

KHẢ NĂNG CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ TRONG VIỆC KHẮC PHỤC LẠM PHÁT CAO DÀI HẠN PHÂN TÍCH DỰA TRÊN LUẬT TAYLOR CHO TÌNH HUỐNG VIỆT NAM

PGS.TS. NGUYỄN TRỌNG HOÀI & ThS. NGUYỄN HOÀI BẢO*

1. Bối cảnh lạm phát VN

Những năm gần đây, tăng trưởng kinh tế của VN vẫn giữ được ở mức cao trong khu vực, ngay cả trong giai đoạn suy thoái của các nước Mỹ và châu Âu. Tuy nhiên, đó không phải là một thành quả lạc quan trọn vẹn mà ẩn chứa những tiềm ẩn rủi ro khi nhìn đến những chỉ số vĩ mô khác. Trong khu vực chính phủ thì đó là vấn đề thâm hụt cao và nợ nước ngoài; khu vực sản xuất là vấn đề thâm hụt thương mại; còn khu vực tiền tệ thì lạm phát cao vẫn chưa thể nào chế ngự được một cách chủ động.

Chính sách tài khóa của Chính phủ gần như theo đuổi một mục tiêu duy nhất là tăng trưởng kể từ sau khủng hoảng của khu vực năm 1997 và điều này buộc Chính phủ đã và đang đánh đổi bằng thâm hụt ngân sách ngày càng nhiều. Chính sách tiền tệ không những đã bổ sung cho mục tiêu tăng trưởng của Chính phủ mà còn đảm trách một gánh nặng là xử lý lạm phát do tác động trung hạn trong việc nới lỏng chi tiêu kéo dài của Chính phủ, và do đó đã làm tăng tổng cầu quá mức.

Gánh nặng này không dừng lại ở đó mà nó còn bị ràng buộc bởi một mục tiêu trung gian khác - cũng vì mục tiêu tăng trưởng - đó là tỷ giá hối đoái trong bối cảnh tự do hóa các dòng vốn vào và ra ngày càng nhiều về quy mô cũng như tính không ổn định. Việc kiềm giữ tỷ giá danh nghĩa

để nó không đổi theo thời gian xem như là một tín hiệu của sự ổn định và giảm rủi ro cho nhà đầu tư nước ngoài, đã gần như là quá sức chịu đựng của Ngân hàng Nhà nước (NHNN) và triệt tiêu tính độc lập của chính sách tiền tệ trong thời gian gần đây. Khi những dòng vốn vào bơm đầy cho tài khoản vốn và cũng là nơi tài trợ cho cán cân xuất nhập khẩu thì việc kiềm giữ tỷ giá đã đánh đổi bằng việc tăng cung tiền và dự trữ ngoại hối theo kiểu can thiệp trung hòa tiền tệ. Tuy nhiên, khi mà sự thâm hụt kéo dài và dòng vốn vào giảm đi (và thậm chí đảo chiều do nền kinh tế thế giới suy thoái hoặc do môi trường đầu tư thiếu cạnh tranh) thì việc kiềm giữ tỷ giá đã trở thành một nhiệm vụ khá khó khăn cho NHNN khi dự trữ ngoại hối có giới hạn trong điều kiện bình thường và càng giới hạn trong điều kiện yếu tố kỳ vọng của công chúng về đồng nội tệ mất giá kéo dài.

Những khó khăn trên của NHNN trong bối cảnh hiện nay buộc phải rà soát lại những mục tiêu và công cụ của chính sách tiền tệ mà cơ quan này đang thực thi. Ở góc độ lý thuyết, một ngân hàng trung ương (NHTƯ) có thể đạt được mục tiêu ổn định giá (và cả tăng trưởng kinh tế) trong ngắn và trung hạn bằng việc kiểm soát tổng lượng cung tiền và từ đó kiểm soát lãi suất. NHNN hàng năm phải thông qua Quốc hội về mục tiêu tăng trưởng tín dụng và xa hơn là cung tiền cho thấy họ đang

áp dụng mục tiêu trung gian đó là quản lý lượng cung tiền chứ không phải là lãi suất (Hung và Pfau, 2009). Tuy nhiên, trong điều hành, chính sách tiền tệ lại được điều hành bởi lãi suất chính sách, chẳng hạn như lãi suất cơ bản và trần lãi suất, song công cụ này được đánh giá là không mấy thành công (Diu và Pfau, 2010). Tất cả những vấn đề trên dẫn đến tính cần thiết là phải đánh giá lại chính sách tiền tệ và mục tiêu trung gian của nó nhằm đạt được mục tiêu cuối cùng là ổn định giá cả và có thể góp phần tăng trưởng.

Bài nghiên cứu này sẽ cố gắng phân tích bối cảnh lạm phát VN theo quy luật Taylor thông qua quan sát diễn biến của lãi suất và mối quan hệ của biến vĩ mô này với lạm phát, từ đó luận giải tính khả thi của chính sách tiền tệ với mục tiêu tăng trưởng và ổn định lạm phát cho tình huống VN dựa trên một nguyên tắc hết sức nhất quán mang tính quy luật. Bài viết này sẽ trình bày quy luật Taylor như là một công cụ phổ biến nhằm giúp NHTƯ điều hành chính sách tiền tệ để đạt được mục tiêu sản lượng lẫn giá cả. Sau đó, dựa trên những giả định sẽ tính toán lãi suất theo quy tắc Taylor và coi đó như là lãi suất chính sách mà đáng lý ra NHNN nên theo đuổi nhằm ổn định nền kinh tế. Cuối cùng bài viết sẽ phân tích tính khả thi của chính sách tiền tệ VN trong việc ứng dụng quy tắc Taylor và sau đó đưa ra một số những gợi ý mang tính nguyên tắc về chính sách ổn định lạm phát trong bối cảnh VN.

2. Luật Taylor

Chính sách tiền tệ của một NHTƯ có thể lấy cung tiền làm mục tiêu và điều hành các công cụ của mình để cung tiền có thể quay xung quanh mục tiêu đó. Trong trường hợp này, một khi có sự biến động trên thị trường hàng hóa, chẳng hạn như những cú sốc về tiêu dùng hay đầu tư và thậm chí sự việc mở rộng chi tiêu của chính phủ sẽ làm cho sản lượng và lãi suất dao động. Ngược lại, nếu NHTƯ đặt ra mục tiêu lãi suất thì cung tiền sẽ dao động để đảm bảo đạt được mục tiêu này. Trong trường hợp này thì biến động trong thị trường tiền tệ hầu như được triệt tiêu để đảm bảo lãi suất đạt được mục tiêu và vì thế sản lượng ít biến động.

Phân tích trên cho thấy có một sự đánh đổi

trong việc lựa chọn mục tiêu trung gian của chính sách tiền tệ. Nếu theo đuổi mục tiêu cung tiền thì sản lượng và lãi suất sẽ biến động ngoài dự kiến của ngân hàng, trong khi đó nếu theo đuổi lãi suất mục tiêu thì cung tiền gần như là một biến ngoại sinh. Việc kết hợp các mục tiêu này là cần thiết trong điều hành chính sách tiền tệ. John Taylor (1993) đã dung hòa hai mục tiêu này và hình thành một quy tắc mà giờ đây được ứng dụng (và cả kiểm chứng thực nghiệm) khá rộng rãi đối với nhiều NHTƯ. Quy tắc của Taylor cho phép NHTƯ định ra lãi suất cần thiết để đạt được tăng trưởng mục tiêu lẫn lạm phát mục tiêu. Luật Taylor có thể mô tả đơn giản như sau:

$$i_t = r + \pi_t + f_1(\pi_t - \pi^*) + f_2 y_t \quad (1)$$

Trong đó, i là lãi suất chính sách mà NHTƯ điều hành; r là lãi suất thực dài hạn; y là phần trăm chênh lệch giữa sản lượng thực tế và sản lượng tự nhiên (sản lượng trung bình dài hạn, hay còn gọi là sản lượng xu thế_trend output), và phần trăm chênh lệch này còn gọi là chênh lệch sản lượng - Output Gap) và $(\pi_t - \pi^*)$ là chênh lệch giữa lạm phát thực tế và lạm phát mục tiêu. Taylor đề nghị $r=2$, $f_1=0,5$ và $f_2 = 0,5$. Quy tắc này cho thấy lãi suất chính sách sẽ phải tăng lên khi mà lạm phát thực tế đang cao hơn lạm phát mục tiêu (Taylor cho là 2%) [1] và tăng trưởng đang cao hơn mức tiềm năng (tức là y mang dấu dương). Taylor (1993) và nhiều tác giả khác [2] đã chứng minh rằng lãi suất của Cục dự trữ Liên bang Mỹ đã gần như đi theo quy luật trên. Luật Taylor không những là một công cụ đơn giản cho NHTƯ hướng lãi suất để đạt được mục tiêu giá cả và sản lượng mà còn là một công cụ nhằm định hướng yếu tố kỳ vọng. Yếu tố kỳ vọng là một nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến lãi suất ngắn hạn hay xa hơn là kết quả của chính sách tiền tệ, vì thế nếu NHTƯ thực hiện một quy tắc cố định thì yếu tố kỳ vọng sẽ trở thành một nhân tố mà NHTƯ có thể định hướng được (Taylor, 2000).

Quy tắc này được Taylor xây dựng cho nền kinh tế của Mỹ với giả thuyết là nền kinh tế đóng. Sau đó, nhiều tác giả khác đã phát triển quy tắc này cho nền kinh tế nhỏ và mở cửa, chẳng hạn Ball (1999), Svensson (1999) và Batini, Harrison và Millard (2000). Chẳng hạn như Ball (1999) cho

ràng lãi suất ở một nền kinh tế mở quy mô nhỏ cũng có thể áp dụng một quy tắc theo kiểu Taylor nhưng mở rộng hơn, cụ thể tỷ giá hối đoái là một biến sẽ phải thêm vào phương trình Taylor ban đầu. Trong trường hợp này, phương trình [1] ở trên được mở rộng, với e_t và e_{t-1} lần lượt là phần trăm chênh lệch giữa tỷ giá thực tế và tỷ giá thực cân bằng trong gian đoạn hiện hành và giai đoạn trước đó (trễ một giai đoạn).

$$i_t = r + \pi_t + f_1(\pi_t - \pi^*) + f_2 y_t + f_3 e_t + f_4 e_{t-1} \quad (2)$$

Tuy nhiên, về bằng chứng thực nghiệm thì Ball (1999), Svensson (1999) và cả Batini, Harison và Millard (2000) đều cho thấy tỷ giá biến động ít ảnh hưởng lên lãi suất và không làm thay đổi luật Taylor gốc là bao nhiêu bởi vì f_3 là dương trong khi f_4 là âm (Taylor, 2000). Cụ thể, kết quả ước lượng trong các nghiên cứu trên như sau:

Bảng 1. Hệ số ước lượng của biến tỷ giá hối đoái lên lãi suất theo quy luật Taylor

	f_3	f_4
Ball (1999)	-0,37	0,17
Svensson (2000)	-0,45	0,45
Taylor (1999)	-0,25	0,15

Nguồn: Tổng hợp bởi Cavoli và Ramkishan (2006)

Điều lưu ý ở kết luận trên là những nước nhỏ và mở cửa vẫn có thể tham khảo luật Taylor trong điều hành lãi suất của mình khi mà tỷ giá hối đoái của họ gần như tự do biến động. Trên thực tế thì nhiều nền kinh tế nhỏ và thường là những nền kinh tế mới nổi như VN chẳng hạn, tỷ giá được tuân thủ theo cơ chế thả nổi nhưng có quản lý khá chặt chẽ. Tỷ giá dao động tạo ra nhiều chi phí bất lợi cho nền kinh tế mới nổi, vì thế chế độ tỷ giá mà họ theo đuổi có thể là cố định hoàn toàn hoặc cũng có thể linh hoạt điều chỉnh, hoặc neo giá trị danh nghĩa với một hoặc một rổ tiền tệ chủ chốt nào đó. Taylor (2000) cho rằng với một nền kinh tế mà ở đó tỷ giá hoàn toàn cố định thì không cần quy luật cho chính sách tiền tệ bởi vì những công cụ của chính sách tiền tệ không còn tác dụng gì cho mục tiêu ở bên trong và điều này thường được hiểu là “bộ ba bất khả thi” (Impossible Trinity).

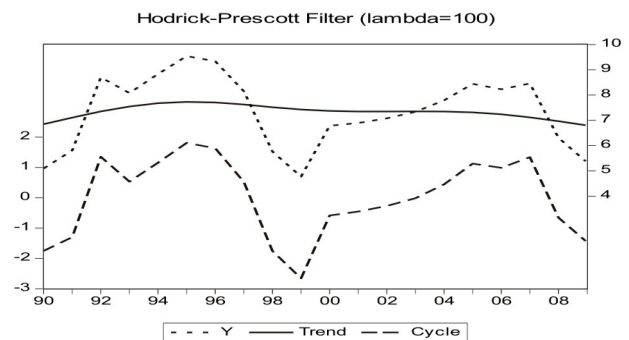
3. Phân tích biến động lãi suất của VN bằng luật Taylor

Trong phần này chúng tôi thử ứng dụng quy luật Taylor để tính ra lãi suất chính sách mà NHNN có thể dùng nó để định hướng lãi suất thị trường lẫn mục tiêu kiểm soát lạm phát và tăng trưởng. Để làm điều này chúng tôi đặt ra hai giả định quan trọng như sau:

Một là, các hệ số cơ bản giữa lãi suất đối với chênh lệch sản lượng và chênh lệch giá vẫn giống như hệ số mà Taylor đề nghị.

Hai là, biến động của tỷ giá không ảnh hưởng nhiều đến biến động lãi suất.

Chúng tôi tiến hành ước lượng chênh lệch sản lượng và chênh lệch giá của VN trong giai đoạn 2000-2010. Việc ước lượng giá trị cân bằng của hai biến số này dựa vào phương pháp lọc Hodrick - Prescott. Kết quả ước lượng giá trị cân bằng của sản lượng và giá cả được mô tả ở hình 1 bên dưới.



Hình 1. Chênh lệch giữa tăng trưởng thực tế và tăng trưởng tự nhiên tính toán theo Hodrick - Prescott

Chúng tôi giả định rằng giá trị trung bình từ ước lượng giá trị cân bằng của sản lượng là tăng trưởng tiềm năng của nền kinh tế, và giá trị này là 7%. Giả sử bổ sung về lãi suất thực dài hạn của VN là 2% và đặt mục tiêu lạm phát hàng năm là 7% thì quy luật Taylor ở trên có thể viết lại cho các giả định mà chúng tôi đã đưa ra cho trường hợp của VN là:

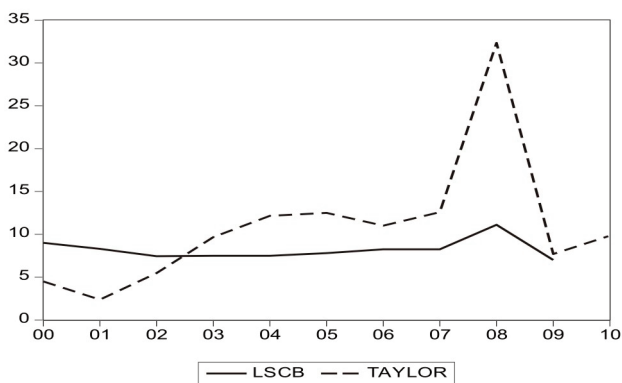
$$i_t = 2 + \pi_t + 0,5(\pi_t - 5) + 0,5(y_t - 7) \quad (3)$$

Hình 2 bên dưới cho kết quả tính toán lãi suất theo công thức Taylor ở trên và so sánh với lãi suất cơ bản mà NHNN đang điều hành. Về cơ bản, xu hướng lãi suất chính sách của NHNN đã thay đổi cùng với xu hướng của lãi suất ước lượng đơn

KIỂM SOÁT LẠM PHÁT Ở VIỆT NAM

giảm dựa theo quy luật Taylor theo nghiên cứu của chúng tôi nhưng lại khác nhau về độ lớn. Trong tính toán này, chúng tôi giả sử để năm 2010 đạt được lạm phát là 7% theo yêu cầu của Quốc hội và tăng trưởng đạt mức dự báo khoảng 6,7% thì lãi suất phải tăng lên trở lại. Tính toán này cũng cho thấy, trong giai đoạn lạm phát cao 2004-2006 đáng lẽ ra lãi suất cơ bản phải tăng cao hơn nữa để giảm lạm phát chứ không phải là điều chỉnh giảm theo kiểu hành chính như NHNN đã làm với mục tiêu giảm gánh nặng cho khu vực doanh nghiệp và kích thích tăng trưởng. Có nghĩa là, về nguyên tắc căn bản lạm phát và tăng trưởng trong ngắn hạn có mối quan hệ đánh đổi (Trade - Off).

Kết quả tính toán trên đã dựa vào quá nhiều giả định, và như vậy nó chỉ có giá trị tham khảo. Tuy nhiên, đây cũng là một gợi ý để NHNN có thể tạo ra một công cụ để chính sách tiền tệ có thể đạt được mục tiêu ổn định lạm phát và duy trì tăng trưởng. Phần kế tiếp của bài viết này chúng tôi sẽ phân tích sâu hơn về những khả năng trong việc điều hành chính sách tiền tệ theo quy luật Taylor.



Hình 2. Lãi suất cơ bản của NHNN và lãi suất tính toán theo quy luật Taylor

Nguồn: Tính toán từ số liệu của NHNN và Tổng cục Thống kê.

4. Khả năng ứng dụng luật Taylor cho chính sách tiền tệ của VN

VN là một tình huống của một nền kinh tế chuyển đổi và vẫn đang bị đô la hóa (Goujon, 2006). Bối cảnh này sẽ ảnh hưởng lên hiệu quả của chính sách tiền tệ và sự lựa chọn chế độ tỷ giá hối đoái. Một khi nền kinh tế bị đô la hóa, nó

sẽ ảnh hưởng lên cả phía cung lẫn phía cầu của thị trường tiền tệ: Ở phía cung, khối lượng tiền không thể kiểm soát hoàn toàn, trong khi đó ở phía cầu thì bị ảnh hưởng bởi tác động thay thế tiền tệ (Currency Substitution) và tác động thay thế tài sản (Asset Substitution) [3]. Phát triển kinh tế và việc kiểm soát tiền tệ ở VN trong những năm qua có thể làm giảm tác động thay thế tiền tệ, nhưng lạm phát cao lại có thể tạo lên tâm lý của dân chúng và tác động thay thế tài sản có thể tăng lên.

Berg và Borensztein (2000) chỉ ra rằng, nếu mức độ của tác động thay thế tiền tệ là cao thì NHTƯ nên theo đuổi chế độ tỷ giá cố định. Trong khi đó, nếu mức độ thay thế tài sản cao thì không ảnh hưởng đến sự lựa chọn chế độ tỷ giá hối đoái bởi vì hiện tượng này cũng giống như là tăng tính di chuyển của các dòng vốn, chuyển từ ngoại tệ sang nội tệ và nó phụ thuộc vào sự chênh lệch lãi suất giữa hai đồng tiền này ở trong nước, vấn đề còn lại là NHTƯ có can thiệp lên thị trường ngoại hối hay không. Nếu NHTƯ muốn giữ tỷ giá trong bối cảnh tác động thay thế ngày càng tăng thì cung tiền sẽ không còn là một biến mà cơ quan này có thể quản lý được bởi nhiệm vụ giữ tỷ giá ổn định, và do vậy cũng sẽ khó đạt được lạm phát mục tiêu. Đây là tình huống mà VN có thể đang gặp phải.

Packard (2007) cho rằng, bối cảnh VN (bao gồm sự phát triển của các công cụ tiền tệ lẫn mức độ độc lập của NHNN) không phù hợp cho chính sách lạm phát mục tiêu (Inflation Targeting). Thay vào đó, Packard đề nghị chính sách tiền tệ nên hướng đến mục tiêu tỷ giá thực hiệu quả, bởi điều này có thể giúp đảm bảo mục tiêu tăng trưởng trong ngắn hạn lẫn dài hạn - điều mà Chính phủ mong muốn. Tuy nhiên, trong xu thế tự do của các dòng vốn hiện nay và để vai trò của chính sách tiền tệ hiệu quả hơn thì tỷ giá phải trở nên linh hoạt hơn. Điều này gợi ý rằng, cơ chế quản lý tỷ giá quá chặt chẽ như VN hiện nay đang theo đuổi đã không còn là một lựa chọn tốt cho tương lai, mà thay vào đó là điều hành các mục tiêu trung gian (chẳng hạn như lãi suất) để tỷ giá có thể xoay quanh giá trị cân bằng thực dài hạn của nó.

Đối với chính sách tiền tệ thì yếu tố kỳ vọng luôn có vai trò quan trọng. Việc hình thành một nguyên tắc điều hành chính sách tiền tệ là cần thiết. Trong những năm qua, chính sách tiền tệ của VN mang tính bất nhất và điều này làm giảm lòng tin đối với dân chúng và làm yếu đi hiệu quả của chính sách tiền tệ (Bảo, 2008). Sự thay đổi lãi suất chính sách và thông điệp của người làm chính sách ít khi ăn khớp với nhau và mục tiêu tăng trưởng cung tiền (hoặc tín dụng) ít khi đạt được [4].

Tất cả những phân tích trên của bài viết này, bao gồm những yếu tố mang tính phát triển của nền kinh tế lẫn những yếu tố về định chế quản lý cho thấy cần có một nhu cầu định hướng lại mục tiêu trung gian của chính sách tiền tệ và phải dựa trên một nguyên tắc cực kỳ nhất quán nhằm ổn định yếu tố kỳ vọng của dân chúng cũng như các nhà đầu tư. Trong điều kiện này, chúng tôi nghĩ rằng quy luật Taylor là một nguyên tắc mà NHNN có thể tham khảo và áp dụng. Hay nói cách khác, quy tắc Taylor này giúp NHNN định ra được lãi suất chính sách một cách hợp lý hơn dựa trên những mục tiêu định sẵn (chẳng hạn như lạm phát và tỷ giá thực) và biến chuyển của sản lượng (chênh lệch giữa tăng trưởng thực tế và tăng trưởng tiềm năng). Quy tắc này cũng giúp NHNN hình thành được xu hướng kỳ vọng của dân chúng về lãi suất ngắn hạn một cách ổn định - điều mà bất kỳ một NHTƯ nào cũng đều rất cần nhằm ổn định lạm phát trong nền kinh tế một cách căn bản.

Hiện tại, NHNN điều hành chính sách tiền tệ thông qua cung tiền lẫn lãi suất. Cả hai mục tiêu này dựa vào các công cụ của chính sách tiền tệ, đó là tỷ lệ dự trữ bắt buộc, nghiệp vụ thị trường mở, lãi suất tái cấp vốn và lãi suất chiết khấu. Bên cạnh đó, NHNN còn điều hành thông qua lãi suất chính sách (lãi suất cơ bản, trần lãi suất) như là một công cụ vừa hành chính vừa kinh tế. Với quy tắc Taylor, NHNN không cần thiết phải đặt ra mục tiêu cung tiền lẫn lãi suất một cách công khai. Cũng giống như chính sách lạm phát mục tiêu, việc điều hành lãi suất theo quy tắc Taylor có thể là vấn đề kỹ thuật riêng của NHNN và không cần thiết phải công bố, song sự thay đổi lãi suất theo một nguyên tắc nhất quán lại là một thông điệp quan trọng đối với dân chúng.

6. Gợi ý chính sách và hạn chế nghiên cứu

Bài viết này cho thấy chính sách tiền tệ của NHNN chưa thực sự gắn với mục tiêu là ổn định giá cả trong dài hạn. Hạn chế này bắt nguồn từ mục tiêu trung gian của chính sách tiền tệ là không rõ ràng và chưa tạo ra một nguyên tắc nhất quán trong điều hành tỷ giá cũng như lãi suất và từ đó mục tiêu ổn định lạm phát sẽ gặp nhiều khó khăn khi nền kinh tế mở nhỏ như VN phải đối diện ngày càng nhiều với các cú sốc cung hoặc cầu từ nền kinh tế thế giới. Hơn nữa, trong bối cảnh phát triển (hiện tượng đô la hóa) và định chế quản lý (NHNN chưa thực sự độc lập theo đuổi chức năng giám sát tiền tệ) đã làm cho chính sách tiền tệ của VN mang tính thụ động và thiên về các giải pháp tình thế hơn là các giải pháp kinh tế có tính nguyên tắc lâu dài. Giả sử rằng VN tiếp tục tự do hóa trên tài khoản vốn và tỷ giá sẽ phải linh hoạt hơn, bài viết này gợi ý rằng quy tắc Taylor là một quy tắc có thể tham khảo và có giá trị trong điều hành vĩ mô nhằm ổn định yếu tố kỳ vọng từ công chúng trong ngắn và dài hạn, từ đó góp phần vững chắc trong ổn định lạm phát. Kết quả ước lượng của chúng tôi trong bài viết này dựa trên các giả định sử dụng hệ số có sẵn của nghiên cứu trước (và đây cũng là hạn chế của nghiên cứu này) cho thấy lãi suất tính toán theo quy luật Taylor trong giai đoạn 2000-2010 có cùng xu hướng với lãi suất cơ bản - một lãi suất chính sách mà NHNN đã điều hành mặc dù có một giai đoạn khá khác biệt có thể là do NHNN đã xử lý vấn đề lạm phát mang tính tình thế. Kết quả gợi ý nghiên cứu này sẽ có ý nghĩa nhiều hơn nếu chúng tôi sử dụng công cụ kinh tế lượng và dữ liệu chuỗi thời gian cho VN ước lượng bổ sung các hệ số của luật Taylor cho bối cảnh VN■

CHÚ THÍCH

[1] Với các hệ số và $\pi^* = 2$ này thì quy tắc Taylor có thể viết lại $i_t = 2 + 0,5(p_t - 2) + 0,5y_t$ hoặc $i_t = 1 + 1,5p_t + 0,5y_t$. Chẳng hạn như: lạm phát là 5%, tăng trưởng tiềm năng là 2% và tăng trưởng thực tế là 3% thì lãi suất theo quy luật Taylor sẽ là 9%; nếu cả lạm phát bằng với mục tiêu và tăng trưởng ở mức tiềm năng thì lãi suất điều hành sẽ ở mức 2% và đây được xem là lãi suất thực cho dài hạn.

[2] Chẳng hạn xem Frank và Bernanke (2001), Romer (2000) hay Taylor (1995)

[3] Tác động thay thế tiền tệ là tác động mà người

KIỂM SOÁT LẠM PHÁT Ở VIỆT NAM

dân dùng tiền ngoại tệ để thay thế cho nội tệ trong thanh toán; trong khi đó, tác động tài sản thay thế là người dân sử dụng ngoại tệ như là một tài sản tài chính, chẳng hạn như cho phép dân chúng mở tài khoản tiền gửi bằng ngoại tệ.

[4] Chẳng hạn, lãi suất chính sách của VN bất chợt được điều chỉnh tăng nhưng trước đó một tuần thông điệp của Ngân hàng Nhà nước là vẫn giữ ổn định chính sách tiền tệ (xem: "Vietnam surprises with interest rate move" trên The Wall Street Journal ngày 5/11/2001)

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Batini, Nicolletta and Andrew Haldane (1999), "Forward-Looking Rules for Monetary Policy," trong John B. Taylor, *Monetary Policy Rules*, University of Chicago Press.

2. Ball, Laurence (1999), "Policy Rules for Open Economies", trong John B. Taylor (Ed.) *Monetary Policy Rules*, University of Chicago Press.

3. Bảo, Nguyễn Hoài (2008), "Chính sách bất nhất và hệ quả", *Thời báo Kinh tế Sài Gòn*: No. 913. P 46-47.

4. Berg, Andrew and Eduardo Bresszstein (2000), *The Choice of Exchange Rate Regime and Monetary Target in Highly Dollarized Economies*, IMF Working Paper, WP00/29.

5. Cavoli, Tony và Ramkishan S. Rajan. (2006), "Monetary Policy Rules for Small and Open Developing Economies: a Counterfactual Policy Analysis", *Journal of Economic Development*: Vol. 31, No. 1.

6. Diu, Nguyen Huyen and Wade Donald Pfau (2010), *The Determinants and Stability of Real Money Demand in Vietnam, 1999-2009*, GRIPS Policy Research Center, Discussion Paper: 10-14.

7. Frank Robert and Ben Bernanke (2001), *Principles of Economics*, McGraw Hill, New York.

8. Hung, Le Viet and Wade Donald Pfau (2009), "VAR Analysis of the Monetary Transmission Mechanism in Vietnam", *Applied Econometrics and International Development*, 9(1), 165-179.

9. Goujon, Micheal (2006), "Fighting Inflation in a Dollarized Economy: The Case of Vietnam", *Journal of Comparative Economics*: Vol 34, p.564-581.

10. Romer, David (2000), "Keynesian Macroeconomics without the LM Curve", *Journal of Economic Perspectives*: Volume 14, No. 2, pp. 149-170.

11. Parkard, Le Anh Tu (1997), *Monetary Policy in Vietnam: Alternatives to Inflation Targeting*, Bài viết cho Political Economy Research Institute ở đại học Massachusetts, www.networkideas.org/feathm/oct2007/pdf/Tu_Packard.pdf.

12. Svensson, Lars E.O. (2000), "Open-Economy Inflation Targeting", *Journal of International Economics*, forthcoming, 50, 155-183

12. Taylor (2000), *Using Monetary Policy Rules in Emerging Market Economies*, 75th Anniversary Conference, *Stabilization and Monetary Policy: The International Experience*, November 14-15, 2000, at the Bank of Mexico.

13. Taylor, John B. (1995), *Economics, 1st Edition*, (3rd Edition, 2001) Houghton-Mifflin, Boston Massachusetts.

14. Taylor, J.B. (1993), "Discretion versus policy rules in practice", *Carnegie - Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195-214.

THÔNG BÁO

Thay đổi giá tạp chí năm 2011

Tạp chí Phát triển Kinh tế sẽ thay đổi giá tạp chí trong năm 2011 cụ thể như sau:

- Tạp chí tiếng Việt số tháng 01/2011(báo Xuân Tân Mão): 22.000đ
- Tạp chí tiếng Việt các tháng còn lại: 20.000đ
- Tạp chí tiếng Anh: 20.000đ

Rất mong tiếp tục nhận được sự ủng hộ của bạn đọc.

BAN BIÊN TẬP