

Điều hành chính sách tiền tệ tại Anh và Châu Âu: một số bài học cho Việt Nam

NGÔ VI TRỌNG

B iệc thực thi chính sách tiền tệ một cách thận trọng và linh hoạt của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam trong thời gian qua đã tạo được sự ổn định cơ bản trên hệ thống tài chính - ngân hàng. Tuy nhiên, bên cạnh những thành công nhất định, quá trình điều hành chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước vẫn còn một số hạn chế cần khắc phục. Bài viết nghiên cứu kinh nghiệm điều hành chính sách tiền tệ tại Anh và Châu Âu, phân tích điều hành lãi suất cơ bản tại Việt Nam theo nguyên tắc Taylor để làm cơ sở cho việc nâng cao hiệu quả điều hành chính sách tiền tệ của Việt Nam trong thời gian tới.

1. Kinh nghiệm điều hành chính sách tiền tệ của Anh và Châu Âu

Trong thời gian qua, nền kinh tế thế giới đã phải trải qua cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2007-2008 và kéo theo suy thoái kinh tế nghiêm trọng nhất kể từ sau Chiến tranh thế giới lần thứ hai. Điều này đã khiến cho Chính phủ và Ngân hàng Trung ương (NHTW) của nhiều quốc gia trên thế giới can thiệp mạnh tay bằng việc áp dụng các công cụ cách mạng, chưa từng có tiền lệ (nới lỏng định lượng và nới lỏng tín dụng thông qua các gói kích cầu nền kinh tế), kết hợp với các công cụ truyền thống khác của chính sách tài chính và tiền tệ (lãi suất và tỷ giá hối đoái). Trên lý thuyết, các công cụ của chính sách tiền tiền tệ có thể được sử dụng kết hợp một cách linh hoạt nhằm đạt được mục tiêu cụ thể được đề ra trong từng thời kỳ như: ổn định giá cả, ổn định tài chính, giảm thất nghiệp và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế (Mishkin, 2002). Tuy nhiên, trên thực tế, điều này đặt ra các vấn đề liên quan đến phương thức thực hiện, tính hiệu quả và sự phối hợp giữa các công cụ đó.

1.1. Điều hành chính sách tiền tệ thông qua công cụ lãi suất

Trong số các công cụ mà NHTW sử dụng để điều hành chính sách tiền tệ thì lãi suất luôn được xem là một công cụ truyền thống được sử dụng khá phổ biến và hiệu quả tại hầu hết các

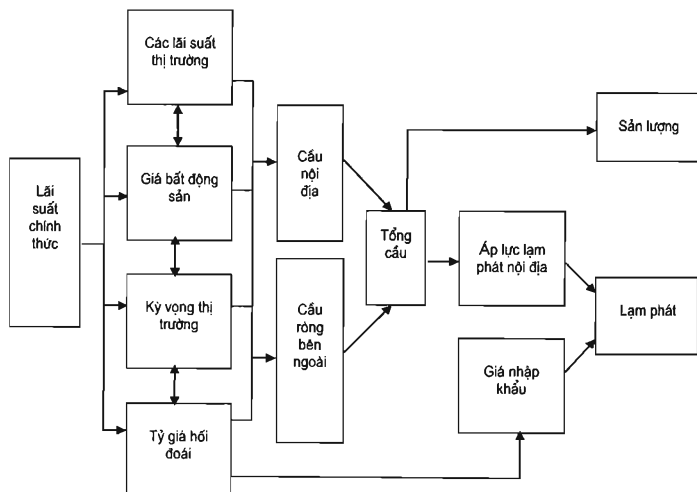
quốc gia trên thế giới. Trong đó, lãi suất cơ bản thường được biết đến như là mức lãi suất tham chiếu hay lãi suất chính sách của NHTW (BOE, 1999; VNBA, 2013). Tùy thuộc vào cách tiếp cận của mỗi quốc gia, lãi suất cơ bản của NHTW cũng khác nhau về tên gọi, cơ sở xác định, cơ chế điều hành và tác động nền kinh tế ở những mức độ khác nhau.

Tại Anh, thuật ngữ lãi suất cơ bản (base rate) được sử dụng để chỉ mức lãi suất của các ngân hàng thương mại và NHTW (BOE, 2013a; Barclays Bank, 2013). Thứ nhất, lãi suất cơ bản của các ngân hàng thương mại là mức lãi suất tham chiếu cho các hoạt động tín dụng và tiết kiệm tại chính các ngân hàng thương mại, được xác định dựa trên việc định giá tiền gửi và định giá các khoản cho vay những khách hàng có rủi ro thấp (Barclays Bank, 2013). Điều này có nghĩa là các ngân hàng thương mại công bố và sử dụng lãi suất cơ bản để xác định mức lãi suất chính thức trong các giao dịch giữa ngân hàng và các loại khách hàng khác nhau. Thứ hai, lãi suất cơ bản của Ngân hàng Anh (BOE) là mức lãi suất tham chiếu được Ngân hàng Anh (BOE) công bố, dùng để xác định mức lãi suất cho vay qua đêm (hay kỳ hạn một ngày) của NHTW với các ngân hàng thương mại, chủ yếu dựa trên

các trái phiếu chính phủ, trái phiếu NHTW (GES) và các giấy tờ có giá khác (BOE, 2013a; Global Rates, 2013). Hiện nay, lãi suất cơ bản của BOE được gọi là lãi suất ngân hàng chính thức (BOE, 2013a). Các quyết định điều chỉnh lãi suất cơ bản tại Anh được thực hiện bởi Ủy ban Chính sách tiền tệ (MPC) căn cứ trên lãi suất cơ bản của một số ngân hàng thương mại lớn tại Anh và lạm phát mục tiêu được công bố bởi Bộ trưởng Bộ

Tài chính (BOE, 2013b). Để ổn định giá cả và hỗ trợ các chính sách kinh tế khác của Chính phủ nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, BOE điều chỉnh mức lãi suất cơ bản nhằm tác động đến mặt bằng lãi suất thị trường, giá bất động sản, tỷ giá hối đoái và kỳ vọng của thị trường. Từ đó, truyền dẫn tác động của chính sách tiền tệ đến việc thực hiện các mục tiêu kinh tế vĩ mô (tăng trưởng và lạm phát) (hình 1).

HÌNH 1: Cơ chế truyền tải chính sách tiền tệ thông qua công cụ lãi suất cơ bản tại Anh

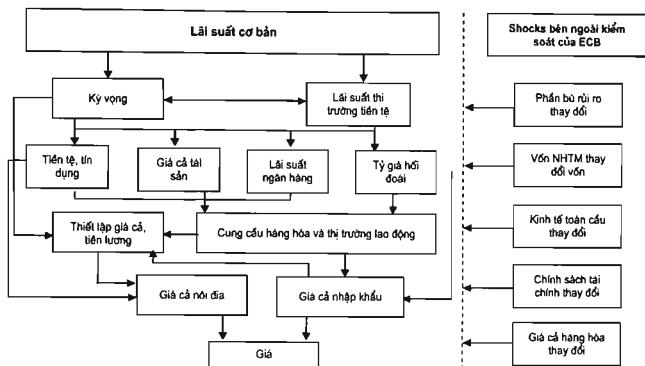


Nguồn: BOE (1999).

Tại Châu Âu, các quyết định về chính sách tiền tệ của khu vực đồng Euro được thực hiện một cách độc lập bởi Hội đồng quản trị của NHTW Châu Âu (bao gồm Ban điều hành của ECB và thống đốc NHTW của tất cả các quốc gia thành viên khu vực đồng Euro), trong đó bao gồm việc xác định mức lãi suất cơ bản của ECB được dựa trên mức lãi suất cơ bản của NHTW của các nước

thành viên và chỉ số lạm phát chung của khu vực đồng Euro (HICP) nhằm thực hiện chính sách tiền tệ cho các quốc gia thành viên (ECB, 2011; Eurozone, 2013). Từ đó, NHTW các quốc gia thành viên, hoạt động như các chi nhánh của ECB, sẽ dựa vào điều kiện phát triển kinh tế cụ thể của từng thành viên mà xây dựng và xác định mức lãi suất cơ bản (nếu có) phù hợp.

HÌNH 2: Cơ chế truyền tải chính sách tiền tệ thông qua công cụ lãi suất cơ bản tại Châu Âu



Nguồn: ECB (2011)

Việc tăng hoặc giảm lãi suất cơ bản của ECB ảnh hưởng trực tiếp đến các mức lãi suất trên thị trường tiền tệ và thị trường vốn, đồng thời gián tiếp ảnh hưởng đến tỷ lệ lạm phát và các mức lãi suất mà các ngân hàng thương mại tại các nước thành viên áp dụng cho các giao dịch liên ngân hàng, vay vốn kinh doanh, cho vay tiêu dùng, thế chấp và các tài khoản tiết kiệm (Global-Rates, 2013) (hình 2). Lãi suất cơ bản của ECB hiện tại là 0,75%, trung bình là 2,61%, cao nhất là 4,75% vào tháng 10-2000 và thấp nhất là 0,75% vào tháng 07-2012. Khu vực đồng Euro cũng cố gắng duy trì tỷ lệ lạm phát ở mức 2%/năm. lãi suất cơ bản của ECB cũng được xem xét điều chỉnh hàng tháng nếu có căn cứ vào chỉ số tiêu dùng của khu vực đồng Euro.

Rõ ràng, lãi suất cơ bản là một công cụ của chính sách tiền tệ được NHTW sử dụng để truyền tải được các mục tiêu trong chính sách tiền tệ của mình đến nền kinh tế. Việc gia tăng lãi suất cơ bản sẽ khuyến khích tiết kiệm và hạn chế việc cho vay của các ngân hàng thương mại, dẫn đến việc người dân cắt giảm

chi tiêu cho các hàng hóa và dịch vụ. Ngược lại, việc cắt giảm lãi suất cơ bản sẽ kích thích nhu cầu tiêu dùng hàng hóa và đẩy giá của các hàng hóa và dịch vụ lên cao, thu nhập của người tiêu dùng sẽ nhiều hơn sau khi trừ đi các khoản chi phí cho các khoản thế chấp, bởi vì lãi suất cơ bản của ngân hàng thương mại cũng được sử dụng để tính toán cho việc hoàn trả của các khoản thế chấp với lãi suất biến thiên. Việc tiếp tục giữ lãi suất cơ bản ở mức thấp được xem như là biện pháp góp phần kích thích tiêu dùng và thúc đẩy phục hồi kinh tế của nhiều quốc gia sau khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2007-2008. Tuy nhiên, việc làm này cũng có thể đã kéo theo sự gia tăng chỉ số tiêu dùng và tăng lạm phát.

Việc cắt giảm lãi suất cơ bản của BOE và ECB cũng không ngăn chặn được suy thoái kinh tế tại Anh và các nước thành viên trong khu vực Euro. Do đó, các công cụ khác của chính sách tiền tệ (hợp đồng hoán đổi ngoại tệ, mở rộng kỳ hạn của dự trữ thanh khoản, tài sản đảm bảo) được kết hợp sử dụng nhằm ổn định giá cả và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Tuy nhiên, nhìn chung, các biện pháp thực hiện của BOE và ECB trong giai đoạn khủng hoảng tài chính toàn cầu, đã giúp duy trì các tổ chức trung gian tài chính bằng cách tái cấp vốn và khôi phục lòng tin của các chủ thể tham gia thị trường tài chính.

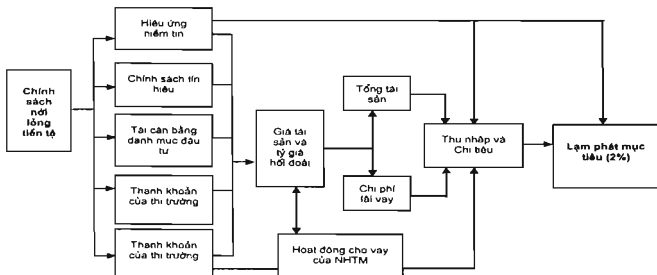
1.2. Điều hành chính sách tiền tệ thông qua công cụ nới lỏng định lượng

Tại Anh, tác động của lãi suất cơ bản tỏ ra kém hiệu quả trong việc hạn chế suy thoái kinh tế. Do đó, NHTW đã áp dụng chính sách nới lỏng định lượng¹ (QE) từ tháng 09-2008 kết hợp với việc điều hành những công cụ truyền thống khác (lãi suất cơ bản, nghiệp vụ thị trường mở). Trong đó, BOE đã cắt giảm lãi suất cơ bản xuống còn 0,5% từ năm 2009 kết hợp với việc bơm thêm tiền vào nền kinh tế thông qua việc mua lại nợ Chính phủ (nới lỏng định lượng). Đây được xem là mức lãi suất thấp nhất trong lịch sử 315 năm của Anh (Allen, 2009). Mục đích của chính sách nới lỏng định lượng là để thúc đẩy chi tiêu và do đó giúp đạt được tỷ lệ lạm phát mục tiêu ở mức 2% (Joyce et al., 2011). MPC đã được ủy quyền để tiến hành mua lại nợ Chính phủ và trái phiếu NHTW, cụ thể như sau: 200 tỷ bảng Anh (GBP) trong giai đoạn từ tháng 3 đến tháng 11-2009, 75 tỷ GBP trong tháng 10-2011, 50 tỷ

bảng Anh trong tháng 2-2012 và 50 tỷ GBP tháng 5-2012 (BOE, 2013c).

Chính sách nới lỏng định lượng về cơ bản được thực hiện giống như việc cắt giảm lãi suất cơ bản, để kích thích chi tiêu và gia tăng lạm phát trong nước để đáp ứng mức lạm phát mục tiêu trong trung hạn (Joyce et al., 2011). Tuy nhiên, cơ chế truyền dẫn của chính sách tiền tệ thông qua chính sách nới lỏng định lượng có một số sự khác biệt (xem hình 3). Việc mua lại các khoản nợ của chính phủ và trái phiếu NHTW có mức độ ảnh hưởng rộng hơn thông qua ảnh hưởng đến hoạt động tín dụng của các ngân hàng thương mại, mặc dù đây không phải là kênh truyền dẫn chính. Quy mô và tốc độ của chương trình nới lỏng định lượng nhằm mục đích làm đảo ngược niềm tin (tạo nên hiệu ứng tin tưởng vào sự ổn định và phát triển trong trung và dài hạn) khi mà nguy cơ lạm phát có tỷ lệ thấp hơn so với tỷ lệ lạm phát mục tiêu (2%) trong trung hạn. Các chương trình nới lỏng định lượng của NHTW chủ yếu mua lại các trái phiếu trung và dài hạn của NHTW từ khu vực tài chính phi ngân hàng. Nhiều bằng chứng cho thấy chính sách nới lỏng định lượng đã tạo nên hiệu quả gấp 2 đến 3 lần so với việc điều chỉnh lãi suất cơ bản đơn lẻ (Joyce et al., 2011).

HÌNH 3: Cơ chế truyền tải của chính sách tiền tệ thông qua nới lỏng định lượng tại Anh



Nguồn: Joyce et al. (2011)

1. Nới lỏng định lượng (Quantitative Easing - QE) là việc NHTW mua các tài sản tài chính từ các ngân hàng thương mại và các tổ chức tài chính khác nhằm tạo tiền và tiêm một số lượng tiền xác định vào nền kinh tế.

Tại Châu Âu, để kích thích tăng trưởng và mang lại sự phục hồi kinh tế, ECB đã áp dụng biện pháp cách mạng tái cấp vốn dài hạn (LTRO) và cấp hơn 1 nghìn tỷ EUR với chi phí thấp trong ba năm cho các ngân hàng thương mại trong khu vực đồng Euro (Gros, 2012). Chính sách tái cấp vốn dài hạn cho các ngân hàng thương mại của ECB (thường gọi là nơi lỏng tín dụng) được xem là cách tiếp cận khác của chương trình nơi lỏng định lượng được thực hiện tại Anh và Mỹ. Sự khác biệt quan trọng giữa hai phương pháp tiếp cận đó là BOE và Fed hầu như chỉ mua tài sản phi rủi ro (trái phiếu chính phủ và trái phiếu NHTW), trong khi ECB đã cho vay số lượng lớn cho các ngân hàng thương mại đang gặp khó khăn và được xem là yếu kém. Trong ngắn hạn, nơi lỏng định lượng (tại Anh và Mỹ) không phải là điều tương tự như nơi lỏng tín dụng (tại Châu Âu), bởi vì thông qua việc nơi lỏng định lượng, các NHTW có thể hạ thấp lãi suất dài hạn nếu mua số lượng lớn trái phiếu chính phủ dài hạn từ tiền gửi của các ngân hàng thương mại. Ngược lại, nơi lỏng tín dụng của ECB làm cho một số bộ phận của khu vực đồng tiền chung Châu Âu (những quốc gia đang trong tình trạng khó khăn về tài chính) bị ảnh hưởng bởi việc cắt giảm lãi suất của thị trường liên ngân hàng. Mặc dù biện pháp nơi lỏng tín dụng của ECB được đánh giá là khá rủi ro và kém hiệu quả hơn so với nơi lỏng định lượng của BOE, tuy nhiên ECB đã bắt kịp với bảng cân đối kế toán 2,8 nghìn tỷ EUR, chiếm gần 30% GDP của khu vực đồng Euro so với bảng cân đối kế toán của NHTW Mỹ (Fed) là khoảng 20% GDP của Mỹ (Chang, 2011, Gros, 2012).

Kinh nghiệm điều hành chính sách tiền tệ của BOE và ECB đã cho thấy hiệu quả của việc thực hiện chính sách tiền tệ thông qua công cụ lãi suất cơ bản và nơi lỏng định lượng hay nơi lỏng tín dụng của NHTW còn phụ thuộc nhiều vào đặc điểm kinh tế của từng quốc gia (tỷ lệ lạm phát, tốc độ tăng trưởng kinh tế và chính sách tài khóa) và sự phù hợp giữa các công cụ khác nhau, chính sách nhằm ổn định giá cả, thúc đẩy tăng trưởng và phát

triển ổn định nền kinh tế. Trong đó, lãi suất cơ bản vẫn luôn đóng vai trò là thông tin tham chiếu cho hoạt động của các ngân hàng thương mại cũng như kỳ vọng của người dân.

2. Phân tích thực nghiệm việc điều hành chính sách tiền tệ thông qua công cụ lãi suất cơ bản tại Việt Nam theo nguyên tắc Taylor

Nguyên tắc Taylor (1993) được sử dụng để phân tích cho dữ liệu chuỗi thời gian cho rất nhiều quốc gia trên thế giới như Mỹ, Anh, Đức, Pháp, Nhật và kết quả cho thấy, biến động lãi suất cơ bản đều tuân thủ theo một số nguyên tắc nhất định trong mối tương quan giữa hai yếu tố chính, đó là tỷ lệ lạm phát và tốc độ tăng trưởng kinh tế (Bhattarai, 2008). Do vậy, bài viết tiến hành nghiên cứu thực nghiệm đối với việc điều chỉnh sách lãi suất cơ bản của NHTW Việt Nam trong thời gian qua dựa trên việc ứng dụng mô hình từ công trình nghiên cứu của Taylor (1993) và Bhattarai (2008). Mục tiêu của bài viết là nhằm tìm kiếm những bằng chứng thực nghiệm cho nguyên tắc Taylor trong trường hợp của Việt Nam, đồng thời góp phần nâng cao hiệu quả điều hành chính sách tiền tệ trong thời gian tới.

2.1. Mô hình nghiên cứu

Mô hình xác định lãi suất cơ bản ban đầu được Taylor (1993) đề xuất cho Cục Dự trữ liên bang Mỹ (Fed) và được xây dựng bằng cách sử dụng ba phương trình, cụ thể như sau:

$$y_t - y_t^* = -d(i_{t-1} - i_{t-1}^*) \quad d > 0 \quad (1)$$

$$\pi_t = \pi_t^* + c(y_{t-1} - y_{t-1}^*) \quad c > 0 \quad (2)$$

$$i_t = i_t^* + a(y_t - y_t^*) + b(\pi_t - \pi_t^*)$$

a, b > 0 (3)

Trong đó,

- y_t và y_t^* là GDP thực tế và dự kiến.
- i_t và i_t^* là lãi suất cơ bản thực tế và mục tiêu của giai đoạn t.
- π_t và π_t^* là tỷ lệ lạm phát thực tế và tỷ lệ lạm phát mục tiêu.

Phương trình (1) xác định khoản chênh lệch sản lượng hiện tại ($y_t - y^*$) – sản lượng thực tế (y_t) và sản lượng dự kiến (y^*), để đo độ lệch của lãi suất cơ bản của giai đoạn trước đó và lãi suất cơ bản mục tiêu của Ủy ban Chính sách tiền tệ ($i_{t-1} - i^*$). Khoản chênh lệch này dự kiến sẽ là một con số âm bởi vì nếu lãi suất cơ bản mục tiêu cao hơn lãi suất cơ bản của giai đoạn trước đó, thì được kỳ vọng sẽ giảm chi phí cho người tiêu dùng và doanh nghiệp cũng như thu hẹp các tác động trong nền kinh tế. Điều này tương tự như phương trình thể hiện mối quan hệ giữa cân bằng tiết kiệm và đầu tư (đường cong IS) được đề cập bởi Woodford (2001), cụ thể hơn khi mà xu hướng và các mục tiêu được điều chỉnh như mong đợi. Nhiều hơn một độ trễ thời gian có thể được giả định giữa các giai đoạn ra quyết định của lãi suất và những thay đổi của GDP, mặc dù giả định được tìm thấy là không cần thiết cho việc nghiên cứu này (Bhattarai, 2008).

Phương trình (2) cho thấy sự biến động của mức giá phản ứng với mức độ của các hoạt động kinh tế, đó chính là tổng cung. Sự kỳ vọng tăng đường cong Phillip về sản lượng được diễn đạt bởi phương trình (2). Khi sản lượng đầu ra thực tế cao hơn so với dự kiến, nó sẽ tạo ra một áp lực trên thị trường lao động và làm gia tăng tiền lương. Điều này sẽ kéo theo làm tăng giá cả và lạm phát.

Theo Woodford (2001), các mục tiêu tỷ lệ lạm phát được coi như là tỷ lệ lạm phát dự kiến. Phương trình (3) được xem như là một nguyên tắc đơn giản trong việc xác định lãi suất, có nguồn gốc từ việc kết hợp phương trình (1) và (2) để cho thấy việc các nhà hoạch định chính sách muốn cắt giảm lãi suất cơ bản khi mà sản lượng và tỷ lệ lạm phát thực tế cao hơn so với dự kiến. Nếu chênh lệch sản lượng từ phương trình (1) và chênh lệch lạm phát từ phương trình (2) được thay thế trong phương trình (3) nó sẽ tạo ra sự tự điều chỉnh giảm. Khi đó, phương trình duy nhất của lãi suất cơ bản có thể được sử dụng để giải thích cho các chu kỳ lãi suất khi các thông số bị giảm.

$$i_t^* = i_t^* - \text{ad}(i_{t-1}^* - i_{t-1}^*) - \text{bcd}(i_{t-2}^* - i_{t-2}^*)$$

hay

$$i_{t-2}^* + \text{ad}i_{t-1}^* + \text{bcd}i_{t-2}^* = i_t^* + \text{ad}i_{t-1}^* + \text{bcd}i_{t-2}^* \quad (4)$$

Sự ổn định và hội tụ của các biến của phương trình (4) phụ thuộc vào giá trị của các tham số a, b, c và d, cũng như hai điều kiện ban đầu i_0 và i_1 . Để đơn giản hóa vấn đề, chúng ta đặt $\hat{a}_0 = (i_t^* + \text{ad}i_{t-1}^* + \text{bcd}i_{t-2}^*)$, $\hat{a}_1 = \text{ad}$ và $\hat{a}_2 = \text{bcd}$, phương trình (4) được viết lại cụ thể như sau:

$$i_t + \beta_1 i_{t-1} + \beta_2 i_{t-2} = \beta_0 \quad (5)$$

Giải pháp chung để giảm sự khác biệt, phương trình (5) được bổ sung một số bộ phận. Giải pháp cụ thể đề cập đến trạng thái ổn định và giải pháp bổ sung cho thấy, một sự điều chỉnh linh hoạt hướng tới trạng thái ổn định khi lãi suất cơ bản cao hơn hoặc thấp hơn mức lãi suất dự kiến. Nó giải thích sự năng động của dãy dữ liệu về lãi suất cơ bản. Sự hội tụ hoặc phân kỳ từ trạng thái ổn định hay lãi suất mục tiêu, phụ thuộc vào phần này của phương trình.

Các giải pháp cụ thể hay trạng thái ổn định có thể được xác định một cách dễ dàng, cụ thể như lãi suất trong từng thời kỳ tương đương với thời kỳ lãi suất ổn định và được coi là sự hiển nhiên của lãi suất, có nghĩa là $i_t = i_{t+1} = i_{t+2} = i_{t+n}$. Do đó, với một số thao tác, trạng thái ổn định hoặc sự hiển nhiên của lãi suất cho mô hình (5) có thể được thể hiện như sau:

$$\bar{i} = \frac{i_t^* + \text{ad}i_{t-1}^* + \text{bcd}i_{t-2}^*}{1 + \beta_1 + \beta_2} \quad \text{hay}$$

$$\bar{i} = \frac{i_t^* + \text{ad}i_{t-1}^* + \text{bcd}i_{t-2}^*}{1 + \text{ad} + \text{bcd}}$$

Đó là trong điều kiện các tham số của mô hình ban đầu với các mục tiêu linh hoạt i_t^* , i_{t-1}^* và i_{t-2}^* . Còn trong điều kiện mục tiêu cố định, ta có:

$$\bar{i} = \frac{i_t^* (1 + \text{ad} - \text{bcd})}{1 + \text{ad} + \text{bcd}} \quad (6)$$

Bất kỳ sự biến động trong ngắn hạn của lãi suất cũng đều trở lại trạng thái ban đầu được xác định bởi cung và cầu trên thị trường tài chính và được đại diện cho một phần đồng nhất (homogeneous part) của giải pháp.

$$i_t + \beta_1 i_{t-1} + \beta_2 i_{t-2} = 0 \quad (7)$$

Về mặt lý thuyết các giải pháp bổ sung của phương trình (7) có thể có ba trường hợp khác nhau tùy thuộc vào các giá trị của các thông số β_1, β_2 và β_3 :

• $\beta_1^2 - 4\beta_2 > 0$, đảm bảo sự hội tụ để đạt trạng thái ổn định.

• $\beta_1^2 - 4\beta_2 = 0$, tạo ra các chu kỳ lặp đi lặp lại.

• $\beta_1^2 - 4\beta_2 < 0$, có thể cho mô hình mang tính chu kỳ hoặc phân kỳ từ trạng thái ổn định dựa trên giá trị tuyệt đối của các tham số.

Do vậy, các giải pháp chung của mô hình trong ba trường hợp khác nhau như nêu trên là:

$$i_t = A_1 \lambda_1^t + A_2 \lambda_2^t + \bar{i} \quad (8)$$

Trong đó, A_1 và A_2 là các hằng số. λ_1^t và λ_2^t là nghiệm đặc trưng (characteristic roots).

Trong trường hợp 1 ($\beta_1^2 - 4\beta_2 > 0$), giá trị của $\lambda_1^t = (-\beta_1 + \sqrt{\beta_1^2 - 4\beta_2})/2$ và $\lambda_2^t = (-\beta_1 - \sqrt{\beta_1^2 - 4\beta_2})/2$. Chính vì vậy mà phương trình (8) được viết lại cụ thể như sau:

$$i_t = A_1 \left(\frac{-\beta_1 + \sqrt{\beta_1^2 - 4\beta_2}}{2} \right)^t + A_2 \left(\frac{-\beta_1 - \sqrt{\beta_1^2 - 4\beta_2}}{2} \right)^t + \bar{i} \quad (9)$$

Cụ thể hơn bằng cách sử dụng tất cả các thông số của mô hình, phương trình này được chuyển đổi thành:

$$i_t = A_1 \left(\frac{-ad + \sqrt{(ad)^2 - 4bcd}}{2} \right)^t + A_2 \left(\frac{-ad - \sqrt{(ad)^2 - 4bcd}}{2} \right)^t + \bar{i} \quad (10)$$

Các giải pháp xác định đòi hỏi các giá trị của các hằng số A_1 và A_2 được thu được bằng

cách sử dụng hai điều kiện ban đầu đó là i_0 và i_1 . Các giá trị của các thông số a, b, c , và d có thể thu được từ một dự toán kinh tế lượng. Các công trình nghiên cứu trước đây cho thấy, lãi suất cơ bản được xác định một cách khách quan theo quan điểm này và có thể được sử dụng để ổn định giá cả cũng như thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

2.2. Kết quả nghiên cứu

Trên thực tế có rất nhiều yếu tố khác nhau có ảnh hưởng đến lãi suất cơ bản trong nền kinh tế, bên cạnh yếu tố chênh lệch sản lượng và lạm phát. Chính vì vậy, các mô hình kinh tế lượng kết hợp với những yếu tố bị thiếu trong mô hình được đưa ra bởi các phương trình từ 1 đến 3, bao gồm cả sai số cho mỗi phương trình để đại diện cho ảnh hưởng của những yếu tố không rõ này. Trong những yếu tố bị bỏ qua, một số có tác động tích cực và một số khác có tác động tiêu cực. Tổng hợp các ảnh hưởng của các biến bị bỏ qua hoặc các biến có thể làm sai lệch đặc điểm có xu hướng hủy bỏ các yếu tố còn lại và làm cho giá trị trung bình của chúng bằng 0. Hơn nữa, các biến này được giả định là không đổi để thể hiện mối quan hệ không có hệ thống giữa các lỗi. Về mặt kỹ thuật, các lỗi này được phân phối bình thường, giống nhau và độc lập. Các giả định này có nghĩa là những lỗi này là đồng nhất (phương sai không thay đổi) và không có sự tự tương quan cũng như không có yếu tố đa cộng tuyến giữa các biến giải thích.

$$y_t - y_t^* = -d(i_{t-1} - i_{t-1}^*) + \varepsilon_{1,t} \quad (11)$$

$$\pi_t = \pi_t^* + c(y_{t-1} - y_{t-1}^*) + \varepsilon_{2,t} \quad (12)$$

$$i_t = i_t^* + a(y_t - y_t^*) + b(\pi_t - \pi_t^*) + \varepsilon_{3,t} \quad (13)$$

Ngay cả khi các quan hệ giữa các biến có thể được xem là hoàn hảo thì vẫn có một cơ hội làm cho kết quả của hàm hồi quy bị sai, nguyên nhân là do mối quan hệ giữa các biến là không dừng. Do vậy, chúng tôi theo hướng dẫn của Dickey-Fuller (1976), Engle và Granger (1987) và Johansen và Juselius (1990) để xác định sự tồn tại hay không có nghiệm đơn vị của các biến, cũng như mối quan hệ đồng liên kết giữa các biến trong phương trình hồi quy.

Kiểm định tính dừng (unit root test) dựa trên kiểm định giả tăng Dickey-Fuller (Augmented Dickey-Fuller, ADF test) hay còn gọi là kiểm định các biến có nghiệm đơn vị hay không, cho thấy lãi suất và lạm phát đều có

tính dừng, trong khi khoảng chênh lệch sản lượng có tính dừng ở mức khác biệt bậc 1. Giá trị kiểm chứng và giá trị ước tính của hệ số của nghiệm đơn vị của các biến được trình bày trong bảng 1 cùng với độ dài trễ của các biến.

BẢNG 1: Tính dừng của chuỗi các dữ liệu trong mô hình

	Lãi suất	Δ GDP	Lạm phát
Hệ số tương quan	-4.2574***	-6.5544***	-2.6551*
Giá trị 'ADF Test'	Mức 1%: -3.6793	Mức 1%: -3.5847	Mức 10%: -2.5992
Bậc của 'ADF Test'	Mức độ	Mức khác biệt bậc 1	Mức độ
***, **, * Kết quả có giá trị thống kê ở mức 99%, 95% và 90%			

Mối quan hệ cơ bản giữa lãi suất và khoảng cách chênh lệch lạm phát cũng như sản lượng đầu ra tại Việt Nam được đưa ra như sau:

$$i_t = 1.2208 + 2.0908 (y_t - y_t^*) + 0.0157*** (\pi_t - \pi_t^*)$$

Kiểm tra bình thường: $\chi^2(2)$: 6.7739 [0.0034]**

So sánh kết quả này với công trình nghiên cứu của Bhattarai (2008) liên quan đến lãi suất cơ bản tại Anh ta có:

$$i_t = 9.446 - 0.183 (y_t - y_t^*) + 0.3700*** (\pi_t - \pi_t^*)$$

Kiểm tra bình thường: $\chi^2(2)$: 11.279 [0.0036]**

Rõ ràng ta thấy lãi suất tăng cùng với sự gia tăng của yếu tố lạm phát và hệ số tác động là đáng kể. Hệ số tương quan giữa khoảng cách chênh lệch đầu ra là dương, tuy nhiên lại không có ý nghĩa thống kê trong mô hình nêu trên. Chính vì vậy, kết quả này cho thấy rằng, lãi suất cơ bản phản ứng nhiều hơn với tỷ lệ lạm phát hơn là sản lượng đầu ra (GDP), bởi vì hệ số tương quan giữa lãi suất và lạm phát là không có ý nghĩa thống kê. Kết quả nghiên cứu này hoàn toàn trùng khớp với kết quả nghiên cứu của các công trình trước đây, cụ thể như Berument và Jelashi (2002), Silvapulle và Hewarathna (2002), và Bhattarai (2008). Ngoài ra, bài toán kiểm tra bình thường (normality test) được sử dụng để xác định bộ

dữ liệu được sử dụng cho mô hình nghiên cứu có phân bố bình thường hay không để có thể sử dụng vào hàm hồi quy. Kết quả cho thấy, bài kiểm tra bình thường hoàn toàn phù hợp với Engel và Granger (1987) và Johansen (1988), có nghĩa là giữa các biến không có mối quan hệ đồng liên kết.

Liên quan đến việc ước tính cho những quy tắc lãi suất thông qua việc sử dụng mô hình tự hồi quy bậc 2 được đưa ra ở công thức 5 như đã được trình bày ở trên.

$$i_t = 5.8771*** + 0.8331*** i_{t-1} - 0.5063*** i_{t-2}$$

$$r\text{-square} = 0.4858 \quad \text{Durbin-Watson} = 1.8261$$

Tất cả các hệ số tương quan của mô hình tự hồi quy của lãi suất tại Việt Nam đều cho kết quả như dự đoán. Tuy nhiên trên thực tế rất khó có thể lấy các thông số của phương trình hồi quy gốc từ phương trình tự hồi quy này.

Do vậy, việc sử dụng phương pháp dự toán đệ quy (recursive estimation) trong đó khoảng cách chênh lệch sản lượng được ước tính như hàm chức năng của độ trễ của lãi suất cơ bản, sau đó chênh lệch tỷ lệ lạm phát được sử dụng làm hàm chức năng cho độ trễ của độ chênh lệch sản lượng GDP và cuối cùng, phương trình mô tả nguyên tắc lãi suất cơ bản được ước tính dựa trên dự đoán của mức độ chênh lệch sản lượng và lạm phát. Chênh lệch sản lượng bị ảnh hưởng bởi lãi suất và khoảng chênh lệch lạm phát được xác định bằng chênh lệch sản lượng và sau đó được xác định bằng lãi suất.

Các quy ước dự đoán đệ quy từ nhiều phương trình đồng thời dựa trên chuỗi dữ liệu theo thời gian của Việt Nam sẽ góp phần loại bỏ những sai lệch:

$$\text{Lãi suất: } i = 1.5889 (y_t - y_t^*) + 0.0161^{***} (\pi_t - \pi_t^*) \quad (14)$$

$$\text{Sản lượng đầu ra: } (y_t - y_t^*) = 0.0294 i - 0.0007 (\pi_t - \pi_t^*) \quad (15)$$

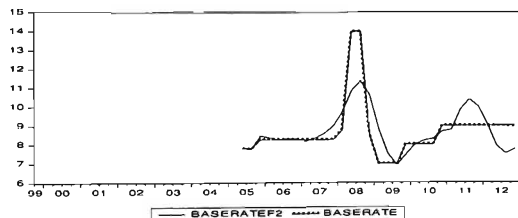
$$\text{Lạm phát: } (\pi_t - \pi_t^*) = 2.9573^{***} i - 64.8525 (y_t - y_t^*) \quad (16)$$

Kết quả của mô hình các phương trình đồng thời cho kết quả tốt hơn mô hình phương trình tự hồi quy. Chính vì vậy mà mô hình này có thể giải thích đến khoảng 86% sự biến động của lãi suất cơ bản.

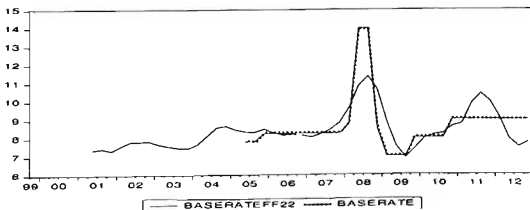
Kết quả từ các mô hình kinh tế lượng cho thấy, lãi suất cơ bản và sản lượng đầu ra có

khuynh hướng tăng cùng chiều. Tuy nhiên trong trường hợp lãi suất cơ bản của Anh thì lãi suất cơ bản có mối quan hệ ngược chiều với sản lượng đầu ra, điều này cho thấy quan hệ giữa lãi suất và sản lượng đầu ra đã đảo chiều, có nghĩa là tăng lãi suất cơ bản sẽ góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và làm gia tăng sản lượng đầu ra. Tuy nhiên, lãi suất cơ bản chỉ có thể gia tăng đến một mức giới hạn nhất định, mà tại đó, quan hệ giữa lãi suất cơ bản và sản lượng đầu ra sẽ đảo chiều. Hệ số tương quan giữa yếu tố lạm phát và lãi suất là cùng chiều và có ý nghĩa thống kê trong mô hình nghiên cứu ở mức 1%. Rõ ràng, kết quả này hoàn toàn phù hợp với nghiên cứu của Bhattarai (2008), trong đó các nước có xu hướng điều hành chính sách tiền tệ và lãi suất một cách độc lập trong điều kiện và hoàn cảnh cụ thể của từng quốc gia trong từng giai đoạn nhất định.

HÌNH 4: Mức lãi suất cơ bản thực tế và dự báo dựa trên mô hình (3)



HÌNH 5: Mức lãi suất cơ bản thực tế và dự báo dựa trên mô hình (14)



Hình 4 và 5 cho thấy lãi suất cơ bản trong thực tế được điều hành ở Ngân hàng Nhà

nước trong thời gian gia khá cao và chênh lệch so với mức lãi suất cơ bản được dự báo

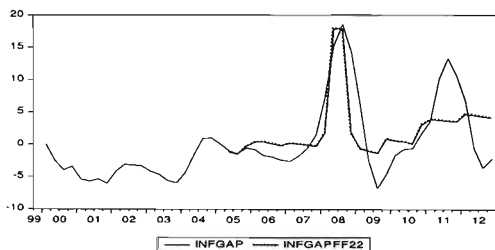
theo mô hình hồi quy dựa trên nguyên tắc Taylor. Điều này xuất phát từ nhiều nguyên nhân chủ quan và khách quan khác nhau, trong đó việc nghiên cứu một cách chi tiết và

đầy đủ các điều kiện thị trường nhằm đưa ra các chỉ số dự báo đóng vai trò quan trọng trong việc điều hành chính sách lãi suất (hình 6 và 7).

HÌNH 6: Chênh lệch sản lượng đầu ra thực tế và dự báo dựa trên (15)



HÌNH 7: Chênh lệch lạm phát thực tế và dự báo dựa trên (16)



Việc điều hành lãi suất cơ bản trên thực tế song song với các mức lãi suất khác: lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu, lãi suất nghiệp vụ thị trường mở, quy định trần lãi suất cho vay (không vượt quá 150% lãi suất cơ bản) có thể đã làm cho lãi suất cơ bản mất dần ý nghĩa tham chiếu và định hướng cho thị trường. Do vậy, trong phần này tác giả tiến hành phân tích thực nghiệm dựa trên công trình nghiên cứu của Bhattarai (2008) dựa trên các mức lãi suất định hướng khác của Ngân hàng Nhà nước trong thời gian qua.

Lãi suất cho vay qua đêm:

$$i_t = 5.1973 - 3.1028 (y_t - y_t^*) + 0.0376^{***} (\pi_t - \pi_t^*)$$

Kiểm tra bình thường: $\chi^2(2)$: 38.7636 [0.0000]***

Lãi suất tái cấp vốn:

$$i_t = 0.2639 - 10.7676^{***} (y_t - y_t^*) + 0.0283^{***} (\pi_t - \pi_t^*)$$

Kiểm tra bình thường: $\chi^2(2)$: 3.8869 [0.0000]***

Sơ sánh kết quả này hoàn toàn phù hợp với công trình nghiên cứu của Bhattarai (2008) liên quan đến lãi suất cơ bản tại Anh. Rõ ràng, việc thực thi chính sách tiền tệ theo hướng linh hoạt, thận trọng của Ngân hàng Nhà nước trong thời gian qua gắn liền với tỷ lệ lạm phát thực tế và mục tiêu trong nền kinh tế. Tuy nhiên, vai trò điều tiết nền kinh tế vĩ mô cũng như định hướng và thông tin tham chiếu của lãi suất cơ bản trở nên mờ nhạt xuất phát từ rất nhiều nguyên nhân chủ quan và khách quan khác nhau. Trong đó, việc đưa ra những giả định cần thiết: lạm phát mục tiêu và sản lượng đầu ra mục tiêu đóng vai trò quan trọng trong việc xác định một mức lãi suất cơ bản phù hợp với thị trường. Ngoài ra, việc điều hành cùng lúc nhiều mức lãi suất định hướng khác (lãi suất tái cấp vốn và lãi suất cho vay liên ngân hàng) đã góp phần làm giảm vai trò và hiệu lực tác động của lãi suất cơ bản đến thị trường.

3. Một số bài học kinh nghiệm cho Việt Nam

Trải qua nhiều thời kỳ phát triển của nền kinh tế, tồn tại dưới nhiều hình thức khác nhau, lãi suất cơ bản của NHTW vẫn luôn là công cụ quan trọng không thể thiếu trong việc định hướng hoạt động tín dụng của các ngân hàng thương mại, góp phần ổn định tài chính và ổn định giá cả tại Anh và các nước Châu Âu. Kinh nghiệm điều hành chính sách tiền tệ của BOE và ECB cho thấy:

Thứ nhất, lãi suất cơ bản của NHTW chỉ mang tính chất tham chiếu và định hướng cho các ngân hàng thương mại (không có tính chất bắt buộc trong việc điều chỉnh mức lãi suất giao dịch giữa các ngân hàng thương mại và khách hàng). Tuy nhiên, lãi suất cơ bản của ngân hàng thương mại và lãi suất cơ bản của NHTW luôn gắn liền với nhau (hầu như không có sự chênh lệch hoặc có chênh lệch không quá lớn) và gắn liền với quan hệ cung – cầu vốn thực tế trên thị trường.

Thứ hai, lãi suất cơ bản của NHTW luôn được xây dựng và điều chỉnh dựa trên cơ sở lãi suất cho vay cơ bản của các ngân hàng thương mại kết hợp với những phân tích đánh giá chi tiết tình hình kinh tế vĩ mô của nền kinh tế trong từng thời kỳ cụ thể. Trong đó, tốc độ tăng trưởng kinh tế và tỷ lệ lạm phát (lạm phát thực tế và lạm phát mục tiêu) được xem là những nhân tố quan trọng. Thực tế cho thấy con số dự báo và thực tế tại Việt Nam còn chênh lệch khá lớn. Điều này đặt ra yêu cầu cho các cơ quan thống kê tại Việt Nam (Tổng cục Thống kê cũng như Vụ Thống kê, Ngân hàng Nhà nước) trong việc tính toán chính xác tốc độ tăng trưởng kinh tế cũng như tỷ lệ lạm phát.

Thứ ba, để hạn chế những suy thoái kinh tế kéo dài do ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính nói chung và khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2007-2008 nói riêng, BOE và ECB đã linh hoạt áp dụng công cụ lãi suất cơ bản và các công cụ truyền thống khác, kết hợp với chính sách nới lỏng định lượng để bơm tiền vào nền kinh tế nhằm thúc đẩy chi tiêu và do đó giúp đạt được tỷ lệ lạm phát mục tiêu một cách hiệu quả. Tuy nhiên, cần lưu ý nới lỏng định lượng hay nới lỏng tín dụng chỉ là công cụ đặc biệt được sử dụng mang tính chất tạm thời, không thể thay thế các công cụ truyền thống khác và chỉ có thể phát huy hiệu quả khi kết hợp với các công cụ truyền thống khác của chính sách tiền tệ (như lãi suất cơ bản).

Thứ tư, thành công của việc thực thi chính sách tiền tệ nói chung và hiệu quả truyền tải của công cụ lãi suất cơ bản, chính sách nới lỏng định lượng đến nền kinh tế nói riêng còn phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố như: sự phát triển của thị trường trái phiếu Chính phủ và trái phiếu NHTW; niềm tin của người dân vào sự quản lý và điều hành vĩ mô nền kinh tế cũng như vào đồng nội tệ. Những yếu tố

này cũng đóng vai trò rất quan trọng tạo nên sự thành công nêu trên. Tại Việt Nam, thị trường trái phiếu Chính phủ và trái phiếu NHTW chưa phát triển, do đó hạn chế rất lớn hiệu quả tác động của lãi suất cơ bản đến thị trường.

Thứ năm, Ngân hàng Nhà nước cần đưa ra quan điểm điều hành chính sách tiền tệ và giải thích cơ sở hoạch định chính sách để nâng cao tác động của tín hiệu chính sách và củng cố kết quả đạt được. Do đó, công tác tuyên truyền và phổ cập chính sách cũng của Ngân hàng Nhà nước cần phải được thực hiện một cách thường xuyên và cập nhật hơn. Chính vì vậy, cần chú trọng nâng cao hơn nữa trình độ chuyên môn của đội ngũ nhân sự trong ngành ngân hàng.

Tóm lại, để sử dụng và phát huy tối đa hiệu quả của công cụ lãi suất, NHTW cần phải xác lập được mức lãi suất hợp lý, gắn liền với khả năng sinh lời kỳ vọng của các doanh nghiệp trong nền kinh tế, khả năng định hướng cho hoạt động tài chính - ngân hàng và linh hoạt trong việc phối kết hợp với các công cụ khác của chính sách tiền tệ. Tùy thuộc vào đặc điểm kinh tế của từng quốc gia mà việc sử dụng công cụ lãi suất cơ bản trong việc điều hành chính sách tiền tệ cần được linh hoạt triển khai theo những cách thức khác nhau, phù hợp với điều kiện của nền kinh tế quốc gia theo từng giai đoạn, nhằm phát huy tối đa chức năng của các công cụ và đảm bảo cho sự ổn định, phát triển của thị trường tài chính - tiền tệ của quốc gia./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Allen, P. (2009). Bank of England interest rate changes. *The Guardian* 05/03-2009. www.guardian.co.uk/business/interactive/2008/oct/07/interestrates.creditcrunch (truy cập: 10 February 2013).
2. Barclays Bank (2013). Barclays Bank Base Rate. *Barclays Bank (website)*. <http://www.barclays.co.uk/Savings/BarclaysBankBaseRate/P1242557964824> (truy cập: 10 February 2013)

3. Berument, H. and Jelashi, M. (2002). Fisher hypothesis a multi-country analysis. *Applied Economics*, vol. 34, pp. 1645-1655.
4. Bhattarai, K. (2008). An Empirical Study of Interest Rate Determination Rules. *Applied Financial Economics*, 2008, vol.18, pp.327-343.
5. BOE - Bank of England (1999). The transmission mechanism of monetary policy. *Bank of England Monetary Policy Committee. Quarterly Bulletin* May 1999, www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/other/monetary/montrans.pdf. (truy cập 10 February 2013).
6. BOE- Bank of England (2013a), The Bank of England Base Rate. *Bank of England*, www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/decisions.aspx (truy cập: 10 February 2013).
7. BOE- Bank of England (2013b), Official Bank of England Rate. *Bank of England*, www.bankofengland.co.uk/statistics/pages/iadb/notesiadb/wholesale_baserate.aspx (truy cập: 10 February 2013).
8. BOE- Bank of England (2013c), Bank of England maintains Bank Rate at 0.5% and the size of the Asset Purchase Programme at £375 billion, BOE Publications, www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/news/2013/002.aspx (truy cập: 10 February 2013).
9. Chang, W. (2011). Financial Crisis of 2007-2010. *Department of Economics, Buffalo*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1738486 (truy cập: 10 February 2013).
10. Dickey, D. A. and Fuller, W. A. (1979). Distribution of the estimator for autoregressive time series with a unit root. *Journal of the American Statistical Association*, vol.74, pp. 427-431.
11. ECB (2011). The monetary policy of the ECB 3rd Edition 2011. *ECB Website*. Available at www.ecb.int/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf (truy cập: 10 March 2013).
12. Engle, R. E. and Granger, C. W. J. (1987). Co-integration and error correction: representation, estimation and testing. *Econometrica*, vol. 55, pp. 251-276.
13. Eurozone (2013). Euro Area. *Eurozone Website*. <http://www.eurozone.europa.eu/> (truy cập: 10 March 2013).
14. Global Rates (2013). Official Bank Rate. *Global Rates website*. <http://www.global-rates.com/interest-rates/central-banks/central-bank-england/boe-interest-rate.aspx> (truy cập: 10 March 2013).
15. Gros, D. (2012). *The Big Easing*. Global Economics Intersection, Posted on 4 June 2012, <http://econintersect.com/wordpress/?p=22392> (truy cập: 10 March 2013).

16. Johansen, J. and Juselius, K. (1990). Maximum likelihood estimation and inference on co-integration - with application to demand for money. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 52, pp. 169-210.

17. Johansen, S. (1988). Statistical analysis of cointegration vectors. *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 12, pp. 231-254.

18. Joyce W., Tong M. and Woods R. (2011). The United Kingdom's quantitative easing policy: design, operation and impact. Bank of England, Quarterly Bulletin, 2011 Q3, www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/qe/default.aspx (truy cập: 10 February 2013).

19. Mishkin (2002). Monetary Policy. NBER Reporter: Winter 2001/2002, www.nber.org/reporter/winter02/mishkin.html (truy cập: 10 March 2013).

20. Silvapulle, P. and Hewarathna, R. (2002). Robust estimation and inflation forecasting, *Applied Economics*, vol. 34, pp. 2277-2282.

21. Taylor, J. B. (1993). Discretion versus policy rules in practice, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* No. 39 (1993). www.stanford.edu/~johntayl/Papers/Discretion.PDF (truy cập: 10 April 2013).

22. Taylor, M. P. (1987). On the long run solution to dynamic econometric equations under rational expectation, *Economic Journal*, vol.97, pp. 215-218.

23. VNBA (2013) - Hiệp hội Ngân hàng Việt Nam (2013). Chính sách lãi suất: cơ sở lý luận và thực tiễn. Hiệp hội Ngân hàng Việt Nam website, www.vnba.org.vn/?option=com_content&view=article&id=1598&catid=43&Itemid=90 (truy cập: 10 March 2013).

24. Woodford, M. (2001). The Taylor rule and optional monetary policy, *American Economic Review*, vol.91, pp. 232-237.