

Bài giảng 21
**Chính sách tiền tệ ở các nền kinh
tế đang phát triển và mới nổi**

Trường Chính sách Công và Quản lý
Đại học Fulbright Việt Nam

Đỗ Thiên Anh Tuấn

Nội dung

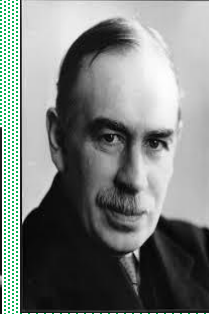
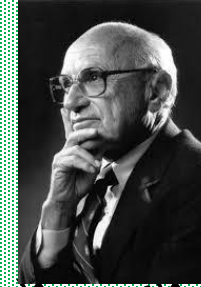
- Nhắc lại chính sách tiền tệ và công cụ chính sách tiền tệ
- Chính sách tiền tệ thuận và nghịch chu kỳ
- Các quy tắc của chính sách tiền tệ
- Chính sách tiền tệ ở các nền kinh tế đang phát triển và mới nổi
- Chính sách tiền tệ ở Việt Nam

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

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

- Lựa chọn mục tiêu chính sách tiền tệ
 - Các NHTU thường cố gắng đạt được đồng thời các mục tiêu chính sách nhưng điều này rất khó
 - Lựa chọn các mục tiêu trung gian
- Câu 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
- Tâm quan trọng của lãi suất cơ bản



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, NHTU 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 NHTU 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 NHTU
 - 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...

Quy tắc Taylor



- Được phát triển bởi John Taylor (1993)^(*)
- Quy tắc của CSTT, quy định NHTU 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 NHTU 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 NHTU 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

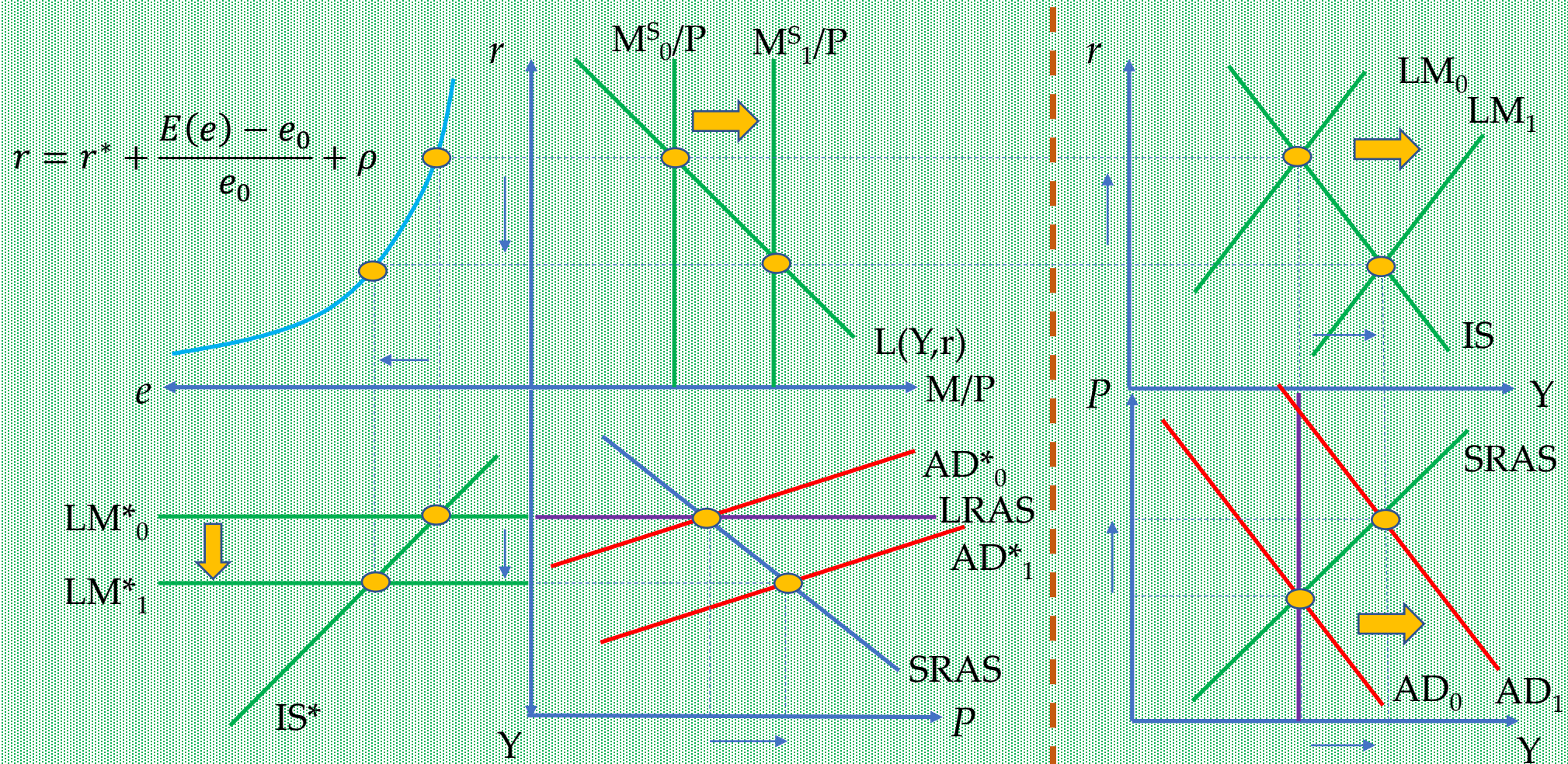
Công cụ chính sách tiền tệ

- **Tái cấp vốn**
 - Phương thức tái tài trợ của NHTU 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 NHTU 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

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

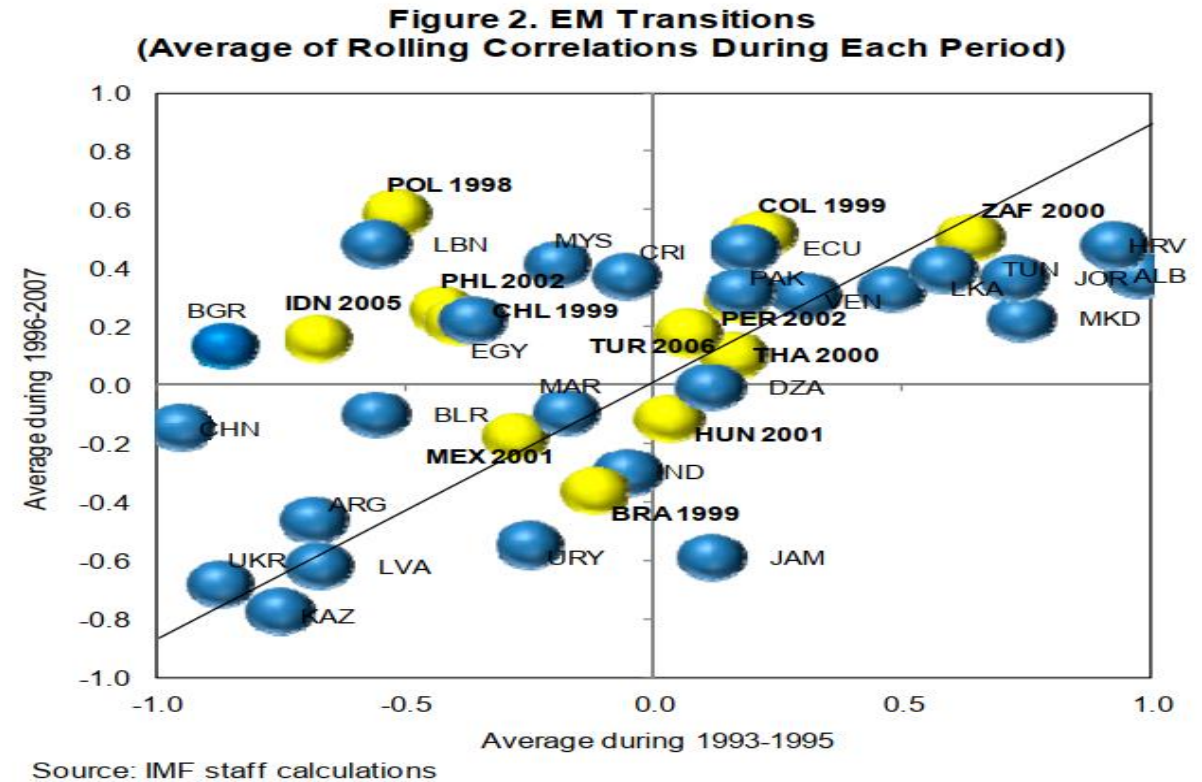
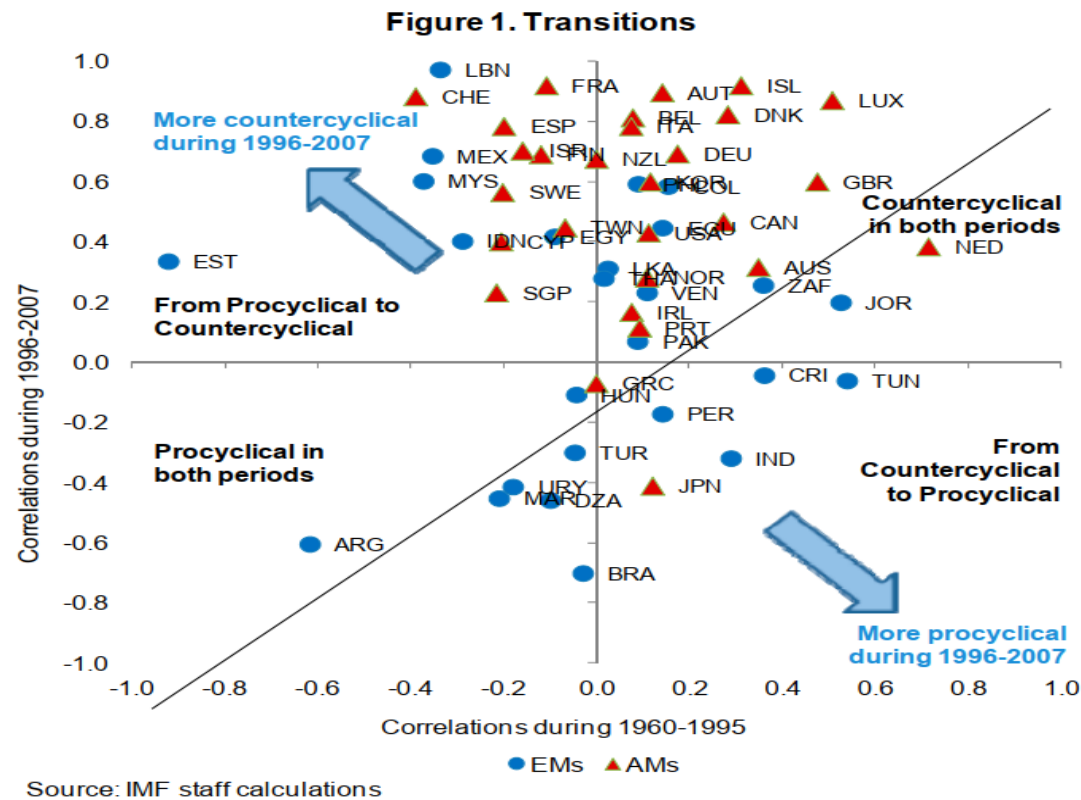
Chính sách tiền tệ tác động thế nào đến nền kinh tế?



NỀN KINH TẾ MỞ

NỀN KINH TẾ ĐÓNG

Chính sách tiền tệ ở các nền kinh tế



- Nghiên cứu của Vegh and Vuletin (2012) và McGettigan et al. (2013) cho thấy chính sách tiền tệ ở các nền kinh tế phát triển thường có tính nghịch chu kỳ nhiều hơn so với các nền kinh tế mới nổi, tuy nhiên ở cả hai nhóm nền kinh tế, chính sách tiền tệ đều ngày càng có tính nghịch chu kỳ hơn.
- Các nền kinh tế theo đuổi mục tiêu lạm phát thường thành công hơn trong việc áp dụng chính sách tiền tệ nghịch chu kỳ.

Điều gì quyết định chính sách tiền tệ nghịch chu kỳ?

Table 1. Explaining CoMP in EMs

Dependent Variables	(1) CoMP	(2) CoMP	(3) CoMP	(4) CoMP	(5) CoMP	(6) CoMP
IT dummy	0.571 *** (0.171)				0.598 *** (0.175)	0.760 *** (0.209)
FX regime		-0.204 (0.283)				-1.535 ** (0.733)
Institution (Government stability in ICRG)			0.085 (0.054)		0.104 ** (0.049)	0.091 * (0.055)
Financial deepening (Financial reform index)				-0.294 (0.643)		-1.359 (1.085)
FX regime*financial deepening						1.344 (1.029)
Number of samples	710	700	663	623	663	601
Adjusted R ²	0.117	0.046	0.052	0.037	0.138	0.166
Model	FE	FE	FE	FE	FE	FE

Number in parentheses indicate standard errors. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

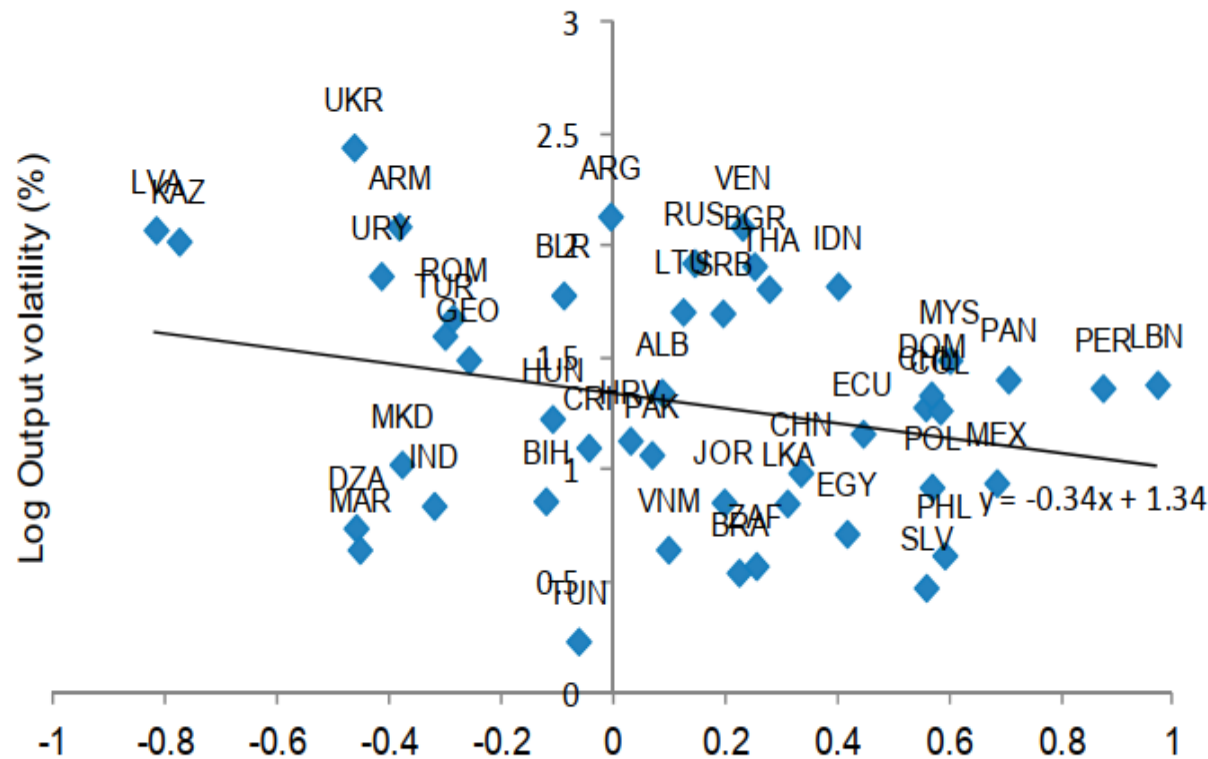
All variables in the right hand side are 10-year moving averages, consistent with the rolling correlations.

Source: IMF staff calculations

- Lạm phát mục tiêu và chất lượng thể chế đều có ý nghĩa và là những yếu tố quan trọng quyết định chính sách tiền tệ nghịch chu kỳ.
- Trong điều kiện hệ thống tài chính có độ sâu lớn, chỉ EMs có chính sách tỷ giá linh hoạt mới có thể áp dụng được chính sách tiền tệ nghịch chu kỳ.

Các nền kinh tế càng theo đuổi chính sách tiền tệ nghịch chu kỳ thì biến động sản lượng càng thấp

Figure 9. Log Output Volatility for EMs, 1996-2007



Source: IMF staff calculations

Table 2. Result of Regression on Log Output Volatility, 1996-2007

Dependant Variables	(1) GDP Volatility	(2) GDP Volatility	(3) GDP Volatility	(4) GDP Volatility
Constant	1.341*** (0.079)	1.142*** (0.131)	1.342*** (0.088)	1.145*** (0.137)
Degree of monetary policy (counter-) cyclicality	-0.339* (0.181)	-0.382** (0.178)	-0.339* (0.185)	-0.381** (0.182)
Standard deviation terms of trade shock		0.022* (0.012)		0.022* (0.012)
Standard deviation export demand shock			0.000 (0.006)	0.000 (0.006)
Number of sampes	47	47	47	47
R ²	0.072	0.139	0.070	0.139
Model	OLS	OLS	OLS	OLS

Numbers in parentheses indicate standard errors. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Source: IMF staff calculations

Ngày càng nhiều nước chuyển sang chính sách tiền tệ nghịch chu kỳ

Figure 6. Country correlations between the cyclical components of short-term interest rate and real GDP. 1960-1999

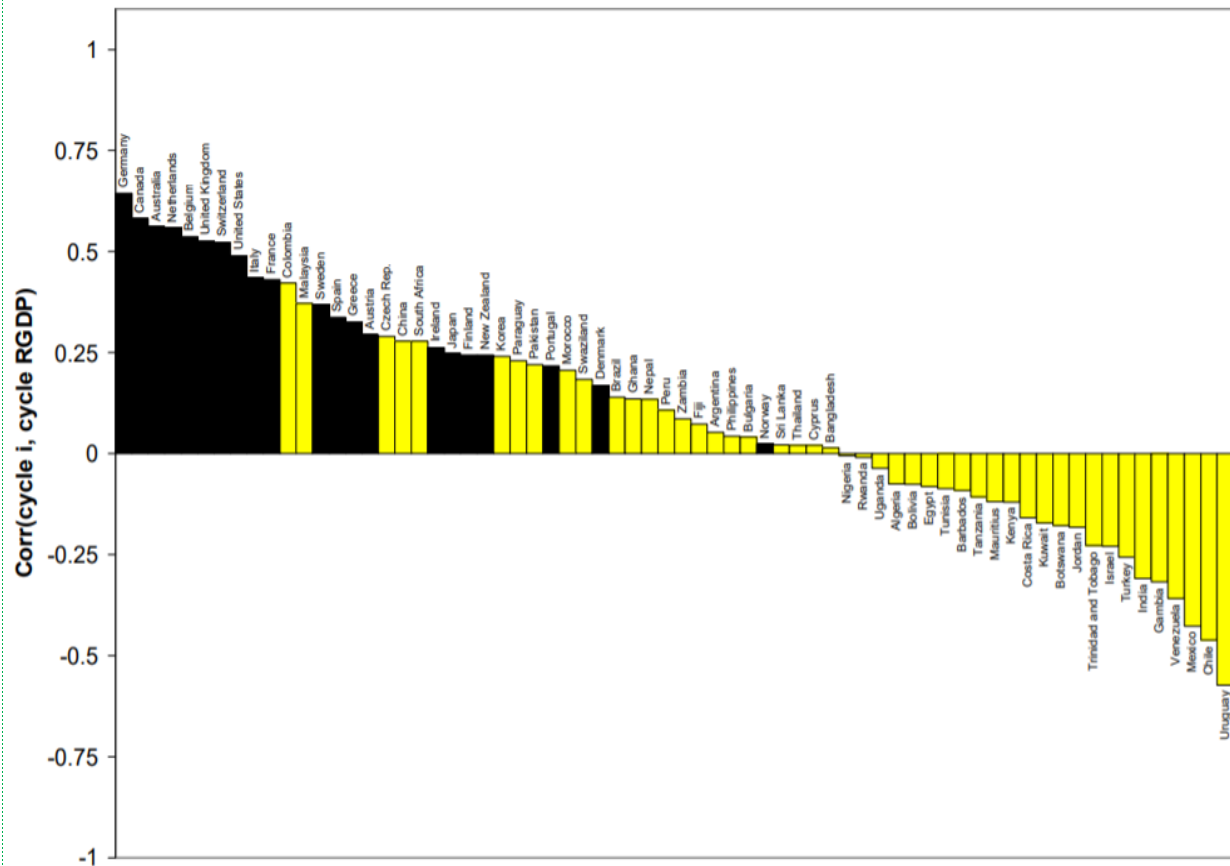
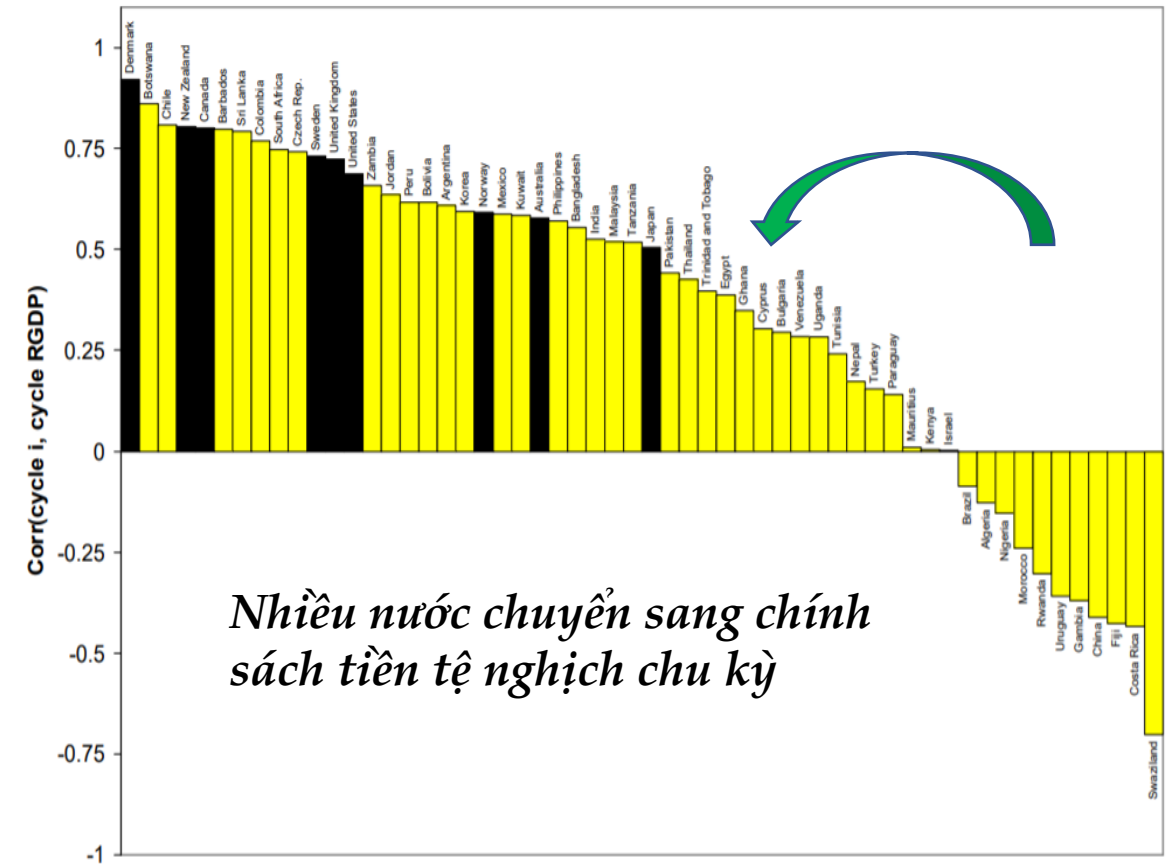
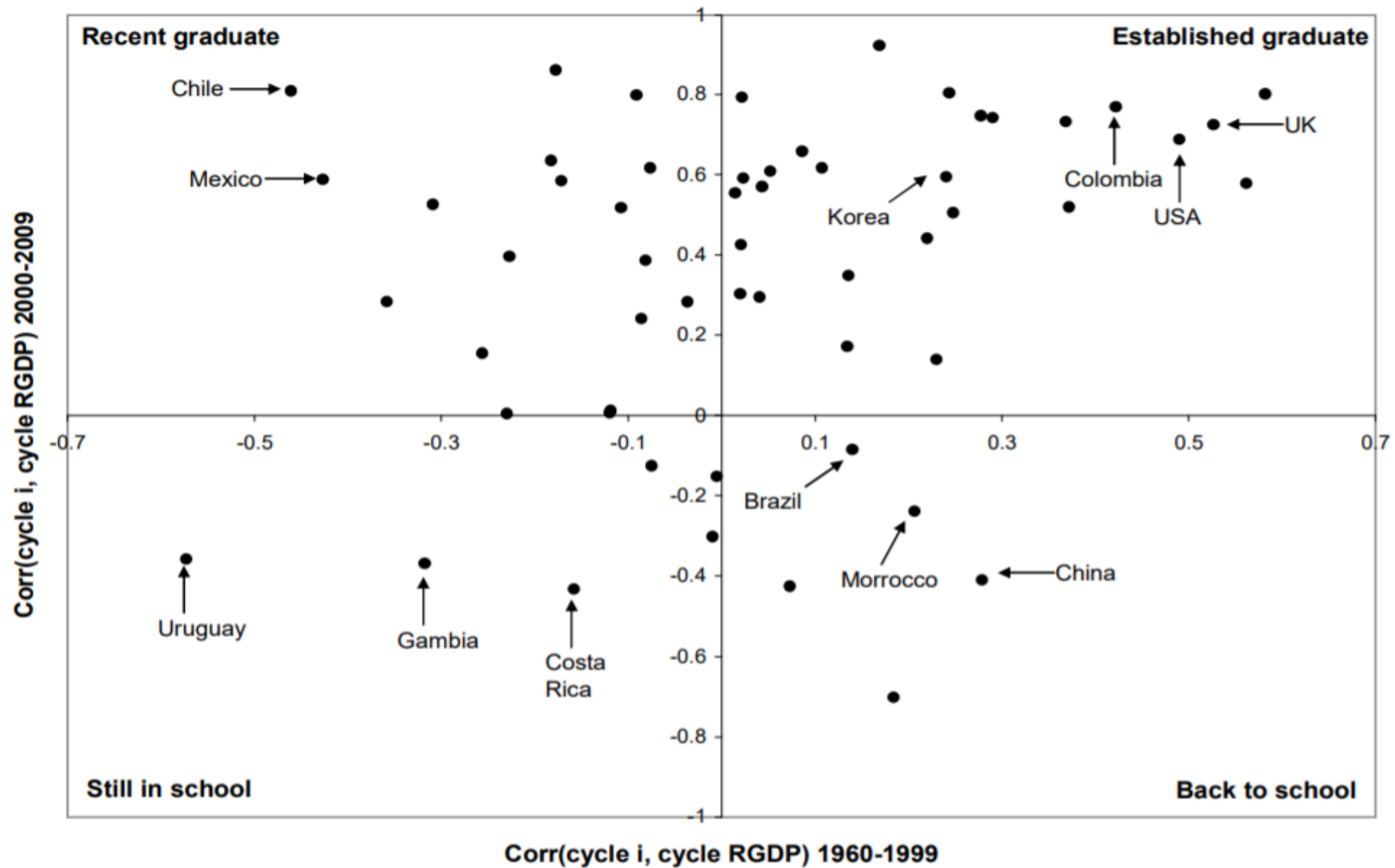


Figure 7. Country correlations between the cyclical components of short-term interest rate and real GDP. 2000-2009



Nhiều nước chuyển sang chính sách tiền tệ nghịch chu kỳ

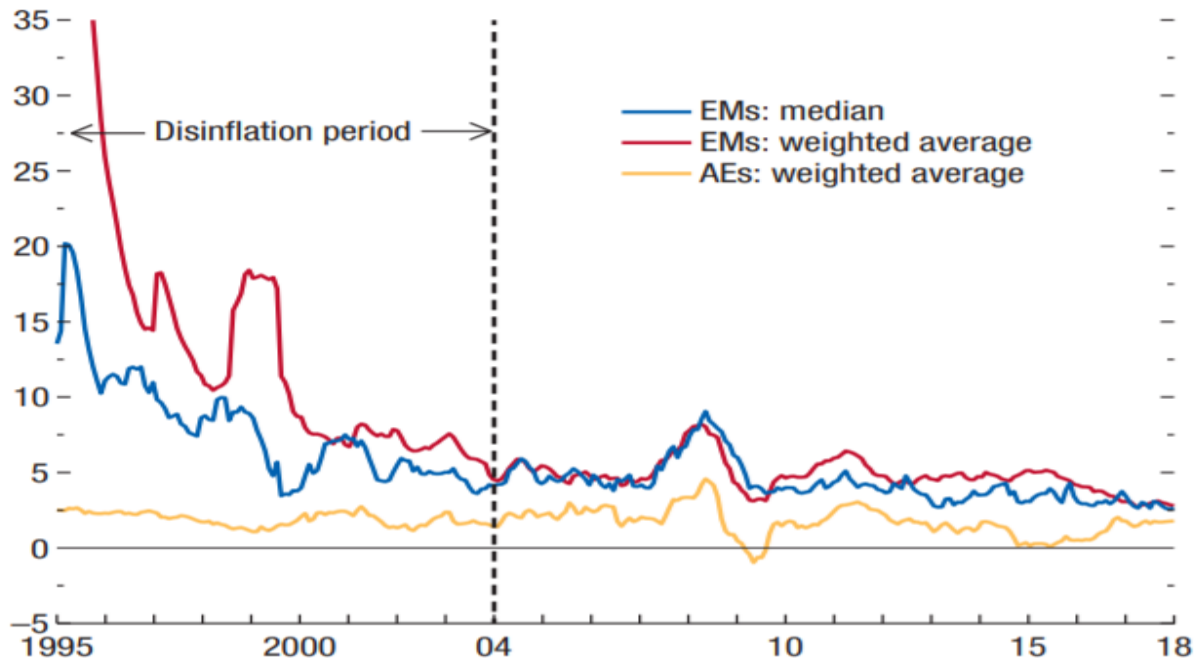
Figure 8. Country correlations between the cyclical components of short-term interest rate and real GDP. 1960-1999 vs. 2000-2009



Bối cảnh chính sách tiền tệ ở các nền kinh tế mới nổi

Figure 3.1. Headline Consumer Price Index Inflation (Percent)

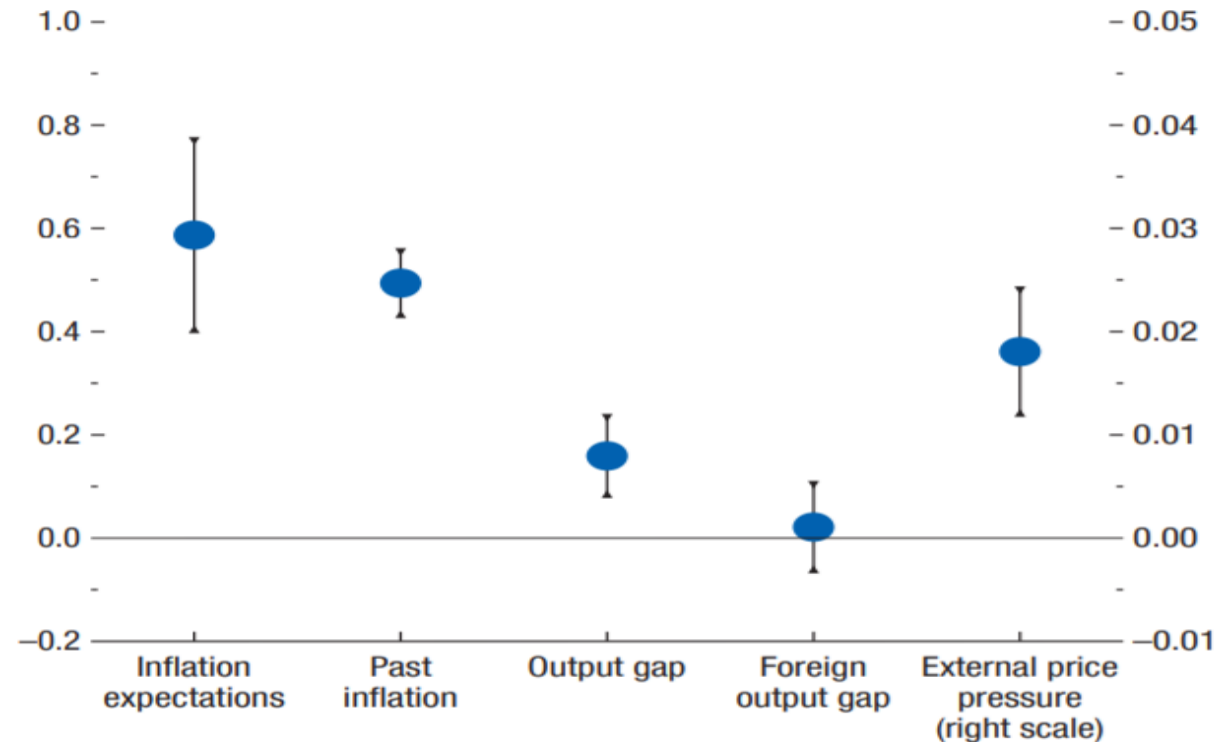
Following a period of disinflation during the 1990s and early 2000s, inflation in emerging markets has remained low and stable since the mid-2000s.



Sources: Haver Analytics; and IMF staff calculations.
 Note: AEs = advanced economies; EMs = emerging markets. See Online Annex 3.1 for data sources and country coverage. Weighted average is constructed using weights of nominal GDP, expressed in US dollar terms, for 2010–12. The vertical dashed line distinguishes the disinflation period from the rest of the sample.

Figure 3.6. Coefficient Estimates from the Baseline Phillips Curve Specification (Percentage points)

Inflation expectations, domestic output gaps, and external price pressure significantly influence consumer price inflation in emerging markets.



Source: IMF staff calculations.

Dòng vốn đổ vào các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển

Figure 1: Net Capital Flows to EMDE

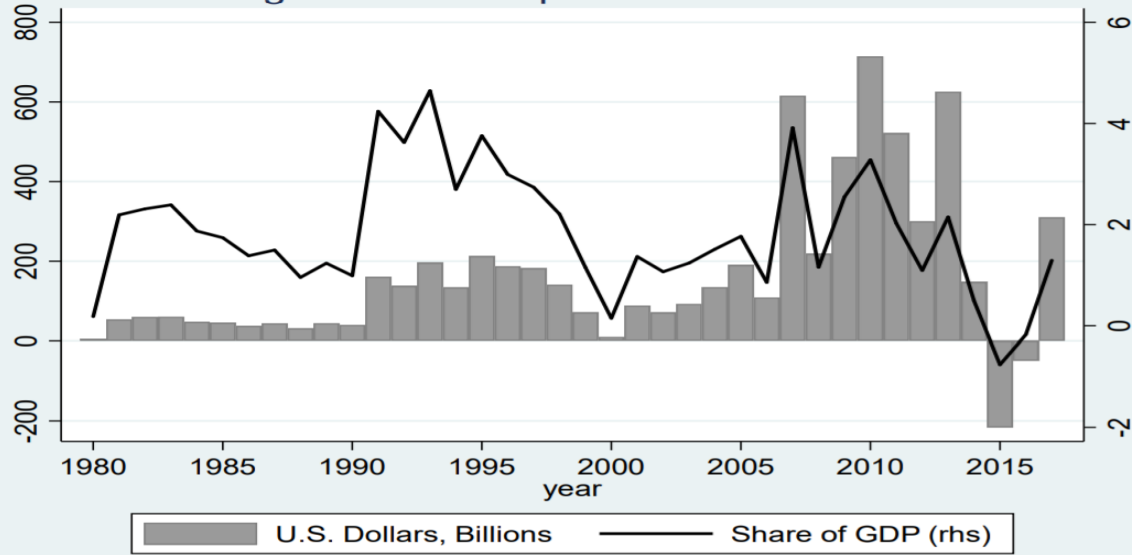


Figure 2: Net Capital Flows to EMDE and AM (Share of GDP)

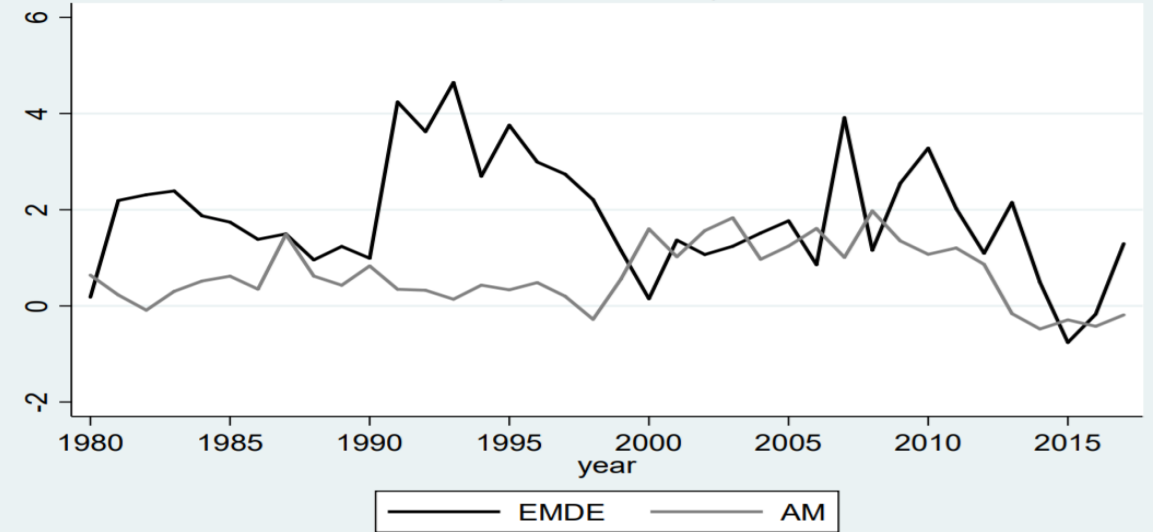


Figure 3: Capital Flows to EMDE (Share of GDP)

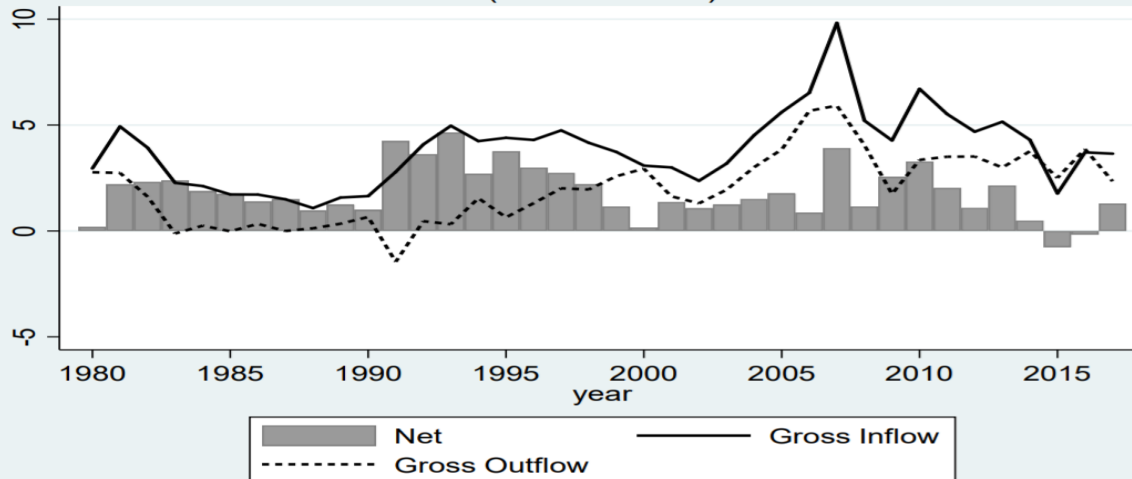
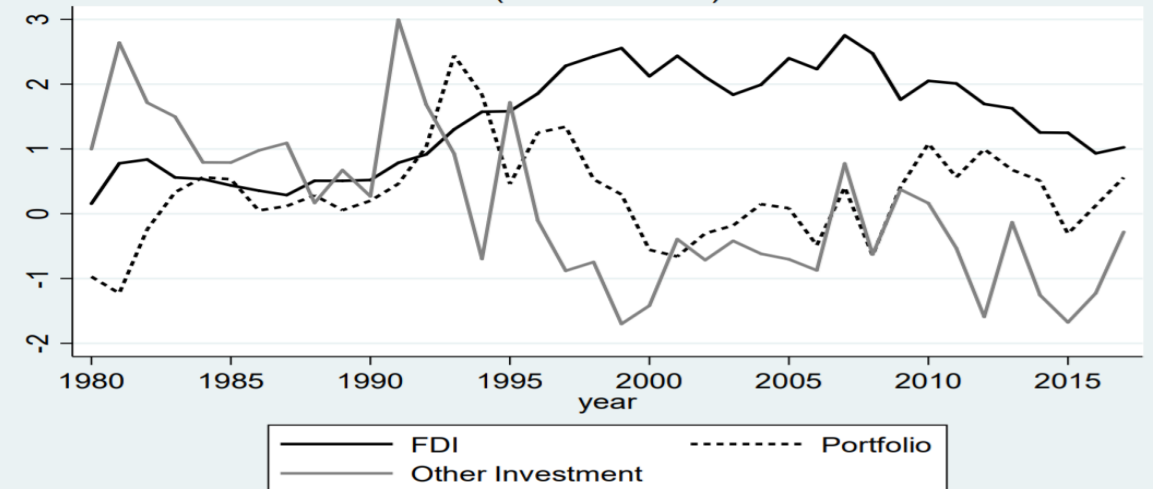


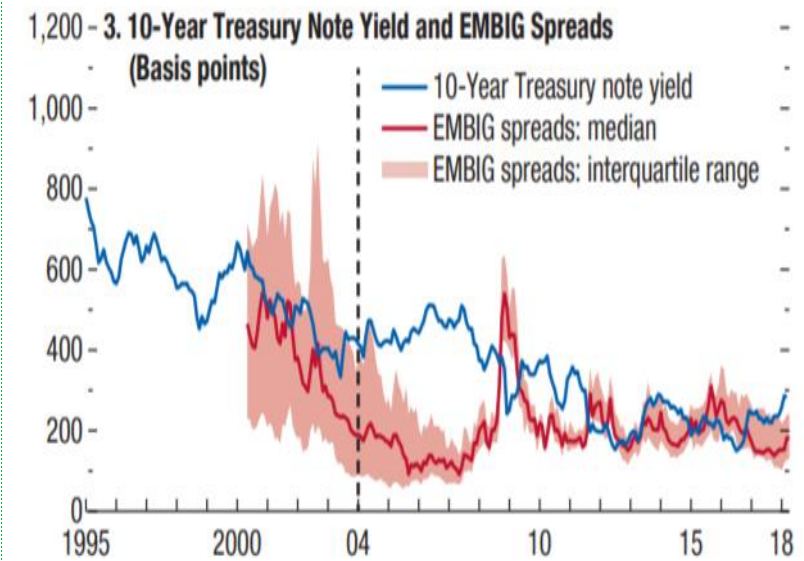
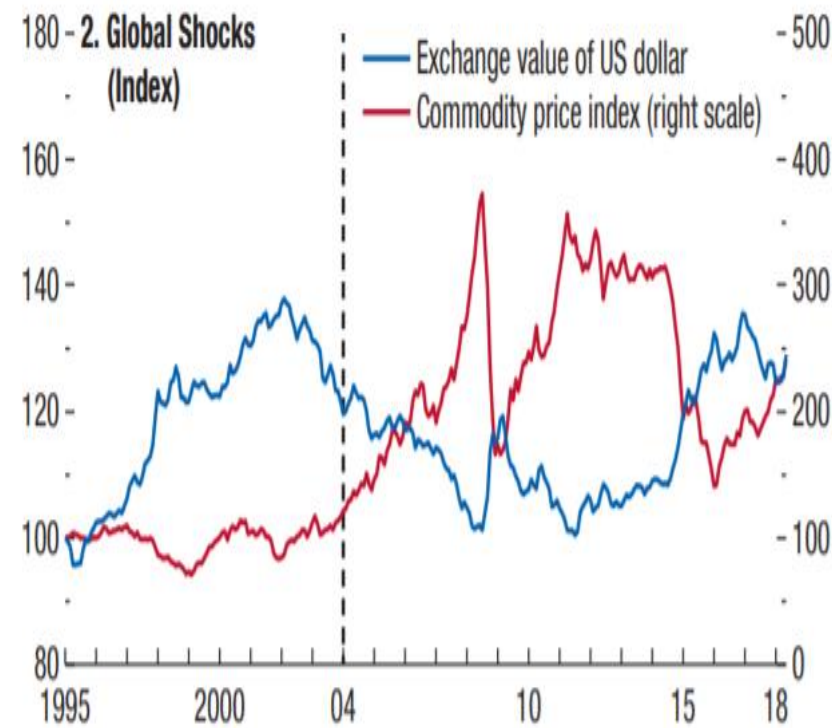
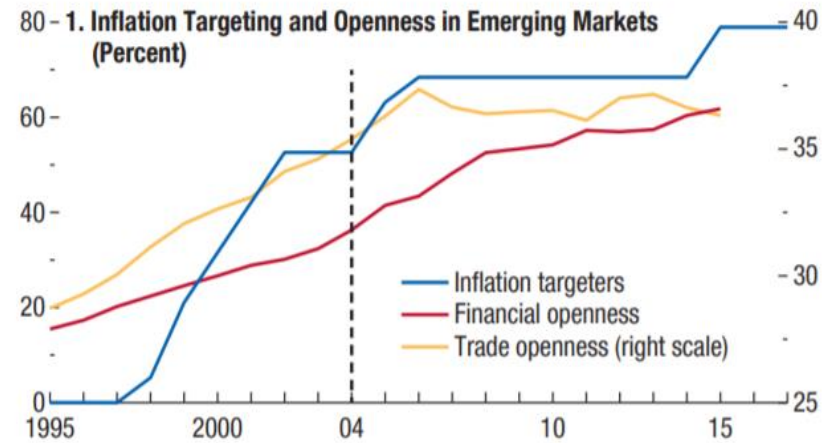
Figure 4: Net Capital Flows to EMDE (Share of GDP)



Thế chế và thay đổi chính sách, các cú sốc và điều kiện tài chính

Figure 3.2. Institutional and Policy Changes, Global Shocks, and Financial Conditions

The decline and subsequent stability of inflation in emerging markets coincided with substantial improvements in institutional and policy frameworks and endured despite sharp swings in commodity prices and other large global shocks. Yet, the period was also characterized by historically benign external financial conditions.

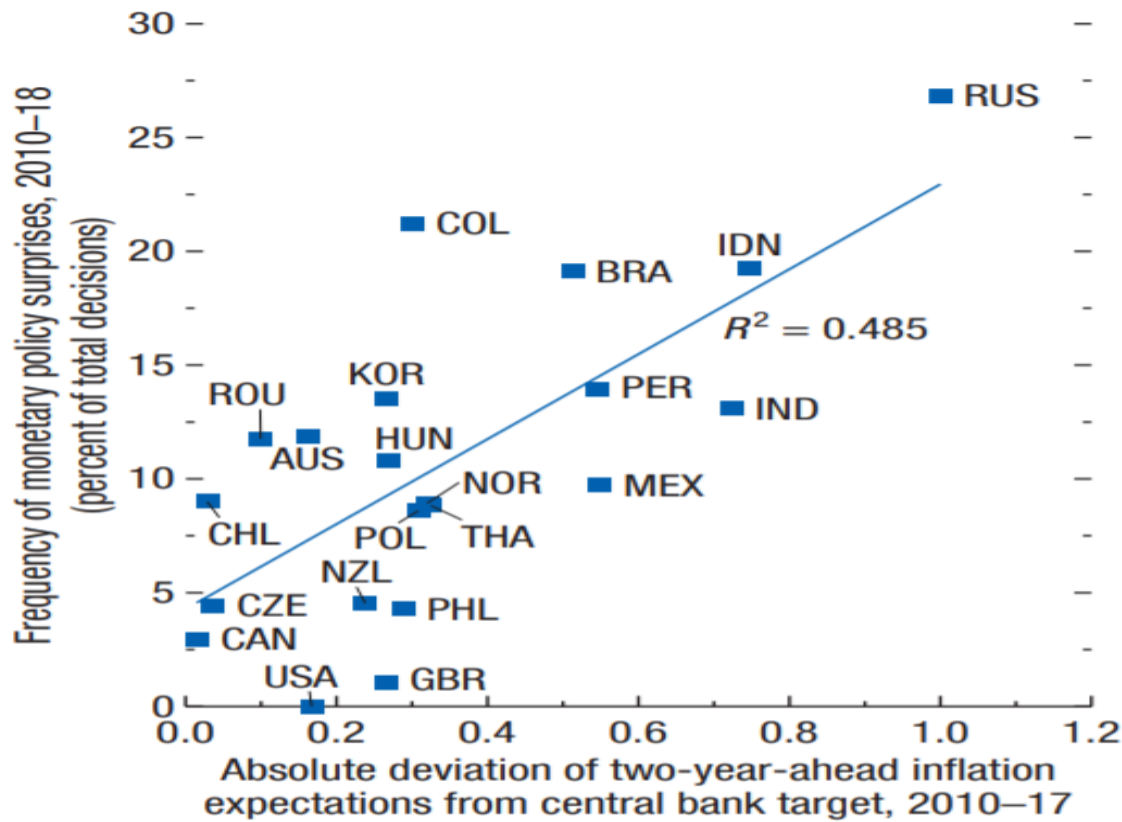


Sources: Haver Analytics; JPMorgan Emerging Market Bond Index; Lane and Milesi-Ferretti (2018); and IMF staff calculations.

Note: EMBIG = emerging market bond index global. See Online Annex 3.1 for data.

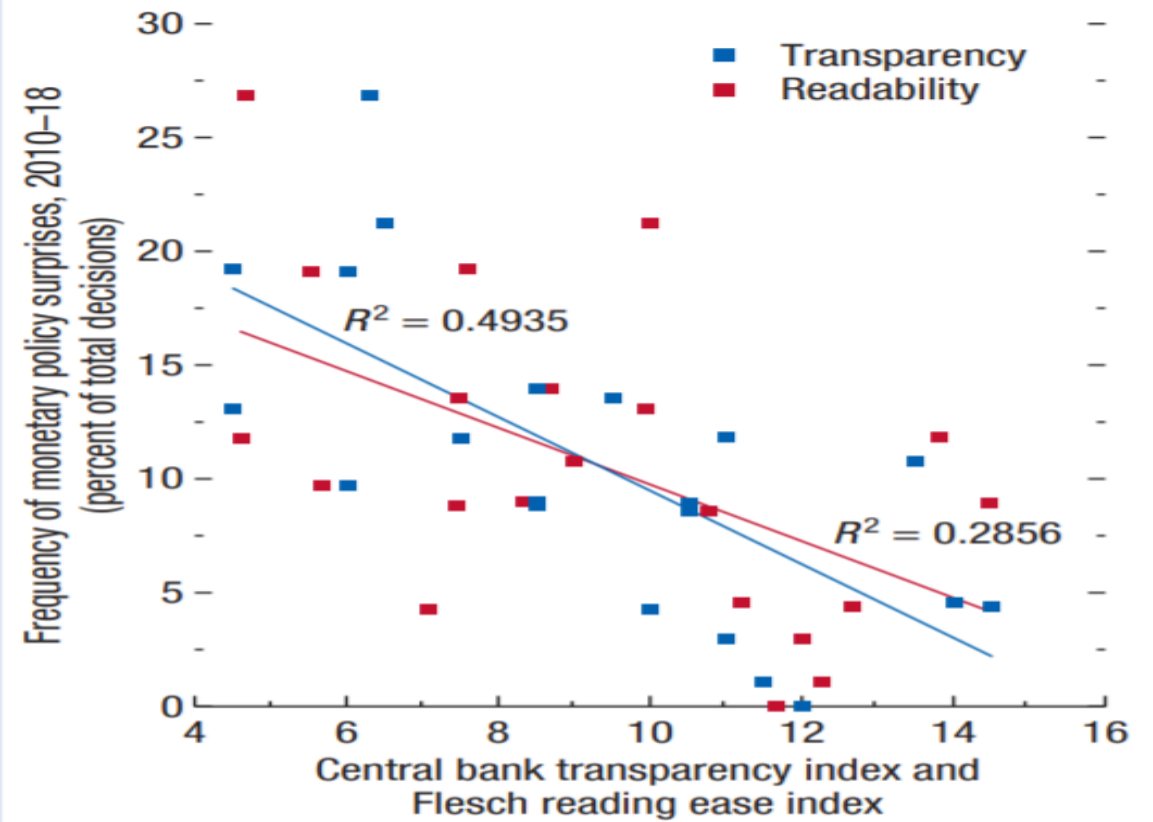
Tính dự báo của chính sách tiền tệ và kỳ vọng lạm phát

Figure 3.2.2. Monetary Policy Predictability and Anchoring of Inflation Expectations



Sources: Bloomberg Finance L.P.; Consensus Economics; and IMF staff calculations.

Figure 3.2.3. Central Bank Communication and Monetary Policy Predictability



Sources: Bloomberg Finance L.P.; Dincer and Eichengreen (2014); and IMF staff calculations.

Chính sách tiền tệ ở Việt Nam

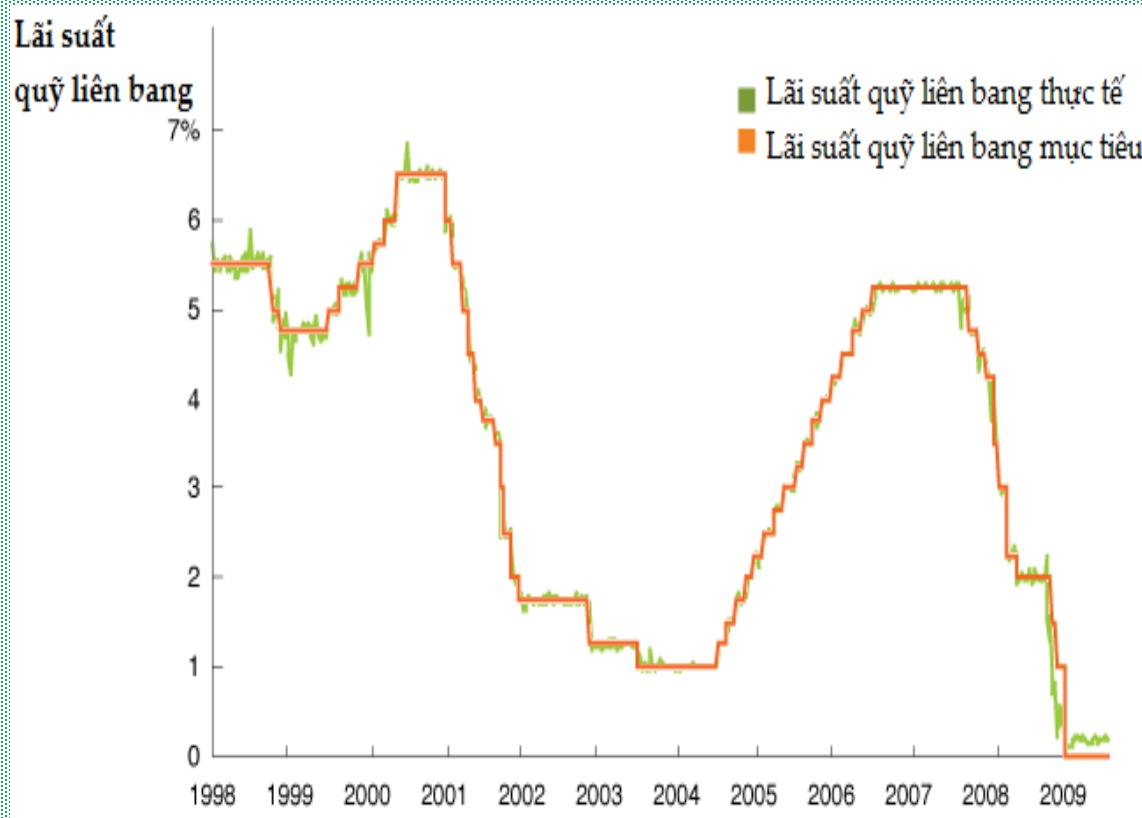
- Chính sách tiền tệ liên quan đến các hành động can thiệp của ngân hàng trung ương thông qua việc quản lý cung tiền và lãi suất nhằm đạt được các mục tiêu chính sách kinh tế vĩ mô (Fed)
- Chính sách tiền tệ quốc gia là một bộ phận của chính sách kinh tế - tài chính của Nhà nước nhằm ổn định giá trị đồng tiền, kiểm 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.

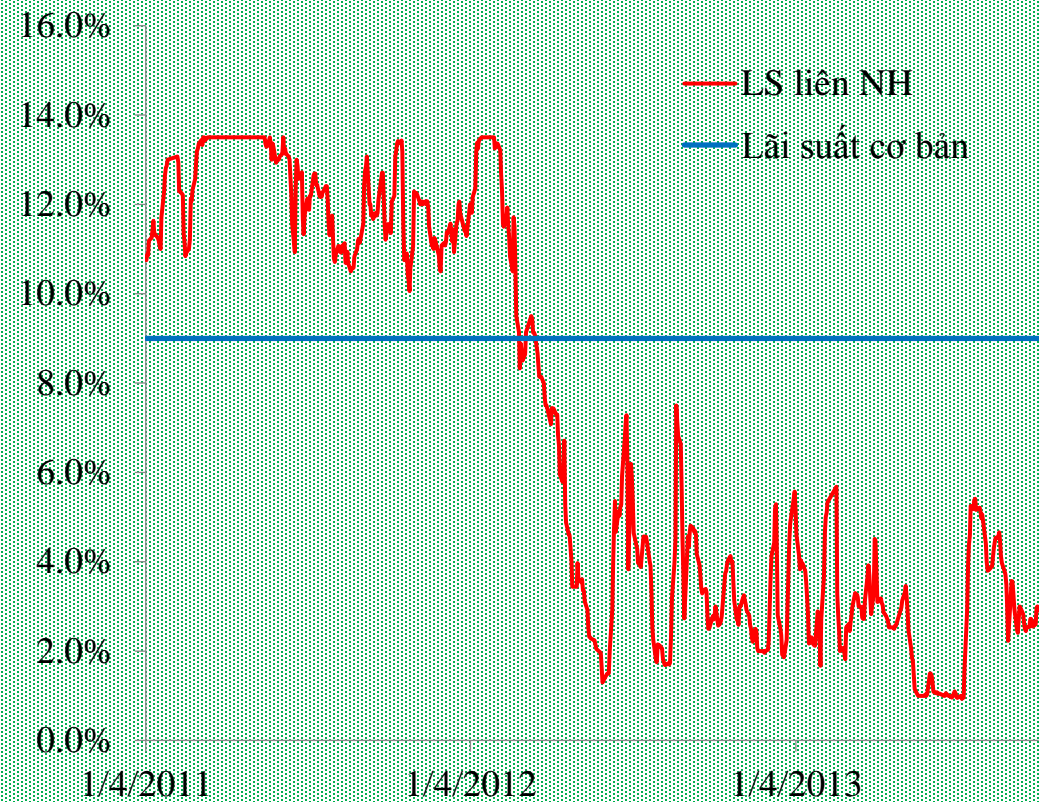
Câu chuyện hai lãi suất ở Hoa Kỳ và Việt Nam?

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 giả

Chính sách tiền tệ Việt Nam thuận hay nghịch chu kỳ?



Source: IMF staff calculations, McGettigan et al. (2013). Graphed by Do Thien Anh Tuan

Các vấn đề của chính sách tiền tệ Việt Nam

- Mục tiêu không rõ ràng
- Công cụ chính sách tiền tệ thiên về hành chính, ít sử dụng công cụ mang tính thị trường
- Chịu sự chi phối bởi chính phủ (NHNN thiếu độc lập) và thường chạy theo chính sách tài khóa
- Đô la hóa giảm tính hiệu lực của chính sách tiền tệ
- Thách thức bộ ba bất khả thi và giới hạn của chính sách tiền tệ vô hiệu hóa