

Gống như nhiều ngân hàng trung ương (NHTW) các quốc gia phát triển theo đuổi lạm phát mục tiêu, Ngân hàng Trung ương Nhật (BOJ) cũng sử dụng nguyên tắc Taylor trong điều hành chính sách tiền tệ (CSTT) một cách không chính thức. Điều này được hiểu là dù chưa lần nào BOJ đưa ra công bố về việc chính thức áp dụng quy tắc Taylor như là chỉ số tham khảo trong điều hành CSTT, nhưng dưới góc độ các nhà kinh tế, nguyên tắc này được chứng minh là phù hợp với thực tế điều hành ở Nhật Bản trong một số giai đoạn nhất định. Trên cơ sở đó, bài viết tập trung tìm hiểu về thực tế áp dụng nguyên tắc Taylor tại Nhật Bản trên góc nhìn của các nhà nghiên cứu và từ đó rút ra những bài học về điều kiện cũng như phương thức áp dụng nguyên tắc Taylor cho Việt Nam.

1. Đặc điểm về khung CSTT

Nhật Bản là một trong những nền kinh tế lớn, là quốc gia có hệ thống tài chính phát triển cao và hội nhập sâu vào thị trường tài chính thế giới. Chính vì vậy, việc kiểm định tính hiệu quả của nguyên tắc Taylor trong điều hành CSTT của Nhật Bản cũng là một trong những vấn đề trọng tâm. Trước khi đi vào đánh giá tính hiệu quả của nguyên tắc Taylor, tác giả xin trình bày tóm

* Học viện Ngân hàng



ÁP DỤNG NGUYÊN TẮC TAYLOR TẠI NHẬT BẢN VÀ BÀI HỌC KINH NGHIỆM CHO VIỆT NAM

ThS. Vũ Hải Yến *

lược về khung điều hành CSTT của NHTW Nhật Bản.

Hệ thống mục tiêu cuối cùng

Ổn định giá cả và hệ thống tài chính là hai mục tiêu cuối cùng trong điều hành CSTT của NHTW Nhật Bản. Hai mục tiêu này được quy định rõ trong Luật NHTW của Nhật Bản, cụ thể: "mục tiêu của CSTT là ổn định giá cả, góp phần cho sự phát triển bền vững của quốc gia, đồng thời duy trì ổn định hệ thống tài chính". Đối với NHTW Nhật Bản, ổn định giá cả được coi là mục tiêu ưu tiên số một vì đây là nền tảng cơ sở cho tất cả các

hoạt động kinh tế của quốc gia. Trên cơ sở đó, NHTW đưa ra mục tiêu ổn định giá cả là 2%, dựa trên chỉ số giá CPI bình quân hàng năm, và mục tiêu này được NHTW Nhật thông qua từ tháng 1 năm 2013 và cam kết sẽ đạt được trong trong thời gian sớm nhất có thể. Như vậy, có thể thấy rằng định hướng trước mắt của BOJ là thực hiện CSTT nới lỏng để đưa quốc gia thoát khỏi tình trạng giảm phát kéo dài đã và đang ảnh hưởng tiêu cực đến nền kinh tế Nhật Bản, đưa lạm*phát về mức dương và sau đó tiến tới mức mục tiêu 2%.

Đối với mục tiêu trung gian, NHTW Nhật Bản lựa chọn mục tiêu về giá, trong đó, lãi suất là đối tượng điều chỉnh và kiểm soát của CSTT.

Trong điều kiện thông thường, lãi suất liên ngân hàng (lãi suất cho vay qua đêm không đảm bảo) được lựa chọn là mục tiêu hoạt động của BOJ và mức lãi suất mục tiêu này sẽ được quyết định bởi Ủy ban chính sách trong hội nghị CSTT. Tuy nhiên, từ tháng 3/2001, BOJ đã áp dụng một mục tiêu mới là số dư tài khoản tiền gửi của tổ chức tài chính tại BOJ thay cho lãi suất liên ngân hàng. Về cơ bản, số dư tài khoản tiền gửi này là một phần lượng tiền dự trữ của hệ thống ngân hàng, tuy nhiên, số dư này chỉ tính đến lượng tiền của hệ thống tổ chức tài chính gửi tại BOJ với mục tiêu thực hiện các nghiệp vụ trên thị trường tiền tệ, không nhằm mục tiêu đáp ứng yêu cầu dự trữ bắt buộc. Mục tiêu cụ thể về số dư tài khoản tiền gửi này sẽ được công bố rộng rãi cho công chúng ngay khi kết thúc mỗi cuộc họp của Ủy ban chính sách

Công cụ CSTT

Các công cụ gián tiếp như tỷ lệ dự trữ bắt buộc, lãi suất chiết khấu và nghiệp vụ thị trường mở đều được NHTW Nhật Bản sử dụng, nhưng trong đó, nghiệp vụ thị trường mở là công cụ được sử dụng chủ yếu nhất.

Nghiệp vụ thị trường mở của BOJ được chia thành hai nghiệp vụ chính: nghiệp vụ cung ứng vốn và hấp thụ vốn. Để thực hiện cung ứng vốn thanh khoản, một số công cụ thị trường được sử dụng như mua tín phiếu ngắn hạn của Chính phủ dưới dạng hợp đồng mua lại, vay chứng khoán có đảm bảo bằng tiền mặt (hợp đồng mua lại JGB - JGB repos) và mua giao ngay các

tín phiếu có đảm bảo được BOJ phát hành. Trong đó, hợp đồng mua lại các tín phiếu Chính phủ ngắn hạn là công cụ được sử dụng thường xuyên nhất. Thời hạn các giao dịch này cũng tương đối đa dạng, tuy nhiên, phổ biến nhất là thời hạn từ một tuần đến ba tháng, và trong một số trường hợp, thời hạn này có thể được kéo dài hơn sáu tháng. Để thực hiện hấp thụ vốn thanh khoản, BOJ sẽ thực hiện các giao dịch ngược lại.

Quy trình điều hành CSTT

Tại Nhật Bản, tất cả các CSTT đưa ra đều được quyết định bởi Ủy ban chính sách tại Hội nghị CSTT (Monetary Policy Meetings - MPMs). Tại đây, Ủy ban Chính sách sẽ thảo luận về các vấn đề kinh tế và tiền tệ để từ đó, đưa ra các hướng dẫn cho hoạt động thị trường mở và các CSTT của NHTW trong trung hạn, và thực hiện thông báo các quyết định này ngay lập tức sau khi cuộc họp kết thúc. Dựa vào những hướng dẫn, NHTW sẽ quyết định khối lượng giao dịch trong ngày trên thị trường mở và sau đó, lựa chọn công cụ để thực hiện cung ứng và hấp thụ vốn trên thị trường. Công cụ chủ yếu được BOJ sử dụng là nghiệp vụ thị trường mở.

Hội nghị CSTT được tổ chức một hoặc hai lần mỗi tháng, kéo dài từ một đến hai ngày. Tại Hội nghị, các thành viên trong Ủy ban chính sách (bao gồm Thống đốc, hai phó Thống đốc và sáu thành viên khác) sẽ thực hiện thảo luận các vấn đề và quyết sách được đưa ra trên cơ sở bỏ phiếu theo số đông.

Sự độc lập của NHTW và sự tin cậy với công chúng

Một trong những điểm nổi bật của NHTW Nhật Bản là có tính độc lập và độ tin cậy với công chúng. Kinh nghiệm từ các quốc gia thực hiện chính sách lạm phát mục tiêu,

yêu cầu đầu tiên đó là NHTW phải độc lập và cân bằng với Chính phủ và được trang bị đầy đủ các điều kiện cũng như công cụ để theo đuổi mục tiêu CSTT. Chính vì vậy, trong Luật của Nhật Bản cũng chỉ rõ, NHTW Nhật Bản có quyền tự do kiểm soát tiền tệ, và đương nhiên, CSTT của NHTW và những chính sách kinh tế của Chính phủ phải hỗ trợ lẫn nhau, điều đó có nghĩa là NHTW phải giữ quan hệ chặt chẽ với Chính phủ và việc trao đổi thông tin cũng như quan điểm phải được thực hiện thường xuyên và đầy đủ.

Ngoài ra, NHTW Nhật Bản có trách nhiệm trong việc công bố thông tin cho công chúng. Để đảm bảo việc minh bạch hóa các nội dung chính sách cũng như quá trình điều hành chính sách thông qua việc xuất bản các chính sách cũng như hướng dẫn thực hiện trên nghiệp vụ thị trường mở, cũng như quan điểm của NHTW về tình hình kinh tế tài chính sau mỗi cuộc họp. Bên cạnh đó, Chủ tịch Ủy ban là Thống đốc còn phải thực hiện các cuộc họp với báo chí để giải thích chi tiết về quyết định chính sách.

2. Áp dụng quy tắc Taylor tại Nhật Bản

Quy tắc Taylor được đề xuất bởi nhà kinh tế học John B. Taylor lần đầu năm 1993 và nhanh chóng được áp dụng rộng rãi và trở nên vô cùng quan trọng trong điều hành chính tiền tệ của NHTW. Nguyên tắc này chỉ ra mức lãi suất danh nghĩa tham khảo cho NHTW, đặc biệt là các quốc gia lựa chọn lãi suất làm mục tiêu hoạt động. Quy tắc Taylor gốc cho trường hợp Nhật Bản được thể hiện dưới dạng phương trình sau:

$$(1) R_t = 3 + 4p_t^e + 0.5(4p_t^e - 2) + 0.5(y_t - \bar{y}_t)$$

Trong đó, R_t là lãi suất cho vay qua đêm không đảm bảo, cũng là mục tiêu hoạt động của BOJ, Δp_t^a là tỷ lệ lạm phát bình quân (chỉ số giảm phát GDP) của năm trước, y_t là GDP thực và $\bar{y}_t$ là giá trị GDP tiềm năng.

Dù chưa lần nào BOJ đưa ra thông báo chính thức về việc có hay không áp dụng quy tắc Taylor như là chỉ số tham khảo trong điều hành CSTT, nhưng căn cứ vào ý nghĩa cũng như những giá trị về mặt định hướng, các nhà kinh tế học cũng rất quan tâm và thực hiện khá nhiều các nghiên cứu về tính hiệu quả của quy tắc này trong trường hợp Nhật Bản. Trong đó, có thể kể đến nghiên cứu của McCallum (2000) và Alan Ahearne và nhóm tác giả (2002); hai công trình này đã thực hiện phân tích CSTT của Nhật giai đoạn 1972 - 2000 với CSTT theo định hướng của quy tắc Taylor để từ đó đưa ra nhận định về hiệu quả áp dụng của quy tắc này.

- Bối cảnh kinh tế giai đoạn 1972 - 2000

Đây được coi là thời kỳ chuyển đổi khó khăn của nền kinh tế Nhật Bản, từ sau giai đoạn tăng trưởng nhanh chóng chuyển sang giai đoạn thoái trào. Đặc trưng của thời kỳ này là tốc độ tăng trưởng GDP của Nhật không ổn định và so với thời kỳ tăng trưởng thần kỳ trước đó, thì tốc độ tăng GDP thì chỉ bằng một nửa. Nguyên nhân nguyên chính là trong giai đoạn này, một loạt các cuộc khủng hoảng kinh tế đã xảy ra và gây ảnh hưởng lớn đến hoạt động của Nhật Bản. Trong vòng 18 năm, từ 1972 đến 2000, đã xảy ra ba cuộc khủng hoảng, lần lượt vào các năm 1973-1975, 1981-1982 và 1985-1986. Trong đó, hai cuộc khủng hoảng đầu tiên có nguyên nhân từ các cú sốc dầu lửa, còn cuộc khủng hoảng thứ ba xuất

phát từ việc đồng Yên lên giá sau Hiệp ước Plaza.

Giai đoạn 1972 đến 1982 là giai đoạn biến động thất thường của giá dầu thế giới. Sự tăng giá mạnh mẽ của mặt hàng này ảnh hưởng nghiêm trọng đến nền kinh tế Nhật Bản vốn là quốc gia gần như phụ thuộc hoàn toàn vào nguồn dầu lửa nhập khẩu. Kết quả của cuộc khủng hoảng 1973 - 1975 là đẩy nền kinh tế Nhật rơi vào tình trạng lạm phát đình đốn, lạm phát tăng cao trong khi tốc độ tăng GDP thực tế suy giảm mạnh do tất cả các ngành công nghiệp sử dụng năng lượng của Nhật Bản, các ngành sản xuất thế mạnh đều bị ảnh hưởng nặng nề. Nhờ những chương trình cải cách tích cực, chuyển dịch cơ cấu hợp lý của Chính phủ mà Nhật Bản đã dần khôi phục được nền kinh tế và tăng khả năng chống đỡ với cuộc khủng hoảng giá dầu lần thứ hai trong giai đoạn 1981 - 1982 nên chỉ chịu ảnh hưởng nhẹ hơn và vẫn duy trì được tốc độ tăng trưởng GDP thực tế tương đối cao so với các quốc gia công nghiệp khác.

Giai đoạn 1982 đến 1990 là giai đoạn nền kinh tế Nhật Bản rơi vào tình trạng "bong bóng tài sản" mà kết quả của nó là giá tài sản bao gồm bất động sản và các tài sản tăng cao khiến lạm phát cũng vì thế mà tăng nhanh, đồng Yên lên giá cao so với đô la Mỹ gây ảnh hưởng không tốt đến xuất khẩu. Nguyên nhân của hiện tượng này được xem xét dưới nhiều góc độ khác nhau, nhưng chính yếu nhất phải kể đến là việc BOJ chủ động tăng giá đồng Yên theo Hiệp ước Plaza. Hiệp ước này được ký kết giữa các quốc gia phát triển trong nhóm G5 với mục tiêu phá giá đồng đô la Mỹ nhằm kéo nước Mỹ thoát khỏi tình trạng thâm hụt tài

khoản vãng lai và khôi phục nền kinh tế sau khủng hoảng. Việc tăng giá đồng Yên đã ảnh hưởng lớn đến hoạt động xuất khẩu của Nhật và gây khó khăn cho mục tiêu tăng trưởng kinh tế của Nhật Bản. Chỉ trong vòng 2 năm sau Hiệp ước, giá tr. đồng Yên của Nhật đã tăng lên 51% so với đồng đô la Mỹ.

Giai đoạn 1990 đến 2000 là giai đoạn suy thoái kéo dài của Nhật Bản sau khi bong bóng tài sản vỡ. Trong suốt giai đoạn này, nền kinh tế Nhật Bản phục hồi vô cùng chậm chạp, một số lần khôi phục với thời gian ngắn xen kẽ với những thời kỳ khủng hoảng sâu. GDP thực tăng với mức 1% trung bình cho giai đoạn từ năm 1991 đến năm 2002. Nguyên nhân của việc phục hồi chậm này được các nhà kinh tế học lý giải là do những tồn tại mang tính cấu trúc trong nền kinh tế Nhật Bản. Một trong những vấn đề phải kể đến là sự yếu kém của hệ thống ngân hàng thể hiện ở tỷ lệ nợ không đạt chuẩn ở mức cao, ngoài ra, hệ thống doanh nghiệp hoạt động dựa vào vốn vay ngân hàng quá lớn cũng là gánh nặng cho hệ thống ngân hàng, giá chứng khoán giảm mạnh, sản xuất đình trệ và thất nghiệp ở mức cao kỷ lục. Bên cạnh đó, sự thiếu minh bạch trong các bản báo cáo cũng góp phần làm giảm hiệu quả truyền dẫn CSTT từ NHTW đến nền kinh tế.

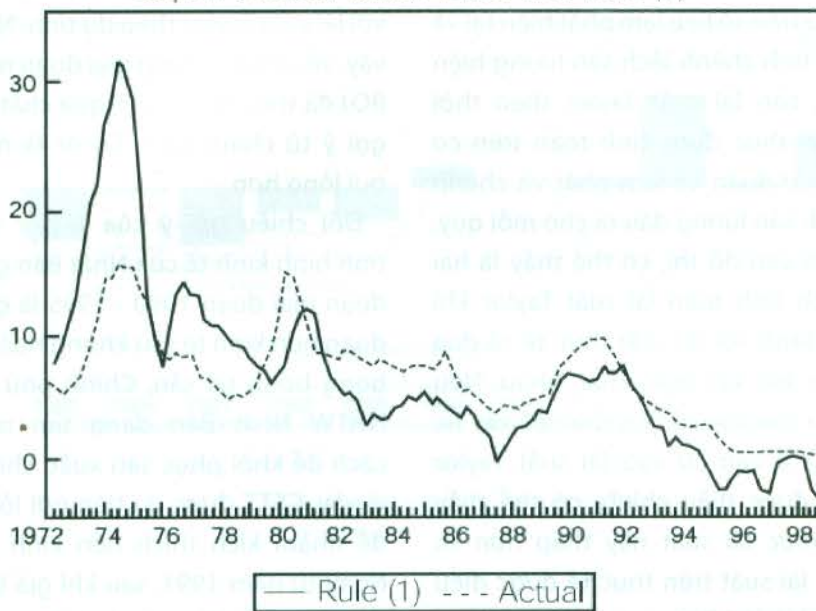
- CSTT giai đoạn 1972 - 2000

Nghiên cứu về CSTT giai đoạn này, McCallum (2000) đã thực hiện ước tính mức lãi suất cho vay qua đêm của BOJ theo quy tắc Taylor và lãi suất trên thực tế, nhằm kiểm định tính đúng đắn của nguyên tắc này từ năm 1972 đến 1998. (Hình 1)

Biểu đồ này cho thấy phần lớn thời gian lãi suất trên thực tế cao hơn so với lãi suất theo quy tắc

Hình 1: Diễn biến lãi suất theo quy tắc Taylor và lãi suất thực tế của Nhật Bản giai đoạn 1972 đến 1998

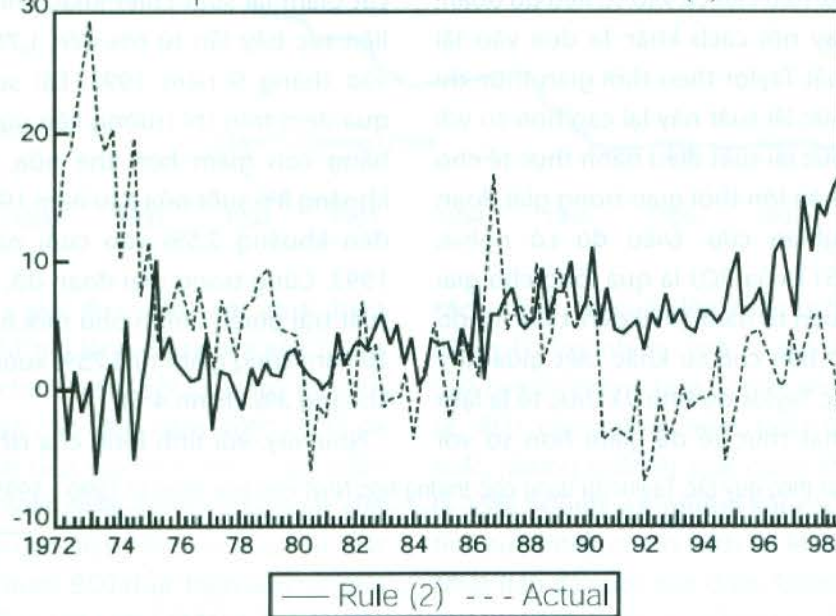
Japan Interest Rate, Actual and Rule (1)



Nguồn: Bank of Japan và tính toán của McCallum (2000)

Hình 2: Diễn biến tăng trưởng tiền cơ sở theo quy tắc Taylor và trên thực tế tại Nhật Bản giai đoạn 1972 đến 1998

Japan Base Growth, Actual and Rule (2)



Nguồn: Bank of Japan và tính toán của McCallum (2000)

Taylor, đặc biệt giai đoạn từ sau khi quy tắc này ra đời, quý 1 năm 1993 đến hết quý 4 năm 1998. Kết hợp phân tích bối cảnh kinh tế của Nhật trong giai đoạn 1972 đến 1998 và biểu đồ diễn biến lãi suất trong giai đoạn này, có thể rút ra một số nhận xét như sau:

Thứ nhất, trong điều kiện bình

thường, nguyên tắc Taylor là một chỉ số tham khảo tốt cho NHTW Nhật Bản. Điều này được thể hiện trong biểu đồ trên, phần lớn thời gian, chiều hướng biến động của lãi suất theo Taylor là cùng chiều với lãi suất điều hành thực tế của BOJ, chứng tỏ là nguyên tắc này có khả năng đưa ra những gợi ý phù

hợp với cho NHTW. Có những giai đoạn, từ năm 1995 đến 1997, lãi suất theo quy tắc Taylor còn thấp hơn mức 0%, điều này có vẻ không khả thi nhưng nó cũng không ảnh hưởng đến vấn đề cốt lõi là quy tắc Taylor giúp đưa ra gợi ý cho BOJ là thực hiện CSTT nổi lỏng cho giai đoạn này. Và trên thực tế thì đến năm 1999, sau nhiều lần cắt giảm lãi suất nhằm kích thích nền kinh tế, BOJ đã quyết định đưa mức lãi suất chiết khấu và cho vay qua đêm xuống mức 0%.

Ngoài ra, nghiên cứu nền kinh tế trong giai đoạn này, McCallum (2000) còn phát triển một hàm tiền cơ sở trong mối quan hệ với tốc độ lưu thông tiền tệ và GDP danh nghĩa. Trong đó b và x lần lượt là giá trị logarit của tiền cơ sở và GDP danh nghĩa cần có để đạt được mục tiêu lạm phát 2% và tốc độ tăng trưởng GDP thực tế bình quân trong dài hạn 3%.

$$(2) \Delta b_t = 5 - \Delta v_t^e + 0.5(5 - \Delta x_{t-1})$$

Công thức này ít được chú ý hơn so với công thức của Taylor, bởi vì thực tế, NHTW các quốc gia quan tâm và điều hành chủ yếu thông qua lãi suất, hơn là lượng tiền cơ sở. Tuy nhiên, trong điều kiện quốc gia áp dụng chính sách lãi suất gần 0% như Nhật Bản thì công thức này lại phát huy tác dụng. (Hình 2)

Biểu đồ trên cho thấy từ năm 1990 trở đi, tốc độ tăng trưởng tiền cơ sở của BOJ trên thực tế luôn ở thấp hơn so với tốc độ được tính theo công thức (2). Điều đó chứng tỏ rằng, BOJ đã áp dụng một CSTT quá chặt trong suốt thời kỳ từ năm 1990 đến 1998. Trên thực tế, trong giai đoạn này, đã có một số thành viên trong Hội đồng CSTT của BOJ (MPB) cũng đưa ra gợi ý là nên tăng lượng tiền cơ sở, tuy nhiên, MPB cho rằng việc tăng thêm lượng tiền cơ sở vào lúc này không có tác

động vào lãi suất danh nghĩa ngắn hạn đã ở giá trị gần 0% trước đó. Với mức lãi suất thấp như vậy, tiền cơ sở và các chứng khoán Chính phủ ngắn hạn gần như có thể thay thế hoàn hảo cho nhau, vì thế hoạt động can thiệp trên thị trường tài sản của BOJ thông qua việc mua các chứng khoán ngắn hạn gần như vô hiệu. Hay nói cách khác, nghiệp vụ mua chứng khoán trên thị trường mở của BOJ nhằm nới lỏng CSTT hoàn toàn không hiệu quả khi lãi suất gần mức 0%.

Một nghiên cứu khác cũng được tiến hành cho giai đoạn này nhưng với thời gian ngắn hơn là của Alan Ahearne (2002) và nhóm cộng sự. Nhóm nghiên cứu này cũng đưa ra nhận định tương tự về hiệu quả của quy tắc Taylor. Alan Ahearne và cộng sự cũng thực hiện tính toán và phân tích lãi suất theo nguyên tắc Taylor và lãi suất cho vay qua đêm thực tế của BOJ từ năm 1990 đến 1995 với hai giả thuyết về tỷ lệ lạm phát dự tính và chênh lệch sản lượng đầu ra và được thể hiện dưới biểu đồ sau. (Hình 3)

Trong biểu đồ này, đường đứt đoạn màu đỏ thể hiện mức lãi suất Taylor đã được điều chỉnh (Revised Taylor rule) và đường chấm đoạn màu xanh thể hiện lãi suất Taylor

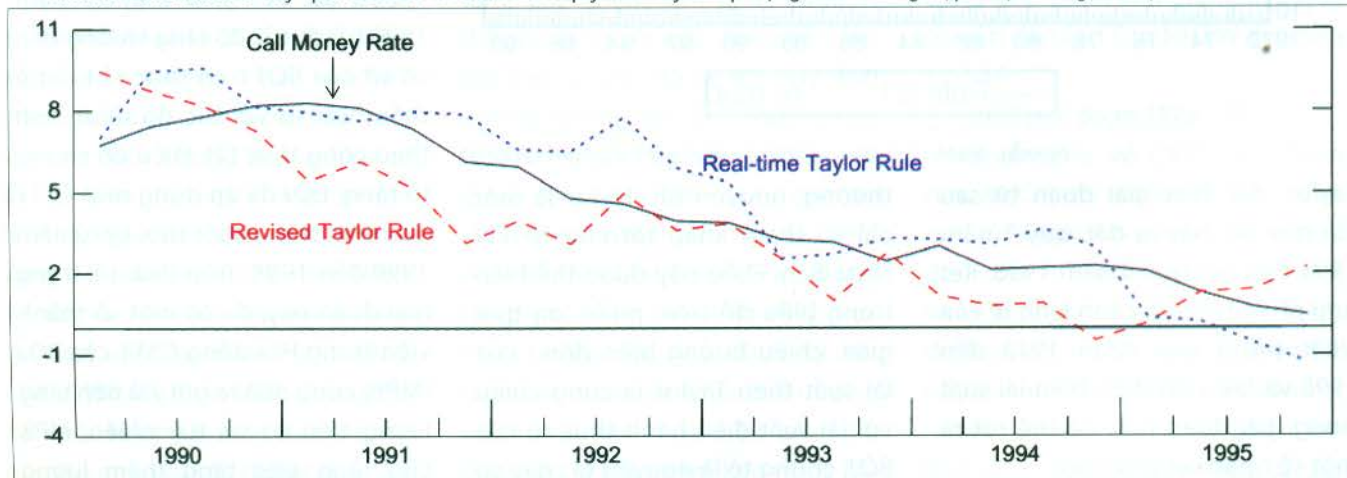
theo thời gian thực tế (Real time Taylor rule). Trong đó, lãi suất Taylor hiệu chỉnh được tính toán dựa trên số liệu lạm phát hiện tại và dự tính chênh lệch sản lượng hiện tại, còn lãi suất Taylor theo thời gian thực được tính toán trên cơ sở dự đoán về lạm phát và chênh lệch sản lượng đầu ra cho mỗi quý. Dựa vào đồ thị, có thể thấy là hai cách tính toán lãi suất Taylor khi so sánh với lãi suất thực tế sẽ đưa đến hai kết luận khác nhau. Nếu dựa vào các số liệu thực đã xảy ra, hay là căn cứ vào lãi suất Taylor đã được điều chỉnh, có thể thấy là mức lãi suất này thấp hơn so với lãi suất trên thực tế được điều hành bởi BOJ trong suốt giai đoạn từ 1990 đến 1995. Điều đó chứng tỏ, Nhật Bản đã thực thi CSTT quá chặt trong giai đoạn đó. Trong khi đó, nếu căn cứ vào số liệu dự đoán, hay nói cách khác là dựa vào lãi suất Taylor theo thời gian thực thì mức lãi suất này lại cao hơn so với mức lãi suất điều hành thực tế cho phần lớn thời gian trong giai đoạn nghiên cứu. Điều đó có nghĩa, CSTT của BOJ là quá lỏng cho giai đoạn từ năm 1990 đến 1994. Lý do cơ bản cho sự khác biệt giữa quy tắc Taylor dự tính và thực tế là lạm phát thực tế đã giảm hơn so với

dự tính trong những năm đầu của thập niên 90 và vì thế nên lãi suất Taylor đã điều chỉnh thấp hơn so với lãi suất Taylor theo dự tính. Như vậy, về cơ bản, trong giai đoạn này, BOJ đã thực hiện CSTT quá chặt và gợi ý từ chính sách Taylor là nên nới lỏng hơn.

Đối chiếu gợi ý của Taylor với tình hình kinh tế của Nhật Bản giai đoạn 1990 - 1995 là giai đoạn nền kinh tế sau khủng hoảng bong bóng tài sản, Chính phủ và NHTW Nhật Bản đang tìm mọi cách để khôi phục sản xuất, chính vì vậy, CSTT được ưu tiên nới lỏng để nhằm kích thích nền kinh tế. Ngay từ năm 1991, sau khi giá bất động sản bắt đầu có dấu hiệu giảm và nền kinh tế bắt đầu tăng trưởng thấp hơn mức tiềm năng, BOJ đã bắt đầu nới lỏng CSTT bằng việc cắt giảm lãi suất chiết khấu chính liên tục bảy lần từ 6% đến 1,75% vào tháng 9 năm 1993. Lãi suất qua đêm trên thị trường liên ngân hàng còn giảm hơn thế nữa, từ khoảng 8% suốt nửa đầu năm 1991 đến khoảng 2,5% vào cuối năm 1993. Cũng trong giai đoạn đó, lãi suất trái phiếu Chính phủ thời hạn 10 năm cũng giảm từ 6,75% xuống khoảng 3%. (Hình 4-5)

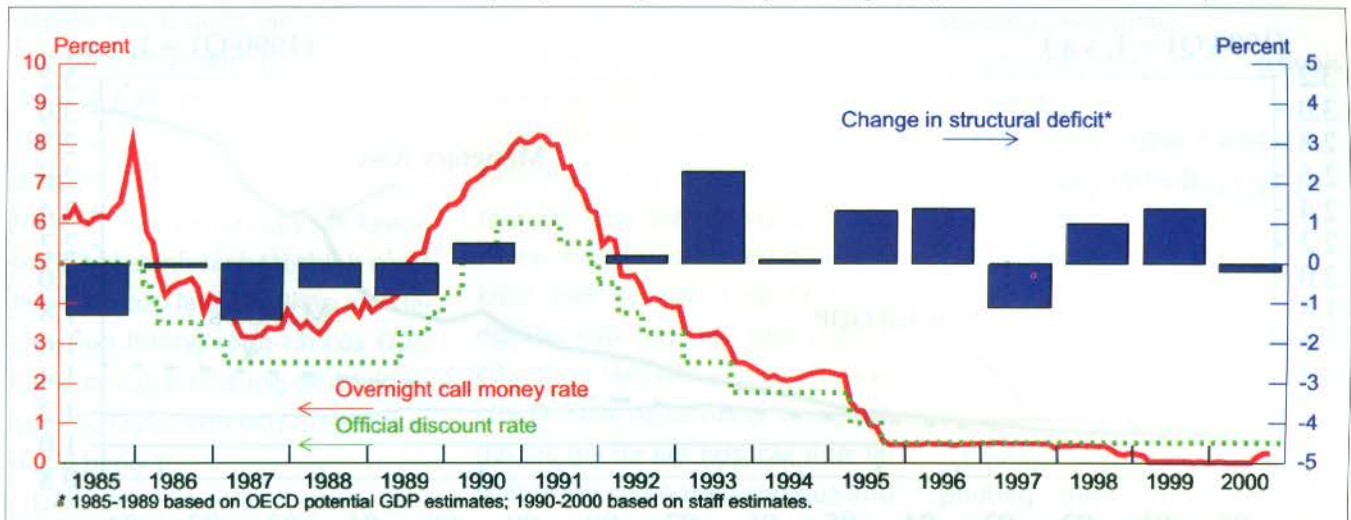
Như vậy, với tình hình của Nhật

Hình 3: Lãi suất cho vay qua đêm và lãi suất theo quy tắc Taylor áp dụng cho trường hợp Nhật Bản giai đoạn từ 1990 - 1995



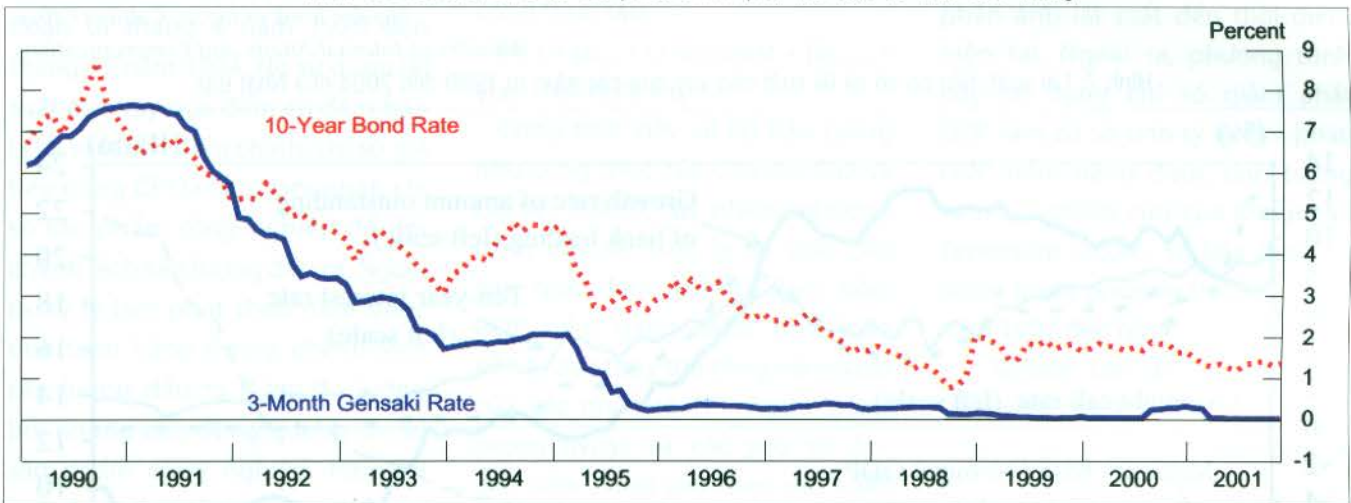
Nguồn: Bank of Japan và tính toán của Alan Ahearne (2002)

Hình 4: Chính sách lãi suất và những thay đổi trong cấu trúc ngân sách giai đoạn từ 1985 - 2000 của Nhật Bản



Nguồn: Ngân hàng trung ương Nhật BOJ

Hình 5: Diễn biến lãi suất Trái phiếu chính phủ thời hạn 10 năm và 3 tháng



Nguồn: Ngân hàng Trung ương Nhật BOJ

Bản giai đoạn đó, việc thực hiện CSTT nói lỏng như gợi ý của Taylor là chính xác, bởi sau đó, từ năm 1995 cho đến năm 2001, BOJ đã phải tiếp tục thực hiện việc giảm lãi suất chiết khấu và lãi suất cho vay qua đêm. Việc cắt giảm lãi suất đã được BOJ thực hiện liên tục cho đến khi cả hai mức lãi suất này đều đã giảm xuống 0% vào năm 1999.

Thứ hai, nguyên tắc Taylor chưa thật sự chính xác và hiệu quả khi nền kinh tế rơi vào tình trạng khủng hoảng. Điều này được thể hiện rõ trong giai đoạn từ năm 1972 đến năm 1976, khi Nhật Bản đang trong cơn bão của khủng hoảng dầu mỏ, Taylor gợi ý là BOJ nên thực hiện CSTT thắt chặt bằng

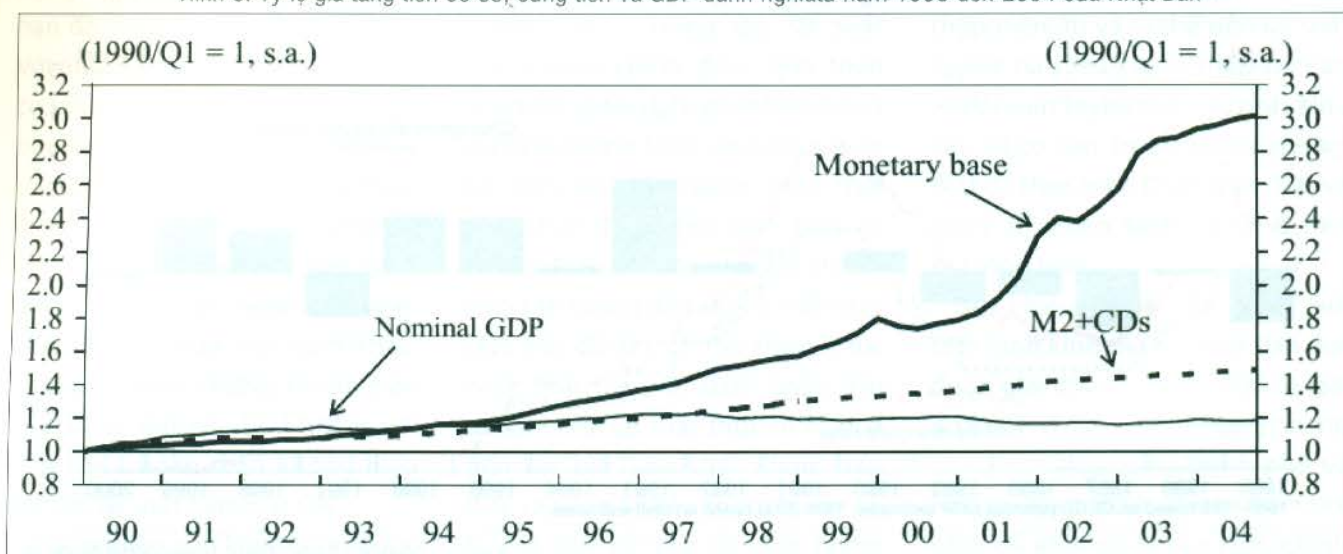
cách tăng lãi suất lên mức 30% (Hình 1). Tuy nhiên, con số này là quá cao và không hợp lý, trên thực tế, BOJ cũng thực hiện tăng lãi suất, nhưng mức lãi suất cũng chỉ là 15%. Cùng với những cải cách tích cực trong chính sách tài khóa, Nhật Bản đã vượt qua được khủng hoảng và khôi phục phần nào nền kinh tế. Mức chênh lệch 15% giữa lãi suất Taylor và lãi suất thực tế chứng tỏ rằng, trong những điều kiện đặc biệt, như khủng hoảng kinh tế hay những cú sốc bên ngoài, nguyên tắc Taylor không phải là một chỉ số tham khảo chính xác cho NHTW.

Thứ ba, nguyên tắc Taylor sẽ mất đi hiệu quả trong trường

hợp NHTW áp dụng mức lãi suất 0% hoặc duy trì mức lãi suất quá thấp. Đối với Nhật Bản, do chịu ảnh hưởng của suy thoái kéo dài, BOJ liên tục phải thực hiện giảm lãi suất nhằm kích thích nền kinh tế cũng như hỗ trợ hoạt động của hệ thống tài chính. Tuy nhiên, khi BOJ áp dụng mức lãi suất danh nghĩa 0% thì công cụ lãi suất cũng như nguyên tắc Taylor đã trở nên vô hiệu bởi NHTW không còn dư địa để giảm lãi suất hơn nữa. (Hình 6)

Hình 6 cho thấy tỷ lệ tiền cơ sở trên GDP danh nghĩa đã tăng nhanh từ giữa những năm 90 trong khi đó, tỷ lệ tăng trưởng nợ ngân hàng đã xuống tới mức 0 hoặc tăng trưởng âm từ năm 1994.

Hình 6: Tỷ lệ gia tăng tiền cơ sở, cung tiền và GDP danh nghĩa từ năm 1990 đến 2004 của Nhật Bản

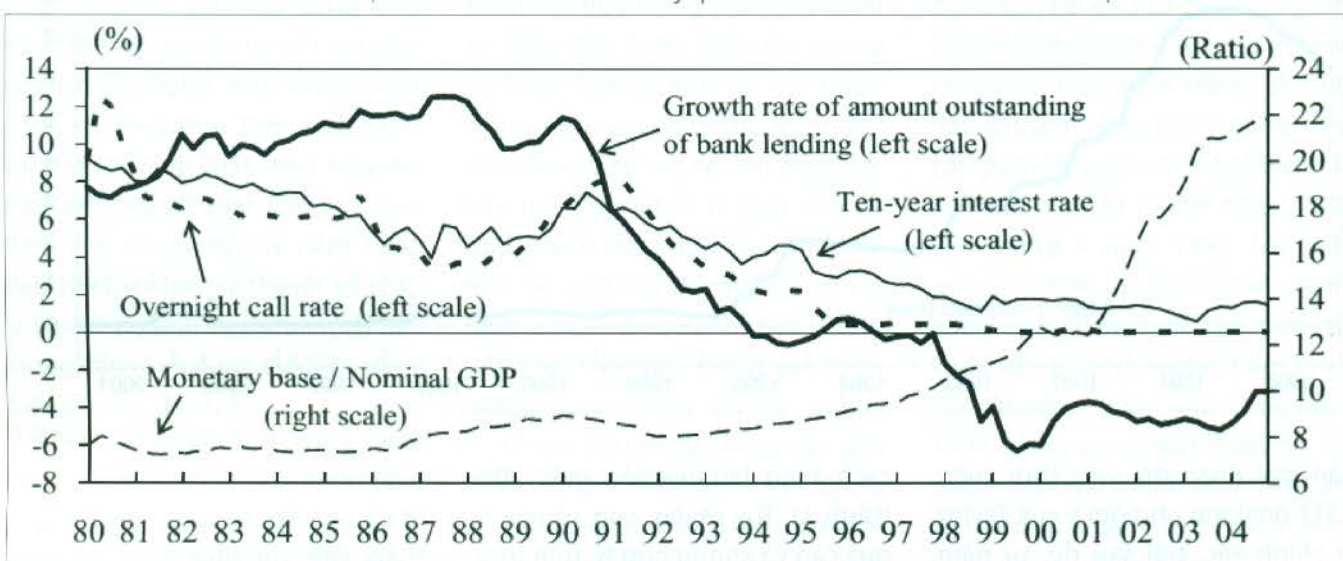


Ghi chú: Quý 1/1990 là năm cơ sở

Nguồn: Bank of Japan, Cabinet Office,

Ministry of Internal Affairs and Communications.

Hình 7: Lãi suất, tiền cơ sở và lãi suất cho vay qua các năm từ 1980 đến 2004 của Nhật Bản



Nguồn: Bank of Japan, Cabinet Office,

Ministry of Internal Affairs and Communications.

Tổng mức cung tiền (M2 + chứng chỉ tiền gửi) tăng với tỷ lệ rất thấp, dưới mức tăng của tiền cơ sở, điều đó cho thấy rằng, hệ số nhân tiền đã giảm rất mạnh. Điều này có nghĩa là kênh cung ứng tiền thông qua hệ thống ngân hàng đã không còn hoạt động hiệu quả, vì thế, BOJ phải sử dụng đến những kênh bơm tiền trực tiếp (Quantitative Monetary Easing Policy) ra nền kinh tế để tiếp tục theo đuổi CSTT nơi lỏng. (Hình 7)

Hình 7 cũng cho thấy, từ năm

1995, khi lãi suất cho vay qua đêm không đảm bảo được đưa xuống mức 0.5%, điều đó có nghĩa là BOJ chỉ còn một khoảng trống rất nhỏ để có thể giảm tiếp lãi suất khi cần. Trong suốt giai đoạn từ tháng 9 năm 1995 đến tháng 9 năm 1998, BOJ vẫn giữ nguyên mức lãi suất 0,5% nhằm mục đích kích thích tăng trưởng kinh tế cũng như kiềm chế những căng thẳng xảy ra trong hệ thống tài chính xuất phát từ những thất bại của các tổ chức tài chính trong thời kỳ trước đó.

Nguồn: Bank of Japan, Cabinet Office,

Ministry of Internal Affairs and Communications.

3. Các biến thể của quy tắc Taylor

Đã có khá nhiều các nghiên cứu về quy tắc Taylor sử dụng các số liệu của Nhật Bản với mục tiêu kiểm nghiệm tính chính xác của quy tắc này, đồng thời đưa ra được hàm lãi suất điều hành phù hợp với điều kiện Nhật Bản. Một số nghiên cứu nổi bật có thể kể đến như sau:

- Nghiên cứu của Clarida, Gali và Gertler (1998)

Nghiên cứu đầu tiên dự tính quy tắc Taylor cho Nhật Bản là của Clarida, Gali và Gertler (1998).

Trong đó, các tác giả thực hiện nghiên cứu 6 quốc gia phát triển, bao gồm Nhật Bản, Đức, Mỹ, Anh, Pháp và Ý. Kết quả cho thấy, từ năm 1979, lãi suất ngân hàng được xác định bởi NHTW của 3 quốc gia Đức, Nhật và Mỹ theo sát quy tắc Taylor, trong khi chính sách tài chính của 3 quốc gia còn lại Anh, Pháp và Ý lại chịu ảnh hưởng rộng rãi của Đức. Các biến được sử dụng để ước tính quy tắc Taylor cho BOJ được chỉ ra trong bảng 1.

Điều đặc biệt trong nghiên cứu này là các nhà kinh tế sử dụng số liệu hàng tháng, trong suốt giai đoạn từ tháng 4 năm 1979 đến tháng 12 năm 1994. Họ sử dụng lãi suất cho vay qua đêm có đảm bảo là lãi suất cần điều chỉnh, chỉ số giá tiêu dùng CPI là tỷ lệ lạm phát, chỉ số sản phẩm công nghiệp để tìm chênh lệch sản lượng đầu ra. Ngoài ra, tỷ lệ lạm phát theo năm được tính toán hàng tháng, chênh lệch sản lượng đầu ra được đo lường bởi những dao động quanh chỉ số sản phẩm công nghiệp. Hàm lãi suất được dự tính trong nghiên cứu được viết dưới dạng đẳng thức:

$$(3) \quad r_t = (1 - \rho)\alpha + (1 - \rho)\beta\pi_{t+n} + (1 - \rho)\gamma x_t + \rho r_{t-1} + \varepsilon_t$$

Các nghiên cứu về sau cũng đưa ra những hàm lãi suất với đẳng thức tương tự như hàm của Clarida, Gali và Gertler (1998). Kết quả chạy số liệu được thể hiện trong bảng 2, trong đó có thể thấy là hệ số của biến chênh lệch sản lượng là khá nhỏ ở mức 0,08, điều này được giải thích là do việc sử dụng dãy số liệu theo tháng.

Bảng 1: Các biến phụ thuộc, biến độc lập và biến công cụ được sử dụng trong nghiên cứu

Biến	Giá trị	Dữ liệu sử dụng
Chênh lệch sản lượng đầu ra	x_t	Chỉ số sản phẩm công nghiệp
Lạm phát	π_t	Chỉ số giá tiêu dùng
Lãi suất ngày	r_t	Lãi suất qua đêm thị trường liên ngân hàng
Tỷ giá thực	q_t	Tỷ giá thực Yên – đô la Mỹ

- Nghiên cứu của Kimura và Tanemura (2000)

Nghiên cứu này của Kimura và Tanemura (2000), về cơ bản, được thực hiện dựa trên quy tắc Talor tiêu chuẩn, tuy nhiên, nó cũng có một vài khác biệt so với bản gốc và các nghiên cứu trước đó. Điểm khác biệt cơ bản nhất là trong nghiên cứu này, hai nhà nghiên cứu quan tâm đến yếu tố bôi trơn của lãi suất ngân hàng, trong đó, hai tác giả đã kết hợp các mức lãi suất trong có độ trễ trong quá khứ vào các dự tính của mình. Quy tắc Taylor của họ đưa mô tả dưới hàm công thức sau:

$$(4) \quad i_t = \rho i_{t-1} + (1 - \rho)[\text{const} + \beta\pi_{t,t+6} + \gamma(x_t - \text{NAIRU})] + \varepsilon_t$$

Công thức này về cơ bản giống như công thức của Clarida, Gali và Gertler (1998), tuy nhiên, phương trình này, lãi suất là lãi suất cho vay qua đêm không đảm bảo; GDP tiềm năng được tính toán bằng cách thay thế tổng năng suất của các nhân tố TFP (total factor productivity) và các yếu tố đầu vào tiềm năng vào hàm sản xuất; NAIRU là tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên được tính toán riêng lẻ với giá trị là 13.6 và lạm phát được tính dựa trên chỉ số CPI. Phương trình này được đưa ra dựa trên việc sử dụng dãy số liệu từ quý 1 năm 1981 đến quý 4 năm 1995.

- Nghiên cứu của Kamada và Muto (2000)

Có thể nói, công thức Taylor trong nghiên cứu của Kamada và Muto (2000) là công thức có sự khác biệt nhiều nhất so với các nghiên cứu khác, trong đó, các tác

giả đưa ra 3 phương trình sử dụng phương pháp FIML:

$$(5) \quad x_t = \text{con}_1 + \alpha_1 x_{t-1} + \alpha_2 r_t + \alpha_3 \log(s_{t-7,t-1}) + \alpha_4 g_{9-6,t}$$

$$(6) \quad \pi_t = \text{con}_2 + b_1 \pi_{t-1} + b_2 x_t$$

$$(7) \quad i_t = \text{con}_3 + \pi_t + \beta_{t,t-3} + \gamma x_{t-4,t-1}$$

Trong đó:
 r_t là lãi suất thực
 s là tỷ giá thực
 g là tốc độ tăng trưởng thực tế trong chỉ tiêu chính phủ so với kỳ trước đó

Phương trình cuối cùng (7) là phương trình chính sách, tuy nhiên, nó không bao gồm độ trễ trong quá khứ của lãi suất mà chỉ phản ánh lãi suất đến thời điểm hiện tại. Ngoài ra, phương trình này sử dụng chỉ số giảm phát GDP làm cơ sở tính tỷ lệ lạm phát; GDP tiềm năng được tính tương tự như nghiên cứu của Kimura và Tanemura (2000). Số liệu được sử dụng trong phương trình từ quý 3 năm 1983 đến quý 2 năm 1996.

- Nghiên cứu của Fukuda and Terayama (2004)

$$(8) \quad i_t = \rho i_{t-1} + (1 - \rho)[\text{const} + \beta\pi_{t,t+4} + \gamma x_{t,t+4}]$$

Công thức Taylor trên tương tự của Clarida, Gali và Gertler (1998). Tuy nhiên, trong đó, họ sử dụng chỉ số giảm GDP để tính tỷ lệ lạm phát và tính toán GDP thực tế sử dụng phương pháp lọc HP từ quý 1 năm 1965 đến quý 2 năm 2000 và tính chênh lệch GDP bằng cách trừ giá trị GDP thực giữa các năm. Nghiên cứu này sử dụng số liệu theo quý từ đầu năm 1985 đến hết năm 1996.

- Nghiên cứu của Fujiwara (2007)

$$(9) \quad i_t = \text{const} + \beta\pi_{t,t+4} + \gamma x_t$$

Công thức trên cho thấy, trong nghiên cứu của mình, Fujiwara không tính đến độ trễ trong quá khứ của lãi suất. Tỷ lệ lạm phát được tính dựa trên chỉ số CPI và chênh lệch GDP được tính bằng sự khác biệt giữa giá trị lọc HP và giá

Bảng 2: Kết quả nghiên cứu

	Phương thức sử dụng	Giai đoạn	Kết quả		
			β	γ	ρ
Clarida, Gali và Gertler (1998)	GMM	4/1979 – 12/1994	2.04	0.08	0.93
Kimura và Tanemura (2000)	GMM	Q1/1981 – Q4/1995	1.577	1.001	0.791
Kamada và Muto (2000)	FIML	Q1/1983 – Q2/1996	1.33	0.26	-
Fukuda và Terayama (2004)	GMM	Q1/1980 – Q4/1995	1.93	0.373	0.721
Fujiwara (2007)	OLS	Q1/1986 – Q4/1995	1.60	0.41	-
Fujiwara, Hirose và Shintani (2008)	MCMC	Q2/1981 – Q4/1998	2.09	0.17	0.55
Sugo và Ueda (2008)	MCMC	Q1/1981 – Q4/1995	3.84	0.696	0.842

Nguồn: Kensuke Miyazawa (2011)

Trong đó: GMM - generalized method of moments; FIML - full-information maximum likelihood; OLS - ordinary least squares; MCMC - Markov chain Monte Carlo.

trị còn lại Solow. Nghiên cứu này sử dụng số liệu theo quý, từ đầu năm 1985 đến hết năm 1996.

- *Nghiên cứu của Fujiwara, Hirose và Shintani (2008)*

Sử dụng phương pháp MCMC, Fujiwara cùng các cộng sự đã phân tích và đưa ra một hàm mới cho lãi suất vẫn dựa trên quy tắc Taylor

$$(10) i_t = \rho i_{t-1} + (1-\rho)(\beta \pi_t + \gamma x_t)$$

Công thức này sử dụng lãi suất cho vay qua đêm trên thị trường liên ngân hàng làm cơ sở tính lãi suất, chỉ số CPI để tính tỷ lệ lạm phát. Công thức này được đưa ra dựa trên việc hồi quy dãy số liệu theo quý, từ quý 2 năm 1981 đến hết năm 1998.

- *Nghiên cứu của Sugo và Ueda (2008)*

$$(11) i_t = \rho i_{t-1} + (1-\rho)[\beta \pi_{t-1} + \gamma x_{t-1} + \beta'(\pi_t - \pi_{t-1}) + \gamma'(x_t - x_{t-1})]$$

Giống như nghiên cứu của Fujiwara, nghiên cứu này cũng sử dụng lãi suất cho vay qua đêm trên thị trường liên ngân hàng và chỉ số CPI làm dữ liệu. Điểm khác biệt ở đây là phương trình này sử dụng sản lượng sản xuất tự nhiên khi tính toán chênh lệch GDP và sản lượng sẽ được tính toán trên cơ sở linh hoạt giá và tiền lương. Kỳ nghiên cứu bắt đầu từ quý 1 năm 1981 đến quý 4 năm 1995.

Kết quả của các nghiên cứu này được tổng hợp trong bảng 2 ở trên. Về cơ bản, các hệ số có được không chênh lệch quá nhiều, chỉ riêng có

mô hình của Sugonvà Ueda (2008) thì đưa ra kết quả khác biệt hẳn, trong đó, hệ số của biến lạm phát lớn hơn rất nhiều so với các mô hình khác.

4. Bài học kinh nghiệm cho Việt Nam

Từ những nghiên cứu và phân tích thực nghiệm về quy tắc Taylor tại Nhật Bản, có thể rút ra một số nhận xét như sau.

Thứ nhất, nguyên tắc Taylor chỉ có hiệu quả đối với những NHTW lựa chọn điều hành lãi suất là mục tiêu trung gian và mục tiêu cuối cùng là kiểm soát lạm phát. Và ngược lại, với các NHTW lựa chọn điều hành theo mức cung tiền nhằm hướng đến mục tiêu tăng trưởng hay ổn định tỷ giá thì nguyên tắc này là không phù hợp.

Thứ hai, quy tắc Taylor phát huy vai trò là một chỉ số tham khảo tốt cho BOJ trong điều kiện thông thường (những năm 90), tuy nhiên, trong điều kiện khủng hoảng, giai đoạn đầu những năm 70, thì quy tắc này lại tỏ ra thiếu chính xác khi đưa ra chính sách gợi ý cho NHTW.

Thứ ba, với trường hợp đặc biệt của Nhật Bản khi rơi vào tình trạng giảm phát kéo dài và NHTW thực hiện chính sách lãi suất 0% thì công thức về lượng tiền cơ sở tham khảo (McCallum, 2000) lại phát huy tác dụng hơn so với công thức lãi suất Taylor, bởi khi đó việc điều

hành theo lãi suất không còn hiệu quả nữa.

Thứ tư, về cơ bản, các biến thể của quy tắc Taylor từ dạng đơn giản đến phức tạp đều đưa ra những kết quả tương tự, điều đó có nghĩa là công thức Taylor tối ưu không quá phụ thuộc vào dạng phương trình, loại số liệu sử dụng, số biến thêm vào. Chính vì vậy, một phương trình Taylor càng đơn giản thì càng đem lại hiệu quả hơn. ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Alan Ahearn, Joseph Gagnon, Jane Haltmaier, Steve Kamin, Christopher Erceg, Jon Faust, Luca Guerieri, Cater Hemphill, Linda Kole, Jennifer Roush, John Rogers, Nathan Sheets and Jonathan Wright (2002), Preventing Deflation: Lesson from Japan's Experience in the 1990s, International Financial Discussion Papers, No 729.
2. Bank of Japan (2013), The "Price Stability Target" under the Framework for the Conduct of Monetary Policy.
3. Bank of Japan (2013), The "Joint Statement of the Government and the Bank of Japan on Overcoming Deflation and Achieving Sustainable Economic Growth"
4. Bennett T. McCallum (2000), Alternative monetary policy rules: A comparison with historical settings for the United States, the United Kingdom and Japan, Working paper 7727.
5. Bennett T. McCallum (2003), Japanese Monetary Policy 1991 - 2001, Federal Research Bank of Richmond Economic Quarterly, Vol 89/1 Winter 2003.
6. Denis Blenck, Harri Hasko, Spence Hilton and Kazuhiro Masaki, "The main features of monetary policy framework of the Bank of Japan, the Federal Reserve and the Eurosystem", BIS paper no 9.
7. Kenneth N. Kuttner and Adam S. Posen (2003), The difficulty of discerning what's too tight: Taylor rules and Japanese monetary policy, The North American Journal of economics and finance 15 (2004) 53-74.
8. Kensuke Miyazawa (2011), The Taylor rule in Japan.
9. Nobuyuki Oda, Kazuo Ueda (2005), The effects of the Bank of Japan's Zero Interest Rate Commitment and Quantitative Monetary Easing on the Yield Curve: A Macro-Finance Approach, Bank of Japan Working paper series, No 05-E-6.
10. Pier Francesco Asso, Geogre A. Kahn, and Robert Leeson (2010), The Taylor Rule and Practice of Central Banking, The Federal Reserve Bank of Kansas city.