

CHỈ SỐ ĐIỀU KIỆN TIỀN TỆ THƯỚC ĐO TRẠNG THÁI CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ CHO VIỆT NAM

PHẠM THỊ TUYẾT TRINH*

Trong bài viết này, tác giả tính toán chỉ số điều kiện tiền tệ (MCI) của VN làm thước đo cho trạng thái chính sách tiền tệ (CSTT). Các trọng số của tỉ giá thực và lãi suất thực cấu thành MCI được ước lượng theo mô hình dạng rút gọn của khung phân tích IS-PC bằng phương pháp bình phương thông thường bé nhất (OLS) có tỉ lệ là 2,3:1. Kết quả MCI được tính toán trong giai đoạn quý I/1999–quý II/2012 cho thấy: (i) MCI diễn biến theo chiều hướng tác động của các công cụ chính sách; và (ii) trạng thái của MCI tương ứng với biến động của tăng trưởng sản lượng và lạm phát trong nền kinh tế.

Từ khóa: Trạng thái chính sách, chính sách tiền tệ, thước đo, chỉ số điều kiện tiền tệ.

1. Giới thiệu

Trách nhiệm của nhà điều hành tiền tệ là sử dụng các công cụ của CSTT can thiệp vào nền kinh tế nhằm giữ cho nền kinh tế trong trạng thái phù hợp với các mục tiêu chính sách (ổn định giá cả và tăng trưởng sản lượng). Để làm được điều này nhà điều hành cần phải xác định được trạng thái của CSTT như là thước đo hỗ trợ xác định tình trạng chính sách là thắt chặt, trung lập hoặc mở rộng trong tương quan với các mục tiêu chính sách (Bernanke & Mihov, 1998). Việc đo lường chính xác trạng thái CSTT là quan trọng để đánh giá mức độ tác động của các kênh dẫn truyền chính sách cũng như thực hiện các đo lường về những thay đổi của CSTT đến giá cả và sản lượng. Chính vì vậy, ngân hàng trung ương (NHTƯ) ở các nền kinh tế khác nhau luôn theo dõi, phân tích trạng thái CSTT để có cơ sở đưa ra quyết định điều hành.

Ở VN, trạng thái CSTT thường được đánh giá dựa trên chiều hướng sử dụng các công cụ của NHNN. Kết quả của tăng trưởng tín dụng, tăng trưởng cung tiền tiếp theo đó được dùng làm căn cứ để đánh giá tác động của những động thái điều hành.

Cuối cùng, tăng trưởng sản lượng và lạm phát là chỉ tiêu để đánh giá toàn bộ quá trình điều hành của CSTT trong năm. Khung điều hành chính sách như vậy về cơ bản là không sai nhưng chưa đủ do thiếu đi những đánh giá mang tính tức thời tác động của công cụ CSTT. Thêm vào đó, việc chỉ sử dụng đơn biến số cung tiền để đánh giá là không mang tính toàn diện, phản ánh thiên lệch tình trạng chính sách và vướng phải vấn đề phức tạp của thanh khoản (Leeper & Gordon, 1992). Hệ quả là điều hành CSTT thời gian qua thường đi sau, phản ứng lại với những diễn biến của thị trường chứ chưa có được tính dẫn dắt định hướng. Diễn biến xấu đi của nền kinh tế với tăng trưởng giảm, lạm phát tăng cao, kinh tế vĩ mô bất ổn không tránh khỏi có nguyên nhân của điều hành CSTT.

Thực tế đó đặt ra vấn đề cần thiết phải lựa chọn thước đo phản ánh trạng thái CSTT đúng nghĩa, cho phép NHNN đánh giá tổng hợp phản ứng tức thời của nền kinh tế dưới tác động của công cụ chính sách. Trong bài viết này, tác giả tính toán chỉ số MCI với ý nghĩa của một thước đo trạng thái CSTT theo nghĩa như vậy.

* ThS., Trường Đại học Ngân hàng TP.HCM
Email: trinhphamdhnh@gmail.com

2. Cơ sở lý thuyết và phương pháp nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết về trạng thái chính sách tiền tệ và chỉ số điều kiện tiền tệ

Là một cơ quan điều hành chính sách, NHTƯ cần những thông tin ý nghĩa để dựa trên đó đưa ra các quyết định điều hành trong ngắn và dài hạn. Các NHTƯ hiện nay dựa vào những đánh giá về trạng thái CSTT. Blinder (1998) định nghĩa trạng thái này là sự lượng hóa mức độ nới lỏng, thắt chặt hoặc trung tính của CSTT trong mối tương quan với mục tiêu chính sách.

NHTƯ sử dụng các công cụ CSTT tác động đến các hoạt động trong nền kinh tế qua việc thiết lập các mức tiền cung ứng, lãi suất và theo đó là giá cả, sản lượng. Trạng thái CSTT một mặt phản ánh tác động tức thời những can thiệp của NHTƯ đến nền kinh tế; mặt khác, phản ánh sự phù hợp của các can thiệp NHTƯ đã thực hiện trong tương quan với mục tiêu chính sách (Eika & cộng sự, 1996). Như vậy, trạng thái CSTT có thể được xem như là chỉ số lượng hóa tác động tổng hợp của các kênh dẫn truyền CSTT đến nền kinh tế. Trạng thái CSTT thắt chặt khi được duy trì sẽ dẫn đến tình trạng giảm phát, sản lượng giảm; trạng thái CSTT mở rộng sẽ kích thích tăng trưởng sản lượng, dẫn đến áp lực lạm phát; trạng thái CSTT trung tính tương ứng với lạm phát không đổi trong trung hạn (Blinder, 1998).

Có ba hướng tiếp cận chính để đo lường trạng thái CSTT:

- Hướng tiếp cận thứ nhất sử dụng đơn biến số, xuất phát từ giả định một biến số tiền tệ duy nhất có thể đại diện cho trạng thái CSTT. Tuy nhiên, các nhà nghiên cứu lại không thống nhất về biến số làm đại diện cho trạng thái chính sách. Ngoài ra, việc sử dụng một biến số tiền tệ duy nhất còn vướng phải chỉ trích là thiếu sự toàn diện, phản ánh thiên lệch tình trạng chính sách.

- Hướng tiếp cận thứ hai dựa trên nghiên cứu của Bernanke & Mihov (1998), sử dụng nhiều biến số tiền tệ, đo lường trạng thái CSTT bằng cách xây dựng mô hình vectơ tự hồi quy tổng thể, bao gồm tất cả các biến số có thể phản ánh tình trạng CSTT. Hướng tiếp cận này loại bỏ được nhược điểm của

tiếp cận đơn biến số, tuy nhiên, do khá phức tạp khi thực hiện, cách thức đo lường này ít được sử dụng.

- Hướng tiếp cận thứ ba đo lường MCI và cũng là cách thức tiếp cận được sử dụng trong nghiên cứu này. MCI được NHTƯ Canada giới thiệu vào năm 1994 (Freedman, 1994), sau đó được nhiều NHTƯ sử dụng như New Zealand, Na Uy, Thụy Điển, Thái Lan [1]... Các tổ chức quốc tế như IMF, OECD, các ngân hàng lớn như Deutsche, Goldman Sachs, JP Morgan... cũng sử dụng chỉ số này để đánh giá trạng thái CSTT của các nền kinh tế khác nhau. Cơ sở để xây dựng MCI dựa vào cơ chế dẫn truyền CSTT của NHTƯ. NHTƯ sử dụng các công cụ chính sách để tác động đến nền kinh tế, những tác động này được dẫn truyền qua 2 kênh chính là lãi suất và tỉ giá ảnh hưởng đến sản lượng, giá cả. Cụ thể, sự tăng lên của lãi suất hoặc giảm xuống của tỉ giá [2] sẽ hạn chế sản xuất, tiêu dùng và giảm sức ép lạm phát; ngược lại, lãi suất giảm hoặc tỉ giá tăng sẽ khuyến khích sản xuất, tiêu dùng và gây áp lực lạm phát. Theo đó, MCI được tính là trung bình có trọng số của thay đổi lãi suất và tỉ giá theo thời gian so với giá trị thời điểm gốc. Trọng số gắn với lãi suất và tỉ giá phản ánh tác động tương ứng của các biến số này đến mục tiêu cuối cùng của CSTT.

$$MCI_t = \theta_r(r_t - r_0) + \theta_e(e_0 - e_t) \quad (1)$$

Trong đó θ_r, θ_e lần lượt là trọng số của lãi suất, tỉ giá; tỉ giá ở dạng logarit hoặc độ lệch phần trăm so với giá trị gốc, lãi suất ở dạng phần trăm. MCI theo công thức (1) là chỉ số biến động theo thời gian so với giá trị gốc ($t=0$). Biến động của MCI sẽ đưa ra những chỉ dẫn khác nhau về trạng thái CSTT: MCI tăng cho thấy CSTT thắt chặt, MCI giảm cho thấy CSTT nới lỏng và MCI không đổi là dấu hiệu của CSTT trung tính.

Khi tính toán MCI, có hai vấn đề cần lưu ý:

Thứ nhất, Eika & cộng sự (1996), Ericsson & cộng sự (2000) nhấn mạnh những giả định phía sau MCI bao gồm: tính động, tính dừng và sai phân của dữ liệu, yếu tố ngoại sinh và sự phản hồi, sự bất biến tham số, sự lựa chọn biến số và tính không chắc chắn phát sinh từ ước lượng mô hình. Những giả định này nhắc nhở việc lựa chọn biến số tính MCI, xây dựng mô hình, xử lý số liệu, định nghĩa và tính toán biến số phải thật phù hợp. Ngoài ra, các biến số cấu thành MCI không chỉ chịu tác động trực tiếp từ

điều hành chính sách mà còn cả những biến số ngoài chính sách [4]. Diễn biến của chúng, theo đó là MCI có thể không chỉ phản ánh tình trạng CSTT mà cả tác động của những biến số ngoài chính sách. Do vậy, phân tích MCI được khuyến nghị phải đặt trong bối cảnh của những yếu tố tác động bên ngoài và phải xem xét MCI chung với những thông tin khác (Freedman, 1994).

Thứ hai là vấn đề lựa chọn biến số và trọng số: (1) Lựa chọn biến số tính MCI được dựa vào những kênh dẫn truyền quan trọng của CSTT. Hầu hết các NHTƯ và các nhà nghiên cứu đều cho rằng lãi suất và tỉ giá là hai kênh dẫn truyền chính trong các nền kinh tế mở nên tính toán MCI thường chỉ bao gồm hai biến số này. Vấn đề lựa chọn biến số còn phức tạp ở sự đa dạng của các loại lãi suất và tỉ giá trên thị trường vì các lãi suất và tỉ giá khác nhau cũng cho kết quả MCI khác nhau (Ericsson & cộng sự, 1997). Các NHTƯ được khuyến cáo lựa chọn lãi suất và tỉ giá thực bởi nó có tính đến yếu tố lạm phát và đó mới thực sự là biến số thị trường quan tâm (Osborne-Kinch và Holton, 2010); và (2) Lựa chọn trọng số thường dựa trên kết quả ước lượng tác động của các biến số cấu thành MCI đến sản lượng và giá cả. Có nhiều phương pháp khác nhau để ước lượng tác động này. Dựa trên những giả định của MCI, Gauthier & cộng sự (2004) đã tổng hợp ba phương pháp để ước lượng trọng số, bao gồm: (i) Phương pháp dựa trên mô hình rút gọn của khung phân tích IS-PC, (ii) phương pháp tách trọng số dựa trên kết quả hàm phản ứng đẩy tổng hợp từ mô hình VAR, và (iii) phương pháp phân tích nhân tố. Trong ba phương pháp này, phương pháp thứ nhất được sử dụng phổ biến nhất do tác động của từng biến số được xác định theo giới hạn nhận dạng phù hợp. Ngoài ra, khung phân tích IS-PC còn cho phép mô hình hóa các cú sốc ngoài CSTT đến nền kinh tế như cú sốc tài khóa, cú sốc phía cung... Do vậy, nghiên cứu cũng sử dụng phương pháp này.

2.2. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu tính toán MCI của VN theo hai bước: (i) Ước lượng trọng số của lãi suất và tỉ giá theo khung phân tích IS-PC; và (ii) tính MCI thực và danh nghĩa theo công thức (1). Trong phần này nghiên cứu trình bày phương pháp ước lượng trọng số của lãi suất và tỉ giá.

Dựa trên mô hình của Duguay (2004), tương tự như nghiên cứu của Abdul Majid (2012), Gan & Kwek (2008), Khan & Qayyum (2007), Gauthier & cộng sự (2004), mô hình sử dụng để ước lượng trọng số bao gồm phương trình đường IS và đường PC hướng về quá khứ (các biến giải thích là biến trễ) dựa trên giả định nhà điều hành có thể kiểm soát tổng cầu nền kinh tế. Phương trình đường IS (phương trình 2) có biến phụ thuộc là độ lệch sản lượng, biến giải thích là lãi suất, tỉ giá và biến kiểm soát là các biến sản lượng nước ngoài, giá hàng hóa và chính sách tài khóa được bao hàm trong biến trễ của độ lệch sản lượng; phương trình đường PC (phương trình 3) mô tả mối quan hệ giữa độ lệch sản lượng và lạm phát.

$$y_t = \alpha_1 + \sum_{i=1}^n \alpha_{2i} y_{t-i} + \sum_{j=1}^n \alpha_{3j} r_{t-j} + \sum_{k=1}^n \alpha_{4k} e_{t-k} + \varepsilon_{1t} \quad (2)$$

$$p_t = \beta_1 + \sum_{a=1}^n \beta_{2a} p_{t-a} + \sum_{b=1}^n \beta_{3b} y_{t-b} + \varepsilon_{2t} \quad (3)$$

Các biến số trong phương trình (2) và (3) được tính toán như sau:

- Độ lệch sản lượng y , tính bằng độ lệch phần trăm của logarit cơ sở tự nhiên giữa chỉ số sản lượng thực tế so với sản lượng thực tiềm năng, với sản lượng thực tiềm năng được tính bằng phương pháp lọc Hodrick-Prescott (HP) với $\lambda=1.600$. Chỉ số sản lượng thực tế được lấy từ cơ sở dữ liệu của Bloomberg.

- Lãi suất r là chênh lệch giữa lãi suất thực tế và lãi suất thực tại mức sản lượng tiềm năng với lãi suất thực bằng lãi suất danh nghĩa trừ tỉ lệ lạm phát, lãi suất thực tiềm năng tính bằng HP ($\lambda=1.600$). Trong đó, lãi suất thực được tính theo hiệu ứng Fisher, lấy lãi suất danh nghĩa trừ đi tỉ lệ lạm phát [5].

- Tỉ giá e tính bằng chênh lệch giữa tỉ giá thực đa phương (REER) thực tế và REER tại mức sản lượng tiềm năng. REER của VN được tính bằng phương pháp trung bình hình học có trọng số với rô tiền tệ gồm 17 đối tác thương mại chính [6], chiếm 85-90% tổng kim ngạch xuất nhập khẩu hàng năm. REER tại mức sản lượng tiềm năng tính bằng HP ($\lambda=1.600$). Phương pháp tính REER được sử dụng là phương pháp trung bình hình học có trọng số theo công thức

$$REER_t = \prod_{i=1}^k \left(NER_{it} * \frac{P_{it}^*}{P_n} \right)^{w_{it}} \quad \text{với } NER_i \text{ là tỉ}$$

giá hối đoái danh nghĩa của ngoại tệ so với VND, w_i đại diện cho phần trọng số gắn với đồng tiền thứ i , P_i^* là chỉ số giá sản xuất của đối tác thương mại thứ i (là tỉ trọng kim ngạch xuất nhập khẩu của nước i trong rô tiền) và P_n là chỉ số giá tiêu dùng của VN. Nguồn dữ liệu để tính REER như sau: (i) Tỉ giá danh nghĩa VND/USD được lấy từ trang web NHNN; (ii) tỉ giá danh nghĩa giữa USD và các ngoại tệ (khác USD), chỉ số giá tiêu dùng (CPI) của VN và chỉ số giá sản xuất của các đối tác thương mại được lấy từ IFS; và (iii) kim ngạch xuất nhập khẩu với các đối tác thương mại được lấy từ Tổng cục Thống kê.

- p là tỉ lệ lạm phát được tính từ chỉ số giá tiêu dùng (CPI).

Theo lí thuyết, nghiên cứu kỳ vọng tổng các hệ số ước lượng có ý nghĩa của r đến y mang dấu âm ($\sum_{j=1}^n \alpha_{3j} < 0$) và của e đến y mang dấu dương ($\sum_{k=1}^n \alpha_{4k} > 0$) cho thấy lãi suất tăng hoặc tỉ giá giảm, CSTT theo hướng thắt chặt, làm giảm độ lệch sản lượng, sản lượng thực giảm so với sản lượng tiềm năng; ngược lại, lãi suất giảm hoặc tỉ giá tăng, CSTT theo hướng mở rộng làm tăng độ lệch sản lượng.

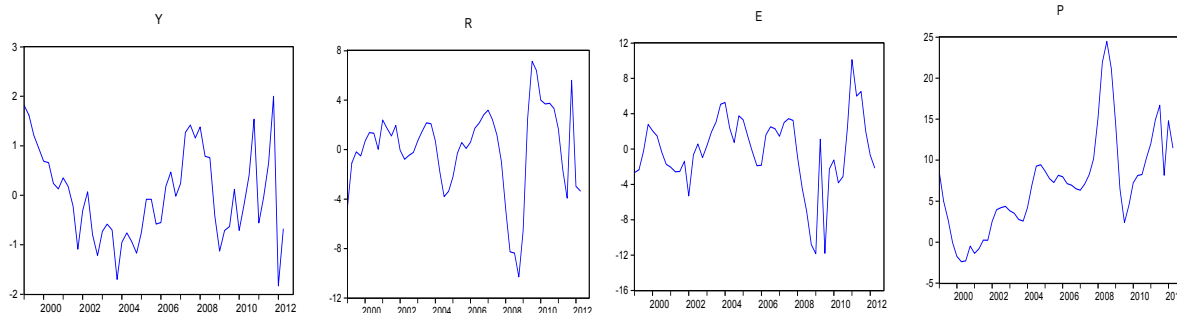
Các dữ liệu đều được lấy theo tần suất quý trong giai đoạn quý I/1999 đến quý II/2012, đây cũng đồng thời là giai đoạn NHNN chuyển đổi cơ chế xác định tỉ giá giao dịch tại các NHTM từ tháng 2/1999.

Kiểm định tính dừng của các chuỗi dữ liệu bằng hai phương pháp phổ biến cho mẫu nhỏ là Augmented Dickey-Fuller & Phillips-Perron cho

thấy y , r , e , p là các chuỗi dừng. Kết quả này cho phép thực hiện ước lượng phương trình (2) và (3) bằng phương pháp OLS với cách xử lí tương tự như Abdul Majid (2012), Gan & Kwek (2008), Khan & Qayyum (2007), Gauthier & cộng sự (2004). Đầu tiên, nghiên cứu xác định độ trễ của các biến độc lập theo phương pháp từ chung đến riêng (General-to-Specific) và giữ lại những biến trễ có hệ số ước lượng vượt qua kiểm định ý nghĩa ở mức 10%. Phương pháp lựa chọn này có thể dẫn đến kết quả: (i) Độ trễ tác động của một biến độc lập có thể không liên tục; và (ii) các biến độc lập khác nhau có những độ trễ tác động đến biến phụ thuộc không như nhau. Theo đó, phương trình (2) và (3) lần lượt được ước lượng với độ trễ từ 1 đến 8, do độ trễ của CSTT thường không quá hai năm (Gan & Kwek, 2008). Tổng tác động của lãi suất và tỉ giá đến sản lượng sau đó được tính bằng cách cộng dồn các hệ số ước lượng có ý nghĩa thống kê ($\sum_{j=1}^8 \alpha_{3j}$ và $\sum_{k=1}^8 \alpha_{4k}$).

3. Kết quả ước lượng trọng số và tính toán MCI

Bảng 1 trình bày kết quả ước lượng phương trình (2) cho thấy lãi suất thực, tỉ giá thực đều có tác động đến độ lệch sản lượng ở các mức ý nghĩa trên 10%, tỉ giá và lãi suất lần lượt tác động đến độ lệch sản lượng ở độ trễ là 2, 4, 6 và 5. Các kiểm định chẩn đoán cũng cho thấy phương trình ước lượng là tốt, hệ số phù hợp ở mức khá cao (64,8%). Tỉ lệ tổng tác động của lãi suất thực và tỉ giá thực đến độ lệch sản lượng là 2,3 (0,097/0,042), hay trọng số của lãi suất



Hình 1. Các chuỗi thời gian y , r , e và p

Nguồn: Tính toán của tác giả

và tỉ giá để tính MCI là 2,3:1, cho thấy tác động của lãi suất đến MCI mạnh gấp 2,3 lần tác động của tỉ giá. Kết quả này cũng tương ứng với các nghiên cứu trước cho các nước phát triển và đang phát triển. Tuy nhiên, so với các nước đang phát triển theo chế độ tỉ giá thả nổi như Thái Lan tỉ lệ trọng số giữa lãi suất và tỉ giá của VN thấp hơn do chế độ tỉ giá ở VN chưa thực sự linh hoạt (Nguyễn Trần Phúc & Nguyễn Đức Thọ, 2009).

Bảng 1. Kết quả ước lượng phương trình (2)

Biến số	Hệ số ước lượng
C	-0,039(0,076)
y(-1)	0,610(0,133)***
e(-1)	-0,025(0,024)
y(-2)	0,047(0,157)
r(-2)	0,068(0,043)**
e(-2)	0,059(0,026)
y(-3)	-0,267(0,171)
r(-3)	-0,077(0,078)
e(-3)	-0,000(0,026)
y(-4)	1,021(0,167)***
r(-4)	0,145(0,093)
e(-4)	-0,067(0,029)**
y(-5)	-0,625(0,179)***
r(-5)	-0,097(0,057)*
e(-6)	0,050(0,027)*

*, ** và *** lần lượt cho biết mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%, sai số chuẩn trong (); R^2 hiệu chỉnh = 0,648; F-stat(Prob) = 7,1965 (0,000); DW = 2,305; Jarque-Bera(Prob) = 0,286 (0,866); Breusch-Pagan-Godfrey = 1,306 (0,255); LM = 1,080 (0,372).

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 2 trình bày kết quả ước lượng phương trình (3), cho thấy độ lệch sản lượng có tác động trễ đến 4 quý ở mức ý nghĩa 1%, tổng tác động của độ lệch sản lượng đến lạm phát sau 4 quý là 0,599. Kết quả này khẳng định độ lệch sản lượng có tác động đến lạm phát, theo đó, những thay đổi của lãi suất và tỉ giá tác động đến độ lệch sản lượng cũng sẽ ảnh hưởng đến lạm phát.

Bảng 2. Kết quả ước lượng phương trình (3)

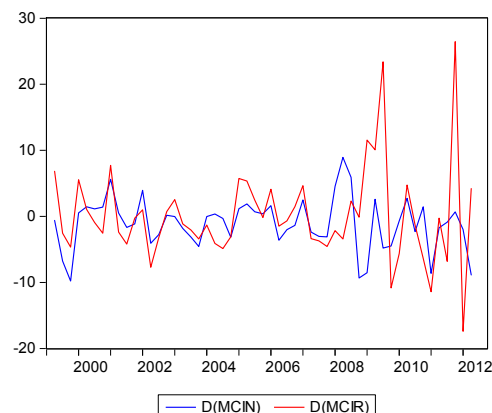
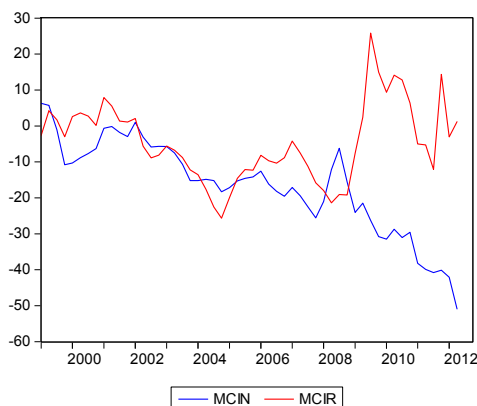
Biến số	Hệ số ước lượng
C	1,472(0,482)***
p(-1)	1,113(0,113)***
p(-2)	-0,277(0,113)**
y(-1)	1,697(0,397)***
y(-3)	1,059(0,573)***
y(-4)	-2,157(0,543)***

*, ** và *** lần lượt cho biết mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%, sai số chuẩn trong (); R^2 hiệu chỉnh = 0,874; F-stat(Prob) = 68,981 (0,000); DW = 2,098; Jarque-Bera = 4,019 (0,134); Breusch-Pagan-Godfrey = 0,817 (0,578); LM = 0,579 (0,679); RamsayReset = 1,492 (0,228).

Nguồn: Tính toán của tác giả

Dựa trên kết quả ước lượng trọng số của lãi suất và tỉ giá, nghiên cứu tính toán chỉ số MCI danh nghĩa (MCIN) theo lãi suất tiền gửi danh nghĩa và tỉ giá danh nghĩa đa phương (NEER), MCI thực (MCIR) theo lãi suất tiền gửi thực và REER cho VN theo công thức (1). Kết quả được trình bày trong Hình 2.

Hình 2a cho thấy trong dài hạn, MCIR và MCIN biến động theo hai chiều hướng trái ngược nhau, MCIR biến động xung quanh giá trị của năm gốc (năm 1999), MCIN có xu hướng giảm rất mạnh so với năm gốc. Nguyên nhân của sự trái ngược này là do lạm phát của VN thường ở mức cao làm cho lãi suất thực và lãi suất danh nghĩa, tỉ giá thực và tỉ giá danh nghĩa biến động trái ngược nhau (Hình 3). Trong ngắn hạn, MCIR và MCIN biến động cùng chiều, trừ một số thời điểm ngược chiều do lạm phát biến động đột ngột, chẳng hạn như quý II/2004 lạm phát lên đến 7,1% trong khi hai quý liền trước lạm phát chỉ có 2,6% và 4,3%, hay quý I và quý II/2008 lạm phát tăng mạnh lên 16,4% và 24,5% (Hình 2b). Kết quả này bổ sung cho nhận định, trong ngắn hạn, khi các yếu tố khác là gần với hằng số, biến động của MCIR và MCIN là như nhau.

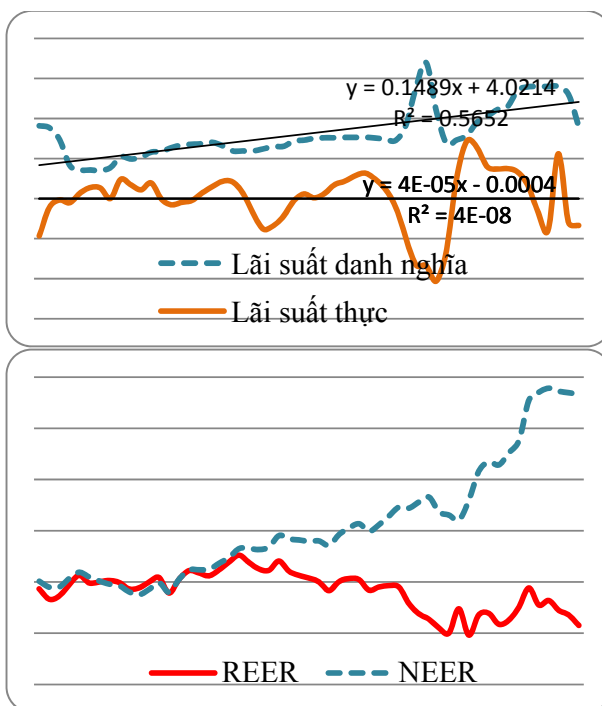


a. MCIN và MCIR giá trị tuyệt đối

b. Thay đổi MCIN và MCIR

Hình 2. MCI thực, MCI danh nghĩa của VN

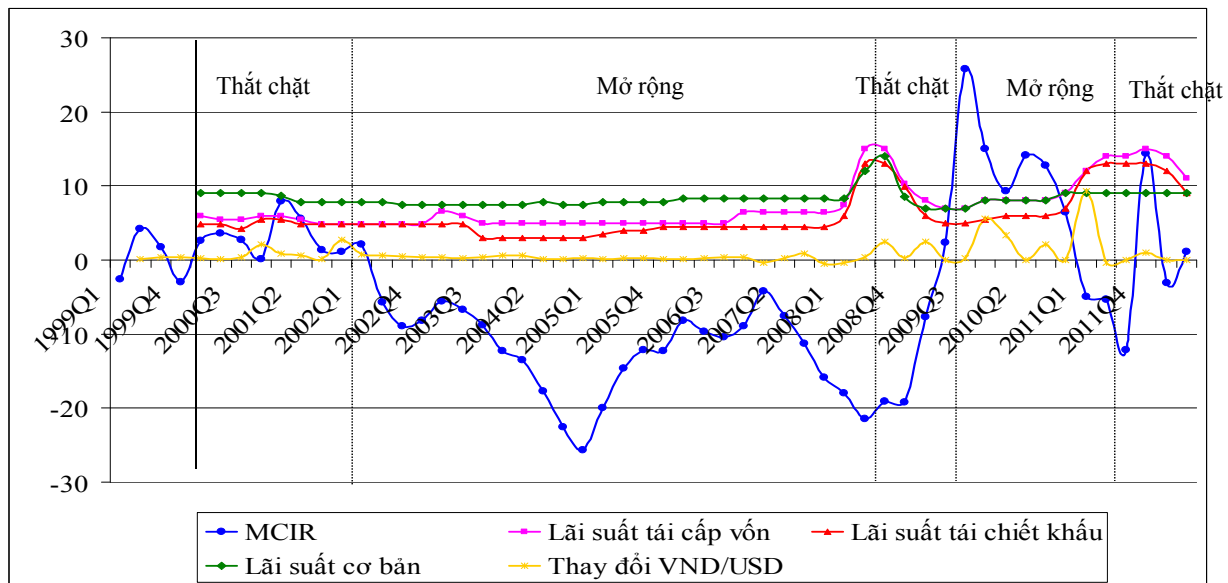
Nguồn: Tính toán của tác giả



Hình 3. Diễn biến lãi suất thực và lãi suất danh nghĩa, tỉ giá thực và tỉ giá danh nghĩa

Nguồn: Tính toán của tác giả từ dữ liệu IFS và GSO

Do lạm phát của VN thường biến động bất thường làm tần suất biến động trái chiều của MCIR và MCIN khá dày (25% thời điểm trong giai đoạn nghiên cứu). Thêm vào đó hai chỉ số lại biến động quá khác biệt trong dài hạn đặt ra vấn đề: giữa MCIR và MCIN, chỉ số nào phản ánh trạng thái CSTT tốt hơn? Để trả lời câu hỏi này, nghiên cứu căn cứ vào khả năng giải thích diễn biến sản lượng và lạm phát của MCIR và MCIN bằng kiểm định nhân quả Granger. Kiểm định này cũng đồng thời cho phép xác định sự tồn tại mối quan hệ giữa MCI và sản lượng cũng như lạm phát, bởi MCI chỉ có thể trở thành chỉ số hỗ trợ cho điều hành CSTT tốt khi có mối tương quan mật thiết với mục tiêu cuối cùng.



Hình 4. Diễn biến MCI thực, lãi suất chỉ đạo và thay đổi tỉ giá VND/USD

Nguồn: MCIR: tính toán của tác giả; lãi suất chỉ đạo và tỉ giá VND/USD của NHNN

Bảng 3. Kết quả kiểm định nhân quả Granger

Giả thuyết H_0	Độ trễ	Thống kê F	Kết luận
D(MCIN) không phải là nguyên nhân của y	4	1,4181[0,2456]	Chấp nhận H_0
y không phải là nguyên nhân của D(MCIN)	4	0,2545[0,9025]	Chấp nhận H_0
D(MCIN) không phải là nguyên nhân của p	3	0,4217[0,7383]	Chấp nhận H_0
p không phải là nguyên nhân của D(MCIN)	3	3,1268[0,0354]**	Bác bỏ H_0
D(MCIR) không phải là nguyên nhân của y	4	2,1920[0,0873]*	Bác bỏ H_0
y không phải là nguyên nhân của D(MCIR)	4	5,8514[0,0008]***	Bác bỏ H_0
D(MCIR) không phải là nguyên nhân của p	3	3,5390[0,0223]***	Bác bỏ H_0
p không phải là nguyên nhân của D(MCIR)	3	5,4175[0,0030]***	Bác bỏ H_0

*, ** và *** lần lượt cho biết mức ý nghĩa ở 10%, 5% và 1%, giá trị prob trong []; D_ sai phân bậc 1, MCIN, MCIR được chuyển sang dạng sai phân vì là chuỗi không dừng; Độ trễ được chọn dựa trên Akaike-information-criterion.

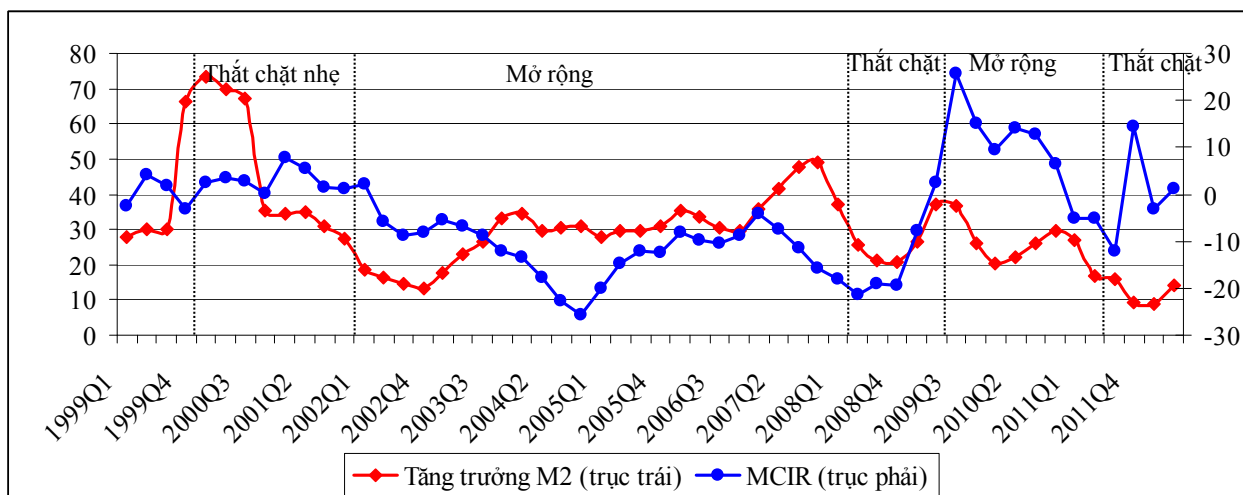
Nguồn: Tính toán của tác giả

Kết quả kiểm định Granger trong Bảng 3 cho thấy: (i) MCIN không phải là nguyên nhân của sản lượng và lạm phát; và (ii) MCIR là nguyên nhân của cả sản lượng và lạm phát. Kết quả này khẳng định MCIR có mối quan hệ mật thiết với sản lượng và lạm phát, vì vậy có thể đóng vai trò là chỉ số cung cấp thông tin và chỉ dẫn điều hành. Ở hướng ngược lại, kiểm định Granger còn chỉ ra: (i) Sản lượng và lạm phát là nguyên nhân của MCIR, cho thấy diễn biến của sản lượng và áp lực lạm phát trong nền kinh tế sẽ được theo sau bởi những điều chỉnh lãi suất hoặc tỉ giá của nhà điều hành chính sách (làm thay đổi MCI) và phản ánh vai trò phù hợp của CSTT đối với tăng trưởng kinh tế và ổn định giá cả (Abdul Majid, 2012); và (ii) lạm phát là nguyên nhân của MCIN do lãi suất danh nghĩa luôn có tính đến diễn biến của lạm phát. Theo kết quả này, nghiên cứu sử dụng chỉ số MCIR để phân tích trong phần tiếp theo.

4. Phân tích diễn biến MCI thực của VN

4.1. MCI thực và điều hành chính sách

Để đánh giá diễn biến của MCIR trong tương quan với điều hành chính sách của NHNN, nghiên cứu dựa vào: (i) Các lãi suất chỉ đạo và tỉ giá bình quân liên ngân hàng là các công cụ của CSTT (Hình 4); và (ii) tăng trưởng cung tiền là mục tiêu trung



Hình 5. Diễn biến MCI thực và tăng trưởng M2 giai đoạn quý I/1999 – quý II/2012

Nguồn: MCIR: tính toán của tác giả; tăng trưởng M2(%): tính toán từ dữ liệu IFS

gian của điều hành chính sách (Hình 5). Nghiên cứu cũng lưu ý đến thời gian phản ứng của các biến số dưới tác động của công cụ chính sách, tăng trưởng cung tiền với tư cách là mục tiêu trung gian thường phản ứng chậm hơn so với MCIR.

Dựa trên thay đổi của MCIR so với thời điểm gốc năm 1999, nghiên cứu chia làm năm giai đoạn nhỏ:

- Quý I/2000-quý IV/2001: MCIR nhìn chung tăng nhẹ so với giá trị năm gốc, CSTT có xu hướng thất chặt nhẹ so với năm 1999. Diễn biến này không mâu thuẫn với những nhận định CSTT mở rộng trong giai đoạn 1999-2001 để đối phó với tình trạng giảm phát bởi động thái mở rộng tiền tệ mạnh mẽ được thực hiện từ 6/1999 (trong năm gốc tính toán MCI) với nhiều lần giảm tỉ lệ dự trữ bắt buộc, hạ lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tiền vay, tăng trưởng cung tiền tăng lên nhanh chóng. Từ 2000-2001, động thái điều hành CSTT không có thay đổi lớn với các mức lãi suất ổn định ở mức thấp, tỉ giá VND/USD tăng rất nhẹ, tuy nhiên, tăng trưởng cung tiền giảm từ đầu năm 2000 đến cuối giai đoạn phản ánh hướng thất chặt nhẹ so với năm gốc.

- Quý I/2002-quý I/2008, MCIR giảm sâu so với thời điểm gốc, phản ánh CSTT duy trì trạng thái mở rộng trong khoảng thời gian dài. Lãi suất giữ ở mức ổn định, tỉ giá tiếp tục được điều chỉnh tăng dần và tăng trưởng M2 luôn trên 30% là bằng chứng cho thấy MCIR phản ánh đúng tình trạng chính sách

trong giai đoạn này. Tuy nhiên, ở cuối giai đoạn, hai quý đầu 2008, các lãi suất đồng loạt tăng và tỉ giá cũng có những điều chỉnh khá mạnh. Do tác động trễ, những điều chỉnh này được phản ánh trong diễn biến MCI vào đầu giai đoạn sau.

- Quý II/2008-quý II/2009, MCIR thấp hơn so với thời điểm gốc ở đầu giai đoạn nhưng lại có xu hướng tăng lên rất nhanh, CSTT đã đối chiều thất chặt rất đột ngột để đối phó với lạm phát hai con số từ cuối năm 2007. Diễn biến này cũng phù hợp với điều chỉnh tăng mạnh lãi suất điều hành ở cuối giai đoạn trước.

- Quý III/2009-quý II/2011, MCIR giảm dần và xuống thấp hơn so với thời điểm gốc. Giai đoạn này MCIR phản ánh CSTT đối phó với khủng hoảng kinh tế toàn cầu, các mức lãi suất được điều chỉnh giảm dần từ quý IV/2008. Tuy nhiên, khi lãi suất được điều chỉnh tăng đồng loạt vào quý IV/2010 thì do độ trễ cộng với tác động của nhiều lần điều chỉnh tăng tỉ giá VND/USD mà MCI vẫn tiếp tục giảm.

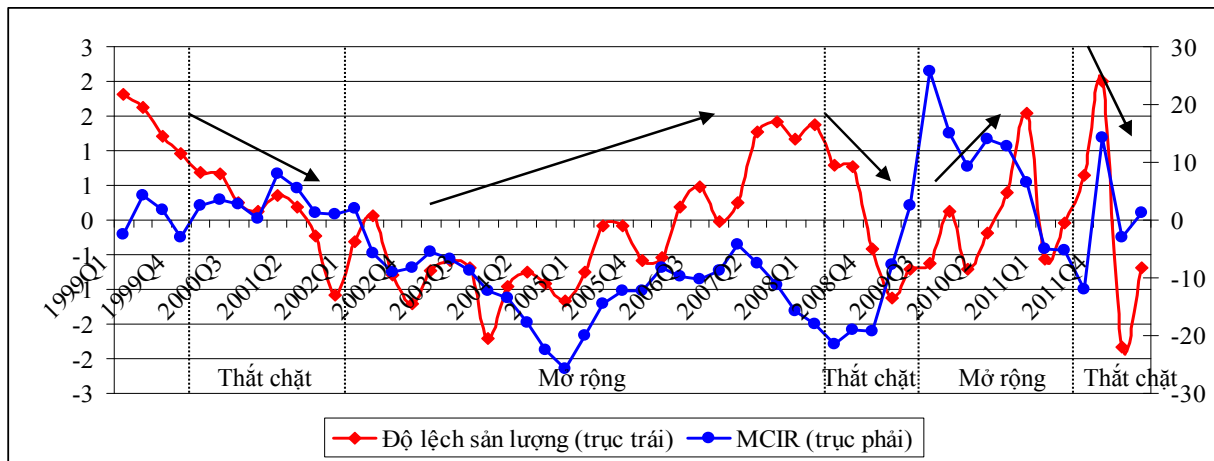
- Quý III/2011-quý II/2012, MCIR có xu hướng tăng do tác động tăng lãi suất chỉ đạo nhằm thất chặt tiền tệ chống lạm phát cuối năm 2010.

Như vậy, diễn biến của MCIR được tính toán là tương ứng với hướng sử dụng các công cụ của CSTT với độ trễ từ 1-2 quý. Nói cách khác, MCIR có khả năng phản ánh quan điểm điều hành CSTT của NHNN.

4.2. MCI thực trong tương quan với sản lượng và lạm phát

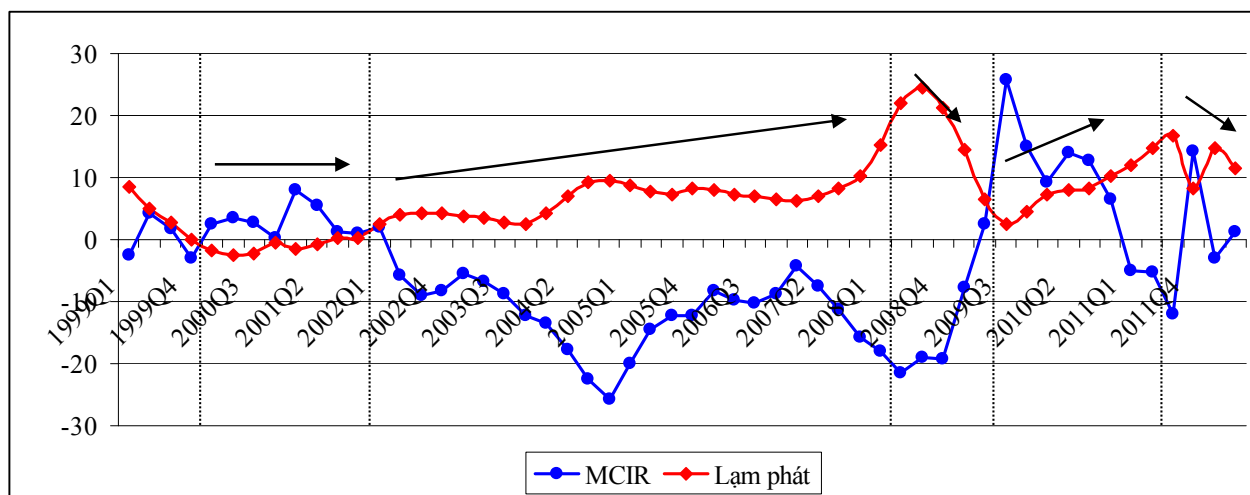
Hình 6 và 7 lần lượt mô tả diễn biến năm giai đoạn MCIR trong tương quan với diễn biến của sản lượng và lạm phát. Cụ thể như sau: (i) MCIR từ quý I/2000-quý IV/2001 tăng nhẹ so với năm gốc, CSTT thắt chặt nhẹ so với năm 1999, sản lượng thực giảm dần và chuyển sang thấp hơn sản lượng tiềm năng từ quý II/2001, lạm phát ở mức thấp thường dưới 3%; (ii) Giai đoạn MCIR giảm và duy trì thấp hơn thời điểm gốc, CSTT mở rộng liên tục từ quý I/2002 đến quý I/2008 một mặt đã kích thích tăng trưởng, sản lượng thực tăng dần và vượt sản lượng tiềm năng từ

quý I/2007, mặt khác gây sức ép đẩy lạm phát ngày càng lên cao với đỉnh của lạm phát là quý II/2008; (iii) MCIR gia tăng nhanh trong giai đoạn quý II/2008 – quý II/2009, CSTT thắt chặt giúp kiểm soát lạm phát hiệu quả trong giai đoạn này nhưng cũng đồng thời kiềm hãm tăng trưởng, độ lệch sản lượng giảm nhanh và xuống mức âm cùng thời điểm nền kinh tế chịu ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng toàn cầu; (iv) MCIR giảm mạnh quý III/2009 – quý II/2011, CSTT mở rộng đã góp phần kích thích nền kinh tế cải thiện tăng trưởng, vượt qua khủng hoảng đồng thời mở đường cho sự trở lại của lạm phát; và (v) MCI tăng nhanh ở những quý cuối giai đoạn,



Hình 6. Diễn biến MCI thực và độ lệch sản lượng

Nguồn: Tính toán của tác giả



Hình 7. Diễn biến MCI thực và lạm phát

Nguồn: Tính toán của tác giả

CSTT thắt chặt đã góp phần hạn chế sự bùng phát của lạm phát với cái giá phải trả là sản lượng sụt giảm dưới mức tiềm năng.

5. Kết luận và đề xuất

Thứ nhất, kết quả ước lượng các trọng số MCI theo phương trình đường IS cho thấy lãi suất thực và tỷ giá thực đều có tác động trễ đến sản lượng theo đúng như kỳ vọng: lãi suất thực tăng và tỷ giá thực giảm, sản lượng giảm, ngược lại lãi suất thực giảm, tỷ giá thực tăng sản lượng tăng. Kết quả này cũng đồng thời phản ánh phản ứng của nền kinh tế đang dựa trên biến động của các biến số thực, điều hành chính sách cần quan tâm đến các biến số này.

Thứ hai, tỷ lệ tổng tác động của lãi suất thực và tỷ giá thực đến sản lượng là 2,3 (tương ứng tỷ trọng 2,3:1), cho thấy tác động của lãi suất đến sản lượng mạnh hơn hai lần so với tác động của tỷ giá.

Thứ ba, khác với các nghiên cứu trước, diễn biến MCI thực và MCI danh nghĩa của VN trong dài hạn có xu hướng trái ngược nhau, MCI thực dao động quanh giá trị năm gốc, MCI danh nghĩa giảm mạnh. Diễn biến này là do lạm phát của VN thường ở mức cao, dẫn đến lãi suất thực và lãi suất danh nghĩa, tỷ giá thực và tỷ giá danh nghĩa biến động ngược chiều nhau.

Thứ tư, trong ngắn hạn, MCI thực và MCI danh nghĩa biến động như nhau, ngoại trừ những thời điểm lạm phát biến động mạnh. Kết quả này góp phần bổ sung thêm cho nhận định trong ngắn hạn, khi các yếu tố gần với hằng số, biến động MCI thực và MCI danh nghĩa là như nhau.

Thứ năm, kiểm định nhân quả Granger cho thấy biến động MCI thực là yếu tố nguyên nhân của sản lượng và lạm phát, vì vậy có khả năng chỉ dẫn định hướng điều hành chính sách để đạt đến mục tiêu cuối cùng.

Thứ sáu, trong giai đoạn nghiên cứu, MCI thực có năm xu hướng biến động khá tương xứng với quan điểm điều hành CSTT của NHNN trong từng giai đoạn. Điều đó cho thấy MCI thực được tính toán phản ánh được trạng thái của CSTT đúng như ý nghĩa lý thuyết của chỉ số này tại VN.

Như vậy, MCI thực được tính toán một mặt phản ánh được những động thái điều hành CSTT trong giai đoạn nghiên cứu; mặt khác cũng là yếu tố

nguyên nhân của diễn biến sản lượng và lạm phát trong nền kinh tế. Nói cách khác, MCI thực được tính toán đạt được ý nghĩa của MCI trong lý thuyết cũng như chỉ số MCI thường dùng tại các nền kinh tế khác. Vì thế, MCI nên được nhà điều hành tiền tệ cân nhắc sử dụng như một chỉ số đo lường trạng thái CSTT ở VN, giúp nhà điều hành theo dõi những thay đổi về tình trạng của CSTT. Những thay đổi của MCI (tăng/ giảm/ hoặc không đổi) sẽ cho thấy được CSTT đang là thắt chặt/ mở rộng/ hoặc không thay đổi, từ đó giúp nhà điều hành lường trước được tốt hơn những phản ứng của mục tiêu trung gian (tăng trưởng cung tiền, tín dụng) và theo đó là phản ứng của các mục tiêu cuối cùng. MCI có thể được sử dụng theo hai hướng như sau:

- Xây dựng mô hình ước lượng mối quan hệ giữa biến động MCI và tăng trưởng cung tiền/ tín dụng cũng như tăng trưởng sản lượng, lạm phát. Theo đó, dựa trên mức tăng trưởng sản lượng, lạm phát mục tiêu hàng năm, NHTƯ xác định mức MCI mục tiêu điều hành và điều hành CSTT giữ MCI ở mức mục tiêu đó.

- Trong điều kiện chưa xây dựng được các mô hình định lượng xem xét mối quan hệ giữa biến động MCI và các biến số mục tiêu của CSTT, MCI có thể được sử dụng hỗ trợ theo dõi và phân tích trạng thái CSTT của NHTƯ, giúp cho những đánh giá về tình trạng CSTT chính xác hơn.

Sử dụng MCI theo hai hướng như trên cần kết hợp với những diễn biến bên ngoài nền kinh tế và kết hợp với các thông tin khác do MCI không phải là chỉ số hoàn hảo tuyệt đối (như đã phân tích ở trên)■

CHÚ THÍCH

- [1] Ngoài ứng dụng MCI để đo lường trạng thái CSTT, các NHTU¹ còn sử dụng làm mục tiêu hoạt động (Canada, New Zealand), chỉ số lạm phát (Thái Lan).
- [2] Tỷ giá là giá của ngoại tệ được thể hiện qua nội tệ
- [3] Công thức được chuyển đổi từ công thức gốc là $MCI_t = \theta_r(r_t - r_0) + \theta_e(e_t - e_0)$ để phù hợp với định nghĩa tỷ giá là giá của 1 đơn vị ngoại tệ đo lường bằng nội tệ trong nghiên cứu
- [4] Chẳng hạn cú sốc tỷ lệ ngoại thương, luồng vốn vào ròng nền kinh tế có tác động đến tỷ giá.
- [5] Nghiên cứu sử dụng lãi suất tiền gửi từ thống kê tài chính quốc tế (IFS)
- [6] Bao gồm các nước: Trung Quốc, Singapore, Nhật, Hàn Quốc, Thái Lan, Malaysia, Hồng Kông, Mỹ, Indonesia, Đức, Úc, Anh, Pháp, Nga, Philippines, Đài Loan, Hà Lan.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Abdul Majid, M. Z. (2012), "Measuring Monetary Conditions in a Small Open Economy: The Case of Malaysia", *Journal of Financial Economic Policy*, Vol. 4 Iss: 3, pp.218 – 231.
- Bernanke, B. S. and Mihov, I. (1998), "Measuring Monetary Policy", *Quarterly Journal of Economics*, 113:3,869–902.
- Blinder, A. S. (1998), *Central Banking in Theory and Praxis*, Cambridge, Mass.; London: MIT Press.
- Duguay, P. (1994), "Empirical Evidence on the Strength of Monetary Transmission Mechanism in Canada: An Aggregate Approach", *Journal of Monetary Economics*.
- Eika, K. H., Ericsson, N. R., and Nymoen, R. (1996). "Hazards in Implementing a Monetary Conditions Index", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 58(4), 765-790.
- Ericsson, N. R., Jansen, E. S., Kerbeshian, N. A. and Nymoen, R. (2000), "Interpreting a Monetary Conditions Index in Economic Policy", *Skriftserie*, 28(Oslo: Norges Bank).
- Ericsson, N. R., Jansen, E. S., Kerbeshian, N. A. and Nymoen, R. (1997), *Understanding a Monetary Conditions Index*, mimeo, Federal Reserve Board.
- Freedman, C. (1994), "The Use of Indicators and of the Monetary Condition Index in Canada", in T. J. T. Balino and C. Cottarelli (eds.), *Frameworks for Monetary Stability: Policy Issues and Country Experiences*, Washington DC, IMF.
- Gan, P. T. and Kwek, K. T. (2008), "Estimating Monetary Policy Rules: An Optimal Monetary Conditions Index for Malaysia", *International Research Journal of Finance & Economics*, Issue 14, p196-211, 16p.
- Gauthier, C., Christopher, G., and Ying Liu (2004), *Financial Conditions Indexes for Canada*, Bank of Canada Working Paper 2004-22.
- Khan, S. and Qayyum, A. (2007), "Measures of Monetary Policy Stance: The Case of Pakistan", *Pakistan Institute of Development Economics*, Islamabad, PIDE Working Papers 2007:39.
- Leeper, E. M., and Gordon, D. B. (1992), "In Search of the Liquidity Effect", *Journal of Monetary Economics* 29,341–369.
- Nguyen Tran Phuc and Nguyen Duc Tho (2009), "Exchange Rate Policy in Vietnam, 1985-2008", *ASEAN Economic Bulletin*, Vol.26, No.2 (2009), pp. 137-63.
- Osborne-Kinch, J. and Holton, S. (2010), "A Discussion of the Monetary Condition Index", *Quarterly Bulletin* 01/January 10.