

VỀ CẤU TRÚC TÀI CHÍNH SAU KHỦNG HOẢNG TOÀN CẦU (nhìn nhận lại vai trò của ngân hàng trung ương)

ESWAR PRASAD^(*). **Rethinking financial structure after the Fall.** *Finance & Development*, 2010, June, p.22-25.

LÊ TÙNG
dịch

Khi nền kinh tế thế giới còn đang chiêm nghiệm những bài học của cuộc khủng hoảng toàn cầu vừa tạm lắng thì một cuộc tranh luận gay gắt xung quanh những quan niệm về hoạt động (vốn lâu nay được xem là ổn định) của ngân hàng trung ương đã nổ ra. Một lần nữa, vai trò và nhiệm vụ thích hợp của các ngân hàng trung ương lại trở thành đối tượng khảo sát trên khắp thế giới.

Toàn cầu hóa khiến cho các nền kinh tế tiên tiến lẫn các nền kinh tế mới nổi trở nên dễ tổn thương hơn trước những cú sốc từ bên ngoài, bởi lẽ tính mở ngày càng tăng của các nền kinh tế này trước những luồng tài chính và thương mại đã tạo ra những kênh rộng hơn cho sự lan tràn các cú sốc xuyên biên giới. Những lực lượng này cũng làm tăng thêm gánh nặng lên chính sách tiền tệ. Giờ đây, bất kỳ một ngân hàng trung ương nào cũng thấy khó khăn hơn nhiều khi sử dụng những công cụ như thay đổi lãi suất để đạt được những mục tiêu trong nước; khi tiền vốn được rải khắp toàn cầu, nó có thể tạo ra nhiều

khó khăn trong việc quản lý chính sách tiền tệ, đặc biệt ở những nền kinh tế có hệ thống tài chính yếu kém. Tuy vậy, chính sách tiền tệ đang ngày càng trở nên quan trọng như là phòng tuyến hàng đầu chống lại những cú sốc từ bên ngoài và những suy sụp từ bên trong hệ thống tài chính, bởi vì nó có thể linh hoạt hơn nhiều so với các công cụ chính sách kinh tế vĩ mô khác.

Điều này tạo ra một cuộc tranh luận khá hấp dẫn: đâu là khung chuẩn cho chính sách tiền tệ, những mục tiêu của ngân hàng trung ương nên giới hạn trong phạm vi nào và đâu là mức độ độc lập tối ưu của ngân hàng trung ương. Trong lúc sự sáng tỏ về những khung tiền tệ tối ưu chưa được làm rõ, đã xuất hiện một hệ quả đáng lưu ý của cuộc khủng hoảng là sự thống nhất trong bản chất của các cuộc tranh luận về hoạt động của ngân hàng trung ương trong những nền kinh tế đang ở vào

^(*) GS. Đại học Cornell.

những giai đoạn phát triển về thể chế và kinh tế khác nhau.

Các ngân hàng trung ương của các nền kinh tế mới nổi bị xem là lạc hậu so với các ngân hàng trung ương ở các nền kinh tế phát triển – xét về tính nghiêm ngặt của những khung chính sách đang vận hành và cả tính phức tạp cũng như tính minh bạch của chúng. Song, các ngân hàng trung ương ở các nền kinh tế mới nổi đã bước ra khỏi khủng hoảng với diện mạo khá hơn nhiều so với các ngân hàng trung ương của các nền kinh tế tiên tiến. Các thị trường tài chính ít phức tạp hơn cộng với sự thận trọng nhiều hơn trong chính sách điều tiết của nhà nước đã chứng tỏ là một lợi thế. Do đó, một số quan điểm thú vị được đưa vào các cuộc tranh luận về chính sách tiền tệ phù hợp và các chính sách có điều tiết khác đối với các thị trường mới nổi. Trước hết, rất đáng xem xét một số nguyên tắc tổng quát liên quan đến tất cả các mô hình kinh tế trên thế giới.

Định hướng lạm phát chỉ tiêu

Trong hai thập niên vừa qua, lạm phát chỉ tiêu (inflation targeting) – dưới hình thức ngầm hoặc công khai – đã trở thành khung chính sách tiền tệ mà hầu hết các nền kinh tế phát triển đều lựa chọn. Rất nhiều ngân hàng trung ương của các nền kinh tế mới nổi cũng theo đuổi khung chính sách này, trong đó họ ưu tiên duy trì lạm phát ở mức mục tiêu hoặc trong phạm vi một biên độ xác định. Nhiều quốc gia khác cũng đang hướng đến hệ thống đó. Lạm phát chỉ tiêu đã phát huy hiệu quả tốt trong việc bình ổn giá và giữ vững mức lạm phát mong muốn – những vấn đề này đã chứng tỏ là có giá trị trong các nền kinh tế mới nổi, ở đó tỷ lệ lạm phát cao đặc biệt gây hại bởi lẽ nó tác động rất tiêu cực đến đời sống của các tầng lớp dân nghèo.

Tuy nhiên, lạm phát chỉ tiêu đã trở thành chủ đề bị tấn công dữ dội sau khi khủng hoảng tài chính toàn cầu nổ ra. Thống đốc các ngân hàng trung ương của các nền kinh tế phát triển cũng đang bị chê trách vì quá tập trung vào việc bình ổn giá mà phớt lờ các bong bóng trên thị trường bất động sản và không thể ngăn chặn cuộc khủng hoảng tồi tệ nhất xảy ra.

Trong khi đó, mặc dù nhiều nền kinh tế mới nổi đã vượt qua khủng hoảng một cách tương đối an toàn, nhưng các ngân hàng trung ương của những nước này (từng đặt ra mức lạm phát chỉ tiêu) cũng phải đối mặt với sức ép phải từ bỏ khung chính sách tiền tệ. Các nhà chỉ trích lập luận rằng lạm phát chỉ tiêu có thể phá hủy các nền kinh tế này nếu nó đồng nghĩa với việc phớt lờ những dao động mạnh về tỷ giá hối đoái và những chu trình bùng nổ rồi tan vỡ (boom-bust) trên thị trường chứng khoán và nhà ở.

Quả thực, một luận điểm có ảnh hưởng sâu rộng hơn được thống đốc các ngân hàng trung ương của các nền kinh tế mới nổi đưa ra là mức lạm phát thấp vừa không cần thiết, vừa không đủ cho sự ổn định tài chính. Những căng thẳng trên thị trường tài chính của nhiều nền kinh tế phát triển trong thời kỳ lạm phát thấp và thời kỳ có các lực lượng tăng trưởng ổn định là những bằng chứng khiến người ta phải xem xét quan điểm này một cách nghiêm túc.

Bong bóng trên thị trường bất động sản

Những bong bóng trên thị trường nhà ở và thị trường chứng khoán có thể gây ra tác động hủy diệt đối với thị trường tài chính cũng như nền kinh tế khi chúng đột ngột nổ ra. Thực tế này dường như góp phần hợp pháp hóa luận

điểm cho rằng các ngân hàng trung ương không thể phớt lờ những bong bóng về giá cả và rằng một khung chính sách chặt chẽ buộc các ngân hàng trung ương trong việc không được “đánh đòn phủ đầu” trước các đợt bong bóng tài sản sẽ không tránh khỏi nguy cơ thất bại. Nhưng vẫn tồn tại một vấn đề nan giải – đó là rất khó nhận diện những đợt bong bóng như vậy trong khoảng thời gian xác thực và chưa thể biết rõ rằng chính sách tiền tệ có phải là công cụ đúng đắn để phá vỡ những đợt bong bóng này trước khi nó lan rộng hay không.

Theo quan điểm thuần túy về chính sách tiền tệ, chừng nào thống đốc các ngân hàng trung ương có trong tay mô hình kinh tế vĩ mô đúng đắn để điều tiết lạm phát thì chừng đó các đợt bong bóng tài chính nên được hợp nhất vào khung định hướng mức lạm phát chỉ tiêu. Sự bùng nổ trên thị trường tài chính làm gia tăng của cải của các hộ gia đình và các hãng kinh doanh, đồng thời khiến cho các đối tượng này trở nên giàu có hơn và chi tiêu mạnh tay hơn. Điều đó được thể hiện ở mức tổng cầu ngày càng tăng, làm gia tăng mức lạm phát và đến lượt nó, lạm phát tăng lên sẽ kích thích phản ứng chính sách từ phía nhà nước. Nói cách khác, các ngân hàng trung ương tự động né tránh vấn đề bong bóng tài sản bằng cách thực thi những hành động liên quan đến chính sách tiền tệ nhằm chống lại tác động giảm phát của nó. Tuy vậy, cho dù các ngân hàng trung ương có được mô hình đúng đắn, giá tài sản có thể bùng nổ nhanh chóng và gây ra sự đổ vỡ có tính chất hủy diệt trước khi những hệ lụy về tổng cầu trở nên rõ ràng.

Một quan điểm thỏa hiệp được đưa ra là, các đợt bong bóng được tiếp sức bởi chính sách tiền tệ lỏng lẻo - có lẽ một

ví dụ sinh động là bong bóng thị trường nhà đất ở Mỹ - phải chịu sự điều chỉnh của chính sách tiền tệ, trong khi những vấn đề khác như sự bùng nổ giá cổ phiếu trong lĩnh vực công nghệ đầu những năm 2000 lại cần được giải quyết bằng việc sử dụng những chính sách điều tiết hoặc cho phép vận hành theo lộ trình. Cách tiếp cận này phải đối mặt với một loạt những vấn đề của riêng nó, do khó khăn trong việc xác định và né tránh những đợt bong bóng tài chính, không tính đến việc phán đoán những nguyên nhân của chúng. Ngay đến bây giờ, người ta vẫn còn tranh cãi xung quanh vấn đề liệu nguyên nhân cơ bản của sự bùng nổ trên thị trường nhà đất và bong bóng nhà đất vỡ tung ngay sau đó tại Mỹ là do chính sách tiền tệ lỏng lẻo hay do sự điều tiết yếu kém.

Bất kể cuộc tranh luận này được giải quyết như thế nào thì sau khi khủng hoảng kết thúc, các ngân hàng trung ương sẽ rất khó phớt lờ giá tài sản, cho dù họ không hướng chúng vào những mục tiêu theo bất kỳ cách thức hợp lệ nào. Trên thực tế, nhiệm vụ ổn định tài chính công khai sẽ đòi hỏi các ngân hàng trung ương phải tìm cách quản lý giá cả các loại tài sản. Xét cho cùng, trong cuộc khủng hoảng gần đây, việc giá nhà ở tại Mỹ sụt giảm rất cuộc đã khiến toàn bộ hệ thống tài chính suy sụp. Một số thống đốc ngân hàng trung ương thậm chí còn cho rằng việc duy trì sự ổn định tài chính có mối liên hệ gần gũi với các mục tiêu tiêu chuẩn của chính sách tiền tệ đến mức không thể tách biệt hai chức năng này một cách riêng rẽ.

Cách tiếp cận này theo “sườn chức năng nhiệm vụ” của các ngân hàng trung ương có thể tạo ra nhiều rắc rối, phức tạp. Hãy xem xét định nghĩa về

việc sử dụng các công cụ điều tiết để quản lý các đợt bong bóng tài sản và bảo đảm sự ổn định tài chính, đồng thời sử dụng chính sách lãi suất để kìm hãm lạm phát. Điều này có thể tạo ra sự căng thẳng khi mà sức mạnh tài chính của các thiết chế tài chính thuộc thẩm quyền quản lý của ngân hàng trung ương có thể bị ảnh hưởng bởi chính sách lãi suất. Ví dụ, lãi suất theo chính sách ở mức thấp là tốt cho lợi nhuận của ngân hàng bởi lẽ nó giúp ngân hàng tiếp cận với khoản tiền cho vay giá rẻ, nhưng đồng thời nó cũng gây ra sự tăng vọt về mức lạm phát kỳ vọng và tiếp sức cho những đợt bong bóng về giá cả có thể nổ ra.

Ngoài ra, còn tồn tại rủi ro lớn hơn đối với khía cạnh “sườn chức năng nhiệm vụ” riêng biệt này. Mặc dù sẽ rất hấp dẫn khi gộp giá tài sản vào khung chính sách tiền tệ, nhưng sẽ là nguy hiểm khi yêu cầu các ngân hàng trung ương quản lý những hệ quả trên thị trường tài chính mà không có những tiêu chí rõ ràng và không biết được việc thực thi chính sách tiền tệ có ảnh hưởng đến giá tài sản ra sao. Đây là những vấn đề chưa được làm rõ, nhưng thực tiễn hoạt động của ngân hàng trung ương rõ ràng không thể chỉ dựa vào một giải pháp mang tính lý thuyết thuần túy.

Các mục tiêu và công cụ

Vào giữa thời điểm nổ ra khủng hoảng, chính sách tiền tệ phải mang tính thực tế và sử dụng tất cả các công cụ sẵn có. Quả thực, những hành động can thiệp đến khả năng thanh toán bằng tiền mặt trên diện rộng và mang tính quyết định do các ngân hàng trung ương trên khắp thế giới thực hiện đã đóng vai trò quan trọng trong việc giữ cho các hệ thống tài chính không bị tan vỡ trong thời kỳ khủng hoảng gần đây. Điều này vẫn đặt ra câu hỏi còn bỏ ngỏ

về việc xác định đâu là khung chính sách tiền tệ đúng đắn trong những thời kỳ ổn định hơn. Khung chính sách nào sẽ góp phần vào sự ổn định tài chính và ổn định kinh tế vĩ mô, làm giảm những dao động của chu kỳ kinh doanh và tạo cơ hội cho chính sách tiền tệ phản ứng tích cực để đối phó với những cú sốc từ bên ngoài?

Quan điểm chung (dựa trên nghiên cứu học thuật và kinh nghiệm thực tiễn) lại cho rằng, chính sách tiền tệ bao hàm trong nó một công cụ đơn lẻ hiệu quả - thường là lãi suất chính sách - và rằng công cụ này có thể được sử dụng tối đa vào việc đạt tới một mục tiêu, chẳng hạn như mức lạm phát thấp và ổn định. Ngoài ra, còn có một quan điểm khác dung hòa hơn, theo đó hầu hết các ngân hàng trung ương đều có hai công cụ trên thực tế - một là công cụ chính sách tiền tệ và hai là thẩm quyền điều tiết. Chính sách tiền tệ cần được sử dụng để quản lý lạm phát, trong khi đó thẩm quyền điều tiết giúp ngăn chặn sự xuất hiện những mất cân đối trong hệ thống tài chính. Song, những mục tiêu hạn chế này vẫn tạo ra những căng thẳng nhất định. Chẳng hạn, như đã nói trên, những gì được xem là tốt cho hệ thống tài chính trong thời kỳ phải chịu nhiều áp lực - lãi suất thấp và tính thanh khoản hơn mức cần thiết - có thể không phải lúc nào cũng tốt đối với việc quản lý những hệ quả của lạm phát.

Những căng thẳng như vậy nổi lên rất rõ ở các thị trường mới nổi, nơi mà theo truyền thống, các ngân hàng trung ương phải chịu trách nhiệm về một loạt mục tiêu kinh tế - xã hội cũng như giá cả và sự ổn định tài chính. Ví dụ, người ta thường hay “mong ước” rằng một chính sách tiền tệ minh bạch và ổn định, tập trung chủ yếu vào một mục

tiêu nào đó, sẽ phát huy vai trò cao nhất khi xét về dài hạn, nhưng nhiều khi mong ước này đi ngược lại thực tế khắc nghiệt, khi mà sự tăng vọt về các dòng vốn và kéo theo đó là việc ấn định tỷ giá hối đoái có thể gây ra những hậu quả nguy hại kéo dài đối với tỷ phần đóng góp của thị trường xuất khẩu và làm tổn thương đến tính hợp pháp của ngân hàng trung ương. Hệ quả là, những mục tiêu phụ thuộc như quản lý tỷ giá hối đoái cũng làm phức tạp thêm việc điều hành chính sách tiền tệ trong các nền kinh tế này. Những công cụ (như các biện pháp kiểm soát vốn) đã hạn chế tính hiệu quả và tạo ra nhiều vấn đề cho riêng chúng.

Theo một quan điểm khác, trong các thị trường mới nổi, các ngân hàng trung ương rất cuộc phải chịu trách nhiệm đối với phần lớn những mục tiêu đề ra. Một lựa chọn trong tình huống này là theo đuổi tất cả những mục tiêu đó, chấp nhận mọi rủi ro có thể xảy ra, bởi lẽ người ta sẽ đổ lỗi cho sự lựa chọn thay thế trong bất kỳ trường hợp nào nếu có gì đó không suôn sẻ đối với một trong những mục tiêu nói trên. Mặt khác, cũng có thể lập luận rằng việc đối mặt với quá nhiều mục tiêu sẽ khiến cho vai trò của ngân hàng trung ương trở nên then chốt và thiết yếu hơn trong việc đặt ra và liên kết một số ít mục tiêu mà họ hy vọng sẽ phát huy hiệu quả.

Nếu một ngân hàng trung ương phải đảm đương quá nhiều nhiệm vụ, nó có thể tạo ra những kỳ vọng phi thực tế về những gì nó có thể hoặc không thể thực hiện được bằng những công cụ sẵn có theo ý muốn riêng. Quả thực, người ta thường có xu hướng gán quyền năng tuyệt đối cho chính sách tiền tệ, một sự gán ghép mà thống đốc các ngân hàng trung ương cho rằng mặc nhiên thuộc về

họ. Nhưng gánh nặng này có thể quá sức chịu đựng và rốt cuộc có khả năng chuyển thành thất bại, đặc biệt trong các nền kinh tế có cấu trúc thể chế yếu, năng lực điều tiết của nhà nước hạn chế và thâm hụt tài chính cũng như nợ công ở mức cao. Ngay cả khi không có những ràng buộc này, bản thân chính sách tiền tệ cũng không thể ảnh hưởng tới tiềm năng tăng trưởng dài hạn của nền kinh tế hoặc làm thay đổi tỷ lệ thất nghiệp trong một giai đoạn mở rộng.

Theo quan điểm hạn chế hơn, chính sách tiền tệ có thể đóng góp nhiều nhất vào sự ổn định tài chính và kinh tế vĩ mô bằng cách duy trì lạm phát ở mức thấp và ổn định. Khung chính sách này, nếu vận hành tốt, sẽ định rõ những giới hạn của chính sách tiền tệ và tạo ra một tiêu chuẩn rõ ràng cho trách nhiệm giải trình. Những bất đồng giữa các quan điểm khác biệt nói trên sẽ là nội dung của cuộc tranh luận về tính độc lập của ngân hàng trung ương.

Sự độc lập có ý nghĩa không?

Sự độc lập của ngân hàng trung ương đang bị chỉ trích trên toàn thế giới. Tại Mỹ, Quốc hội đe dọa sẽ giám sát Cục Dự trữ liên bang (FED) chặt chẽ hơn cho dù trao cho cơ quan này thẩm quyền rộng hơn trong việc quản lý các thiết chế tài chính quan trọng trong hệ thống. Tại các nước khác, cuộc khủng hoảng bị lợi dụng làm vỏ bọc cho các chính trị gia muốn thống trị các ngân hàng trung ương. Ở Argentina, Tổng thống đã sa thải Thống đốc ngân hàng trung ương vì không đồng ý sử dụng nguồn dự trữ ngoại hối để thanh toán một phần nghĩa vụ nợ của nước này.

Những động thái này đang diễn ra đối lập với quan niệm phổ biến cho rằng sự độc lập của ngân hàng trung ương là một giá trị thuần khiết, bởi lẽ nó cho

phép ngân hàng tập trung vào những gì thuộc sở trường của nó, không chịu sự ràng buộc về chính trị hoặc những ràng buộc khác, đồng thời góp phần tạo ra độ tin nhiệm cho ngân hàng trung ương trong việc quản lý những kỳ vọng về lạm phát. Sự tin nhiệm này sẽ có ích trong những thời điểm cam go, bởi vì nó tạo cơ hội cho ngân hàng trung ương triển khai những biện pháp bất thường mà vẫn kiểm soát được mức lạm phát dự kiến. Một ví dụ là những dự kiến về mức lạm phát tương đối khiêm tốn ở Mỹ, bất kể tổng lượng tiền mặt rất lớn mà FED bơm vào trong giai đoạn 2008-2009 và mức nợ công ngày càng tăng nhanh. Ít ra các thị trường dường như cũng tin rằng FED sẽ không thả nổi lạm phát.

Tuy nhiên, khái niệm về sự độc lập của ngân hàng trung ương là khá phức tạp. Theo định nghĩa thông thường, một ngân hàng trung ương độc lập theo đuổi một mục tiêu hạn hẹp nhưng rõ ràng (như duy trì lạm phát ở mức thấp và ổn định) có nhiều cơ hội nhất để hoạt động hiệu quả và minh bạch, giúp nó ít phải chịu sự can thiệp chính trị. Ngay cả những ngân hàng trung ương có một mục tiêu đơn lẻ và rõ ràng dưới hình thức chỉ tiêu lạm phát cũng chỉ có sự độc lập trong hoạt động để đạt tới mục tiêu đó. Chính phủ quy định bản thân mục tiêu và những hệ quả có thể xảy ra khi không đạt được mục tiêu. Trên thực tế, nếu chính phủ không tham gia vào việc đề ra mục tiêu thì mục tiêu đó sẽ thiếu đi tính hợp pháp trên quy mô lớn hơn.

Thậm chí cũng khó có thể thực hiện một mục tiêu hạn hẹp như vậy nếu chính phủ thực thi một chính sách tài khóa “phóng túng”, gây ra những khoản thâm hụt ngân sách rất lớn. Hơn nữa, nếu các ngân hàng trung ương chịu trách nhiệm về sự ổn định của thị

trường tài chính và tránh xảy ra các đợt bong bóng về giá thì họ phải được trao nhiều công cụ hơn ngoài công cụ lãi suất theo chính sách (hoặc, trong một số trường hợp, là yêu cầu bắt buộc về dự trữ). Tuy nhiên, vẫn tồn tại mâu thuẫn sâu sắc giữa các ngân hàng trung ương có vô số mục tiêu – cho dù họ có trong tay rất nhiều công cụ quản lý – và sự độc lập trong hoạt động mà các ngân hàng này cần có để đạt được chỉ tiêu lạm phát. Những mục tiêu rộng rãi hơn luôn đồng nghĩa với sự can thiệp chính trị nhiều hơn và mức độ tin nhiệm giảm đi trong việc duy trì mức lạm phát thấp.

Những rắc rối nói trên thể hiện rất rõ trong các thị trường mới nổi. Trong nhiều nền kinh tế thuộc nhóm này, các ngân hàng trung ương nằm trong số những thiết chế công đáng tin cậy và được quản lý tốt nhất, khiến nhà nước có xu hướng giao thêm nhiều trách nhiệm cho ngân hàng. Nhưng việc gánh vác nhiều trách nhiệm hơn có thể khiến cho các ngân hàng trung ương hoạt động kém hiệu quả hơn trong việc quản lý lạm phát – một việc làm mà họ đã chứng tỏ năng lực khá tốt của mình.

Vấn đề hóc búa thực sự nằm ở chỗ chỉ một số ít mục tiêu cũng có thể khiến cho tính độc lập của ngân hàng trung ương bị đe dọa nếu người ta thấy rằng dường như ngân hàng trung ương không quan tâm đến các mục tiêu khác như tăng trưởng và việc làm. Thống đốc các ngân hàng trung ương ở một số nền kinh tế mới nổi thẳng thắn khẳng định rằng sự độc lập ít ỏi mà họ có được cũng có nguy cơ chấm hết nếu như ngân hàng trung ương không liên quan gì đến việc ấn định nhanh chóng tỷ giá hối đoái, gây tổn thương cho các nhà xuất khẩu hoặc đến các đợt bong bóng tài sản có thể gây tổn hại lớn khi nổ ra.

Theo cách phản biện cổ điển, ngân hàng trung ương có đóng góp nhiều nhất vào sự tăng trưởng ở mức cao và sự ổn định tài chính bằng cách tạo ra một môi trường kinh tế vĩ mô ổn định thông qua sự bình ổn giá. Căn cứ vào diễn biến trong cuộc khủng hoảng gần đây, có thể thấy rằng luận điểm này đang đi đến chỗ giáo điều và gần như không thể trụ vững được. Trên thực tế, đây là một lĩnh vực mà ở đó dường như ngày càng có sự tách biệt giữa lý thuyết về hoạt động của ngân hàng trung ương và thực tiễn hoạt động của nó.

Nhiều lựa chọn thay thế

Bất kể ưu điểm ngày càng lớn của việc đặt chỉ tiêu lạm phát, vẫn có rất nhiều sự lựa chọn thay thế khác trong thực tiễn hoạt động của ngân hàng trung ương. Ở một thái cực, các ngân hàng trung ương có đặt chỉ tiêu lạm phát chính thức như ở Canada, New Zealand và Thailand. FED có nhiệm vụ kép trong việc thúc đẩy tăng trưởng và sự bình ổn giá, nhưng lại thường được xem là coi mục tiêu lạm phát như một ưu tiên hàng đầu. Ở một thái cực khác là Ngân hàng Dự trữ Ấn Độ mà Thống đốc Duvvuri Subbarao đã công khai quảng bá nó như một ngân hàng trung ương có đầy đủ mọi dịch vụ với vô số mục tiêu – trong đó mức lạm phát thấp và ổn định không hẳn là ưu tiên số một. Nhiều ngân hàng trung ương, trong đó có Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc, hiện nay đều đặt ra mục tiêu về tỷ giá hối đoái dưới một hình thức này hay khác, tức là nhập khẩu một cách hiệu quả chính sách tiền tệ từ nước ngoài.

Những mô hình lý thuyết này có phạm vi hạn hẹp hơn nhiều. Ví dụ, những mô hình về khung chỉ tiêu lạm phát chủ yếu tập trung vào việc đặt chỉ tiêu chặt chẽ hoặc một hình thức linh

hoạt mà ngân hàng trung ương theo đuổi khi quan tâm đến sự thiếu hụt về doanh thu – một thước đo mức độ mềm dẻo trong một nền kinh tế. Ít có những nghiên cứu làm sáng tỏ mối quan hệ giữa sự bình ổn giá và sự ổn định tài chính hoặc chỉ ra phương thức làm thế nào có thể hợp nhất giá tài sản vào một khung tiền tệ rộng hơn.

Ngay cả trong bối cảnh hạn hẹp, nghiên cứu học thuật cũng chỉ mới bắt đầu đối phó với những thách thức riêng biệt đang đặt ra trước những thị trường mới nổi. Chẳng hạn như vấn đề một ngân hàng trung ương theo chính sách đặt chỉ tiêu lạm phát trong những nền kinh tế có thu nhập thấp hoặc trung bình cần hướng đến chỉ số giá cả nào. Ở những nền kinh tế này, chi tiêu cho lương thực thực phẩm chiếm gần một nửa tổng mức chi tiêu của các hộ gia đình và một phần lớn dân số đang sống trong một nền kinh tế tiền mặt với khả năng tiếp cận hạn chế đối với hệ thống tài chính chính quy. Các ngân hàng trung ương trong những nền kinh tế này khó có thể đặt chỉ tiêu cho mức lạm phát cơ bản, trong đó loại trừ một số mặt hàng có giá cả không ổn định như lương thực, thực phẩm và năng lượng – cho dù những mô hình lý thuyết cổ điển cho rằng lạm phát cơ bản là mục tiêu phù hợp. Những câu hỏi rộng hơn về mức lạm phát hợp lý (như có nên đặt chỉ tiêu lạm phát trong các nền kinh tế mới nổi hoặc có cần đánh đổi giữa mức lạm phát cao hơn và tỷ giá hối đoái mạnh hơn hay không) cũng chưa được giải đáp thỏa đáng.

Kết quả rõ ràng là, ngay cả khi các nhà nghiên cứu (trong đó có tác giả bài viết này) kêu gọi phải có những khung chính sách tiền tệ vững mạnh hơn, dựa trên cơ sở phân tích vững chắc hơn, họ

vẫn chưa đưa ra được những khung chính sách theo hướng giải quyết những thách thức phức tạp trên thực tế mà thống đốc ngân hàng trung ương của các nền kinh tế mới nổi đang phải đối mặt.

Giữ cho mọi thứ ổn định

Thống đốc các ngân hàng trung ương đã chứng tỏ năng lực của mình trong việc ứng phó hiệu quả với các cuộc khủng hoảng. Tuy nhiên, vấn đề cốt lõi không phải là phản ứng trước khủng hoảng, mà trước hết là khung chính sách nào sẽ làm giảm khả năng nổ ra khủng hoảng. Ở đây, câu trả lời chưa thực sự rõ ràng. Một điều thú vị là, thực ra, mỗi nền kinh tế từng theo thể chế đặt chỉ tiêu lạm phát (dù ngầm định hay công khai) trước khủng hoảng đều ít nhiều cho thấy ý định gắn bó với khung chính sách đó, có lẽ bởi vì nó đã phát huy hiệu quả trong việc bình ổn giá.

Nhiều câu hỏi khác được đặt ra vẫn xoay quanh chủ đề làm thế nào việc đặt chỉ tiêu lạm phát có thể thích nghi với thế giới hậu khủng hoảng. Mặc dù vậy, một vấn đề căn bản hơn là liệu cách tiếp cận này có đưa ra khung chính sách chuẩn, có khả năng thích nghi với tình hình riêng của các nước hay không.

Phải chăng việc đặt chỉ tiêu lạm phát là một khung chính sách giúp các ngân hàng trung ương làm những gì họ

có thể làm một cách hiệu quả và đặt ra những kỳ vọng hiện thực về kết quả của chính sách tiền tệ? Hay đó là sự trói buộc khiến các ngân hàng trung ương phớt lờ những diễn biến trên thị trường tài chính và trong nền kinh tế vĩ mô, mà rốt cuộc có thể gây ra những rủi ro lớn?

Chủ nghĩa thực dụng là một quy tắc hoạt động tuyệt vời trong những thời điểm tuyệt vọng, nhưng lại không đưa ra một khung chính sách tạo sự ổn định trong những thời điểm bình thường. Hoạt động mà không có khung chính sách sẽ mang lại sự linh hoạt và khả năng thích nghi, nhưng phải trả giá bằng việc làm suy yếu “mỏ neo an toàn” cho những kỳ vọng về lạm phát. Nó cũng gây rủi ro khi làm hạn chế năng lực của các ngân hàng trung ương trong việc tạo dựng niềm tin – một điều có thể hữu ích trong những thời điểm xảy ra sức ép về tài chính và kinh tế vĩ mô.

Việc đặt chỉ tiêu lạm phát dường như vẫn là khung chính sách vững chắc nhất và việc quy kết nó cho những thất bại trong hoạt động quản lý, điều tiết thị trường (từng gây ra sự sụp đổ tài chính gần đây) có thể dẫn đến những hệ quả nực cười. Dung hòa những quan điểm này sẽ không phải là việc dễ dàng. Đó cũng đang là mối trăn trở của thống đốc các ngân hàng trung ương cũng như giới học thuật trên thế giới hiện nay.