

Chính sách tiền tệ: Kiểm soát lượng cung tiền hay kiểm soát lạm phát?

TS. VÕ THÀNH DANH

Để thực hiện chính sách tiền tệ, ngân hàng trung ương có thể đặt mục tiêu kiểm soát lạm phát thông qua việc duy trì lãi suất thực hay kiểm soát lượng cung tiền, hoặc cả hai. Thực tế hiện nay cho thấy rằng hầu hết các ngân hàng trung ương trên thế giới đều đặt chính sách kiểm soát lạm phát quan trọng hơn chính sách kiểm soát lượng cung tiền. Chẳng hạn, Cục dự trữ Liên bang Mỹ hiện nay ít quan tâm đến mục tiêu cung tiền khi thực hiện chính sách tiền tệ. Một thí dụ khác, từ những năm 1970 cho đến nay chính sách tiền tệ của ngân hàng trung ương Đức thường được thực hiện theo quy luật lãi suất thực hơn là bởi quy luật cung tiền (Romer 2000). Ở VN, lạm phát cao đã trở thành mục tiêu cần phải kiểm soát bởi Ngân hàng Nhà nước bên cạnh mục tiêu cung tiền. Đã có nhiều phân tích trình bày tác động của mối quan hệ giữa các đại lượng kinh tế chủ yếu là lạm phát, cung tiền, tỷ giá hối đoái đối với sản lượng. Một câu hỏi đặt ra là, các mối quan hệ này được đặt trong bối cảnh chính sách tiền tệ của chúng ta đang theo đuổi các mục tiêu nào? Kiểm soát lạm phát hay kiểm soát lượng cung tiền để duy trì tỷ giá hối đoái và nhằm cả kiểm chế lạm phát? Về phương diện kinh tế học, vấn đề này cần có một mô hình kinh tế thích hợp dựa vào đó chúng ta có thể tiên đoán kết quả cũng như hậu quả của một chính sách can thiệp của Ngân hàng Nhà nước. Bài viết này xin giới thiệu Mô hình IS-MP được đề xuất bởi Romer khi mục tiêu kiểm soát lạm phát được chọn như là chính sách tiền tệ chủ yếu bên cạnh Mô hình IS-LM truyền thống với mục tiêu kiểm soát cung tiền như là chính sách tiền tệ.

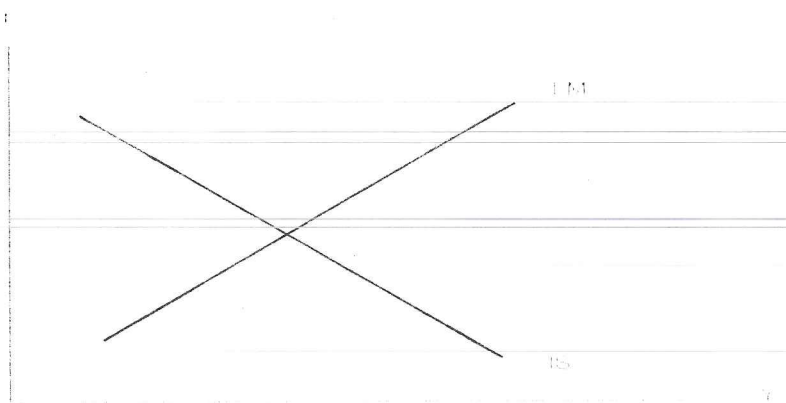
Mô hình IS-LM

Mặc dù Mô hình IS-LM [1] vẫn còn nhiều hạn chế như thiếu nền tảng phân tích kinh tế vi mô (optimization), giả định giá cứng nhắc (price stickiness), không có yếu tố kỳ vọng (expectation), và đơn giản hóa sự phức tạp của nền kinh tế bằng một nhóm nhỏ mối quan hệ tổng (aggregation), nhưng chúng ta có thể tìm thấy ở Mô hình này một khung phân tích hữu hiệu để hiểu biết những biến động kinh tế vi mô. Một trong những giả định căn

bản của Mô hình IS-LM là ngân hàng trung ương đặt mục tiêu tổng lượng cung tiền. Mô hình mô tả nền kinh tế vi mô bằng cách sử dụng hai mối quan hệ sản lượng (Y) và lãi suất (r). Mối quan hệ thứ nhất liên quan đến thị trường hàng hóa. Một lãi suất cao hơn sẽ làm giảm cầu hàng hóa ở mức thu nhập cho trước thông qua tác động giảm cầu đầu tư (investment demand) và giảm cầu tiêu dùng (consumption demand). Trong một nền kinh tế mở với tỷ giá hối đoái thả nổi, lãi suất tăng sẽ làm tiền nội tệ tăng giá và do đó làm giảm xuất khẩu ròng. Vì lãi suất cao hơn làm giảm cầu, nó sẽ làm giảm sản lượng ở mức số lượng sản phẩm được cầu bằng với số lượng sản phẩm được sản xuất. Vì vậy, có một mối quan hệ nghịch giữa sản lượng và lãi suất. Mối quan hệ này được biết như là đường IS; tên gọi của nó là do trong một nền kinh tế đóng, điều kiện số lượng sản phẩm được cầu bằng với số lượng sản phẩm được sản xuất tương đương với điều kiện đầu tư dự tính (planned investment) bằng với tiết kiệm (savings).

Mối quan hệ thứ hai liên quan đến thị trường tiền tệ. Lượng tiền được cầu – đó là cầu đối với tiền (hay sở thích thanh khoản – liquidity preference) – tăng theo thu nhập và giảm theo lãi suất. Cầu tiền kết hợp với cung tiền bởi ngân hàng trung ương sẽ xác lập sự cân bằng trong thị trường tiền tệ. Nếu cung tiền là cố định, một sự tăng lên trong thu nhập (hay sản lượng), do tăng cầu tiền, sẽ làm tăng lãi suất ở mức cầu tiền bằng với cung tiền. Mối quan hệ thuận giữa sản lượng và lãi suất, dựa trên mối quan hệ cầu tiền-cung tiền, được biết như là đường LM. Hai đường IS và LM được trình bày trong Hình 1. Điểm giao nhau trình bày cách kết hợp duy nhất của sản lượng và lãi suất khi cả hai thị trường hàng hóa và thị trường tiền tệ cùng cân bằng. Như vậy, Mô hình trình bày sản lượng và lãi suất trong nền kinh tế. Sự tăng lên trong tiêu dùng chính phủ hay giảm trong thuế sẽ làm dịch chuyển đường IS về bên phải, và như vậy làm tăng cả sản lượng và lãi suất khi nền kinh tế di chuyển dọc theo đường LM. Độ lớn của tác động lên sản lượng tùy thuộc vào độ dốc của hai đường và mức độ dịch

chuyển của đường IS. Tương tự, tăng tổng cung tiền sẽ làm đường LM dịch chuyển xuống dưới (về bên phải), và như vậy làm giảm lãi suất và sản lượng. Mức độ ảnh hưởng đến sản lượng tùy thuộc vào độ dốc của hai đường và độ lớn dịch chuyển của đường LM [2]. Cần lưu ý rằng có hai khái niệm lãi suất khác nhau được sử dụng trong Mô hình này. Lãi suất thực (real interest rate) phù hợp với phân tích cầu hàng hóa (demand for goods) thuộc đường IS, trong khi lãi suất danh nghĩa (nominal interest rate) thì phù hợp với cầu tiền (demand for money) thuộc đường LM. Điều này thực sự gây nhiều khó khăn để hiểu cơ chế điều chỉnh vĩ mô khi sử dụng Mô hình IS-LM.



Hình 1: Mô hình IS-LM

Hãy nhớ lại rằng giả định của Mô hình là tồn tại một mức giá (P) cố định. Do đó, nó không thể được dùng để phân tích lạm phát. Sự xuất hiện của lạm phát dẫn tới sự mở rộng mô hình để bao gồm cả đường tổng cung (AS), dẫn tới xuất hiện Mô hình IS-LM- AS (hay Mô hình AD- AS) đang được chúng ta sử dụng. Tính chất cơ bản của việc phối hợp đường AS trong Mô hình IS-LM là sản lượng cao hơn sẽ dẫn tới một mức giá cao hơn (nhưng không ngược lại!). Có nhiều cách khác nhau để thành lập mối quan hệ này. Tác động của sản lượng lên mức giá có thể tiến hành một cách trực tiếp thông qua quyết định thiết lập giá của công ty, hay một cách gián tiếp thông qua tiền lương. Sự thiếu tính linh hoạt danh nghĩa hoàn hảo (nominal flexibility) (đó là điều cần thiết cho đường tổng cung AS trong không gian (Y, r) có hình dáng dốc lên hơn là thẳng đứng) có thể được giải thích là do chi phí điều chỉnh (adjustment costs), thông tin không đối xứng (imperfect information), và hợp đồng lao động (labor contract). Mức giá trong trường hợp sản lượng thực tế bằng sản lượng tiềm

năng có thể được xác định bằng giả thuyết kỳ vọng hợp lý (rational forward-looking expectation), bởi sự điều chỉnh chậm chạp (inertia) của lạm phát trong quá khứ, hay bởi sự kết hợp của cả hai.

Đối với Mô hình IS-LM- AS , ngay cả trong ngắn hạn, phân tích dựa vào giả thuyết mức giá chung là cố định sẽ không thuyết phục trong bối cảnh xuất hiện lạm phát. Thực tế ở VN trong thời gian gần đây đã cho thấy mức giá biến động như thế nào xét theo khía cạnh thời gian và mức độ điều chỉnh của nó. Trong trường hợp này, Mô hình IS-LM- AS không còn thích hợp trong phân tích chính sách vì giả định cơ bản của nó cần phải có là mức giá cố định bị vi phạm. Để vượt qua hạn chế này, Romer đề xuất Mô hình IS-MP được trình bày chi tiết dưới đây.

Mô hình IS-MP

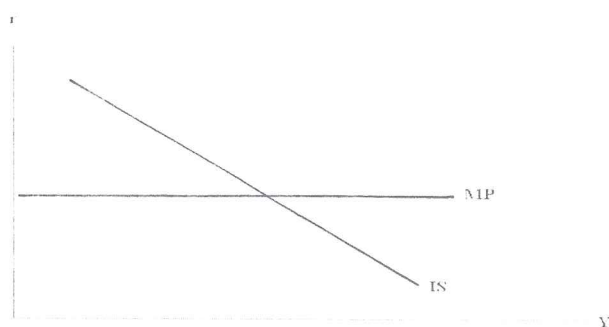
Giống như Mô hình IS-LM, Mô hình IS-MP giả định sự điều chỉnh danh nghĩa không hoàn toàn (imperfect nominal adjustment) và thiếu nền tảng kinh tế học vĩ mô. Thay đổi chính ở đây là nó thay thế giả định ngân hàng trung ương đặt mục tiêu kiểm soát tổng cung tiền bằng giả định rằng ngân hàng trung ương theo đuổi mục tiêu kiểm soát lãi suất thực. Đó là, kiểm soát sự biến động của lãi suất thực (r) là hàm số của các biến vĩ mô như lạm phát (π) và sản lượng (Y). Giả định này là một sự mô tả tốt hơn cách thức can thiệp của ngân hàng trung ương thông qua chính sách tiền tệ. Các ngân hàng trung ương trong hầu hết các quốc gia phát triển đều tập trung vào kiểm soát yếu tố lãi suất của khoản nợ trong hệ thống các ngân hàng khi thực hiện các chính sách can thiệp ngắn hạn. Chẳng hạn, Cục dự trữ liên bang Mỹ trong nhiều năm nay đã thực hiện chính sách tiền tệ thông qua kiểm soát lãi suất chiết khấu (Romer 2000). Trong chính sách tiền tệ, việc phân biệt giữa chính sách duy trì hay kiểm soát lãi suất thực và chính sách kiểm soát tổng cung tiền là cần thiết. Chẳng hạn, nếu ngân hàng trung ương điều chỉnh tỷ lệ lãi suất liên ngân hàng để giữ tổng lượng cung tiền gần với mục tiêu ban đầu cho trước, khi đó nó có thể được gọi như là chính sách kiểm soát lượng cung tiền. Nhưng hầu hết các ngân hàng trung ương không hành động theo cách này. Ở Mỹ, Cục dự trữ liên bang kiểm soát tỷ lệ quỹ liên bang (federal fund rate) nhằm cố gắng hoàn thành mục tiêu về lạm phát và sản lượng, và mục tiêu tổng

cung tiền đóng vai trò rất nhỏ trong các lựa chọn này. Tương tự, tại Đức chính sách tiền tệ theo đuổi mục tiêu kiểm soát tổng cung tiền được thực hiện cho đến những năm thập niên 1970 nhưng từ đó đến nay chính sách tiền tệ được vận hành theo mục tiêu kiểm soát lãi suất thực hơn là mục tiêu kiểm soát tổng cung tiền.

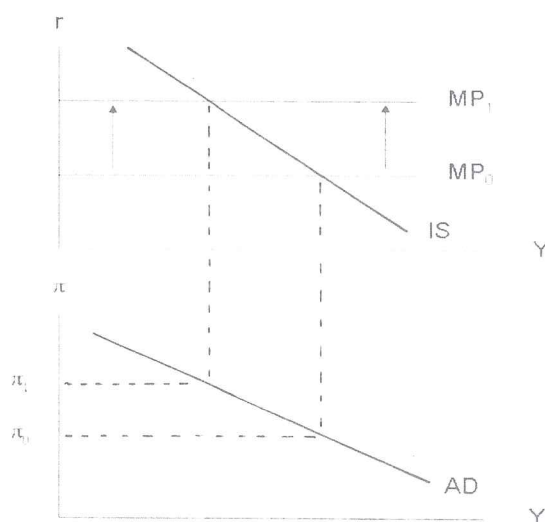
Khi ngân hàng trung ương cố định lãi suất danh nghĩa, sự tăng lên trong lạm phát kỳ vọng (expected inflation) sẽ làm giảm lãi suất thực đến khi ngân hàng đánh giá lại sự lựa chọn lãi suất danh nghĩa (nominal interest rate) của mình. Như vậy, trong rất ngắn hạn, quy luật lãi suất danh nghĩa cung cấp một sự mô tả tốt hơn hành động của ngân hàng trung ương hơn là quy luật lãi suất thực. Nhưng ngân hàng trung ương lại đánh giá và điều chỉnh lại lãi suất danh nghĩa rất thường xuyên. Và khi họ quyết định có nên thay đổi mục tiêu lãi suất danh nghĩa hay không, có nghĩa là đồng thời họ cũng thay đổi về cách đánh giá lạm phát kỳ vọng, cũng có nghĩa là họ đang duy trì mục tiêu lãi suất thực. Như vậy, một khi sự phân tích vượt quá ngắn hạn, quy luật lãi suất thực sẽ thực tế hơn so với quy luật lãi suất danh nghĩa. Để kiểm soát lạm phát nằm trong phạm vi được giới hạn, mức lãi suất thực mục tiêu phải tùy thuộc vào lạm phát. Chẳng hạn, việc cố định lãi suất thực sẽ tạo ra lạm phát hay giảm phát trừ phi mức lãi suất cố định chính xác bằng với mức lãi suất làm cho sản lượng thực tế tương đương mức sản lượng tiềm năng. Như đã nói, quy luật lãi suất thực đơn giản nhất là quy luật trình bày lãi suất thực như là một hàm chỉ của lạm phát: $r = r(i)$, với hàm $r(.)$ được giả định là hàm tăng. Khi lạm phát cao, quan tâm về lạm phát sẽ chế ngự chính sách, và do đó nó sẽ chọn mức lãi suất thực cao để hạn chế sản lượng và làm giảm lạm phát. Khi lạm phát thấp, nó không còn quan tâm đến lạm phát nữa, và vì vậy sẽ chọn mức lãi suất thực thấp để làm tăng sản lượng. Một lần nữa, điều này rất thường thấy đối với chính sách lãi suất của các ngân hàng trung ương cũng như của Ngân hàng nhà nước VN trong thời gian gần đây.

Vì sự lựa chọn lãi suất thực của ngân hàng trung ương chỉ tùy thuộc vào lạm phát, do đó với một mức lạm phát cho trước, quy luật lãi suất thực được thể hiện chỉ là đường biểu diễn nằm ngang trong không gian (Y, r) . Romer ký hiệu đường này là đường MP (Monetary Policy). Hình 2 trình bày Mô hình IS-MP. Với một tỷ lệ lạm phát cho trước, điểm giao nhau của hai đường IS và đường MP xác

định sản lượng và lãi suất thực. Nói cách khác, lạm phát xác định sự lựa chọn lãi suất thực của ngân hàng trung ương, và đường IS khi đó sẽ xác định sản lượng. Giả sử rằng lạm phát đang tăng. Điều này sẽ làm cho ngân hàng trung ương nâng lãi suất thực lên. Do đó, đường MP sẽ dịch chuyển lên trên. Sự dịch chuyển này được thể hiện ở phần phía trên của Hình 3. Nền kinh tế dịch chuyển dọc theo đường IS, và do đó sản lượng giảm. Như vậy, như phần dưới của Hình 3 trình bày, có một mối quan hệ nghịch đảo giữa lạm phát và sản lượng. Vì mối quan hệ này thể hiện tổng quát mặt cầu của nền kinh tế, được gọi là đường tổng cầu. Tuy nhiên, nó khác với đường tổng cầu truyền thống trong Mô hình IS-LM-AS. Ở đây lạm phát cao khiến cho ngân hàng trung ương nâng lãi suất thực, và như vậy làm giảm sản lượng. Ngược lại, trong Mô hình LM, một mức giá cao hơn sẽ làm giảm lượng cung tiền thực, và do đó làm tăng lãi suất ở mức sản lượng cho trước.



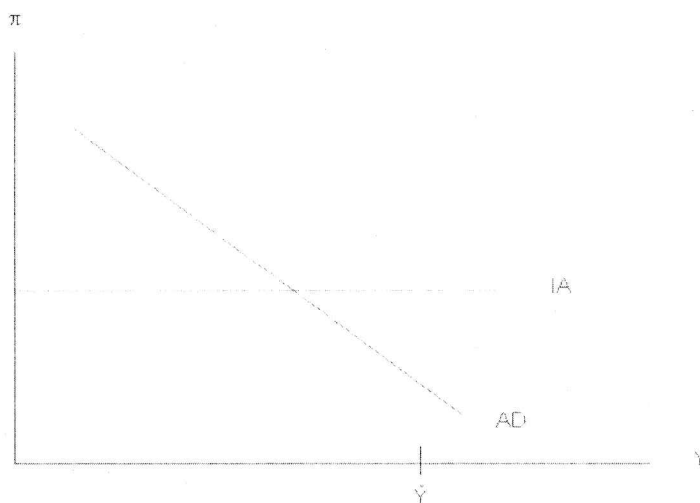
Hình 2: Mô hình IS-MP



Hình 3: Đường tổng cầu AD

Chúng ta có thể sử dụng Mô hình IS-MP để tìm tác động ngắn hạn đối với sản lượng. Chẳng hạn, giảm trong tín nhiệm tiêu dùng sẽ làm đường IS dịch chuyển về bên trái. Vì lạm phát không phản ứng lại ngay lập tức, đường MP sẽ không dịch chuyển. Như vậy, phân tích IS-MP ám chỉ rằng trong ngắn hạn, sản lượng giảm và lãi suất thực không thay đổi. Khi sản lượng ở dưới mức sản lượng tiềm năng, lạm phát bắt đầu giảm. Khi nó giảm, ngân hàng trung ương sẽ giảm mức lãi suất thực, và do đó sản lượng sẽ tăng. Quá trình điều chỉnh sẽ tiếp tục cho đến khi sản lượng được phục hồi trở lại ở mức sản lượng tiềm năng. Kết quả cuối cùng là lạm phát thấp hơn và lãi suất thực thấp hơn.

Bước còn lại là đem đường tổng cung vào Mô hình mới. Lạm phát sẽ tăng khi sản lượng thực tế ở trên mức sản lượng tiềm năng ($\bar{Y}$) và sẽ giảm khi sản lượng thực tế ở dưới mức sản lượng tiềm năng. Khi sản lượng thực tế bằng với sản lượng tiềm năng và nếu không có cú sốc lạm phát nào xảy ra, khi đó lạm phát sẽ không thay đổi. Giả định rằng lạm phát được cho trước tại một điểm thời gian ám chỉ rằng tổng cung ngắn hạn là đường nằm ngang trong không gian (Y, π). Romer gọi đường tổng cung mới này là đường IA (Inflation Adjustment) vì nó chỉ ra rằng tổng cung sẽ xác định lạm phát ảnh hưởng như thế nào đối với sản lượng. Hình 4 trình bày Mô hình AD-IA. Điểm giao nhau của chúng xác định lạm phát và sản lượng. Cơ sở của Mô hình là rõ ràng. Lạm phát được kế thừa từ quá khứ. Lạm phát xác định mức lãi suất thực, và đến lượt nó lãi suất thực xác định mức sản lượng.



Hình 4: Mô hình AD-IA

Kết luận

Bằng cách thay thế giả định rằng ngân hàng trung ương thực hiện mục tiêu kiểm soát lãi suất thực thay vì mục tiêu kiểm soát tổng cung tiền, chúng ta đã thay thế đường LM bằng đường MP khi trình bày cân bằng trong thị trường tiền tệ. Kết quả là Mô hình IS-MP được sử dụng thay cho Mô hình IS-LM truyền thống khi phân tích tác động của chính sách tiền tệ. Cách tiếp cận mới này sẽ tránh được sự phức tạp của Mô hình IS-LM liên quan đến lãi suất thực và lãi suất danh nghĩa, và lạm phát và mức giá chung. Nó cho phép đơn giản hóa phân tích bằng cách đưa ra chính sách tiền tệ dễ dàng hơn, bằng cách giảm số lượng các đại lượng (variables) và do đó số lượng các phương trình trong mô hình, và bằng cách làm cho phân tích động (dynamic analysis) trở nên đơn giản và hợp lý hơn. Đặc biệt, trong điều kiện biến động rất phức tạp của lạm phát và mức giá ở VN hiện nay, cách tiếp cận mới này sẽ giúp nhiều hơn và đơn giản hóa trong phân tích và tiên đoán tác động của các chính sách điều chỉnh vĩ mô liên quan đến lạm phát, cung tiền, và chính sách tỷ giá hối đoái [3] ảnh hưởng như thế nào đến sản lượng. Ngoài ra, về phương diện học thuật, Mô hình IS-MP sẽ đơn giản hóa và thực tế hóa các mối quan hệ này khi nghiên cứu và học tập môn kinh tế vĩ mô vốn đã rất trừu tượng. ■

Chú thích

[1] Mô hình IS-LM được J.Hicks xây dựng trên nguyên lý kinh tế học Keynesian.

[2] Nhiều tranh luận giữa các nhà kinh tế Keynesian và các nhà kinh tế theo trường phái tiền tệ xoay quanh giá trị của nhiều đại lượng (bao gồm độ dốc) của hai đường này.

[3] Trong trường hợp cần xem xét tác động của tỷ giá hối đoái, phân tích cần mở rộng theo các giả định của nền kinh tế mở.

Tài liệu tham khảo

David Romer. 2000. Keynesian Macroeconomics without the LM Curve. Working paper 7461. <http://www.nber.org/papers/w7461>

Steven Pressman. 1999. Fifty Major Economists. Routledge. London. (Bản dịch của Đặng Tài An Trang, Nguyễn Xuân Nam, và Trần Minh Tuấn, 2003, 50 nhà kinh tế tiêu biểu. NXB Lao động).