

Trong quá trình thực thi chính sách tiền tệ (CSTT), Ngân hàng Trung ương (NHTW) có thể cân nhắc lựa chọn điều hành chính sách linh hoạt hoặc điều hành theo quy tắc. Điều hành linh hoạt có nghĩa là tùy theo điều kiện thực tế tại từng thời điểm, NHTW có thể ra các quyết định phù hợp nhằm đạt được mục tiêu, trong khi điều hành theo quy tắc là NHTW phải tuân thủ các quy tắc điều hành đã được đề ra từ trước. Các nhà nghiên cứu đã chỉ ra rằng, việc thực thi CSTT theo quy tắc đem lại nhiều ưu điểm hơn so với CSTT dạng tùy nghi hay linh hoạt. Thực thi CSTT theo quy tắc sẽ đảm bảo được sự thống nhất trong điều hành hơn và giúp giảm thiểu những biến động trong sản lượng, lạm phát; duy trì kỳ vọng ở mức vừa phải. Tuy nhiên, phương pháp này cũng tồn tại một số hạn chế, trong đó, nhược điểm lớn nhất là chính sách này không hiệu quả trong điều kiện nền kinh tế có những biến động lớn như các cú sốc hoặc khủng hoảng.

Như vậy, có thể thấy, việc ra quyết định trong điều hành CSTT của NHTW liên quan đến việc cân nhắc lựa chọn điều hành chính sách linh hoạt hay điều hành theo quy tắc. Tuân thủ nguyên tắc ở mức độ nào và để không gian cho tính linh hoạt đến đâu là phù hợp luôn là câu hỏi đặt ra với các nhà lập chính sách. Với xu thế minh bạch hóa và giải trình cao trong các quyết định chính sách đưa ra, điều hành CSTT theo quy tắc luôn thu hút sự quan tâm của các nhà lập chính sách cũng như các nhà nghiên cứu kinh tế. Quy tắc Taylor - một trong những quy tắc đưa ra cách tính toán lãi suất trong điều hành CSTT với những ưu điểm: (i) Đơn giản, dễ hiểu và dễ tính toán, do vậy, giúp NHTW tăng cường khả năng giải trình, gia tăng sự minh bạch; (ii) Giúp công chúng và những người tham gia thị trường tài chính có một công cụ ước lượng để dự báo được những động thái điều hành CSTT của NHTW; (iii) Tạo điều kiện để người dân hiểu hơn về những phản ứng chính sách của NHTW, từ đó, đánh giá được mức độ cam kết chính sách của NHTW, nâng cao được niềm tin của dân

KHẢ NĂNG ÁP DỤNG NGUYÊN TẮC TAYLOR TRONG ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ Ở VIỆT NAM

ThS. Nguyễn Thanh Nhân *

chúng vào các chính sách; (iv) Cho phép điều chỉnh linh hoạt trọng số của sản lượng và lạm phát phù hợp mục tiêu trọng tâm của NHTW trong việc quyết định lãi suất điều hành,... đã dành được sự chú ý của nhiều nhà nghiên cứu cũng như các NHTW và dần trở thành một chỉ báo đối với việc phân tích và điều hành CSTT ở nhiều quốc gia.

Bài viết tập trung phân tích các nhân tố ảnh hưởng tới hiệu quả việc áp dụng nguyên tắc Taylor tại Việt Nam và chỉ ra khả năng áp dụng nguyên tắc này trong việc xác định lãi suất mục tiêu điều hành CSTT của Ngân hàng Nhà nước (NHNN) Việt Nam.

1. Nội dung nguyên tắc Taylor

Năm 1993, 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 (Fed) 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. Taylor đã tiến hành mở rộng nghiên cứu và khái quát hóa mẫu hình của lãi suất giai đoạn đó thành một nguyên tắc điều hành lãi suất của NHTW và nguyên tắc đó được gọi là nguyên tắc Taylor. Theo nguyên tắc này, lãi suất điều hành cần điều chỉnh phù hợp với thay đổi của chênh lệch sản lượng (output gap - chênh lệch giữa GDP tiềm năng 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. Nguyên tắc Taylor được mô tả bằng phương trình sau:

$$i_t = \pi_t + r^* + \alpha(\pi_t - \pi_t^*) + \gamma(y_t - y_t^*)$$

Trong đó:

i_t : là lãi suất ngắn hạn danh nghĩa mà NHTW muốn đạt được (lãi suất mục tiêu của NHTW)

π_t : là tỷ lệ lạm phát thực tế
 r^* : là lãi suất thực cân bằng
 π_t^* : là tỷ lệ lạm phát mục tiêu
 y_t : là tăng trưởng GDP
 y_t^* : là tăng trưởng GDP tiềm năng
 α : là tham số phản ứng chính sách với lạm phát (mức độ nhạy cảm của NHTW trước lạm phát)
 γ : là tham số phản ứng chính sách với tăng trưởng (mức độ nhạy cảm của NHTW trước tốc độ tăng trưởng kinh tế)

Nguyên tắc Taylor đưa ra đề xuất giúp NHTW xác định lãi suất trong ngắn hạn khi các điều kiện kinh tế thay đổi để đạt được hai mục tiêu là ổn định kinh tế trong ngắn hạn và kiểm soát lạm phát trong dài hạn. Theo phương trình trên, nguyên tắc Taylor chỉ ra lãi suất ngắn hạn mục tiêu được xác định dựa trên cơ sở các yếu tố: (i) Tỷ lệ lạm phát thực tế so với lạm phát mục tiêu; (ii) Chênh lệch sản lượng thực tế so với sản lượng tiềm năng và (iii) Lãi suất thực cân bằng.

Trong phương trình trên, α và γ đều dương. Việc đặt tham số $\alpha > 0$ có hàm ý nếu lạm phát tăng thì lãi suất thực cần phải tăng hay nói cách khác, nếu lạm phát tăng 1% đòi hỏi NHTW phải tăng lãi suất danh nghĩa lên hơn 1%. Như vậy, theo nguyên tắc Taylor, chỉ khi nào CSTT phản ứng đủ mạnh với lạm phát thì sự cân bằng của nền kinh tế mới dần được xác định. Lãi suất danh nghĩa phải được điều chỉnh đủ lớn và ít nhất là bằng với thay đổi trong tỷ lệ lạm phát. Điều hành chính sách đi ngược với nguyên tắc Taylor sự cân bằng của nền kinh tế sẽ biến động và không đạt được trạng thái cân bằng xác định.

Việc sử dụng lãi suất thực tế cân bằng trong quy tắc Taylor nhấn mạnh vai trò trung tâm của lãi suất thực tế trong việc xây dựng CSTT. Mặc dù, lãi suất ngắn hạn danh nghĩa được xác định là công cụ hoạch định CSTT, lãi suất thực tế mới là nhân tố thực sự ảnh hưởng đến các hoạt động kinh

* Khoa Ngân hàng - Học viện Ngân hàng



Việc hướng tới tự do hóa lãi suất trong tình hình thanh khoản dư thừa của hệ thống ngân hàng là cần thiết và hợp lý

tế. Đặc biệt, quy tắc Taylor chỉ rõ rằng, lãi suất thực tế cần tăng lên trên mức cân bằng khi lạm phát cao hơn mức mục tiêu và sản lượng cao hơn mức tiềm năng.

Tham số phản ứng α và γ trong quy tắc Taylor tóm tắt hai mục tiêu của CSTT: hướng tới một tỉ lệ lạm phát thấp và ổn định, đồng thời thúc đẩy tăng trưởng bền vững tối đa. Các nhân tố này cũng có thể được xem như sự kết hợp giữa hai mục tiêu dài hạn và ngắn hạn của NHTW, trong đó, tỉ trọng của từng nhân tố thể hiện thái độ giả định đối với sự đánh đổi ngắn hạn giữa lạm phát và sản lượng.

Tham số điều chỉnh chênh lệch sản lượng γ có thể đại diện cho một khía cạnh khác của chính sách, nó mang lại một động lực hướng tới tương lai cho các khuyến nghị chính sách. Theo quan điểm này, γ dường là dấu hiệu của việc tăng lạm phát trong tương lai. Do đó, các khuyến nghị phản ánh sự điều chỉnh chênh lệch sản lượng có thể tương ứng với các hành động chính sách được đề ra để ngăn chặn sự gia tăng dự tính của lạm phát. Tùy thuộc vào mục tiêu cụ thể và dựa trên đặc điểm nền kinh tế theo từng giai đoạn mà NHTW các nước sẽ đặt tham số phản ứng của CSTT với lạm phát là cao hơn hay ưu tiên đặt tham số cao hơn cho phản ứng của CSTT trước thay đổi của sản lượng.

Với việc tìm ra tham số phản ứng $\alpha=0,5$ và $\gamma=0,5$, Taylor (1999) đã sử

dụng phương trình sau để giải thích những động thái điều hành CSTT của Cục Dự trữ liên bang Mỹ trong giai đoạn từ những năm 1970 đến nay:

$$i_t = 2 + \pi_t + 0,5(\pi_t - 2) + 0,5(y_t - y_t^*)$$

Trong biểu thức này, với việc đặt ra một số giả định cho nền kinh tế Mỹ (lạm phát mục tiêu ở mức 2%, lãi suất thực ở điểm cân bằng), nguyên tắc Taylor khuyến nghị nếu lạm phát $\pi_t = 2\%$ và sản lượng ở điểm cân bằng thì lãi suất thực qua đêm liên ngân hàng là 2% và lãi suất qua đêm liên ngân hàng danh nghĩa là 4%. Nếu sản lượng tăng 1% trên mức cân bằng và lạm phát đang ở mức mục tiêu thì CSTT thắt chặt được thực thi với sự điều chỉnh lãi suất danh nghĩa tăng thêm 0,5%. Nếu lạm phát tăng 1% trên mức mục tiêu và sản lượng đang ở mức cân bằng, CSTT thắt chặt hơn được thực thi với sự tăng thêm lãi suất thực qua đêm liên ngân hàng 0,5% và do đó, lãi suất danh nghĩa tăng thêm 1,5%.

Nhiều nghiên cứu trên thế giới chỉ ra rằng, mỗi quốc gia có một đặc điểm về mức độ đánh đổi giữa các mục tiêu, thể chế và cấu trúc nền kinh tế khác nhau sẽ có hệ số phản ứng của CSTT trước biến động của lạm phát là khác nhau. R. Basilio (2013) đã đưa ra quan điểm về các nhân tố quyết định đến hệ số này bao gồm: (i) Mức độ độc lập của NHTW; (ii) Độ mở của nền kinh tế; (iii) Mức độ linh hoạt của tỷ giá; (iv) Tình trạng nợ công; (v) Khối lượng chi tiêu

của chính phủ; (vi) Mức độ phát triển của quốc gia và (vii) Kinh nghiệm siêu lạm phát trong quá khứ.

2. Các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả áp dụng nguyên tắc Taylor tại Việt Nam

Nguyên tắc Taylor là quy tắc CSTT cho biết NHTW nên điều chỉnh công cụ chính sách lãi suất của mình một cách có hệ thống như thế nào để đạt được sự phát triển trong hoạt động kinh tế vĩ mô và lạm phát theo mục tiêu đã đề ra. Như vậy, nguyên tắc Taylor được sử dụng trong cơ chế điều chỉnh bằng lãi suất của CSTT. Do đó, điều kiện tiên quyết để áp dụng nguyên tắc này trong điều hành CSTT là sự vận hành hiệu quả của CSTT qua cơ chế tác động lãi suất và sau đó là sự tính toán chính xác sản lượng tiềm năng, tính đầy đủ, chính xác và kịp thời của các dữ liệu đầu vào trong mô hình Taylor. Trong đó, sự vận hành hiệu quả của CSTT qua cơ chế tác động lãi suất lại chịu ảnh hưởng bởi các nhân tố: mức độ điều tiết của Chính phủ, sự phát triển của thị trường tài chính, cơ chế tỷ giá và mức độ chu chuyển các dòng vốn, sự tiếp cận vốn ngân hàng của các chủ thể kinh tế, đặc biệt là các doanh nghiệp.

2.1. Mức độ can thiệp của Chính phủ

a) Kiểm soát lãi suất

Quy tắc Taylor sẽ giúp cho NHTW xác định mức lãi suất mục tiêu trong ngắn hạn khi các điều kiện kinh tế thay đổi để đạt được hai mục tiêu là ổn định kinh tế trong ngắn hạn và kiểm soát lạm phát trong dài hạn. Mức lãi suất ngắn hạn này sẽ gây ra những thay đổi cùng chiều tới mặt bằng lãi suất kinh doanh của các TCTD theo lý thuyết cấu trúc kỳ hạn của lãi suất. Bên cạnh đó, sự thay đổi của lãi suất cũng sẽ ảnh hưởng đến tỷ giá và giá chứng khoán, từ đó, ảnh hưởng đến mức xuất khẩu ròng và tình trạng tài chính của các chủ thể trong nền kinh tế mà kết quả là chi phối đến hành vi vay nợ cũng như tiêu dùng của họ. Vì vậy, có thể nói tự do hóa lãi suất được xem là yếu tố cơ bản giúp nâng cao hiệu quả của kênh truyền dẫn lãi suất tới nền kinh tế khi áp dụng quy tắc Taylor. Lãi suất do thị trường xác định đảm bảo truyền tải nhanh chóng và hiệu quả các tín hiệu CSTT, đặc biệt là

tín hiệu về lãi suất và tác động tới tất cả các bộ phận của nền kinh tế.

Từ tháng 6/2002, NHNN Việt Nam đã áp dụng cơ chế lãi suất thỏa thuận, cho phép các TCTD và khách hàng tự thỏa thuận lãi suất trong các quan hệ tín dụng. Tuy nhiên, từ 2008, trước tình hình biến động mạnh của nền kinh tế, NHNN đã áp dụng một số biện pháp hành chính trong từng thời kỳ khống chế trực tiếp lãi suất kinh doanh của hệ thống TCTD nhằm đạt được các mục tiêu khác nhau của CSTT. Việc sử dụng các biện pháp hành chính tác động lên mặt bằng lãi suất thị trường đã phát huy một số mặt tích cực như hỗ trợ doanh nghiệp vay vốn, giảm hiện tượng chạy đua lãi suất,... tuy nhiên, cũng để lại những tác động trái chiều không nhỏ. Việc quy định mức lãi suất như nhau cho các ngân hàng khác nhau về mức rủi ro khiến các NHTMCP nhỏ gặp khó khăn trong việc tiếp cận vốn trên thị trường. Khó khăn trong hoạt động huy động vốn kết hợp với CSTT thắt chặt của NHNN khiến các NHTM này phải sử dụng nguồn vốn trên thị trường liên ngân hàng không chỉ cho mục đích về thanh khoản mà còn như một nguồn vốn huy động để cho vay trung, dài hạn đối với khách hàng. Thị trường liên ngân hàng trở thành một "mảnh đất màu mỡ" để các ngân hàng lớn tập trung kinh doanh và còn là nơi các ngân hàng sử dụng để "điều chỉnh" hệ số an toàn vốn tối thiểu (CAR)¹. Các động thái trên của hệ thống ngân hàng một mặt đẩy lãi suất thị trường liên ngân hàng lên cao và do đó, lãi suất đi vay tăng mạnh, mặt khác làm méo mó vai trò vốn có của thị trường liên ngân hàng. Thêm vào đó, trần lãi suất không bảo đảm mức lãi suất thực dương và thấp hơn mức lãi suất cân bằng đã khiến nhiều TCTD thực hiện các biện pháp "vượt rào" lãi suất. Hậu quả tất yếu là lãi suất cho vay giai đoạn 2008 - 2011 ở mức cao và giảm chậm trong 2012, 2013, 2014 khiến chi phí lãi vay trở thành gánh nặng đối với hệ thống doanh nghiệp, hạn chế nhu cầu đầu tư và tiêu dùng của nền kinh tế...

Trước thực trạng đó, từ năm 2012 đến nay, NHNN đã có những bước đi thận trọng để tiến dần tới tự do hóa lãi suất. Việc hướng tới tự do hóa lãi suất trong tình hình thanh khoản dư

thừa của hệ thống ngân hàng hiện nay là cần thiết và hợp lý. Tiến hành dỡ bỏ trần lãi suất huy động, tự do hóa hoàn toàn lãi suất sẽ cho phép chúng ta huy động được các nguồn tiết kiệm nội địa, các nguồn vốn từ bên ngoài để sử dụng hiệu quả cho mục tiêu phát triển kinh tế.

b) Thâm hụt ngân sách và chính sách hỗ trợ về vốn của Chính phủ

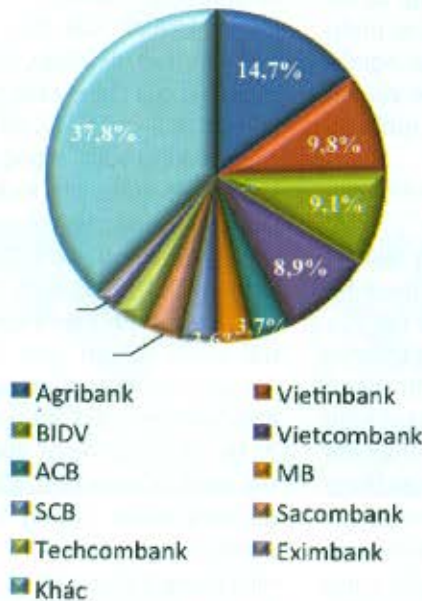
Cơ chế tác động bằng lãi suất là dựa trên cơ sở một loạt các quan hệ thị trường nên nếu tính độc lập của CSTT bị vi phạm hay nói cách khác có sự can thiệp vào cơ chế hình thành giá của thị trường sẽ làm giảm hiệu quả điều hành chính sách. Ở phần lớn các nước đang phát triển, sự can thiệp này thường dưới dạng các khoản tín dụng cung ứng theo chỉ định mà một phần hoặc toàn bộ từ nguồn cung tiền của NHTW với lãi suất và các điều kiện ưu đãi. Hoạt động này của Chính phủ đã làm giảm hiệu quả cơ chế điều chỉnh bằng lãi suất của NHTW vì khối lượng tín dụng được cung ứng tách rời khỏi hiệu ứng về giá cũng như các điều kiện vay vốn.

Thời gian qua, tại Việt Nam, lãi suất là công cụ của CSTT, tác động bình đẳng đến các chủ thể kinh tế, song, nhiều khi được sử dụng như công cụ hỗ trợ thay cho NSNN. Trong tổng gói kích cầu 160.000 tỷ đồng năm 2009, NHNN đã thực hiện hỗ trợ lãi suất 17.000 tỷ đồng lấy từ nguồn phát hành. Kênh cho vay của các ngân hàng còn được sử dụng để cung cấp tín dụng cho các đối tượng là hộ nghèo và cận nghèo nhằm hỗ trợ xóa đói giảm nghèo, phát triển kinh tế vùng sâu, vùng xa, khu vực miền núi với lãi suất ưu đãi và do đó phần nào biến công cụ lãi suất thành một hình thức tài trợ cho các đối tượng ưu tiên. Thêm vào đó, mức độ tăng không ngừng của chi tiêu công và đầu tư công cho khu vực DNNN thiếu hiệu quả khiến bội chi ngân sách kéo dài. Gánh nặng chi tiêu này một phần chuyển sang kênh tín dụng ngân hàng, đưa hệ thống ngân hàng vào tình trạng rủi ro đồng nghĩa với việc ngăn cản CSTT theo đuổi mục tiêu ổn định giá cả. Trong điều kiện này, hệ thống ngân hàng sử dụng kênh tín dụng ngân hàng một cách trực tiếp và gián tiếp đầu tư thay cho ngân sách thông qua các chương trình hỗ

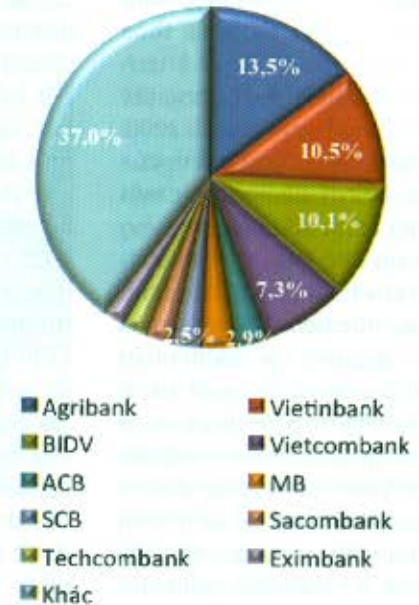
trợ lãi suất, cho vay với điều kiện ưu đãi, chương trình cho vay 30.000 tỷ, kế hoạch tái chiết khấu trái phiếu đặc biệt của VAMC. Các điều kiện tiền tệ, trong một số giai đoạn, bị chi phối bởi mục tiêu của chính sách tài khóa hơn là mục tiêu của CSTT, và như vậy, cơ cấu tín dụng với tỷ trọng đáng kể các khoản tín dụng phi thương mại đã làm sai lệch dấu hiệu cũng như chiều hướng tác động của CSTT, đặc biệt là chính sách lãi suất.

Sự phát triển mạnh của thị trường trái phiếu Chính phủ chuyên biệt với quy mô tăng bình quân tới hơn 40%/năm trong 5 năm qua (2009 - 2014), tỷ trọng tham gia đầu tư vào trái phiếu Chính phủ của các NHTM đã tăng nhanh chóng, từ 59% năm 2009 tới gần 86% khối lượng giao dịch trong 8 tháng 2014. Ước tính 2% doanh số giao dịch thuộc về các nhà đầu tư nước ngoài và hơn 10% còn lại thuộc các đối tượng khác như công ty chứng khoán hoặc các quỹ đầu tư trong nước. Trong năm 2009, đã có trên 40 đợt phát hành trái phiếu Chính phủ bằng VND và 2 đợt phát hành trái phiếu bằng ngoại tệ do Chính phủ bảo lãnh. Trong đó tới 36/40 đợt phát hành trái phiếu tiến đồng hoàn toàn thất bại. Tỷ lệ trúng thầu trái phiếu Chính phủ thấp dẫn đến việc NSNN không huy động đủ vốn qua phát hành trái phiếu Chính phủ theo kế hoạch. Trong khi đó, các NHTM cũng đang khó khăn tìm kiếm đối tượng vay để giải ngân trong bối cảnh kinh tế suy giảm sau khủng hoảng, doanh nghiệp trong tình trạng phá sản hàng loạt, nợ xấu gia tăng, NHNN yêu cầu thắt chặt tiêu chuẩn đảm bảo tiền vay thì việc đầu tư vào trái phiếu Chính phủ trở thành lựa chọn tất yếu. Nhu cầu mua trái phiếu Chính phủ trong các năm từ 2011 đến nay luôn ở mức cao, với khối lượng dự thầu luôn cao hơn khối lượng gọi thầu (từ 1,12 đến 5,11 lần), tỷ lệ trúng thầu trong từng phiên đạt tới 90% - 100%; lãi suất giảm qua các phiên đấu thầu. Trong một chừng mực nhất định, trái phiếu Chính phủ là lựa chọn tốt cho các ngân hàng để dự trữ thanh khoản thứ cấp bởi trái phiếu Chính phủ có thể bán được ngay, với khối lượng lớn khi cần phải bù đắp thanh khoản. Đây cũng là công cụ hỗ trợ thanh khoản cho các NHTM trong trường hợp cần

Hình 1: Thị phần huy động của các ngân hàng năm 2014



Hình 2: Thị phần cho vay của các ngân hàng năm 2014

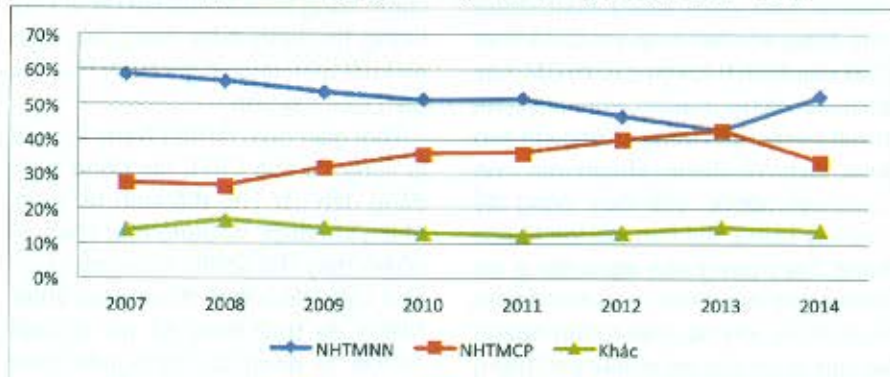


Nguồn: NHNN

thể chấp vay vốn lẫn nhau hoặc tái chiết khấu tại NHNN.

Nếu nhìn ở góc độ thị trường sơ cấp trái phiếu Chính phủ thì trong những năm 2010 - 2011, với mức trần lãi suất trái phiếu Chính phủ dao động trong khoảng từ 10 - 12%/năm, trong khi lãi suất cho vay trên thị trường lên tới hơn 20%/năm, thông thường sẽ không có một ngân hàng thương mại nào sẵn lòng đầu tư trái phiếu Chính phủ. Tuy nhiên, đây lại là hai năm thành công nhất đối với việc phát hành trái phiếu Chính phủ. Bản chất ẩn sau hiện tượng này là do "vị thế tiền rẻ". Các NHTM có thể bán (trên thị trường mở) hay chiết khấu, cầm cố trái phiếu Chính phủ vay vốn tại NHNN tại mức lãi suất thấp (chênh lệch khoảng 3 - 4%), sau đó cho các ngân hàng thiếu hụt thanh khoản vay với lãi suất cao nhằm hưởng lợi lớn. Hành động này đã khiến cho có thời kì vốn chỉ chạy loanh quanh từ thị trường trái phiếu Chính phủ sang thị trường liên ngân hàng, và ngược lại, mà không đến được khu vực tư nhân. Như vậy, vô hình chung, NHNN đã gián tiếp tài trợ cho thâm hụt ngân sách và NSNN trở thành nguồn cung ứng lợi nhuận cho các NHTM lớn. Trong khi đó, các ngân hàng nhỏ không có nhiều trái phiếu Chính phủ để bán trên OMO hoặc tái chiết khấu từ NHNN, phải tăng lãi suất

Hình 3: Thị phần tín dụng ngân hàng Việt Nam giai đoạn 2007 - 2014



Nguồn: Tổng hợp của tác giả

để huy động vốn và do đó lãi suất cho vay bị đẩy lên cao, gây khó khăn cho NHNN trong điều hành lãi suất².

Trong giai đoạn tài khóa 2014 - 2016, khi khối lượng trái phiếu Chính phủ phát hành tăng thêm khoảng 400.000 tỷ VND như đã được Quốc hội phê duyệt thì tình trạng chi phối ngược của lãi suất trái phiếu Chính phủ có thể gây tác động trái chiều tới mục tiêu điều hành lãi suất của NHNN.

2.2. Sự phân cách của thị trường tài chính

Trong thị trường tài chính thống nhất, sự biến đổi của mức lãi suất ngắn hạn sẽ chuyển tải ảnh hưởng của nó tới các mức lãi suất trung dài hạn theo cấu trúc kỳ hạn của lãi suất (đường cong lãi suất dịch chuyển song song) hay nói cách khác khả

năng phản ứng của các mức lãi suất dài hạn hơn đối với sự biến động của lãi suất ngắn hạn diễn ra một cách nhanh chóng. Khi các bộ phận của thị trường tài chính không đảm bảo tính cạnh tranh, có sự phân cách, các mức lãi suất được quyết định bởi cung cầu của từng thị phần kỳ hạn và do đó, sự biến đổi lãi suất ngắn hạn do những thay đổi trong điều hành CSTT của NHTW không chuyển tải ảnh hưởng tới các mức lãi suất trung và dài hạn; thay vì làm dịch chuyển cả đường cong lãi suất, sự thay đổi này chỉ làm thay đổi vị trí đầu của đường cong lãi suất. Như vậy, để cơ chế điều hành lãi suất của NHTW có hiệu quả, điều kiện tiên quyết là cần tạo tính thống nhất và cạnh tranh trong thị trường, đảm bảo sự biến động của lãi suất phản ánh chính xác các quan hệ cung cầu



vốn và trở nên nhạy cảm với những tác động của lãi suất liên ngân hàng.

Thực tế cho thấy, tính thống nhất của thị trường tại Việt Nam không cao và chịu ảnh hưởng lớn bởi sự phân cách. Sự phân cách này được thể hiện cả trên thị trường tín dụng ngân hàng và thị trường các công cụ tài chính.

Trên thị trường liên ngân hàng, sự phân đoạn thị trường được hình thành bởi sự phân hóa các thành viên của thị trường thành 2 nhóm: Nhóm chuyên đi vay và nhóm chuyên cho vay. Nhóm đi vay, nhận tiền gửi trên thị trường chủ yếu là các TCTD nhỏ (các TCTD cổ phần), nhóm cho vay là một số TCTD lớn (Ngoại thương, Công thương, Á châu,...) đã trở thành những “trung tâm” cung ứng nguồn vốn khả dụng. Thêm vào đó sự tồn tại tình trạng phân nhóm theo loại hình TCTD (TCTD Nhà nước, TCTD cổ phần, chi nhánh ngân hàng nước ngoài, ngân hàng liên doanh) càng làm cho thị trường trở nên manh mún, phân tán và kém hiệu quả. Các TCTD trong nhóm thường sẵn sàng hỗ trợ nhau khi gặp khó khăn về vốn khả dụng với các điều kiện cho vay đơn giản hơn. Nhóm các chi nhánh ngân hàng nước ngoài cho vay, gửi tiền trong nhóm với mức lãi suất thấp hơn so với các nhóm khác.

Trên thị trường tín dụng, sự phân đoạn trước hết do sự chi phối thị trường của một số NHTM lớn. Với số lượng các ngân hàng rất lớn nhưng chỉ 10 ngân hàng lớn đã chiếm khoảng 62% thị phần huy động và 63% thị phần cho vay. Và như vậy, chỉ một số lượng nhỏ các NHTM, đặc biệt là 4 NHTMNN (chiếm trên 50% thị phần huy động và cho vay) đang chi phối thị trường này và do đó chi phối mặt bằng lãi suất tiền gửi và cho vay của toàn bộ thị trường. (Hình 1-2 -3)

Ngoài ra, sự phân cách trên thị trường tín dụng còn được thể hiện giữa các bộ phận của thị trường: thị trường tín dụng nông thôn và thị trường tín dụng đô thị. Các NHTM đã tăng cường mở rộng mạng lưới của mình qua những chi nhánh mới, các phòng giao dịch, nhưng đại đa số các NHTMCP tập trung phát triển chi nhánh ở khu vực thành thị và các khu vực có nền kinh tế phát triển hơn. Điều này tạo ra những lực cản rất lớn cho khả năng tiếp cận các dịch vụ tài chính của các

khu vực dân cư mà kết quả là sự cạnh tranh mạnh mẽ giữa các NHTMCP ở khu vực thành thị và sự mất cân bằng của dịch vụ ngân hàng giữa khu vực nông thôn và thành thị. Theo số liệu điều tra tiếp cận nguồn lực hộ nông thôn Việt Nam (VARHS) 2006 - 2012, có 50% số hộ nông dân được khảo sát có vay nợ, 60% trong số đó ghi nhận có vay của ngân hàng. Tuy nhiên, quy mô vay rất thấp, chỉ chiếm 13,6% trong tổng lượng vay. Tín dụng cho nông nghiệp vẫn đối diện những khó khăn, như lãi vay còn cao, điều kiện tiếp cận khoản vay ngặt nghèo. Thực tế cho thấy, các TCTD huy động vốn tại địa bàn nông thôn chỉ đạt 60 - 70% nhu cầu nguồn lực dành cho nông nghiệp, nông thôn; còn muốn cho vay thêm phải sử dụng nguồn lực khác.

Trên thị trường tài chính sự phân đoạn thị trường càng thể hiện rõ nét, cả về công cụ và thành viên tham gia.

Hiện nay, sản phẩm trên thị trường trái phiếu chủ yếu được chia thành 2 loại là trái phiếu Chính phủ (bao gồm cả trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh và TPCQĐP) và trái phiếu doanh nghiệp. Với vai trò là kênh huy động vốn trung - dài hạn cho nền kinh tế, tỷ lệ giao dịch giữa trái phiếu Chính phủ và trái phiếu doanh nghiệp thường không chênh lệch quá nhiều tại các quốc gia có thị trường tài chính phát triển. Nhưng tại Việt Nam thì tỷ lệ này có mức chênh lệch khá rõ ràng, phản ánh sự chi phối thị trường đến từ phân khúc trái phiếu Chính phủ. (Hình 4)

Theo thống kê trên thị trường quốc tế, kỳ hạn thông thường của trái phiếu là khoảng 3 - 10 năm, cá biệt có những đợt phát hành với kỳ hạn lên tới 10 - 30 năm. Tuy nhiên, thực tế hiện nay ở Việt Nam cho thấy, thị trường trái phiếu chưa thực sự là kênh huy động vốn dài hạn cho nền kinh tế mà chủ yếu vẫn là các kỳ hạn ngắn³. Điều này cho thấy, các nhà đầu tư trên thị trường hiện nay đa số tập trung vào phân khúc trái phiếu kỳ hạn ngắn. (Hình 5)

Tại các quốc gia phát triển, nhà đầu tư luôn được đa dạng hóa, có sự cân đối giữa các nhóm nhà đầu tư nếu muốn duy trì lực cầu đều đặn trên thị trường. Thị trường trái phiếu Việt Nam đã xuất hiện các nhóm nhà

đầu tư cơ bản, nhưng mức độ tham gia của các nhà đầu tư này chưa thực sự chuyên nghiệp. NHTM hiện đang là nhóm nhà đầu tư lớn nhất trên thị trường khi nắm giữ khoảng trên 80% lượng trái phiếu Chính phủ. Tuy nhiên, nhu cầu đầu tư của các ngân hàng lại phụ thuộc vào hoạt động kinh doanh chính là cho vay, khiến nguồn vốn này không có tính ổn định, có thể giảm xuống đột ngột bất cứ lúc nào và không đem lại sự phát triển bền vững như mong muốn cho thị trường. Trong khi đó, các công ty bảo hiểm, đặc biệt là bảo hiểm nhân thọ được coi là một nhà đầu tư tiềm năng trên thị trường trái phiếu. Mặc dù vậy, quy mô thị trường bảo hiểm còn thấp, doanh thu phí bảo hiểm chỉ đạt khoảng 1,4% GDP khiến công ty bảo hiểm chỉ nắm khoảng 5% thị phần. Nhóm nhà đầu tư khác trên thị trường là các quỹ đầu tư cũng chỉ nắm giữ khoảng 6 - 7% dư nợ trái phiếu, phân bổ tới những loại hình quỹ khác nhau trong và ngoài nước. Thêm vào đó, thị trường chưa thu hút được khối đầu tư ngoại, các nhà đầu tư nước ngoài mới chỉ dè dặt quay lại thị trường trong nước từ cuối năm 2012, nắm giữ chỉ khoảng 13% tổng khối lượng trái phiếu.

2.3. Khả năng tiếp cận vốn của các doanh nghiệp, đặc biệt là các DN VVN

Nếu sự tiếp cận vốn vay từ ngân hàng hoặc thị trường tài chính của các doanh nghiệp gặp khó khăn thì những thay đổi trong điều hành lãi suất của NHTW sẽ khó gây ảnh hưởng đến nhu cầu đầu tư và chỉ tiêu thông qua hiệu ứng giá vốn, làm giảm hiệu quả của cơ chế tác động bằng lãi suất trong điều hành CSTT. Như vậy, một trong những điều kiện đảm bảo hiệu quả cho việc điều chỉnh bằng lãi suất là khả năng tiếp cận vốn dễ dàng từ thị trường của các doanh nghiệp.

Hiện tại, Việt Nam có hơn 90% DNNVV trong tổng số doanh nghiệp đang hoạt động, góp vai trò quan trọng trong tạo việc làm, huy động các nguồn lực xã hội cho đầu tư phát triển và đóng góp cho sự phát triển của đất nước. Dù đã có sự nới lỏng của CSTT và nhiều chính sách kích cầu đang được triển khai, nhưng vẫn có tới 20,8% doanh nghiệp tham gia điều tra cho biết gặp khó khăn khi

tiếp cận vốn vay ngân hàng⁴. Cũng theo kết quả điều tra, có đến 42,9% doanh nghiệp cho rằng tiếp cận vốn vẫn sẽ là một khó khăn lớn trong thời gian tới.

Các DNNVV chưa tiếp cận được nhiều với nguồn vốn một phần nguyên nhân thuộc về bản thân các doanh nghiệp. Hệ thống báo cáo tài chính chưa được các doanh nghiệp thực sự quan tâm nên số liệu phản ánh chưa chính xác, chưa được kiểm toán theo quy định. Vì thế, các tổ chức tín dụng thiếu thông tin khi phân tích, đánh giá và thẩm định để nghị xin vay của DNNVV, ảnh hưởng đến việc đưa ra các quyết định cho vay cũng như chất lượng khoản vay. Bên cạnh đó, những hạn chế trong tiếp cận thông tin, trình độ nhân lực, quản trị dẫn tới kỹ năng hoạch định, xây dựng phương án sản xuất - kinh doanh của các DNNVV thiếu tính khả thi và chưa có kế hoạch ứng phó với biến động của giá cả, thị trường... Tài sản đảm bảo của các DNNVV cũng chưa đáp ứng được các yêu cầu của TCTD như tính pháp lý của tài sản chưa rõ ràng, tài sản không khả mãi, giá trị đảm bảo thấp...

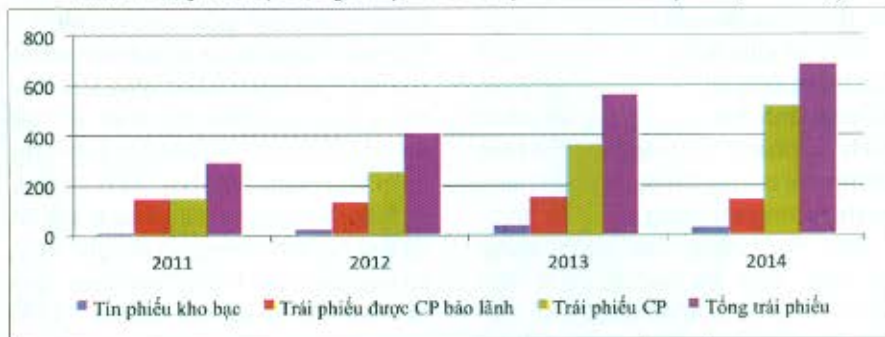
Như vậy, có thể thấy, hiện tại, các doanh nghiệp, đặc biệt là DNVVN gặp khó khăn trong việc tiếp cận vốn từ thị trường. Khó khăn này bắt nguồn từ cả khía cạnh chính sách, quy định của Chính phủ, lẫn trong thực tế hoạt động của bản thân doanh nghiệp.

2.4. Cơ chế điều hành tỷ giá

Hiệu quả cơ chế điều hành CSTT qua lãi suất phụ thuộc vào cơ chế tỷ giá trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế với sự tự do di chuyển của các luồng vốn. Luồng vốn tự do di chuyển cho phép sự thay thế hoàn hảo giữa tài sản tài chính trong nước và nước ngoài khi các điều kiện về lãi suất trong nước thay đổi. Điều này triệt tiêu sự lan truyền của cơ chế tác động về giá trong chế độ tỷ giá cố định. Do đó, trong điều kiện nền kinh tế mở, để đảm bảo hiệu quả của cơ chế điều hành về giá của CSTT, cơ chế tỷ giá đòi hỏi phải có sự linh hoạt nhất định.

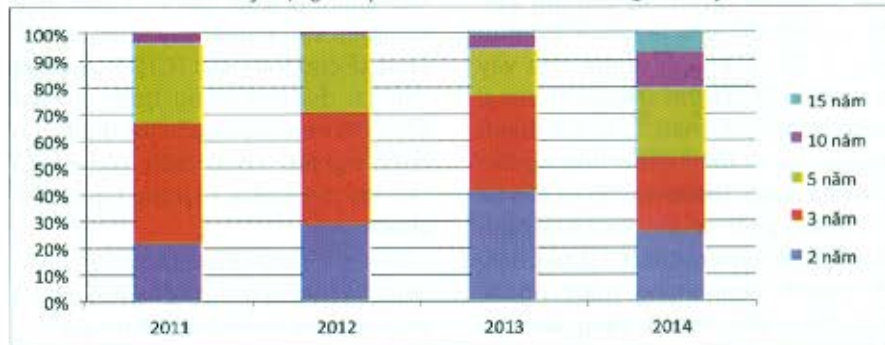
Từ năm 1999, NHNN đã thay đổi căn bản cơ chế điều hành tỷ giá từ chế độ neo tỷ giá sang chế độ tỷ giá thả nổi có điều tiết. Sau đó, từ năm 2006 đến nay, chính sách tỷ giá của NHNN được điều hành một cách linh hoạt hơn,

Hình 4: Quy mô thị trường trái phiếu sơ cấp 2011 - 2014 (Đơn vị: 1000 tỷ)



Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Hình 5: Tỷ trọng trái phiếu đầu thầu thành công theo kỳ hạn



Nguồn: Tổng hợp của tác giả

phù hợp với diễn biến thị trường, đảm bảo thanh khoản ngoại tệ cho hệ thống ngân hàng, góp phần thúc đẩy xuất khẩu, hạn chế nhập siêu, kiểm chế lạm phát và ổn định kinh tế vĩ mô. Đặc biệt, trong những năm gần đây, chính sách điều hành tỷ giá của NHNN đã góp phần ổn định giá trị của tiền đồng và tạo lập niềm tin của người dân về đồng nội tệ. Tuy nhiên, cơ chế tỷ giá có điều tiết trong biên độ hẹp đã có những ảnh hưởng trái chiều nhất định đối với kênh truyền dẫn lãi suất. Cụ thể, với bối cảnh sự tăng trưởng mạnh của các dòng tiền từ nước ngoài như dòng vốn đầu tư trực tiếp, vốn đầu tư gián tiếp và đặc biệt là luồng kiều hối trong những năm qua, tình trạng cán cân thương mại được cải thiện đáng kể, nhất là khi có dấu hiệu thặng dư kể từ năm 2011 đến nay, đã dẫn tới khả năng dư thừa ngoại hối trên thị trường. Nhằm mục tiêu ổn định thị trường ngoại hối và duy trì sức cạnh tranh thương mại quốc tế, NHNN đã phải mua vào (hiện nay, khoảng 9-10 tỷ USD mỗi năm). Hoạt động mua ngoại tệ của cơ quan tiền tệ đã làm tăng mạnh lượng tiền Việt được đưa vào lưu thông trong khi hoạt động trung hòa chưa thực sự hiệu quả. Như vậy, mục tiêu

ổn định giá cả của CSTT đã phần nào bị ảnh hưởng bởi hoạt động nhằm ổn định tỷ giá và bình ổn thị trường ngoại hối của NHNN trong một vài giai đoạn, theo đó, làm giảm hiệu quả điều hành CSTT theo nguyên tắc nói chung và theo nguyên tắc Taylor nói riêng.

2.5. Tính đầy đủ, kịp thời và chính xác của dữ liệu

Dữ liệu đầu vào của mô hình Taylor bao gồm hai loại là số liệu thống kê (dữ liệu quá khứ) và số liệu dự báo (đối với mô hình dạng forward looking). Dữ liệu đầu vào của mô hình được cho là có chất lượng khi chúng đảm bảo các yếu tố đầy đủ, kịp thời, nhất quán, và chính xác.

Theo phương hướng cải cách cơ cấu trong quy hoạch phát triển, Việt Nam đã nhấn mạnh cải cách hệ thống thông tin và xác định mỗi quốc gia muốn phát triển mạnh phải có hệ thống thông tin có chất lượng và thống nhất. Thông tin chính xác, cập nhật, kịp thời luôn là vấn đề tối quan trọng. Trên tinh thần đó, năm 2010, Thủ tướng Chính phủ ra Quyết định số 312/QĐ-TTg về việc phê duyệt Đề án Đổi mới đồng bộ các hệ thống chỉ tiêu thống kê với mục tiêu đổi mới và áp dụng đồng bộ các hệ thống chỉ tiêu thống kê, hình thành hệ thống

thông tin thống kê quốc gia thống nhất, thông suốt và hiệu quả phù hợp với tiêu chuẩn, thông lệ quốc tế nhằm cung cấp chính xác, đầy đủ, kịp thời các thông tin thống kê đáp ứng nhu cầu phân tích, đánh giá tình hình kinh tế - xã hội. Cho đến nay, công tác thống kê của Việt Nam đã đạt được một bước tiến đáng khích lệ. Việc rất nhiều chuỗi số liệu đã được công bố công khai và miễn phí trên website của Tổng cục Thống kê, NHNN và nhiều Bộ, ngành khác đã thể hiện tính chất minh bạch rõ rệt. Mặc dù vậy, số lượng số liệu thống kê cũng chưa được đầy đủ và còn hạn chế, đặc biệt chất lượng số liệu thống kê vẫn chưa đảm bảo được các yếu tố kịp thời, chính xác và nhất quán, cụ thể:

Về tính kịp thời: Thông thường, có những chỉ tiêu được công bố theo quý (tài khoản quốc gia), có chỉ tiêu được công bố theo tháng, theo tuần, ngày hoặc là năm. Tại Việt Nam, số liệu theo quý thường được công bố vài ngày trước khi quý kết thúc, số liệu theo tháng cũng được công bố trước khi tháng kết thúc. Điều này dường như thể hiện tính kịp thời của số liệu rất cao. Tuy nhiên, thực tế các số liệu này chỉ được xem là ước tính và thường lại chưa phản ánh chính xác số liệu thực, bởi vì, sau khi cơ quan thống kê điều chỉnh thì số liệu thực khác xa những số liệu ước tính. Cụ thể, liên quan tới cách tính GDP, khoảng cuối hàng tháng, Tổng Cục Thống kê công bố ước tính GDP bằng cách lấy con số nửa tháng đó ước tính ra. Đến cuối năm, Tổng cục Thống kê tính lại chỉ tiêu này và kết quả thường cao hơn số đã công bố ước tính trước đó.

Về tính chính xác và nhất quán: Phương pháp thu thập và xử lý số liệu thống kê của Việt Nam còn thô sơ, không theo chuẩn mực quốc tế dẫn tới nhiều sai sót, thể hiện rõ nhất là sự không thống nhất trong các số liệu công bố từ các nguồn khác nhau, thậm chí là số liệu khác nhau từ cùng một nguồn. Ví dụ, số liệu GDP được công bố trong cuốn Niên giám thống kê năm 2011 và 2012 của Tổng cục Thống kê không thống nhất với nhau khi GDP từ năm 2009 được in trong cuốn Niên giám thống kê năm 2012 đột ngột được tính tăng lên. Một dẫn chứng khác về sự kém chính xác của số liệu thống kê dẫn tới sự băn khoăn

cho người dùng là trong nhiều năm qua, chỉ số GDP Việt Nam công bố bao giờ cũng lệch khá nhiều so với con số GDP mà Quỹ tiền tệ Thế giới, Ngân hàng Thế giới và Ngân hàng phát triển châu Á công bố.

Liên quan tới các chỉ tiêu dự báo, khả năng dự báo chỉ tiêu kinh tế vĩ mô của Việt Nam thời gian qua đã đạt được những kết quả tích cực, góp phần quan trọng trong việc xác định mục tiêu chiến lược trong các thời kỳ (1991 - 2000, 2001 - 2010, 2011 - 2020) và các kế hoạch 5 năm, hàng năm; đồng thời, việc dự báo vĩ mô đã góp phần vào việc lựa chọn và chuyển đổi mục tiêu ưu tiên khi có những biến động lớn về tình hình trong nước và nước ngoài. Chẳng hạn, khi lạm phát cao xuất hiện từ cuối 2010, năm 2011, Chính phủ đã chuyển đổi mục tiêu từ ưu tiên ổn định kinh tế vĩ mô, tăng trưởng cao hơn năm trước, sang ưu tiên kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, bảo đảm an sinh xã hội. Tuy nhiên, việc dự báo vĩ mô hiện nay cũng còn những hạn chế, bất cập. Dự báo còn nghiêng nhiều về ngắn hạn, dự báo dài hạn chưa nhiều. Độ tin cậy và mức độ chính xác của một số dự báo vĩ mô chưa cao. Việc phân tích, so sánh, nhận diện các yếu tố tác động đến các chỉ tiêu dự báo và rút ra bài học kinh nghiệm còn thiếu và yếu, là những bằng chứng cho thấy việc chỉ đạo, điều hành đối với một số ngành, lĩnh vực chưa uyển chuyển hoặc thiếu sự phối hợp. Ngoài ra, công tác dự báo chưa được quan tâm trong hệ thống thống kê. Công tác thống kê của Việt Nam hiện nay mới chỉ bao gồm hoạt động thu thập, tổng hợp, công bố thông tin. Thực tiễn đòi hỏi công tác thống kê còn bao gồm nhiều công đoạn khác nhau, như phân tích dự báo... Đây cũng là một trong những nội dung quan trọng được nghiên cứu sửa đổi trong Luật Thống kê sửa đổi hiện nay.

3. Đánh giá khả năng áp dụng nguyên tắc Taylor tại Việt Nam

Qua phân tích những nhân tố ảnh hưởng tới hiệu quả áp dụng nguyên tắc Taylor tại Việt Nam, có thể thấy, cơ chế tác động CSTT thông qua lãi suất thời gian qua chưa thực sự hoàn chỉnh. Nguyên nhân những hạn chế

này, trước hết, xuất phát từ sự kiểm soát lãi suất và chính sách hỗ trợ về vốn của Chính phủ. Những động thái can thiệp trực tiếp này đã làm giảm hiệu quả cơ chế điều chỉnh bằng lãi suất của NHNN vì lãi suất ấn định và khối lượng tín dụng được cung ứng thông qua chính sách hỗ trợ tách rời khỏi hiệu ứng về giá cũng như các điều kiện vay vốn của thị trường. Bên cạnh đó, sự phân cách của thị trường tài chính cả trong thị trường tín dụng và thị trường các công cụ tài chính khiến sự lan truyền giữa lãi suất điều hành của NHNN đến mặt bằng lãi suất thị trường bị hạn chế. Khả năng tiếp cận vốn của các doanh nghiệp gặp khó khăn, cơ chế điều hành tỷ giá chưa thực sự linh hoạt cũng là các nhân tố cản trở sự vận hành tích cực của cơ chế điều hành thông qua lãi suất.

Từ những phân tích trên có thể thấy, các điều kiện cho việc áp dụng nguyên tắc Taylor tại Việt Nam chưa phải đã thực sự hoàn hảo và chịu ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố liên quan đến cơ cấu kinh tế, thị trường tài chính cũng như những tồn tại từ yếu tố thống kê. Tuy nhiên, *các điều kiện nền tảng cho việc áp dụng cơ chế tác động qua lãi suất cũng như điều kiện cho việc áp dụng nguyên tắc Taylor trong việc tính toán mức lãi suất mục tiêu của CSTT đã hình thành và được các nhà lập chính sách quan tâm. Vì vậy, việc áp dụng nguyên tắc Taylor trong việc tính toán lãi suất ngắn hạn mục tiêu là hoàn toàn có tính khả thi, thể hiện cụ thể qua các khía cạnh sau:*

Thứ nhất, quan điểm điều hành thông qua lãi suất đã được đề cập trong các phiên trả lời chất vấn cũng như tại các hội nghị triển khai nhiệm vụ ngành Ngân hàng những năm gần đây của các nhà lãnh đạo đứng đầu NHNN. Tại Hội nghị triển khai nhiệm vụ ngành Ngân hàng năm 2015, Thống đốc NHNN đã nêu rõ định hướng điều hành của NHNN: "Điều hành chủ động và linh hoạt các công cụ CSTT nhằm kiểm soát lạm phát, không chủ quan với lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô và hỗ trợ tăng trưởng kinh tế ở mức hợp lý, đảm bảo an toàn thanh khoản của các TCTD. Điều hành lãi suất và tỷ giá phù hợp với diễn biến kinh tế vĩ mô, tiền tệ, đặc biệt là diễn biến của lạm phát, bảo đảm giá trị

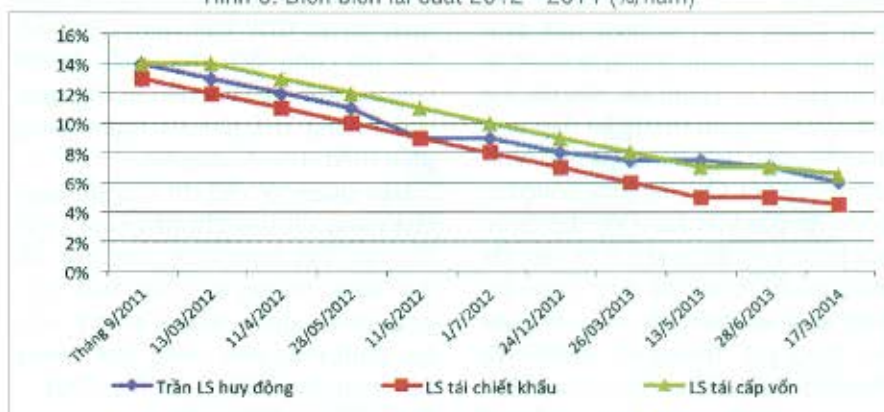
đồng Việt Nam, tiếp tục khắc phục tình trạng đô la hóa, vàng hóa trong nền kinh tế. Chính quan điểm này đã tạo tiền đề cần thiết, không thể thiếu, để ủng hộ việc chuyển đổi cơ chế điều hành về lượng sang cơ chế điều hành về giá của NHNN.

Từ năm 2012 đến nay, bên cạnh lựa chọn mục tiêu trung gian là mức cung tiền M2 và tăng trưởng tín dụng, NHNN còn hướng chủ yếu vào mục tiêu giảm lãi suất thị trường. Với 6 lần giảm trần lãi suất huy động, giảm các mức lãi suất chủ chốt, giảm lãi suất cho vay, đến cuối năm 2012, mặt bằng lãi suất đã giảm mạnh. (Hình 6)

Năm 2013, NHNN vẫn duy trì mục tiêu giảm lãi suất, tính đến tháng 6/2013, trần lãi suất huy động đã giảm về mức 7%/năm chỉ áp dụng cho kỳ hạn dưới 6 tháng, trần lãi suất cho vay đối với 4 lĩnh vực ưu tiên là 9%/năm, các lĩnh vực khác lãi suất cho vay khoảng 12 - 13%/năm. Từ đầu năm 2014 đến nay, NHNN tiếp tục thực hiện 2 đợt cắt giảm lãi suất và hiện tại trần lãi suất huy động áp dụng cho tiền gửi nội tệ có thời hạn dưới 6 tháng chỉ còn 5,5%. Như vậy, có thể thấy, NHNN đã có sự chuyển dịch dần từ việc kiểm soát tốc độ tăng trưởng cung tiền và tăng trưởng tín dụng của hệ thống ngân hàng sang mục tiêu lãi suất thị trường.

Thứ hai, NHNN đã điều hành lãi suất theo hướng chủ động, dẫn dắt thị trường và bám sát diễn biến kinh tế vĩ mô, tiền tệ. Việc NHNN điều hành linh hoạt trần lãi suất đã giúp giảm mặt bằng lãi suất huy động, qua đó giảm lãi suất cho vay, trần lãi suất huy động được dỡ bỏ từng phần nhưng mặt bằng lãi suất thị trường tương đối ổn định, kỷ luật thị trường được thiết lập. Thực tế cho thấy, NHNN đã dự báo khá sát diễn biến của thị trường cũng như diễn biến kinh tế vĩ mô, từ đó, chủ động điều chỉnh lãi suất theo mục tiêu điều hành CSTT. Trước xu hướng giảm nhanh và mạnh của lạm phát, NHNN đã điều chỉnh nhanh và giảm mạnh các mức lãi suất điều hành kết hợp với quy định và điều chỉnh linh hoạt trần lãi suất huy động tối đa bằng VND (năm 2012, NHNN 6 lần điều chỉnh giảm trần lãi suất huy động VND). Trong giai đoạn lạm phát tương đối ổn định, dự

Hình 6: Diễn biến lãi suất 2012 - 2014 (%/năm)



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước

không còn nhiều, NHNN giảm số lần điều chỉnh lãi suất cũng như mức độ điều chỉnh (năm 2013 đến 11/2014: 4 lần NHNN điều chỉnh giảm trần lãi suất huy động VND). Bên cạnh đó, NHNN thường xuyên công khai phát ra các tín hiệu điều chỉnh giảm lãi suất điều hành. Do đó, khi NHNN chính thức công bố giảm lãi suất thì hệ thống ngân hàng cũng như các chủ thể khác trên thị trường không bị bất ngờ, thị trường tiền tệ không có những cú sốc đột biến. Lạm phát được kiểm chế từ 2012 đến nay khiến lãi suất thực dương đã tạo lòng tin đối với người gửi tiền, nguồn tiền gửi gia tăng với kỳ hạn dài hơn, hạn chế hiện tượng người gửi tiền rút tiền từ ngân hàng này gửi sang ngân hàng khác để hưởng chênh lệch lãi suất.

Thứ ba, NHNN đã có những động thái tích cực nhằm kiểm soát thị trường liên ngân hàng, đưa thị trường đi vào ổn định và phần nào thể hiện vai trò quan trọng trong việc truyền tải CSTT.

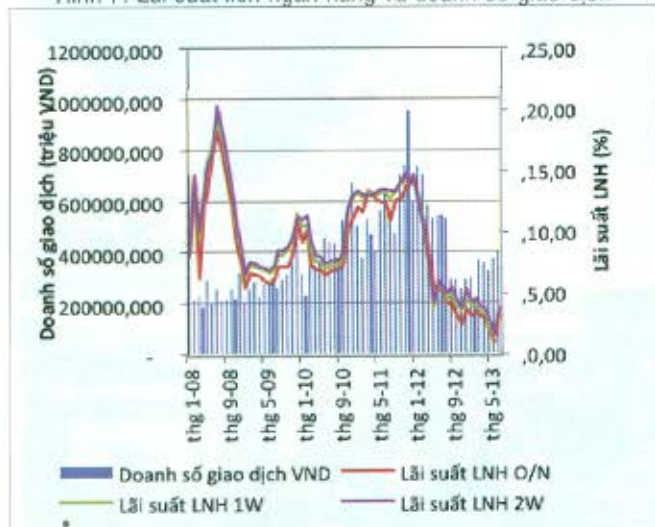
Trước hết, với sự ra đời của các quy định, văn bản hướng dẫn của NHNN, đặc biệt là Thông tư số 21/2012/TT-NHNN quy định hoạt động cho vay, đi vay, mua, bán có kỳ hạn giấy tờ có giá giữa các TCTD, chi nhánh ngân hàng nước ngoài đã hạn chế những tổ chức không đủ điều kiện tham gia trên thị trường liên ngân hàng, đồng thời, các giao dịch trên thị trường liên ngân hàng được quy định chặt chẽ hơn về điều kiện vay vốn, nguyên tắc cho vay, đi vay, thời hạn và lãi suất giao dịch, hình thức thanh toán và dự phòng rủi ro... Động thái này làm tăng tính an toàn và ổn định của thị trường liên ngân hàng, tạo dựng một thị trường vốn cho các tổ chức lành mạnh về tài chính tham gia.

Lãi suất liên ngân hàng đã phản ánh thực trạng quan hệ cung cầu vốn khả dụng trong hệ thống ngân hàng. Doanh số giao dịch trên thị trường ngày càng tăng lên nhanh chóng cả về nội tệ và ngoại tệ. Nếu năm 2005, doanh số giao dịch chỉ khoảng 65.000 tỷ thì đến 2010, 2011, 2012, 2013 doanh số giao dịch trung bình đạt khoảng 170.000 tỷ. Các giao dịch trên thị trường liên ngân hàng tập trung chủ yếu vào các kỳ hạn dưới một tháng, đặc biệt là kỳ hạn qua đêm (doanh số giao dịch qua đêm luôn chiếm khoảng 40% tổng doanh số giao dịch), phù hợp với chức năng trao đổi vốn ngắn hạn của các thành viên tham gia. Điều này chứng tỏ các TCTD đã quan tâm và sử dụng thị trường liên ngân hàng để giải quyết nhu cầu vốn khả dụng của mình, giao dịch thị trường đã dần thể hiện đúng nguyên lý hoạt động của thị trường liên ngân hàng - nơi các tổ chức trao đổi vốn khả dụng dư thừa là chủ yếu. (Hình 7-8)

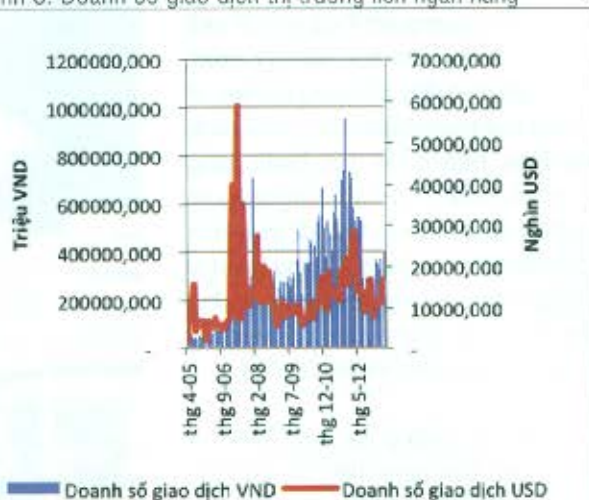
Quan sát mối quan hệ giữa lãi suất liên ngân hàng và doanh số giao dịch trên thị trường cũng cho thấy chiều hướng biến động của lãi suất có mối quan hệ chặt chẽ và phản ánh tương đối chính xác cung - cầu của thị trường. NHNN đã chủ động trong việc sử dụng phối hợp một cách linh hoạt các công cụ nhằm điều chỉnh sự biến động mặt bằng lãi suất thị trường theo mục tiêu của NHNN trong từng thời kỳ, đặc biệt, NHNN sử dụng linh hoạt công cụ nghiệp vụ thị trường mở với động thái "bơm", "hút" vốn khả dụng cho các NHTM nhằm tác động cung - cầu dự trữ và qua đó ảnh hưởng tới lãi suất liên ngân hàng.

Thứ tư, sự phân cách của thị trường

Hình 7: Lãi suất liên ngân hàng và doanh số giao dịch



Hình 8: Doanh số giao dịch thị trường liên ngân hàng



Nguồn: NHNN

ảnh hưởng đến khả năng lan truyền giữa các mức lãi suất cũng đang dần được tháo gỡ. Tiến trình tái cấu trúc hệ thống NHTM Việt Nam được tiến hành đúng kế hoạch sẽ hạn chế sự phân cách giữa các bộ phận của thị trường, tạo môi trường cạnh tranh lành mạnh trong hệ thống tài chính. Bên cạnh đó, những cản trở đối với khả năng tiếp cận vốn của các chủ thể kinh tế cũng đang được Chính phủ và NHNN tích cực nghiên cứu nhằm có những điều chỉnh kịp thời và phù hợp.

Thứ năm, điều kiện về các dữ liệu đầu vào trong mô hình Taylor cũng cho thấy thực trạng rất khả quan. Mặc dù, số liệu thống kê và các chỉ tiêu dự báo thống kê của Việt Nam vẫn còn hạn chế và bất cập nhưng Chính phủ đã coi trọng việc cải cách và nâng cao chất lượng hệ thống thông tin. Điều này được thể hiện rõ nhất qua một loạt các văn bản như Quyết định số 312/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ năm 2010 về việc phê duyệt Đề án đổi mới đồng bộ các hệ thống chỉ tiêu thống kê. Gần đây, Bộ Kế hoạch và Đầu tư đang dự thảo Luật Thông kê (sửa đổi) nhằm tăng cường hiệu lực quản lý nhà nước; nâng cao hiệu quả công tác này; bảo đảm thông tin thống kê trung thực, khách quan, chính xác, đầy đủ, kịp thời. Công tác dự báo thống kê tại Việt Nam hiện cũng đã được quan tâm. Công tác dự báo kinh tế vĩ mô được thực hiện chủ yếu tại một số đơn vị thuộc Bộ Kế hoạch và đầu tư, NHNN... Đặc biệt, 10/2004, *Trung tâm Thông tin và Dự báo Kinh tế - Xã hội Quốc gia* được thành lập có chức năng và nhiệm vụ phân tích và dự báo

kinh tế vĩ mô tầm trung hạn và ngắn hạn tham mưu cho Chính phủ để điều hành nền kinh tế. Do đó, mặc dù còn rất nhiều vấn đề đặt ra liên quan đến công tác nghiên cứu, phân tích và dự báo kinh tế vĩ mô nhưng có thể xem việc thu thập các chỉ tiêu dự báo vĩ mô cho mô hình Taylor dạng forward tại Việt Nam là có cơ sở.

Thứ sáu, việc áp dụng nguyên tắc Taylor trong xác định lãi suất mục tiêu sẽ giúp NHNN tăng cường tính minh bạch và khả năng giải trình về việc điều hành CSTT. Như đã phân tích trong chương 1 và 2, nguyên tắc Taylor là nguyên tắc được đề cập tương đối phổ biến và có nhiều ưu điểm đối với việc tính toán mức lãi suất mục tiêu này. Nếu áp dụng nguyên tắc này, tính đơn giản, dễ hiểu và dễ tính toán không những giúp NHNN Việt Nam có thể tăng cường khả năng giải trình, gia tăng sự minh bạch trước công chúng mà còn giúp cho bản thân công chúng và những người tham gia hệ thống tài chính có một công cụ ước lượng để dự báo được những động thái điều hành CSTT của NHNN. Bên cạnh đó, nếu áp dụng nguyên tắc Taylor, những thay đổi và kết quả trong điều hành CSTT của NHNN sẽ được công chúng thấu hiểu, đồng thời đánh giá được mức độ cam kết chính sách của NHNN, nâng cao được niềm tin của dân chúng vào CSTT.■

¹Với thủ thuật cho vay chéo, các NHTM đã làm tăng hệ số an toàn vốn tối thiểu của mình mà không vi phạm quy định của NHNN.

²Kinh tế Việt nam 6 tháng đầu năm 2011,

Ủy ban GSTCQG, Nợ công và tính bền vững ở VN, 2013

³Mặc dù TPCP và TPDN thường được phát hành với các kỳ hạn từ 2 - 15 năm, song tỷ lệ trúng thầu cao nhất lại là các trái phiếu có kỳ hạn dưới 5 năm, chiếm khoảng 90% khối lượng phát hành.

⁴Từ tháng 5/2012 đến nay, NHNN đã 5 lần giảm lãi suất cho vay ngắn hạn đối với 5 lĩnh vực ưu tiên, trong đó có DNNVV từ mức lãi suất 15%/năm xuống còn tối đa là 8%/năm. Ngoài ra, NHNN còn cho phép các tổ chức tín dụng cơ cấu lại thời hạn trả nợ, góp phần tháo gỡ khó khăn cho doanh nghiệp.

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Taylor J. B. (1993), Discretion versus Policy Rules in Practice, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39: 195-214.
2. Taylor, John B. và Williams (2010), Simple and Robust Rules for Monetary Policy, Federal Reserve Bank of San Francisco's Working Paper Series, WP 2010-10.
3. Taylor, John B. (1999), A Historical Analysis of Monetary Policy Rules, In Taylor, J.B. (Ed.), Monetary Policy Rules. University of Chicago Press, Chicago.
4. Joselito R. Basilio (2013), Empirics of Monetary Policy Rules: The Taylor Rule in Different Countries, Doctoral Thesis, the Graduate College of the University of Illinois at Chicago
5. Kỷ yếu diễn đàn, Tác động của CSTT và suy thoái kinh tế toàn cầu đến khả năng tiếp cận vốn và hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp Việt Nam, Diễn đàn Phát triển Việt Nam (VDF) phối hợp với Đại học Kinh tế Quốc dân (NEU)).
6. Các số liệu của Bộ tài chính, NHNN trên trang web.
7. Báo cáo tổng kết 5 năm 2010-14 về TTTP của HNX