nhằm hoàn thiện cơ chế điều hành tỷ giá hối đoái tại Việt Nam”, Tạp chí Ngân hàng số 9/2009, Hà Nội.
- Tô Thị Anh Dương và các cộng sự (2012), “Lạm phát mục tiêu và hàm ý đối với khuôn khổ chính sách tiền tệ Việt Nam”, Ủy ban Kinh tế của Quốc hội, UNDP Việt Nam, Hà Nội 12/2011.
- Stiglitz Joseph E. (2009), “The Failure of Inflation Targeting”, <http://www.project-syndicate.org>

- Võ Trí Thành, Lê Xuân Sang (Đồng chủ biên) (2012), “Các chỉ tiêu giám sát tài chính”, Ủy ban Kinh tế của Quốc hội, UNDP Việt Nam, Hà Nội 12/2011.