

Các ngân hàng trung ương (NHTW) trên thế giới chủ yếu sử dụng công cụ lãi suất, coi đây là công cụ chủ đạo để điều hành chính sách tiền tệ (CSTT), từ đó, tác động tới lạm phát và tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, ở Việt Nam, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) chưa thực sự coi trọng kênh truyền tải này trong điều hành CSTT. Chính vì vậy, nghiên cứu tập trung xem xét cơ chế tác động của các loại lãi suất điều hành của NHNN tới lãi suất kinh doanh của hệ thống NHTM và lạm phát thông qua việc sử dụng mô hình VAR, từ đó, đưa ra kiến nghị về việc điều hành lãi suất của NHNN.

1. Cơ chế truyền tải thông qua kênh lãi suất

Cơ chế truyền tải CSTT được hiểu là cách thức tác động của CSTT tới nền kinh tế, từ đó, giúp NHTW đạt được mục tiêu của CSTT. CSTT có thể tác động tới nền kinh tế thông qua bốn kênh truyền tải chính: kênh lãi suất, kênh tín dụng, kênh tỷ giá hối đoái và kênh tài sản.

Trong đó, điều hành CSTT thông qua kênh lãi suất đang dần trở thành xu hướng toàn cầu khi các NHTW trên thế giới đang cố gắng thiết lập các mức lãi suất ngắn hạn để điều tiết thị trường, và đạt được các mục tiêu vĩ mô như tăng trưởng kinh tế, kiểm soát lạm phát. Đó là do, lãi suất điều hành của NHTW có thể tác động tới chi phí vốn, thông qua đó, tác động đến hoạt động đầu tư, thu nhập, tiết kiệm, tiêu dùng của nền kinh tế, giá cả và sự chuyển dịch các tài sản tài chính

CƠ CHẾ TRUYỀN TẢI CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ THÔNG QUA KÊNH LÃI SUẤT TẠI VIỆT NAM

ThS. Phạm Thị Bảo Oanh *

từ đó tác động đến tổng cầu và CPI, giúp các quyết định CSTT của NHTW có thể lan tỏa tới nền kinh tế.

Đã có nhiều nghiên cứu về cơ chế truyền tải CSTT thông qua kênh lãi suất được công bố trên thế giới cũng như ở Việt Nam, cụ thể như: công trình của Ben S. Bernanke và Alan S. Blinder được công bố năm 1992 đã tiến hành nghiên cứu cơ chế truyền dẫn của CSTT thông qua lãi suất tới các biến mục tiêu gồm CPI và tỷ lệ thất nghiệp.

Năm 2010, trong nghiên cứu về phản ứng của các NHTM với sự điều chỉnh lãi suất của NHTW Anh, Fuertes, Heffernan và Kalotychou cho rằng, có một liên kết chặt chẽ giữa lãi suất cho vay của ngân hàng và lãi suất chính sách của NHTW.

Năm 2012, thông qua việc sử dụng mô hình SVAR với các dữ liệu được công bố theo quý, Deepak Mohanty đã chứng minh về mối quan hệ tác động qua lại của GDP, CPI, lãi suất điều hành và cung tiền mở rộng M3 tại Ấn Độ.

Ngoài các công trình nổi bật nói trên còn có nhiều công trình nghiên cứu khác đề cập tới kênh truyền tải của lãi suất như: công trình của Moreira công bố năm 2012 nghiên cứu về các phản ứng kinh tế vĩ mô khi NHTW điều chỉnh lãi suất, nghiên cứu của Cioran năm 2014 về CSTT, CPI và các quan hệ nhân quả giữa tỷ lệ CPI và một số các biến kinh tế vĩ mô như tăng trưởng

kinh tế, giá cả, tỷ lệ lao động có việc làm, đầu tư... tại Romania, nghiên cứu của Partachi và Mija công bố năm 2015 khi nghiên cứu tác động của lãi suất điều hành của NHTW tới lãi suất của các NHTM, giá cả tài sản, tỷ giá hối đoái, và kỳ vọng về tỷ giá trong tương lai... tất cả các nghiên cứu này đều khẳng định sự tồn tại của kênh lãi suất tới nền kinh tế. Thông qua việc điều chỉnh các mức lãi suất NHTW có thể tác động tới nền kinh tế và đạt được các mục tiêu tăng trưởng kinh tế và kiểm soát CPI.

Tại Việt Nam, nhiều nghiên cứu của các nhà khoa học về cơ chế truyền tải của CSTT qua kênh lãi suất đã được công bố, tiêu biểu như: Trầm Thị Xuân Hương, Võ Xuân Vinh & Nguyễn Phúc Cảnh về "Truyền dẫn của CSTT qua kênh lãi suất ngân hàng tại Việt Nam trước và sau khủng hoảng", hay nghiên cứu của Đinh Thị Thu Hồng & Phan Đình Mạnh về "Hiệu quả của CSTT qua kênh truyền dẫn lãi suất"...

2. Kết quả thực nghiệm tại Việt Nam

2.1. Mô hình nghiên cứu

Nghiên cứu này được xây dựng dựa trên cơ sở nghiên cứu gốc của Ben S. Bernanke và Alan S. Blinder. Bernanke và Blinder đã khẳng định, lãi suất công bố của Fed là lãi suất của NHTW, trực tiếp thể hiện ý chí của Fed tới nền kinh tế và giúp Fed đạt được mục tiêu đề

*Khoa Kinh tế - Quản lý,
Trường Đại học Thăng Long

ra. Trong đó, nghiên cứu gốc Bernanke và Blinder đã sử dụng mô hình VAR để xem xét hiệu quả điều hành của lãi suất của Fed tới tổng số vốn huy động tiền gửi, các khoản đầu tư chứng khoán, các khoản cho vay của hệ thống NHTM Mỹ cũng như tỷ lệ CPI và tỷ lệ thất nghiệp của Mỹ trong giai đoạn từ tháng 1/1959 đến tháng 12/1978. Kết luận rút ra được của Bernanke và Blinder là lãi suất của Fed là công cụ tốt để CSTT của Mỹ có thể tác động tới các biến vĩ mô trong nền kinh tế.

Đồng thời, bài viết tham khảo nghiên cứu của các tác giả Trầm Thị Xuân Hương, Võ Xuân Vinh & Nguyễn Phúc Cảnh. Nghiên cứu của các nhà khoa học này cũng dựa trên cơ sở nghiên cứu của Bernanke và Blinder (1992). Tuy nhiên, khác với nghiên cứu gốc, nghiên cứu của Trầm Thị Xuân Hương và cộng sự đã sử dụng lãi suất bình quân liên ngân hàng (VNIBOR) thay cho các lãi suất điều hành của NHNN và không tính đến biến tỷ lệ thất nghiệp. Theo các nhà khoa học này: *"cửa sổ chiết khấu và vay tái cấp vốn tại Việt Nam hoạt động không nhiều và hiệu quả, trong khi đó, hoạt động trên thị trường liên ngân hàng là kênh điều hành chính của NHNN trong thực thi CSTT, do đó, nhóm tác giả sử dụng lãi suất bình quân liên ngân hàng đại diện cho lãi suất của CSTT tại Việt Nam"*. Kết luận rút ra, trước giai đoạn khủng hoảng tài chính, kênh lãi suất tồn tại đúng với lý thuyết kinh tế vĩ mô. Tuy nhiên, trong giai đoạn khủng hoảng, lãi suất điều hành của NHNN tăng dẫn đến gia tăng CPI, chứng tỏ có tồn tại kênh chỉ phí trong truyền dẫn của CSTT

tại Việt Nam thời gian này.

Dựa vào các cơ sở trên, bài viết xây dựng mô hình nghiên cứu như sau:

$$Y_t = B_0 Y_t + B_1 Y_{t-1} + C_0 P_t + C_1 P_{t-1} + u_t$$

Trong đó:

- Y là một véc tơ của các biến phi chính sách gồm các biến sau: TG (lãi suất huy động tiền gửi của các NHTM); CV (lãi suất cho vay trung bình của hệ thống NHTM), CPI (chỉ số giá tiêu dùng).

- P là một véc tơ của các biến chính sách gồm các biến cụ thể: lãi suất tái cấp vốn (TCV); lãi suất tái chiết khấu (TCK).

- u là nhiễu ngẫu nhiên.

2.2. Dữ liệu & Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng bộ số liệu được thu thập từ NHNN, Tổng cục Thống kê và IMF để xem xét tác động của lãi suất điều hành tới CPI trong giai đoạn từ tháng 1 năm 2004 đến hết tháng 11 năm 2015.

- *Lãi suất điều hành*: Trong đó, có những tháng, NHNN nhiều lần điều chỉnh lãi suất điều hành, tác giả lấy lãi suất trung bình làm đại diện cho tháng. Như vậy, tác giả trung thành với nghiên cứu của Bernanke và Blinder bởi lãi suất điều hành của NHTW phản ánh trực tiếp và rõ ràng nhất tác động truyền dẫn của CSTT tới nền kinh tế, còn lãi suất bình quân liên ngân hàng được hình thành do cung cầu trên thị trường liên ngân hàng, NHNN chỉ tác động gián tiếp tới lãi suất này thông qua các công cụ của CSTT.

- *CPI*: Trong mô hình gốc, B.S Bernanke và A.S Blinder sử dụng số liệu CPI theo tháng. Bernanke và Blinder cho rằng

đây là hai biến số vĩ mô quan trọng của nền kinh tế cần phải được xem xét. Tuy nhiên, do sự khó khăn trong việc tiếp cận nguồn dữ liệu về tỷ lệ thất nghiệp, tác giả loại bỏ tỷ lệ thất nghiệp trong mô hình nghiên cứu, điều này là đồng nhất quan điểm với nghiên cứu của Trầm Thị Xuân Hương và cộng sự.

- *TG và lãi suất cho vay trung bình của hệ thống NHTM*: Trong mô hình gốc, B.S Bernanke và A.S Blinder sử dụng số liệu về tiền gửi, chứng khoán và cho vay của hệ thống NHTM. Tuy nhiên, trong quá trình nghiên cứu, do không tiếp cận được số liệu, tác giả thay thế các dữ liệu này bằng lãi suất tiền gửi trung bình và lãi suất cho vay trung bình của hệ thống NHTM bởi khi lãi suất điều hành của NHTW thay đổi sẽ tác động trực tiếp lên lãi suất kinh doanh của các NHTM theo cùng chiều. Các lãi suất này được lấy dữ liệu từ nguồn IFS của Quỹ Tiền tệ quốc tế - IMF trong giai đoạn từ tháng 1 năm 2004 đến tháng 11 năm 2015. Điều này là đồng nhất quan điểm với nghiên cứu của Trầm Thị Xuân Hương và cộng sự.

Với bộ số liệu này, sau khi xử lý yếu tố mùa vụ của CPI và kiểm tra tính dừng của chuỗi số liệu bằng Census X12, nghiên cứu sử dụng mô hình VAR để xem xét tác động của lãi suất điều hành tới lãi suất kinh doanh của NHTM và CPI.

2.3. Kết quả

Kiểm tra tính dừng của bộ dữ liệu cho thấy chuỗi dữ liệu đều dừng ở sai phân bậc 1. (Bảng 1)

Để sử dụng mô hình VAR kiểm tra tác động của lãi suất điều hành tới lãi suất kinh doanh của các NHTM và CPI, nghiên

Bảng 1: Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị

Biến	Kiểm định nghiệm đơn vị Dickey - Fuller bậc 0		Kiểm định nghiệm đơn vị Dickey - Fuller bậc 1		Kết luận	Ký hiệu biến mới
	T - statistic	P - value	T - statistic	P - value		
TCV	-2,636037	0,0882	-6,135330	0,0000	Dùng bậc 1	DTCV
TCK	-2,596626	0,0961	-8,093159	0,0000	Dùng bậc 1	DTCK
TG	-2,351442	0,1576	-8,273648	0,0000	Dùng bậc 1	DTG
CV	-2,711759	0,0745	-8,581946	0,0000	Dùng bậc 1	DCV
CPI_SA	-2,201727	0,2067	-5,194639	0,0000	Dùng bậc 1	DCPI_SA

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6

Bảng 2: Kiểm định mối quan hệ nhân quả Granger cho mô hình với biến DTG

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DTCK does not Granger Cause DCPI_SA	140	3.44088	0.0349
DCPI_SA does not Granger Cause DTCK		9.75644	0.0001
DTCV does not Granger Cause DCPI_SA	140	0.13318	0.8754
DCPI_SA does not Granger Cause DTCV		10.6081	5.E-05
DTG does not Granger Cause DCPI_SA	140	1.83281	0.1639
DCPI_SA does not Granger Cause DTG		3.84264	0.0238
DTCV does not Granger Cause DTCK	140	34.9605	6.E-13
DTCK does not Granger Cause DTCV		1.14921	0.3200
DTG does not Granger Cause DTCK	140	20.5624	2.E-08
DTCK does not Granger Cause DTG		1.46263	0.2353
DTG does not Granger Cause DTCV	140	9.90000	0.0001
DTCV does not Granger Cause DTG		2.27542	0.1067

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6

Bảng 3: Kiểm định mối quan hệ nhân quả Granger cho mô hình với biến DCV

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DTCV does not Granger Cause DTCK	140	34.9605	6.E-13
DTCK does not Granger Cause DTCV		1.14921	0.3200
DCPI_SA does not Granger Cause DTCK	140	9.75644	0.0001
DTCK does not Granger Cause DCPI_SA		3.44088	0.0349
DCV does not Granger Cause DTCK	140	20.0114	2.E-08
DTCK does not Granger Cause DCV		8.63473	0.0003
DCPI_SA does not Granger Cause DTCV	140	10.6081	5.E-05
DTCV does not Granger Cause DCPI_SA		0.13318	0.8754
DCV does not Granger Cause DTCV	140	10.3717	6.E-05
DTCV does not Granger Cause DCV		4.84428	0.0093
DCV does not Granger Cause DCPI_SA	140	2.94717	0.0559
DCPI_SA does not Granger Cause DCV		3.86319	0.0234

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6

cứ thực hiện kiểm định mối quan hệ nhân quả Granger cho các mô hình VAR với biến DTG và mô hình VAR với biến DCV. Nếu giữa các biến có mối quan hệ nhân quả, mô hình VAR có ý nghĩa, ngược lại nếu các biến này không có mối quan hệ nhân quả, mô hình VAR không có ý nghĩa, kết quả kiểm định không

đáng tin cậy. (Bảng 2)

Kết quả cho thấy, lãi suất TCK và CPI ở Việt Nam theo đúng quy luật kinh tế, khi CPI thay đổi sẽ trở thành dấu hiệu để NHNN điều chỉnh TCK và ngược lại khi TCK được điều chỉnh sẽ có tác động làm thay đổi CPI, giúp NHNN đạt được mục tiêu kiểm soát CPI.

Trong khi đó, mối quan hệ giữa TCV - CPI, TCV - TG là mối quan hệ một chiều, khi CPI và TG thay đổi sẽ tác động đến quyết định điều chỉnh TCV của NHNN nhưng khi TCV thay đổi không tác động lên CPI. Như vậy, điều này cho thấy hiệu quả điều hành của TCV chưa cao. (Bảng 3)

Bảng 4: Kiểm tra độ trễ của mô hình VAR với DTG

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	1315.229	NA	3.72e-14	-19.57058	-19.48408	-19.53543
1	1438.763	237.8499	7.48e-15	-21.17557	-20.74306*	-20.99981
2	1463.334	45.84165	6.58e-15	-21.30350	-20.52498	-20.98713
3	1486.760	42.30506	5.90e-15	-21.41432	-20.28979	-20.95735
4	1507.047	35.42718	5.55e-15	-21.47831	-20.00777	-20.88073
5	1558.294	86.43214	3.30e-15	-22.00439	-20.18784	-21.26620*
6	1574.782	26.82316*	3.30e-15*	-22.01167*	-19.84910	-21.13287
7	1589.884	23.66669	3.38e-15	-21.99826	-19.48968	-20.97886
8	1601.457	17.44718	3.66e-15	-21.93220	-19.07761	-20.77219

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6

Bảng 5: Kiểm tra độ trễ của mô hình VAR với DCV

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	1314.414	NA	3.77e-14	-19.55842	-19.47192	-19.52327
1	1433.127	228.5664	8.13e-15	-21.09145	-20.65893*	-20.91569
2	1454.877	40.57866	7.47e-15	-21.17727	-20.39875	-20.86090
3	1476.976	39.91033	6.83e-15	-21.26830	-20.14377	-20.81133
4	1499.561	39.43878	6.21e-15	-21.36658	-19.89603	-20.76900
5	1546.540	79.23357	3.93e-15	-21.82896	-20.01240	-21.09077*
6	1563.573	27.70953*	3.90e-15*	-21.84437*	-19.68180	-20.96557
7	1578.160	22.86021	4.02e-15	-21.82328	-19.31470	-20.80387
8	1591.956	20.79769	4.21e-15	-21.79039	-18.93580	-20.63038

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6

Bảng 6: Kiểm định tính vững của mô hình VAR với biến DTG

Root	Modulus
0.892934 + 0.250426i	0.927386
0.892934 - 0.250426i	0.927386
0.774785 + 0.452816i	0.897404
0.774785 - 0.452816i	0.897404
-0.610315 - 0.622898i	0.872059
-0.610315 + 0.622898i	0.872059
0.265284 + 0.803321i	0.845991
0.265284 - 0.803321i	0.845991
-0.434347 - 0.708619i	0.831142
-0.434347 + 0.708619i	0.831142
0.440650 + 0.679555i	0.809918
0.440650 - 0.679555i	0.809918
0.080616 + 0.798758i	0.802816
0.080616 - 0.798758i	0.802816
-0.150644 - 0.776630i	0.791105
-0.150644 + 0.776630i	0.791105
-0.645329 + 0.381772i	0.749799
-0.645329 - 0.381772i	0.749799
-0.695291 + 0.061596i	0.698015
-0.695291 - 0.061596i	0.698015
0.465963 + 0.131969i	0.484291
0.465963 - 0.131969i	0.484291
-0.459515	0.459515
0.077135	0.077135

No root lies outside the unit circle.

VAR satisfies the stability condition.

Bảng 7: Kiểm định tính vững của mô hình VAR với biến DCV

Root	Modulus
0.911988 + 0.252593i	0.946322
0.911988 - 0.252593i	0.946322
0.768147 + 0.463957i	0.897389
0.768147 - 0.463957i	0.897389
-0.605766 + 0.616995i	0.864658
-0.605766 - 0.616995i	0.864658
0.238384 + 0.826060i	0.859769
0.238384 - 0.826060i	0.859769
-0.151220 + 0.810686i	0.824669
-0.151220 - 0.810686i	0.824669
0.582313 - 0.563615i	0.810401
0.582313 + 0.563615i	0.810401
-0.456764 - 0.628573i	0.777005
-0.456764 + 0.628573i	0.777005
0.184744 - 0.745778i	0.768320
0.184744 + 0.745778i	0.768320
-0.656665 + 0.327133i	0.733638
-0.656665 - 0.327133i	0.733638
-0.683463 + 0.096080i	0.690183
-0.683463 - 0.096080i	0.690183
0.536206	0.536206
-0.112293 + 0.466027i	0.479365
-0.112293 - 0.466027i	0.479365
-0.363413	0.363413

No root lies outside the unit circle.

VAR satisfies the stability condition.

Kết quả cho thấy, các mối quan hệ giữa CPI - TCK, TCK - CV, CPI - CV là mối quan hệ hai chiều, tác động qua lại lẫn nhau. Như vậy, trong mối quan hệ điều hành của lãi suất tái chiết khấu, thực tiễn Việt Nam tuân theo quy luật kinh tế. Tuy nhiên, mối quan hệ giữa TCV - CPI là mối quan hệ một chiều, điều này một lần nữa khẳng định hiệu lực điều hành của TCV chưa cao. CPI chỉ là biểu hiện để NHNN điều chỉnh TCV và không có trường hợp ngược lại. (Bảng 4-5)

Độ trễ cho mô hình VAR với DTG và mô hình VAR với DCV đều đạt mức tối ưu là 6. (Bảng 6-7-8-9)

Kiểm tra tính vững của cả hai mô hình đều đảm bảo, các biến nằm trong vòng tròn đơn vị, cả hai mô hình đều đảm bảo tính tin cậy.

Bảng 8: Kết quả kiểm định hiện tượng tự tương quan cho mô hình VAR với biến DTG

Lags	LM-Stat	Prob
1	15.05060	0.5209
2	15.07404	0.5192
3	15.94787	0.4566
4	22.89595	0.1165
5	37.30102	0.0019
6	22.38179	0.1313
7	14.52386	0.5597
8	11.51377	0.7767
9	26.82460	0.0435
10	20.61064	0.1940
11	25.96334	0.0545
12	28.74153	0.0257

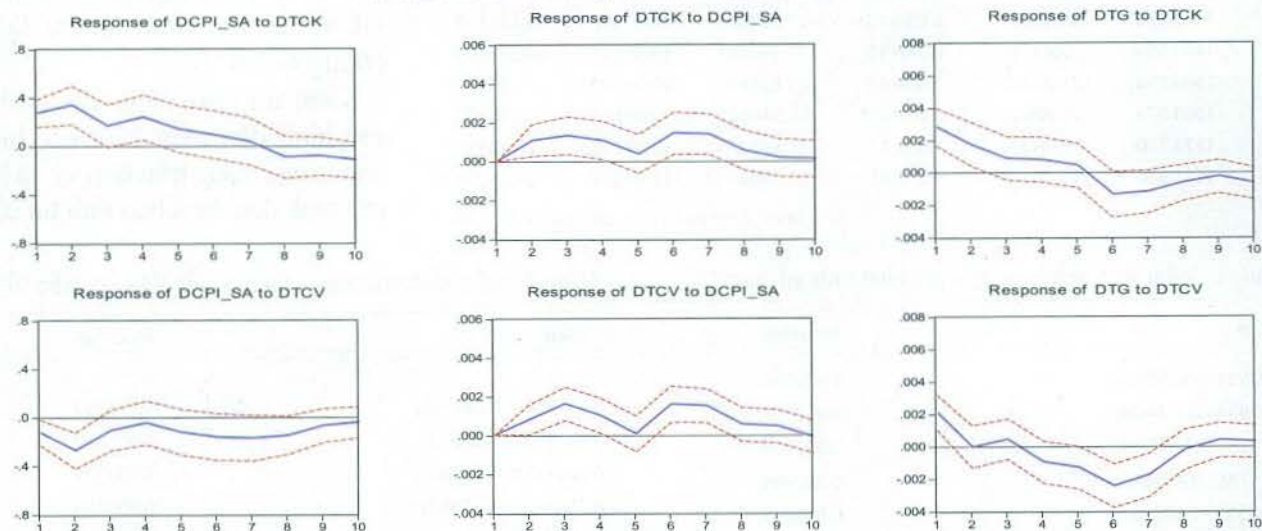
Bảng 9: Kết quả kiểm định hiện tượng tự tương quan cho mô hình VAR với biến DCV

Lags	LM-Stat	Prob
1	19.85787	0.2267
2	16.32866	0.4303
3	9.985690	0.8674
4	10.02963	0.8651
5	30.84293	0.0141
6	22.38658	0.1311
7	15.74682	0.4708
8	12.29749	0.7233
9	20.80459	0.1861
10	10.34825	0.8478
11	22.46031	0.1289
12	36.53082	0.0024

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6

Hình 1: Hàm phản ứng của mô hình VAR với DTG

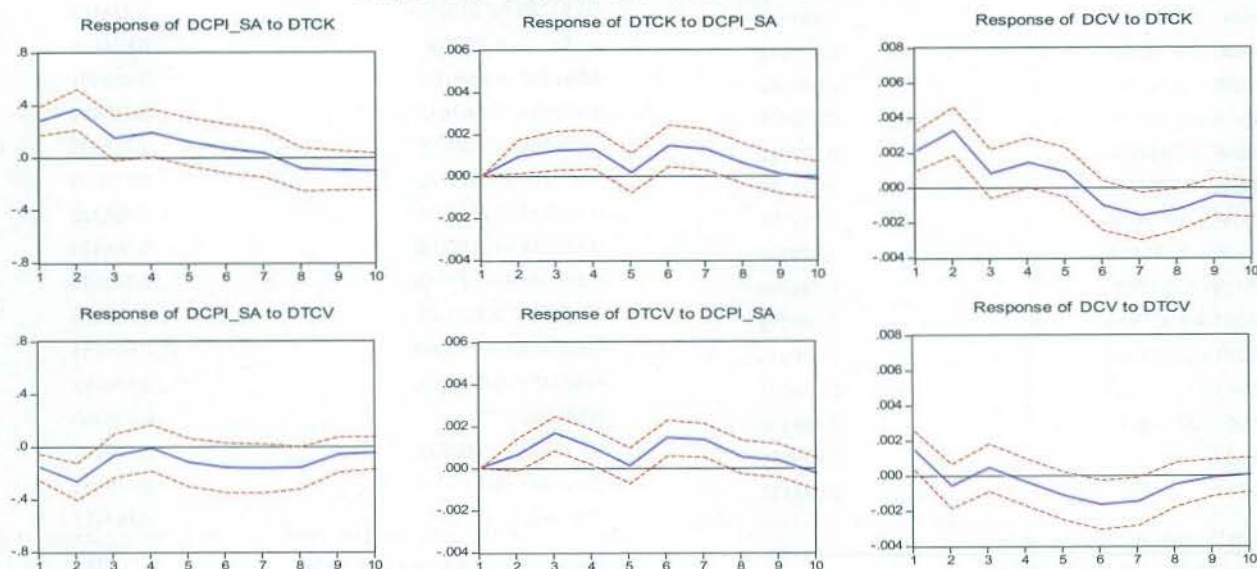
Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6

Hình 2: Hàm phản ứng của mô hình VAR với DCV

Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6

Như vậy, kiểm tra hiện tượng tự tương quan theo phương pháp LM test cho thấy cả hai mô hình VAR với DTG và mô hình VAR với DCV đều không có hiện tượng tự tương quan. Điều này khẳng định kết quả mô hình đáng tin cậy. (Hình 1-2)

Khi xem xét hàm phản ứng trong mô hình VAR với DTG và mô hình VAR với DCV, có thể dễ dàng nhận thấy phản ứng qua lại giữa các loại lãi suất điều hành và lạm phát là tương tự nhau. Cụ thể: ở cả hai mô hình, khi CPI tăng, NHNN thực hiện tức thời việc tăng TCK để kiểm soát CPI, CPI là hiện tượng để NHNN điều chỉnh CSTT. Mặc dù, lãi suất tái chiết khấu được điều chỉnh tăng, song, lạm phát không giảm ngay mà tiếp tục duy trì mức tăng khoảng 2 tháng, sau đó có xu hướng giảm và tắt dần sau khoảng thời gian 7 tháng. Đó là do các quyết định điều hành của CSTT tới nền kinh tế luôn có độ trễ. Ngược lại, lạm phát tăng, NHNN có một độ trễ nhất định trong việc điều chỉnh TCK để kiểm soát lạm phát, lãi suất TCK có xu hướng tăng và sau đó giảm dần vào khoảng tháng thứ 6. Trong khi đó, phản ứng của CPI và TCV cho thấy, lạm phát là biểu hiện để NHNN điều chỉnh TCV, song, không cho thấy TCV thay đổi có tác động tới lạm phát. Như vậy, TCV không thể hiện được vai trò điều tiết của mình, TCV của NHNN chưa mang tính định hướng thị trường, hiệu lực điều hành của lãi suất tái cấp vốn tới nền kinh tế chưa cao.

Đối với phản ứng giữa lãi suất điều hành với lãi suất kinh doanh của NHTM, có thể nhận thấy rằng, lãi suất tái chiết khấu vẫn tiếp tục giữ vị trí là lãi suất chủ đạo, chi phối lãi suất kinh doanh của các NHTM, khi TCK tăng, lãi suất huy động vốn trung bình

của các NHTM có xu hướng giảm, hiệu ứng này tắt sau 5 tháng. Đặc biệt, khi NHNN tăng lãi suất tái chiết khấu ngay lập tức tác động làm tăng lãi suất cho vay của các NHTM, song tác động này chỉ kéo dài khoảng 2 tháng, sau đó giảm và tắt dần sau khoảng 6 tháng. Đó là do, lãi suất tái chiết khấu tăng làm tăng chi phí vốn đầu vào của các NHTM khiến lãi suất cho vay đầu ra tăng cao, song lãi suất cho vay của NHTM tăng lại khiến chi phí vốn đầu vào của cả nền kinh tế tăng cao, lúc này các doanh nghiệp phải xem xét lại các quyết định đầu tư, do đó, cầu về vốn trên thị trường giảm, khiến các NHTM phải giảm lãi suất để thu hút khách hàng vay vốn. Điều này hoàn toàn đúng quy luật kinh tế. Song, khi xem tác động của TCV có thể thấy, lãi suất này hầu như không tác động tới lãi suất kinh doanh của NHTM. Như vậy, một lần nữa có thể khẳng định lãi suất tái cấp vốn không có tác động định hướng thị trường, lãi suất chủ đạo được NHNN sử dụng và tác động tới nền kinh tế là lãi suất tái chiết khấu.

2.4. Kiến nghị chính sách

Một là, NHNN cần có sự điều chỉnh mục tiêu trong điều hành CSTT. Trong đó, NHNN nên lấy mục tiêu CPI làm mục tiêu cốt lõi. Bởi nhiều công trình nghiên cứu đã chứng minh, khi NHTW ổn định được lạm phát, duy trì lạm phát thấp sẽ tạo điều kiện cho nền kinh tế hoạt động hết công suất, đạt được mức sản lượng tiềm năng, tỷ lệ lao động có việc làm cao.

Hai là, NHNN cần xây dựng chiến lược thực thi chính sách, xây dựng hệ thống mục tiêu cụ thể và hướng giải quyết để đạt được các mục tiêu đó. Cụ thể, NHNN nên lấy lạm phát là mục tiêu cốt lõi (mục tiêu cuối cùng)

làm định hướng trong chiến lược thực thi CSTT. Bên cạnh đó, NHNN lấy lãi suất điều hành làm mục tiêu trung gian, thông qua cơ chế lan tỏa của lãi suất tác động tới đầu tư, chi tiêu, tỷ giá từ đó tác động tới tổng cầu, giúp NHNN đạt được mục tiêu lạm phát. Đồng thời, NHNN cũng cần xây dựng mục tiêu tác nghiệp, lấy nghiệp vụ thị trường mở để kiểm soát tổng cung tiền tệ, giúp NHNN đạt được mục tiêu lãi suất.

Ba là, theo kết quả nghiên cứu thực nghiệm của bài viết, trong các lãi suất điều hành hiện nay, NHNN nên lựa chọn sử dụng lãi suất TCK làm lãi suất chủ đạo trong điều hành CSTT. ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Đinh Thị Thu Hồng & Phan Đình Mạnh (2013), "Hiệu quả của chính sách tiền tệ thông qua kênh truyền dẫn lãi suất", Tạp chí Phát triển và Hội nhập, 12(22) tháng 09-10/2013, pp. 39-47.
2. Trầm Thị Xuân Hương, Võ Xuân Vinh & Nguyễn Phúc Cảnh (2014), "Truyền dẫn của chính sách tiền tệ qua kênh lãi suất ngân hàng tại Việt Nam trước và sau khủng hoảng", Tạp chí Phát triển Kinh tế, 283 (05/2014), pp. 42-67.
3. A. Fuertes, S. Heffernan, E. Kalotychou (2010), "How do UK banks react to changing central bank rates?", Financial Services Research, 37(2-3), pp. 99-130.
4. Bassetto, Marco, Phelan, Christopher (2015), "Speculative runs on interest rate pegs", Journal of Monetary Economics, 73, pp. 99-114.
5. Ben S. Bernanke, Alan S. Blinder (1992), "The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission", The American Economic Review, 82(4 (Sep., 1992)), pp. 901-921.
6. Cioran, Zina (2014), "Monetary Policy, Inflation and the Causal Relation between the Inflation Rate and Some of the Macroeconomic Variables", Procedia Economics and Finance, 16, pp. 391-401.
7. Mohanty, Deepak (2012), "Evidence of Interest Rate Channel of Monetary Policy Transmission in India", RBI Working paper series (Reserve Bank of India).
8. Moreira, Ricardo Ramallete (2012), "Interest Rate Shocks, Central Bank's Credibility and Inflation Targeting Regime: Simulations in a Dynamic Stochastic General Equilibrium Model", Procedia Economics and Finance, 1, pp. 286-295.
9. Partachi, Ion, Mija, Simion (2015), "Monetary Policy - Instrument for Macroeconomic Stabilization", Procedia Economics and Finance, 20, pp. 485-493.