

Nghiên cứu quy tắc Taylor và quy tắc McCallum trong điều hành chính sách tiền tệ ở Việt Nam

NGUYỄN THỊ THÙY VINH
NGUYỄN THỊ HỒNG

*D*ựa trên công cụ giá theo quy tắc Taylor và công cụ lượng theo quy tắc McCallum, sử dụng số liệu vĩ mô của Việt Nam trong giai đoạn 2000-2015, bài viết xem xét, đánh giá quy tắc thực thi chính sách tiền tệ của Việt Nam trong giai đoạn này.

Từ khóa: quy tắc chính sách tiền tệ, quy tắc Taylor, quy tắc McCallum.

1. Đặt vấn đề

Thế giới hiện nay đã có nhiều nguyên tắc thực thi chính sách tiền tệ để đạt được mục tiêu tăng trưởng và ổn định kinh tế. Tùy vào điều kiện cụ thể của từng nước mà có những cách vận dụng khác nhau. Quy tắc Taylor, quy tắc điều hành chính sách tiền tệ thông qua điều chỉnh lãi suất dựa vào những sự thay đổi trong lạm phát và tăng trưởng so với những mục tiêu định hướng, đã được sử dụng khá phổ biến ở các nước có nền kinh tế thị trường phát triển. Quy tắc này khá hợp lý cho kiểm soát lạm phát trong điều kiện tốc độ lưu thông tiền tệ tương đối ổn định. Tuy nhiên khi tốc độ lưu thông tiền tệ có thể biến động mạnh thì quy tắc Taylor không còn phù hợp nữa. Lúc này những định hướng về sản lượng danh nghĩa theo nguyên tắc McCallum có hiệu quả hơn. Để tăng tính hiệu quả, chủ động của chính sách tiền tệ về lâu dài, cần có sự tìm hiểu và kiểm chứng về các nguyên tắc đã được thế giới sử dụng thông qua các phân tích định lượng để lựa chọn các nguyên tắc cũng như các tham số thích hợp cho chính sách tiền tệ ở Việt Nam.

2. Tổng quan tình hình nghiên cứu

Quy tắc Taylor do nhà kinh tế John Taylor đề xuất và được Ngân hàng trung ương Mỹ thực hiện trong nhiều năm qua. Quy tắc này cung cấp một cơ chế điều hành lãi suất dựa trên lạm phát mục tiêu và GDP tiềm năng. Ngân hàng trung ương sẽ điều chỉnh cung

tiền và lãi suất bất cứ khi nào lạm phát lệch khỏi mức mục tiêu và/hoặc tỷ lệ thất nghiệp lệch khỏi mức thất nghiệp tự nhiên (hoặc GDP lệch khỏi mức GDP dài hạn). Do mối quan hệ đánh đổi giữa lạm phát và thất nghiệp trong ngắn hạn nên việc sử dụng quy tắc này sẽ giúp các nhà hoạch định chính sách có sự kết hợp hài hòa được giữa hai mục tiêu này một cách đồng thời (Taylor 1993, 1999). Có khá nhiều nghiên cứu sử dụng quy tắc này để kiểm chứng việc điều hành chính sách tiền tệ của Ngân hàng Trung ương các nước và nhận thấy rằng quy tắc Taylor nguyên bản không phản ánh chính xác bằng quy tắc Taylor có phối hợp với quy tắc McCallum ở trong các nền kinh tế mới nổi có định hướng lạm phát. Đặc biệt hơn nữa, với các nền kinh tế mới nổi không áp dụng chính sách tiền tệ định hướng lạm phát thì quy tắc McCallum dường như phù hợp hơn quy tắc Taylor trong dự báo hành động của Ngân hàng trung ương (Mehrotra và Sanchez-Fung, 2011; James và Kaushik, 2002).

Ở Việt Nam, một số nhà nghiên cứu đã cố gắng tìm hiểu quy tắc điều hành chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. Nguyễn Thế Anh (2011) sử dụng một phương trình đơn giản để ước lượng tham số điều hành lãi suất dựa trên diễn biến của lạm phát

Nguyễn Thị Thùy Vinh, TS.; Nguyễn Thị Hồng, ThS., Trường đại học Ngoại thương.

và cho thấy rằng phản ứng của Ngân hàng Trung ương khá thụ động trước sự thay đổi của lạm phát trong giai đoạn 2003-2010. Trong khi đó, một nghiên cứu khác (Nguyễn Đức Long và Lê Quang Phong, 2012) kiểm chứng quy tắc Taylor nguyên bản ở Việt Nam giai đoạn 2001-2012 dựa trên giả định tỷ lệ lạm phát mục tiêu 7% và lãi suất thực 3% cho thấy quy tắc này chưa phản ánh được sự vận động của lãi suất trên thị trường Việt Nam.

Như vậy, có thể thấy rằng, việc sử dụng quy tắc trong điều hành chính sách tiền tệ là một vấn đề khá phức tạp. Ở Việt Nam, trong điều kiện nền kinh tế đang chuyển đổi với việc điều hành chính sách tiền tệ đa mục tiêu, sử dụng nguyên bản các quy tắc đã được các nước phát triển vận dụng là không khả thi. Kết quả của những nghiên cứu trước đây về các nền kinh tế mới nổi cũng như Việt Nam thấy cần thiết phải có những nghiên cứu xem xét thêm các tham số, ví dụ như tỷ giá hối đoái, lượng cung tiền cho việc điều hành chính sách tiền tệ phù hợp với giai đoạn chuyển đổi và hội nhập kinh tế quốc tế.

3. Quy tắc Taylor và quy tắc McCallum

3.1. Quy tắc Taylor

Quy tắc này chủ yếu miêu tả cách Ngân hàng trung ương duy trì lạm phát thấp và ổn định, tránh sự biến động lớn của sản lượng và việc làm bằng cách sử dụng công cụ lãi suất. Quy tắc này chỉ ra rằng lãi suất phản ứng với độ lệch của lạm phát so với lạm phát dự kiến và độ lệch của sản lượng so với sản lượng tiềm năng.

Về cơ bản, quy tắc Taylor được mô tả như sau:

$$i = gP + r + \alpha(gP - gP^*) + \beta(\ln y - \ln y^*) \quad (1)$$

Trong đó i là lãi suất ngắn hạn định hướng của Ngân hàng trung ương, r là lãi suất thực cân bằng giả định, α và β là mức mà các nhà hoạch định chính sách tiền tệ phải điều chỉnh lãi suất mục tiêu khi lạm phát thực tế (gP) cao hơn mức lạm phát mục

tiêu (gP^*) và khi sản lượng thực tế cao hơn so với mức sản lượng tiềm năng. Trong công thức gốc của Taylor $\alpha = \beta = 0,5$.

Lợi ích chính của quy tắc Taylor là sự cụ thể của nó. Thay vì cung tiền rộng mục tiêu, nguyên tắc Taylor có thể cho biết cơ quan tiền tệ cách hành động với mức lãi suất ngắn hạn để đáp ứng với điều kiện kinh tế thay đổi. Quy tắc này đơn giản vì coi lãi suất mục tiêu ngắn hạn là công cụ của chính sách tiền tệ, ngân hàng trung ương điều chỉnh mức lãi suất này để tối thiểu hoá các biến động của lạm phát và sản lượng quanh mức mục tiêu. Hơn nữa, quy tắc này chỉ yêu cầu các dữ liệu liên quan tới tỷ lệ lạm phát thực tế và chênh lệch sản lượng so với mức tiềm năng. Thêm vào đó, quy tắc này có thể được áp dụng để đảm bảo mục tiêu kép là ổn định giá cả và tăng trưởng kinh tế, phù hợp với suy nghĩ của các nhà hoạch định chính sách về việc điều hành chính sách tiền tệ.

3.2. Quy tắc McCallum

Khác với quy tắc Taylor, quy tắc McCallum (1988, 1993, 2000) mô tả cách Ngân hàng Trung ương tránh những biến động lớn của sản lượng bằng cách sử dụng công cụ lượng tiền cơ sở. Quy tắc McCallum tính tới cả sự thay đổi của tốc độ chu chuyển tiền tệ và thu nhập. Gọi gB là tốc độ tăng của lượng tiền cơ sở, V^B là tốc độ chu chuyển của tiền cơ sở, m là số nhân tiền. Như vậy, $BmV = Py$.

Tính theo tốc độ tăng trưởng:

$$gB + gm + gV^B = gP + gy \quad (2)$$

Căn cứ vào quan hệ này, quy tắc McCallum này được biểu diễn theo công thức dưới đây:

$$gB = gy^* - gV^B + \gamma(\ln Py^* - \ln Py) \quad (3)$$

Trong đó: gy^* là tốc độ tăng trung bình của sản lượng thực tế (mức xu hướng hay sản lượng tiềm năng), Py^* là mục tiêu thu nhập danh nghĩa, Py là thu nhập danh nghĩa kỳ hiện tại, γ là chỉ số cho biết cung tiền nên thay đổi ra sao để phản ứng trước việc thu

nhập danh nghĩa lệch khỏi mức thu nhập danh nghĩa mục tiêu.

So với quy tắc Taylor, quy tắc McCallum có lẽ tốn ít chi phí triển khai hơn vì các biến số cần để thực hiện quy tắc McCallum (cung tiền, tốc độ chu chuyển tiền tệ và thu nhập danh nghĩa) dường như dễ đo lường hơn biến số trong quy tắc Taylor (thu nhập thực tế và lãi suất thực tế cân bằng) (Salter, 2014). Tuy nhiên, quy tắc Taylor đưa ra những lời khuyên cụ thể để đạt được ổn định kinh tế vĩ mô hơn so với quy tắc McCallum. Nhìn chung, việc lựa chọn quy tắc Taylor hay McCallum phụ thuộc rất nhiều vào khả năng đo lường chính xác các biến số kinh tế vĩ mô và chi phí khi áp dụng các quy tắc này.

4. Phân tích sự phù hợp của quy tắc Taylor và McCallum trong điều hành chính sách tiền tệ Việt Nam giai đoạn 2000-2015

4.1. Mô hình phân tích

Để xem xét việc thực hiện chính sách tiền tệ ở Việt Nam dựa trên quy tắc nào, mục tiêu nào sẽ có khả năng đạt được khi vận hành chính sách tiền tệ, bài viết kiểm tra hai quy tắc cơ bản, có tính bao trùm là quy tắc Taylor và quy tắc McCallum. Trước tiên, các quy tắc được kiểm chứng là các quy tắc nguyên bản, sau đó để phù hợp hơn với thực

Quy tắc Taylor mở rộng:

$$PR_t = \alpha_T + \beta_T PR_{t-1} + \rho_T(\pi_t - \pi^*) + \delta_T(y_t - y^*) + \varphi_T \Delta e_t \quad (6)$$

Quy tắc McCallum mở rộng:

$$\Delta MB_t = \alpha_M + \beta_M \Delta MB_{t-1} + \rho_M(\Delta x^* - \Delta x_{t-1}) + \varphi_M \Delta e_t \quad (7)$$

Trong trường hợp các quy tắc trên không phù hợp với việc thực thi chính sách tiền tệ của Việt Nam, nghiên cứu sẽ mở rộng thêm chỉ tiêu kiểm soát lượng tiền là M1 và M2 để kiểm tra quy tắc McCallum.

Nghiên cứu sử dụng phương pháp OLS để xác định các tham số của các quy tắc trên nếu các biến số đều dừng (stationary). Trong trường hợp các biến số không dừng, các mô hình chuyển đổi. Nếu các biến số dừng cùng

tế ở Việt Nam, mục tiêu ổn định tỷ giá sẽ được đưa vào phương trình của hai quy tắc.

Phương pháp hồi quy sẽ được thực hiện để ước lượng tham số cho các phương trình sau:

Quy tắc Taylor nguyên bản:

$$PR_t = \alpha_T + \beta_T PR_{t-1} + \rho_T(\pi - \pi^*) + \delta_T(y - y^*) \quad (4)$$

Quy tắc McCallum nguyên bản:

$$\Delta MB_t = \alpha_M + \beta_M \Delta MB_{t-1} + \rho_M(\Delta x^* - \Delta x_{t-1}) \quad (5)$$

Trong đó: PR là lãi suất tái cấp vốn, công cụ chính sách của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, π là tỷ lệ lạm phát tính theo năm tức là sự gia tăng của giá cả tiêu dùng kỳ này so với cùng kỳ năm ngoái, π^* là tỷ lệ lạm phát mục tiêu, y là GDP thực tế, y^* là GDP tiềm năng được tính dựa trên phương pháp lọc HP, MB là lượng tiền cơ sở, Δx là tốc độ tăng GDP danh nghĩa và Δx^* là tốc độ tăng GDP danh nghĩa mục tiêu được tính dựa trên tốc độ tăng trưởng và tỷ lệ lạm phát mục tiêu.

Xu hướng mở cửa của nền kinh tế Việt Nam trong thời gian qua đã cho thấy vai trò của tỷ giá hối đoái trong điều hành chính sách tiền tệ, vì thế bài viết sẽ xem xét mức độ biến động của tỷ giá hối đoái trong hành động của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. Khi đó quy tắc Taylor và quy tắc McCallum được xem xét như sau:

một bậc, mô hình hiệu chỉnh sai số (VECM) sẽ được sử dụng để tìm ra quan hệ ổn định. Trong trường hợp các biến số dừng không cùng một bậc, sai phân cho từng biến số sẽ được thực hiện cho tới khi đạt được tính dừng.

Như vậy, tổng hợp lại, nghiên cứu sử dụng các biến số được mô tả trong bảng 1 để xác định các tham số cho các quy tắc điều hành chính sách tiền tệ.

BẢNG 1: Danh mục các biến số trong quy tắc chính sách tiền tệ

Tên biến	Nội dung	Đơn vị
<i>Công cụ chính sách</i>		
P_RATE	Lãi suất tái cấp vốn	%
GROW_MB	Tốc độ tăng tiền cơ sở	%
GROW_M1	Tốc độ tăng tiền M1	%
GROW_M2	Tốc độ tăng tiền M2	%
<i>Định hướng chính sách tiền tệ</i>		
INF_GAP	Chênh lệch lạm phát giữa lạm phát thực hiện với lạm phát mục tiêu ($\pi_t - \pi^*$)	%
OUTPUT_GAP	Chênh lệch sản lượng giữa sản lượng thực tế với sản lượng tiềm năng ($y_t - y^*$)	%
NOMINAL_GAP	Chênh lệch giữa GDP mục tiêu và danh nghĩa thực hiện	%
GROW_ER	Tốc độ mất giá của đồng Việt Nam so với USD	%

4.2. Nguồn số liệu

Nghiên cứu được thực hiện dựa trên số liệu quý từ năm 2000 cho đến năm 2015, tổng cộng có 64 quan sát. Tỷ lệ lạm phát được đo bằng tốc độ tăng của CPI. Để xem xét mức độ thay đổi tỷ giá, tỷ giá thị trường giữa đồng Việt Nam và đô la Mỹ được sử dụng, một sự gia tăng trong tỷ giá phản ánh sự mất giá của đồng Việt Nam. Số liệu về GDP thực tế và danh nghĩa được thu thập từ

Bộ Kế hoạch và đầu tư; các số liệu còn lại được thu thập từ Thống kê Tài chính quốc tế (IFS) của IMF.

Kiểm tra tính dừng

Tính chất của chuỗi thời gian được xác định thông qua phương pháp kiểm tra tính dừng ADF. Bảng 2 cho thấy, ở mức ý nghĩa 10%, tất cả các biến số đều dừng trong cả trường hợp có xu thế (trend) và không có xu thế.

BẢNG 2: Kiểm tra ADF đối với tính dừng của chuỗi thời gian

Biến số	Levels	
	Constant	Constant & trend
P_RATE	-2,9	-3,2
GROW_MB	-4,2	-4,4
GROW_M1	-6,8	-6,9
GROW_M2	-4,2	-4,4
INF_GAP	-5,7	-5,6
OUTPUT_GAP	-8,5	-8,4
NOMINAL_GAP	-4,1	-4,1
GROW_ER	-4,1	-4,9

Tại mức ý nghĩa 5% và 10% giá trị bác bỏ (critical value) cho kiểm tra với hệ số là -2,9, 2,6 và hệ số + trend là -3,5 và -3,2.

Hệ số tương quan giữa các biến số được xác định và cho thấy đều nhỏ hơn 0,5. Do đó vấn đề đa cộng tuyến trong hồi quy đã được

loại bỏ. Do đó, để ước lượng các tham số cho quy tắc Taylor và McCallum, nghiên cứu sử dụng phương pháp OLS.

4.3. Kết quả hồi quy

Bảng 3 mô tả kết quả ước lượng các tham số chính sách tiền tệ dựa trên quy tắc Taylor và McCallum nguyên bản. Kết quả cho thấy cả hai quy tắc Taylor và McCallum đều không phù hợp khi phản ánh việc thực thi chính sách tiền tệ ở Việt Nam giai đoạn 2000-2015. Đối

với quy tắc Taylor, hệ số của biến chênh lệch lạm phát giữa con số mục tiêu và thực hiện có ý nghĩa, chứng tỏ công cụ lãi suất đã được sử dụng để kiểm soát lạm phát. Khi có sự sai lệch trong tỷ lệ lạm phát so với lạm phát mục tiêu, Ngân hàng Nhà nước đã điều chỉnh lãi suất để kiểm soát lạm phát. Trong khi đó, với quy tắc McCallum, sự thay đổi lượng tiền cơ sở không tương thích với sự điều chỉnh về sai lệch của tốc độ tăng GDP danh nghĩa.

BẢNG 3: Quy tắc Taylor và McCallum nguyên bản

Biến độc lập	Quy tắc Taylor (<i>P_RATE</i>)	Quy tắc McCallum (<i>GROW_MB</i>)
<i>INF_GAP</i>	0,16 [0,00]	
<i>OUTPUT_GAP</i>	0,64 [0,65]	
<i>NOMINAL_GAP</i>		0,00 [0,65]
<i>P_RATE_{t-1}</i>	0,67 [0,00]	
<i>GROW_MB_{t-1}</i>		0,65 [0,02]
<i>C</i>	2,65 [0,00]	
<i>R²</i>	0,79	0,46
<i>F-thống kê</i>	48,66 [0,00]	16,31 [0,00]

Khi xem xét tới mục tiêu ổn định tỷ giá, kết quả ước lượng các tham số được mô tả trong bảng 4. Kết quả ước lượng cho thấy, với mức ý nghĩa 10%, hệ số biến động tỷ giá hối là có ý nghĩa thống kê trong phương trình của quy tắc Taylor. Kết quả này cho thấy việc điều tiết lãi suất cũng được thực

hiện nhằm kiểm soát sự mất giá của đồng nội tệ. Khi tốc độ mất giá của đồng nội tệ tăng lên, lãi suất có xu hướng tăng lên để hạn chế sự mất giá đó. Tuy nhiên đối với mục tiêu về tốc độ tăng trưởng, công cụ tái cấp vốn dường như không theo sát với mục tiêu này.

BẢNG 4: Quy tắc Taylor và McCallum có mục tiêu ổn định tỷ giá

Biến độc lập	Quy tắc Taylor (<i>P_RATE</i>)	Quy tắc McCallum (<i>GROW_MB</i>)
<i>INF_GAP</i>	0,15 [0,00]	
<i>OUTPUT_GAP</i>	0,63 [0,64]	
<i>NOMINAL_GAP</i>		0,00 [0,85]
<i>P_RATE_{t-1}</i>	0,66 [0,00]	
<i>GROW_MB_{t-1}</i>		0,58 [0,00]
<i>GROW_ER</i>	0,12 [0,07]	- 0,01 [0,19]
<i>C</i>	2,43 [0,00]	0,09 [0,00]
<i>R²</i>	0,81	0,48
<i>F-thống kê</i>	39,49 [0,00]	11,66 [0,00]

Đối với phương trình của quy tắc McCallum, tất cả các hệ số mục tiêu đều không có ý nghĩa. Như vậy có thể thấy rằng công cụ kiểm soát MB đã không được sử dụng trực tiếp để thực hiện chính sách tiền tệ theo mục tiêu.

Quy tắc McCallum với các chỉ tiêu khác

của cung tiền

Do việc kiểm soát MB là không trực tiếp hướng tới mục tiêu về GDP danh nghĩa nên bài viết thực hiện kiểm tra quy tắc này với các chỉ tiêu M1 và M2. Kết quả ước lượng được mô tả trong bảng 5.

BẢNG 5: Ước lượng quy tắc McCallum với các chỉ tiêu cung tiền M1 và M2

Biến độc lập	<i>GROW_M1</i>	<i>GROW_M2</i>
<i>NOMINAL_GAP</i>	0,01 [0,01]	0,00 [0,64]
<i>GROW_M_{t-1}</i>	0,39 [0,00]	0,80 [0,00]
<i>GROW_ER</i>	- 0,01 [0,19]	- 0,01 [0,08]
<i>C</i>	0,13 [0,00]	0,05 [0,00]
<i>R²</i>	0,60	0,73
<i>F-thống kê</i>	18,89[0,00]	34,96 [0,00]

Kết quả ước lượng cho thấy, với chỉ tiêu M1 được sử dụng thì hệ số mục tiêu về tăng trưởng GDP danh nghĩa có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, trong khi đó hệ số của biến động tỷ giá hối đoái không có ý nghĩa thống kê. Khi kiểm tra quy tắc McCallum với chỉ tiêu M2, với mức ý nghĩa 5% các hệ số phản ánh điều chỉnh cung tiền theo mục tiêu đều không có ý nghĩa thống kê. Hệ số của mục tiêu ổn định tỷ giá có ý nghĩa thống kê nếu mức ý nghĩa là 10%.

Xem xét lại quy tắc thực hiện chính sách tiền tệ với mục tiêu tăng trưởng

Do bài viết sử dụng phương trình quy tắc Taylor, là quy tắc được xem xét trong nhiều nghiên cứu trước đây và kết quả ở trên cho

thấy sự điều chỉnh lãi suất của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam không dựa trên mục tiêu tăng trưởng nên đã thực hiện điều chỉnh với biến *OUTPUT_GAP* cho phù hợp với thực tế của Việt Nam. Vì hàng năm Việt Nam đều đề ra mục tiêu tăng trưởng, nên *OUTPUT_GAP* sẽ được tính dựa trên chênh lệch giữa tốc độ tăng trưởng sản lượng thực hiện với tốc độ tăng trưởng mục tiêu thay vì tính chênh lệch giữa sản lượng thực tế với sản lượng tiềm năng như phần trên. Việc điều chỉnh này dựa trên nguyên lý rằng, nếu kỳ trước, tốc độ tăng trưởng thấp hơn mục tiêu thì trong kỳ này các công cụ của chính sách tiền tệ có xu hướng nới lỏng, tức là giảm lãi suất hoặc tăng lượng cung tiền.

BẢNG 6: Ước lượng tham số cho quy tắc Taylor theo mục tiêu tăng trưởng

Biến độc lập	<i>P_RATE</i>	<i>P_RATE</i>
<i>INF_GAP</i>	0,14 [0,00]	0,13 [0,00]
<i>OUTPUT_GAP(-1)</i>	0,19 [0,19]	0,24 [0,09]
<i>P_RATE_{t-1}</i>	0,78 [0,00]	0,75 [0,00]
<i>GROW_ER</i>		0,13 [0,03]
<i>C</i>	1,67 [0,00]	1,56 [0,00]
<i>R²</i>	0,81	0,83
<i>F-thống kê</i>	80,00 [0,00]	62,24 [0,00]

Kết quả ước lượng được trình bày ở bảng 6 cho thấy, công cụ lãi suất không chỉ được Ngân hàng Nhà nước sử dụng để kiểm soát lạm phát khi nó lệch khỏi lạm phát mục tiêu mà còn sử dụng khi điều hành chính sách tiền tệ nhằm mục tiêu tăng trưởng kinh tế. Lãi suất sẽ giảm xuống khi mục tiêu tăng trưởng không đạt được mức mục tiêu đề ra. Bên cạnh đó, công cụ lãi suất còn được sử dụng để bình ổn tỷ giá hối đoái và kiểm chế

sự mất giá của đồng nội tệ.

Với lý do trong thực tế thời gian vừa qua, Ngân hàng Nhà nước thường đưa ra các mục tiêu về tốc độ tăng trưởng M2, do đó, thêm một lần nữa, nghiên cứu kiểm tra mức độ phản ứng công cụ kiểm soát về mặt lượng với mục tiêu tăng trưởng kinh tế và lạm phát. Khi đó phương trình hồi quy tương tự như quy tắc Taylor nhưng công cụ kiểm soát là lượng chứ không phải là giá:

$$GROW_M_t = \alpha + \beta GROW_M_{t-1} + \rho (\pi_t - \pi^*) + \delta (y_t - y^*) + \varphi \Delta e_t \quad (9)$$

M là mức cung tiền được xem xét với cả 3 trường hợp MB, M1 và M2. Kết quả ước lượng được mô tả trong bảng 7.

BẢNG 7: Ước lượng hệ số các công cụ lượng với các mục tiêu kinh tế

Biến độc lập	<i>GROW_MB</i>	<i>GROW_M1</i>	<i>GROW_M2</i>
<i>INF_GAP</i>	-0,002 [0,17]	-0,007 [0,00]	-0,002 [0,02]
<i>OUTPUT_GAP(-1)</i>	-0,006 [0,40]	-0,004 [0,54]	-0,007 [0,04]
<i>GROW_ER</i>	-0,003 [0,29]	-0,004 [0,21]	-0,004 [0,02]
<i>GROW_M_{t-1}</i>	0,58 [0,00]	0,50 [0,00]	0,84 [0,00]
<i>C</i>	0,08 [0,00]	0,10 [0,00]	0,04 [0,02]
<i>R²</i>	0,45	0,66	0,78
<i>F-thống kê</i>	10,88 [0,00]	25,46 [0,00]	45,71 [0,00]

Kết quả phân tích công cụ lượng cho thấy trong số các chỉ tiêu điều tiết lượng cung tiền, M2 vẫn là chỉ tiêu được Ngân hàng Nhà nước điều tiết nhằm đạt được các mục tiêu trong nền kinh tế. Tuy nhiên, với hệ số ước lượng của các biến số chênh lệch giữa thực tế và mục tiêu cho thấy sự điều tiết là khá nhỏ. Lượng cung tiền đưa vào nền kinh tế phụ thuộc nhiều vào mức cung tiền trong quá khứ để tránh có sự thay đổi đột ngột.

5. Đánh giá về quy tắc thực thi chính sách tiền tệ của Việt Nam

Thứ nhất, cả hai quy tắc Taylor và McCallum nguyên bản đều không hoàn toàn phù hợp khi sử dụng để xem xét hành động của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. Tuy nhiên khi xem xét các quy tắc mở rộng bổ sung mục tiêu ổn định tỷ giá đã cho thấy, các nhà quản lý tiền tệ sử dụng cả công cụ giá

(kiểm soát lãi suất) và công cụ lượng (tức kiểm soát khối lượng tiền) trong quá trình điều hành chính sách tiền tệ.

Thứ hai, kết quả nghiên cứu cho thấy, việc sử dụng công cụ giá được sử dụng nhiều hơn nhằm hướng tới các mục tiêu lạm phát, trong khi đó công cụ lượng thường được sử dụng để hướng tới mục tiêu sản lượng. Kết quả này có thể được giải thích với thực tế là, công cụ giá thường được sử dụng dưới góc độ hành chính đã tác động tới thị trường nhanh và mạnh hơn so với công cụ lượng và vì thế trong những thời kỳ lạm phát cao hơn mức mục tiêu, công cụ giá đã được Ngân hàng Nhà nước vận dụng khá triệt để thông qua các quy định về lãi suất. Thêm vào đó, thị trường tài chính của Việt Nam vẫn đang trong quá trình hoàn thiện, nên sự truyền dẫn chính sách tiền tệ thông qua công cụ lượng sẽ có độ

trở lớn hơn và qua nhiều kênh trung gian nên có thể làm cho mức độ tác động bị giảm và có thể làm sai lệch đường đi của công cụ, khó đạt được mục tiêu cuối cùng về sản lượng.

Thứ ba, với mục tiêu ổn định tỷ giá, công cụ lãi suất và công cụ lượng đều được sử dụng, điều này cho thấy mục tiêu tỷ giá được xem là mục tiêu quan trọng trong thực thi chính sách tiền tệ. Hành động này xuất phát từ thực tế nền kinh tế Việt Nam có hiện tượng đôla hóa, mặc dù ở mức trung bình, đã ảnh hưởng tới việc thực thi chính sách tiền tệ. Vì thế để giúp ổn định vĩ mô, giảm hiện tượng đôla hóa nhằm hỗ trợ cho tăng trưởng thì ổn định tỷ giá có thể được xem như mục tiêu trung gian.

Thứ tư, trong số các công cụ lượng, kiểm soát cung tiền M1 có tác dụng hơn với mục tiêu kiểm soát GDP danh nghĩa, trong khi đó công cụ M2 có tác dụng hơn với mục tiêu kiểm soát giá trị đồng nội tệ. Bởi vấn đề đôla hóa của nền kinh tế, khi đo lường lượng cung tiền sẽ phải xem xét tới các tài khoản ngoại tệ. Ngân hàng Nhà nước sẽ không thể kiểm soát được tỷ giá hối đoái của nền kinh tế nếu không kiểm soát tốt các giao dịch sử dụng ngoại tệ.

Thứ năm, khi xem xét các hệ số điều chỉnh của chính sách tiền tệ đối với các biến số có ý nghĩa, thì có thể thấy rằng hệ số này là khá nhỏ so với các nước khác. Kết quả phân tích thực chứng có thể được giải thích rằng, do sự giằng co giữa mục tiêu tăng trưởng và lạm phát dẫn tới chính sách tiền tệ phải thay đổi liên tục trong một khoảng thời gian ngắn, điều này cũng phản ánh mức độ dè chừng, chưa thực sự cương quyết và bền bỉ cho một mục tiêu nhất định trong hành động của Ngân hàng Nhà nước./

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Ball Laurence (1999), Policy Rules for Open Economies, in John B. Taylor, ed., *Monetary Policy Rules*, Chicago, Illinois: University of Chicago Press, pp 127-144.
2. James Bullard and Kaushik Mitra (2002), Learning about Monetary Policy Rules, *Working Paper 2000-001E* (bản đã chỉnh sửa), Federal Reserve Bank of St.Louis
3. McCallum Bennett T. (1988), Robustness Properties of a Rule for Monetary Policy, *Carnegie-Rochester Conf. Ser. Public Policy*, 29, pp. 173-204.
4. McCallum (2000), Alternative Monetary Policy Rules: A Comparison with Historical Settings for the United States, the United Kingdom, and Japan, *Economics Quarterly*, Federal Reserve Bank of Richmond, issue Win, pp. 49-79.
5. McCallum (1997), Issues in the Design of Monetary Policy Rules, *NBER working paper 6016*.
6. Mehrotra Aaron and José R. Sánchez-Fung (2011), Assessing McCallum and Taylor rules in a cross-section of emerging market economies, *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money* 21, pp. 207-228.
7. Nguyễn Đức Long, Lê Quang Phong (2012), Nguyên tắc Taylor trong điều hành chính sách tiền tệ, *Tạp chí Ngân hàng*, số 23, tháng 12-2012, tr. 2 - 5.
8. Phạm Thế Anh, *Lạm phát và các quy tắc chính sách tiền tệ*, <http://dl.ueb.edu.vn/bitstream/1247/10698/1/Lam%20phat%20va%20cac%20quy%20tac%20tien%20te.pdf>, truy cập tháng 4-2016.
9. Taylor John B. (1993), Discretion versus policy rules in practise, *Working Paper for Carnegie - Rochester Conference Series on Public Policy* 39, North Holland, pp. 195 - 215
10. Taylor John B. (1999), A Historical Analysis of Monetary Policy Rules, *The National Bureau of Economic Research*, University of Chicago Press, p. 319 - 348.