

Đặt vấn đề

Lãi suất cơ bản (LSCB) ở Việt Nam đã được Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) áp dụng trong một số thời kỳ nhất định nhưng không triệt để và xuyên suốt. Cụ thể, NHNN đã không công bố LSCB kể từ tháng 12 năm 2010 và thay vào đó là trần lãi suất huy động (TLSHĐ) và/hoặc trần lãi suất cho vay (TLSCV). Gần đây nhất, Bộ luật Dân sự năm 2015 (Luật số 91/2015/QH13 ngày 24/11/2015, có hiệu lực từ ngày 01/01/2017) đã không còn đề cập đến LSCB trong quan hệ vay vốn dân sự, mà áp dụng trần lãi suất 20%/năm cho các khoản tiền vay, **trừ trường hợp luật khác có liên quan quy định khác** (Điều 468). Quy định khác ở đây có thể hiểu là đối với các tổ chức tín dụng (TCTD), hoạt động kinh doanh chịu chi phối bởi hai luật chuyên ngành là Luật các TCTD năm 2010 (Luật số: 47/2010/QH12) và Luật NHNN năm 2010 (Luật số: 46/2010/QH12). Điều 12 của Luật NHNN năm 2010 qui định **LSCB là một trong các công cụ được NHNN sử dụng để điều hành chính sách tiền tệ (CSTT), chống cho vay nặng lãi**. Bài viết phân tích thực trạng chính sách lãi suất của NHNN trong thời kỳ năm 2000 - 2015 bằng mô hình kinh tế lượng theo quy tắc Taylor để làm rõ hiệu quả của các loại lãi suất của NHNN, qua đó đề xuất ý kiến giải quyết bài toán về LSCB.

Cơ sở lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm

Quy tắc Taylor qua mô hình kinh tế lượng

Quy tắc Taylor (1993) được các nhà kinh tế tài chính - tiền tệ sử dụng như một công cụ để

BÀN VỀ LÃI SUẤT CƠ BẢN Ở VIỆT NAM

ThS. Nguyễn Trần Ân *

đánh giá tính hợp lý của CSTT thông qua việc điều hành lãi suất của NHTW. Dạng tổng quát của quy tắc Taylor như sau:

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

Trong đó:

i_t : LSCB của NHTW; r^* : Lãi suất tự nhiên (LSTN); π_t : Tỷ lệ lạm phát bình quân qua 4 quý liên tiếp (Judd và Rudebusch 1998); π^* : Tỷ lệ lạm phát mục tiêu dài hạn; β_π là hệ số độ lệch lạm phát, β_y là hệ số độ lệch sản lượng. $\beta_\pi > 0$, $\beta_y > 0$; y_t : độ lệch sản lượng (output gap), được tính theo công thức:

$$y_t = 100 \times \frac{\text{GDP thực} - \text{GDP tiềm năng}}{\text{GDP tiềm năng}}$$

hoặc $y_t = 100 \times \text{Ln}(\text{GDP thực} / \text{GDP tiềm năng})$ (Kozichi 1999)

Billi (2011) thay độ lệch sản lượng y_t trong quy tắc Taylor bằng độ lệch tăng trưởng sản lượng ($g_t - g^*$) với g_t là mức tăng trưởng tổng sản phẩm quốc nội (GDP) thực và g^* là xu hướng tăng trưởng của GDP thực được đo lường bằng mức bình quân tỷ lệ tăng trưởng GDP trong giai đoạn dài. Bằng chứng thực nghiệm từ Billi (2011) cho thấy sự khác biệt về tác động của độ lệch sản lượng y_t và độ lệch tăng trưởng sản lượng ($g_t - g^*$) đối với quy tắc Taylor qua sự biến động của lạm phát và độ lệch sản lượng là không đáng kể (so sánh bằng độ lệch chuẩn của các biến động). Trong trường hợp không có sự hiệu chỉnh số liệu GDP, tác động của sự thay thế này đến biến động của độ lệch sản lượng y_t của quy tắc Taylor là như nhau.

Phương trình (1) được viết lại

theo mô hình hồi qui:

$$i_t = r^* + (1 - \beta_\pi) \pi^* + \beta_\pi(\pi_t) + \beta_y(y_t) + u_t$$

Đặt $c = r^* + (1 - \beta_\pi)\pi^*$, ta có biểu thức

$$i_t = c + \beta_\pi \pi_t + \beta_y y_t + u_t \quad (2)$$

trong đó u_t là sai số của mô hình, $\beta_\pi > 0$, $\beta_y > 0$.

Phương trình (2) là mô hình kinh tế lượng ba biến với i_t là biến phụ thuộc và π_t , y_t là biến độc lập.

+ Quy tắc Taylor dạng làm phẳng lãi suất theo Woglom (2003):

$$i_t = (1 - \rho) [c + \beta_\pi(\pi_{t-n}) + \beta_y(y_{t-p})] + \rho(i_{t-1}) + v_t \quad (3)$$

Trong đó, n , p là độ trễ tương ứng của biến lạm phát và độ lệch sản lượng, ρ là hệ số làm phẳng lãi suất phản ánh tính ì của CSTT, v_t là sai số của mô hình.

Tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới

Công trình nghiên cứu của tác giả Asso, P. F., Kahn, G. A., and Leeson, R. (2010) cho thấy các NHTW đã sử dụng quy tắc Taylor gốc và các mô hình dạng Taylor có biến trễ để thảo luận, phân tích và đánh giá về CSTT. Kết quả nghiên cứu cho thấy các NHTW đã coi trọng quy tắc Taylor trong việc kiểm chứng và hoạch định CSTT.

Woglom (2003) đã giới thiệu mô hình làm phẳng lãi suất có dạng nhìn về quá khứ (back-looking) như công thức (3) để tính toán hệ số làm phẳng lãi suất trên cơ sở kết hợp phương trình làm phẳng lãi suất với quy tắc Taylor sử dụng các biến trễ ở quá khứ.

* Trường Đại học Ngân hàng Tp. HCM

Soderlind, Soderstrom, và Vredin (2004) đã thực nghiệm phân tích quy tắc Taylor dạng làm phẳng lãi suất, hướng về tương lai ở bậc $(t+1)$ và sử dụng kết hợp phương trình đường cung Phillips và phương trình đường cầu dạng IS theo mô hình New Keynesian của Rudebusch. Phương pháp hồi quy theo mô hình cân bằng động học ngẫu nhiên tổng quát (DSGE-dynamic stochastic general equilibrium). Dữ liệu phân tích theo quý của Mỹ (1987q4 – 1999q4). Kết quả nghiên cứu kết luận mô hình trên có thể được sử dụng để dự đoán sự thay đổi về mức lãi suất.

Siklos và Wohar (2004) đã thực nghiệm phân tích quy tắc Taylor dạng làm phẳng lãi suất, nhìn về quá khứ ở bậc $(t-1)$. Phương pháp hồi quy là phương pháp bình phương tối thiểu (OLS). Dữ liệu phân tích theo quý của Mỹ (1959q1 – 2003q4). Kết quả nghiên cứu là đánh giá đặc trưng CSTT của Fed qua các thời kỳ, trong đó phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến kết quả hồi quy như tính dừng, đồng liên kết, các điểm gãy cấu trúc dữ liệu và hồi quy phi tuyến tính.

Driffill và Rotondi (2007) đã thực nghiệm phân tích quy tắc Taylor dạng làm phẳng lãi suất, nhìn về quá khứ bậc $(t-1)$ kết hợp mô hình dự báo lạm phát và sản lượng của Svensson (1997) và đề cập đến hàm tổn thất. Phương pháp hồi quy theo phương pháp OLS để dự báo tỉ lệ lạm phát và độ lệch sản lượng. Dữ liệu phân tích theo quý của Mỹ (1961q1 – 2004q2). Kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy tính $\dot{\pi}$ của CSTT theo quy tắc Taylor đối với mẫu thực nghiệm là 0,6 đến 0,77. Quy tắc lãi suất tối ưu đối với việc ổn định lạm phát và độ lệch sản lượng sẽ thừa kế một cách đặc trưng tính $\dot{\pi}$ trong hệ thống kinh tế. Nếu sự thay đổi của độ lệch sản lượng và lạm phát phụ thuộc vào các giá trị trễ của chúng thì quy tắc lãi suất cũng có đặc trưng tương tự.

Phương pháp hồi quy mô hình kinh tế lượng

Các biến được đưa vào mô hình hồi quy như sau:

+ π_t : biến số tỉ lệ lạm phát bốn quý liền kề

+ y_t : biến số độ lệch sản lượng.

+ i_t : các loại lãi suất của NHNN bao gồm:

- TLSHĐ quý (tính giá trị lớn nhất bằng 1,5 x LSCB khi áp dụng từ năm 2008 - 2010).

- LSTCK quý được tính toán theo LSTCK bình quân gia quyền.

- LSTCV quý được tính toán theo LSTCV bình quân gia quyền.

Phương pháp ước lượng quy tắc Taylor (2) và (3) thực hiện theo các bước sau:

- Bước 1: Kiểm định tính dừng của các biến.

- Bước 2: Ước lượng mô hình hồi quy theo phương pháp OLS đối với từng biến i_t (TLSHĐ, LSTCK, và LSTCV).

- Bước 3: Chọn lựa mô hình ước lượng của i_t (TLSHĐ, LSTCK, và LSTCV) tương thích nhất với quy tắc Taylor thông qua việc xác định LSTN phù hợp nhất với số liệu kinh tế vĩ mô của Việt Nam trong giai đoạn nghiên cứu. Do ít nhận các giá trị lãi suất khác nhau là TLSHĐ, LSTCK, LSTCV nên việc chọn lựa mô hình hồi quy tương thích nhất dựa trên các bước đánh giá sau:

(i) Các hệ số hồi quy của biến π_t và y_t phải có ý nghĩa thống kê.

(ii) Các hệ số hồi quy của biến π_t và y_t phải lớn hơn không.

(iii) Tính mức LSTN từ hệ số hồi quy đã ước lượng so sánh với mức LSTN ước tính của Việt Nam, qua đó, chọn lựa mức LSTN của mô hình gần nhất với mức LSTN thực tế đã ước tính theo phương pháp bình quân các lãi suất thực trong trung hạn. Sau khi ước lượng hồi quy mô hình theo công thức (2), ta có giá trị c và β_π , từ đó, tính được giá trị của r^* :

$$c = r^* + (1 - \beta_\pi)\pi^* \rightarrow r^* = (1 - \beta_\pi)\pi^* - c$$

(4)

- Bước 4: kết luận về chính sách lãi suất của NHNN qua kết quả hồi quy.

Số liệu sử dụng cho phân tích được lấy từ nguồn dữ liệu của các tổ chức tài chính - ngân hàng uy tín trên thế giới và Việt Nam, cụ thể:

- Số liệu lãi suất thực từ Ngân hàng Thế giới (www.data.worldbank.org)

- Số liệu về LSCB và TLSHĐ từ NHNN (www.sbv.gov.vn) và lãi suất huy động của các TCTD từ IMF (<http://elibrary-data.imf.org>).

- Số liệu về GDP thời kỳ 2000/Q1–2004/Q4: từ Datastream (Thomson Reuters), thời kỳ 2005/Q1 – 2014/Q4: từ Tổng cục Thống kê (www.gso.gov.vn).

- Số liệu về tỉ lệ lạm phát (CPI) từ Tổng cục Thống kê (www.gso.gov.vn).

Phân tích thực trạng chính sách lãi suất của NHNN thời kỳ năm 2000 - 2015

Dữ liệu kinh tế vĩ mô tại Việt Nam

Số liệu kinh tế vĩ mô quý ở Việt Nam trong thời kỳ 2000Q1 - 2014Q4 với giả thiết mức lãi suất tự nhiên là 3,61%/năm (giá trị bình quân của lãi suất thực ở Việt Nam thời kỳ năm 2000 - 2014, phù hợp với nghiên cứu của hai tác giả Muinhos và Nakane 2006 về LSTN của các nước Đông Nam Á, trong đó, có Việt Nam ở thời kỳ năm 1990 - 2004 là 4%/năm); tỉ lệ lạm phát mục tiêu theo chỉ

số giá tiêu dùng (CPI) π^* là 5% (mục tiêu lạm phát là 5-7%/năm giai đoạn 2011 - 2015 theo Nghị quyết của Quốc hội số 10/2011/QH13 ngày 08/11/2011 và năm 2106 là dưới 5%/năm theo Nghị quyết của Quốc hội số 98/2015/QH13 ngày 10/11/2015); π_t là tỉ lệ lạm phát 4 quý liền kề tính theo chỉ số giá tiêu dùng CPI; Sản lượng tiềm năng được ước tính từ giá trị GDP quý theo giá năm 1994 tính theo bộ lọc Hodrick-Prescott (HPF) từ phần mềm Eviews 6.0 sau khi đã hiệu chỉnh thời vụ theo phương pháp hiệu chỉnh X12 cho thời kỳ năm 2000 – 2014. Độ lệch sản lượng năm 2015 ước tính theo Billi (2011) bằng độ lệch giữa tỉ lệ tăng GDP thực giá 1994 so với xu hướng tăng trưởng của GDP thực được đo lường bằng tỉ lệ bình quân tăng trưởng GDP thực theo giá năm 1994 thời kỳ năm 2000 – 2014 là 6,82%/năm; i_t là biến trần lãi suất huy động (giá trị bình quân quý và được qui đổi theo công thức $TLSHĐ = 1,5 \times LSCB$ áp dụng từ năm 2008 - 2010). Năm 2000, lãi suất cho vay nội tệ = $LSCB + [0,3\%$ (ngắn hạn) cho đến 0,5% (trung, dài hạn)/tháng] cho thấy LSCB đóng vai trò giống như TLSHĐ và lãi suất cho vay như là TLSCV với biên độ được qui định từ 0,3% - 0,5%/tháng. Thời kỳ năm 2002 - 2007, thực hiện cơ chế lãi suất thỏa thuận giữa người đi vay và người cho vay, LSCB làm công cụ định hướng. Số liệu từ IMF cho thấy lãi suất huy động trong giai đoạn này không vượt quá LSCB công bố bởi NHNN. **Như vậy, LSCB trong giai đoạn năm 2000 - 2007 đóng vai trò như TLSHĐ.**

Kiểm định tính dừng của các biến

Thực hiện kiểm định nghiệm đơn vị Unit Root test để xác định

tính dừng của các biến theo kiểm định gia tăng ADF (Augmented Dickey – Fuller) với các mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%, giả định độ trễ cố định là 1 cho các biến với các giá trị t tới hạn là -3,5575 (tương ứng mức ý nghĩa 1%), -2,9166 (5%) và -2,5961 (10%). Kết quả kiểm nghiệm thể hiện ở bảng 1 bên dưới cho thấy các biến đều dừng ở mức $I(0)$.

Bảng 1: Kiểm định tính dừng của các biến thời kỳ 2000q1 - 2015q4

Biến	Giá trị t của kiểm định (ADF)	Giá trị xác suất của kiểm định ADF	Kết luận về tính dừng
π_t	-4,15686	0,0016	Dừng 1%
y_t	-3,33999	0,0178	Dừng 5%
$i_t = TLSHĐ$	-2,83163	0,0597	Dừng 10%
$i_t = LSTCK$	-3,21979	0,0235	Dừng 5%
$i_t = LSTCV$	-3,00887	0,0395	Dừng 5%

Nguồn: Kiểm định tính dừng các biến từ phần mềm Eviews 6.0

Ước lượng mô hình hồi qui theo phương pháp bình phương tối thiểu

Hồi qui quy tắc Taylor (2) với các biến i_t (TLSHĐ, LSTCK, LSTCV), π_t và y_t bằng phương pháp OLS với phần mềm Eviews 6.0, kết quả ta có kết quả sau:

Bảng 2: Kết quả hồi quy quy tắc Taylor (2) thời kỳ 2000q1 - 2015q4

i_t	C	β_π	β_y	R^2	π^*	r^*	r^*_{VN}	$(r^* - r^*_{VN})$
TLSHĐ	6,59	0,37	0,78	0,68	5	3,42	3,61	-0,19
Giá trị P	0,00	0,00	0,00					
LSTCK	3,79	0,27	0,30	0,48	5	0,14	3,61	-3,47
Giá trị P	0,00	0,00	0,31					
LSTCV	5,16	0,30	0,09	0,54	5	1,68	3,61	-1,93
Giá trị P	0,00	0,00	0,76					

Nguồn: Tác giả tính toán

Ghi chú từ $c = r^* + (1 - \beta_\pi \pi^*)$, suy ra $r^* = (1 - \beta_\pi) \pi^* - c$. LSTN (r^*_{VN}) là giá trị bình quân của lãi suất thực là 3,61%.

Phân tích theo từng thời kỳ điều hành lãi suất, thực tế cho thấy thời kỳ năm 2002 – 2007 lãi suất được tự do hóa trên nguyên tắc thỏa thuận giữa bên cho vay và bên đi vay; thời kỳ tiếp theo từ năm 2008 – 2015, NHNN áp dụng biện pháp hành chính dùng LSCB và sau đó là trần lãi suất trong chính sách lãi suất. Hồi quy các biến theo quy tắc Taylor (2) cho hai thời kỳ trên, ta có kết quả như sau:

Bảng 3: Kết quả hồi quy quy tắc Taylor (2) từng thời kỳ

i_t	C	β_π	β_y	R^2	π^*	r^*	r^*_{VN}	$(r^* - r^*_{VN})$
Thời kỳ 2000Q1 - 2007Q4								
TLSHĐ	8,01	-0,01	0,46	0,66	5	2,94	3,61	-0,67
Giá trị P	0,00	0,42	0,00					
LSTCK	4,51	-0,05	0,35	0,43	5	-0,75	3,61	-4,36
Giá trị P	0,00	0,05	0,00					
LSTCV	5,12	0,10	0,39	0,45	5	0,62	3,61	-2,99
Giá trị P	0,00	0,00	0,00					
Thời kỳ 2008Q1 - 2015Q4								
TLSHĐ	5,90	0,47	-0,17	0,81	5	3,25	3,61	-0,36
Giá trị P	0,00	0,00	0,77					
LSTCK	3,73	0,35	-1,03	0,64	5	0,46	3,61	-3,15
Giá trị P	0,00	0,00	0,10					
LSTCV	5,77	0,33	-1,10	0,62	5	2,43	3,61	-1,18
Giá trị P	0,00	0,00	0,08					

Nguồn: Tác giả tính toán

Nhận xét chính sách lãi suất từ kết quả ước lượng mô hình hồi quy theo quy tắc Taylor (2):

- Tổng quát toàn thời kỳ 2000Q1 - 2015Q4, TLSHĐ có kết quả

hồi quy với các hệ số có ý nghĩa thống kê, LSTCV và LSTCK có hệ số β không có ý nghĩa thống kê. Hơn nữa, TLSHĐ có giá trị LSTN (r^*) gần nhất với giá trị bình quân lãi suất thực (r^*_{VN}). Như vậy, nhìn chung, TLSHĐ của NHNN tuân theo quy tắc Taylor (1993), có mức giải thích R^2 là 0,68. Kết quả hồi quy của biến TLSHĐ cho biết các hệ số độ lệch lạm phát là 0,37 và hệ số độ lệch sản lượng là 0,78.

- Xét thời kỳ 2000Q1 – 2007Q4: ngoại trừ biến LSTCV có các hệ số hồi quy có ý nghĩa thống kê và hệ số hồi quy dương, biến TLSHĐ và LSTCK có hệ số độ lệch lạm phát hồi qui đều âm, không đúng với giả thiết của quy tắc Taylor. Hơn nữa, với LSTCV, giá trị LSTN (r^*) quá cách biệt so với giá trị r^*_{VN} . Do đó, có thể kết luận rằng lãi suất trong thời kỳ này không tuân theo quy tắc Taylor (1993).

- Xét thời kỳ 2008Q1 – 2015Q4: kết quả hồi quy cho thấy các hệ số độ lệch sản lượng β_y của các biến lãi suất đều âm, không phù hợp với giả thiết của quy tắc Taylor. Do đó, có thể kết luận rằng lãi suất trong thời kỳ này không tuân theo quy tắc Taylor (1993).

- Xét toàn thời kỳ và từng thời kỳ, trong tất cả các biến lãi suất, TLSHĐ đưa ra giá trị LSTN r^* Taylor gần nhất với giá trị bình quân lãi suất thực r^*_{VN} .

Do mô hình quy tắc Taylor (2) chỉ phù hợp khi hồi quy các biến trong giai đoạn 2000Q1 – 2015Q4 mà không thể dùng phân tích cho từng giai đoạn 2000Q1 – 2007Q4 và 2008Q1 – 2015Q4, tác giả sử dụng quy tắc Taylor dạng làm phẳng lãi suất (3) để phân tích chính sách lãi suất với độ trễ của các biến n, p là giá trị từ 1 đến 4 với mô hình $i^* = c + \beta_\pi(\pi_{t-n}) + \beta_y(y_{t-p}) + u_t$ để

chọn cặp giá trị biến trễ tốt nhất của mô hình với các giá trị thống kê nhỏ nhất. Kết quả $n=1$ và $p=1$ cho chỉ tiêu thống kê AIC, SC, và HQ nhỏ nhất trong số các cặp biến trễ của mô hình. Kết quả hồi qui được trình bày ở bảng 4.

Nhận xét chính sách lãi suất từ kết quả ước lượng mô hình hồi quy theo quy tắc Taylor (3) dạng làm phẳng lãi suất:

- Tổng quát toàn thời kỳ 2000Q1 – 2015Q4, tất cả các biến có kết quả hồi quy với các hệ số có ý nghĩa thống kê, TLSHĐ có giá trị LSTN (r^*) gần nhất với giá trị bình quân lãi suất thực (r^*_{VN}). Như vậy, nhìn chung, TLSHĐ của NHNN tuân theo quy tắc Taylor với hệ số làm phẳng lãi suất là 0,59, phù hợp với kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Driffill và Rotondi (2007) cho thấy tính i của CSTT theo quy tắc Taylor đối với mẫu thực nghiệm (ở Mỹ) là 0,6 đến 0,77.

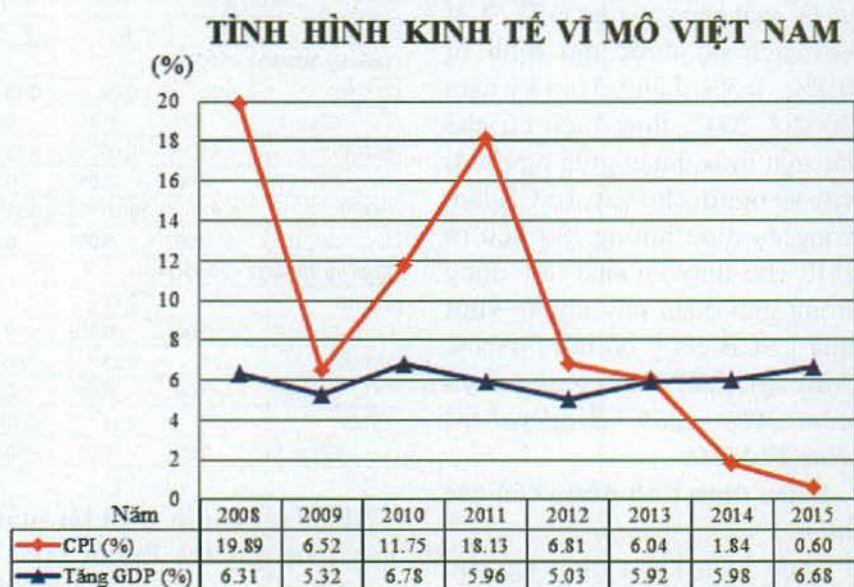
- Xét thời kỳ 2000Q1 – 2007Q4: hầu hết các biến có các hệ số hồi quy β_π, β_y không có ý nghĩa thống kê, do thời kỳ này tự do hóa lãi suất, lãi suất của NHNN chỉ mang tính hướng

dẫn. Hệ số làm phẳng lãi suất (ρ) khá cao cho thấy ảnh hưởng của lãi suất kỳ trước tác động mạnh đến lãi suất kỳ hiện tại. Trong giai đoạn này, lãi suất của NHNN không tuân theo quy tắc Taylor.

- Xét giai đoạn 2008Q1 – 2015Q4: kết quả hồi quy cho thấy hầu hết các biến có hệ số hồi quy có ý nghĩa thống kê, ngoại trừ các hệ số độ lệch sản lượng β_y của các biến LSTCK và LSTCV (giá trị $p > 10\%$). Các hệ số hồi quy đều dương và hệ số làm phẳng xoay quanh giá trị 0,6. LSTN tính từ quy tắc Taylor (r^*) của biến TLS lớn hơn LSTN (r^*_{VN}) cho thấy thời kỳ này NHNN tập trung mục tiêu kiểm soát lạm phát. Kết quả hồi quy có thể kết luận rằng lãi suất trong thời kỳ này tuân theo quy tắc Taylor dạng mô hình làm phẳng lãi suất.

- Xét toàn thời kỳ và từng thời kỳ, trong tất cả các biến lãi suất, TLSHĐ đưa ra giá trị LSTN (r^*) gần nhất với giá trị bình quân lãi suất thực (r^*_{VN}) và kết quả hồi quy từ mô hình quy tắc Taylor dạng làm phẳng lãi suất với độ trễ bằng 1 phù hợp với thực trạng

Hình 1: Số liệu kinh tế vĩ mô thời kỳ năm 2008 - 2015



Nguồn: Tổng Cục Thống Kê (www.gso.gov.vn)

Bảng 4: Kết quả hồi quy quy tắc Taylor theo mô hình làm phẳng lãi suất

i_t	ρ	C	β_π	β_y	R^2	π^*	r^*	r^*_{VN}	$(r^*-r^*_{VN})$
Thời kỳ 2000Q1 – 2015Q4									
TLSHĐ	0.59	6.59	0.36	2.00	0.86	5	3.39	3.61	-0.22
Giá trị P	0.00	0.00	0.00	0.00					
LSTCK	0.69	3.41	0.33	1.69	0.85	5	0.06	3.61	-3.55
Giá trị P	0.00	0.00	0.00	0.03					
LSTCV	0.67	5.04	0.02	2.91	0.82	5	0.16	3.61	-3.45
Giá trị P	0.00	0.00	0.04	0.13					
Thời kỳ 2000Q1 – 2007Q4									
TLSHĐ	0.92	6.29	0.30	0.27	0.88	5	2.79	3.61	-0.82
Giá trị P	0.00	0.00	0.47	0.64					
LSTCK	0.84	3.79	0.09	0.59	0.79	5	-0.74	3.61	-4.35
Giá trị P	0.00	0.00	0.56	0.23					
LSTCV	0.73	4.89	0.18	0.24	0.74	5	0.79	3.61	-2.82
Giá trị P	0.00	0.00	0.03	0.44					
Thời kỳ 2008Q1 – 2015Q4									
TLSHĐ	0.58	8.28	0.24	4.62	0.88	5	4.49	3.61	0.88
Giá trị P	0.00	0.00	0.06	0.03					
LSTCK	0.63	5.04	0.24	2.91	0.82	5	1.23	3.61	-2.38
Giá trị P	0.00	0.00	0.04	0.13					
LSTCV	0.61	6.82	0.25	2.62	0.83	5	3.07	3.61	-0.54
Giá trị P	0.00	0.00	0.02	0.13					

Nguồn: tác giả tính toán từ phần mềm Eviews 6.0

chính sách lãi suất của NHNN thời kỳ năm 2000 - 2015, trong đó, TLSHĐ là phù hợp nhất với quy tắc Taylor. (Hình 1)

Qua phân tích chính sách lãi suất bằng quy tắc Taylor với mô hình kinh tế lượng, nhìn chung, trong thời kỳ năm 2000 - 2015, TLSHĐ (hay nói đúng hơn là sự kết hợp giữa LSCB (năm 2000 - 2007) và TLSHĐ (năm 2008 - 2015) tuân theo quy tắc Taylor, cho thấy sự vận dụng hợp lý của NHNN trong điều hành lãi suất được minh chứng qua việc kiềm chế lạm phát cao có hiệu quả ở hai năm 2008 và 2011. Thực tế cho thấy mức tăng trưởng GDP từ năm 2012 đến nay đều tăng dần qua mỗi năm và tỉ lệ lạm phát giảm dần theo năm (hình 1). Kết quả này chứng minh rằng vận dụng quy tắc Taylor tại Việt Nam là một trong những cơ sở khoa học giúp kiềm chế lạm phát cao có hiệu quả và duy trì tăng trưởng kinh tế.

Giải pháp đề xuất

Kết quả phân tích chính sách lãi suất qua mô hình kinh tế lượng đã cho thấy việc áp dụng

LSCB và/hoặc TLSHĐ của NHNN trong việc kiềm chế lạm phát và duy trì tăng trưởng kinh tế tuân thủ theo quy tắc Taylor. Bên cạnh đó, minh họa từ hình 1 đã khẳng định hiệu quả của chính sách lãi suất từ năm 2008 đến nay qua việc sử dụng công cụ LSCB và sau đó là TLSHĐ. Bài viết bàn về 2 trường hợp giả định sau:

- Trường hợp bỏ quy định về LSCB: Có ý kiến cho rằng việc bỏ LSCB sẽ tạo sự chủ động cho các TCTD trong hoạt động huy động và cho vay vốn. Lãi suất là một trong những công cụ cạnh tranh giữa các TCTD. Lãi suất được quyết định trên cơ sở cung cầu thị trường có giám sát của NHNN. Các biện pháp điều hành lãi suất mang tính hành chính ảnh hưởng đến tính cạnh tranh và chủ động kinh doanh của các TCTD.

NHNN đã không còn công bố LSCB từ tháng 12 năm 2010 và hiện đang áp dụng cả hai trần lãi suất huy động và cho vay, tạo sức ép đến hoạt động kinh doanh của các TCTD.

- Trường hợp giữ quy định về LSCB: Có ý kiến cho rằng nếu giữ LSCB, NHNN có một LSCB làm cơ sở thực thi CSTT, tạo khung pháp lý dẫn làm cho cơ chế truyền dẫn CSTT ngày càng minh bạch hơn, độ tin cậy cao và mang lại hiệu quả. Trần lãi suất là biến tướng của LSCB, thể hiện ở TLSHĐ và TLSCV. Phân phân tích chính sách lãi suất ở trên đã chứng minh việc áp dụng LSCB và/hoặc TLSHĐ là hiệu quả trong thực tế. Vậy tại sao lại bỏ một công cụ lãi suất đã và đang phát huy tác dụng? Bên cạnh đó, còn có các yếu tố kinh tế vĩ mô khác quyết định đến giải pháp nên giữ LSCB được trình bày tiếp theo ở phần kiến nghị dưới đây.

Nếu bỏ LSCB, thì chính sách lãi suất sẽ được điều hành như thế nào? Cơ chế lãi suất thỏa thuận thời kỳ năm 2002 – 2007 đã không thể đứng vững trước cơn bão khủng hoảng kinh tế tài chính quốc tế bắt đầu từ cuối năm 2007 tại Mỹ, khi Việt Nam đã gia nhập Tổ chức thương mại quốc tế WTO. Nếu không chọn LSCB thì chọn lãi suất nào là LSCB? Phân tích chính sách lãi suất của NHNN cho thấy LSTCK hay LSTCV không tuân thủ quy tắc Taylor, một trong các cơ sở của việc hoạch định CSTT. Lãi suất liên ngân hàng (VIBOR) chưa phải là loại lãi suất điều hành của NHNN. Trong thời kỳ lạm phát cao ở Việt Nam (năm 2008 và 2011), các TCTD đã tìm mọi cách để lôi kéo nguồn tiền vốn huy động, một số TCTD phá vỡ TLSHĐ bằng các chiêu trò khuyến mãi để tăng nguồn vốn huy động, giải quyết vấn đề thanh khoản của họ. Vậy khi bỏ LSCB hay không có LSCB, liệu các TCTD có cạnh tranh lành mạnh hay chạy đua về lãi suất để lôi kéo khách hàng? Nếu bỏ

LSCS, loại lãi suất chỉ đạo của một NHTW thì chế độ tiền tệ của Việt Nam nên theo chế độ nào? Và cơ chế truyền dẫn CSTT qua LSCS sẽ được thay đổi như thế nào? Khi bỏ công cụ TLSHĐ như hiện nay, liệu lạm phát có quay trở lại khi NHNN quay lại với cơ chế lãi suất thỏa thuận giữa bên cho vay và đi vay như ở thời kỳ năm 2002 - 2007?

Một số khuyến nghị

Trên cơ sở phân tích các quan điểm khác nhau về LSCB, tác giả đề xuất giải pháp như sau:

Một là, NHNN xác định LSCB trước mắt là công cụ LSCS của CSTT cho đến khi thị trường tài chính Việt Nam vững mạnh và hội nhập sâu vào kinh tế tài chính thế giới, đủ điều kiện để áp dụng cơ chế điều hành lãi suất gián tiếp thay vì trực tiếp như hiện nay. Khi chọn lựa chế độ CSTT trên thế giới đã xác định công cụ CSTT là LSCS do NHTW quyết định. Việc thay đổi LSCS này thông qua cơ chế truyền dẫn CSTT sẽ lan truyền tác động qua các loại lãi suất khác, qua thị trường tài chính, sự kỳ vọng, và tỉ giá hối đoái tác động đến hành vi tiêu dùng của công chúng và chi tiêu đầu tư của doanh nghiệp làm thay đổi tổng cầu và tỉ lệ lạm phát. Luật NHNN năm 2010 vẫn chưa xác định cụ thể loại lãi suất nào là LSCS. Thực tế qua phân tích cơ chế điều hành lãi suất của NHNN cho thấy NHNN đã và đang áp dụng LSCB (và biến tướng là trần lãi suất) trong việc thực thi CSTT từ năm 2008 đến nay. Việc chọn một loại lãi suất làm LSCS giúp cho khuôn khổ CSTT rõ nét hơn và việc chọn LSCB là phù hợp.

Trong điều kiện kinh tế Việt Nam hiện nay, thị trường tài

chính còn mỏng, thị trường chứng khoán non trẻ (bắt đầu từ tháng 7 năm 2000), công cụ tài sản tài chính chưa nhiều, thị trường tiền tệ chưa phát triển với các đặc thù sau:

- Thanh toán bằng tiền mặt còn phổ biến, do đó, khối lượng tiền lưu thông qua hệ thống ngân hàng chỉ chiếm một tỉ lệ nhất định, chưa chiếm đại đa số trong nền kinh tế. “Việt Nam mới chỉ có 3% tổng số giao dịch thực hiện dưới hình thức không dùng tiền mặt và 60% dân số chưa có tài khoản ngân hàng” (Minh Trí 2014). Từ năm 2001 đến nay, tỷ trọng tiền mặt được sử dụng trong thanh toán so với tổng phương tiện thanh toán năm 2001 là 23,7%; năm 2004 là 20,3%; năm 2005 là 19%; năm 2006 là 17,21%, năm 2007 là 16,36%, năm 2008 là 14,6%, năm 2010 là 14,2% và năm 2013 là khoảng 12%; tuy tỷ trọng hàng năm đã giảm nhưng còn ở mức cao hơn so với thế giới; tỷ trọng này ở các nước tiên tiến như Thụy Điển là 0,7%, Na Uy là 1%, còn Trung Quốc là nước phát triển trung bình nhưng cũng chỉ ở mức là 10% (Văn Tạo 2009).

- Khối lượng tiền mặt trong dân cư còn lớn, thói quen ưa thích giữ tiền mặt còn phổ biến, do đó việc thu hút tiền mặt trong dân cư là công tác quan trọng trong việc thực hiện CSTT của NHNN.

- Các TCTD chưa nghiêm túc thực thi chính sách lãi suất của NHNN, còn sự cạnh tranh không lành mạnh và phá rào của một số TCTD dẫn đến cuộc cạnh tranh lãi suất khi thanh khoản của TCTD có vấn đề với bằng chứng vào các năm lạm phát cao 2008 và 2011, lãi suất của một số TCTD vượt trần qui định

với nhiều chiêu, trò khuyến mãi buộc NHNN phải ra thông tư chấn chỉnh.

- Nghiệp vụ thị trường mở bắt đầu từ năm 1999 sau một thời gian hoạt động tuy đạt được kết quả nhất định nhưng nhìn chung còn nhiều hạn chế do đối tượng và công cụ tham gia còn ít, chưa đủ lớn để điều phối thị trường tiền tệ và là công cụ điều tiết lượng tiền cung ứng trong nền kinh tế. “Năm 2008 chứng kiến sự biến động mạnh của lãi suất với sự điều hành CSTT linh hoạt và uyển chuyển của NHNN. Nghiệp vụ thị trường mở được thực hiện theo cả hai hướng mở rộng và thắt chặt tiền tệ đã không tạo tác động đáng kể nào tới lãi suất. Trong tuần thứ ba của tháng 2/2008, NHNN bổ sung 33.000 tỉ đồng vào lưu thông nhưng các ngân hàng thương mại vẫn tiếp tục tăng lãi suất huy động tiền gửi” (Trần Trí Dũng 2010).

- Việt Nam đang hội nhập vào nền kinh tế thế giới nên thị trường tài chính còn những bước đi chập chững và thận trọng, do đó áp dụng ngay các mô hình của các NHTW các nước tiên tiến chưa hẳn là thành công.

Như vậy, phải có công cụ LSCS để điều phối sự dịch chuyển của các luồng tiền tệ trong nền kinh tế, là công cụ để NHNN sử dụng cùng với các công cụ CSTT khác nhằm đạt được mục tiêu cuối cùng của CSTT là ổn định giá cả, duy trì tăng trưởng kinh tế và tạo công ăn việc làm. Hơn nữa, lãi suất là giá cả của tiền tệ cho vay mà tiền tệ là hàng hóa đặc biệt do và chỉ do NHNN phát hành trên cơ sở cân đối hàng hóa trong nền kinh tế do đó NHNN cần phải chọn một loại LSCS làm công cụ thực thi CSTT.

Với các đặc điểm của thị

trường tiền tệ Việt Nam hiện nay, việc lựa chọn cơ chế LSCS trực tiếp là phù hợp do bởi các nguyên nhân sau:

- NHNN có thể chủ động chi phối hoạt động của thị trường tiền tệ, kiểm soát việc dịch chuyển của các luồng tiền, huy động vốn nhân rồi còn nhiều trong dân cư.

- Theo kinh nghiệm của quá trình tự do hóa lãi suất của các nước và ở Việt Nam trong nhiều năm cho thấy các điều kiện để tự do hóa lãi suất là kinh tế vĩ mô ổn định, thị trường tài chính tiền tệ minh bạch và có chiều sâu; mục tiêu chủ yếu của CSTT là kiểm soát lạm phát, phát triển hệ thống thanh toán có khả năng kiểm soát được hầu hết các lượng vốn khả dụng của khu vực ngân hàng, chứng khoán và các định chế tài chính khác; hệ thống ngân hàng thương mại có năng lực cạnh tranh và khả năng đảm bảo an toàn hoạt động kinh doanh; ngân sách nhà nước thâm hụt ở mức thấp. Với các điều kiện này, nền kinh tế và thị trường tài chính – tiền tệ ở Việt Nam hiện nay chưa áp dụng được (Lý Hoàng Anh 2013).

Hai là, NHNN nên xác định LSCB là LSCS mang giá trị bình quân giữa TLSHĐ và TLSCV. Giả sử từ quy tắc Taylor, NHNN xác định TLSHĐ là 5,5%/năm và TLSCV là 8,5%/năm (độ lệch 3% đảm bảo cho các TCTD thực hiện các nghiệp vụ huy động và cho vay vốn), LSCB được công bố sẽ là 7%/năm, khi đó bình quân lãi suất huy động và cho vay vốn của các TCTD trong một thời kỳ sẽ không được vượt mức 7%/năm. Nếu một TCTD huy động vượt mức 5,5%/năm, ví dụ 6%/năm, họ sẽ phải điều tiết để giảm mức lãi suất cho vay nhỏ hơn hoặc bằng 8%/năm để đảm bảo bình quân lãi suất của

họ không vượt quá mức LSCB là 7%/năm. Trong trường hợp một TCTD huy động và cho vay dưới mức TLSHĐ và/hoặc TLSCV ngầm định bởi NHNN, điều đó chứng tỏ TCTD đó quản lý và tổ chức hoạt động tín dụng tốt, phần chênh lệch giữa hai loại lãi suất nhỏ hơn 3% cho phép khả năng cạnh tranh của các TCTD. Việc quy định LSCB là LSCS theo phương cách này có những lợi ích sau:

i. Sự truyền dẫn của LSCB với vai trò là LSCS được thể hiện rõ nét hơn thông qua cơ chế truyền dẫn lãi suất do chỉ có một loại LSCS cố định.

ii. Các TCTD chủ động trong việc quyết định lãi suất huy động và cho vay ngắn hạn cũng như trung, dài hạn trên cơ sở năng lực quản lý và kinh doanh, qua đó nâng cao tính cạnh tranh trong hệ thống tín dụng, ngân hàng.

iii. Nâng cao vai trò giám sát của NHNN qua công tác thường xuyên kiểm tra hoạt động huy động và cho vay vốn của các TCTD, góp phần hạn chế các rủi ro của TCTD trong hoạt động cho vay vốn.

iv. Việc công bố thông tin về CSTT dễ dàng hơn khi đã xác định loại LSCS và cơ sở ra quyết định.

Kết luận

Kết quả từ thực nghiệm phân tích chính sách lãi suất của NHNN bằng quy tắc Taylor trong thời kỳ năm 2000 – 2015 với phương pháp hồi quy mô hình kinh tế lượng cho thấy TLSHĐ NHNN đã và đang áp dụng có ý nghĩa khi tham chiếu với quy tắc Taylor, một công cụ thường được các nhà kinh tế trên thế giới đánh giá sự hợp lý và đúng đắn của CSTT của các NHTW. Số liệu thống kê về tỉ lệ lạm phát và tăng trưởng kinh tế thời kỳ

năm 2008 – 2015 cho thấy hiệu quả của chính sách lãi suất của NHNN kể từ sau năm lạm phát cao 2008 bên cạnh hiệu quả sử dụng các công cụ và chính sách tài chính, kinh tế khác. Phân tích các quan điểm về LSCB cùng với đặc điểm tình hình kinh tế hiện nay của Việt Nam, tác giả đề xuất giải pháp nên giữ LSCB là LSCS và là mức bình quân của TLSHĐ và TLSCV mà NHNN kỳ vọng được xác định dựa trên một trong những cơ sở khoa học để tham chiếu là quy tắc Taylor. ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

- Asso, P. F., Kahn, G. A., and Leeson, R. 2010, The Taylor Rule & the Practice of Central Banking, RWP 10-05, The Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Billi, R. M. 2011, Output Gaps and Monetary Policy at Low Interest Rates, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Driffill J., and Rotondi Z. 2007, "Inertia in Taylor Rules", Eirkebeck Working Papers in Economics & Finance, BWPEF 0702, November 2007.
- Judd, J. P. and Rudebusch, G. D. 1998, "Taylor's Rule and the Fed 1970-1997", FRBSF Economic Review 1998, number 3.
- Kozicki, S. 1999, "How Useful Are Taylor Rules for Monetary Policy?", Economic Review, Second Quarter, 1999, Federal Reserve Bank of Kansas City, p.26.
- Lan Hương 2016, "Áp dụng luật nào để xác định lãi suất vay tiêu dùng?" đăng ngày 26/10/2016, Báo Nhân Dân Điện Tử, truy cập tại <<http://www.nhandan.com.vn/nation-news/it-em/31077702apdungluatnaodexacdinhlaisuatvaytioudung.html>>, [truy cập ngày 26/10/2016].
- Lý Hoàng Anh 2013, "Bản thêm về lãi suất cơ bản trong cơ chế điều hành lãi suất ngân hàng hiện nay", Tạp chí Ngân hàng số 12, tháng 6/2013.
- Minh Trí 2014, "Đẩy mạnh thanh toán không dùng tiền mặt", đăng ngày 16/01/2014, truy cập tại <<http://kinhdoanh.vnexpress.net/tin-tuc/ebank/thanh-toan-dien-tu/day-manh-thanh-toan-khong-dung-tien-mat-2939948.html>>, [truy cập ngày 11/09/2014].
- Muinhos and Nakane 2006, "Comparing equilibrium real interest rate", WPS 101, published by Banco Central Do Brasil, 3/2016.
- Siklos L. P., and Wohar E. M. 2004, Estimating Taylor-Type Rules: An Unbalanced Regression, September 2004, presented at the 3rd Annual Conference in Econometrics: Econometric Analysis of Financial Time Series.
- Soderlind P., Soderstrom U., and Vredin A. 2004, Dynamic Taylor and the Predictability of Interest rates, September 2004.
- Taylor, J. B. 1993, "Discretion versus policy rules in practice", Carnegie-Rochester conference series on public policy.
- Trần Trí Dũng 2010, "Nhìn lại cơ chế điều chỉnh lãi suất ở Việt Nam", Tạp chí Cộng sản, 4/5/2010.
- Vân Tao 2009, "Thanh toán không dùng tiền mặt thực trạng, nguyên nhân và giải pháp", Tạp chí Ngân hàng số 19/2009, truy cập tại <<http://www.vnba.org.vn/index.php?view=article&catid=43&id=1644>>, [truy cập ngày 11/09/2014].
- Woglom, G. 2003, "How Has Inflation Targeting Affected Monetary Policy in South Africa? South Africa Journal of Economics, 71(2), pp. 198-210.