



NGUYÊN TẮC TAYLOR TRONG ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

Nguyễn Đức Long và Lê Quang Phong *

I- Giới thiệu Nguyên tắc Taylor

Việc ra quyết định trong điều hành chính sách tiền tệ (CSTT) nói chung và lãi suất nói riêng của ngân hàng trung ương (NHTW) liên quan đến một vấn đề cố hữu là tính tự quyết hay quyết định có nguyên tắc (rules vs. discretion), bám theo các nguyên tắc đến mức độ nào, để dự dặt đến đâu cho tính tự quyết là phù hợp. Với xu thế minh bạch hóa và giải trình ngày càng cao đối với các quyết định chính sách, đặc biệt là tại các NHTW điều hành CSTT theo cơ chế lạm phát mục tiêu (inflation targeting), các NHTW nói chung đều đưa ra các nguyên tắc cơ sở để điều hành lãi suất¹.

Năm 1993, nhà nghiên cứu John B. Taylor, Giáo sư Đại học Stanford (Mỹ) đã tiến hành nghiên cứu thực nghiệm đối với chính sách lãi suất của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Federal Reserve - FED) trong vòng một thập niên trong giai đoạn 1980-1990 và phát hiện ra rằng biến động lãi suất điều hành của FED tuân thủ theo một nguyên tắc nhất định trong mối tương quan với lạm phát và tăng trưởng kinh tế. Từ quan sát trên, Taylor đã mở rộng nghiên cứu và khái quát hóa thành một nguyên tắc điều hành lãi suất của NHTW gọi là Nguyên tắc Taylor (the Taylor Rule - TR). Theo TR, lãi suất điều hành cần điều chỉnh phù hợp với thay đổi của chênh lệch sản lượng (output gap - chênh lệch giữa GDP tiềm năng² và GDP thực tế trong một thời kỳ) và chênh lệch lạm phát (chênh lệch giữa mức lạm phát thực tế và mức lạm phát mục tiêu) trong nền kinh tế. TR được biểu



Quan điểm của Ngân hàng Trung ương Châu Âu (ECB) về TR tương đối thận trọng, một phần do mục tiêu CSTT trọng yếu là "ổn định giá cả" và đánh giá CSTT dựa trên hai trụ cột là phân tích thực trạng kinh tế và phân tích tiền tệ

hiện bằng hàm phản ứng chính sách (reaction function) sau:

$$i_t = \pi_t + r_t^* + a_\pi(\pi_t - \pi_t^*) + a_y(y_t - \bar{y}_t).$$

Trong đó:

i_t là lãi suất điều hành của NHTW theo TR;

π_t là tỷ lệ lạm phát tính theo chỉ số GDP deflator³;

π_t^* là tỷ lệ lạm phát mục tiêu;

r_t^* lãi suất thực cân bằng giả định;

a_π và a_y là các tham số phản ứng chính sách (reaction parameters) hay trọng số đối với tăng trưởng và lạm phát

y_t tăng trưởng GDP;

$\bar{y}_t$ tăng trưởng GDP tiềm năng.

II- Chính sách tiền tệ của FED và Nguyên tắc Taylor

Theo Taylor, kể từ đầu những năm 1980, lãi suất điều hành (federal funds rate) của FED biến động cùng xu hướng và bám sát với lãi suất khuyến nghị của TR⁴ (lãi suất Taylor). TR được cả giới nghiên cứu và các NHTW quan tâm và dần trở thành một chỉ báo được quan tâm đối với việc phân tích và điều hành CSTT. Tại FED, các thành viên Ủy ban nghiệp vụ thị trường mở liên bang (FOMC⁵) trong đó có cựu Chủ tịch Greenspan và một

* Vụ CSTT - NHNN



số chủ tịch FED địa phương cũng thường đề cập đến TR trong các đề xuất lãi suất. Theo Mishkin (2004), lãi suất Taylor phản ánh tương đối tốt thực tiễn điều hành CSTT của FED trong khoảng 4 thập kỷ qua. (Biểu đồ 1)

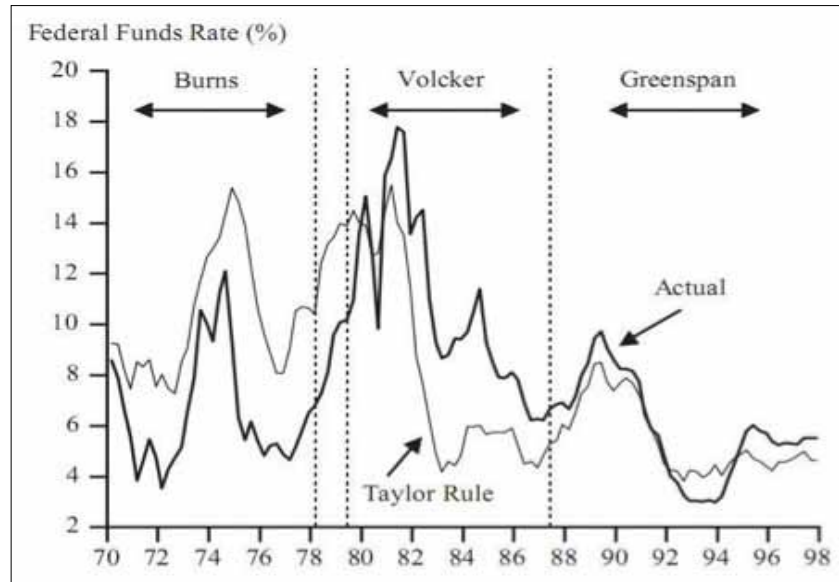
Dưới thời Chủ tịch Arthur Burns (1970-1979), lãi suất của FED liên tục thấp hơn lãi suất Taylor khiến lạm phát trong thời kỳ này tăng cao. Dưới thời chủ tịch Paul Volcker (1979-1987), FED đặt trọng tâm là kiềm chế lạm phát, vì vậy, lãi suất của FED, nhìn chung, luôn cao hơn lãi suất Taylor. Đến thời Chủ tịch Greenspan (1987-2003), lãi suất điều hành bám sát lãi suất Taylor hơn, độ biến động của lạm phát và tăng trưởng kinh tế của Mỹ cũng thấp hơn các thời kỳ trước.

Ưu điểm chính của TR là tính đơn giản, dễ hiểu, dễ tính toán, do đó, giúp tăng cường tính minh bạch và khả năng giải trình cho NHTW. TR cho phép điều chỉnh linh hoạt trọng số của sản lượng và lạm phát phù hợp với mục tiêu trọng tâm của NHTW trong việc quyết định lãi suất điều hành. Điều này có ý nghĩa với các NHTW sử dụng cơ chế điều hành CSTT theo mục tiêu lạm phát vì vẫn có thể dễ dàng điều chỉnh trọng số của mục tiêu lạm phát so với mục tiêu tăng trưởng trong từng thời kỳ⁶. Hạn chế của TR là không tính tới và đưa vào mô hình các diễn biến bất thường và các điều kiện kinh tế vĩ mô khác ngoài tăng trưởng, lạm phát có thể tác động đến lãi suất; do đó, tính chỉ báo trong ngắn hạn hạn chế⁷. Tuy nhiên, đây chính là dư địa để các nhà điều hành chính sách phát huy kinh nghiệm, hiểu biết về tình hình thực tế để đưa ra quyết định chính sách dựa trên cơ sở khoa học của TR và thực trạng kinh tế vĩ mô, mục tiêu chính sách trong từng thời kỳ.

III- Thảo luận và ứng dụng Nguyên tắc Taylor

1. Một số vấn đề gây tranh luận

Biểu đồ 1: Lãi suất điều hành của FED so với TR qua các thời kỳ



Nguồn: Judd and Rudebusch (1998)

chủ yếu

Bên cạnh lo ngại chung về việc TR không bao hàm các yếu tố ngắn hạn về thực trạng kinh tế, tiền tệ. Các giả định của mô hình này cũng thường được tranh luận, cần được vận dụng linh hoạt.

Một là, TR cần phải tuân theo nguyên tắc nhìn lại quá khứ hay hướng tới tương lai⁸: Nhiều ý kiến tại các cuộc họp của FOMC đầu những năm 2000 cho rằng có thể thay thế các biến số hiện thời về tăng trưởng và lạm phát hiện thời trong công thức TR bằng các dự báo về các biến số đó để đảm bảo CSTT có tính dẫn dắt thị trường. Greenspan cũng ủng hộ quan điểm này vì nó phản ánh những thông số mới nhất và vì tình hình kinh tế Mỹ đang ở thời kỳ bất thường, các quy luật cũ có thể mất tính hiệu quả. Tuy nhiên, nguyên tắc hướng tới tương lai lại phụ thuộc vào khả năng dự báo kinh tế vĩ mô. Thực tiễn cho thấy điều hành CSTT của FED dung hòa giữa hai thái cực nói trên.

Hai là, lãi suất thực thay đổi theo thời gian: lãi suất thực có thể bị tác động bởi xu thế tăng của năng suất trong điều kiện lạm phát không hoặc ít thay đổi. Do người dân và

doanh nghiệp kỳ vọng thu nhập tăng, nên nhu cầu vay vốn cũng tăng để tăng đầu tư và tiêu dùng. Do đó, biến lãi suất thực trong TR cần được điều chỉnh phù hợp với chu kỳ kinh tế.

Ngoài ra, các vấn đề về cách xác định mức lạm phát mục tiêu hay chênh lệch sản lượng cũng thường được tranh luận.

2. Ứng dụng TR tại một số nước

Thời điểm TR ra đời trùng với thời kỳ có những thay đổi lớn trong xu hướng điều hành CSTT toàn cầu. Ở Mỹ, FED lần lượt bỏ dần việc sử dụng các mục tiêu khối lượng tiền tệ M1 (năm 1987) và M2 (năm 1993). Với xu thế tăng tính độc lập của các NHTW sau khi trải qua một giai đoạn lạm phát cao, đến năm 1994, nhiều NHTW đã chính thức chuyển sang điều hành CSTT theo cơ chế lạm phát mục tiêu trong đó đi đầu là New Zealand, Canada, Anh, Úc, Thụy Điển...

Quan điểm của Ngân hàng Trung ương Châu Âu (ECB) về TR tương đối thận trọng, một phần do mục tiêu CSTT trọng yếu là “ổn định giá cả” và đánh giá CSTT dựa trên hai trụ cột là phân tích thực trạng kinh tế và phân tích tiền tệ. Trong đó, TR chưa đáp ứng được



yêu cầu phân tích tiền tệ nên chỉ được sử dụng để hỗ trợ cho mô hình AWM (area wide model - mô hình toàn khu vực) được dùng để đánh giá thực trạng kinh tế, dự báo và phân tích chính sách. Các vấn đề chủ yếu đối với TR theo quan điểm của ECB là: (i) Bỏ qua nhiều biến số kinh tế, tiền tệ quan trọng; (ii) Các cú sốc kinh tế khác nhau cũng đòi hỏi phản ứng chính sách khác nhau; (iii) Không quan sát được lãi suất thực và sản lượng tiềm năng; (iv) Lãi suất điều hành không thể âm trong khi lãi suất Taylor có thể âm; (v) TR hướng đến cả tăng trưởng và lạm phát trong khi mục tiêu chủ đạo của ECB là ổn định giá cả (tức là lạm phát).

NHTW Anh (Bank of England) không sử dụng TR một cách chính thức trong hoạt động điều hành CSTT. Tuy nhiên, giống như tại nhiều NHTW khác, các thành viên Ủy ban CSTT và các chuyên gia phân tích cũng sử dụng TR phối hợp với nhiều hàm số phản ứng chính sách khác để phân tích CSTT, nhưng do tính chất đơn giản của mỗi hàm số trên nên Ủy ban CSTT không đặt nặng một nguyên tắc nào cả. Đầu vào của TR do các chuyên gia NHTW Anh sử dụng gồm chênh lệch lãi suất và chênh lệch sản lượng trễ 1 kỳ; lạm phát mục tiêu 2,5%; lãi suất thực được tính từ giá trái phiếu gắn với chỉ số (index-linked bonds); tỷ trọng đối với lạm phát và tăng trưởng dao động trong khoảng 0,25 đến 0,75.

Các NHTW khác điều hành CSTT theo lạm phát mục tiêu, nhìn chung, đều sử dụng TR ở mức độ như NHTW Anh. Tại NHTW Úc, TR cũng mang tính hỗ trợ cho phân tích điều hành CSTT và được nhận định là đáng được kiểm nghiệm định kỳ (Thống đốc NHTW Úc Stevens, 2001). NHTW Thụy Sĩ đưa TR vào trong các mô hình vĩ mô cỡ lớn và cỡ nhỏ bên cạnh các mô hình VAR⁹ và M3.

Tại các nền kinh tế mới nổi, việc áp dụng TR phức tạp hơn do đặc

thù mục tiêu của CSTT thường là tỷ giá. Taylor (2000) cho rằng, đối với các nước mới nổi không cố định tỷ giá lâu dài, chính sách phù hợp duy nhất là dựa vào bộ ba trụ cột là tỷ giá linh hoạt, đặt mục tiêu lạm phát và CSTT có nguyên tắc. Taylor thừa nhận các nguyên tắc CSTT cần điều chỉnh cho phù hợp với các nước này, ví dụ NHTW cần: (i) Dựa vào mục tiêu khối lượng tiền tệ chứ không phải mục tiêu lãi suất; (ii) Đặt mục tiêu tỷ giá trong trường hợp đảm bảo tính nhất quán với lạm phát trong dài hạn; (iii) Điều chỉnh CSTT nhanh và mạnh hơn do không có thị trường vốn phát triển.

IV- So sánh lãi suất của Việt Nam và Nguyên tắc Taylor

Từ kinh nghiệm của các nước, TR cũng có thể là một chỉ báo tiềm năng, đáng được xem xét, nhất là trong trung - dài hạn. Tuy nhiên, để áp dụng TR, với điều kiện kinh tế vĩ mô và số liệu kinh tế của Việt Nam, cần phải bổ sung một số giả định và xử lý dữ liệu đầu vào để thỏa mãn công thức TR.

Giai đoạn quan sát được lựa chọn là từ Quý 1/2001 đến Quý 3/2012. Trọng số đối với tăng trưởng và lạm phát được chọn là mức ngang nhau (0,5;0,5 - giống mô hình gốc của Taylor áp dụng đối với trường hợp của Mỹ), thể hiện quan điểm trung tính giữa mục tiêu lạm phát và tăng trưởng trong điều hành CSTT. Lựa chọn này là phù hợp với thực tế Việt Nam vì về cơ bản, định hướng điều hành kinh tế vĩ mô của Chính phủ cân bằng giữa kiềm chế lạm phát và thúc đẩy tăng trưởng nhất là trong trung - dài hạn. Các chuỗi số liệu sử dụng là CPI hàng tháng so với cùng kỳ năm trước; tăng trưởng GDP hàng quý so với cùng kỳ năm trước. Các mức mục tiêu về lạm phát và lãi suất thực được tính toán và lựa chọn như sau:

(i) Về lạm phát, yêu cầu dữ liệu của TR là trung bình trượt 4 quý của chỉ số GDP deflator. Ta có thể sử dụng chuỗi chỉ số giá tiêu dùng CPI so với cùng kỳ theo tháng để

tính mức tăng CPI so với cùng kỳ trung bình cho từng quý; sau đó, tiếp tục tính được trung bình trượt 4 quý của CPI (trên cơ sở trung bình quý hiện tại và 3 quý liền trước).

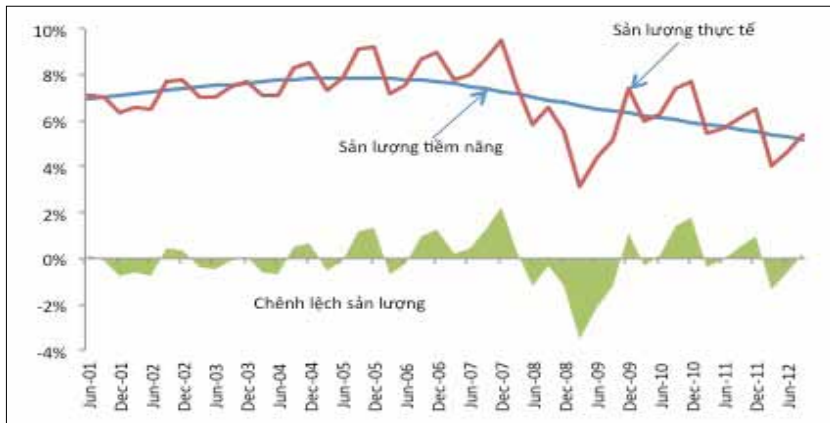
(ii) Về chênh lệch sản lượng, ta sử dụng phương pháp ước lượng, từ dãy số liệu GDP ta sử dụng công cụ lọc HP filter¹⁰ để ước lượng đường xu hướng dài hạn tuyến tính (linear trend) của dãy số tăng trưởng GDP. Giá trị tại mỗi thời điểm trên đường này (có bản chất phản ánh xu hướng dài hạn của chuỗi số liệu GDP ban đầu) được coi là mức tăng trưởng sản lượng tiềm năng. Hiệu số giữa tăng trưởng GDP thực tế và giá trị xu hướng tính được tại từng thời điểm là chênh lệch sản lượng. Cần nói thêm rằng, sản lượng tiềm năng của một nền kinh tế là một biến số lý thuyết, không thể quan sát trong thực tế, do đó, chỉ có thể ước lượng biến số này. Các nhà kinh tế đã phát triển rất nhiều mô hình nhằm ước lượng biến số này tùy theo điều kiện thực tiễn của từng quốc gia. Phương pháp ước lượng đơn giản và được sử dụng phổ biến nhất với hiệu quả tương đối tốt là phương pháp ước lượng bằng công cụ lọc HP filter. Từ phương pháp luận trên ta tính được chênh lệch sản lượng tiềm năng của Việt Nam, biểu diễn bằng biểu đồ 2: (Biểu đồ 2)

Về giả định đối với mục tiêu về lạm phát và lãi suất thực, để đơn giản ta giả định trong suốt giai đoạn mục tiêu lạm phát là 7%; mục tiêu lãi suất thực là 3%. Từ đó, ta có được chuỗi lãi suất điều hành đề xuất theo TR cho Việt Nam giai đoạn 2001-2012 như sau: (Biểu đồ 3)

Từ biểu đồ có thể thấy lãi suất Taylor biến động cùng xu hướng với các loại lãi suất điều hành và thị trường, trong đó bám sát nhất là lãi suất cho vay bình quân. Lãi suất Taylor có độ biến động khá lớn chủ yếu do lạm phát biến động lớn. Kể từ cuối năm 2011, lãi suất Taylor giảm dần, phù hợp

Biểu đồ 2: Chênh lệch sản lượng hàng quý của Việt Nam, 2001-2012

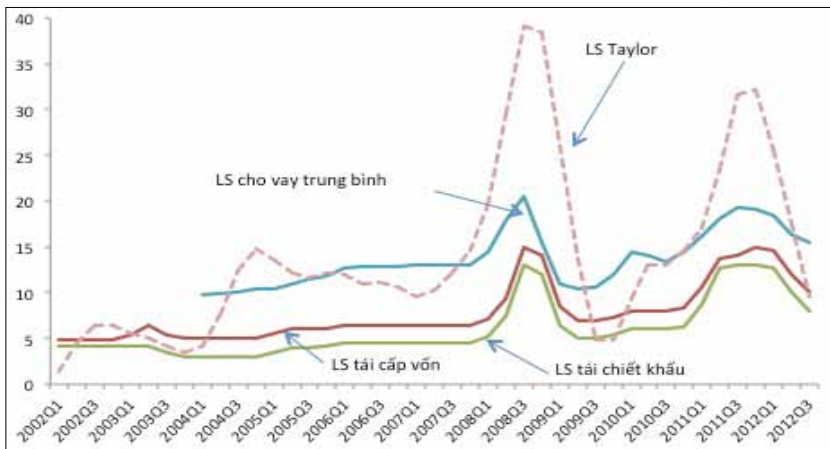
Đơn vị: %



Nguồn: Tổng cục Thống kê, tính toán của tác giả.

Biểu đồ 3: Diễn biến các loại lãi suất và lãi suất Taylor, 2001-2012

Đơn vị: %/năm.



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước và tính toán của tác giả.

với xu hướng giảm của các loại lãi suất và lạm phát. Như vậy, kết quả tính toán ban đầu này dựa trên hai giả định về mục tiêu lạm phát và lãi suất thực nhưng cũng ít nhiều phản ánh được xu hướng lãi suất của Việt Nam trong các năm qua. Đối với năm 2012, thời điểm Quý 3, lãi suất tái cấp vốn, tái chiết khấu ở mức 10%/năm và 8%/năm là phù hợp với TR vì lãi suất Taylor lần lượt ở mức 9,6% đối với mục tiêu lạm phát 7% và ở mức 8,6% với mục tiêu lạm phát 9%¹¹.

V- Một số nhận xét

Từ nghiên cứu lý thuyết và thực tiễn có thể thấy TR là một nguyên tắc tương đối đơn giản để đánh giá CSTT thông qua các phản ứng chính sách có hệ thống đối với các

thông tin về thực trạng kinh tế trong tương lai. Nó nhấn mạnh CSTT cần được xem xét, điều chỉnh thường xuyên liên tục. Tại các nước, TR được áp dụng ở mức độ khác nhau với vai trò hỗ trợ cho các mô hình đánh giá CSTT tổng quan, nhất là tại các nước mới nổi với đặc trưng CSTT đặt mục tiêu tỷ giá. Về mặt học thuật, TR đã và đang được sử dụng tương đối hiệu quả trong việc kiểm nghiệm việc điều hành CSTT tại nhiều quốc gia phát triển, theo khuôn khổ lạm phát mục tiêu. Từ thực tiễn điều hành tại các NHTW cũng như quan điểm của các nhà nghiên cứu, có thể thấy TR là một công cụ tốt để phân tích CSTT, có khả năng đóng góp tích cực vào việc nâng cao tính minh bạch, khả

năng giải trình của NHTW. ■

1. Theo điều tra của BIS, 1/3 số NHTW được hỏi xây dựng giả định lãi suất dựa trên một hàm phản ứng chính sách; 2/5 dự báo dựa trên giả định trung tính như lãi suất không đổi; 2/5 dựa trên kỳ vọng lãi suất của thị trường và một số xây dựng dự báo dựa trên nhiều giả định khác nhau (Nelson, 2008, 7-8).

2. Là mức sản lượng GDP đạt được khi nền kinh tế được giả định ở trạng thái cân bằng, toàn dụng lao động, nguồn lực được phân bổ hoàn hảo, tăng trưởng ở mức cao nhất mà không tạo áp lực lạm phát.

3. Chỉ số giảm phát GDP, phản ánh mức độ thay đổi của giá cả dựa trên việc so sánh giữa GDP tính theo giá cả hiện hành và GDP tính theo giá cả của năm được so sánh.

4. Taylor đưa ra công thức đối với trường hợp lãi suất của FED như sau: $i_t = \pi_t + 2 + \frac{1}{2}(\pi_t - 2) + \frac{1}{2}(y_t - y_n)$ (tức là lạm phát mục tiêu 2%; lãi suất thực 2%/năm; tầm quan trọng của tăng trưởng và lạm phát là ngang nhau).

5. Federal Open market Committee - Ủy ban trực thuộc FED có 12 thành viên là các lãnh đạo của FED và các chủ tịch FED khu vực, nắm quyền quyết định về chính sách tiền tệ của FED.

6. Các nước áp dụng cơ chế lạm phát mục tiêu trong điều hành CSTT để đạt được mục tiêu lạm phát đều đặt ra cả mục tiêu tăng trưởng; trong số của hai yếu tố này khác nhau giữa các nước phụ thuộc vào thiên hướng chủ trọng đối với tăng trưởng hay lạm phát.

7. Greenspan nhận định "ngoài việc tổng hợp kinh nghiệm quá khứ, không phải lúc nào cũng nên dùng TR vì điều kiện kinh tế trong tương lai có thể thay đổi".

8. Backward looking vs. forward looking hay description vs. prescription (mô tả lại hay chẩn đoán)

9. Mô hình tự hồi quy vector (Vector Autoregression) được dùng phổ biến trong phân tích và dự báo kinh tế vĩ mô.

10. Thủ tục lọc chuỗi số liệu Hodrick-Prescott (có trong phần mềm Eviews). Công cụ này giúp lọc các yếu tố chu kỳ của một chuỗi số liệu thời gian để cho ra một chuỗi mới thể hiện xu hướng trong trung và dài hạn.

11. Nghị quyết về Kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội năm 2012 được Quốc hội thông qua ngày 9/11/2011 đặt mục tiêu lạm phát năm 2012 dưới 10%.

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Judd and Rudebusch, 1998, Taylor's Rule and the Fed: 1970-1997, FRBSF Economic Review 1998, number 3

2. Federic S. Mishkin, 2004, The economics of money, banking, and financial markets 7th edition

3. Pier Francesco Asso, George A. Kahn, Robert Leeson, 2010, The Taylor Rule and the Practice of Central Banking, Fed Kansas City research working papers.

4. European Central Bank, 2003, Interest rate reaction functions and the Taylor rule in the Euro area, Working paper No. 258