

# Lạm phát và các quy tắc chính sách tiền tệ

Phạm Thế Anh



Vivid



Effective

Practical



Rigorous

## **Lạm phát và các quy tắc chính sách tiền tệ**

**Phạm Thế Anh<sup>†</sup>**

*Quan điểm được trình bày trong bài nghiên cứu này là của (các) tác giả và không nhất thiết phản ánh quan điểm của VEPR.*

---

<sup>†</sup> Tiến sĩ Kinh tế, Khoa Kinh tế học, Đại học Kinh tế Quốc dân. Email: [Pham.TheAnh@yahoo.com](mailto:Pham.TheAnh@yahoo.com).

## Mục lục

Giới thiệu .....	2
Cơ cấu rổ hàng tính CPI.....	2
Lạm phát tổng thể và lạm phát cơ bản .....	4
Phân rã lạm phát.....	5
Các quy tắc chính sách tiền tệ.....	7
Tài liệu tham khảo .....	10

## **Giới thiệu**

Năm 2010 kinh tế Việt Nam một lần nữa lại chứng kiến sự biến động mạnh của lạm phát và những bất ổn đi kèm. Tốc độ tăng của chỉ số giá tiêu dùng (CPI) vào cuối năm đã ở mức hai con số so với cùng kỳ năm trước, đồng thời nó đặt các hoạch định chính sách trước bài toán nan giải phải cân bằng hài hòa giữa tăng trưởng với bình ổn lạm phát, lãi suất, và tỉ giá. Ngoại trừ năm 2009, khi lạm phát ở mức thấp phần lớn nhờ vào sự suy giảm của tổng cầu cộng với sự rớt giá nguyên nhiên liệu đầu vào do khủng hoảng kinh tế toàn cầu, những năm gần đây lạm phát ở Việt Nam luôn ở mức hai con số và vượt xa mục tiêu đặt ra của chính phủ.<sup>1</sup>

Việc lạm phát cao và vượt xa mục tiêu đề ra liên tiếp trong những năm gần đây cho thấy việc xác định mục tiêu và công tác điều hành chính sách tiền tệ trong việc đạt được mục tiêu đó còn có những bất cập nhất định. Việc thực thi chính sách tiền tệ có vẻ như còn thiếu một cơ sở lý luận vững chắc do vậy thường dẫn đến những phản ứng thụ động, không hiệu quả, hoặc gây sốc cho nền kinh tế. Trong bài viết này, trước tiên chúng tôi cố gắng phân rã CPI thành nhiều thành phần khác nhau. Việc phân rã này góp phần làm rõ xu hướng biến động từng thành phần và từ đó đưa ra những gợi ý phản ứng chính sách thích hợp và chủ động hơn. Tiếp theo, các quy tắc chính sách tiền tệ cũng được thảo luận trong việc theo đuổi mục tiêu kiểm soát lạm phát, tránh những phản ứng không cần thiết gây sốc thanh khoản cho nền kinh tế.

## **Cơ cấu rổ hàng tính CPI**

Thước đo lạm phát tổng thể ở Việt Nam được tính toán theo sự thay đổi của CPI. Rổ hàng hóa được sử dụng để tính CPI của Việt Nam hiện nay bao gồm 11 nhóm hàng chính. Việc xây dựng rổ hàng hóa này được dựa trên kết quả khảo sát thị trường tại các tỉnh và thành phố trực thuộc trung ương, kết quả khảo sát mức sống hộ gia đình và điều tra quyền số CPI do Tổng cục Thống kê thực hiện trong năm 2008. Theo kế hoạch, rổ hàng hóa này được sử dụng trong giai đoạn 2009-2014. Chi tiết về rổ hàng và các chỉ số thống kê đơn giản về giá cả của các thành phần trong rổ hàng được trình bày trong Bảng 1.

Bảng 1 cho thấy cả tốc độ tăng lẫn sự biến động của CPI đang có xu hướng gia tăng trong giai đoạn gần đây. Trung bình trong giai đoạn 2008-2010, chỉ số CPI hàng tháng tăng khoảng 13,08% so với cùng kỳ, cao gần gấp đôi với con số 6,09 của giai đoạn 2003-2007. Đồng thời mức độ biến động, đo lường theo độ lệch chuẩn, của CPI cũng tăng từ 2,39% trong

---

<sup>1</sup> Lạm phát các năm 2007, 2008 và 2010 lần lượt là 12,6%, 19,9% và 11,8%.

giai đoạn 2003-2007 lên tới 8,26% trong giai đoạn 2008-2010. Điều này cho thấy CPI theo tháng của Việt Nam trong những năm gần đây không chỉ tăng cao hơn mà còn biến động thất thường mạnh hơn so với những năm trước. Phân tách theo từng nhóm hàng chúng ta có thể thấy nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống đóng vai trò chi phối lớn nhất trong sự biến động của giá cả. Nhóm hàng này chiếm tỉ trọng lên tới xấp xỉ 40% trong rổ hàng, đồng thời luôn có mức tăng cũng như biến động cao hơn so với các nhóm hàng còn lại. Cụ thể, trong giai đoạn 2003-2007, giá nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống có mức tăng trung bình cao gần gấp đôi, đồng thời có mức độ biến động cao hơn gấp ba lần so với con số tương ứng của các nhóm hàng còn lại. Trong giai đoạn 2008-2010, giá cả nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống thậm chí còn tăng cao và biến động mạnh hơn. Trung bình giai đoạn này giá cả nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống tăng 18,85% với độ lệch chuẩn lên tới 14,59%. Trong số các nhóm hàng còn lại, nhà ở và vật liệu xây dựng, chiếm tỉ trọng 10,01%, và giao thông, chiếm tỉ trọng 8,87%, là những nhóm hàng có mức tăng cao và biến động vượt trội.

**Bảng 1: Chỉ số giá tiêu dùng theo tháng giai đoạn 2003-2010 (%)**

	Tỉ trọng (%)	2003-2007		2008-2010	
		Trung bình	Lệch chuẩn	Trung bình	Lệch chuẩn
CPI		6.99	2.39	13.08	8.26
Hàng ăn và dịch vụ ăn uống	39.93	9.22	4.59	18.85	14.59
Đồ uống và thuốc lá	4.03	4.71	0.99	9.53	2.20
May mặc, mũ nón, giày dép	7.28	4.52	1.48	8.72	2.30
Nhà ở và vật liệu xây dựng	10.01	8.32	2.46	12.95	8.20
Thiết bị và đồ dùng gia đình	8.65	4.04	1.86	7.67	2.73
Dược phẩm, y tế	5.61	8.52	5.44	6.15	2.69
Giao thông và Bưu điện	11.60	4.19	4.00	7.29	9.47
Giáo dục	5.72	2.85	1.97	6.81	4.48
Văn hoá, thể thao, giải trí	3.83	1.68	1.75	5.10	2.68
Đồ dùng và dịch vụ khác	3.34	5.57	1.68	12.06	1.10

*Nguồn: Tính toán của tác giả dựa trên nguồn số liệu của Tổng Cục Thống Kế*

Ngoài tổng cầu, sự biến động giá cả của một nhóm hàng nào đó còn có thể do nhiều nguyên nhân khác như do tính mùa vụ cao, hệ thống cung ứng mang tính độc quyền, hoặc công tác quản lý giám sát thị trường chưa tốt. Việc phân tích sự biến động của từng nhóm hàng giúp chúng ta có được một bức tranh chi tiết về tình hình biến động giá cả ở mỗi ngành hàng. Các nhà quản lý cần thấy được các nhóm hàng có giá cả biến động cao và thường xuyên để đưa ra được các chính sách quản lý thị trường hiệu quả hơn, tránh các hiện tượng

đầu cơ đẩy giá. Đồng thời, hệ thống cung ứng và phân phối những mặt hàng đó cần phải được thay đổi theo hướng khuyến khích nhiều doanh nghiệp tham gia cạnh tranh hơn.

## **Lạm phát tổng thể và lạm phát cơ bản**

Một trong những nhiệm vụ quan trọng của các nhà hoạch định chính sách tiền tệ là phải dự đoán được xu hướng thay đổi của lạm phát để đưa ra những phản ứng chính sách thích hợp. Những phân tích ở trên cho thấy thước đo lạm phát của Việt Nam phụ thuộc rất nhiều vào sự biến động giá cả của nhóm hàng hàng ăn và dịch vụ ăn uống. Nhóm hàng này chiếm tỉ trọng rất lớn và có giá cả phụ thuộc nhiều và điều kiện thời tiết và tính chất mùa vụ trong nông nghiệp. Ngoài ra, nhà ở, điện, khí đốt & vật liệu xây dựng và giao thông cũng là những nhóm hàng có tỉ trọng khá cao và giá cả của chúng bị chi phối bởi sự biến động của giá nguyên nhiên liệu thế giới. Tuy nhiên, những thay đổi bất thường về thời tiết hay biến động giá trên thị trường nguyên nhiên liệu thế giới nhiều khi chỉ mang tính tạm thời và nằm ngoài tầm kiểm soát của chính sách tiền tệ. Nếu Ngân hàng Nhà nước (NHNN) điều chỉnh chính sách tiền tệ theo những biến động giá cả tạm thời này thì đôi khi sẽ là không cần thiết và dễ mắc sai lầm. Chính vì lý do này, bên cạnh thước đo lạm phát tổng thể ở trên, các cơ quan thống kê trên thế giới thường tính toán thêm thước đo lạm phát cơ bản (Core inflation), loại trừ những thay đổi tạm thời của của giá lương thực & thực phẩm và năng lượng. Bên cạnh lạm phát tổng thể, lạm phát cơ bản cũng được ngân hàng trung ương các nước theo dõi để đưa ra những phản ứng chính sách tiền tệ thích hợp.

Để tính toán lạm phát cơ bản, một cách đơn giản nhất người ta thường làm đó là loại bỏ các nhóm hàng thường xuyên có giá cả biến động lên xuống tạm thời như lương thực, thực phẩm, và năng lượng ra khỏi rổ hàng tính CPI. Tuy nhiên, có một nhược điểm lớn đối với cách làm này là không phải sự biến động giá cả nào của các nhóm hàng trên cũng mang tính tạm thời. Trong trường hợp đó, việc loại bỏ chúng sẽ khiến cho thước đo lạm phát cơ bản sẽ không phản ánh đúng xu hướng giá cả trong nền kinh tế. Hai chỉ số lạm phát tổng thể và lạm phát cơ bản lúc đó sẽ đi theo những xu hướng ngược nhau và gây nhiễu thông tin đối với các nhà hoạch định chính sách.

Điều quan trọng đối với các nhà hoạch định chính sách tiền tệ là phải thấy rõ được đâu là biến động mang tính chất mùa vụ, biến động chu kỳ, và xu hướng dài hạn của thước đo lạm phát nhằm đưa ra những phản ứng chính sách kịp thời và hợp lý. Những kỹ thuật phân rã chuỗi thời gian đơn giản có thể cho phép chúng ta làm được điều này.

## Phân rã lạm phát

Nhằm thấy được rõ xu hướng biến động của lạm phát chúng tôi thực hiện phân rã nó theo các thành phần khác nhau. Việc phân rã này sẽ giúp các nhà hoạch định chính sách biết được tốc độ tăng CPI của một tháng nào đó có bao nhiêu phần là do những yếu tố nền tảng dài hạn, và bao nhiêu phần là do những yếu tố ngắn hạn như mùa vụ, chu kỳ, và ngẫu nhiên. Nhờ đó, những phản ứng chính sách thích hợp có thể được đưa ra nhằm đạt được mục tiêu mong muốn.

Để phân rã chuỗi lạm phát chúng tôi sử dụng một trong những phương pháp phổ biến nhất đó là phương pháp phân rã số nhân (Multiplicative Decomposition Method). Theo phương pháp này, tỉ lệ lạm phát có thể được phân rã theo các thành phần như sau:

$$\pi_t = f(T, C, S, e) \quad (1)$$

Trong đó  $\pi_t$  là tỉ lệ lạm phát của tháng  $t$  đo lường theo tốc độ tăng CPI so với cùng kì,  $f$  là hàm số toán học của xu hướng dài hạn  $T$ , thành phần chu kỳ  $C$ , thành phần mùa vụ  $S$ , và sai số ngẫu nhiên  $e$ . Trước tiên chúng tôi bóc tách thành phần mùa vụ bằng phương pháp trung bình trượt trọng tâm (Centered Moving Average). Tiếp theo xu hướng dài hạn  $T$  và thành phần chu kỳ  $C$  có thể được bóc tách thông qua phương pháp lọc HP (Hodrick-Prescott Filter). Lưu ý rằng, theo phương pháp này thành phần chu kỳ  $C$  sẽ được bóc tách với sai số ngẫu nhiên  $e$ .<sup>2</sup> Kết quả phân rã thước đo lạm phát CPI so với cùng kì năm trước được trình bày trong Hình 1.

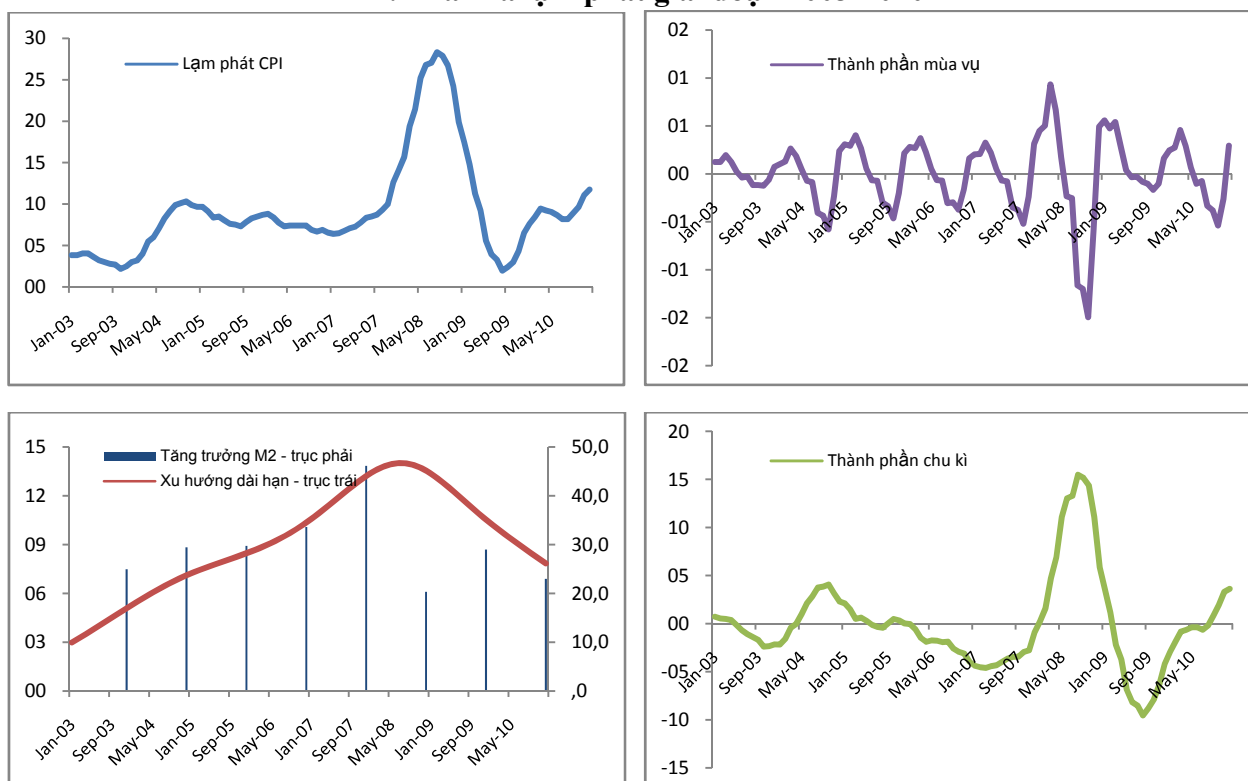
Hình 1 cho thấy thành phần dài hạn của lạm phát đã có xu hướng giảm kể từ những tháng trong quý 3 năm 2008 khi cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu nổ ra và khi các điều chỉnh chính sách tiền tệ trước đó của Việt Nam bắt đầu phát huy tác dụng. Các điều chỉnh này bao gồm việc nâng tỉ lệ dự trữ bắt buộc, tăng lãi suất cơ bản, hút tiền về qua thị trường mở, và thậm chí là phát hành tín phiếu bắt buộc. Đường xu hướng dài hạn này của lạm phát sẽ cho chúng ta những thông tin tương đối về hiện trạng lạm phát thực của nền kinh tế. Nói một cách cụ thể hơn, tỉ lệ lạm phát thực của nền kinh tế sẽ xoay quanh, thấp hơn hoặc cao hơn, đường xu hướng này tùy thuộc vào các yếu tố mùa vụ và chu kỳ. Về cơ bản, xu hướng dài hạn của lạm phát phụ vào tốc độ tăng trưởng cung tiền hàng năm của nền kinh tế. Hình 1 cũng cho thấy mối tương quan chặt chẽ giữa hai biến số này. Sự gia tăng nhanh của cung tiền, đạt đỉnh vào khoảng gần 50% trong năm 2007, đã kéo theo thước đo lạm phát dài hạn đạt mức cao nhất vào những tháng giữa năm 2008. Kể từ năm 2008 đến nay, hai thước đo tăng trưởng

---

<sup>2</sup> Chi tiết phương pháp này có thể tham khảo trong Eviews5 User's Guide, 1994–2004 Quantitative Micro Software, LLC.

cung tiền và lạm phát cùng có xu hướng giảm. Tuy nhiên có thể thấy rằng, mặc dù mức lạm phát dài hạn này đang giảm nhưng vẫn ở mức cao, khoảng 8% vào cuối năm 2010. Với tốc độ tăng trưởng GDP hàng năm khoảng 7-8%, nếu chính phủ muốn đạt được mục tiêu lạm phát xoay quanh 7% thì tốc độ tăng trưởng cung tiền chỉ nên giới hạn trong khoảng 15%/năm.<sup>3</sup> Với việc cho phép cung tiền tiếp tục tăng trên 20% như hiện nay thì rõ ràng mục tiêu kiểm soát lạm phát ở mức một con số gần như là điều không thể.

**Hình 1: Phân rã lạm phát giai đoạn 2003-2010**



*Nguồn: Tính toán của tác giả dựa trên nguồn số liệu của Tổng Cục Thống Kê*

Thành phần chu kỳ phản ánh sự lên xuống của lạm phát gây ra bởi những sự kiện hoặc chính sách nào đó. Trong khi đó, thành phần mùa vụ phản ánh những dao động ở những thời điểm nhất định trong năm gây ra bởi các sự kiện như mùa vụ trong nông nghiệp, kì nghỉ lễ tết,... Sự khác nhau giữa chúng đó là thành phần mùa vụ sẽ lặp đi lặp lại vào những thời điểm nhất định trong năm, trái lại thành phần chu kỳ có thể dài ngắn tùy thuộc vào các chu kì kinh tế khác nhau. Ngoài ra, thành phần chu kỳ theo phương pháp này còn bao gồm những biến đổi ngẫu nhiên không giải thích được.

<sup>3</sup> Mọi quan hệ trong dài hạn giữa lạm phát và tăng trưởng cung tiền có thể được xem xét thông qua phương trình số lượng tiền tệ,  $MV = PY$ , của trường phái cổ điển. Với tốc độ lưu chuyển tiền tệ  $V$  ổn định, tốc độ tăng giá  $P$  sẽ xấp xỉ bằng với chênh lệch giữa tốc độ tăng cung tiền  $M$  và tốc độ tăng trưởng sản lượng  $Y$ .



Những tính toán với số liệu của Việt Nam cho thấy chu kỳ tăng giá cao nhất thường diễn ra từ tháng 12 đến tháng 3 hàng năm. Đây là những tháng có nhu cầu tiêu dùng tăng cao trong khi đó sản xuất thường chậm lại do có nhiều ngày nghỉ lễ tết. Ngược lại, thời gian từ tháng 8 đến tháng 10 lại là giai đoạn có chỉ số mùa vụ thấp nhất. Hình 1 cho thấy yếu tố mùa vụ có thể làm cho CPI tăng cao hơn hoặc thấp hơn trong vòng khoảng 0,5% so với xu hướng dài hạn. Những diễn biến của thành phần mùa vụ cũng cho thấy CPI còn có thể tăng cao trong tháng 1 và tháng 2 tới. Tuy nhiên, những thay đổi giá cả có tính mùa vụ chỉ mang tính tạm thời, giá cả sẽ nhanh chóng trở lại xu hướng dài hạn khi mùa vụ (Thay đổi thời tiết hay kỳ nghỉ lễ tết) qua đi. Do vậy, khi đưa ra những quyết định chính sách, NHNN cần cân nhắc tránh phản ứng theo những yếu tố mùa vụ này.

Cuối cùng, thành phần chu kỳ là khó dự đoán nhất. Để bình ổn được lạm phát, nhiệm vụ quan trọng của các nhà hoạch định chính sách tiền tệ là phải dự đoán được xu hướng biến đổi của thành phần này nhằm có được những phản ứng chính sách mang tính đón đầu. Sự phản ứng chậm trễ có thể làm giá cả tăng theo phản ứng dây chuyền và khó kiểm soát. Kết quả phân rã của những năm gần đây cho thấy thành phần chu kỳ bắt đầu giai đoạn giảm kể từ sau tháng 8/2008 khi khủng hoảng kinh tế thế giới xảy ra. Giá cả các yếu tố đầu vào giảm mạnh cộng với sự suy giảm của tổng cầu khiến CPI của Việt Nam giảm nhanh. Giai đoạn sụt giảm này kết thúc vào tháng 9/2009. Kể từ tháng 9/2010, thành phần chu kỳ bắt đầu dương và gia tăng mạnh do sự mất giá của đồng nội tệ cũng như sự gia tăng trở lại của giá cả thế giới. Tuy nhiên, chính sách tiền tệ chỉ bắt đầu phản ứng kể từ đầu tháng 11/2010 khi NHNN đồng thời nâng lãi suất cơ bản lên 9% và hạn chế lượng tiền bơm ra trên thị trường mở. Những phản ứng chậm trễ này khiến cho thành phần chu kỳ không được kiểm soát kịp thời, kết hợp với yếu tố mùa vụ cao của những tháng cuối năm, tốc độ tăng CPI của Việt Nam đã kết thúc năm ở mức hai con số.

## **Các quy tắc chính sách tiền tệ**

Quy tắc chính sách là cách thức ra quyết định sử dụng những thông tin theo cách nhất quán và có thể dự đoán được. Để xây dựng được quy tắc và thực hiện nó một cách hiệu quả, trước tiên ngân hàng trung ương các nước phải xác định mục tiêu hợp lý và cam kết theo đuổi mục tiêu đó. Các quy tắc chính sách được sử dụng phổ biến bởi ngân hàng trung ương các nước bao gồm:

- (1) Mục tiêu cung tiền: Quy tắc này được ủng hộ bởi các nhà kinh tế tiền tệ, điển hình là Milton Friedman. Các nhà kinh tế tiền tệ tin rằng nguyên nhân chính gây ra các biến động

của nền kinh tế là biến động của cung tiền. Với quy tắc này, ngân hàng trung ương sẽ ấn định mức tăng trưởng cung tiền hàng năm ở mức thấp và ổn định nhằm duy trì sự ổn định của sản lượng, việc làm, và giá cả. Thông thường tốc độ tăng trưởng cung tiền được ấn định ở mức lớn hơn đôi chút so với tốc độ tăng trưởng kinh tế hàng năm. Ví dụ như Milton Friedman đề xuất mức tăng trưởng cung tiền hàng năm là 3% cho nền kinh tế Mỹ. Mặc dù quy tắc chính sách tiền tệ này đáng lẽ có thể giúp cho nền kinh tế tránh khỏi nhiều biến động trong quá khứ tuy nhiên hầu hết các nhà kinh tế đều cho rằng nó không phải là tối ưu. Sự ổn định của cung tiền chỉ giúp ổn định tổng cầu nếu như tốc độ lưu chuyển của tiền là không đổi. Trong thực tế, nhiều cú sốc kinh tế gây ra sự biến động của cầu tiền và do vậy là tốc độ lưu chuyển. Các nhà kinh tế tin rằng tăng trưởng cung tiền cần phải được điều chỉnh linh hoạt, chứ không nên cố định, để trung hòa các cú sốc này.

- (2) Mục tiêu GDP danh nghĩa: Đây là quy tắc được các nhà kinh tế ủng hộ rộng rãi, đặc biệt là ở Mỹ. Theo quy tắc này, ngân hàng trung ương sẽ công bố mức mục tiêu của GDP danh nghĩa – tức là GDP tính theo giá hiện hành. Nếu GDP danh nghĩa thấp hơn mức mục tiêu này, ngân hàng trung ương sẽ tăng cung tiền nhằm kích thích tổng cầu và ngược lại. Do mục tiêu GDP danh nghĩa cho phép chính sách tiền tệ phản ứng với những thay đổi của tốc độ lưu chuyển tiền tệ nên hầu hết các nhà kinh tế tin rằng nó có thể mang lại sự ổn định về sản lượng và giá cả tốt hơn so với quy tắc của các nhà kinh tế tiền tệ.
- (3) Mục tiêu lạm phát: Đây cũng là quy tắc được nhiều nhà kinh tế ủng hộ và được sử dụng phổ biến nhất bởi ngân hàng trung ương nhiều nước trên thế giới như Anh, Úc, Canada, Thụy Điển,... Theo quy tắc này, ngân hàng trung ương sẽ công bố một mức mục tiêu đối với tỉ lệ lạm phát và điều chỉnh cung tiền, do vậy là lãi suất, khi tỉ lệ lạm phát thực tế lệch khỏi tỉ lệ lạm phát mục tiêu. Giống như quy tắc mục tiêu GDP danh nghĩa, quy tắc này cũng giúp nền kinh tế trung hòa được các cú sốc về cầu tiền. Ngoài ra, quy tắc mục tiêu lạm phát có lợi thế thêm nữa về tính minh bạch đối với công chúng.
- (4) Quy tắc Taylor: Ngoài việc theo đuổi mục tiêu lạm phát ngân hàng trung ương các nước còn có thể đồng thời theo đuổi mục tiêu đối với tỉ lệ thất nghiệp hoặc GDP thực – GDP tính theo giá so sánh. Đây chính là quy tắc đề xuất bởi nhà kinh tế John Taylor và được ngân hàng trung ương Mỹ thực hiện trong nhiều năm qua. Theo quy tắc này, 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 tỉ lệ thất nghiệp lệch khỏi mức thất nghiệp tự nhiên (Hoặc GDP lệch khỏi mức GDP tiềm năng trong dài hạn). Do mối quan hệ ngược chiều giữa lạm phát và thất nghiệp khi điều chỉnh tiền tệ, nên điều quan trọng đối với các nhà hoạch định chính sách là phải kết hợp hài hòa được giữa hai mục tiêu này một cách đồng thời.

Thực tế ở Việt Nam trong thời gian qua, hàng năm NHNN đồng thời công bố hai mục tiêu tăng trưởng cung tiền và mục tiêu lạm phát. Ví dụ như năm 2010, NHNN đồng thời đặt mục tiêu tăng trưởng cung tiền là 20% và mục tiêu lạm phát là 8%. Đây là những quy tắc chứa đựng nhiều mâu thuẫn. Việc theo đuổi tăng trưởng cung tiền ở mức cố định sẽ khiến cho chính sách tiền tệ mất đi tính linh hoạt trong việc kiểm soát lạm phát. Rõ ràng, chúng ta không thể đồng thời vừa tăng cung tiền vừa cắt giảm lạm phát trong trường hợp cần thiết. Quan trọng hơn, ấn định mục tiêu tăng trưởng cung tiền ở mức 20% là cao một cách bất hợp lý. Trạng thái cân bằng dài hạn cho chúng ta biết tốc độ tăng cung tiền chỉ nên dao động xấp xỉ quanh mức lạm phát mục tiêu cộng với tốc độ tăng trưởng kinh tế – khoảng 15% đối với Việt Nam. Việc theo đuổi mục tiêu tăng trưởng cung tiền quá cao trong thời gian dài sẽ dẫn đến việc lạm phát thực tế vượt xa mức mục tiêu và/hoặc gây ra bong bóng giá trên thị trường tài sản.

Để thực hiện quy tắc mục tiêu lạm phát, trong thời gian qua NHNN thường dùng công cụ lãi suất cơ bản để từ đó tác động đến các loại lãi suất khác và tổng cầu của nền kinh tế. Tuy nhiên, việc điều chỉnh lãi suất này thường được coi là chậm chạp, tức là chỉ phản ứng sau khi lạm phát đã xảy ra, và thiếu tính ngăn chặn. Những thay đổi lãi suất áp dụng cho tháng tiếp theo được đưa ra dựa trên thông tin về lạm phát của tháng hiện tại. Chúng ta có thể ước lượng quy tắc chính sách đơn giản của NHNN qua phương trình sau:

$$r_t = \alpha + \beta\pi_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

Trong đó  $r$  là lãi suất,  $\pi$  là tỉ lệ lạm phát, và  $\varepsilon$  là sai số. Sử dụng số liệu lãi suất huy động hàng tháng chính thức của giai đoạn 1/2003-12/2010, chúng tôi ước lượng được  $\alpha = 5,73$  và  $\beta = 0,29$ . Hằng số  $\beta$  thấp cho thấy phản ứng của lãi suất khá thụ động với diễn biến lạm phát. Nếu lạm phát tăng 1 điểm phần trăm thì lãi suất chỉ tăng xấp xỉ 0,3 điểm phần trăm. Điều này thể hiện rõ quan điểm khá lỏng lẻo với lạm phát và chạy theo tăng trưởng tín dụng và cung tiền trong những năm gần đây. Hơn nữa, sự phản ứng không theo sát thị trường này còn khiến cho các ngân hàng thương mại luôn phải tìm cách nâng lãi suất vượt trần cho phép qua nhiều hình thức khác nhau, tạo nên sự tồn tại của cơ chế hai lãi suất.

Ngoài ra, việc thiếu một thước đo lạm phát kì vọng khiến cho NHNN mất đi nguồn thông tin quan trọng phản ánh tương lai lạm phát của nền kinh tế, và do vậy phản ứng chính sách không có tính đón đầu. Thông thường ở các nước trên thế giới, thông tin về kì vọng lạm phát có thể được khai thác từ phỏng vấn điều tra hoặc qua thị trường trái phiếu. Việc phỏng vấn điều tra các hộ gia đình, doanh nghiệp, và các chuyên gia thường tốn kém và mất thời gian. Hơn nữa, thông tin thu thập được có thể bị sai lệch do mẫu điều tra không đại diện. Do

vậy, thị trường trái phiếu thường là kênh thông tin phổ biến về kì vọng lạm phát. Bằng cách phát hành TIPS – một loại trái phiếu có coupon điều chỉnh theo lạm phát, chính phủ các nước có thể thu được những thông tin quan trọng về lạm phát trong tương lai. Chênh lệch giữa lợi suất của TIPS và lợi suất của các loại trái phiếu thông thường khác sẽ cho ngân hàng trung ương những thông tin quan trọng về lạm phát trong tương lai để từ đó có những điều chỉnh chính sách thích hợp. Trong thời gian tới Việt Nam nên cân nhắc phát hành loại trái phiếu này.

Cuối cùng, khi đã công bố mục tiêu thì các quy tắc chính sách để đạt được mục tiêu đó cần phải được thực hiện một cách có kỉ luật. Việc thực thi một chính sách tiền tệ nhất quán sẽ giúp NHNN lấy được lòng tin của công chúng. Lý thuyết kì vọng duy lý cho chúng ta biết rằng hành vi của các hộ gia đình và các doanh nghiệp trong nền kinh tế không chỉ dựa trên những thông tin trong quá khứ mà còn dựa vào các thông tin về tương lai. Khi công chúng tin vào những công bố chính sách, NHNN chỉ cần điều chỉnh nhỏ đối với chính sách cũng có thể đem lại những hiệu quả lớn (xem thêm Phạm Thế Anh, 2008). Trái lại, những điều chỉnh chính sách bất nhất có thể làm cho cái giá phải trả cho việc hạ thấp tỉ lệ lạm phát lớn hơn rất nhiều.

### **Tài liệu tham khảo**

Phạm Thế Anh (2008), Chính sách tiền tệ và lạm phát: Cần một lộ trình kiên quyết, nhất quán. Tạp chí Tài chính, số 3 (521) 2008.

William Poole (1999), Monetary Policy Rules, The Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Macrh/April, 1999.

