

BỘ KẾ HOẠCH VÀ ĐẦU TƯ

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO

VIỆN NGHIÊN CỨU QUẢN LÝ KINH TẾ TRUNG ƯƠNG

PHẠM THỊ BẢO OANH

**HOÀN THIỆN CƠ CHẾ ĐIỀU HÀNH LÃI SUẤT CỦA NGÂN HÀNG NHÀ
NƯỚC VIỆT NAM TRONG ĐIỀU KIỆN NỀN KINH TẾ THỊ TRƯỜNG**

LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

HÀ NỘI – NĂM 2017

BỘ KẾ HOẠCH VÀ ĐẦU TƯ

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO

VIỆN NGHIÊN CỨU QUẢN LÝ KINH TẾ TRUNG ƯƠNG

PHẠM THỊ BẢO OANH

**HOÀN THIỆN CƠ CHẾ ĐIỀU HÀNH LÃI SUẤT CỦA NGÂN HÀNG NHÀ
NƯỚC VIỆT NAM TRONG ĐIỀU KIỆN NỀN KINH TẾ THỊ TRƯỜNG**

Chuyên ngành: Kinh tế phát triển

Mã số: 62 31 01 05

LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC:

1: PGS.TS MAI VĂN BẠN

2: TS TẠ QUANG TIẾN

HÀ NỘI – NĂM 2017

LỜI CAM ĐOAN

Tôi xin cam đoan đây là công trình nghiên cứu của cá nhân tôi. Ngoài những thông tin liên quan đến nghiên cứu đã được trích dẫn nguồn, toàn bộ kết quả trình bày trong Luận án được rút ra từ việc phân tích nguồn dữ liệu thu được do tôi thực hiện. Tất cả các dữ liệu được sử dụng là trung thực và nội dung Luận án chưa từng được công bố trong bất cứ công trình nghiên cứu nào khác.

Tác giả

Phạm Thị Bảo Oanh

LỜI CẢM ƠN

Tác giả xin bày tỏ lời cảm ơn sâu sắc nhất tới Người Hướng dẫn khoa học – PGS.TS Mai Văn Bạ và TS Tạ Quang Tiến đã tận tình hướng dẫn và giúp đỡ Tác giả trong suốt quá trình thực hiện Luận án.

Tác giả cũng tỏ lòng biết ơn đến các thầy cô của Trung tâm đào tạo Viện nghiên cứu Quản lý kinh tế Trung ương đã đóng góp chỉnh sửa Luận án, các thầy cô của Trường Đại học Thăng Long đã giúp đỡ Tác giả trong suốt quá trình thực hiện Luận án.

Cuối cùng, Tác giả bày tỏ sự cảm ơn tới bố, mẹ - người luôn dõi theo và dành cả cuộc đời hy sinh, lo lắng, động viên, khích lệ Tác giả. Đồng thời, Tác giả xin bày tỏ lòng cảm ơn tới anh, chị, đặc biệt, chồng và con đã động viên khích lệ Tác giả trong suốt quá trình nghiên cứu và thực hiện Luận án.

Tác giả

Phạm Thị Bảo Oanh

MỤC LỤC

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT TIẾNG VIỆT.....	vii
DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT TIẾNG ANH.....	viii
DANH MỤC BẢNG SỐ LIỆU.....	ix
DANH MỤC SƠ ĐỒ, HÌNH VẼ.....	x
PHẦN MỞ ĐẦU	1
CHƯƠNG 1. CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ CƠ CHẾ ĐIỀU HÀNH LÃI SUẤT CỦA NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG TRONG ĐIỀU KIỆN NỀN KINH TẾ THỊ TRƯỜNG.....	33
1.1 Cơ chế điều hành lãi suất của ngân hàng trung ương trong nền kinh tế thị trường	33
1.1.1 Khái quát về lãi suất và nhân tố ảnh hưởng đến lãi suất	33
1.1.2 Khái niệm cơ chế điều hành lãi suất của ngân hàng trung ương	36
1.1.3 Mục tiêu điều hành lãi suất của ngân hàng trung ương	37
1.1.4 Công cụ lãi suất của ngân hàng trung ương	40
1.1.5 Nguyên tắc xác định lãi suất của ngân hàng trung ương	41
1.1.6 Phương pháp điều hành lãi suất của ngân hàng trung ương	44
1.1.7 Tác động của cơ chế điều hành lãi suất của ngân hàng trung ương tới nền kinh tế	50
1.2 Hoàn thiện cơ chế điều hành lãi suất của ngân hàng trung ương trong nền kinh tế thị trường	52
1.2.1 Khái niệm hoàn thiện cơ chế điều hành lãi suất của ngân hàng trung ương	52
1.2.2 Sự cần thiết phải hoàn thiện cơ chế điều hành lãi suất của ngân hàng trung ương trong nền kinh tế thị trường	53
1.2.3 Tiêu chí đánh giá sự hoàn thiện cơ chế điều hành lãi suất của ngân hàng trung ương trong nền kinh tế thị trường	55

<i>1.3 Nhân tố ảnh hưởng tới sự hoàn thiện cơ chế điều hành lãi suất của ngân hàng trung ương trong nền kinh tế thị trường</i>	61
<i>1.4 Kinh nghiệm xác lập cơ chế điều hành lãi suất của một số nước trên thế giới và bài học cho Việt Nam</i>	67
<i>1.4.1 Kinh nghiệm xác lập cơ chế điều hành lãi suất của một số nước trên thế giới</i>	67
<i>1.4.2 Bài học kinh nghiệm cho Việt Nam trong xây dựng, quản lý, điều hành lãi suất</i>	72
CHƯƠNG 2. THỰC TRẠNG CƠ CHẾ ĐIỀU HÀNH LÃI SUẤT CỦA NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC VIỆT NAM TRONG ĐIỀU KIỆN NỀN KINH TẾ THỊ TRƯỜNG	74
2.1 Khái quát thực trạng cơ chế điều hành lãi suất của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam giai đoạn năm 2002 – 2016	74
<i>2.1.1 Mục tiêu điều hành lãi suất của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam</i>	74
<i>2.1.2 Công cụ lãi suất của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam</i>	77
<i>2.1.3 Nguyên tắc xác định lãi suất của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam</i>	79
<i>2.1.4 Diễn biến điều hành lãi suất của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam từ năm 2002 đến năm 2016</i>	81
2.2 Kiểm định tác động của cơ chế điều hành lãi suất của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam tới nền kinh tế	92
<i>2.2.1 Xây dựng mô hình nghiên cứu</i>	92
<i>2.2.2 Mô tả dữ liệu và kiểm tra dữ liệu</i>	93
<i>2.2.2.1 Mô tả dữ liệu</i>	93
<i>2.2.2.2 Kết quả kiểm tra dữ liệu</i>	95
<i>2.2.3 Kết quả mô hình hồi quy đồng liên kết và mô hình hiệu chỉnh sai số</i>	96
<i>2.3.5 Kiểm định mô hình VAR</i>	98
2.4 Đánh giá thực trạng cơ chế điều hành lãi suất của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam giai đoạn năm 2002 – 2016	103

<i>2.4.1 Kết quả đạt được.....</i>	<i>103</i>
<i>2.4.2 Hạn chế.....</i>	<i>106</i>
<i>2.4.3 Nguyên nhân của hạn chế.....</i>	<i>111</i>
CHƯƠNG 3. GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN CƠ CHẾ ĐIỀU HÀNH LÃI SUẤT CỦA NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC VIỆT NAM TRONG ĐIỀU KIỆN NỀN KINH TẾ THỊ TRƯỜNG	127
3.1 Những cơ hội và thách thức đối với Ngân hàng Nhà nước Việt Nam trong điều hành lãi suất đến năm 2025 và tầm nhìn đến năm 2030.....	127
<i>3.1.1 Những cơ hội.....</i>	<i>127</i>
<i>3.1.2 Những thách thức</i>	<i>128</i>
3.2 Quan điểm, phương hướng hoàn thiện cơ chế điều hành lãi suất của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đến năm 2025 và tầm nhìn đến năm 2030.....	130
<i>3.2.1 Quan điểm hoàn thiện cơ chế điều hành lãi suất của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam.....</i>	<i>130</i>
<i>3.2.2 Phương hướng hoàn thiện cơ chế điều hành lãi suất của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam.....</i>	<i>130</i>
3.3 Giải pháp hoàn thiện cơ chế điều hành lãi suất của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đến năm 2025 và tầm nhìn đến năm 2030	131
<i>3.3.1 Nhóm giải pháp trực tiếp</i>	<i>131</i>
<i>3.3.2 Nhóm giải pháp hỗ trợ</i>	<i>139</i>
3.4 Lộ trình thực hiện giải pháp đến năm 2025 và tầm nhìn đến năm 2030	145
3.5 Điều kiện thực hiện giải pháp đến năm 2025 và tầm nhìn đến năm 2030 ..	147
<i>3.5.1 Tăng tính độc lập của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam</i>	<i>147</i>
<i>3.5.2 Tăng cường hoạt động cấu trúc lại hệ thống tổ chức tín dụng</i>	<i>149</i>

<i>3.5.3 Nâng cao năng lực tài chính, minh bạch thông tin của các tổ chức tín dụng</i>	<i>149</i>
KẾT LUẬN VỀ ĐIỂM MỚI CỦA LUẬN ÁN	151
HẠN CHẾ CỦA LUẬN ÁN VÀ KIẾN NGHỊ VỀ NHỮNG NGHIÊN CỨU TIẾP THEO	153
DANH MỤC CÔNG TRÌNH CÔNG BỐ CỦA TÁC GIẢ.....	154
TÀI LIỆU THAM KHẢO	155
PHỤ LỤC	173

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT TIẾNG VIỆT

Từ viết tắt	Cụm từ viết tắt tiếng Việt
CCDHLS	Cơ chế điều hành lãi suất
CPI_SA	Chỉ số giá cả tiêu dùng đã được hiệu chỉnh yếu tố mùa vụ
CSTT	Chính sách tiền tệ
CV	Lãi suất cho vay bình quân của hệ thống NHTM
DCPI_SA	Sai phân bậc một của CPI đã hiệu chỉnh yếu tố mùa vụ
DCV	Sai phân bậc một của lãi suất cho vay bình quân của hệ thống NHTM
DQD	Sai phân bậc một của lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng
DTBB	Dự trữ bắt buộc
DTCK	Sai phân bậc một của lãi suất tái chiết khấu
DTCV	Sai phân bậc một của lãi suất tái cấp vốn
DTG	Sai phân bậc một của lãi suất huy động vốn bình quân của hệ thống NHTM
GDP	Tổng sản phẩm quốc nội
GTCG	Giấy tờ có giá
LSCB	Lãi suất cơ bản
NHCS	Ngân hàng chính sách
NHNN	Ngân hàng nhà nước
NHTM	Ngân hàng thương mại
NHTMNN	Ngân hàng thương mại Nhà nước
NHTW	Ngân hàng trung ương
NSNN	Ngân sách nhà nước
OMO	Thị trường mở
QD	Lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng
TCK	Lãi suất tái chiết khấu
TCTC	Tổ chức tài chính
TCTD	Tổ chức tín dụng
TCV	Lãi suất tái cấp vốn
TDND	Tín dụng nhân dân
TG	Lãi suất huy động vốn bình quân của hệ thống NHTM
USD	Đôla Mỹ
VNĐ	Việt Nam Đồng

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT TIẾNG ANH

Từ viết tắt	Cụm từ tiếng Anh	Cụm từ tiếng Việt
ADB	The Asian Development Bank	Ngân hàng phát triển Châu Á
ADF	Augmented Dickey – Fuller Test	Kiểm định nghiệm đơn vị
AIC	Akaike information criterion	Tiêu chuẩn AIC
ASEAN	Association of Southeast Asian Nations	Hiệp hội các quốc gia Đông Nam Á
BoC	Bank of Canada	Ngân hàng trung ương Canada
BoE	Bank of England	Ngân hàng trung ương Anh
CPI	Consumer Price Index	Chỉ số giá cả tiêu dùng
DSGE	Dynamic Stochastic General Equilibrium	Mô hình cân bằng động ngẫu nhiên tổng quát
DW	Durbin-Watson	Kiểm định Durbin-Watson
ECB	European Central Bank	Ngân hàng trung ương Châu Âu
ECM	Error Correction Model	Mô hình hiệu chỉnh sai số
Fed	Federal Reserve System	Cục dự trữ liên bang Hoa Kỳ
FPE	Final prediction error	Tiêu chuẩn FPE
GDFM	Generalized Dynamic Factor Model	Mô hình cân bằng động ngẫu nhiên tổng quát
GDP	Gross Domestic Product	Tổng sản phẩm quốc nội
HQ	Hannan-Quinn information criterion	Tiêu chuẩn HQ
IFS	International Financial Statistics	Thống kê Tài chính quốc tế
IMF	International Monetary Fund	Quỹ Tiền tệ quốc tế
IRF	Impulse response function	Hàm phản ứng đẩy
LR	Sequential modified LR test statistic	Tiêu chuẩn LR
OLS	Ordinary Least Square	Phương pháp bình phương bé nhất
PBoC	The People's Bank of China	Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc
SC	Schwarz information criterion	Tiêu chuẩn SC (Schwarz information criterion)
SVAR	Structural Vector Autoregression	Mô hình tự hồi quy cấu trúc Vecto
USD	US Dollar	Đồng USD
VAR	Structural Vector Autoregressive	Mô hình tự hồi quy Vector

DANH MỤC BẢNG SỐ LIỆU

Bảng 2.1: Trữ lượng vốn huy động bằng VNĐ giai đoạn năm 2002 – 2016...	87
Bảng 2.2: Trữ lượng vốn huy động bằng USD giai đoạn năm 2002 – 2016 ...	89
Bảng 2.3: Trữ lượng cho vay bằng VNĐ giai đoạn 2008 – 2016	91
Bảng 2.4: Kiểm định nghiệm đơn vị các biến trong mô hình.....	96
Bảng 2.5: Quan hệ tác động qua lại giữa các biến trong Mô hình VAR với biến DTG và Mô hình VAR với biến DCV	100
Bảng 2.6: Tình hình lao động của Việt Nam giai đoạn năm 2002 – 2016	105
Bảng 2.7: Chỉ số giá tiêu dùng của Việt Nam giai đoạn năm 2002 – 2016.....	107
Bảng 2.8: Tốc độ tăng GDP của Việt Nam giai đoạn năm 2002 – 2016.....	109
Bảng 2.9: Mục tiêu GDP và lạm phát của Việt Nam giai đoạn năm 2002 – 2016	111

DANH MỤC SƠ ĐỒ, HÌNH VẼ

Sơ đồ 1: Quy trình nghiên cứu	22
Hình 1: Khung phân tích của đề tài Luận án.....	32
Hình 1.1: Cân bằng cung cầu quỹ cho vay	34
Hình 1.2: Đường cầu vốn vay dịch chuyển sang trái.....	35
Hình 1.3: Đường cung vốn vay dịch chuyển sang trái.....	35
Hình 1.4: Mô hình IS – LM khi NHTW theo đuổi mục tiêu lãi suất.....	49
Hình 1.5: Tác động của cơ chế điều hành lãi suất của NHTW	50
Hình 2.1: Tình hình lãi suất của NHNN và NHTM giai đoạn năm 2002 – 2016	82
Hình 2.2: Tốc độ tăng trưởng tín dụng giai đoạn năm 2002 – 2016.....	83
Hình 2.3: Tình hình lạm phát tại Việt Nam giai đoạn năm 2002 – 2016	84
Hình 2.4: Tình hình lãi suất cho vay bình quân trên thị trường liên ngân hàng giai đoạn năm 2005 – 2016	88
Hình 2.5: Diễn biến LSCB và lãi suất huy động vốn bình quân của hệ thống NHTM giai đoạn năm 2002 – 2016	114
Hình 2.6: Phản ứng của DCPI_SA trước sự thay đổi DTCK, DTCV, DTT và DQD_SA trong mô hình VAR với biến DTG	115
Hình 2.7: Phản ứng của DCPI_SA trước sự thay đổi DTCK, DTCV, DTT và DQD_SA trong mô hình VAR với biến DCV	116
Hình 2.8: Phản ứng của DTG với thay đổi của DTCK, DTCV, DTT, DQD_SA	116
Hình 2.9: Phản ứng của DCV với thay đổi của DTCK, DTCV, DTT, DQD_SA	117

Hình 2.10: Phản ứng của DTCK, DTCV, DTT với sự thay đổi của DTG và DCPI_SA.....	118
Hình 2.11: Phản ứng của DTCK, DTCV, DTT với sự thay đổi của DCV và DCPI_SA.....	119
Hình 3.1: Tình hình lãi suất của NHNN Việt Nam và lãi suất Taylor giai đoạn năm 2004 – 2013.....	137
Hình 3.2: Biến động của chỉ số giá tiêu dùng so với tháng liền trước giai đoạn năm 2002 – 2015.....	140

PHẦN MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết của đề tài Luận án

Lãi suất là một trong nhiều công cụ điều hành chính sách tiền tệ (CSTT) của ngân hàng trung ương (NHTW). Mặc dù lãi suất không phải là công cụ mới song từ cuối những năm 1980 trở lại đây ngày càng có nhiều NHTW quan tâm, lựa chọn lãi suất như một công cụ chủ chốt trong điều hành bởi nó đã chứng minh được sức ảnh hưởng, khả năng lan toả tới chi phí và thu nhập của toàn bộ các chủ thể trong nền kinh tế. Một thay đổi nhỏ trong cơ chế điều hành lãi suất (CCDHLS) của NHTW có thể tác động rất lớn tới kinh tế vĩ mô, giúp NHTW đạt được mục tiêu điều hành CSTT.

Tại Việt Nam, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) vẫn chủ yếu dựa vào kiểm soát tổng cung tiền tệ để đạt các mục tiêu CSTT. Tuy nhiên thực tế cho thấy kiểm soát tổng cung tiền tệ chưa phải là phương pháp hiệu quả giúp NHNN kiểm soát kinh tế vĩ mô bởi mục tiêu CSTT của Việt Nam tương đối dàn trải. NHNN vừa phải đảm bảo mục tiêu tăng trưởng kinh tế, vừa phải đảm bảo thực hiện thành công mục tiêu kiểm soát lạm phát. Để đạt được mục tiêu tăng trưởng kinh tế, NHNN phải tăng cung ứng tiền tệ ra thị trường nhưng cung tiền tăng tạo áp lực gia tăng lạm phát khiến mục tiêu lạm phát khó đạt được và ngược lại. Vì có sự lúng túng này nên từ năm 2008, NHNN đã chuyển hướng quan tâm sang công cụ lãi suất. Lãi suất được sử dụng thường xuyên hơn trong điều hành CSTT tại Việt Nam. Nhưng vì NHNN chưa có chiến lược cụ thể cho quá trình xây dựng chính sách lãi suất và thực hiện điều hành lãi suất nên kết quả thu được còn nhiều hạn chế. Trong nhiều giai đoạn, NHNN phải sử dụng công cụ trần lãi suất như một biện pháp hành chính, buộc các tổ chức tín dụng (TCTD) thực hiện yêu cầu của NHNN. Lãi suất của NHNN chưa phải là công cụ dẫn dắt thị trường.

Thời gian qua, các nhà khoa học trong nước đã nghiên cứu về cơ chế điều hành lãi suất của NHNN. Song các nghiên cứu này chỉ chủ yếu dừng lại ở việc

tìm hiểu diễn biến điều chỉnh lãi suất của NHNN. Việc xác định mức độ quan trọng và vị trí lãi suất trong hệ thống mục tiêu điều hành, cũng như tìm hiểu phương pháp xác định lãi suất của NHNN, tác động cụ thể của lãi suất tới nền kinh tế chưa được nghiên cứu, đặc biệt giai đoạn năm 2002 – 2016, kinh tế Việt Nam có nhiều thuận lợi và khó khăn, đe dọa sự ổn định kinh tế - xã hội. Do vậy, cần có nghiên cứu chuyên sâu và trình bày một cách hệ thống cơ sở lý thuyết về CCĐHLS của NHTW, cũng như phân tích một cách thấu đáo nội dung xây dựng và thực hiện CCĐHLS trong khuôn khổ điều hành CSTT tại Việt Nam giai đoạn năm 2002 – 2016, tạo cơ sở đưa ra giải pháp hoàn thiện CCĐHLS, lấy đó làm trọng tâm điều hành CSTT của NHNN, giúp NHNN đạt được các mục tiêu điều hành CSTT nói chung và mục tiêu xây dựng và thực hiện CCĐHLS nói riêng, giúp ổn định kinh tế vĩ mô, kiểm soát tốt lạm phát. Đây là lý do tác giả lựa chọn: ***“Hoàn thiện cơ chế điều hành lãi suất của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam trong điều kiện nền kinh tế thị trường”*** làm đề tài nghiên cứu Luận án tiến sĩ.

2. Tổng quan các công trình nghiên cứu đã công bố về cơ chế điều hành lãi suất của ngân hàng trung ương trong điều kiện nền kinh tế thị trường

2.1 Tổng quan các công trình nghiên cứu đã công bố ở nước ngoài về cơ chế điều hành lãi suất của ngân hàng trung ương trong nền kinh tế thị trường

Lãi suất được các nhà kinh tế và nhà quản lý đặc biệt quan tâm bởi sự thay đổi của lãi suất tác động trực tiếp tới chi phí và thu nhập trong hoạt động đầu tư, do đó tác động đến tổng cầu và mức giá trong nền kinh tế. Năm 1930, tác phẩm *“Lý thuyết lãi suất”* của Irving Fisher ra đời đã đánh dấu bước ngoặt quan trọng trong nghiên cứu về lãi suất của các nhà kinh tế học trên thế giới. Khái niệm lãi suất danh nghĩa và lãi suất thực tế của I.Fisher tác động lớn đến nhận thức của các nhà kinh tế về lợi tức thu được trong kinh doanh. Đây là nền tảng quan trọng cho sự phát triển của các lớp lý thuyết về lãi suất. Đến nay, học thuyết lãi suất của Fisher vẫn giữ nguyên giá trị của nó [106].

Tiếp theo, năm 1936, John Maynard Keynes công bố tác phẩm “*Lý thuyết tổng quát về việc làm, lãi suất và tiền tệ*”. Tác phẩm này đã trở thành hiện tượng trên thế giới, tác động tới hoạt động nghiên cứu lý thuyết của các nhà kinh tế và thực tiễn điều hành của NHTW. Keynes cho rằng lãi suất phải được coi là công cụ trung tâm trong điều hành CSTT bởi lãi suất có chức năng duy trì sự cân bằng cung và cầu về tiền tệ [73], thông qua cơ chế tác động của lãi suất, NHTW đạt được mục tiêu điều hành CSTT.

Từ những năm 1990 đến nay, trên cơ sở công trình nghiên cứu của I.Fisher và John M.Keynes cùng với tác động của học thuyết Keynes mới, lãi suất ngày càng được quan tâm và xem như công cụ chủ chốt trong điều hành CSTT, góp phần quan trọng giúp NHTW đạt được mục tiêu CSTT. Do đó, nhiều công trình nghiên cứu các vấn đề thuộc nội hàm CCDHLS của NHTW được các nhà khoa học tìm hiểu và công bố, tiêu biểu như sau:

Năm 1992, nhằm tìm hiểu tác động của CSTT tới thực tiễn kinh tế Mỹ, Ben S. Bernanke và Alan S.Blinder đã tiến hành nghiên cứu cơ chế truyền dẫn của CSTT tới các biến mục tiêu gồm lạm phát và tỷ lệ thất nghiệp trên cơ sở phát triển mô hình IS-LM để thấy được tác động của CSTT tới các khoản cho vay và huy động vốn của hệ thống NHTM, từ đó cho thấy hiệu quả điều hành của Cục dự trữ liên bang Hoa Kỳ (Fed) tới lạm phát và tỷ lệ thất nghiệp. Cụ thể, các tác giả sử dụng ba mô hình VAR khác nhau với các biến lãi suất liên bang, tỷ lệ thất nghiệp, log của chỉ số giá cả tiêu dùng (CPI), log của tổng lượng vốn huy động từ tiền gửi, tổng dư nợ cho vay, tổng dư nợ đầu tư của hệ thống NHTM để thấy được tác động qua lại giữa các biến số, đặc biệt nhận diện được tác động của lãi suất liên bang tới lạm phát và tỷ lệ thất nghiệp giai đoạn từ tháng 1/1959 đến tháng 12/1978. Kết quả cả ba mô hình VAR có độ trễ bằng 6 đều cho thấy các biến lạm phát và tỷ lệ thất nghiệp phản ứng lại với các điều chỉnh lãi suất liên bang. Từ đó, Bernanke và Blinder kết luận lãi suất liên bang là công cụ quan trọng để Fed điều hành CSTT nhằm đạt được các mục tiêu vĩ mô đề ra cũng như

những biến động lãi suất liên bang có thể trở thành công cụ để dự báo biến động của lạm phát và tỷ lệ thất nghiệp [98]. Kết quả nghiên cứu này đã trở thành nền tảng, mở đường cho một loạt nghiên cứu tiếp theo của các nhà khoa học chứng minh hiệu quả điều hành CSTT thông qua kênh lãi suất của NHTW, từ đó đưa ra khuyến nghị NHTW xây dựng CSTT theo đuổi mục tiêu lạm phát, lấy lãi suất làm công cụ trung tâm trong điều hành CSTT [132].

Năm 1993, John B. Taylor công bố công trình nghiên cứu về quy tắc xác định lãi suất của NHTW dựa trên các dữ liệu do Fed công bố. Đây là nội dung thuộc nội hàm CCDHLS, có ý nghĩa quan trọng trong xây dựng và điều hành CSTT của NHTW. Trong nghiên cứu này, Taylor áp dụng phương pháp mô phỏng hoạt động kinh tế của các nước G7 theo quy tắc CSTT của mỗi quốc gia. Tác giả cho rằng việc xây dựng phương trình xác định lãi suất của NHTW mang tính kế thừa các nghiên cứu lý thuyết, đặc biệt trong việc ước lượng những tác động dài hạn của CSTT. Bên cạnh đó, để xác định lãi suất của NHTW, Taylor sử dụng phân phối ước tính theo kinh nghiệm từ các cú sốc kinh tế để làm nổi bật các thông số quan trọng như mức giá cả cũng như sản lượng thực tế. Kết quả cho thấy việc xác định các tỷ trọng trên cả mức giá và sản lượng thực tế trong nguyên tắc lãi suất là thích hợp trong hầu hết các nước được nghiên cứu, đặc biệt, kết quả tính toán từ quy tắc này hoàn toàn phù hợp với chính sách của Fed giai đoạn năm 1987 – 1992. Quy tắc Taylor chỉ ra rằng khi lạm phát thực tế tăng trên mức mục tiêu hoặc GDP thực tế tăng vượt GDP tiềm năng thì NHTW cần tăng lãi suất liên bang để kiểm soát thành công lạm phát, đảm bảo ổn định kinh tế và ngược lại [90]. Nói cách khác, quy tắc Taylor đưa ra phương pháp đơn giản xác định lãi suất của NHTW, với quy tắc này, NHTW có thể sử dụng quy tắc Taylor như công cụ dự báo, hỗ trợ NHTW đưa ra quyết định điều hành lãi suất từ đó đạt mục tiêu CSTT.

Năm 1999, John B. Taylor công bố nghiên cứu về *“Tính hiệu lực và hiệu quả của quy tắc xây dựng chính sách tiền tệ trong việc thiết lập lãi suất của Ngân hàng trung ương Châu Âu”*. Taylor khẳng định việc sử dụng quy tắc lãi

suất nhằm xây dựng lãi suất cho NHTW Châu Âu (ECB) trong điều hành CSTT có ý nghĩa quan trọng trong việc kiểm soát lạm phát. Cũng giống như nghiên cứu được công bố năm 1993, ở nghiên cứu mới này, John B. Taylor tiếp tục sử dụng phương pháp mô phỏng để xem xét quy tắc xác định lãi suất cho ECB trong một mô hình kinh tế mở rộng gồm bảy nước là Pháp, Ý, Đức, Vương quốc Anh, Canada, Nhật Bản và Hoa Kỳ. Trong đó, Taylor xem xét mô hình đại diện đơn giản gồm biến phụ thuộc là lãi suất danh nghĩa ngắn hạn của NHTW, các biến độc lập gồm: phần trăm độ lệch giữa GDP thực và GDP tiềm năng, tỷ lệ lạm phát và nhiễu ngẫu nhiên. Bên cạnh đó, tác giả kết hợp xem xét mô hình đại diện này với việc phân tích phản ứng lãi suất của NHTW tới lạm phát và sự ổn định của kinh tế vĩ mô, so sánh với các bằng chứng lịch sử trong nghiên cứu của Wright công bố năm 1997 khi nghiên cứu lạm phát của Đức, Vương quốc Anh và Hoa Kỳ và nghiên cứu của Clarida, Gali và Gertler công bố năm 1997, nghiên cứu của Judd và Rudebusch công bố năm 1998 và nghiên cứu của chính Taylor công bố năm 1998. Kết quả cho thấy lãi suất của NHTW có ý nghĩa quan trọng trong việc kiểm soát lạm phát. Không chỉ vậy, Taylor thực hiện kiểm định hiệu quả và hiệu lực của CSTT của ECB khi áp dụng lãi suất được xác định theo quy tắc Taylor thấy rằng việc áp dụng phương pháp xác định lãi suất cho ECB một cách đơn giản, có kết quả cao và bền vững khi kiểm soát lạm phát [96]. Do vậy, việc áp dụng quy tắc Taylor nhằm tính toán, xác định lãi suất trong CCDHLS của ECB hoàn toàn khả thi và mang lại hiệu quả điều hành tốt.

Năm 1999, Sharon Kozicki công bố nghiên cứu phương pháp sử dụng quy tắc lãi suất Taylor trong điều hành CSTT nói chung và CCDHLS của NHTW nói riêng. Trong nghiên cứu này, S.Kozicki giải thích rõ ý nghĩa của quy tắc Taylor và các biến trong quy tắc Taylor. Kozicki khẳng định mặc dù lãi suất mục tiêu là công cụ của CSTT nhưng lãi suất thực cân bằng đóng vai trò trung tâm trong việc xây dựng CSTT, nó ảnh hưởng đến các hoạt động kinh tế trong đời sống thực. Lãi suất thực cân bằng sẽ tăng lên trên trạng thái cân bằng khi tỷ lệ lạm

phát trên mức mục tiêu hoặc trên mức tiềm năng của nó. Kozicki dựa trên cơ sở nghiên cứu gốc của Taylor công bố năm 1993 để tính toán các mức lãi suất và so sánh lãi suất Taylor với lãi suất do các cơ quan khác ban hành để từ đó thấy được hiệu lực của các loại lãi suất tới lạm phát và sản lượng. Trên cơ sở này, S.Kozicki kết luận quy tắc Taylor tỏ ra có hiệu quả trong điều kiện các nhà quản lý bị giới hạn khi đưa ra quyết định chính sách. Có điều này là bởi các lý do sau: Một, quy tắc Taylor là một quy tắc đơn giản và có những biểu hiện quan trọng cần phải đạt được của CSTT; Hai, quy tắc Taylor cung cấp các thông tin quan trọng cho việc ra quyết định điều hành CSTT; Ba, hầu hết các mô hình dự báo yêu cầu các nhà phân tích phải xây dựng được mô hình nghiên cứu, quy tắc Taylor đã cung cấp một mô hình đơn giản giúp các nhà kinh tế có cơ sở thực hiện nghiên cứu và đưa ra dự báo. Tuy nhiên, S.Kozicki cũng khẳng định một số yếu tố của quy tắc Taylor được xác định một cách không chắc chắn và không tính đến kinh nghiệm điều hành CSTT của nhà quản lý khi có các trường hợp đặc biệt xảy ra [150].

Cùng với xu hướng ngày càng áp dụng phổ biến quy tắc Taylor trong điều hành CSTT, các nhà kinh tế học phát triển học thuyết của Keynes trở thành học thuyết Keynes mới. Để làm rõ học thuyết này cùng với việc khẳng định vai trò quan trọng của lãi suất trong điều hành CSTT của NHTW, năm 2000, Robert G.King đã công bố nghiên cứu: *“Mô hình IS – LM: Lý thuyết, logic và những hạn chế”* nhằm phân tích những nội dung cơ bản trong học thuyết Keynes mới dựa trên những điểm mới của mô hình IS – LM. Trong nghiên cứu này Robert G.King điểu lại các nội dung cơ bản của mô hình IS – LM của Hicks được công bố năm 1937, đồng thời đưa ra và phân tích sâu sắc các điểm mới trong mô hình IS – LM. Tác giả cho biết có ba phương trình cơ bản tạo lên mô hình IS – LM mới gồm: phương trình IS thể hiện mối quan hệ phụ thuộc của mức chi tiêu thực tế với chi tiêu dự kiến, lãi suất thực và cú sốc cầu; phương trình Fisher thể hiện mối quan hệ giữa lãi suất danh nghĩa với lãi suất thực và tỷ lệ lạm phát; phương

trình đường cong Phillips thể hiện mối quan hệ giữa tỷ lệ lạm phát thực với tỷ lệ lạm phát kỳ vọng, khoảng cách giữa sản lượng thực và sản lượng tiềm năng và cú sốc lạm phát. Trên cơ sở ba phương trình cơ bản này, King phân tích mối quan hệ giữa cầu tiền với CSTT và đưa ra yêu cầu phải xác định nguyên tắc lãi suất cho CSTT. King kết luận trong mô hình IS – LM mới phản ánh các vấn đề quan trọng của CSTT là:

Một, phải thiết lập mức lạm phát mục tiêu trong điều hành CSTT bởi một CSTT duy trì tỷ lệ lạm phát mục tiêu ở mức thấp sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho nền kinh tế hoạt động gần hết công suất.

Hai, phải xác định lãi suất trong CSTT theo đuổi mục tiêu lạm phát bởi khi NHTW theo đuổi chính sách lạm phát mục tiêu, để đảm bảo nền kinh tế hoạt động hiệu quả cần phải tăng lãi suất khi tốc độ tăng trưởng kinh tế dự kiến tăng cao hơn mức tiềm năng và phải hạ lãi suất khi tốc độ tăng trưởng kinh tế có xu hướng không đạt mức tiềm năng. Như vậy, để đảm bảo mục tiêu lạm phát, NHTW xây dựng nguyên tắc xác định lãi suất, lấy đó làm căn cứ điều hành để đạt mục tiêu đề ra.

Tuy nhiên, Robert G.King cho rằng CSTT trong mô hình mới có hai hạn chế: Một, NHTW không thể xây dựng một mức sản lượng dài hạn từ mức sản lượng thực tế; Hai, CSTT cần phải được kiểm soát một cách chặt chẽ, đặc biệt ở các quốc gia sử dụng lãi suất như một công cụ trung tâm nhằm đạt được mục tiêu lạm phát. Đồng thời, kết quả của CSTT có giới hạn, trong ngắn hạn NHTW tạm thời đạt được mức sản lượng như mong muốn nhưng hiệu ứng này sẽ không kéo dài nếu NHTW không kiểm soát tốt sự biến động của giá cả, thậm chí việc này có thể dẫn đến những rối loạn về sản lượng và tiền tệ [109].

Năm 2001, Hiroshi Fujiki và cộng sự công bố nghiên cứu về: *“Chính sách tiền tệ dưới thời lãi suất bằng 0: Quan điểm của các nhà kinh tế ngân hàng trung ương”*. Trong đó, các tác giả công bố nghiên cứu về CCDHLS từ tháng 2/1999 đến tháng 8/2000 của NHTW Nhật Bản. Mục tiêu điều hành lãi suất của

NHTW Nhật giai đoạn này nhằm duy trì sự ổn định của giá cả, chống lại tình trạng giảm phát, qua đó hỗ trợ tăng trưởng kinh tế, chấm dứt tình trạng suy thoái kinh tế. Theo chính sách này, NHTW Nhật Bản mở rộng cung tiền, đáp ứng tối đa nhu cầu vốn tín dụng ngắn hạn của nền kinh tế cho đến khi lãi suất thị trường giảm về bằng 0. Các tổ chức tài chính (TCTC) không còn lo lắng về vị thế thanh khoản trên thị trường. Với sự nỗ lực của NHTW Nhật, kinh tế Nhật nhanh chóng phục hồi, thoát ra khỏi tình trạng suy thoái kinh tế [114].

Năm 2007, Pier Francesco Asso, George A.Kahn và Robert Leeson công bố nghiên cứu “*Quy tắc Taylor và sự thay đổi của chính sách tiền tệ*”. Nghiên cứu trình bày chi tiết sự chuyển biến trong điều hành CSTT của Fed từ khi Fed sử dụng tiền tệ là mục tiêu điều hành đến khi quy tắc Taylor xuất hiện và được sử dụng phổ biến để đánh giá CCDHLS của Fed cũng như tác động của quy tắc này tới hoạt động nghiên cứu kinh tế vĩ mô. Nghiên cứu chỉ ra rằng đã có những tranh luận gay gắt trong nội bộ Hội đồng CSTT (FOMC) của Hoa Kỳ về việc sử dụng quy tắc Taylor. Tuy nhiên, sau cùng quy tắc Taylor đã trở thành một khuôn khổ hoạt động của Fed, CSTT của Hoa Kỳ chuyển từ việc lựa chọn tiền tệ sang sử dụng công cụ lãi suất là mục tiêu, thể hiện sự chuyển biến trong văn hoá điều hành của Fed sang hướng minh bạch và độc lập [126].

Năm 2010, Benjamin M.Friedman và Kenneth N.Kuttner công bố nghiên cứu về phương pháp thiết lập lãi suất ngắn hạn của NHTW trong điều hành CSTT. Đây là một trong số ít các nghiên cứu trên thế giới trực tiếp tìm hiểu phương pháp xây dựng các mức lãi suất ngắn hạn của NHTW trong điều hành CSTT. Theo Friedman và Kuttner, trong quá khứ các NHTW thiết lập lãi suất bằng cách điều chỉnh tổng cung vốn cấp cho hệ thống NHTM trên cơ sở cho vay theo một tỷ lệ cố định trước. Tuy nhiên, từ tháng 2/1994, Fed bắt đầu công bố công khai mức lãi suất liên bang, lấy đây là mức lãi suất mục tiêu cần đạt được trong điều hành CSTT. Trong CCDHLS của mình, Fed thường xuyên điều chỉnh mức lãi suất mục tiêu thông qua việc điều chỉnh mức dự trữ và tính thanh khoản

của hệ thống NHTM nhằm thích ứng với biến động của nền kinh tế trong từng giai đoạn. Trong nghiên cứu này, các tác giả cũng thực hiện khảo sát độ co giãn giữa nhu cầu dự trữ để đảm bảo thanh khoản của các NHTM với sự điều chỉnh lãi suất của Fed, NHTW Nhật Bản và ECB. Nghiên cứu này kết luận rằng các NHTW hiện nay chủ yếu kiểm soát lãi suất của mình thông qua việc điều chỉnh mức dự trữ của các NHTM [133].

Năm 2012, Deepak Mohanty công bố nghiên cứu *“Bằng chứng tồn tại kênh truyền tải lãi suất trong điều hành chính sách tiền tệ ở Ấn Độ”*. Theo Mohanty mặc dù NHTW Ấn Độ vừa chuyển từ việc sử dụng tỷ giá sang sử dụng lãi suất để điều hành CSTT song lãi suất đã thể hiện ngày càng rõ nét tác động của nó tới tăng trưởng kinh tế và lạm phát tại Ấn Độ. Thông qua việc sử dụng mô hình SVAR với các dữ liệu được công bố theo quý, Mohanty đã chứng minh tồn tại mối quan hệ tác động qua lại của GDP, CPI, lãi suất của NHTW và cung tiền mở rộng M3. Nghiên cứu cho thấy có mối quan hệ ngược chiều giữa lãi suất của NHTW với tăng trưởng kinh tế và lạm phát tại Ấn Độ, cụ thể khi NHTW Ấn Độ tăng lãi suất đã tác động tiêu cực tới GDP với độ trễ là hai quý và tác động đến lạm phát với độ trễ $\frac{3}{4}$ quý. Tác động của sự điều chỉnh lãi suất này còn kéo dài trong suốt khoảng thời gian từ 8-10 quý tiếp theo [121]. Như vậy, có thể thấy lãi suất đang dần trở thành kênh truyền dẫn quan trọng để CSTT của NHTW Ấn Độ tác động đến các biến kinh tế vĩ mô.

Trong nghiên cứu về *“kết quả truyền tải của CSTT dưới tác động của các dòng vốn lớn: bằng chứng từ khu vực Châu Á”*, Sonali Jain-Chandra và D.Filiz Unsal tập trung tìm hiểu cơ chế truyền tải của CSTT tại các nước Châu Á mới nổi trong bối cảnh dòng vốn đổ vào các thị trường này ngày càng lớn nhằm tìm hiểu tác động trong việc thay đổi lãi suất ngắn hạn và lãi suất dài hạn của NHTW tới hoạt động kinh tế. Sonali Jain-Chandra và D.Filiz Unsal sử dụng phương pháp GDFM (Generalized Dynamic Factor Model) và SVAR (Structural Vector Autoregression). Trong GDFM, các tác giả ước tính lợi suất trái phiếu dài hạn ở

Châu Á và lãi suất trái phiếu dài hạn của Mỹ cũng như các mức lo ngại về rủi ro toàn cầu. Sau đó, các tác giả sử dụng mô hình SVAR để phân tích mối quan hệ giữa lãi suất dài hạn trong nước, lãi suất của NHTW với lãi suất nước ngoài cũng như tìm hiểu mối quan hệ giữa lãi suất và các hoạt động kinh tế. Trong nghiên cứu của mình, các tác giả tập trung vào tám nền kinh tế mới nổi là: Trung Quốc, Ấn Độ, Indonesia, Hàn Quốc, Malaysia, Philippines, Đài Loan và Thái Lan. Nghiên cứu đưa ra ba kết luận: Một, lãi suất liên bang của Fed là một trong những nhân tố quan trọng tác động tới sự thay đổi sản lượng dài hạn của các nước Châu Á mới nổi; Hai, cơ chế truyền tải CSTT của các nước được nghiên cứu chủ yếu dựa vào lãi suất ngắn hạn; Ba, mặc dù các dòng vốn lớn đổ vào thị trường làm suy giảm tính liên kết giữa lãi suất của NHTW và lãi suất cho vay ngắn hạn song cơ chế truyền tải của CSTT vẫn thể hiện hiệu quả cao trong điều hành hoạt động kinh tế [155].

Tại Hội nghị Kinh tế quốc tế lần thứ 21 được tổ chức vào năm 2014 tại Romania, Cioran trình bày nghiên cứu về CSTT, lạm phát và các quan hệ nhân quả giữa tỷ lệ lạm phát 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... Trong đó, Cioran tập trung nghiên cứu mối quan hệ nhân quả giữa tỷ lệ lạm phát và lãi suất của NHTW cũng như giữa tỷ lệ lạm phát và tỷ lệ thất nghiệp. Cioran kiểm định tính dừng của các chuỗi số liệu, sau đó tác giả sử dụng OLS để xem xét mối quan hệ tác động của lãi suất của NHTW Romania tới lạm phát và tỷ lệ thất nghiệp tại Romania và kiểm định các khuyết tật của mô hình để lựa chọn mô hình có kết quả tốt nhất. Nghiên cứu cho thấy lạm phát tại Romania khá nhạy cảm với những điều chỉnh lãi suất của NHTW. Do đó, lãi suất của NHTW Romania là một công cụ hiệu quả để ngăn chặn lạm phát [101].

Luận án tiến sĩ của Reinhold Kamati công bố năm 2014 về “*Cơ chế truyền tải của chính sách tiền tệ và sự chênh lệch của lãi suất*” đã tiến hành nghiên cứu khá đầy đủ quan điểm điều hành CSTT của các trường phái kinh tế, cũng như cho thấy sự thay đổi quan trọng trong tư duy của các nhà kinh tế khi chuyển từ

việc tập trung sử dụng tổng cung tiền tệ sang xu hướng lấy lãi suất làm công cụ trung tâm trong điều hành CSTT từ đó giúp NHTW đạt được các mục tiêu tăng trưởng kinh tế và lạm phát. Trong công trình này, R.Kamati cũng sử dụng mô hình SVAR để xem xét cơ chế truyền tải của CSTT tới nền kinh tế Namibia. Kamati khẳng định trong ngắn hạn, NHTW Namibia thay đổi lãi suất có tác động tích cực tới việc ổn định GDP, lạm phát và tín dụng tư nhân và trong dài hạn có tác động tích cực tới việc ổn định lạm phát tại quốc gia này. Không chỉ dừng lại ở đó, R.Kamati tiến hành nghiên cứu chênh lệch giữa lãi suất của NHTW Namibia với lãi suất các NHTM cho vay lẫn nhau hoặc cho vay công chúng. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy có mối quan hệ đáng kể giữa các biến kinh tế vĩ mô và nguyên tắc tài chính cơ bản trong việc xác định chênh lệch lãi suất tại quốc gia này. Bên cạnh đó, tác giả cũng sử dụng quy tắc Taylor để xem xét sự thay đổi trong điều hành CSTT đáp ứng như thế nào trước sự thay đổi của các cú sốc kinh tế, tài chính. Kết quả nghiên cứu cho thấy khi tỷ lệ lạm phát tăng cao hơn mức mục tiêu 1%, lãi suất của NHTW Namibia sẽ được điều chỉnh tăng trong phạm vi 42 – 75 điểm [117].

Trong nghiên cứu về vai trò của CSTT trong việc ổn định kinh tế vĩ mô được công bố vào năm 2015, Partachi và Mija cho rằng lãi suất của NHTW có tác động đến lãi suất của các NHTM, giá cả tài sản, tỷ giá hối đoái, và kỳ vọng về tỷ giá trong tương lai, do đó ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế và lạm phát. Kết quả nghiên cứu cho thấy có tồn tại mối liên hệ giữa lãi suất của NHTW với tỷ giá thực, lãi suất huy động tiền gửi, lãi suất cho vay của NHTM, cũng như mối liên hệ giữa lãi suất của NHTW với kỳ vọng về sự thay đổi tỷ giá trong tương lai. Partachi và Mija chỉ ra lãi suất của NHTW ảnh hưởng đối với lãi suất của các khoản cho vay và lãi suất tiền gửi trên cả ngắn hạn và dài hạn. Nếu NHTW quyết định giảm lãi suất phù hợp, các NHTM sẽ giảm lãi suất cho vay và ngược lại. Khi lãi suất đang tăng lên, hướng và tốc độ thay đổi trong lãi suất kinh doanh của NHTM gần như luôn luôn bị ảnh hưởng bởi những thay đổi lãi suất

của NHTW. Nhưng tác giả nhấn mạnh giữa các mức lãi suất này thường không tương ứng 1-1. Lãi suất cho vay và tiền gửi bị ảnh hưởng bởi các điều kiện thị trường, bao gồm cả việc tăng chi phí vốn cho tín dụng, sự cạnh tranh về cho vay. Partachi and Mija cũng nhấn mạnh quá trình truyền tải phải có thời gian. Mặc dù NHTW điều chỉnh lãi suất có tác động khá nhanh tới lãi suất cho vay và tiền gửi, giá tài sản và tỷ giá hối đoái, nhưng để tác động đến các quyết định tiết kiệm trong công chúng cần có một độ trễ đáng kể. Lãi suất của NHTW có tác động đến tổng cung và tổng cầu do đó tác động đến lạm phát. Đây là lý do giải thích tại sao các quyết định CSTT được dựa trên sự phân tích sâu sắc về xu hướng kinh tế vĩ mô và nhận thức của nền kinh tế quốc gia và các đối tác kinh tế [125].

Như vậy, trên thế giới, nhiều công trình nghiên cứu của các nhà khoa học về lãi suất và CCDHLS của NHTW đã được công bố. Song cơ bản, các nghiên cứu này khá rời rạc, mỗi công trình là câu trả lời cho một vấn đề nghiên cứu. Trong đó, các nhà khoa học thế giới đặc biệt quan tâm tới nguyên tắc xác định lãi suất của NHTW; Hiệu quả của CSTT thông qua kênh truyền tải lãi suất tới lạm phát, tăng trưởng kinh tế và một số công trình nghiên cứu các giai đoạn điều hành CSTT, tập trung vào công cụ lãi suất của một số NHTW trên thế giới. Các nội dung trong nội hàm của CCDHLS chưa được tổng hợp, nghiên cứu. Hơn nữa, theo tìm hiểu của tác giả, chưa có công trình của tác giả nước ngoài nào nghiên cứu và công bố kết quả nghiên cứu CCDHLS của NHNN Việt Nam, đặc biệt trong giai đoạn năm 2002 – 2016, trong khi đây là giai đoạn NHNN thường xuyên điều chỉnh lãi suất, CCDHLS của NHNN có nhiều thay đổi.

2.2 Tổng quan các công trình nghiên cứu đã công bố ở trong nước về cơ chế điều hành lãi suất của ngân hàng trung ương trong nền kinh tế thị trường

CCDHLS của NHTW là nội dung quan trọng, nhận được nhiều sự quan tâm của các nhà nghiên cứu. Tại Việt Nam, thời gian qua đã có nhiều công trình nghiên cứu liên quan đến mảng nội dung này được công bố như: Luận văn thạc sỹ của tác giả Trần Thị Hải Thanh về: “*Hoàn thiện cơ chế điều hành lãi suất của*

NHNN hiện nay [84] ”, hay Luận văn thạc sỹ của tác giả Nguyễn Ngọc Thân về: *“Hoàn thiện chính sách lãi suất tín dụng trong cơ chế thị trường ở nước ta [83]”*. Không chỉ dừng lại ở đó, mảng nội dung này còn được phát triển thành các Luận án tiến sỹ, cụ thể như sau:

Năm 2001, tác giả Nguyễn Thị Dũng với Luận án *“Hoàn thiện chính sách và cơ chế lãi suất trong nền kinh tế thị trường ở Việt Nam”* đã hệ thống cơ sở lý thuyết về lãi suất và chính sách lãi suất trên thế giới, đồng thời phân tích thực trạng điều hành lãi suất của Việt Nam trong giai đoạn năm 1986 – 2000. Trong đó, tác giả sử dụng kết hợp nhiều phương pháp nghiên cứu, cụ thể: phương pháp duy vật biện chứng, phương pháp duy vật lịch sử, phân tích kinh tế lượng, lựa chọn đối nghịch, lựa chọn mô hình. Qua quá trình nghiên cứu, tác giả đã hệ thống lại cơ sở lý luận về lãi suất và chính sách lãi suất, trong đó tác giả tập trung nghiên cứu quan điểm về chính sách lãi suất của Trường phái tự do cổ điển, Trường phái Keneys, Trường phái lãi suất ổn định. Tác giả Nguyễn Thị Dũng cũng tập trung nghiên cứu thực trạng điều hành lãi suất của NHNN từ năm 1986 đến năm 2000. Tác giả chia nhỏ các giai đoạn nghiên cứu, tương ứng với từng thời kỳ khác nhau trong điều hành lãi suất của NHNN cũng như sự thay đổi trong điều hành kinh tế đất nước. Tác giả cũng đánh giá các ưu và nhược điểm của chính sách lãi suất do NHNN ban hành trong từng thời kỳ, có xem xét mối quan hệ tương tác giữa chính sách điều hành lãi suất của NHNN với thực thi chính sách lãi suất ở các TCTD [70].

Năm 2003, tác giả Vũ Văn Long công bố Luận án *“Hoàn thiện cơ chế lãi suất tín dụng ngân hàng ở Việt Nam”*. Tác giả sử dụng kết hợp các phương pháp nghiên cứu như: phương pháp thống kê, phương pháp phân tích tổng hợp để làm rõ nội dung nghiên cứu từ đó đạt được các mục tiêu nghiên cứu đề ra. Kết quả, tác giả đã hệ thống lại cơ sở lý luận về lãi suất, lãi suất tín dụng của ngân hàng cũng như CCĐHLS của NHTW. Bên cạnh đó, tác giả đã hệ thống thực trạng CCĐHLS của NHNN từ trước năm 1992 đến năm 2012 [74]. Như vậy, Luận án

đã phân tích thực trạng cơ chế lãi suất sau khi hệ thống ngân hàng chuyển từ hệ thống ngân hàng một cấp sang hệ thống ngân hàng hai cấp, cho thấy CCDHLS thay đổi giúp tăng tính cạnh tranh cho các NHTM trên thị trường, lãi suất kinh doanh của NHTM đang tiến dần đến mức lãi suất thị trường, được ấn định dựa trên cơ sở cung cầu về vốn.

Năm 2003, tác giả Nguyễn Xuân Luật công bố Luận án *“Giải pháp hoàn thiện cơ chế lãi suất trong quá trình chuyển sang nền kinh tế thị trường của hệ thống ngân hàng Việt Nam”*. Tác giả đã sử dụng kết hợp các phương pháp nghiên cứu sau: Phương pháp duy vật biện chứng, phương pháp duy vật lịch sử, phương pháp điều tra khảo sát, phương pháp tổng hợp phân tích, phương pháp toán học. Qua quá trình nghiên cứu, tác giả đã hệ thống các quan điểm về lãi suất và CCDHLS của các nhà kinh tế học cổ điển, J.M. Keney, Trường phái lý thuyết tiền tệ và quan điểm của chủ nghĩa Mác. Bên cạnh đó, tác giả Nguyễn Xuân Luật chia giai đoạn nghiên cứu thành trước và sau khi thực hiện Luật NHNN năm 1997 từ đó cho thấy rõ nét những thay đổi trong CCDHLS ở Việt Nam. Không chỉ vậy, tác giả còn xem xét mối quan hệ tác động giữa lãi suất của NHNN và CCDHLS của TCTD. Luận án cũng đánh giá các vấn đề còn tồn tại trong CCDHLS của NHNN trong giai đoạn từ năm 2002 trở về trước [75].

Năm 2003, tác giả Tô Kim Ngọc công bố Luận án *“Các giải pháp nhằm tăng cường hiệu lực của chính sách tiền tệ Việt Nam thông qua cơ chế điều chỉnh bằng lãi suất”* tại Học viện Ngân hàng. Tác giả sử dụng kết hợp nhiều phương pháp nghiên cứu trong Luận án, cụ thể: phương pháp hệ thống, phương pháp lịch sử, phương pháp so sánh, phương pháp diễn dịch – quy nạp để xử lý các thông tin thu thập được, phương pháp phân tích số liệu thống kê, các công cụ như đồ thị, biểu đồ, phương pháp hồi quy trong các so sánh và phân tích. Tác giả đã xem xét hiệu lực của CSTT Việt Nam thông qua việc sử dụng các công cụ lãi suất điều hành của NHNN trong giai đoạn từ năm 1995 đến năm 2002. Trong đó, tác giả Tô Kim Ngọc đã phân tích và đánh giá các mục tiêu quan trọng của

CSTT như: lạm phát và tăng trưởng kinh tế, phân tích, đánh giá thực trạng cơ chế điều chỉnh bằng lãi suất trong điều hành CSTT của NHNN. Bên cạnh đó, tác giả còn đánh giá mức nhạy cảm của nền kinh tế với lãi suất cũng như đo lường ảnh hưởng của lãi suất đến các biến số thực của nền kinh tế. Không chỉ vậy, tác giả đã tìm ra các hạn chế trong cơ chế điều chỉnh bằng lãi suất từ đó đưa ra giải pháp nhằm tăng cường hiệu lực của CSTT Việt Nam [78].

Năm 2005, tác giả Nguyễn Ngọc Bảo công bố Luận án “*Chính sách lãi suất trong nền kinh tế thị trường ở Việt Nam*” tại Đại học Kinh tế Quốc dân. Để thực hiện nghiên cứu, tác giả sử dụng kết hợp nhiều phương pháp, cụ thể: phương pháp duy vật biện chứng, phương pháp duy vật lịch sử, phương pháp điều tra, khảo sát, phân tích, tổng hợp, so sánh và mô hình toán học. Kết quả nghiên cứu cho thấy tác giả đã hệ thống lại chính sách lãi suất của NHNN trong giai đoạn năm 1988 – 2004. Trong đó, tác giả đã trình bày thực trạng điều hành chính sách lãi suất của NHNN kết hợp với việc phân tích bối cảnh kinh tế trong giai đoạn tương ứng để thấy được tác động của chính sách lãi suất tới các biến kinh tế vĩ mô quan trọng như lạm phát, tăng trưởng kinh tế [67].

Năm 2013, đề tài nghiên cứu khoa học cấp ngành: “*Lãi suất cơ bản – Những vướng mắc trong thực tiễn và biện pháp xử lý*” của PGS.TS Ngô Hường và cộng sự được công bố. Trong đó, các tác giả đã hệ thống lại những lý luận cơ bản về lãi suất cơ bản (LSCB) như: định nghĩa LSCB, nguyên tắc xác định lãi suất của các NHTM, NHTW, cơ chế truyền tải của CSTT thông qua kênh LSCB... Bên cạnh đó, các tác giả đã nghiên cứu kinh nghiệm quản lý và điều hành LSCB của một số NHTW trên thế giới, thực trạng điều hành LSCB tại Việt Nam trong giai đoạn từ trước tháng 5/2000 đến năm 2012. Trên cơ sở này, đề tài tiến hành thực nghiệm việc xác định LSCB tại Việt Nam theo nguyên tắc Taylor và đưa ra hệ thống các giải pháp góp phần nâng cao hiệu quả điều hành LSCB tại Việt Nam [71].

Năm 2014, đề tài nghiên cứu khoa học cấp ngành: “*Áp dụng nguyên tắc Taylor trong việc xác định lãi suất mục tiêu trong điều hành Chính sách tiền tệ của Việt Nam*” của Th.S Nguyễn Thanh Nhân và cộng sự được công bố. Đề tài nghiên cứu đã đề cập tới xu hướng lựa chọn lãi suất mục tiêu trong điều hành CSTT, nguyên tắc Taylor trong việc xác định lãi suất tối ưu, kinh nghiệm áp dụng nguyên tắc Taylor trong xác định lãi suất mục tiêu của một số quốc gia trên thế giới và rút ra bài học cho Việt Nam. Đồng thời, đề tài phân tích các khả năng áp dụng nguyên tắc Taylor trong điều hành CSTT của Việt Nam trên cơ sở phân tích tình hình kinh tế, CSTT của Việt Nam giai đoạn năm 2000 – 2012. Trên cơ sở này, đề tài xây dựng mô hình nguyên tắc Taylor cho trường hợp của Việt Nam và đưa ra khuyến nghị với Nhà nước nhằm áp dụng có hiệu quả nguyên tắc Taylor ở Việt Nam [81].

Bên cạnh các luận văn, luận án và đề tài nghiên cứu khoa học cấp ngành về CCDHLS của NHNN, nhiều công trình nghiên cứu của các nhà khoa học trong nước đã được công bố trên các tạp chí uy tín như: “*Truyền dẫn của chính sách tiền tệ qua kênh lãi suất ngân hàng tại Việt Nam trước và sau khủng hoảng*” của tác giả Trầm Thị Xuân Hương và cộng sự. Bài viết sử dụng mô hình VAR để nghiên cứu tác động của CSTT tới nền kinh tế thông qua kênh truyền dẫn lãi suất và mức độ truyền dẫn giai đoạn trước và sau khủng hoảng năm 2008. Kết quả nghiên cứu cho thấy, giai đoạn trước khủng hoảng tài chính, kênh lãi suất tồn tại đúng lý thuyết kinh tế vĩ mô. Tuy nhiên, trong giai đoạn khủng hoảng, lãi suất liên ngân hàng tăng khiến lạm phát gia tăng, cho thấy tồn tại kênh chi phí trong truyền dẫn CSTT tại Việt Nam trong thời gian này [86]. Hay “*Nguyên tắc Taylor trong điều hành CSTT*” của các tác giả Nguyễn Đức Long và Lê Quang Phong nghiên cứu về nguyên tắc Taylor, cơ sở lý luận, quá trình áp dụng trong điều hành lãi suất của Fed và điều kiện, khả năng áp dụng tại Việt Nam [79]. “*Cơ chế điều hành lãi suất của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam*” của tác giả Nguyễn Anh Vũ đăng trên Tạp chí Công nghệ Ngân hàng, số 27, tháng 6/2008...

Như vậy, tại Việt Nam, vấn đề lãi suất và CCDHLS của NHNN được nhiều nhà khoa học quan tâm nghiên cứu, phát triển thành các công trình khoa học. Song nhìn chung, các công trình này chỉ dừng lại ở việc xem xét cục bộ một loại lãi suất của NHNN trong điều hành CSTT hoặc một bộ phận của nội hàm CCDHLS của NHNN. Các đề tài này cũng chưa xây dựng các tiêu chí đánh giá sự hoàn thiện CCDHLS của NHNN, chưa xem xét tác động cụ thể lãi suất của NHNN tác động tới lạm phát tại Việt Nam. Do đó, đây là khoảng trống nghiên cứu, tạo điều kiện cho tác giả khai thác các vấn đề còn tồn tại và tìm câu trả lời cho các vấn đề đang được bỏ ngỏ.

2.3 Những vấn đề thuộc đề tài Luận án chưa được các công trình đã công bố nghiên cứu, giải quyết

Như đã phân tích ở trên, các công trình nghiên cứu trên thế giới và tại Việt Nam mới chỉ đề cập tới một bộ phận trong tổng thể các vấn đề thuộc nội hàm của CCDHLS, còn nhiều vấn đề quan trọng khác của CCDHLS song chưa được các nhà khoa học nghiên cứu và đề cập, cụ thể:

Một, các vấn đề liên quan đến nội hàm của CCDHLS như: mục tiêu điều hành lãi suất của NHTW, nguyên tắc xác định các loại lãi suất trong điều hành CSTT của NHTW. Cụ thể ở Việt Nam, mặc dù nguyên tắc xác định của NHNN đã được đề cập, song chỉ nêu chung chung hai phương pháp tiếp cận của NHTW gồm phương pháp tiếp cận hành chính và phương pháp tiếp cận của thị trường [71] chưa nêu cụ thể phương pháp xác định lãi suất cụ thể của từng loại lãi suất của NHNN trong điều hành CSTT. Cũng như các công trình này chưa nghiên cứu sâu CCDHLS trong giai đoạn năm 2002 – 2016.

Hai, chỉ tiêu đánh giá sự hoàn thiện CCDHLS của NHTW chưa được hệ thống và trình bày trong các nghiên cứu đã công bố trên thế giới và Việt Nam. Cũng như chưa có nghiên cứu nào được công bố cả trên thế giới và Việt Nam về việc sử dụng các chỉ tiêu để đánh giá mức độ hoàn thiện của CCDHLS của NHNN Việt Nam trong giai đoạn năm 2002 – 2016.

Ba, chưa có nghiên cứu định lượng nào được thực nghiệm để thấy tác động cụ thể của lãi suất của NHNN tới việc kiểm soát lạm phát tại Việt Nam.

Những vấn đề trên chính là “*khoảng trống*” tri thức, là cơ sở đưa ra các câu hỏi nghiên cứu cho đề tài của Luận án.

2.4 Những vấn đề trọng tâm Luận án tập trung nghiên cứu giải quyết

Một, hệ thống cơ sở lý luận về CCDHLS của NHTW, làm rõ nội dung của CCDHLS của NHTW, xây dựng tiêu chí đánh giá sự hoàn thiện CCDHLS của NHTW cũng như các nhân tố tác động tới sự hoàn thiện CCDHLS của NHTW.

Hai, phân tích, làm rõ mục tiêu điều hành lãi suất của NHNN; nguyên tắc xác định các loại lãi suất của NHNN gồm: LSCB, lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu, lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng. Đồng thời, Luận án trình bày, làm rõ CCDHLS gián tiếp trong giai đoạn năm 2002 – 2008 và CCDHLS trực tiếp trong giai đoạn năm 2009 – 2016 của NHNN.

Ba, tác giả tìm hiểu và xây dựng mô hình nghiên cứu, thể hiện mối quan hệ giữa lãi suất của NHTW và lạm phát trên cơ sở phương trình Fisher được rút ra từ mô hình cực đại lợi ích của hộ gia đình tiêu dùng đại diện với ràng buộc ngân sách công bố năm 1996 của William J.Crowder và Dennis L.Hofman và mô hình định giá tài sản công bố năm 1978 của Robert E.Lucas. Trên cơ sở này, tác giả sử dụng phương pháp ước lượng quan hệ đồng liên kết và hồi quy mô hình hiệu chỉnh sai số theo phương pháp bình phương bé nhất (ECM) để xem xét tác động của lãi suất của NHNN tới lạm phát tại Việt Nam. Bên cạnh đó, để thấy được sự lan toả của lãi suất của NHNN tới lãi suất kinh doanh của các NHTM và CPI, tác giả sử dụng phương pháp ước lượng mô hình Vector tự hồi quy (VAR) và sử dụng kết quả kiểm định của mô hình này chứng minh cho các phân tích định tính nêu ra trong Luận án.

Bốn, thông qua nghiên cứu CCDHLS của NHNN giai đoạn năm 2002 – 2016, tác giả tìm ra các kết quả đạt được cũng như hạn chế còn tồn tại trong CCDHLS của NHNN. Trên cơ sở này, tác giả tìm hiểu các nguyên nhân dẫn đến

hạn chế trong CCDHLS của NHNN và dùng kết quả định lượng của mô hình VAR và ECM để chứng minh cho nội dung phân tích định tính.

Năm, trên cơ sở các nhận định về cơ hội, thách thức của nền kinh tế Việt Nam đối với NHNN trong điều hành lãi suất, cũng như định hướng điều hành lãi suất của NHNN tới năm 2025, tác giả đề xuất một số giải pháp nhằm hoàn thiện CCDHLS của NHNN tới năm 2025 và tầm nhìn đến năm 2030.

3. Mục tiêu và câu hỏi nghiên cứu của đề tài Luận án

3.1 Mục tiêu nghiên cứu của đề tài Luận án

(1) Mục tiêu tổng quát

Đề xuất một số giải pháp hoàn thiện CCDHLS của NHNN trong điều kiện nền kinh tế thị trường.

(2) Mục tiêu cụ thể

Thứ nhất, tác giả nghiên cứu và trình bày có hệ thống cơ sở lý luận về CCDHLS của NHTW. Trong đó, tác giả tập trung nghiên cứu, làm rõ nội hàm CCDHLS của NHTW, cụ thể: tìm hiểu mục tiêu điều hành lãi suất, các loại lãi suất của NHTW, phương pháp xác định lãi suất và phương pháp điều hành lãi suất của NHTW. Bên cạnh đó, tác giả đồng thời nghiên cứu cơ chế lan toả của lãi suất của NHTW đến nền kinh tế, cũng như tìm ra các tiêu chí đánh giá sự hoàn thiện CCDHLS của NHTW và phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến sự hoàn thiện CCDHLS của NHTW.

Thứ hai, tác giả nghiên cứu, phân tích, đánh giá thực trạng CCDHLS của NHNN Việt Nam giai đoạn năm 2002 – 2016. Bên cạnh đó, tác giả kết hợp sử dụng phương pháp định lượng để kiểm chứng tác động điều hành lãi suất tới kiểm soát lạm phát của NHNN giai đoạn năm 2002 – 2016 từ đó đánh giá được mức độ hoàn thiện CCDHLS của NHNN.

Thứ ba, tác giả đề xuất giải pháp tiếp tục hoàn thiện CCDHLS của NHNN Việt Nam tới năm 2025 và tầm nhìn đến năm 2030.

3.2 Câu hỏi nghiên cứu

Luận án được thực hiện nhằm trả lời các câu hỏi sau:

Câu 1: Khái niệm và nội dung của CCDHLS của NHTW là gì?

Câu 2: Tiêu chí nào được sử dụng để đánh giá sự hoàn thiện CCDHLS của NHTW trong điều kiện nền kinh tế thị trường?

Câu 3: Nhân tố nào ảnh hưởng đến sự hoàn thiện CCDHLS của NHTW?

Câu 4: Thực trạng CCDHLS của NHNN Việt Nam giai đoạn năm 2002 – 2016 như thế nào?

Câu 5: Giải pháp nào giúp hoàn thiện CCDHLS của NHNN Việt Nam tới năm 2025 và tầm nhìn đến năm 2030?

4. Đối tượng nghiên cứu và giới hạn phạm vi nghiên cứu

4.1 Đối tượng nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu của Luận án là CCDHLS của NHTW.

4.2 Giới hạn phạm vi nghiên cứu

- *Nội dung:* Tác giả nghiên cứu nội dung của CCDHLS của NHTW gồm: mục tiêu điều hành lãi suất của NHTW, công cụ lãi suất của NHTW, nguyên tắc xác định lãi suất của NHTW, phương pháp điều hành lãi suất của NHTW và tác động của lãi suất này tới nền kinh tế. Đồng thời, tác giả nghiên cứu tìm hiểu tiêu chí đánh giá sự hoàn thiện CCDHLS của NHTW và các nhân tố ảnh hưởng đến sự hoàn thiện CCDHLS của NHTW.
- *Không gian:* Tác giả nghiên cứu CCDHLS của NHNN Việt Nam.
- *Thời gian:* Tác giả nghiên cứu CCDHLS của NHNN Việt Nam giai đoạn từ năm 2002 – 2016. Vì đây là giai đoạn kinh tế Việt Nam trải qua nhiều khó khăn, NHNN thường xuyên sử dụng công cụ lãi suất và điều chỉnh CCDHLS để điều tiết nền kinh tế song đây cũng là giai đoạn CCDHLS của NHNN bộc lộ nhiều hạn chế cần được làm rõ và tìm giải pháp hoàn thiện. Hơn nữa, trong giai đoạn này chưa có nhiều nghiên cứu được thực hiện và công bố về CCDHLS của NHNN Việt Nam. Trên cơ sở này, tác

giả đề xuất phương hướng, giải pháp hoàn thiện CCDHLS của NHNN đến năm 2025 và tầm nhìn đến năm 2030.

5. Cách tiếp cận và phương pháp nghiên cứu đề tài Luận án

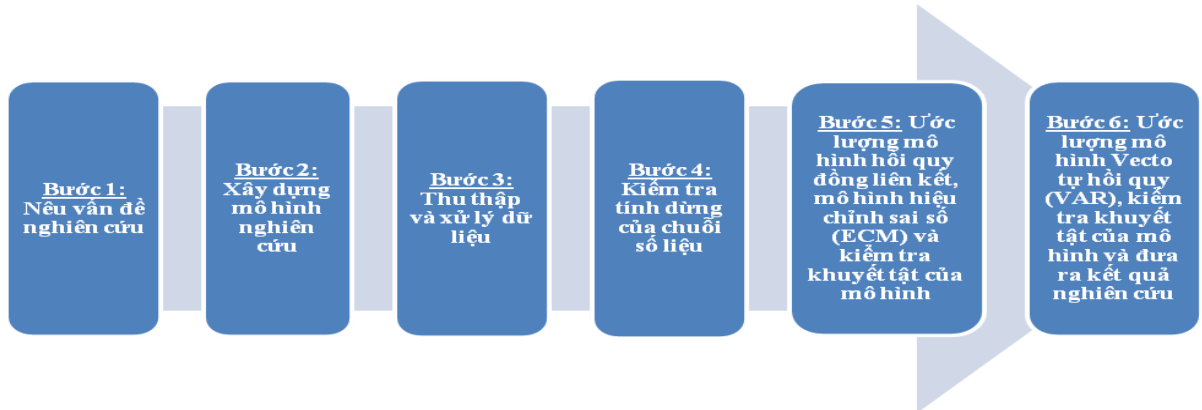
5.1 Cách tiếp cận nghiên cứu

CCDHLS là bộ phận quan trọng của CSTT, đòi hỏi phải được xây dựng chính xác, phù hợp trong từng giai đoạn kinh tế và phải mang tính hướng dẫn lãi suất thị trường. Do đó, khi nghiên cứu về CCDHLS của NHNN, tác giả tiếp cận đối tượng nghiên cứu ở góc độ NHNN Việt Nam trên cơ sở cách tiếp cận của kinh tế phát triển nhằm tìm hiểu hoạt động xây dựng và thực hiện CCDHLS của NHNN Việt Nam, đánh giá chính sách lãi suất và điều hành lãi suất của NHNN. Cụ thể như sau:

Trên góc độ nghiên cứu này, tác giả tập trung xem xét mục tiêu điều hành lãi suất, lựa chọn công cụ lãi suất của NHTW, nguyên tắc xác định lãi suất và phương pháp điều hành lãi suất của NHTW trên thế giới, từ đó vận dụng, nghiên cứu thực tế CCDHLS của NHNN để thấy được các hạn chế còn tồn tại, nguyên nhân dẫn đến hạn chế và đưa ra phương hướng hoàn thiện CCDHLS của NHNN đến năm 2025 và tầm nhìn đến năm 2030.

Bên cạnh đó, tác giả xem xét sự lan toả của lãi suất của NHTW tới nền kinh tế, đặc biệt là sự lan toả của lãi suất của NHTW tới lãi suất huy động vốn của hệ thống NHTM, lãi suất cho vay của hệ thống NHTM và lạm phát. Luận án đồng thời tìm hiểu các chỉ tiêu đánh giá sự hoàn thiện CCDHLS của NHTW trong điều kiện nền kinh tế thị trường, trên cơ sở đó đánh giá mức độ hoàn thiện của CCDHLS của NHNN Việt Nam trong giai đoạn năm 2002 – 2016. Bên cạnh đó, tác giả thực hiện nghiên cứu định lượng để thấy được sự lan toả của lãi suất của NHNN Việt Nam tới nền kinh tế từ đó chứng minh CCDHLS của NHNN còn tồn tại hạn chế, cần phải tiếp tục hoàn thiện.

5.2 Quy trình nghiên cứu



Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

Sơ đồ 1: Quy trình nghiên cứu

Bước 1: Nêu vấn đề nghiên cứu

Mục tiêu cuối cùng của điều hành CSTT và CCDHLS là hướng tới ổn định giá, thông qua việc duy trì tỷ lệ lạm phát thấp, tạo điều kiện thuận lợi cho kinh tế tăng trưởng ổn định, từ đó đạt được tỷ lệ lao động có việc làm cao. Vì mối quan hệ giữa lãi suất của NHTW với tỷ lệ lạm phát là quan trọng, cần được xem xét trong Luận án nên tác giả xây dựng mô hình nghiên cứu quan hệ này thông qua nghiên cứu của William J.Crowder và Dennis L.Hoffman công bố năm 1996 và nghiên cứu của Robert E.Lucas công bố năm 1978.

Dựa trên mô hình nghiên cứu xây dựng được, tác giả thu thập, xử lý dữ liệu, áp dụng lý thuyết đồng liên kết (Cointegration Theory) và mô hình hiệu chỉnh sai số (ECM – Error Correction Model) nhằm kiểm định các hiệu ứng tác động dài hạn và ngắn hạn của lãi suất của NHTW đến tỷ lệ lạm phát (được biểu hiện thông qua chỉ số giá tiêu dùng – CPI). Hơn nữa, tác giả sử dụng mô hình vector tự hồi quy (VAR) để làm rõ cơ chế lan toả của lãi suất của NHTW tới CPI, cũng như sử dụng kết quả ước lượng mô hình VAR để chứng minh CCDHLS của NHTW tốt hay chưa tốt.

Bước 2: Xây dựng mô hình nghiên cứu

Như đã nêu ở trên, để làm rõ tác động của lãi suất của NHTW tới CPI, tác giả xây dựng mô hình nghiên cứu dựa trên cơ sở nghiên cứu về mối quan hệ dài hạn

giữa lãi suất danh nghĩa và lạm phát dựa trên phương trình Fisher của William J.Crowder và Dennis L.Hoffman và kỳ vọng hợp lý từ mô hình định giá tài sản của Robert E.Lucas [103], [118].

Bước 3: Thu thập và xử lý dữ liệu

Với mô hình ECM và mô hình VAR, bộ số liệu chuỗi thời gian được sử dụng trong Luận án gồm các loại số liệu sau:

- Lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu, lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng, lãi suất cho vay qua đêm bình quân trên thị trường liên ngân hàng được thu thập từ NHNN.
- Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tháng so với cùng kỳ năm trước được Tổng Cục Thống kê Việt Nam công bố.
- Lãi suất huy động vốn bình quân và lãi suất cho vay bình quân của hệ thống NHTM tại Việt Nam được sử dụng từ nguồn Thống kê tài chính quốc tế (IFS).

Với CPI thu thập được, tác giả lấy logarit của CPI nhằm làm giảm sự chênh lệch giữa CPI và các mức lãi suất của NHNN. Sau đó, tác giả kiểm tra và xử lý yếu tố mùa vụ, yếu tố xu thế theo phương pháp Census X12 trong Eviews 6.

Bước 4: Kiểm tra tính dừng của chuỗi số liệu

Với các số liệu đã được xử lý, tác giả thực hiện kiểm tra tính dừng của chuỗi số liệu.

Bước 5: Ước lượng mô hình hồi quy đồng liên kết, mô hình hiệu chỉnh sai số (ECM) và kiểm tra khuyết tật của mô hình

Nếu các số liệu dừng ở sai phân bậc 1, lý thuyết đồng liên kết sẽ được sử dụng để ước lượng mô hình hồi quy đồng liên kết nhằm kiểm tra sự tồn tại của mối quan hệ dài hạn giữa lãi suất của NHTW và CPI.

Sau khi kiểm tra và thấy tồn tại mối quan hệ đồng liên kết giữa lãi suất của NHTW và CPI, tác giả thực hiện kiểm định mô hình hiệu chỉnh sai số nhằm tìm ra mối quan hệ ngắn hạn giữa hai biến này, đồng thời kiểm tra khuyết tật của mô hình.

Bước 6: Ước lượng mô hình Vectơ tự hồi quy (VAR), kiểm tra khuyết tật của mô hình và đưa ra kết quả nghiên cứu.

Mô hình VAR của Luận án được thực hiện trên cơ sở nghiên cứu gốc của Ben S. Bernanke và Alan S. Blinder công bố năm 1992 về cơ chế lan toả của lãi suất liên bang của Hoa Kỳ tới tỷ lệ thất nghiệp, log của CPI, log của ba biến gồm vốn huy động, chứng khoán và các khoản cho vay trong bảng cân đối kế toán của NHTM [98]. Đồng thời, mô hình này được thực hiện trên cơ sở tham khảo nghiên cứu của Trầm Thị Xuân Hương và cộng sự công bố năm 2014 về “*Truyền dẫn của chính sách tiền tệ qua kênh lãi suất ngân hàng tại Việt Nam trước và sau khủng hoảng*” [86] để tiến hành nghiên cứu thực nghiệm tại Việt Nam, từ đó thấy được sự lan toả lãi suất của NHNN tới CPI, sử dụng kết quả nghiên cứu để đánh giá sự hoàn thiện CCDHLS của NHNN.

5.3 Các phương pháp thu thập và xử lý thông tin

Số liệu sử dụng trong Luận án là số liệu thứ cấp trong giai đoạn từ tháng 1/2002 đến tháng 12/2016 được thu thập từ các nguồn chính thức, cụ thể:

- *Số liệu từ NHNN Việt Nam*: Các loại lãi suất công bố theo tháng gồm: LSCB, tái chiết khấu, tái cấp vốn, cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng, cho vay qua đêm bình quân liên ngân hàng; tốc độ tăng trưởng tín dụng; trần lãi suất huy động vốn bằng VNĐ; trần lãi suất huy động vốn bằng USD; trần lãi suất cho vay bằng VNĐ.
- *Số liệu từ Quốc hội Việt Nam*: Mục tiêu tăng trưởng kinh tế, mục tiêu kiểm soát lạm phát tại Việt Nam giai đoạn năm 2002 – 2016.
- *Số liệu thu thập từ Quỹ tiền tệ Quốc tế*: Lãi suất huy động vốn bình quân và lãi suất cho vay bình quân của hệ thống NHTM Việt Nam.
- *Số liệu từ Tổng cục Thống kê Việt Nam*: Chỉ số giá cả tiêu dùng các tháng so với cùng kỳ năm trước của Việt Nam; Tỷ lệ lạm phát của Việt Nam.
- *Số liệu từ Ngân hàng Phát triển Châu Á*: Tình hình lao động của Việt Nam giai đoạn năm 2002 – 2016, cụ thể: số liệu về lực lượng lao động, số người có việc làm, số người thất nghiệp, tỷ lệ thất nghiệp.

Trong đó, một số tháng các năm 2008, 2011... NHNN nhiều lần điều chỉnh lãi suất. Để đảm bảo số liệu sử dụng trong Luận án cùng độ dài theo tháng, tác giả lấy trung bình các mức lãi suất được điều chỉnh trong cùng một tháng.

5.4 Các phương pháp nghiên cứu

Các phương pháp nghiên cứu được sử dụng trong Luận án gồm:

(1) Phương pháp thống kê

Được sử dụng để thu thập thông tin, số liệu phục vụ nghiên cứu nhằm chứng minh cho các luận điểm được đưa ra trong Luận án.

(2) Phương pháp so sánh

Được sử dụng để so sánh thông tin, số liệu qua các thời kỳ trong giai đoạn nghiên cứu, từ đó làm rõ thực trạng CCDHLS và sự hoàn thiện của CCDHLS của NHNN trong giai đoạn từ năm 2002 đến năm 2016.

(3) Phương pháp tổng hợp – phân tích

Được sử dụng để tổng hợp các thông tin, số liệu đã thu thập từ đó kết hợp với phương pháp so sánh để làm rõ thực tế xây dựng lãi suất, điều hành lãi suất của NHNN cũng như tác động của các loại lãi suất này tới các biến số vĩ mô quan trọng như tăng trưởng kinh tế, CPI.

(4) Phương pháp ước lượng quan hệ đồng liên kết và hồi quy mô hình hiệu chỉnh sai số theo phương pháp bình phương bé nhất – ECM

Theo học thuyết Keynes mới, quan hệ giữa lãi suất và lạm phát thay đổi theo thời gian. Giá cả cứng nhắc trong ngắn hạn, song dưới tác động điều hành lãi suất của NHTW, lãi suất của NHTW thay đổi dẫn đến chi phí vốn của nền kinh tế thay đổi, khiến các doanh nghiệp phải điều chỉnh lại kế hoạch sản xuất, ảnh hưởng đến mức sản lượng đầu ra, từ đó có tác động điều chỉnh giá cả hàng hóa bán trên thị trường. Như vậy, theo thời gian, lạm phát có xu hướng thay đổi ngược chiều với sự điều chỉnh lãi suất của NHTW. Để kiểm định mối quan hệ giữa hai biến lạm phát và lãi suất của NHTW, tác giả sẽ xây dựng mô hình nghiên cứu mối quan hệ tác động giữa hai biến này, sau đó sử dụng kiểm định đồng liên kết và mô hình hiệu chỉnh sai số để thấy được tác động cụ thể của lãi

suất của NHTW tới lạm phát. Trong đó, tác giả sử dụng kiểm định đồng liên kết và mô hình hiệu chỉnh sai số được C.W.J. Granger phát triển và năm 1981 và hoàn thiện bởi Robert F.Engle và C.W.J. Granger vào năm 1987. Engle và Granger đưa ra bốn bước tiến hành kiểm định đồng liên kết và mô hình hiệu chỉnh sai số gồm:

Bước 1: Tìm bậc của sai phân.

Bước 2: Kiểm định đồng liên kết nhằm tìm ra mối quan hệ dài hạn giữa các biến số.

Bước 3: Tìm bậc của sai phân cho phần dư.

Bước 4: Ước lượng mô hình hiệu chỉnh sai số.

Tuy nhiên, trên thực tế “*đa số các chuỗi số kinh tế đều là chuỗi không dừng [80]*” nên nếu thực hiện mô hình hồi quy có thể dẫn đến hiện tượng tương quan giả [115], kết quả hồi quy thu được cho các kết quả kiểm định thống kê t , F , R^2 rất tốt song mô hình có thể không có ý nghĩa. Do vậy, trước khi kiểm định đồng liên kết, tác giả thực hiện kiểm định tính dừng của chuỗi số liệu trên cơ sở phương pháp kiểm định nghiệm đơn vị Augmented Dickey – Fuller.

Nếu các biến dừng cùng bậc, tác giả thực hiện hồi quy theo phương pháp bình phương bé nhất (OLS – Ordinary Least Square) với mô hình nghiên cứu của Luận án. Tiếp đến, tác giả lấy phần dư của mô hình hồi quy trên. Theo Robert F.Engle và C.W.J. Granger có 7 phương pháp để kiểm định đồng liên kết trong mô hình hồi quy theo phương pháp bình phương bé nhất gồm: sử dụng kiểm định Durbin Watson; kiểm định phần dư theo phương pháp DF, ADF; RVAR, ARVAR; UVAR, AUVAR [113]. Trong đó, hai phương pháp được sử dụng phổ biến là dựa vào kiểm định Durbin Watson và kiểm định tính dừng của phần dư theo phương pháp kiểm định nghiệm đơn vị Dickey – Fuller. Cụ thể:

- Nếu kết quả kiểm định Durbin Watson $> 0,386$ thì các biến có mối quan hệ đồng liên kết [113].
- Nếu phần dư của mô hình là chuỗi dừng thì các biến của mô hình có mối quan hệ đồng liên kết [113].

Nếu tồn tại mối quan hệ đồng liên kết thì các biến lạm phát và lãi suất của NHTW có mối quan hệ cân bằng trong dài hạn. Để ước lượng mối quan hệ ngắn hạn của hai biến số này, tác giả thực hiện ước lượng mô hình hiệu chỉnh sai số (ECM) theo mô hình nghiên cứu có tính thêm phần dư của mô hình từ đó đưa ra kết luận về tác động điều hành lãi suất của NHTW tới lạm phát.

(5) Phương pháp định lượng sử dụng mô hình vector tự hồi quy – VAR

(5.1) Mô hình VAR dạng cấu trúc và mô hình VAR dạng rút gọn

Vì mô hình nghiên cứu của Luận án chỉ có lãi suất và lạm phát nên Luận án trình bày về mô hình VAR dạng cấu trúc (là mô hình VAR dạng nguyên thủy mà Sims (1980) lần đầu tiên giới thiệu với hai biến số và trở một bước làm cơ sở cho ước lượng ở Chương 2, cụ thể:

$$\begin{aligned} y_{1t} &= a_{10} + a_{11}y_{2t} + a_{12}y_{1(t-1)} + a_{13}y_{2(t-1)} + \varepsilon_{1t} \\ y_{2t} &= a_{20} + a_{21}y_{1t} + a_{22}y_{1(t-1)} + a_{23}y_{2(t-1)} + \varepsilon_{2t} \end{aligned} \quad (1)$$

Hay viết dưới dạng ma trận:

$$y_t = A + A_0 y_t + A_1 y_{t-1} + \varepsilon_t$$

Trong đó y_{it} là các chuỗi dừng, thể hiện các biến lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu, lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng, lãi suất cho vay qua đêm bình quân liên ngân hàng, lãi suất huy động vốn bình quân của hệ thống NHTM, lãi suất cho vay bình quân của hệ thống NHTM và CPI; các sai số ngẫu nhiên ε_{1t} , ε_{2t} là các nhiễu trắng và không tương quan với nhau. Hệ này đối xứng theo nghĩa vai trò của các biến số y_{1t} và y_{2t} là hoàn toàn như nhau trong mô hình, ngoài ra mỗi phương trình đều có số biến như nhau.

Trong mô hình này, dễ nhận thấy có tồn tại mối quan hệ tương quan giữa biến giải thích và sai số ngẫu nhiên trong mỗi phương trình, nên việc áp dụng OLS là không phù hợp vì các ước lượng thu được sẽ chệch và thậm chí là không vững. Do đó, việc ước lượng mô hình trên được thông qua việc ước lượng mô hình VAR dạng rút gọn. Trong đó, mô hình dạng rút gọn là mô hình mà không có các biến nội sinh trong vế phải của các phương trình. Mô hình VAR dạng rút gọn cho mô hình trên có dạng như sau:

$$\begin{aligned} y_{1t} &= b_{10} + b_{11}y_{1(t-1)} + b_{12}y_{2(t-1)} + e_{1t} \\ y_{2t} &= b_{20} + b_{21}y_{1(t-1)} + b_{22}y_{2(t-1)} + e_{2t} \end{aligned} \quad (2)$$

Hay:

$$y_t = B_0 + B_1 y_{t-1} + e_t \quad (2')$$

Trong đó:

$$B_0 = \begin{pmatrix} b_{10} \\ b_{20} \end{pmatrix}; B_1 = \begin{pmatrix} b_{11} & b_{12} \\ b_{21} & b_{22} \end{pmatrix}; y_t = \begin{pmatrix} y_{1t} \\ y_{2t} \end{pmatrix}; e_t = \begin{pmatrix} e_{1t} \\ e_{2t} \end{pmatrix}$$

Có thể thấy mô hình này không có vấn đề về tính nội sinh của các biến giải thích nên phương pháp OLS sẽ cho các ước lượng tuyến tính không chệch tốt nhất trong lớp các ước lượng tuyến tính không chệch.

Một ứng dụng quan trọng nữa của mô hình VAR là phân tích cơ chế truyền tải sốc. Hàm phản ứng (Impulse response function) và phân rã phương sai được sử dụng để phân tích cơ chế truyền tải sốc. Việc tính toán hàm phản ứng và phân rã phương sai tuy nhiên lại cần đến các ước lượng của các tham số trong mô hình VAR dạng cấu trúc. Do đó câu hỏi được đặt ra là liệu Luận án có thể sử dụng các tham số từ mô hình rút gọn để suy ra các tham số cho mô hình cấu trúc hay không? Để trả lời câu hỏi này, mô hình VAR dạng cấu trúc tổng quát với m biến và trễ p bước được viết lại như sau:

$$y_t = A + A_0 y_t + \dots + A_p y_{t-p} + \varepsilon_t$$

Trong đó, $y_t = (y_{1t}, \dots, y_{mt})'$; A_i : ma trận cấp $m \times m$, A : ma trận cấp $m \times 1$

Và mô hình dạng rút gọn tương ứng là:

$$y_t = (I - A_0)^{-1} A + (I - A_0)^{-1} A_1 y_{t-1} + \dots + (I - A_0)^{-1} \varepsilon_t$$

Hay: $y_t = B_0 + B_1 y_{t-1} + \dots + B_p y_{t-p} + e_t$

Tiếp đó, câu hỏi trên được giải quyết bằng việc xem xét vấn đề định dạng của mô hình VAR dạng cấu trúc và phân rã Cholesky.

(5.2) Vấn đề định dạng và phân rã Cholesky

Vấn đề định dạng: Một mô hình cấu trúc được gọi là định dạng được nếu các tham số của nó có thể suy ra được từ các tham số của mô hình rút gọn tương ứng.

Luận án xem xét liệu từ các tham số của mô hình rút gọn (2) có thể suy ra được các tham số của mô hình cấu trúc (1) hay không.

Viết lại mô hình cấu trúc (1.1) dưới dạng:

$$\begin{pmatrix} 1 & -a_{11} \\ -a_{21} & 1 \end{pmatrix} \begin{pmatrix} y_{1t} \\ y_{2t} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} a_{10} \\ a_{20} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} a_{12} & a_{13} \\ a_{22} & a_{23} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} y_{1t-1} \\ y_{2t-1} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \end{pmatrix} \quad (3)$$

Do đó, nếu ma trận bên vế trái của phương trình là không suy biến nghĩa là $(1 - a_{11}a_{21}) \neq 0$ thì (3) viết lại được là:

$$\begin{pmatrix} y_{1t} \\ y_{2t} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} 1 & -a_{11} \\ -a_{21} & 1 \end{pmatrix}^{-1} \begin{pmatrix} a_{10} \\ a_{20} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} 1 & -a_{11} \\ -a_{21} & 1 \end{pmatrix}^{-1} \begin{pmatrix} a_{12} & a_{13} \\ a_{22} & a_{23} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} y_{1t-1} \\ y_{2t-1} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} 1 & -a_{11} \\ -a_{21} & 1 \end{pmatrix}^{-1} \begin{pmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \end{pmatrix} \quad (4)$$

Hay:

$$\begin{pmatrix} y_{1t} \\ y_{2t} \end{pmatrix} = (1 - a_{11}a_{21})^{-1} \left\{ \begin{pmatrix} 1 & a_{11} \\ a_{21} & 1 \end{pmatrix} \begin{pmatrix} a_{10} \\ a_{20} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} 1 & a_{11} \\ a_{21} & 1 \end{pmatrix} \begin{pmatrix} a_{12} & a_{13} \\ a_{22} & a_{23} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} y_{1t-1} \\ y_{2t-1} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} 1 & a_{11} \\ a_{21} & 1 \end{pmatrix} \begin{pmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \end{pmatrix} \right\} \quad (5)$$

Mô hình (5) là dạng rút gọn của mô hình (1).

Trong đó:

$$\begin{aligned} b_{10} &= \frac{a_{10} + a_{11}a_{20}}{1 - a_{11}a_{21}}; b_{20} = \frac{a_{21}a_{10} + a_{20}}{1 - a_{11}a_{21}}; b_{11} = \frac{a_{12} + a_{11}a_{22}}{1 - a_{11}a_{21}}; \\ b_{12} &= \frac{a_{13} + a_{11}a_{23}}{1 - a_{11}a_{21}}; b_{21} = \frac{a_{21}a_{12} + a_{22}}{1 - a_{11}a_{21}}; b_{22} = \frac{a_{21}a_{13} + a_{23}}{1 - a_{11}a_{21}} \end{aligned} \quad (6)$$

Và:

$$\begin{aligned} e_{1t} &= (1 - a_{11}a_{21})^{-1} \varepsilon_{1t} + (1 - a_{11}a_{21})^{-1} a_{11} \varepsilon_{2t} \\ e_{2t} &= (1 - a_{11}a_{21})^{-1} a_{21} \varepsilon_{1t} + (1 - a_{11}a_{21})^{-1} \varepsilon_{2t} \end{aligned} \quad (7)$$

Do đó:

$$\begin{aligned} \text{var}(e_{1t}) &= (1 - a_{11}a_{21})^{-2} \sigma_{\varepsilon 1}^2 + (1 - a_{11}a_{21})^{-2} a_{11}^2 \sigma_{\varepsilon 2}^2 \\ \text{var}(e_{2t}) &= (1 - a_{11}a_{21})^{-2} a_{21}^2 \sigma_{\varepsilon 1}^2 + (1 - a_{11}a_{21})^{-2} \sigma_{\varepsilon 2}^2 \\ \text{cov}(e_{1t}; e_{2t}) &= (1 - a_{11}a_{21})^{-2} a_{21} \sigma_{\varepsilon 1}^2 + (1 - a_{11}a_{21})^{-2} a_{11} \sigma_{\varepsilon 2}^2 \end{aligned} \quad (8)$$

Như vậy phương trình trong (6) và (8) nối kết các tham số của hai mô hình.

Khi ước lượng mô hình rút gọn (2) ta sẽ nhận được giá trị ước lượng của 9 tham số, bao gồm các b_{ij} và $\text{var}(e_{1t})$, $\text{var}(e_{2t})$ và $\text{cov}(e_{1t}, e_{2t})$. Trong đó, Luận án cần khôi phục lại 10 tham số cho mô hình cấu trúc (1), bao gồm a_{ij} và $\text{var}(\varepsilon_{1t})$, $\text{var}(\varepsilon_{2t})$. Do đó, thông tin thu được từ việc ước lượng mô hình rút gọn là không đủ để khôi phục các tham số trong mô hình cấu trúc. Vì vậy, mô hình VAR dạng cấu trúc được xếp là mô hình không định dạng được. Để xử lý vấn đề này, Luận án cần đưa ra thêm ràng buộc lên các tham số của mô hình. Một trong những cách tiếp cận dạng này là phân rã Cholesky.

b. Phân rã Cholesky:

Để minh họa phân rã Cholesky cho mô hình đơn giản hai biến và một trễ, phân rã này giả sử, chẳng hạn rằng $a_{11} = 0$, nghĩa là y_2 không có tác động tức thời lên y_1 (tuy nhiên nó vẫn có tác động trong các thời kỳ sau, thông qua cơ chế trễ của mô hình. Khi đó (7) có thể viết lại dưới dạng:

$$\begin{pmatrix} e_{1t} \\ e_{2t} \end{pmatrix} = (1 - a_{11}a_{21})^{-1} \begin{pmatrix} 1 & 0 \\ a_{21} & 1 \end{pmatrix} \begin{pmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \end{pmatrix}$$

Ma trận vế phải phương trình trên là ma trận tam giác dưới, vì vậy cách tiếp cận này có tên gọi là phân rã Cholesky.

Như vậy, Luận án có 9 phương trình cho 9 ẩn số, hay nói cách khác, mô hình (1) với ràng buộc $a_{11} = 0$ là định dạng được, Luận án có thể thu được các ước lượng của mô hình cấu trúc (1) nhờ vào các ước lượng từ mô hình (2).

Khi các tham số trong mô hình rút gọn và mô hình cấu trúc đã được ước lượng, Luận án có thể sử dụng chúng trong việc phân tích cơ chế truyền tải sốc giữa các biến số, thông qua hàm phản ứng.

(5.3) Hàm phản ứng và ứng dụng trong phân tích cơ chế truyền tải sốc

Một trong các câu hỏi quan trọng trong thực tế là: khi một biến số trong mô hình chịu một cú sốc thì tác động của nó tới các biến số khác trong mô hình ra sao?

Để trả lời cho câu hỏi này, tác giả sẽ hướng tới việc biểu diễn các biến số trong mô hình thành hàm số của các cú sốc. Việc này được tiến hành như sau.

Nếu điều kiện ổn định được thỏa mãn thì (2)' có thể biểu diễn được như sau:

$$y_t = (I + B_1 + \dots + B_1^n + \dots)B_0 + \sum_{i=0}^{\infty} B_1^i e_{t-i} = (I - B_1)^{-1}B_0 + \sum_{i=0}^{\infty} B_1^i e_{t-i} \quad (13)$$

Hay:

$$\begin{aligned} \begin{pmatrix} y_{1t} \\ y_{2t} \end{pmatrix} &= \begin{pmatrix} \bar{y}_1 \\ \bar{y}_2 \end{pmatrix} + \sum_{i=0}^{\infty} \begin{pmatrix} b_{11} & b_{12} \\ b_{21} & b_{22} \end{pmatrix}^i \begin{pmatrix} e_{1t-i} \\ e_{2t-i} \end{pmatrix} \\ &= \begin{pmatrix} \bar{y}_1 \\ \bar{y}_2 \end{pmatrix} + (1 - a_{11}a_{21})^{-1} \sum_{i=0}^{\infty} \begin{pmatrix} b_{11} & b_{12} \\ b_{21} & b_{22} \end{pmatrix}^i \begin{pmatrix} 1 & a_{11} \\ a_{21} & 1 \end{pmatrix} \begin{pmatrix} \varepsilon_{1,t-i} \\ \varepsilon_{2,t-i} \end{pmatrix} \end{aligned} \quad (14)$$

Một cách tương đương :

$$\begin{pmatrix} y_{1t} \\ y_{2t} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} \bar{y}_1 \\ \bar{y}_2 \end{pmatrix} + \sum_{i=0}^{\infty} \begin{pmatrix} \phi_{11}(i) & \phi_{12}(i) \\ \phi_{21}(i) & \phi_{22}(i) \end{pmatrix} \begin{pmatrix} \varepsilon_{1,t-i} \\ \varepsilon_{2,t-i} \end{pmatrix} \quad (15)$$

Ý nghĩa của hệ phương trình (15) là như sau :

- Các sai số ε_1 và ε_2 được giả thiết là không tương quan với nhau. Do đó y_1 và y_2 trong (15) chính là tổng của các cú sốc không tương quan, và như vậy cách biểu diễn này giúp ta trong việc phân tích kích bản là tại thời điểm t_0 nào đó, ε_{1t_0} nhận được một giá trị sốc và ε_{2t_0} là không đổi.
- Các hệ số $\Phi(i)$ thể hiện cơ chế truyền tải sốc của một biến lên cả hệ thống và theo thời gian, như sau :
- $\Phi_{11}(0), \Phi_{11}(1), \dots, \Phi_{11}(k), \dots$: tác động của cú sốc 1 đơn vị trong biến y_1 lên chính nó sau 0 thời kỳ, sau 1 thời kỳ, ..., sau k thời kỳ...
- $\Phi_{12}(0), \Phi_{12}(1), \dots, \Phi_{12}(k), \dots$: tác động của cú sốc 1 đơn vị trong biến y_2 lên biến y_1 sau 0 thời kỳ, sau 1 thời kỳ, ..., sau k thời kỳ...
- $\Phi_{21}(0), \Phi_{21}(1), \dots, \Phi_{21}(k), \dots$: tác động của cú sốc 1 đơn vị trong biến y_1 lên biến y_2 sau 0 thời kỳ, sau 1 thời kỳ, ..., sau k thời kỳ...
- $\Phi_{22}(0), \Phi_{22}(1), \dots, \Phi_{22}(k), \dots$: tác động của cú sốc 1 đơn vị trong biến y_2 lên chính nó sau 0 thời kỳ, sau 1 thời kỳ, ..., sau k thời kỳ...

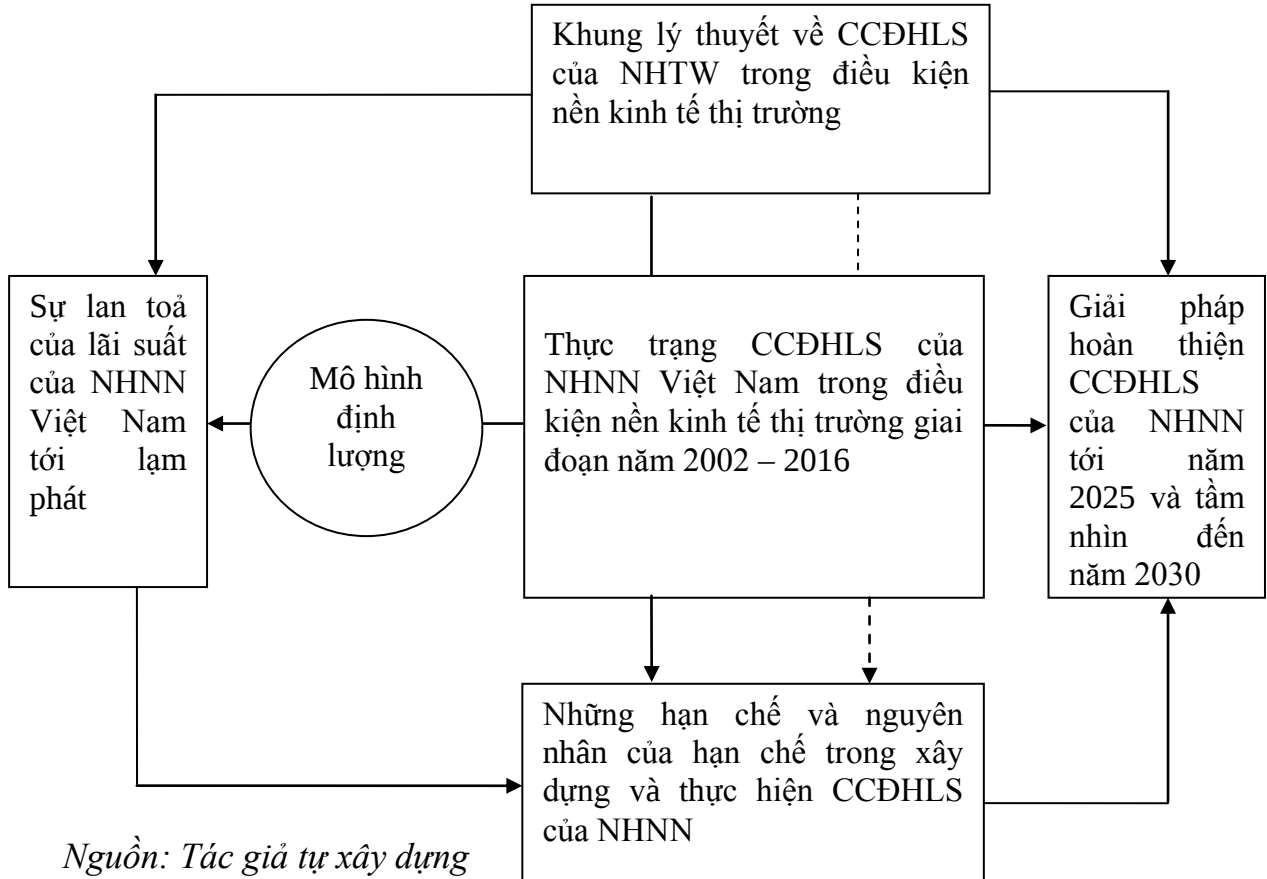
Với ý nghĩa như vậy nên 4 hàm $\phi_{11}(i); \phi_{12}(i); \phi_{21}(i); \phi_{22}(i)$ được gọi là hàm phản ứng, thể hiện phản ứng của các biến đối với cú sốc lên một biến trong hệ thống sau i thời kỳ. Nếu hệ ổn định thì giá trị các hàm này sẽ triệt tiêu dần khi i càng lớn.

Khi $i = 0$, các hàm này cũng còn được gọi là nhân tử tác động (impact multipliers), thể hiện tác động tức thì của các cú sốc lên các biến tương ứng.

Tổng $\sum_{i=0}^{\infty} \phi_{jk}(i)$ thể hiện tác động tích lũy trong dài hạn của cú sốc trong ε_{kt}

lên biến y_j , và do đó được gọi là nhân tử dài hạn (long run multiplier), ($j, k = 1, 2$).

5.5 Khung phân tích của Luận án



Hình 1: Khung phân tích của đề tài Luận án

6. Kết cấu của Luận án

Ngoài phần mở đầu, kết luận và kiến nghị, danh mục các công trình đã công bố của Luận án, danh mục tài liệu tham khảo, phụ lục, nội dung của Luận án được kết cấu gồm ba chương như sau:

Chương 1. Cơ sở lý luận về cơ chế điều hành lãi suất của ngân hàng trung ương trong điều kiện nền kinh tế thị trường

Chương 2. Thực trạng cơ chế điều hành lãi suất của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam trong điều kiện nền kinh tế thị trường

Chương 3. Giải pháp hoàn thiện cơ chế điều hành lãi suất của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam trong điều kiện nền kinh tế thị trường

CHƯƠNG 1. CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ CƠ CHẾ ĐIỀU HÀNH LÃI SUẤT CỦA NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG TRONG ĐIỀU KIỆN NỀN KINH TẾ THỊ TRƯỜNG

1.1 Cơ chế điều hành lãi suất của ngân hàng trung ương trong nền kinh tế thị trường

1.1.1 Khái quát về lãi suất và nhân tố ảnh hưởng đến lãi suất

Lãi suất là một phạm trù kinh tế quan trọng, nhận được sự quan tâm đặc biệt của các nhà kinh tế học. Trong đó, Alfred Marshall cho rằng: *“lãi suất là cái giá phải trả cho việc sử dụng vốn trên bất kỳ thị trường nào. Lãi suất thường hướng tới một mức cân bằng sao cho tổng cầu về vốn trên thị trường bằng tổng số vốn được cung ứng [76].”*

Theo Irving Fisher: *“lãi suất là cầu nối giữa thu nhập và vốn.”* Và *“lãi suất là tỷ lệ phần trăm giữa số tiền phải trả trên số vốn vay mượn sau một năm [106].”*

Theo J.M Keynes: *“lãi suất là khoản thù lao cho việc không sử dụng khả năng chuyển hoá, nên bất cứ lúc nào cũng biểu thị mức độ của những người có tiền không muốn từ bỏ quyền kiểm soát số tiền của mình [73].”*

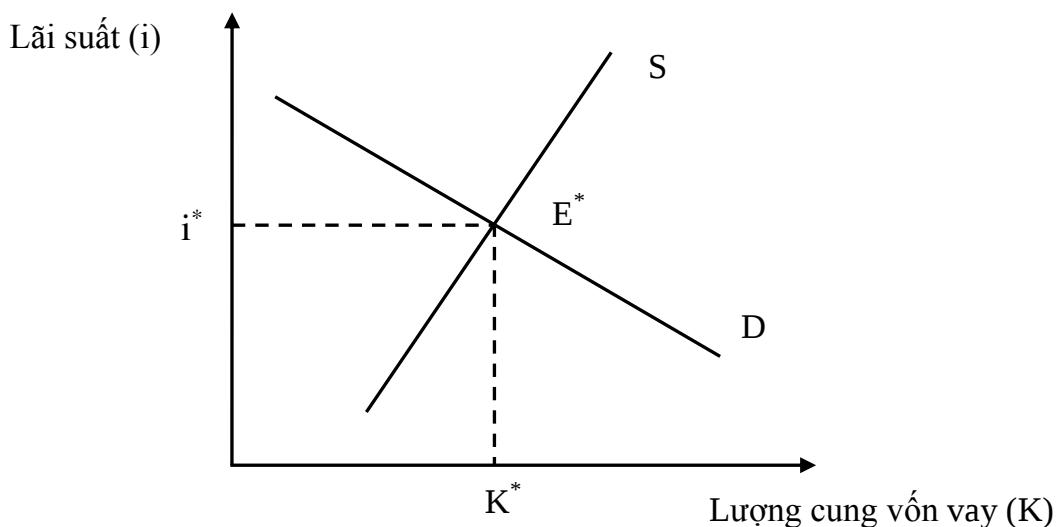
David Cox cho rằng: *“lãi suất biểu hiện giá cả khoản tiền mà người cho vay đòi hỏi khi tạm thời trao quyền sử dụng khoản tiền của mình cho người khác [68].”*

Hay theo quan điểm của Robert J.Gordon: *“lãi suất là tỷ lệ phần trăm mà người đi vay phải trả cho người cho vay [72].”*

Như vậy, trong nền kinh tế thị trường, lãi suất là giá cả của quan hệ vay mượn vốn. Trong đó, người thừa vốn mang vốn tạm thời nhàn dỗi của mình cho người thiếu vốn vay. Sau một khoảng thời gian nhất định, người thừa vốn sẽ nhận về đầy đủ vốn gốc và tiền lãi. Lãi suất được tính trên cơ sở tỷ suất phần trăm giữa tiền lãi và vốn cho vay sau một khoảng thời gian nhất định, thường là một năm. Trong nền kinh tế thị trường, lãi suất chịu tác động bởi nhiều nhân tố song cơ bản, lãi suất được hình thành dựa trên cơ sở cung cầu vốn.

Trong đó, cầu vốn vay xuất hiện từ phía các chủ thể thiếu vốn trong nền kinh tế, mong muốn vay vốn nhằm đáp ứng nhu cầu sản xuất kinh doanh hoặc nhu cầu vay vốn tiêu dùng như: doanh nghiệp, tổ chức, hộ gia đình hoặc chính phủ... Đường cầu vốn vay là đường dốc về phía trái, phản ánh khi lãi suất tăng, nhu cầu sử dụng vốn có xu hướng giảm xuống và ngược lại.

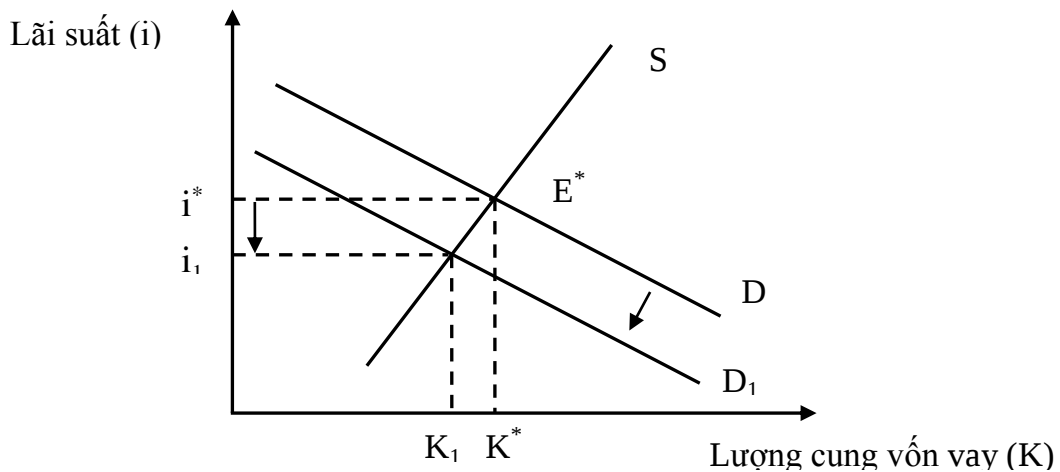
Cung vốn vay khởi nguồn từ nguồn vốn đang tạm thời không sử dụng tới của các chủ thể trong nền kinh tế. Các chủ thể này sẵn sàng cho người thiếu vốn vay mượn trong một khoảng thời gian nhất định nhằm tìm kiếm cơ hội đầu tư, tạo ra lợi nhuận cho khối tài sản đang tạm thời nhàn dỗi. Người cung ứng vốn có thể là hộ gia đình, doanh nghiệp, tổ chức, chính phủ hoặc NHTW. Đường cung vốn là đường dốc về bên phải, phản ánh khi lãi suất tăng, nguồn cung vốn sẵn sàng tăng nhằm tìm kiếm cơ hội kinh doanh và ngược lại.



Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

Hình 1.1: Cân bằng cung cầu quỹ cho vay

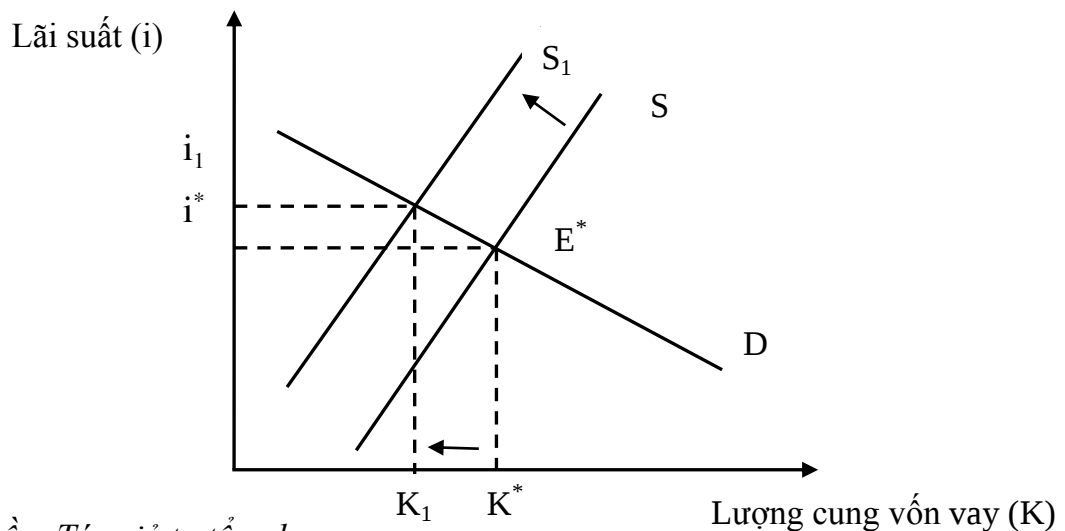
Đường cung và đường cầu vốn vay gặp và cắt nhau ở điểm cân bằng khi nguồn cung về vốn vừa đủ thoả mãn nhu cầu sử dụng vốn của nền kinh tế, hình thành lãi suất cân bằng – lãi suất thị trường.



Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

Hình 1.2: Đường cầu vốn vay dịch chuyển sang trái

Khi nhu cầu đầu tư, chi tiêu có xu hướng giảm nhưng nguồn cung về vốn không giảm theo kịp, khiến lãi suất trên thị trường giảm và ngược lại.



Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

Hình 1.3: Đường cung vốn vay dịch chuyển sang trái

Khi cung vốn giảm, cầu đầu tư và tiêu dùng trong nền kinh tế không giảm theo kịp dẫn đến lãi suất trên thị trường tăng và ngược lại.

Bên cạnh đó, lãi suất thị trường còn chịu tác động của nhiều nhân tố khác như: tỷ lệ lạm phát kỳ vọng, tỷ lệ lợi nhuận kỳ vọng của nhà đầu tư, bội chi ngân sách nhà nước... dẫn đến sự dịch chuyển của lãi suất trên thị trường.

Như vậy, lãi suất vận hành theo quy luật thị trường, lãi suất tăng hay giảm phụ thuộc cung cầu vốn vay thể hiện quy luật kinh tế khách quan. Cơ chế vận hành của lãi suất do thị trường quyết định. Trong điều kiện nền kinh tế thị trường, các chủ thể tự do cạnh tranh, cung cầu vốn vay tự điều chỉnh về mức lãi suất cân bằng. Tuy nhiên, nếu để thị trường tự điều tiết, không có sự kiểm soát của nhà nước sẽ dẫn đến các hạn chế như: tình trạng cạnh tranh khiến lãi suất tăng vọt, tình trạng ép giá xảy ra; gây suy giảm tín dụng chỉ định, loại bỏ các yêu cầu phân bổ tín dụng ưu tiên cho các chủ thể như các nhà sản xuất quy mô nhỏ, nông nghiệp và các lĩnh vực ưu tiên khác phục vụ chiến lược phát triển kinh tế xã hội... [111] Tất cả những điều này sẽ dẫn đến tình trạng hạn chế đầu tư, thu hẹp sản xuất, cạnh tranh thiếu lành mạnh giữa các TCTC, gây mất ổn định thị trường cũng như không đảm bảo các vấn đề xã hội... Do đó, nhất thiết phải có sự can thiệp của nhà nước trong quá trình quản lý hoạt động của thị trường.

1.1.2 Khái niệm cơ chế điều hành lãi suất của ngân hàng trung ương

Vì lãi suất vận hành theo quy luật kinh tế khách quan, để đạt được các mục tiêu điều hành vĩ mô, NHTW phải thông qua quá trình điều hành lãi suất để tác động vào thị trường nhằm đạt được các mục tiêu quản lý của mình.

Trong đó, từ cơ chế (mechanism) xuất phát từ từ “*mechanismus*” trong tiếng Latin, có nghĩa là “*thiết bị*” hoặc “*phương tiện*”. Hay cơ chế là: “*một phần của một cỗ máy, hoặc một tập hợp của các bộ phận làm việc với nhau [138].*” Đồng thời, cơ chế cũng là “*một cách để làm một cái gì đó đã được lên kế hoạch hoặc một phần của một hệ thống [138].*” Như vậy, cơ chế vừa là danh từ chỉ cấu tạo của máy móc, thiết bị, vừa là động từ chỉ nguyên lý hoạt động của một thiết bị hoặc một quy trình công việc cụ thể, bao hàm cơ cấu tổ chức, nguyên tắc vận hành. Để vận hành được, cơ chế chịu tác động bởi nhiều nhân tố khách quan.

Từ điều hành (Operate) xuất phát từ từ “*Opus*” trong tiếng Latin có nghĩa là công việc, là hoạt động kiểm soát, điều khiển các hoạt động của một thiết bị, một quá trình công việc hoặc một hệ thống nhất định. Hay điều hành được hiểu là: “*một người hoặc một tổ chức kiểm soát các hoạt động của một thiết bị, một*

quá trình công việc hoặc hoạt động của cả một hệ thống [148]” “làm cho quá trình hoạt động diễn ra đúng quy luật, đúng quy tắc [82].” Xét theo nghĩa chung nhất, điều hành là việc một tổ chức hoặc một cá nhân kiểm soát mọi hoạt động, điều khiển để tất cả các bộ phận công việc hoặc quy trình hoạt động theo đúng nguyên tắc đề ra từ đó giúp người điều hành đạt được mục đích theo kế hoạch.

Trong phạm vi của Luận án, cơ chế điều hành lãi suất là việc NHTW sử dụng các biện pháp khác nhau nhằm kiểm soát lãi suất để điều tiết thị trường từ đó đạt được mục tiêu CSTT. Vì lãi suất mang tính khách quan, vận hành theo quy luật thị trường, thông qua sự điều tiết cung cầu vốn vay trên thị trường hình thành lãi suất. Để ổn định thị trường và đạt được mục tiêu CSTT, NHTW phải sử dụng tổng thể các biện pháp nhằm kiểm soát lãi suất qua đó điều chỉnh hành vi của các chủ thể trên thị trường song phải đảm bảo tôn trọng quy luật thị trường. ***Như vậy, CCĐHLS là tổng thể các quy định của NHTW trong việc thiết lập mục tiêu điều hành lãi suất, lựa chọn công cụ lãi suất, xác định mức lãi suất và phương pháp điều hành lãi suất của NHTW từ đó lan tỏa tới nền kinh tế giúp NHTW đạt được mục tiêu CSTT.***

1.1.3 Mục tiêu điều hành lãi suất của ngân hàng trung ương

Lãi suất là công cụ của CSTT, mọi hoạt động điều hành lãi suất của NHTW đều nhằm đạt được mục tiêu CSTT. Do đó, mục tiêu điều hành lãi suất của NHTW phải thống nhất với mục tiêu CSTT. Tùy theo điều kiện cụ thể của mỗi quốc gia, NHTW xác định mục tiêu điều hành CSTT phù hợp với tình hình kinh tế - xã hội trong từng giai đoạn, theo đó mục tiêu điều hành lãi suất của NHTW cũng có sự thay đổi. Theo Koshy Mathai: *“CSTT tồn tại dưới nhiều hình thức. Song về cơ bản, nó điều chỉnh cung tiền trong nền kinh tế để đồng thời đạt được mục tiêu kiểm soát lạm phát và ổn định sản lượng đầu ra [145].”*

Theo NHTW Canada: *“Mục tiêu của CSTT là để bảo tồn giá trị tiền bạc bằng cách giữ lạm phát thấp, ổn định và dễ dự đoán. Điều này cho phép người dân Canada thực hiện các quyết định chi tiêu và đầu tư tự tin hơn, khuyến khích đầu tư*

dài hạn trong nền kinh tế, và góp phần tạo việc làm bền vững và năng suất cao hơn. Điều này sẽ dẫn đến những cải thiện trong tiêu chuẩn sống của người dân [129].”

Theo NHTW Châu Âu: “Mục tiêu chính của nhiều NHTW là ổn định giá cả. Ngoài ra, ở một số nước, theo quy định của pháp luật, mục tiêu hoạt động của các NHTW còn nhằm giảm tỷ lệ thất nghiệp, đảm bảo công ăn việc làm đầy đủ [141].”

Theo Cục Dự trữ liên bang Hoa Kỳ: “Hệ thống dự trữ liên bang, thường được gọi là Cục Dự trữ Liên bang hoặc đơn giản là Fed, là NHTW của Hoa Kỳ.” Và “Cục Dự trữ Liên bang có trách nhiệm quản lý bốn lĩnh vực quan trọng sau:

Thực hiện CSTT của quốc gia bằng cách tác động tới tiền tệ và tín dụng nhằm theo đuổi mục tiêu việc làm đầy đủ và giá cả ổn định.

Giám sát, điều tiết ngân hàng và TCTC quan trọng khác để đảm bảo an toàn, lành mạnh của hệ thống ngân hàng, tài chính quốc gia và bảo vệ quyền tín dụng của người tiêu dùng.

Duy trì sự ổn định của hệ thống tài chính và rủi ro hệ thống có thể phát sinh trong thị trường tài chính.

Cung cấp các dịch vụ tài chính nhất định cho Chính phủ Hoa Kỳ, các TCTC của Hoa Kỳ, các tổ chức chính thức nước ngoài, và đóng một vai trò quan trọng trong điều hành và giám sát các hệ thống thanh toán của quốc gia [136].”

Như vậy, mỗi quốc gia xác định mục tiêu điều hành CSTT khác nhau. Song về cơ bản, CSTT của các NHTW đều hướng tới các mục tiêu sau:

(1) Ổn định giá cả, đảm bảo mục tiêu lạm phát

Ổn định giá cả là mục tiêu quan trọng và mang tính chiến lược dài hạn của NHTW bởi giá cả ảnh hưởng đến chi phí và thu nhập của các nhà đầu tư, hộ gia đình. Trên cơ sở ổn định giá cả, kinh tế có điều kiện phát triển ổn định, bền vững, chất lượng tăng trưởng đảm bảo, từ đó đảm bảo chất lượng cuộc sống của dân cư. Tuy nhiên, ổn định giá cả, đảm bảo mục tiêu lạm phát là mục tiêu dài hạn của CSTT bởi theo Keynes, trong ngắn hạn, mức giá cứng nhắc, không thay đổi. Mức giá chỉ thay đổi trong dài hạn khi NHTW sử dụng các công cụ điều hành tác động

tới cung cầu vốn vay, đặc biệt là công cụ lãi suất. Vì vậy, sẽ không khả thi đối với NHTW trong việc theo đuổi mục tiêu kiểm soát giá cả trong ngắn hạn [66].

(2) Đảm bảo tăng trưởng kinh tế

Tăng trưởng kinh tế tạo điều kiện nâng cao chất lượng cuộc sống người dân, là đích cần đạt được trong mọi hoạt động điều hành vĩ mô của nhà nước. Khi cần khuyến khích tăng trưởng kinh tế, NHTW thực hiện CSTT nói lỏng, mở rộng tổng cung tiền tệ, hạ thấp lãi suất có tác động kích thích tiêu dùng của hộ gia đình, tạo điều kiện cho doanh nghiệp mở rộng đầu tư, gia tăng sản xuất từ đó làm tăng sản lượng. Tuy nhiên, NHTW tăng cung tiền tệ, tạo áp lực gia tăng lạm phát. Do đó, trong ngắn hạn, mục tiêu tăng trưởng kinh tế và ổn định giá cả không thể đồng thời đạt được, tùy thuộc điều kiện kinh tế trong từng giai đoạn, NHTW có sự lựa chọn ưu tiên mục tiêu lạm phát hay tăng trưởng kinh tế.

(3) Duy trì tỷ lệ thất nghiệp thấp, đảm bảo công ăn việc làm đầy đủ

Khi NHTW đạt được mục tiêu ổn định giá cả, kinh tế tăng trưởng bền vững tạo điều kiện cho các doanh nghiệp phát triển, mở rộng sản xuất do đó tăng tỷ lệ người lao động có việc làm, giảm tình trạng thất nghiệp. Mục tiêu này được tạo ra từ nền tảng của sự ổn định giá cả và tăng trưởng kinh tế. Do đó, xét trong dài hạn mục tiêu này đạt được khi NHTW xây dựng và thực hiện CCDHLS có hiệu quả.

Như vậy, các mục tiêu của CSTT có mối quan hệ với nhau. Trong dài hạn, các mục tiêu không có mâu thuẫn, song trong ngắn hạn, các mục tiêu này không thể đồng thời đạt được. Bởi khi NHTW hạ lãi suất nhằm khuyến khích tiêu dùng, mở rộng đầu tư, tạo thêm công ăn việc làm khiến lạm phát tăng. Do đó, các mục tiêu này cần là mục tiêu dài hạn và có chiến lược cụ thể để đạt được. Vì lãi suất là công cụ điều hành của CSTT, mục tiêu điều hành lãi suất phải thống nhất với mục tiêu của CSTT. Do đó, trong xây dựng và thực hiện CCDHLS của NHTW, mục tiêu cần đạt được là ổn định giá cả, đảm bảo mục tiêu lạm phát, tăng trưởng kinh tế và duy trì tỷ lệ thất nghiệp thấp, đảm bảo công ăn việc làm đầy đủ.

1.1.4 Công cụ lãi suất của ngân hàng trung ương

Do sự khác nhau về điều kiện kinh tế - xã hội, sự phát triển của thị trường tài chính, vị trí pháp lý của NHTW mỗi quốc gia nên lãi suất của NHTW mỗi quốc gia trong điều hành CSTT có sự khác nhau về tên gọi, cách xác định. Cụ thể:

Lãi suất của NHTW Châu Âu (ECB) là LSCB – Key Interest Rates - do Hội đồng điều hành của ECB xác định. LSCB của khu vực đồng EUR là lãi suất tái cấp vốn, được ECB cho các NHTM vay để đáp ứng nhu cầu thanh khoản. Trong đó, ECB cho NHTM vay thông qua hình thức đấu thầu lãi suất cố định hoặc đấu thầu khối lượng [142]. Việc ECB điều chỉnh LSCB có tác động mạnh tới lãi suất liên ngân hàng Châu Âu (Euribor). Do đó, LSCB của ECB được sử dụng như một công cụ để ECB tác động tới lãi suất thị trường. LSCB được ECB xác định dựa trên mức lạm phát mục tiêu của khu vực đồng tiền chung Châu Âu [71].

Lãi suất chính thức của NHTW Anh (BoE) – Official Interest Rate/ Bank Rate được ấn định bởi Ủy ban CSTT. Đây là mức lãi suất tham chiếu để xác định mức lãi suất cho vay qua đêm của BoE với các NHTM. Lãi suất chính thức được BoE xác định dựa trên cơ sở mục tiêu lạm phát và dự báo biến động lạm phát kỳ vọng trong tương lai. Ủy ban CSTT của BoE điều chỉnh lãi suất chính thức nhằm ảnh hưởng tới nền kinh tế, kéo nhu cầu và nguồn cung hàng hoá, dịch vụ về mức cân bằng để đảm bảo tỷ lệ lạm phát về mức lạm phát mục tiêu 2% của BoE [131].

Cục dự trữ Liên bang Hoa Kỳ (Fed) sử dụng đồng thời hai lãi suất trong điều hành CSTT là lãi suất tái chiết khấu (The Discount Rate) và lãi suất cho vay bù đắp dự trữ bắt buộc mục tiêu của liên bang hay còn gọi là lãi suất liên bang (Interest on Required Reserve Balances and Excess Balances). Trong đó, lãi suất tái chiết khấu là lãi suất Fed cho các NHTM và các tổ chức lưu ký khác vay vốn trên cửa sổ chiết khấu. Lãi suất tái chiết khấu được xác định bởi Ban giám đốc Ngân hàng dự trữ. Lãi suất liên bang thực chất là lãi suất mục tiêu, được Fed công bố nhằm định hướng cho vay trên thị trường liên ngân hàng khi các NHTM thiếu hụt dự trữ bắt buộc

(DTBB) [135]. Lãi suất mục tiêu do Ủy ban thị trường mở liên bang quyết định dựa trên cơ sở mục tiêu CSTT và dự báo phát triển kinh tế.

NHTW Nhật Bản (BoJ) sử dụng công cụ lãi suất cho vay qua đêm không thể chấp trên thị trường liên ngân hàng nhằm tác động tới thị trường tiền tệ và mặt bằng lãi suất trên thị trường. Lãi suất này tác động đến cung tiền và có vai trò định hướng mức lãi suất của các khoản tiết kiệm, cho vay thế chấp của NHTM [71].

Tương tự BoJ, NHTW Malaysia áp dụng mức lãi suất chính sách cho vay qua đêm giữa các NHTM. Đây là mức lãi suất tham khảo cho các NHTM trong việc điều chỉnh mức lãi suất cho vay [71].

Như vậy, mỗi quốc gia khác nhau, NHTW xác định và sử dụng một lãi suất với tên gọi khác nhau trong điều hành CSTT. Song hầu hết các lãi suất này không có nhiều sự khác biệt, về cơ bản, các lãi suất này có chung các đặc điểm sau:

Một, lãi suất của NHTW là lãi suất mục tiêu, do NHTW công bố, được sử dụng làm định hướng cho các NHTM trong hoạt động kinh doanh. Lãi suất này được xác định trên cơ sở mục tiêu điều hành CSTT và dự báo phát triển kinh tế.

Hai, lãi suất của NHTW được xác định bởi hội đồng chuyên môn của quốc gia. Thành viên hội đồng chuyên môn bao gồm thống đốc NHTW, các phó thống đốc NHTW. Hội đồng này họp định kỳ theo lịch cố định từ trước. Trên cơ sở thảo luận các vấn đề về tình hình kinh tế, hội đồng chuyên môn quyết định mức lãi suất và công bố công khai ngay sau khi kết thúc cuộc họp nhằm tạo luồng thông tin chính thức từ đó dẫn dắt lãi suất thị trường theo mục tiêu lãi suất của NHTW.

Ba, NHTW sử dụng nghiệp vụ thị trường mở (OMO) để tác động tới cung cầu vốn, từ đó điều chỉnh lãi suất thị trường về mức mục tiêu đã đề ra.

1.1.5 Nguyên tắc xác định lãi suất của ngân hàng trung ương

Nguyên tắc xác định lãi suất ban đầu được phát triển bởi Irving Fisher, ông cho rằng: *“Lãi suất trong hợp đồng vay vốn sẽ trở lên hoàn hảo nếu nó được điều chỉnh theo những thay đổi trong sức mua của tiền tệ [106].”* *“Khi giá cả tăng cao, lãi suất có xu hướng cao”* *“để bù đắp cho sự gia tăng của giá cả hàng*

hóa” và “*khi giá giảm, lãi suất có xu hướng giảm [106]*” Hay nguyên tắc lãi suất này được hiểu một cách đơn giản như sau:

Lãi suất danh nghĩa = lãi suất thực + tỷ lệ lạm phát dự kiến [109].

Nguyên tắc lãi suất của I.Fisher đã trở thành một thành phần thiết yếu trong kinh tế vĩ mô hiện đại [109], bởi lãi suất thực có mối quan hệ chặt với giá cả theo thời gian, khi NHTW điều chỉnh lãi suất danh nghĩa sẽ tác động đến giá cả của hàng hóa, dịch vụ, tác động tới quyết định sản xuất của doanh nghiệp, do vậy tác động tới sản lượng. Tuy nhiên, Robert E.Lucas phê phán: “*các tiêu chuẩn, thông số đánh giá định lượng của các lý thuyết kinh tế và đánh giá chính sách không phù hợp với các đặc điểm quan trọng của thực hành kinh tế lượng*” và “*ý nghĩa của các mô hình dự báo hiện nay không có nội dung. Khả năng dự báo ngắn hạn của các mô hình này không cung cấp bằng chứng một cách chính xác [156].*” Lucas phê phán chính sách kinh tế truyền thống là thiếu sót khi thừa nhận rằng kỳ vọng hợp lý không tác động tới kết quả của CSTT [90].

Dựa trên những nền tảng này kết hợp với sự phát triển mạnh mẽ của học thuyết Trường phái Keynes mới khi cho rằng NHTW cần lấy lạm phát làm mục tiêu của CSTT và sử dụng lãi suất là công cụ chủ chốt trong quá trình điều hành CSTT, John B.Taylor đã “*xây dựng quy tắc xác định lãi suất danh nghĩa trong điều hành CSTT cho NHTW [150]*”. Theo quan điểm của John B.Taylor, quy tắc xác định lãi suất “*phải là một công thức cơ học [90]*”, không phải là phương pháp hoạch định chính sách dựa trên sự phản ứng thông thường “*dưới sự cai trị chính sách [90]*”. Quy tắc đó phải là “*quy tắc có thể thực hiện và vận hành chính thức*” đồng thời “*phải phản ánh được những thay đổi trong lãi suất của NHTW đáp ứng được những thay đổi trong mức giá hoặc thay đổi trong thu nhập thực tế[90]*”. Dựa trên quan điểm này, quy tắc Taylor được thể hiện dưới dạng hàm số đơn giản để xác định lãi suất của NHTW, cụ thể như sau [90]:

$$r = p + 0,5y + 0,5(p - 2) + 2$$

Trong đó, r (lãi suất của NHTW); p (tỷ lệ lạm phát); y (phần trăm độ lệch của GDP thực so với GDP tiềm năng); Cụ thể: $y = 100(Y - Y^*)/Y^*$; Y (GDP thực); Y^* (GDP tiềm năng).

Trong quy tắc lãi suất này, Taylor sử dụng số liệu lạm phát và tăng trưởng kinh tế theo quý. Theo Taylor, đây là khoảng thời gian thích hợp để tính toán sự thay đổi của mức giá cả trung bình và phù hợp để duy trì lãi suất của NHTW ở mức cố định [90].

Tỷ lệ lạm phát mục tiêu là tỷ lệ lạm phát do NHTW công bố và chịu trách nhiệm điều hành CSTT để đạt được mục tiêu này [151].

GDP tiềm năng là mức sản lượng đạt được khi nền kinh tế ở trạng thái cân bằng, đạt mức toàn dụng lao động [90].

Taylor khẳng định: *“việc đặt ra một tỷ trọng nhất định trên cả mức giá và sản lượng thực tế trong nguyên tắc xác định lãi suất là phù hợp ở hầu hết các quốc gia [90].”* Trong công thức gốc, Taylor mặc định trọng số đối với tăng trưởng kinh tế và lạm phát cùng ở mức 0,5 thể hiện quan điểm trung lập đối với cả mục tiêu tăng trưởng kinh tế và lạm phát. J.B Taylor kết luận lãi suất của NHTW cần phải được điều chỉnh tăng trong trường hợp tỷ lệ lạm phát vượt mức tỷ lệ lạm phát mục tiêu 2%¹ hoặc GDP thực tăng quá mức GDP tiềm năng. Nếu cả tỷ lệ lạm phát và GDP thực đạt mức mục tiêu, lãi suất của NHTW sẽ bằng 4% hoặc 2% theo giá trị thực [90]. Một cách khái quát, quy tắc Taylor được ước lượng bằng mô hình hồi quy như sau [151]:

$$i_t = \pi_t + \rho + \delta_\pi(\pi_t - \pi_t^*) + \delta_x x_t$$

Trong đó, i_t (lãi suất mục tiêu của NHTW); ρ (lãi suất thực cân bằng dài hạn); π_t (tỷ lệ lạm phát); π_t^* (tỷ lệ lạm phát mục tiêu); x_t (khoảng cách của GDP (sự chênh lệch của log GDP thực và GDP tiềm năng)).

Như vậy, Taylor đưa ra quy tắc thiết lập lãi suất mục tiêu của NHTW dựa trên bốn yếu tố cơ bản gồm: Tỷ lệ lạm phát hiện tại; lãi suất thực cân bằng; khoảng cách

¹ 2%: là tỷ lệ lạm phát mục tiêu do Hoa Kỳ xác định, được coi là định hướng điều hành CSTT của Fed.

giữa tỷ lệ lạm phát hiện tại và tỷ lệ lạm phát mục tiêu; khoảng cách giữa GDP thực và GDP tiềm năng. Trong đó, mối quan hệ giữa hai yếu tố đầu tiên là tỷ lệ lạm phát hiện tại và lãi suất thực cân bằng đưa ra gợi ý cho NHTW trong việc duy trì tỷ lệ lạm phát hiện tại ở mức nào để đảm bảo nền kinh tế đạt mức sản lượng tiềm năng. Ngoài ra, quy tắc Taylor sử dụng *“lãi suất thực cân bằng cho thấy lãi suất thực đóng vai trò trung tâm trong việc xây dựng CSTT [150]”*. Mặc dù lãi suất danh nghĩa của NHTW là công cụ hoạch định và điều hành CSTT nhưng lãi suất thực lại có tác động trực tiếp tới các quyết định đầu tư và sản xuất của cả nền kinh tế. Các yếu tố thứ ba và thứ tư trong quy tắc Taylor là chênh lệch của lạm phát và khoảng cách của sản lượng cho thấy mục tiêu trong việc *“hoạch định CSTT hướng tới mục tiêu duy trì một tỷ lệ lạm phát thấp và ổn định trong khi vẫn đảm bảo thúc đẩy tăng trưởng bền vững [150]”*. Mặc dù quy tắc này đưa ra một phương pháp trực tiếp và đơn giản để xác định lãi suất của NHTW song Taylor cũng khẳng định quá trình vận hành quy tắc lãi suất này *“cần có sự đánh giá, cân nhắc từ phía NHTW”* và phải *“dựa trên điều kiện kinh tế cụ thể của mỗi quốc gia”*, *“không thể và không nên thực hiện quy tắc này một cách máy móc trong điều hành CSTT của NHTW [90].”*

1.1.6 Phương pháp điều hành lãi suất của ngân hàng trung ương

Phương pháp điều hành lãi suất của NHTW gồm hai loại: phương pháp điều hành lãi suất trực tiếp và phương pháp điều hành lãi suất gián tiếp. Việc NHTW sử dụng phương pháp điều hành lãi suất trực tiếp hay gián tiếp phụ thuộc vào trạng thái của nền kinh tế trong những giai đoạn nhất định. Cụ thể như sau:

(1) Phương pháp điều hành lãi suất trực tiếp

Phương pháp điều hành lãi suất trực tiếp là cách thức điều hành lãi suất thông qua việc NHTW can thiệp trực tiếp vào lãi suất kinh doanh của các TCTC. Trong đó, NHTW quy định mức lãi suất cố định hoặc mức lãi suất trần/sàn, buộc các TCTC phải tuân thủ. Đây là phương pháp điều hành mang nặng tính hành chính, không tôn trọng quy luật cung cầu vốn. Trong trường hợp này, các TCTC

không có cơ hội lựa chọn khi xác định và công bố lãi suất kinh doanh, lãi suất hoàn toàn phụ thuộc quyết định của NHTW từ đó ảnh hưởng đến thu nhập và chi phí của các TCTC, làm giảm kết quả kinh doanh của các đơn vị này, tạo ra sự méo mó trong hoạt động của TCTC. Phương thức điều hành lãi suất này thường được áp dụng khi tình hình kinh tế vĩ mô có nhiều bất lợi, nên kinh tế chưa thể hiện đầy đủ các yếu tố của nền kinh tế thị trường, hiệu lực điều hành CSTT của NHTW không cao, chính sách đưa ra nhưng không đi vào thực tế, buộc NHTW phải đưa ra một mức lãi suất cố định hoặc khung cố định để kiểm soát thị trường.

(2) Phương pháp điều hành lãi suất gián tiếp

Phương pháp điều hành lãi suất gián tiếp là cách thức điều hành lãi suất của NHTW căn cứ theo cơ chế thị trường, tôn trọng quy luật cung cầu vốn. Trong đó, NHTW đưa ra các quy định điều hành lãi suất dựa vào tình hình biến động cung cầu vốn thị trường. Thông qua nghiệp vụ OMO, NHTW tác động tới lãi suất thị trường, điều tiết cung cầu vốn vay, kéo lãi suất thị trường về mức lãi suất trong kế hoạch từ đó đạt được mục tiêu CSTT. Phương pháp điều hành gián tiếp thường được sử dụng khi nền kinh tế biểu hiện đầy đủ các yếu tố của nền kinh tế thị trường. Trong đó, các nhà kinh tế học Tân cổ điển ủng hộ tự do kinh doanh [93], đề cao tư tưởng thuyết “*bàn tay vô hình*” của thị trường, chống lại sự can thiệp của nhà nước vào nền kinh tế. Trường phái Tân cổ điển đưa ra học thuyết lượng tiền và nhấn mạnh cầu tiền phụ thuộc duy nhất vào tổng sản phẩm danh nghĩa mà không chịu ảnh hưởng bởi yếu tố lãi suất [85]. Việc này cho thấy Trường phái Tân cổ điển đã loại bỏ vai trò của cung tiền trong việc xác định lãi suất, lãi suất chỉ được xác định dựa trên hai cơ sở là phương thức tiết kiệm và nhu cầu đầu tư [117] thông qua tiết kiệm và đầu tư phản ánh cung cầu vốn vay trên thị trường, thị trường tự điều chỉnh từ đó hình thành lãi suất. Điều này trái với quan hệ giữa tiền tệ và lãi suất, cung tiền không những có ảnh hưởng đến mức lãi suất mà còn ảnh hưởng đến cung tín dụng trong nền kinh tế [102].

Không đồng nhất với những quan điểm của Trường phái Tân cổ điển,

J.M.Keynes cho ra đời tác phẩm “*Lý thuyết tổng quát về việc làm, lãi suất và tiền tệ*” để bác bỏ các lập luận này. Keynes cho rằng tiền tệ không đơn thuần chỉ là công cụ giao dịch, bản thân tiền tệ đồng thời là tài sản tài chính, mang lại lợi ích cho người sở hữu [117]. Và lãi suất được xem như công cụ quan trọng giúp xác định mức cầu tiền [85], do đó, lãi suất là công cụ quan trọng của CSTT, quản lý lãi suất là con bài chủ đạo để thiết kế CSTT [69]. Như vậy, theo Trường phái Keynes, lãi suất là công cụ hữu hiệu để NHTW điều hành CSTT, quản lý nền kinh tế trong ngắn hạn [117]. NHTW sử dụng lãi suất là mục tiêu điều hành CSTT, thiết lập mức lãi suất trong ngắn hạn, sử dụng nghiệp vụ OMO nhằm thay đổi cung tiền từ đó đạt mức lãi suất mục tiêu đề ra.

Tuy nhiên, Trường phái Trọng tiền cho rằng Trường phái Keynes quá chú trọng đến lãi suất và bác bỏ một cách thái quá quan điểm lãi suất của Trường phái Tân cổ điển. Trường phái Trọng tiền cho rằng: “*bằng việc chủ động thay đổi cung ứng tiền, NHTW và chính phủ hoàn toàn hướng dẫn được lãi suất, tổng cầu, sản lượng, giá cả và thậm chí cả nhu cầu về tiền trong nhân dân [69].*” Trường phái Trọng tiền nhấn mạnh vai trò của tiền và mối liên hệ giữa tăng trưởng cung tiền và lạm phát [120]. Theo đó, “*NHTW phải tìm ra tốc độ tăng trưởng của cung tiền phù hợp với tăng trưởng của thu nhập thực tế để kiểm soát lạm phát [117].*”

Như vậy, mỗi trường phái kinh tế đưa ra các quan điểm khác nhau về điều hành lãi suất của NHTW, từ đó phê phán các nhược điểm của học thuyết đi trước nhằm hoàn thiện lý thuyết kinh tế, tạo căn cứ cho nhà nước xây dựng chính sách và thực hiện các quyết định điều hành nền kinh tế. Trong tiến trình hoàn thiện đó, vào cuối thập niên 70 thế kỷ 20, Trường phái Keynes mới được phát triển trên cơ sở lý thuyết của Trường phái Tân cổ điển, Trường phái Keynes, Trường phái Trọng tiền và thuyết chu kỳ kinh doanh thực tế của doanh nghiệp [112]. Trường phái Keynes mới “*nhấn mạnh vào sự cứng nhắc*

của giá cả và sự cần thiết phải có các hoạt động ổn định của chính sách thông qua việc điều tiết tổng cầu để đảm bảo nền kinh tế đạt được mức sản lượng tiềm năng. Nó kết hợp tư tưởng của Trường phái Tiền tệ về tầm quan trọng của CSTT và tư tưởng của Trường phái Tân cổ điển về tầm quan trọng của tổng cung cả trong ngắn hạn và dài hạn [119].”

Trường phái Keynes mới xây dựng lý thuyết trên hai giả thiết. Một, thị trường cạnh tranh không hoàn hảo do đó cần có sự can thiệp của nhà nước để ổn định thị trường. Hai, trong ngắn hạn, tiền lương và giá cả là cố định, không thay đổi. Keynes mới cho rằng mức giá cả là hiện tượng tiền tệ [109]. Giá cả cố định trong ngắn hạn song trong dài hạn giá cả thay đổi do NHTW phải điều chỉnh cung tiền tệ để đảm bảo đạt mục tiêu lãi suất, khiến doanh nghiệp phải điều chỉnh sản xuất từ đó làm mức giá thay đổi [117]. Các vấn đề cơ bản của Trường phái Keynes mới được thể hiện trong ba phương trình cốt lõi sau [109], [110], [112],[149]:

$$\text{Phương trình đường IS: } x_t = E_t(x_{t+1}) - \sigma^{-1}(i_t - E_t\pi_t - \rho)$$

Trong đó, x_t là mức chênh lệch giữa sản lượng thực tế và sản lượng tiềm năng (khoảng cách sản lượng); $E_t(x_{t+1})$: sản lượng tiềm năng giữa thời kỳ t và $t + 1$; i_t : lãi suất danh nghĩa; π_t : tỷ lệ lạm phát; $E_t\pi_t$: tỷ lệ lạm phát kỳ vọng; ρ : lãi suất thực cân bằng (tức là lãi suất thực xảy ra khi chênh lệch sản lượng thực tế và kỳ vọng bằng 0); $i_t - E_t\pi_t - \rho$: chênh lệch lãi suất thực.

Đường cong IS thể hiện mối liên hệ giữa khoảng cách sản lượng hiện tại với lãi suất thực. Nó minh họa rõ nét kênh truyền dẫn của lãi suất trong điều hành CSTT. Cụ thể, đường IS cho thấy mối quan hệ đồng biến giữa khoảng cách sản lượng tại thời điểm t với kỳ vọng về khoảng cách sản lượng tại thời điểm $t+1$, khi doanh nghiệp và hộ gia đình kỳ vọng về việc tăng sản lượng có tác động tích cực làm tăng sản lượng tại thời điểm hiện tại. Trong khi đó, khoảng cách sản lượng tại thời điểm t và lãi suất thực tế tại thời điểm t lại có mối quan hệ nghịch biến, có nghĩa lãi suất danh nghĩa tăng trong khi kỳ vọng về lạm phát không đổi

hoặc tăng nhưng mức tăng không vượt quá lãi suất danh nghĩa sẽ tác động làm giảm khoảng cách sản lượng tại thời điểm t .

Phương trình đường cong Phillips: $\pi_t = \beta E_t(\pi_{t+1}) + k(x_t - E(x_t))$

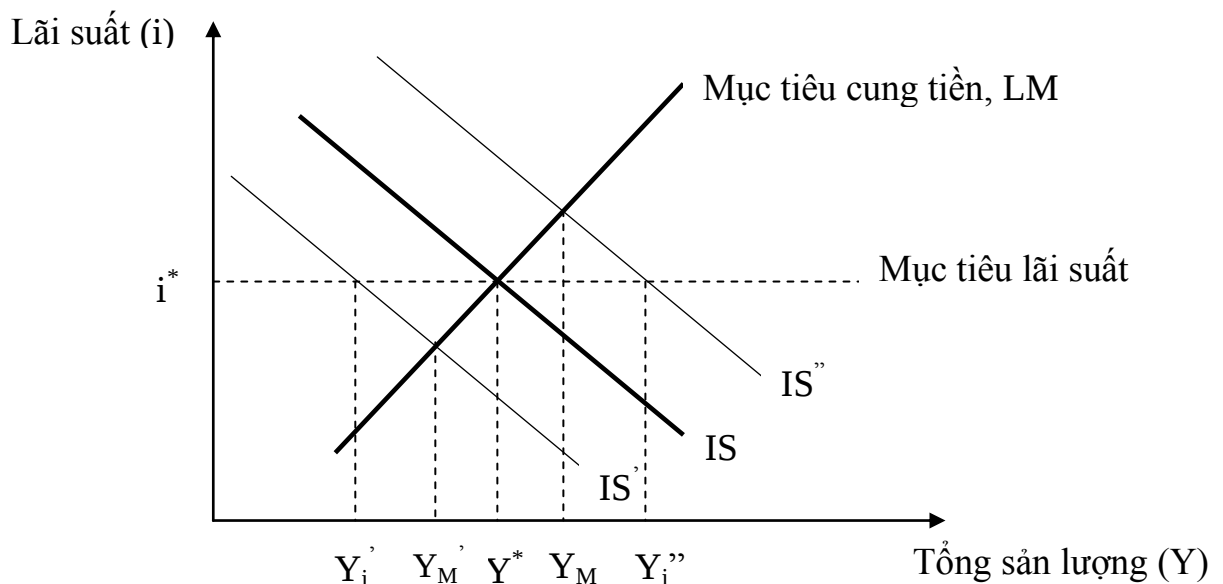
Đường cong Phillips cho biết lạm phát của giai đoạn này phụ thuộc vào mức sản lượng tại thời điểm hiện tại và lạm phát kỳ vọng của giai đoạn tiếp theo. Trong đó, lạm phát tại thời điểm t có quan hệ đồng biến với cả lạm phát kỳ vọng và chênh lệch sản lượng, tức là khi doanh nghiệp và hộ gia đình tin tưởng lạm phát tăng tác động làm tỷ lệ lạm phát tại thời điểm t tăng, đồng thời khi sản lượng tại thời điểm t tăng so với sản lượng tiềm năng khiến người dân lạc quan hơn về tương lai, gia tăng chi tiêu từ đó tác động làm lạm phát tăng.

Phương trình lãi suất: $i_t = \pi_t + \rho + \delta_\pi(\pi_t - \pi_t^*) + \delta_x x_t$

Phương trình lãi suất thể hiện nguyên tắc điều hành CSTT của Trường phái Keynes mới. Lãi suất danh nghĩa tại thời điểm t (i_t) được hiểu là lãi suất của NHTW. Lãi suất này được xác định trên cơ sở lạm phát kỳ vọng, khoảng cách sản lượng, độ lệch giữa lãi suất mục tiêu của NHTW và lãi suất cân bằng.

Trường phái Keynes mới cho rằng điều hành CSTT của NHTW phải dựa trên cơ sở điều hành lãi suất danh nghĩa ngắn hạn, lấy lãi suất danh nghĩa ngắn hạn làm trung tâm để ổn định tổng cầu từ đó tác động tới giá cả. Keynes mới dựa trên giả định cho rằng giá cả trong ngắn hạn là cố định. CSTT trong ngắn hạn không phải là chính sách trung lập do CSTT lấy việc điều hành lãi suất làm trung tâm nên khi lãi suất danh nghĩa ngắn hạn thay đổi làm chi tiêu, đầu tư của hộ gia đình và doanh nghiệp, cũng như tỷ giá thay đổi từ đó tác động tới sản lượng bởi doanh nghiệp phải điều chỉnh mức sản xuất do đó trong dài hạn sẽ tác động làm thay đổi mức giá, toàn bộ nền kinh tế trở về trạng thái cân bằng [144]. Đồng thời, Keynes mới cho rằng việc quản lý kỳ vọng rất quan trọng bởi thông qua mức kỳ vọng của thị trường sẽ tác động tới tổng cầu, giá cả và lãi suất, từ đó tác động tới lạm phát trong tương lai [117], [109]. Theo Trường phái Keynes mới, việc điều hành CSTT của NHTW phải đặt vấn đề

kiểm soát lãi suất lên hàng đầu, chứ không phải là kiểm soát tổng cung tiền tệ [123]. Tuy nhiên, để đạt được mục tiêu lãi suất NHTW phải điều tiết tổng cung tiền tệ thông qua nghiệp vụ OMO. Sử dụng hoạt động mua bán giấy tờ có giá (GTCG) trên thị trường mở nhằm mở rộng hoặc thu hẹp cung tiền từ đó điều chỉnh lãi suất thị trường nhằm đạt mức lãi suất mục tiêu theo kế hoạch của NHTW. Như vậy, Trường phái Keynes mới nhấn mạnh CSTT phải hướng tới mục tiêu lạm phát, sử dụng công cụ chủ đạo là lãi suất để ổn định lạm phát, duy trì lạm phát ở mức thấp từ đó đảm bảo nền kinh tế hoạt động hết công suất, đạt được mức sản lượng tiềm năng [109]. Cơ chế vận hành như sau:



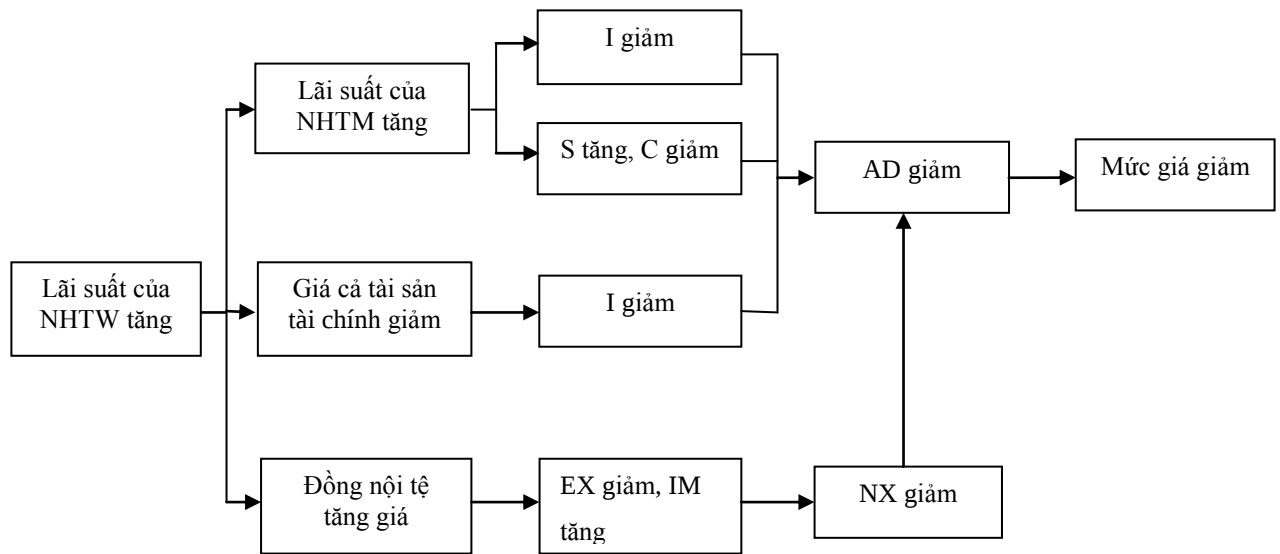
Nguồn: Nguyễn Văn Ngọc (2011), Tiền tệ ngân hàng và Thị trường tài chính, NXB Đại học Kinh tế Quốc dân, Hà Nội [77]

Hình 1.4: Mô hình IS – LM khi NHTW theo đuổi mục tiêu lãi suất

Khi NHTW công bố mức lãi suất mục tiêu, các nhà đầu tư biết rằng NHTW sẽ vận dụng tất cả các công cụ CSTT để đạt được mục tiêu đó [107]. Do vậy, để thu được lợi ích lớn nhất, các nhà đầu tư phải điều chỉnh hành vi đầu cơ để phù hợp với quyết định của NHTW dẫn đến sự thay đổi mức cung tiền tệ trên thị trường, giúp NHTW đạt được mục tiêu chính sách đưa ra. Các nghiệp vụ này khiến cung tiền tệ tăng/giảm, dẫn đến đường IS dịch chuyển sang phải hoặc sang

trái làm tổng sản lượng tăng/giảm [77]. Với việc xác định lãi suất mục tiêu và sử dụng nghiệp vụ OMO để điều tiết tổng cung tiền tệ từ đó đạt được mục tiêu lãi suất, NHTW tác động đến lãi suất của các TCTC, từ đó tác động đến giá cả của các hàng hóa, dịch vụ trong nền kinh tế, cũng như kỳ vọng của công chúng... thông qua đó đạt được mục tiêu lạm phát, duy trì kinh tế phát triển ổn định.

1.1.7 Tác động của cơ chế điều hành lãi suất của ngân hàng trung ương tới nền kinh tế



Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

Hình 1.5: Tác động của cơ chế điều hành lãi suất của NHTW²

(1) Tác động đến chi phí vốn

NHTW tăng lãi suất sẽ tác động làm tăng chi phí vốn của các NHTM từ đó hạn chế đầu tư và tiêu dùng, khuyến khích tiết kiệm [125]. Trong trường hợp này, các nhà đầu tư tin rằng NHTW tăng lãi suất sẽ tác động trực tiếp tới chi phí vay mượn của họ tại các NHTM, chi phí vốn tăng dẫn đến chi phí đầu tư cho hàng hóa lâu bền, chi phí sản xuất tăng làm lợi nhuận của họ có khả năng bị giảm sút. Do vậy, các nhà đầu tư có xu hướng cắt giảm chi tiêu, tạm thời thu hẹp hoạt động đầu tư chưa thực sự bức thiết, gia tăng tiết kiệm, điều chỉnh mức sản

² Trong đó: I: Đầu tư mua sắm tài sản lâu bền; S: tiết kiệm của hộ gia đình; C: chi tiêu của hộ gia đình; EX: xuất khẩu; IM: nhập khẩu; AD: tổng cầu, CPI: chỉ số giá cả tiêu dùng, NX: xuất khẩu ròng.

lượng từ đó làm giảm tổng cầu, tạo ra sự sụt giảm trong mức giá dẫn đến mức lạm phát thấp hơn. Ngược lại, khi NHTW giảm lãi suất sẽ thúc đẩy hoạt động kinh tế khi tổng cầu dưới mức tiềm năng, chống lại áp lực giảm phát.

(2) Tác động đến sự dịch chuyển của các tài sản tài chính

Vì giá trị hiện tại ròng (NPV) của các tài sản (cổ phiếu, trái phiếu, bất động sản) chịu sự tác động trực tiếp từ lãi suất thực. Khi lãi suất thực tăng sẽ khiến lãi suất chiết khấu dòng tiền tăng, làm giá cả của các tài sản có xu hướng giảm. Vì vậy, NHTW tăng lãi suất sẽ khiến thu nhập dự kiến trong tương lai của các nhà đầu tư quy về thời điểm hiện tại giảm. Điều này khiến các nhà đầu tư có xu hướng cắt giảm chi tiêu cho việc mua tài sản tại thời điểm hiện tại, gia tăng tiết kiệm từ đó làm giảm tổng cầu, giảm áp lực về lạm phát.

(3) Tác động đến thu nhập của hộ gia đình

NHTW tăng lãi suất khiến lãi suất huy động vốn và cho vay của các NHTM tăng từ đó tác động đến quyết định chi tiêu và đầu tư của các hộ gia đình. Trong trường hợp này, lãi suất tăng làm chi phí tiêu dùng hiện hành tăng, các hộ gia đình có xu hướng cắt giảm chi tiêu, tăng tiết kiệm khiến tổng cầu giảm. Do vậy, mức giá có xu hướng giảm.

(4) Tác động đến chi tiêu

NHTW điều chỉnh tăng lãi suất, các nhà đầu tư và hộ gia đình cắt giảm đầu tư và chi tiêu do chi phí vốn trở lên đắt đỏ. Không chỉ vậy, lãi suất tăng làm giá trị hiện tại ròng của tài sản tài chính có xu hướng giảm, làm giảm thu nhập của nhà đầu tư và các hộ gia đình. Do vậy, khi lãi suất tăng, nhu cầu chi tiêu của các chủ thể kinh tế giảm từ đó làm giảm tổng cầu, giảm áp lực về lạm phát.

(5) Tác động đến tỷ giá hối đoái

Trong nền kinh tế thị trường, tỷ giá điều chỉnh theo cung cầu ngoại tệ và sự quản lý của nhà nước. Lãi suất của NHTW tăng làm tăng sức hấp dẫn của các tài sản trong nước, nhà đầu tư nước ngoài đổ vốn vào trong nước nhiều hơn dẫn đến cầu nội tệ tăng, đồng nội tệ tăng giá (tỷ giá giảm). Khi tỷ giá giảm, giá nhập khẩu hàng hóa nói chung và các yếu tố đầu vào cho sản xuất có xu hướng giảm xuống, nhu cầu nhập khẩu tăng. Hơn nữa, khi tỷ giá giảm, sức cạnh tranh của

hàng hóa trong nước trên thị trường quốc tế giảm, dẫn tới xuất khẩu giảm làm giảm xuất khẩu ròng, giảm tổng cầu, mức giá giảm. Đồng thời, tỷ giá giảm làm tăng độ hấp dẫn của việc vay vốn quốc tế, giảm gánh nặng trả nợ cho quốc gia.

Như vậy, trong điều kiện nền kinh tế thị trường, CCDHLS của NHTW lan tỏa tới mọi khía cạnh của nền kinh tế, giúp NHTW đạt được mục tiêu CSTT. Trong đó, để kiểm định mối quan hệ giữa lãi suất của NHTW và lạm phát trong ngắn và dài hạn từ đó đánh giá tác động của lãi suất NHTW tới lạm phát, phương pháp nghiên cứu được sử dụng là phương pháp hồi quy đồng liên kết và hiệu chỉnh sai số (ECM). Đồng thời, để đánh giá được sự lan tỏa của điều hành lãi suất của NHTW tới nền kinh tế, phương pháp nghiên cứu được sử dụng trong hầu hết các nghiên cứu trên thế giới là phương pháp ước lượng mô hình vector tự hồi quy (VAR). Mô hình VAR cho biết mối quan hệ giữa lãi suất của NHTW tới các kênh truyền dẫn của nó, cũng như độ trễ để lãi suất của NHTW tác động tới nền kinh tế³.

1.2 Hoàn thiện cơ chế điều hành lãi suất của ngân hàng trung ương trong nền kinh tế thị trường

1.2.1 Khái niệm hoàn thiện cơ chế điều hành lãi suất của ngân hàng trung ương

Theo Từ điển Oxford, hoàn thiện có nghĩa là: *“làm cho tốt hơn [147].”*

Hay theo James A.Dorn: *“có thể hoàn thiện chính sách thông qua việc học hỏi từ các bài học kinh nghiệm trong quá khứ. Mọi cải cách được đề xuất là phản ứng cho những thất bại trong quá khứ, nó là cách thể hiện của các bài học kinh nghiệm [92].”*

Như vậy, hoàn thiện CCDHLS của NHTW là làm tốt hơn nữa việc thiết lập mục tiêu điều hành lãi suất, lựa chọn công cụ lãi suất trong điều hành CSTT, xác định mức lãi suất danh nghĩa và điều hành lãi suất của NHTW thông qua quá trình học hỏi, đúc rút bài học kinh nghiệm trong quá khứ từ đó đạt được mục tiêu CSTT.

³ Xem thêm phương pháp ước lượng quan hệ đồng liên kết, mô hình hiệu chỉnh sai số (ECM) và phương pháp ước lượng sử dụng mô hình vector tự hồi quy (VAR) trong Phần mở đầu.

1.2.2 Sự cần thiết phải hoàn thiện cơ chế điều hành lãi suất của ngân hàng trung ương trong nền kinh tế thị trường

(1) Đối với nền kinh tế

Một, hỗ trợ thị trường tiền tệ vận hành tốt trên cơ sở tôn trọng quy luật kinh tế khách quan: Vì lãi suất là khách quan, vận động theo quy luật của thị trường, do yếu tố cung và cầu vốn quyết định. Nhưng nếu để thị trường tự điều tiết sẽ không đảm bảo đầy đủ quyền lợi của các chủ thể trên thị trường bởi có khả năng xảy ra tình trạng độc quyền bán và độc quyền mua trong hoạt động cung ứng và sử dụng vốn, dẫn đến chèn ép giá, lãi suất bị đẩy lên quá cao hoặc xuống quá thấp khiến tình trạng bất bình đẳng trong thu nhập xảy ra. Khi NHTW thực hiện cơ chế kiểm soát, điều khiển hoạt động của thị trường tiền tệ thông qua lãi suất sẽ góp phần ngăn chặn tình trạng độc quyền, đảm bảo quyền lợi cho người cung ứng và sử dụng vốn, cung cầu vốn gặp nhau ở điểm cân bằng. Do đó, hoàn thiện CCDHLS, làm cho công tác xây dựng và điều hành lãi suất của NHTW tốt hơn, hỗ trợ thị trường tiền tệ vận hành tốt, ngăn chặn tình trạng độc quyền nhưng vẫn đảm bảo tôn trọng quy luật kinh tế khách quan, lãi suất thị trường được hình thành trên cơ sở cung cầu vốn.

Hai, giúp các TCTC hoạt động ổn định, hạn chế tình trạng cạnh tranh không lành mạnh: Các TCTC là chủ thể tham gia tích cực nhất trên thị trường tiền tệ, đặc biệt là thị trường liên ngân hàng. Tuy nhiên, các TCTC lớn có thị phần chi phối, khả năng thu hút vốn cao, nguồn vốn khá dồi dào, trong khi các TCTC nhỏ, mới gia nhập thị trường không thể cạnh tranh với các TCTC lớn. Khi tính thanh khoản không đảm bảo, buộc các TCTC nhỏ phải vay vốn trên thị trường liên ngân hàng với giá cao từ đó làm tăng chi phí kinh doanh, sự an toàn của các tổ chức này khó được đảm bảo. Với vai trò là người điều tiết thị trường, thông qua nghiệp vụ OMO, NHTW cân bằng lại cung cầu vốn trên thị trường liên ngân hàng, giúp lãi suất thị trường đạt mức lãi suất mục tiêu từ đó ổn định hoạt động của hệ thống TCTC, giảm tình trạng cạnh tranh không lành mạnh giữa các TCTC. Do đó, việc hoàn thiện CCDHLS sẽ góp phần tích cực tạo sự ổn định thị trường liên ngân hàng, đảm bảo tính thanh khoản cho các TCTC, giảm tình trạng cạnh tranh không lành mạnh.

Ba, góp phần đảm bảo quyền lợi cho các chủ thể kinh tế vay vốn: Các chủ thể vay vốn trên thị trường khá đa dạng, từ các tổ chức kinh tế, hộ gia đình đến nhà nước. Trong đó, đối tượng dễ tổn thương nhất là tổ chức kinh tế và hộ gia đình. Để đảm bảo quyền lợi cho các chủ thể này, NHTW phải kiểm soát thị trường, thông qua công cụ của CSTT để đạt mục tiêu lãi suất từ đó duy trì chi phí vốn vay ở mức hợp lý từ đó hỗ trợ các tổ chức kinh tế mở rộng kinh doanh, khuyến khích tiêu dùng của hộ gia đình, thúc đẩy sản xuất phát triển, gia tăng sản lượng và nâng cao chất lượng cuộc sống của hộ gia đình. Do đó, CCĐHLS của NHTW hoàn thiện sẽ đảm bảo tính công bằng, gia tăng quyền lợi cho các chủ thể song vẫn tôn trọng tính khách quan của thị trường.

(2) Đối với ngân hàng trung ương

Một, góp phần nâng cao hiệu lực điều hành lãi suất của NHTW: Để thực hiện đầy đủ chức năng và nhiệm vụ của NHTW, giải quyết tốt mối quan hệ quản lý của NHTW với hệ thống các TCTC, đưa chính sách quản lý của NHTW đi vào thực tế, đạt được mục tiêu điều hành CSTT, vấn đề quan trọng đặt ra là phải nâng cao hiệu lực điều hành CSTT nói chung và nâng cao hiệu lực điều hành lãi suất của NHTW nói riêng. Trong đó, hiệu lực được hiểu là mức độ thực hiện các hoạt động đã hoạch định và đạt được kết quả đã hoạch định. Hiệu lực điều hành lãi suất của NHTW được thể hiện thông qua hai biểu hiện chính là mức độ tuân thủ của các TCTC khi thực hiện chính sách lãi suất của NHTW và khả năng đạt được kết quả điều hành lãi suất đã đề ra. Tuy nhiên, nhiều trường hợp, chính sách của NHTW ban hành ra nhưng các TCTC không chấp hành nghiêm túc, tìm mọi biện pháp né tránh các quy định của NHTW dẫn đến việc chính sách không được thực thi hoặc thực thi nửa vời, kết quả điều hành lãi suất của NHTW không đạt được kế hoạch. Khi CCĐHLS của NHTW hoàn thiện sẽ góp phần nâng cao hiệu lực điều hành lãi suất, đưa chính sách vào thực tế giúp NHTW đạt các mục tiêu điều hành CSTT.

Hai, hỗ trợ NHTW đạt mục tiêu điều hành CSTT: Lịch sử kinh tế cho thấy nhiều quốc gia trên thế giới dựa vào việc xác định và kiểm soát mục tiêu tiền tệ để điều tiết nền kinh tế không còn phù hợp [97],[133]. NHTW dựa vào mục tiền tệ giúp kéo lạm phát xuống nhưng sau đó lạm phát nhanh chóng quay trở lại với tốc

độ cao hơn, “*mối quan hệ giữa tổng cung tiền tệ và các biến mục tiêu như lạm phát thường rất không ổn định [143]*”. Hay CSTT này “*dẫn đến các sai sót nghiêm trọng về chính sách (như ở Thụy sĩ)[143]*”. “*Kết quả là CSTT theo đuổi mục tiêu cung tiền đã bị đánh giá thấp và nhanh chóng bị lãng quên (như ở Hoa Kỳ, Vương quốc Anh và Canada)[143]*”. Theo quan điểm của các nhà kinh tế, trong nền kinh tế thị trường, công cụ tối ưu nên được NHTW sử dụng là lãi suất, lấy lãi suất làm mục tiêu trung gian trong điều hành CSTT. Bởi lãi suất là một trong các công cụ của CSTT, xác định được mức lãi suất mục tiêu, thông qua nghiệp vụ OMO, NHTW điều tiết tổng cung tiền tệ trên thị trường liên ngân hàng, kéo lãi suất thị trường về mức mục tiêu, thông qua cơ chế lan toả của lãi suất, NHTW có thể tác động tới tổng cầu, tác động tới mức giá qua đó đạt được mục tiêu lạm phát đề ra. Do đó, với việc hoàn thiện CCDHLS, NHTW có thể tìm ra phương hướng giải quyết tốt hơn nữa các vấn đề xác định công cụ lãi suất, xây dựng mức lãi suất làm cơ sở điều hành và thực hiện điều hành lãi suất, góp phần nâng cao hiệu quả điều hành lãi suất, thông qua cơ chế lan toả của lãi suất giúp NHTW đạt được mục tiêu CSTT [101], [125].

1.2.3 Tiêu chí đánh giá sự hoàn thiện cơ chế điều hành lãi suất của ngân hàng trung ương trong nền kinh tế thị trường

Theo A.Orphanides và J.C. Williams “*sử dụng các kinh nghiệm điều hành CSTT trong quá khứ của NHTW Hy Lạp để rút ra bài học cho việc xây dựng CSTT hoàn thiện hơn trong tương lai [95]*”. Trong đó, A.Orphanides và J.C. Williams sử dụng các mục tiêu CSTT để đánh giá kết quả công việc của NHTW Hy Lạp. Cụ thể, các tác giả này đánh giá trên cơ sở: tỷ lệ thất nghiệp nhằm thấy được tỷ lệ việc làm ở Hy Lạp là cao hay thấp, xem xét sự ổn định của giá cả thông qua tiêu chí CPI và sự tăng trưởng kinh tế. Theo các tác giả này: “*Vấn đề mấu chốt của chính sách kinh tế mới là phải tập trung cao độ vào việc đạt được một mức độ mong muốn về phát triển kinh tế, được đo lường thông qua tỷ lệ thất nghiệp hoặc mức GDP, không phải là mục tiêu chung chung về mở rộng kinh tế. Muốn đạt được mức hoạt động tiềm năng của nền kinh tế, đòi hỏi phải được đo*

lượng thông qua sản lượng tiềm năng và tỷ lệ thất nghiệp tương ứng với việc làm đầy đủ [95].” Trong đó, Okun cho rằng: “Mục tiêu việc làm đầy đủ phải được hiểu là phấn đấu để sản xuất tối đa mà không cần áp lực lạm phát [124].”

Hay khi đánh giá CSTT của ECB, J.B.Taylor khẳng định: *“tỷ lệ lạm phát thực tế dao động quanh mục tiêu là nội dung quan trọng trong nghiên cứu, thước đo hiệu quả để đánh giá CSTT còn bao gồm các tiêu chí khác quan như: biến động của sản lượng thực tế, tỷ lệ lao động có việc làm và tỷ lệ lạm phát [96].”*

David G.Mayes và Brendon Riches khi nghiên cứu hiệu quả điều hành CSTT của NHTW New Zealand cũng nhấn mạnh tiêu chuẩn đánh giá hiệu quả điều hành CSTT phải dựa trên mục tiêu điều hành của NHTW, cụ thể trong trường hợp của NHTW New Zealand là mục tiêu tăng trưởng kinh tế và tỷ lệ thất nghiệp. Theo các tác giả, đây là căn cứ quan trọng để trả lời câu hỏi CSTT của NHTW New Zealand đã tốt chưa, có cần tiếp tục hoàn thiện không và nếu cần tiếp tục hoàn thiện thì hoàn thiện như thế nào [89].

Nhiều nhà kinh tế khác cũng có cùng quan điểm về việc sử dụng mục tiêu điều hành để đánh giá CSTT của NHTW, trong đó, không thể không nhắc tới nghiên cứu của Robert H.Rasche và Marcela M.Williams. Theo các tác giả này, thước đo hiệu quả của CSTT là *“xác định tỷ lệ lạm phát có nằm trong giới hạn lạm phát mục tiêu được xác định hay không [127]”*. Nếu tỷ lệ lạm phát nằm trong phạm vi lạm phát mục tiêu đã được NHTW xác định cho thấy điều hành CSTT tốt. Ngược lại, nếu tỷ lệ lạm phát vượt ra khỏi giới hạn được xác định trước sẽ cung cấp bằng chứng cho thấy hiệu quả điều hành CSTT thấp, cần tiếp tục nghiên cứu để khắc phục. Robert H.Rasche và Marcela M.Williams đồng thời khẳng định *“bằng chứng khác về hiệu quả của CSTT ảnh hưởng đến sản lượng thực tế là từ các mô hình kinh tế lượng. Trong 25 năm qua, kể từ khi Sim công bố bài báo kinh điển về mô hình VAR năm 1980 đã có hàng ngàn nghiên cứu kinh tế lượng sử dụng VAR để tìm cách giải quyết câu hỏi này [127].”* Ben S.Bernanke, Jean Boivin và Piotr Eliazs cũng khẳng định *“kể từ khi Bernanke và Blinder công bố nghiên cứu của mình vào năm 1992 và Sims phát triển phương pháp VAR để xác định và đo lường hiệu quả của CSTT*

đối với các biến kinh tế vĩ mô đã cung cấp cái nhìn sâu sắc về điều này [132]”.

Như vậy, có sự đồng thuận cao từ các nhà khoa học về việc dựa vào mục tiêu điều hành CSTT, so sánh kết quả đạt được với mục tiêu đề ra, lấy đó là cơ sở đánh giá sự hoàn thiện của CSTT và để chứng minh cho các nhận định cần dựa vào mô hình kinh tế lượng, cụ thể là mô hình VAR. Và vì lãi suất của NHTW là công cụ của CSTT, mọi hoạt động xây dựng và điều hành lãi suất của NHTW đều nằm trong tổng thể của CSTT và nhằm đạt được mục tiêu điều hành CSTT. Do đó, thước đo sự hoàn thiện của CSTT cũng là thước đo để đánh giá sự hoàn thiện CCDHLS của NHTW. Vì vậy, Luận án dựa vào kết quả điều hành CSTT để thấy được sự hoàn thiện CCDHLS của NHTW. Đây là căn cứ để xây dựng các tiêu chí đánh giá sự hoàn thiện của CCDHLS trong Luận án, cụ thể như sau.

(1) Đảm bảo mục tiêu lạm phát

Theo nghiên cứu của Robert H.Rasche và Marcela M.Williams, tính đến năm 2005, có 21 quốc gia theo đuổi mục tiêu lạm phát. CSTT của các quốc gia này có chung đặc điểm là xác định rõ ràng mức lạm phát cần đạt được và lấy đó là mục tiêu cao nhất trong điều hành của NHTW [127]. Lạm phát được nhiều quốc gia lựa chọn là mục tiêu cao nhất trong điều hành CSTT vì lạm phát và tăng trưởng kinh tế có mối quan hệ tự nhiên, khi *“lạm phát một con số và được giữ ổn định sẽ tạo điều kiện quan trọng hỗ trợ kinh tế tăng trưởng [122].”* Điều này được chứng minh trong nghiên cứu *“Ngưỡng hiệu ứng trong mối quan hệ giữa lạm phát và tăng trưởng kinh tế”* của Mohsin S.Khan và Abdelhak S.Senhadjji trên cơ sở số liệu thu thập từ 140 quốc gia, giai đoạn năm 1960 – 1980. Các tác giả khẳng định *“lạm phát trong ngưỡng từ 1 – 3% có tác động đáng kể kích thích kinh tế phát triển ở các nước công nghiệp, lạm phát trong ngưỡng từ 7 – 11% có tác động đáng kể trong việc kích thích tăng trưởng kinh tế ở các nước đang phát triển [122].”*

Khi lạm phát được duy trì ở ngưỡng hợp lý sẽ tạo điều kiện ổn định kinh tế vĩ mô bởi lạm phát nằm trong giới hạn kiểm soát sẽ giúp thị trường tiền tệ ổn định, tỷ giá ít biến động từ đó ít ảnh hưởng đến vấn đề nợ công của quốc gia, giúp chính phủ chủ động huy động vốn cho chi đầu tư phát triển. Đồng thời, lạm phát ổn định ở

mức một con số sẽ khuyến khích doanh nghiệp mở rộng sản xuất, gia tăng đầu tư mua sắm hàng hoá lâu bền, hơn nữa, lạm phát ổn định ở mức một con số sẽ khuyến khích chi tiêu hộ gia đình, tăng tổng cầu từ đó tạo nền tảng cho việc mở rộng sản lượng bền vững, góp phần quan trọng cho kinh tế tăng trưởng trong dài hạn. Để đạt được mục tiêu này, các NHTW sử dụng lãi suất như một công cụ trung tâm, thông qua cơ chế lan truyền của lãi suất tới chi phí vốn của hệ thống NHTM, tỷ giá hối đoái, thu nhập và chi tiêu của hộ gia đình cũng như đầu tư của các tổ chức kinh tế từ đó tác động tới tổng cầu và mức giá cả. Do đó, việc đánh giá khả năng đạt được mục tiêu lạm phát của NHTW khi thực hiện CCDHLS là tiêu chí quan trọng không thể bỏ qua trong đánh giá sự hoàn thiện của CCDHLS.

Trong đó, lạm phát được biểu hiện thông qua chỉ số giá tiêu dùng. Theo William A. McEachern: *“chỉ số giá phản ánh mức giá trung bình; thay đổi trong chỉ số giá theo thời gian cho thấy những thay đổi trong mức giá trung bình của nền kinh tế [91].”* *“Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) là thước đo tổng chi phí mà một người tiêu dùng điển hình bỏ ra để mua hàng hóa và dịch vụ [1].”* Và vì *“chỉ số giá tiêu dùng (CPI) là số đo lạm phát dựa trên chi phí của một giỏ thị trường hàng hoá cố định và các dịch vụ[91]”* nên tỷ lệ lạm phát được xác định bằng công thức [1]:

$$\text{Tỷ lệ lạm phát của kỳ}_t = \frac{CPI_t - CPI_{t-1}}{CPI_{t-1}} * 100\%$$

Sự biến động cao hay thấp của chỉ số giá cả tiêu dùng là một biểu hiện cơ bản của lạm phát. Nếu tỷ lệ lạm phát năm thứ t xoay quanh hoặc đạt mức lạm phát mục tiêu, cho thấy các vấn đề thuộc nội hàm của CCDHLS được kiểm soát tốt, hiệu lực điều hành lãi suất của NHTW cao, CCDHLS của NHTW tốt. Bởi chỉ khi NHTW xây dựng CCDHLS và thực hiện điều hành lãi suất tốt mới có thể tác động tích cực lên các kênh truyền dẫn của lãi suất từ đó giúp NHTW đạt được mục tiêu đề ra. Ngược lại, nếu tỷ lệ lạm phát năm t quá thấp hoặc quá cao so với mức lạm phát mục tiêu đều cho thấy CCDHLS chưa hoàn thiện, việc xây dựng mục tiêu điều hành lãi suất, xác định công cụ lãi suất và mức lãi suất cũng

như thực hiện điều hành lãi suất của NHTW chưa phù hợp dẫn đến kết quả điều hành không đạt theo đúng kế hoạch.

(2) Đảm bảo mục tiêu tăng trưởng tổng sản phẩm trong nước

Một chỉ tiêu quan trọng nữa là đảm bảo mục tiêu tăng trưởng tổng sản phẩm quốc nội. Trong quá trình xây dựng và điều hành CSTT, NHTW các quốc gia trên thế giới có thể trực tiếp đề cập tới GDP coi như mục tiêu cần đạt được nhưng cũng có thể gián tiếp nhắc tới thông qua việc duy trì tỷ lệ thất nghiệp thấp. Đây là chỉ tiêu kinh tế quan trọng, đo lường sự phát triển kinh tế quốc gia. Các nhà kinh tế đã chứng minh có nhiều nhân tố ảnh hưởng đến GDP như vốn, lao động, công nghệ, tiến bộ công nghệ, tài nguyên... nhưng không thể phủ nhận vai trò của CCDHLS của NHTW. Bởi thông qua việc thiết lập rõ ràng mục tiêu điều hành lãi suất, xác định chính xác công cụ lãi suất sử dụng trong điều hành và có phương pháp rõ ràng trong tính toán mức lãi suất cũng như áp dụng phương pháp điều hành lãi suất thích hợp kết hợp với cơ chế lan toả của lãi suất, NHTW tác động tới mọi mặt của nền kinh tế, từ đó ít nhiều tác động tới GDP. Do đó, Luận án sử dụng mục tiêu tăng trưởng GDP là tiêu chí để xem xét sự hoàn thiện của CCDHLS của NHTW. Trong đó, *“tổng sản phẩm trong nước (GDP) là giá trị thị trường của tất cả các hàng hóa và dịch vụ cuối cùng được sản xuất trong nước trong một khoảng thời gian cụ thể, thường là một năm [91].”* Tuy nhiên, đây là GDP danh nghĩa, được đo lường trên cơ sở giá hiện hành. Để đánh giá sự hoàn thiện của CCDHLS tới nền kinh tế, Luận án sử dụng GDP thực vì GDP thực được đo lường trên cơ sở giá của một năm gốc, đã loại trừ biến động của yếu tố giá cả qua các năm và phản ánh sự thay đổi khối lượng hàng hoá và dịch vụ sản xuất của nền kinh tế trên cùng một mặt bằng so sánh. Trên sơ sở này, Luận án so sánh tốc độ tăng trưởng GDP thực tế đạt được với tốc độ tăng trưởng GDP mục tiêu đề ra để đánh giá sự hoàn thiện của CCDHLS của NHTW. Tốc độ tăng trưởng GDP được đo lường bằng cách lấy thương số giữa mức chênh lệch tuyệt đối của GDP trong hai kỳ so sánh so với GDP của kỳ trước đó, cụ thể như sau:

$$\text{Tốc độ tăng trưởng GDP} = \frac{\text{GDP}_t - \text{GDP}_{t-1}}{\text{GDP}_{t-1}} * 100\%$$

Trong đó: GDP_t: Tổng sản phẩm trong nước tại thời kỳ t; GDP_{t-1}: Tổng sản phẩm trong nước tại thời kỳ t -1

Tốc độ tăng trưởng GDP là thước đo phản ánh một cách tổng hợp tình hình kinh tế, xã hội. Nếu tốc độ tăng trưởng kinh tế hàng năm đạt mức mục tiêu đề ra cho thấy CCDHLS của NHTW là tốt, các vấn đề thuộc nội hàm của CCDHLS được xác định hợp lý và ngày càng hoàn thiện. Ngược lại, nếu tốc độ tăng trưởng GDP hàng năm không đạt mức mục tiêu đề ra và ngày càng có dấu hiệu đi xuống cho thấy CCDHLS của NHTW chưa tốt, việc xác định các vấn đề thuộc nội hàm của CCDHLS chưa hợp lý, cần tìm ra hạn chế còn tồn tại cũng như nguyên nhân dẫn tới các hạn chế, qua đó tìm ra giải pháp hoàn thiện CCDHLS của NHTW.

(3) Đảm bảo mục tiêu việc làm

Mục tiêu việc làm là một trong các tiêu chí quan trọng để đánh giá sự hoàn thiện CCDHLS của NHTW. Mặc dù, tỷ lệ thất nghiệp cao hay thấp phụ thuộc vào nhiều yếu tố như: tình hình kinh tế, năng lực, chuyên môn của người lao động, nhu cầu của thị trường... nhưng không thể phủ nhận vai trò của CCDHLS bởi khi NHTW giảm lãi suất nhằm khuyến khích kinh tế phát triển, hỗ trợ doanh nghiệp mở rộng sản xuất kinh doanh sẽ tác động làm tăng nhu cầu sử dụng lao động từ đó làm tăng số người lao động có việc làm, giảm tỷ lệ thất nghiệp và ngược lại. Trong đó, tỷ lệ thất nghiệp cho biết phần trăm số người thất nghiệp trong tổng số người trong độ tuổi lao động đang tìm việc. Cụ thể, theo David Card [99]:

$$\text{Tỷ lệ thất nghiệp} = \frac{\text{Số người thất nghiệp}}{\text{Lực lượng lao động}} * 100\%$$

Trong đó:

- Người thất nghiệp là người không có việc làm nhưng đang tìm việc.
- Lực lượng lao động = Số người có việc làm + Số người thất nghiệp.

Tỷ lệ thất nghiệp hàng năm cao mang lại nhiều tác động tiêu cực cho kinh

tế - xã hội. Cụ thể, khi số người lao động không có việc làm cao đồng nghĩa với thu nhập của hộ gia đình không được đảm bảo, cuộc sống của hộ gia đình đi xuống, kéo theo tình trạng bất ổn về an ninh, trật tự xã hội gia tăng. Không chỉ vậy, tỷ lệ thất nghiệp cao còn khiến nguồn nhân lực không được sử dụng tối ưu, gây ra tình trạng lãng phí nguồn lao động từ đó dẫn đến tổn thất cho tổng sản phẩm quốc nội (GDP). Do đó, đảm bảo mục tiêu việc làm đầy đủ luôn là mục tiêu NHTW hướng tới khi điều hành CSTT nói chung và CCĐHLS nói riêng. Tuy vậy, NHTW chỉ có thể đặt ra một mức tỷ lệ thất nghiệp mục tiêu mà không thể cố gắng kéo tỷ lệ thất nghiệp về mức bằng 0 bởi trong nền kinh tế luôn luôn tồn tại một lượng người thất nghiệp tạm thời như: số người lao động từ bỏ công việc hiện tại để tìm kiếm công việc khác phù hợp hơn hoặc số người lao động sẵn sàng từ bỏ công việc hiện tại để tham gia các khoá học nhằm nâng trình độ chuyên môn với mong muốn tìm kiếm được công việc tốt hơn trong tương lai... [99]. Như vậy, nếu tỷ lệ thất nghiệp thực tế năm thứ t xoay quanh tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên hoặc tỷ lệ thất nghiệp mục tiêu mà nhà nước đưa ra cho thấy CCĐHLS của NHTW có hiệu lực tốt, kết quả điều hành cao. Ngược lại, nếu tỷ lệ thất nghiệp thực tế năm thứ t quá cao hoặc quá thấp so với tỷ lệ thất nghiệp mục tiêu cho thấy hiệu lực của CCĐHLS của NHTW chưa cao, kết quả điều hành thấp. Tuy nhiên, mục tiêu đảm bảo việc làm đầy đủ phải là mục tiêu dài hạn vì nếu muốn tăng nhanh tỷ lệ lao động có việc làm trong ngắn hạn NHTW buộc phải hạ thấp lãi suất, mở rộng cung tiền, kích thích tăng trưởng kinh tế sẽ tạo áp lực khiến lạm phát tăng cao, mục tiêu lạm phát không được đảm bảo.

1.3 Nhân tố ảnh hưởng tới sự hoàn thiện cơ chế điều hành lãi suất của ngân hàng trung ương trong nền kinh tế thị trường

1.3.1 Nhân tố chủ quan

(1) Mục tiêu điều hành CSTT

Mục tiêu điều hành CSTT là cái đích cần đạt được trong điều hành CSTT nói chung, xây dựng và thực hiện CCĐHLS nói riêng của NHTW. Tùy tình hình thực tế, mỗi một quốc gia xây dựng và theo đuổi các mục tiêu khác nhau của CSTT.

Mục tiêu của CSTT khá đa dạng, có thể hướng tới ổn định giá và duy trì tỷ lệ người lao động có việc làm cao, song cũng có thể bao gồm nhiều mục tiêu khác như: ổn định thị trường tài chính, đảm bảo tính thanh khoản cho hệ thống NHTM, ổn định tỷ giá hối đoái, duy trì CSTT độc lập... Theo M.Friedman: *“Có một sự đồng thuận rộng rãi cho rằng mục tiêu của CSTT bao gồm: việc làm cao, giá cả ổn định và tăng trưởng kinh tế nhanh chóng [108]”* nhưng ông cũng cho rằng vẫn có sự tranh luận về việc liệu NHTW có thể đồng thời đạt được cả ba mục tiêu trên. Bởi các mục tiêu này có sự mâu thuẫn nhất định, khó đạt được đồng thời. Cụ thể, trong ngắn hạn để tạo được tỷ lệ người lao động có việc làm cao, NHTW phải thực hiện CSTT mở rộng, gia tăng tổng cung vốn cho nền kinh tế qua đó khuyến khích doanh nghiệp đầu tư, mở rộng sản xuất kinh doanh, giúp kinh tế phát triển và tạo công ăn việc làm cho người lao động. Nhưng nếu NHTW không kiểm soát tốt tổng cung tiền tệ, lượng vốn đưa vào lưu thông quá lớn sẽ tạo ra áp lực về lạm phát, mục tiêu ổn định giá cả khó đạt được. Vì lãi suất là công cụ của CSTT, việc xây dựng và thực hiện CCDHLS của NHTW phải thống nhất trong việc xây dựng và điều hành CSTT nên việc xác định cụ thể mục tiêu của CSTT và đảm bảo các mục tiêu hỗ trợ nhau, không xung đột có ý nghĩa quan trọng, ảnh hưởng tới sự hoàn thiện CCDHLS.

(2) Chiến lược thực thi mục tiêu CSTT

Muốn đạt được mục tiêu CSTT, NHTW phải xây dựng chiến lược thực thi mục tiêu CSTT rõ ràng, giúp NHTW hoạch định các chiến lược ngắn, trung, dài hạn từ đó tác động trực tiếp đến sự hoàn thiện CCDHLS, giúp NHTW đạt được mục tiêu CSTT. Hệ thống mục tiêu của CSTT gồm: mục tiêu cuối cùng, mục tiêu trung gian và mục tiêu hoạt động. Cụ thể như sau:

Mục tiêu cuối cùng: Là mục tiêu cao nhất mà NHTW phải đạt được trong điều hành CSTT [65]. Mục tiêu cuối cùng này có thể là mục tiêu duy trì lạm phát thấp, ổn định hoặc tạo công ăn việc làm hoặc ổn định thị trường hối đoái... Song trong điều hành CSTT, các quyết định của NHTW luôn có độ trễ trong một khoảng thời gian nhất định trước khi thực sự tác động đến các biến số kinh tế vĩ

mô. Do vậy, NHTW phải linh hoạt sử dụng các mục tiêu trung gian và mục tiêu hoạt động để từ đó đạt được mục tiêu cao nhất đã đề ra.

Mục tiêu trung gian: Là những biến số tiền tệ mà NHTW có thể đo lường được chính xác và kiểm soát được kịp thời. Đặc biệt, mục tiêu trung gian thường được lựa chọn là các biến số tiền tệ có mối quan hệ chặt chẽ với các biến số kinh tế vĩ mô như GDP, giá cả, tổng cầu... Nói cách khác, mục tiêu trung gian gắn kết chặt với mục tiêu cuối cùng, là cơ sở để dự báo được mục tiêu cuối cùng và có mối liên kết với mục tiêu hoạt động. Các tiêu chí thường được sử dụng làm mục tiêu trung gian là tổng khối lượng tiền cung ứng (M1, M2 hoặc M3) hoặc lãi suất thị trường, tổng khối lượng tín dụng hoặc tỷ giá [65].

Mục tiêu hoạt động: Là những biến tiền tệ mà NHTW có thể dự báo và tác động hay kiểm soát một cách trực tiếp hơn so với mục tiêu trung gian thông qua việc sử dụng các công cụ CSTT nhằm thay đổi mục tiêu trung gian qua đó tác động đến mục tiêu cuối cùng của CSTT. Mục tiêu hoạt động được chia thành hai loại là mục tiêu giá cả tiền tệ và mục tiêu khối lượng tiền tệ [65]. Cụ thể:

Mục tiêu giá cả tiền tệ: NHTW sử dụng các công cụ của CSTT (tỷ lệ dự trữ bắt buộc (DTBB), nghiệp vụ OMO, tái chiết khấu GTCG) để tác động tới lãi suất thị trường, từ đó tác động đến chi phí vốn của nền kinh tế.

Mục tiêu khối lượng tiền tệ: NHTW tập trung kiểm soát tổng cung tiền tệ phù hợp với mục tiêu ban đầu đã đề ra thông qua việc sử dụng các công cụ của CSTT như: tỷ lệ DTBB, hạn mức tín dụng, tiêu chí tăng trưởng tín dụng.

Nếu NHTW xác định chính xác chiến lược thực thi CSTT, từ đó xây dựng hướng đi đúng trong thiết lập và thực hiện CCDHLS qua đó đạt được mục tiêu của CSTT. Như vậy, việc thiết lập chính xác chiến lược thực thi CSTT có ảnh hưởng quan trọng đến sự hoàn thiện CCDHLS của NHTW. Điều này được minh họa rõ nét trong CCDHLS của các NHTW trên thế giới như: Fed, ECB, BoE... Mục tiêu cao nhất của CSTT cần đạt được là mục tiêu lạm phát, song muốn đạt được mức lạm phát mục tiêu, NHTW phải xác định chính xác loại lãi suất sử dụng trong điều hành CSTT, tính toán và công bố công khai mức lãi suất mục tiêu phải đạt

được. Đồng thời để đạt được mục tiêu trung gian là lãi suất, các NHTW này thông qua nghiệp vụ OMO, tác động tới cung cầu tiền tệ trên thị trường liên ngân hàng khiến lãi suất thị trường dịch chuyển về đúng mức lãi suất mục tiêu.

(3) Lựa chọn lãi suất của NHTW

Mỗi NHTW trên thế giới đều lựa chọn một loại lãi suất cụ thể làm lãi suất chính thức trong điều hành CSTT⁴. Tùy theo tình hình cụ thể của quốc gia, NHTW tính toán và lựa chọn loại lãi suất phù hợp với đặc điểm kinh tế và cấu trúc thị trường tiền tệ quốc gia. Việc lựa chọn chính xác loại lãi suất sử dụng trong điều hành CSTT có ý nghĩa quan trọng tới sự hoàn thiện của CCĐHLS vì mỗi quốc gia khác nhau có đặc điểm kinh tế, cấu trúc và sự phát triển của thị trường tiền tệ khác nhau. Lựa chọn chính xác loại lãi suất sẽ mang lại kết quả cao trong điều hành CSTT, ngược lại, lựa chọn lãi suất không phù hợp sẽ khó có thể tác động tới chi phí vốn của nền kinh tế, khiến mục tiêu CSTT khó đạt được. Do vậy, quyết định lựa chọn lãi suất có ảnh hưởng quan trọng tới sự hoàn thiện CCĐHLS của NHTW.

(4) Phương pháp và căn cứ xác định lãi suất của NHTW

Lựa chọn chính xác loại lãi suất có ý nghĩa quan trọng trong CCĐHLS của NHTW song nếu không có phương pháp và căn cứ rõ ràng khi xác định mức lãi suất sẽ khiến mức lãi suất công bố không phát huy được hiệu lực trong thực tế, tác động tới chi phí vốn, quyết định đầu tư, tiêu dùng và tỷ giá hối đoái không đúng dự kiến của NHTW khiến CCĐHLS không hoàn thiện, mục tiêu CSTT không đạt được. Do đó, vấn đề quan trọng của NHTW là phải có phương pháp xác định lãi suất rõ ràng, cơ sở dữ liệu đầu vào tốt để tính chính xác lãi suất. Trên thế giới, nhiều NHTW sử dụng quy tắc Taylor như một công cụ hỗ trợ trong xác định mức lãi suất và đưa ra các quyết định điều hành bởi quy tắc này đã được chứng minh tính chính xác và hiệu quả của nó, đặc biệt ở các nước phát triển, NHTW sử dụng lạm phát là mục tiêu cao nhất của CSTT. Căn cứ xác định lãi suất của NHTW phải dựa vào mục tiêu điều hành CSTT, dự báo của NHTW biến động kinh tế trong từng thời kỳ.

(5) Phương pháp điều hành lãi suất của NHTW

⁴ Xem Mục 1.1.4 Công cụ lãi suất của NHTW

Phương pháp điều hành lãi suất của NHTW là nội dung thuộc nội hàm CCDHLS. Phương pháp điều hành lãi suất phù hợp có ý nghĩa quan trọng với sự hoàn thiện CCDHLS bởi lãi suất thị trường vận động theo quy luật khách quan, hình thành trên cơ sở cung cầu vốn. Nếu NHTW áp dụng phương pháp điều hành lãi suất trực tiếp, ấn định cụ thể lãi suất kinh doanh của các TCTC làm bóp méo quan hệ cung cầu vốn do đó tác động tiêu cực tới hệ thống TCTC. Vì các TCTC phải cạnh tranh lẫn nhau để giành giật thị phần huy động vốn và thị phần cho vay. NHTW ấn định mức lãi suất cứng nhắc sẽ làm hạn chế khả năng tiếp cận vốn hoặc giảm khả năng cho vay của các TCTC, điều này gây bất lợi đối với các TCTC, đặc biệt là các TCTC nhỏ, mới gia nhập thị trường. Tình trạng này có thể khiến các TCTC không chấp hành đầy đủ quy định lãi suất của NHTW hoặc lâm vào tình cảnh khó khăn, đe dọa đến tính thanh khoản của TCTC và sự ổn định của hệ thống từ đó khiến CCDHLS không hoàn thiện, không đạt được mục tiêu CSTT.

(6) Khả năng dự báo của NHTW

Trong quy tắc Taylor, tỷ lệ lạm phát kỳ vọng và điểm cân bằng của lãi suất thực là những yếu tố quyết định trong xác định mức lãi suất của NHTW. Song muốn xác định được các yếu tố này chính xác, phù hợp với tình hình kinh tế từng thời kỳ đòi hỏi NHTW phải có khả năng dự báo tốt các biến động của nền kinh tế, tính toán chính xác các cú sốc có thể xảy ra, cũng như tác động của các cú sốc này tới nền kinh tế từ đó tạo điều kiện cho NHTW xây dựng và thực hiện CCDHLS tốt, có sức lan tỏa tới nền kinh tế, đạt mục tiêu CSTT.

(7) Chính sách truyền thông của NHTW

Truyền thông ngày càng quan trọng và là công cụ mạnh của CSTT vì nó có thể tác động tới hoạt động của thị trường tiền tệ, giúp gia tăng khả năng dự báo cho NHTW từ đó giúp NHTW đạt được mục tiêu CSTT [94]. Công tác truyền thông tốt giúp NHTW quản lý được kỳ vọng của thị trường, tạo ra các luồng thông tin theo định hướng, cũng như giảm được các thông tin bất lợi cho CCDHLS [94]. Cụ thể, “nếu NHTW thực hiện tốt công tác truyền thông, các chủ thể tham gia thị trường có thể dựa vào những thông tin này để dự báo về mức lãi suất của NHTW trong tương lai hoặc những cú sốc mới” từ đó “tác động tới kỳ

vọng của công chúng về chính sách lãi suất trong tương lai [105]”, dẫn dắt hành vi của các chủ thể trong nền kinh tế đi theo đúng định hướng của NHTW, góp phần hoàn thiện CCĐHLS của NHTW.

1.3.2 Nhân tố khách quan

(1) Tính độc lập của NHTW

Cơ cấu tổ chức của các NHTW trên thế giới thường do quốc hội quyết định và được sắp xếp theo một trong hai mô hình sau: một là NHTW trực thuộc quốc hội, hai là NHTW trực thuộc chính phủ. Trong đó, mô hình NHTW trực thuộc quốc hội cho thấy tính độc lập cao của NHTW trong điều hành CSTT và CCĐHLS. Với mô hình này, NHTW và chính phủ là hai cơ quan độc lập. NHTW có thể tự mình ra quyết định và chịu trách nhiệm trước quốc hội trong điều hành CSTT do vậy, kết quả điều hành của NHTW thường cao hơn. Trong khi đó, với mô hình NHTW trực thuộc chính phủ, các quyết định xây dựng và điều hành lãi suất của NHTW phải được sự chấp thuận của chính phủ. Trong nhiều trường hợp, mục tiêu điều hành của NHTW và chính phủ có sự xung đột, mục tiêu chính của NHTW nhằm ổn định giá cả, duy trì tỷ lệ lạm phát thấp trong khi *“chính phủ đóng vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế thông qua các thị trường [104].”* Để đạt được mục tiêu tăng trưởng kinh tế, chính phủ có thể gây sức ép yêu cầu NHTW phải thực hiện CSTT mở rộng, giảm lãi suất để đưa thêm vốn vào nền kinh tế, mở rộng sản xuất, tạo áp lực lên lạm phát, mục tiêu ổn định giá trị đồng tiền không được đảm bảo. Do vậy, tính độc lập của NHTW tác động trực tiếp tới sự hoàn thiện của CCĐHLS.

(2) Cấu trúc và sự phát triển của thị trường tiền tệ

Thị trường tiền tệ là thị trường thực hiện các giao dịch mua bán, trao đổi vốn ngắn hạn. Trong đó, thị trường tiền tệ lấy thị trường liên ngân hàng làm trung tâm. Thị trường tiền tệ vừa là cơ sở vừa là môi trường để NHTW thực hiện CCĐHLS. Toàn bộ quyết định CCĐHLS của NHTW tác động trực tiếp tới thị trường liên ngân hàng. Bởi trên thị trường này các NHTM thực hiện việc vay mượn vốn ngắn hạn, đáp ứng nhu cầu thanh khoản hoặc kinh doanh ngắn hạn. Bất cứ sự điều chỉnh lãi suất nào của NHTW trên thị trường này cũng sẽ tác động trực tiếp tới chi phí vốn,

tác động tới lãi suất cho vay của NHTM. Thông qua thị trường liên ngân hàng, CCDHLS của NHTW sẽ lan tỏa tới nền kinh tế, từ chi phí vốn, sự dịch chuyển các tài sản tài chính, đến tỷ giá hối đoái và hoạt động xuất nhập khẩu. Nếu thị trường tiền tệ phát triển, các NHTM tham gia thị trường có khả năng cạnh tranh cao, triệt tiêu yếu tố độc quyền trên thị trường tiền tệ, lãi suất kinh doanh của NHTM được xác định theo cung cầu vốn, lãi suất của NHTW phát huy được vai trò điều hành, giúp NHTW đạt mục tiêu CSTT. Do đó, cấu trúc và sự phát triển của thị trường tiền tệ có ảnh hưởng đến sự hoàn thiện CCDHLS của NHTW.

(3) Sự ổn định, năng lực và minh bạch của hệ thống các TCTC

Hệ thống các TCTC vừa là nơi tạo môi trường vừa là nơi thực thi CSTT và CCDHLS của NHTW. Các TCTC phải chấp hành quy định của NHTW về CSTT, đồng thời là cầu nối để chuyển tiếp tác động của CSTT nói chung, CCDHLS nói riêng tới nền kinh tế - xã hội, giúp NHTW đạt mục tiêu điều hành đã đề ra. Nếu hệ thống các TCTC thiếu ổn định, tính thanh khoản không đảm bảo sẽ đe dọa đến sự an toàn của cả hệ thống các TCTC, tạo ra sự rối loạn trong nền kinh tế và hỗn loạn trong xã hội. Điều này khiến lãi suất của NHTW không phát huy được tác dụng, mục tiêu CSTT không đạt được, CCDHLS của NHTW không thể hoàn thiện

Bên cạnh đó, nếu các NHTM có sự đồng đều về năng lực tài chính, năng lực quản trị, hoạt động kinh doanh minh bạch, không tồn tại tình trạng độc quyền, NHTM minh bạch thông tin, công khai tình hình kinh doanh, cạnh tranh bình đẳng sẽ tạo lòng tin cho công chúng. Khi đó, NHTW không cần phải trực tiếp can thiệp vào thị trường, CCDHLS của NHTW là cơ chế gián tiếp, mang tính định hướng, hướng dẫn lãi suất thị trường tự điều chỉnh theo cung cầu vốn, phù hợp với định hướng dài hạn của NHTW, góp phần hoàn thiện CCDHLS của NHTW.

1.4 Kinh nghiệm xác lập cơ chế điều hành lãi suất của một số nước trên thế giới và bài học cho Việt Nam

1.4.1 Kinh nghiệm xác lập cơ chế điều hành lãi suất của một số nước trên thế giới

Tác giả nghiên cứu kinh nghiệm xác lập CCDHLS của NHTW Canada, Cục dự trữ liên bang Hoa Kỳ, NHTW Anh bởi các NHTW này sử dụng lãi suất là

công cụ trung tâm, thông qua cơ chế lan toả của lãi suất tác động tới nền kinh tế từ đó đạt mục tiêu lạm phát. CCDHLS của NHTW được xây dựng trong điều kiện kinh tế thị trường, điều hành lãi suất trên cơ sở tôn trọng quy luật cung cầu vốn. Đây là xu hướng CSTT Việt Nam hướng tới, đồng thời, CCDHLS này là mục tiêu nghiên cứu của Luận án và thực tế cũng cho thấy các NHTW này thu được kết quả cao khi theo đuổi CSTT lấy lạm phát làm mục tiêu. Đồng thời, tác giả nghiên cứu kinh nghiệm xác lập CCDHLS của Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc (PBoC) bởi Trung Quốc là quốc gia có thể chế chính trị, sự phát triển trong lĩnh vực ngân hàng, hệ thống pháp luật... khá tương đồng với Việt Nam.

(1) Ngân hàng trung ương Canada (BoC)

NHTW Canada là cơ quan điều hành CSTT. Trong đó, “*mục tiêu của CSTT là bảo tồn giá trị của tiền bạc[129]*” thông qua việc xác định tỷ lệ “*lạm phát thấp, ổn định và dễ dự đoán*” cụ thể ở mức “*2%, đây là trung điểm của 1-3% trong phạm vi mục tiêu đã được xác định [129].*” Việc xác định và công bố mức lạm phát mục tiêu ổn định 2% giúp các nhà đầu tư trên thị trường dễ dàng tính toán mức thu nhập thực tế thu được từ hoạt động đầu tư, ổn định kinh tế, tạo tâm lý an tâm cho các nhà đầu tư trong dài hạn, góp phần tạo việc làm và nâng cao năng suất. CSTT này được Canada bắt đầu áp dụng vào năm 1991, mục tiêu kiểm soát lạm phát là cơ sở đưa ra quyết định của BoC trong việc xây dựng và thực hiện CCDHLS, thông qua lãi suất tác động đến mức giá trong nền kinh tế từ đó duy trì một môi trường giá cả ổn định trong trung hạn.

Để điều hành lãi suất hiệu quả, BoC thiết lập khung lãi suất gồm trần và sàn lãi suất trong điều hành CSTT. Trong đó, lãi suất của BoC là lãi suất trần, mức lãi suất cao nhất mà các TCTC đi vay vốn ngắn hạn và phải trả cho BoC, lãi suất sàn là mức lãi suất cho vay qua đêm trên thị trường liên ngân hàng khi các TCTC đi vay và thực hiện thanh toán thông qua hệ thống thanh toán giá trị cao, mức lãi các TCTC phải trả cho tổ chức cho vay bằng mức lãi suất sàn, đồng thời khoản tiền dự trữ thừa so với yêu cầu bắt buộc của BoC được trả bằng mức lãi suất sàn để đảm

bảo rằng các TCTC không có bất cứ lý do nào để đi vay ngoài mức lãi suất khung mà BoC đã xác lập. Trong đó, lãi suất mục tiêu của BoC là trung điểm của lãi suất trần và sàn, thường dao động trong khoảng 0,25% - 0,5%. Trong điều hành CSTT, nếu lạm phát thực tế lớn hơn tỷ lệ lạm phát mục tiêu, BoC tăng lãi suất buộc các NHTM phải tăng lãi suất kinh doanh, từ đó hạn chế cho vay ra, làm giảm áp lực lên giá và ngược lại. Đồng thời để lãi suất của BoC có sức lan toả tốt tới nền kinh tế, mỗi năm BoC công khai mức lãi suất vào các tháng một, tháng ba, tháng tư, tháng năm, tháng bảy, tháng chín, tháng mười và tháng mười hai. Ngày cụ thể công bố thông tin trong các tháng này được BoC lên kế hoạch và công khai trước đó một năm. Dựa trên mức lãi suất này, các chủ thể trên thị trường sẽ điều chỉnh hoạt động đầu tư của mình, từ đó tác động đến mức giá trong nền kinh tế.

(2) Cục dự trữ liên bang Hoa Kỳ (Fed)

Cục dự trữ liên bang – Fed là NHTW của Hoa Kỳ, là cơ quan độc lập điều hành CSTT, không chịu áp lực từ Chính phủ và Quốc hội bởi *“các quyết định CSTT của Fed không cần phải được phê chuẩn bởi Tổng thống hoặc bất cứ ai trong các ngành hành pháp và lập pháp, Fed không được nhận kinh phí của Quốc hội Hoa Kỳ và các nhiệm kỳ của các thành viên Hội đồng Thống đốc trải dài qua nhiều nhiệm kỳ Tổng thống và Quốc hội [137].”* Fed lấy *“tỷ lệ lạm phát trong dài hạn là mục tiêu và duy trì ở mức 2%, được đo bằng sự thay đổi của CPI hàng năm [88].”* Fed sử dụng lãi suất làm công cụ trung tâm của CSTT, cụ thể là lãi suất tái chiết khấu và lãi suất liên bang (thực chất là lãi suất mục tiêu). Lãi suất liên bang là lãi suất mà các tổ chức lưu ký cho các tổ chức lưu ký khác vay các khoản tiền gửi dự trữ qua đêm để bù đắp thiếu hụt DTBB [134]. Lãi suất liên bang xoay quanh mức mục tiêu do FOMC ấn định trên cơ sở cân nhắc của Fed về tình hình kinh tế trong từng thời kỳ. Lãi suất liên bang về bản chất là lãi suất sàn trong CCDHLS của Fed. Vì một lý do nào đó, khi cầu vốn vay các khoản tiền gửi dự trữ qua đêm của các tổ chức lưu ký lớn hơn khả năng đáp ứng có thể tác động làm lãi suất tăng cao hơn lãi suất mục tiêu, Fed sẽ sử dụng

ng nghiệp vụ OMO, mua trái phiếu kho bạc Mỹ của các NHTM và các tổ chức lưu ký thông qua cửa sổ chiết khấu với mức lãi suất tái chiết khấu đã công bố để điều tiết tổng cung vốn từ đó kéo lãi suất thị trường bằng mức mục tiêu.

Fed cung cấp ba chương trình chiết khấu cho NHTM gồm: tín dụng chính (Primary Credit), tín dụng thứ cấp (Secondary Credit), tín dụng theo mùa (Seasonal Credit). Trong đó, tín dụng chính là các khoản cho vay ngắn hạn cho các NHTM và tổ chức lưu ký, kỳ hạn chủ yếu là cho vay qua đêm, song cũng có thể mở rộng kỳ hạn lên một tuần đối với các NHTM đáp ứng đủ điều kiện theo chương trình tín dụng chính. Lãi suất của chương trình tín dụng chính do Hội đồng thống đốc của Fed quyết định trong từng thời kỳ và bản chất lãi suất tín dụng áp dụng trong ba chương trình chiết khấu là lãi suất trần của Fed.

Trong đó, lãi suất tín dụng chính thường thấp nhất nhưng vẫn cao hơn mức lãi suất liên bang khoảng 3%. Mục đích của việc xác định lãi suất tín dụng chính cao hơn lãi suất liên bang nhằm khuyến khích các NHTM tìm kiếm nguồn tài trợ trên thị trường liên ngân hàng trước khi tham gia cửa sổ tái chiết khấu của Fed. Lãi suất tín dụng thứ cấp thường cao hơn lãi suất tín dụng chính và áp dụng cho các NHTM không đáp ứng được điều kiện tín dụng chính. Lãi suất tín dụng theo mùa là lãi suất trung bình của lãi suất thị trường được lựa chọn và quyết định bởi Hội đồng giám đốc điều hành của các Ngân hàng dự trữ trên cơ sở xem xét và quyết định bởi Hội đồng thống đốc.

(3) Ngân hàng trung ương Anh (BoE)

Năm 1998, Đạo luật Anh quy định, NHTW Anh là ngân hàng độc lập quyết định lãi suất. BoE chịu trách nhiệm trực tiếp trước Quốc hội và công chúng về các quyết định điều hành CSTT. Trong đó, mục tiêu CSTT của Anh *“là đảm bảo ổn định giá cả, theo đó, hỗ trợ các mục tiêu kinh tế của Chính phủ bao gồm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế và tạo việc làm. Giá ổn định được xác định bởi mục tiêu lạm phát 2% của Chính phủ [130]”* là mức lạm phát được xây dựng dựa trên cơ sở dự báo của BoE về tình hình kinh tế - xã hội từ hai đến ba năm trước. Lạm phát thực tế

hàng năm cao hay thấp hơn mức mục tiêu 2% đều bị coi là không tốt, CSTT không có hiệu quả. Nhằm đảm bảo duy trì mức lạm phát mục tiêu này, BoE điều chỉnh lãi suất để lạm phát trở lại mức mục tiêu đã xác định trong một khoảng thời gian hợp lý mà không tạo ra bất ổn không đáng có trong nền kinh tế. Mức lãi suất (Bank Rate) được quyết định bởi Ủy ban CSTT (MPC) gồm các thành viên là thống đốc, phó thống đốc và các giám đốc điều hành của BoE. Các quyết định của MPC về lãi suất được công bố vào lúc 12h trưa ngày thứ Năm của tuần thứ nhất hoặc tuần thứ hai hàng tháng. Đồng thời, dự báo của MPC về tăng trưởng và lạm phát cũng được công bố vào tháng hai, tháng năm, tháng tám và tháng mười một của năm, tạo cơ sở cho các nhà đầu tư đưa ra quyết định kinh doanh trên thị trường tài chính. Lãi suất này tác động tới toàn bộ hoạt động trong nền kinh tế, giữ cho cung và cầu hàng hóa, dịch vụ ở trạng thái cân bằng. Từ đó giúp Anh đạt được một tỷ lệ lạm phát thực tế phù hợp với mục tiêu lạm phát 2%. Tuy nhiên, luật pháp Anh quy định trong trường hợp cực đoan, lợi ích quốc gia đòi hỏi, Chính phủ có quyền đưa ra chỉ thị về lãi suất cho BoE nhưng điều này chỉ được diễn ra trong một thời gian hạn chế.

(4) Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc (PBoC)

Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc là NHTW của Trung Quốc, có quyền kiểm soát CSTT và quản lý các định chế tài chính của Trung Quốc. Mục tiêu điều hành CSTT của PBoC là: *“duy trì sự ổn định của giá trị đồng tiền và qua đó thúc đẩy tăng trưởng kinh tế [152].”* CSTT của Trung Quốc dựa vào mục tiêu kiểm soát tổng cung tiền tệ. Công cụ điều hành CSTT của PBoC khá đa dạng trong đó có LSCB. Tuy vậy, so với các công cụ khác như tỷ lệ DTBB, tỷ lệ cho vay/tiền gửi, LSCB của PBoC khá cứng nhắc. Trong đó, PBoC trực tiếp điều chỉnh LSCB từ đó tác động trực tiếp tới lãi suất kinh doanh của các NHTM [154]. Mặc dù từ năm 2003, lãi suất huy động và cho vay của các NHTM dần được tự do hoá. Song thực tế LSCB của PBoC tạo thành mức sàn lãi suất cho vay và trở thành trần lãi suất tiền gửi của NHTM. *“Các NHTM có thể tự do ấn định lãi suất hơn trong quá khứ nhưng sự dao động giữa lãi suất huy động và cho vay được quy định bởi PBoC và*

không thể thay đổi do tác động của cạnh tranh [140].” Việc PBoC quy định LSCB khiến “lãi suất huy động vốn và cho vay vẫn giữ nguyên quanh mức cơ bản, cho thấy sự biến dạng của động lực và hành vi phi cạnh tranh làm giảm tác động của tự do hoá lãi suất [140].” Tuy vậy, CCDHLS của PBoC vẫn “có ảnh hưởng đáng kể tới hoạt động kinh tế và lạm phát [116].” Và “trong khi hoạt động kinh tế ở các nền kinh tế tiên tiến và các nền kinh tế mới nổi đều giảm đáng kể, bao gồm cả Hoa Kỳ thì kinh tế Trung Quốc vẫn tăng trưởng mạnh, trung bình 7,4%/năm trong suốt thời kỳ suy thoái kinh tế [116].” Tuy vậy, kết quả nghiên cứu mô hình DSGE cho nền kinh tế hiện đại của Trung Quốc năm 2009 của Zhang cho rằng: “CSTT của PBoC sử dụng mục tiêu lãi suất có thể sẽ hiệu quả hơn so với sử dụng mục tiêu cung tiền nhằm ổn định nền kinh tế Trung Quốc [116], [153].”

1.4.2 Bài học kinh nghiệm cho Việt Nam trong xây dựng, quản lý, điều hành lãi suất

Kinh nghiệm xây dựng, quản lý và điều hành lãi suất của BoC, Fed và BoE cho thấy cả ba NHTW trên điều hành CSTT dựa trên nền tảng học thuyết Kenyes mới, lấy lãi suất làm trung tâm, thông qua điều hành lãi suất, NHTW tác động tới tổng cầu, mức giá từ đó tác động tới lạm phát nhằm đạt được mức lạm phát mục tiêu. Hoạt động điều hành CSTT của cả ba NHTW này đều mang lại kết quả tốt, sau năm 2008, nền kinh tế của cả ba quốc gia này nhanh chóng vượt qua khủng hoảng. Đặc biệt, khủng hoảng kinh tế khởi phát từ Hoa Kỳ, song Hoa Kỳ nhanh chóng thoát ra khỏi khủng hoảng và duy trì được vị trí nền kinh tế có GDP cao số 1 trên thế giới. Do đó, kinh nghiệm xây dựng, quản lý và điều hành lãi suất của các quốc gia này có thể trở thành bài học tốt cho Việt Nam trong việc xây dựng và điều hành cơ chế lãi suất. Đồng thời, thực tế điều hành CSTT của Trung Quốc cho thấy, khi nền kinh tế chưa hội tụ đủ các điều kiện của nền kinh tế thị trường, NHTW vẫn cần kiểm soát lãi suất. Cụ thể các bài học rút ra cho Việt Nam như sau:

Một, NHTW là những cơ quan độc lập, tách biệt với chính phủ. Trong điều hành kinh tế vĩ mô, NHTW và chính phủ chỉ có mối quan hệ hợp tác, không có

quan hệ chỉ đạo, chi phối. Do vậy NHTW có sự chủ động rất lớn trong xây dựng và thực hiện CCDHLS để đạt được mục tiêu ổn định giá cả.

Hai, xác định mục tiêu cao nhất của CSTT nói chung và CCDHLS nói riêng là ổn định giá cả, duy trì mức lạm phát thấp 2%. Đây là mức lạm phát mục tiêu trong trung và dài hạn, là định hướng điều hành của các NHTW.

Ba, về cơ bản, lãi suất của NHTW gồm lãi suất trần và lãi suất sàn, trong đó lãi suất tái chiết khấu hoặc lãi suất tái cấp vốn là lãi suất trần, lãi suất sàn là lãi suất do NHTW ấn định hoặc là lãi suất cho vay qua đêm trên thị trường liên ngân hàng.

Bốn, các NHTW này đều áp dụng phương pháp điều hành gián tiếp, không can thiệp trực tiếp vào thị trường mà thông qua nghiệp vụ OMO điều tiết tổng cung tiền tệ từ đó đạt được mục tiêu điều hành của CSTT.

Năm, NHTW công bố công khai, minh bạch thông tin điều hành CSTT vào các thời điểm xác định trong năm, tạo kênh thông tin chính thức nhằm tạo lòng tin cho các doanh nghiệp và hộ gia đình đưa ra các quyết định đầu tư, chi tiêu hợp lý.

Sáu, khi nền kinh tế chưa hội tụ đủ các điều kiện của một nền kinh tế thị trường, cấu trúc ngành ngân hàng còn bất lợi, chưa phải là thị trường cạnh tranh đầy đủ, NHTW vẫn cần kiểm soát lãi suất, hỗ trợ doanh nghiệp trong nước phát triển từ đó giúp ổn định kinh tế vĩ mô, kiểm soát lạm phát.

Như vậy, trong Chương 1, tác giả đã hệ thống và trình bày có trọng tâm cơ sở lý thuyết về CCDHLS của NHTW nhằm làm rõ nội hàm của CCDHLS. Bên cạnh đó, tác giả tìm hiểu và đưa ra các tiêu chí đánh giá sự hoàn thiện CCDHLS cũng như nhân tố tác động tới sự hoàn thiện CCDHLS của NHTW và khảo sát kinh nghiệm xác lập CCDHLS của một số NHTW trên thế giới. Tất cả những vấn đề lý luận trên là cơ sở để tác giả xem xét, đánh giá thực trạng CCDHLS của NHNN Việt Nam tại Chương 2.

CHƯƠNG 2. THỰC TRẠNG CƠ CHẾ ĐIỀU HÀNH LÃI SUẤT CỦA NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC VIỆT NAM TRONG ĐIỀU KIỆN NỀN KINH TẾ THỊ TRƯỜNG

2.1 Khái quát thực trạng cơ chế điều hành lãi suất của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam giai đoạn năm 2002 – 2016

2.1.1 Mục tiêu điều hành lãi suất của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

CCĐHLS của NHNN nằm trong tổng thể CSTT quốc gia, do vậy mục tiêu của CCĐHLS phải thống nhất với mục tiêu của CSTT trong từng thời kỳ. Toàn bộ công tác xây dựng và thực hiện CCĐHLS phải giúp NHNN đạt được mục tiêu CSTT.

(1) Mục tiêu điều hành lãi suất giai đoạn năm 2002 – 2010

Theo Điều 2, Luật NHNN năm 1997, mục tiêu của CSTT: *“nhằm ổn định giá trị đồng tiền, kiềm chế lạm phát, góp phần thúc đẩy phát triển kinh tế - xã hội, bảo đảm quốc phòng, an ninh và nâng cao đời sống của nhân dân [54].”* Giai đoạn năm 2002 – 2010, CSTT là chính sách đa mục tiêu, NHNN phải điều hành CSTT nói chung và CCĐHLS nói riêng để kiểm soát lạm phát nhưng vẫn đảm bảo *“thúc đẩy phát triển kinh tế - xã hội”*. Theo lý thuyết, hai mục tiêu này có thể đồng thời đạt được trong dài hạn. Nhưng Khoản 1, Điều 3, Chương 1, Luật NHNN năm 1997 quy định mục tiêu lạm phát của NHNN là mục tiêu ngắn hạn, do Quốc hội xác định hàng năm [54]. Yêu cầu phải đạt được đồng thời cả hai mục tiêu kiềm chế lạm phát và phát triển kinh tế - xã hội trong ngắn hạn đã tạo vướng mắc rất lớn cho NHNN. Trong ngắn hạn các mục tiêu này xung đột trực tiếp, khó có thể đồng thời đạt được bởi nếu muốn tăng trưởng kinh tế, NHNN phải tăng cung tiền tệ trên thị trường, điều này tạo áp lực khiến lạm phát tăng. Thực tế đầu những năm 2000, NHNN tập trung vào mục tiêu *“thúc đẩy tăng trưởng kinh tế”*. Bằng chứng khi ban hành Nghị quyết số 55/2001/QH10 về Kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội 5 năm 2001 – 2005, Quốc hội không đưa ra mục tiêu lạm phát, chỉ tập trung vào mục tiêu phát triển kinh tế. Tuy nhiên, do theo đuổi mục tiêu tăng trưởng kinh tế liên tục trong nhiều năm,

NHNN mở rộng tổng cung tiền tệ đã tạo áp lực lên lạm phát. Bắt đầu từ năm 2004, tỷ lệ lạm phát cũng tăng mạnh, buộc Quốc hội phải đưa ra mức lạm phát mục tiêu cho mỗi năm. Như vậy, giai đoạn này, NHNN vừa phải điều hành CSTT để đạt mục tiêu tăng trưởng kinh tế, vừa phải “*gồng mình*” để kiểm soát lạm phát. Trong ngắn hạn, hai mục tiêu này xung đột trực tiếp và không thể đồng thời đạt được. Việt Nam buộc phải chấp nhận lạm phát cao để đảm bảo mục tiêu tăng trưởng kinh tế.

Giai đoạn năm 2006 – 2010, Nghị quyết số 56/2006/QH11 của Quốc hội tiếp tục khẳng định ưu tiên mục tiêu phát triển kinh tế trong dài hạn, cụ thể phải đảm bảo “*đẩy nhanh tốc độ tăng trưởng kinh tế, nâng cao hiệu quả và tính bền vững của sự phát triển, sớm đưa nước ta ra khỏi tình trạng kém phát triển*” mục tiêu lạm phát tiếp tục không được nhắc tới. Song cũng giống giai đoạn trước, do Việt Nam theo đuổi mục tiêu tăng trưởng kinh tế trong thời gian dài tạo áp lực lên lạm phát. Để kiểm soát sự gia tăng của mức giá, hàng năm Quốc hội công bố mục tiêu kiểm soát lạm phát. Nhưng Quốc hội chưa đưa ra mức mục tiêu lạm phát cụ thể, các năm 2006 – 2008, mục tiêu chỉ được nêu chung chung: “*tốc độ tăng giá tiêu dùng thấp hơn tốc độ tăng trưởng kinh tế* [56], [58], [59]”

Bên cạnh đó, theo Luật NHNN năm 1997, để đạt được các mục tiêu này, “*NHNN có trách nhiệm: chủ trì xây dựng dự án CSTT quốc gia, kế hoạch cung ứng lượng tiền bổ sung cho lưu thông hàng năm trình Chính phủ*” và “*điều hành các công cụ thực hiện CSTT quốc gia; thực hiện việc đưa tiền ra lưu thông, rút tiền từ lưu thông về theo tín hiệu của thị trường trong phạm vi lượng tiền cung ứng đã được Chính phủ phê duyệt.*” Như vậy, quy định này cho thấy mục tiêu hoạt động của NHNN là mục tiêu cung tiền, thông qua kiểm soát tổng cung tiền tệ để đạt được mục tiêu cuối cùng “*thúc đẩy phát triển kinh tế - xã hội*” và “*ổn định giá trị đồng tiền*” theo chỉ đạo của Quốc hội và Chính phủ, chiến lược thực thi mục tiêu CSTT giai đoạn này không tồn tại mục tiêu trung gian. Lãi suất chưa nhận được nhiều sự quan tâm từ NHNN, lãi suất mục tiêu chưa được xác định và lãi suất cũng không tồn tại trong chiến lược thực thi CSTT của NHNN.

(2) Mục tiêu điều hành lãi suất giai đoạn năm 2011 – 2016

Nhà nước ưu tiên tăng trưởng kinh tế buộc NHNN nói lỏng CSTT, đẩy mạnh tăng trưởng tổng cung tiền tệ (M2) và tăng trưởng tín dụng trong thời gian dài tạo áp lực khiến lạm phát tăng cao và khó kiểm soát, tác động tiêu cực tới kinh tế - xã hội. Kinh tế Việt Nam giai đoạn đầu tăng trưởng ấn tượng, luôn vượt mức mục tiêu Quốc hội đề ra song chính điều này tạo hệ quả khiến lạm phát tăng mạnh, đặc biệt trong hai năm 2007 – 2008. Rút kinh nghiệm điều hành CSTT giai đoạn năm 2002 – 2010, năm 2010, Luật NHNN mới ra đời đã thu hẹp phạm vi mục tiêu CSTT. Trong đó, mục tiêu của CSTT chủ yếu hướng tới: *“ổn định giá trị đồng tiền biểu hiện bằng tiêu chí lạm phát, quyết định sử dụng các công cụ và biện pháp để thực hiện mục tiêu đề ra [60]”*. Nhìn chung, CSTT của Việt Nam đã có sự điều chỉnh tích cực khi xác định mục tiêu điều hành, Việt Nam chuyển từ hướng xây dựng CSTT đa mục tiêu sang CSTT lấy lạm phát là mục tiêu cốt lõi, chi phối mọi hoạt động điều hành của NHNN. Tuy nhiên, mục tiêu lạm phát của NHNN vẫn là mục tiêu ngắn hạn, cơ sở để NHNN điều hành lãi suất là *“tiêu chí lạm phát hằng năm được thể hiện thông qua” “chỉ số giá tiêu dùng [60]”* do Quốc hội quyết định.

Bên cạnh đó, mục tiêu hoạt động được NHNN sử dụng để đạt mục tiêu *“ổn định giá trị đồng tiền”* vẫn tiếp tục là mục tiêu cung tiền, NHNN thực hiện nhiệm vụ kiểm soát tổng cung tiền tệ, tăng trưởng tín dụng trên cơ sở chỉ tiêu tăng vốn đầu tư do Quốc hội giao hàng năm. NHNN bơm tiền qua các kênh như nghiệp vụ OMO, tái cấp vốn, mua bán ngoại tệ... để điều tiết thanh khoản của các TCTD, từ đó tác động đến lãi suất thị trường. Song mục tiêu cung tiền chưa phải là mục tiêu tối ưu để kiểm soát lạm phát do tổng cung tiền tệ trong nền kinh tế không chỉ chịu sự tác động của NHNN mà còn chịu tác động bởi quyết định chi tiêu NSNN nằm trong sự quản lý của các cơ quan Nhà nước khác. Không chỉ vậy, thị trường bảo hiểm và thị trường chứng khoán cũng không nằm trong sự quản lý của NHNN. Do đó, việc tính toán và kiểm soát tổng cung tiền tệ của NHNN gặp nhiều khó khăn. Mặc dù trong giai đoạn năm 2008 – 2016, NHNN bắt đầu coi trọng và sử dụng

thường xuyên công cụ lãi suất, song thực tế, NHNN vẫn chưa xác định lãi suất mục tiêu và lãi suất vẫn chưa tồn tại trong chiến lược thực thi CSTT của NHNN.

Như vậy, việc xác định mục tiêu cao nhất trong điều hành CSTT nói chung và CCDHLS nói riêng là mục tiêu ổn định giá trị đồng tiền của Việt Nam tuân theo xu hướng của thế giới. Song CPI chỉ được xác định trong ngắn hạn, chưa phải là căn cứ tốt để NHNN đưa ra các định hướng điều hành CSTT nói chung và CCDHLS nói riêng. Thêm vào đó, công cụ chủ đạo của NHNN thời gian qua vẫn là cung tiền, nhưng việc kiểm soát tổng cung tiền tệ để kiểm soát giá gặp nhiều khó khăn, thậm chí có những giai đoạn nằm ngoài sự kiểm soát của NHNN. Lãi suất chưa phải là công cụ trung tâm được NHNN sử dụng để điều hành kinh tế vĩ mô, mục tiêu lãi suất chưa nằm trong hệ thống chiến lược thực thi CSTT của NHNN.

2.1.2 Công cụ lãi suất của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Điều 10, Mục I, Chương III, Luật NHNN số 46/2010/QH12 quy định: *“Thống đốc Ngân hàng Nhà nước quyết định việc sử dụng công cụ thực hiện CSTT quốc gia, bao gồm tái cấp vốn, lãi suất, tỷ giá hối đoái, DTBB, nghiệp vụ OMO và các công cụ, biện pháp khác theo quy định của Chính phủ [60].”* Cũng theo Khoản 1, Điều 12, Chương III, Luật này quy định: *“NHNN công bố lãi suất tái cấp vốn, LSCB và các loại lãi suất khác để điều hành CSTT, chống cho vay nặng lãi [60].”* Các lãi suất được NHNN sử dụng trong điều hành CSTT gồm:

Lãi suất cơ bản: là lãi suất cơ sở do NHNN quy định, được sử dụng làm căn cứ để các TCTD xác định mức lãi suất kinh doanh của mình. Các TCTD dựa vào mức LSCB trong từng thời kỳ của NHNN để ấn định lãi suất huy động vốn và lãi suất cho vay theo quy định của NHNN. Như vậy, cũng giống hầu hết các quốc gia khác trên thế giới, NHNN xây dựng LSCB với mục đích sử dụng LSCB là lãi suất mục tiêu của NHNN. Thông qua xây dựng và điều hành LSCB, NHNN hướng dẫn lãi suất thị trường theo đúng định hướng của CSTT từ đó tác động tới các kênh truyền dẫn vốn trong nền kinh tế, đạt mục tiêu CSTT.

Bên cạnh LSCB, NHNN đồng thời sử dụng kết hợp nhiều loại lãi suất khác nhằm tác động tới lãi suất thị trường, cụ thể như sau:

Lãi suất trần: Là mức lãi suất cao nhất NHNN cho phép các TCTD được quyền ấn định trong hoạt động kinh doanh của mình, bao gồm: lãi suất trần huy động vốn, lãi suất trần cho vay. Trong đó, lãi suất trần huy động vốn là lãi suất huy động vốn từ tiền gửi cao nhất các TCTD được phép huy động từ nền kinh tế. Lãi suất trần cho vay là lãi suất cho vay cao nhất các TCTD được phép ấn định. Quy định trần lãi suất huy động vốn và cho vay được NHNN ấn định và công bố trong từng thời kỳ.

Lãi suất tái cấp vốn: Là lãi suất cấp tín dụng của NHNN nhằm cung ứng vốn ngắn hạn và phương tiện thanh toán cho TCTD. Lãi suất tái cấp vốn được NHNN quy định và thực hiện trong các hình thức cho vay có đảm bảo bằng cầm cố GTCG, cho vay lại theo hồ sơ tín dụng và các hình thức tái cấp vốn khác. Khi các TCTD thiếu hụt vốn ngắn hạn có thể lên vay NHNN thông qua hình thức cầm cố GTCG hoặc xin vay lại theo hồ sơ tín dụng. Tùy từng thời kỳ kinh tế, mức lãi suất tái cấp vốn được NHNN xác định khác nhau nhưng nhìn chung, lãi suất tái cấp vốn tăng/giảm tác động trực tiếp tới chi phí vốn từ đó tác động tới lãi suất cho vay của các TCTD.

Lãi suất tái chiết khấu: Là lãi suất cấp tín dụng của NHNN nhằm cung ứng vốn ngắn hạn và phương tiện thanh toán cho TCTD. Lãi suất tái chiết khấu được NHNN quy định và thực hiện trong hình thức mua lại GTCG còn thời hạn lưu hành của các TCTD thông qua nghiệp vụ OMO. Khi các TCTD thiếu hụt vốn ngắn hạn có thể sử dụng các GTCG theo quy định của NHNN tham gia nghiệp vụ OMO, bán GTCG cho NHNN và thu về một khoản vốn ngắn hạn nhằm đáp ứng nhu cầu thanh khoản của đơn vị. Mức lãi suất tái chiết khấu cao hay thấp do NHNN xác định trong từng thời kỳ, phù hợp với tình hình kinh tế và mục tiêu điều hành CSTT của NHNN. Lãi suất tái chiết khấu tăng/giảm tác động trực tiếp tới chi phí vốn đầu vào của các TCTD, do đó sẽ ảnh hưởng đến lãi suất đầu ra, thông qua cơ chế lan truyền của lãi suất tác động tới tổng cầu và mức giá.

Lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng: Là lãi suất do NHNN quy định, áp dụng khi cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng. Lãi suất cho vay qua đêm do Thống đốc NHNN quy định phù

hợp với mục tiêu CSTT trong từng thời kỳ. Lãi suất này áp dụng trong trường hợp NHTM tham gia thanh toán điện tử liên ngân hàng song không đủ vốn để bù đắp chênh lệch âm giữa tổng giá trị các khoản thanh toán chuyển đến và tổng giá trị các khoản thanh toán chuyển đi được xác định vào cuối ngày giao dịch.

2.1.3 Nguyên tắc xác định lãi suất của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

(1) Nguyên tắc xác định lãi suất cơ bản

Điều 18 Luật NHNN năm 1997 quy định: “*Ngân hàng Nhà nước xác định và công bố LSCB và lãi suất tái cấp vốn.*” Từ ngày 1/10/1998, khi Luật NHNN năm 1997 có hiệu lực, NHNN điều hành lãi suất trên cơ sở công bố và kiểm soát hai loại lãi suất là LSCB và lãi suất tái cấp vốn, từ đó tác động đến lãi suất thị trường. Do kinh tế Việt Nam ngày càng hội nhập sâu với thế giới, để tạo điều kiện cho các TCTD Việt Nam có cơ hội nâng cao năng lực cạnh tranh, phát triển hoạt động kinh doanh. Ngày 30/5/2002, NHNN ban hành Quyết định số 546/2002/QĐ-NHNN về việc thực hiện cơ chế lãi suất thỏa thuận trong hoạt động tín dụng thương mại bằng VNĐ. Trong đó, NHNN nêu rõ: “*TCTD xác định lãi suất cho vay bằng VNĐ trên cơ sở cung cầu vốn thị trường và mức độ tín nhiệm đối với khách hàng vay là các pháp nhân và cá nhân Việt Nam, pháp nhân và cá nhân nước ngoài hoạt động tại Việt Nam [5].*” Quy định này cho thấy sự đổi mới của NHNN trong điều hành lãi suất, NHNN thả nổi lãi suất cho vay VNĐ của các TCTD theo cung cầu thị trường vốn vay nhằm tạo tính chủ động cho các TCTD. Các đơn vị này được tự quyết định lãi suất kinh doanh bằng VNĐ, tạo điều kiện cho các TCTD có cơ hội cạnh tranh công bằng. Vì LSCB là công cụ của CSTT nên NHNN vẫn “*tiếp tục công bố LSCB [5]*” nhằm tạo tính linh hoạt cho NHNN khi “*áp dụng các biện pháp để kiểm soát biến động của lãi suất thị trường, đảm bảo được yêu cầu và mục tiêu của CSTT trong từng thời kỳ [5].*” Tuy nhiên, mức LSCB được xác định dựa trên: “*cơ sở tham khảo mức lãi suất cho vay thương mại đối với khách hàng tốt nhất của nhóm các TCTD được lựa chọn theo Quyết định của Thống đốc Ngân hàng Nhà nước Việt Nam trong từng thời kỳ [5]*”. Như vậy, từ ngày 1/6/2002 khi Quyết định số 546/2002/QĐ-NHNN chính thức có hiệu lực, LSCB của NHNN được sử dụng làm cơ sở tham khảo, ấn

định lãi suất kinh doanh của các TCTD từ đó định hướng lãi suất thị trường. Tuy nhiên, nguyên tắc xác định LSCB của NHNN chưa hợp lý. Bởi lãi suất cho vay của các TCTD được xác định dựa trên cơ sở thỏa thuận giữa TCTD và khách hàng vay, không tính đến mục tiêu kinh tế vĩ mô, khi các TCTD tăng lãi suất cho vay, chi phí vốn tăng cao, dẫn đến lạm phát gia tăng từ đó không đảm bảo NHNN đạt được mục tiêu ổn định giá trị đồng tiền và thúc đẩy kinh tế phát triển.

Do vậy, ngày 16/5/2008, NHNN ban hành quyết định số 16/2008/QĐ-NHNN, tuyên bố xóa bỏ cơ chế lãi suất thỏa thuận trong hoạt động tín dụng thương mại bằng VNĐ song NHNN xác định LSCB tiếp tục là *“cơ sở cho các TCTD ấn định lãi suất kinh doanh [11]”* và là lãi suất để NHNN điều hành lãi suất thị trường. Quyết định số 16/2008/QĐ-NHNN cũng nêu rõ: *“các TCTD ấn định lãi suất kinh doanh bằng VNĐ đối với khách hàng không vượt quá 150% của LSCB do NHNN công bố.”* Như vậy, về bản chất NHNN quay lại sử dụng phương pháp chỉ huy, LSCB được sử dụng để xác định trần lãi suất cho vay của các TCTD. Các TCTD cho vay không được vượt quá 150% LSCB trong từng thời kỳ. Tuy nhiên, cơ sở xác định LSCB của NHNN không có sự thay đổi, vẫn dựa vào *“lãi suất cho vay thương mại”* của 5 NHTM nhà nước; 15 NHTM cổ phần, 2 ngân hàng liên doanh và 3 ngân hàng 100% vốn nước ngoài [12] để tính toán mức LSCB. Điều này tạo ra sự bất hợp lý khi lãi suất điều hành của NHNN được tính toán dựa trên các mức lãi suất kinh doanh của NHTM trong khi lãi suất của các NHTM này tiếp tục được xác định trên cơ sở thỏa thuận giữa ngân hàng và khách hàng vay vốn, không dựa trên mục tiêu điều hành kinh tế vĩ mô.

(2) Nguyên tắc xác định các loại lãi suất khác

Từ khi Luật NHNN năm 2010 chính thức có hiệu lực, căn cứ để NHNN tính toán các mức lãi suất khác ngoài LSCB gồm: lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu và lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng dựa trên thẩm quyền quyết định CSTT của cơ quan nhà nước có thẩm quyền. Cụ thể, *“Quốc hội quyết định tiêu chí lạm phát hằng năm được thể hiện thông qua việc quyết định chỉ số giá tiêu dùng và giám sát việc thực hiện CSTT quốc gia.”* Và *“Chính phủ trình Quốc hội quyết định tiêu chí lạm phát hằng năm. Thủ tướng*

Chính phủ, Thống đốc NHNN quyết định việc sử dụng các công cụ và biện pháp điều hành để thực hiện mục tiêu CSTT quốc gia theo quy định của Chính phủ [60].” Quy định này chi phối việc tính toán các mức lãi suất của NHNN. Trong đó, NHNN phải căn cứ vào tình hình phát triển kinh tế, lạm phát, biến động tỷ giá hối đoái trên thị trường, mức cung tiền của NHNN, nhu cầu vốn thực tế của thị trường và sự chỉ đạo trực tiếp của Chính phủ để tính toán các mức lãi suất trong điều hành và thông qua cơ chế truyền tải của CSTT tác động đến lãi suất thị trường để từ đó đạt mục tiêu lạm phát Quốc hội đưa ra. Như vậy, các mức lãi suất hiện nay của NHNN như: lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu, lãi suất cho vay qua đêm được NHNN tính toán một cách định tính, dựa trên sự tổng hòa của nhiều yếu tố tác động, song chủ yếu xoay quanh mục tiêu lạm phát Quốc hội trong từng thời kỳ, phù hợp với chỉ đạo của Chính phủ về điều hành CSTT.

2.1.4 Diễn biến điều hành lãi suất của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam từ năm 2002 đến năm 2016

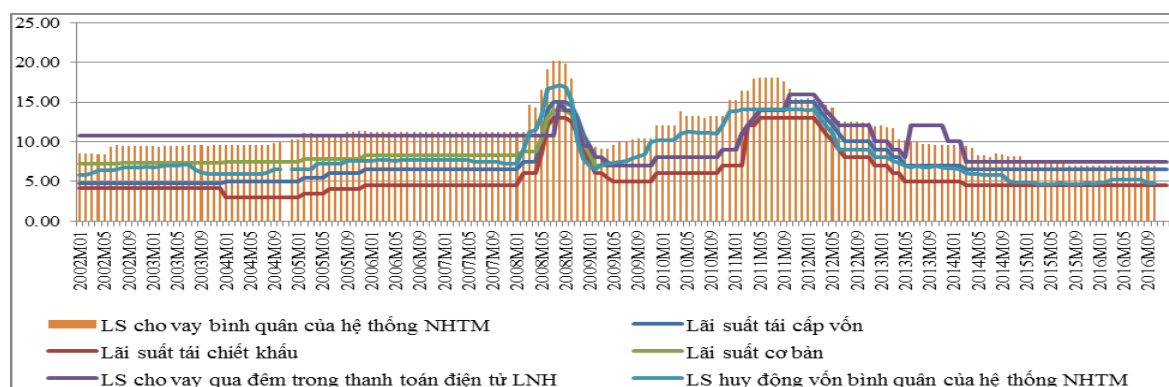
2.1.4.1 Điều hành lãi suất của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam giai đoạn năm 2002 – 2008

Đầu những năm 2000, theo Nghị quyết số 55/2001/QH10 về Kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội 5 năm 2001 – 2005, NHNN thực hiện CSTT nói lỏng, mở rộng cung tiền, ưu tiên phát triển kinh tế theo kế hoạch của Quốc hội và chỉ đạo của Chính phủ. Trong đó, NHNN tập trung mở rộng tổng cung tiền tệ thông qua tăng trưởng tín dụng. Đồng thời, để tạo điều kiện cho các TCTD mở rộng cho vay, NHNN đã chuyển từ CCDHLS trực tiếp sang gián tiếp theo cung cầu của thị trường. NHNN cho phép các TCTD được tự do thỏa thuận lãi suất cho vay cả bằng ngoại tệ và VNĐ. Trong đó, theo Quyết định số 241/2000/QĐ-NHNN1 và Quyết định số 243/2000/QĐ-NHNN cùng ban hành ngày 2/8/2000, NHNN cho phép các TCTD được tự do “*án định lãi suất cho vay dựa trên cơ sở lãi suất thị trường quốc tế và cung cầu vốn trong nước của từng loại ngoại tệ [2]*”, riêng với lãi suất cho vay USD, các TCTD án định lãi suất cho vay dựa trên cơ sở lãi suất USD trên thị trường tiền tệ liên ngân hàng Singapore kỳ hạn 3 tháng với cho

vay ngắn hạn [2] với biên độ giao động 1%/năm [3], kỳ hạn 6 tháng với cho vay trung dài hạn [2] với biên độ giao động 2,5%/năm [3]. Riêng lãi suất huy động vốn bằng ngoại tệ vẫn do NHNN quy định nhằm khuyến khích doanh nghiệp gửi tiền vào hệ thống NHTM và tránh việc NHTM gửi ngoại tệ ra nước ngoài.

Trong xu hướng này, ngày 30/5/2002, NHNN ban hành Quyết định số 546/2002/QĐ-NHNN, cho phép các TCTD thực hiện cơ chế lãi suất thỏa thuận trong hoạt động tín dụng thương mại bằng VNĐ, qua đó cho phép tự do hoàn toàn lãi suất cho vay trên thị trường. Các TCTD tự do ấn định lãi suất cho vay nội và ngoại tệ theo biểu hiện cung cầu vốn trên thị trường, tạo cơ hội cho các TCTD cạnh tranh bình đẳng. Các TCTD đưa ra mức lãi suất kinh doanh dựa trên nhu cầu của thị trường, tạo cơ hội phát triển mạnh cho các TCTD, đặc biệt là NHTM. Đồng thời, để thị trường tự điều tiết, NHNN hạn chế can thiệp vào thị trường, trong suốt giai đoạn năm 2002 – 2005, NHNN chỉ điều chỉnh ba lần các loại lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu và LSCB, riêng lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng không có sự điều chỉnh (xem Phụ lục 2.1).

Đvt: %/năm

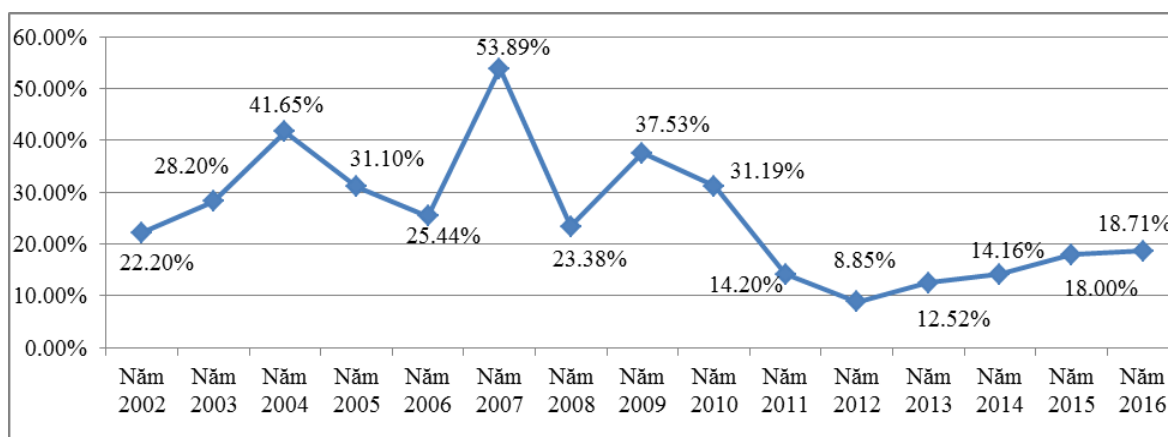


Nguồn: NHNN và IFS

Hình 2.1: Tình hình lãi suất của NHNN và NHTM giai đoạn năm 2002 – 2016

CCDHLS gián tiếp đã mở đường cho hệ thống các TCTD phát triển, số lượng ngân hàng gia tăng giúp mở rộng kênh cung cấp vốn cho nền kinh tế, đáp ứng nhu cầu vay vốn kinh doanh, khuyến khích sản xuất của các doanh nghiệp, góp phần quan trọng hỗ trợ kinh tế phát triển nhằm đạt được mục tiêu tăng trưởng kinh tế theo chỉ đạo của Quốc hội và Chính phủ. Song điều này cũng

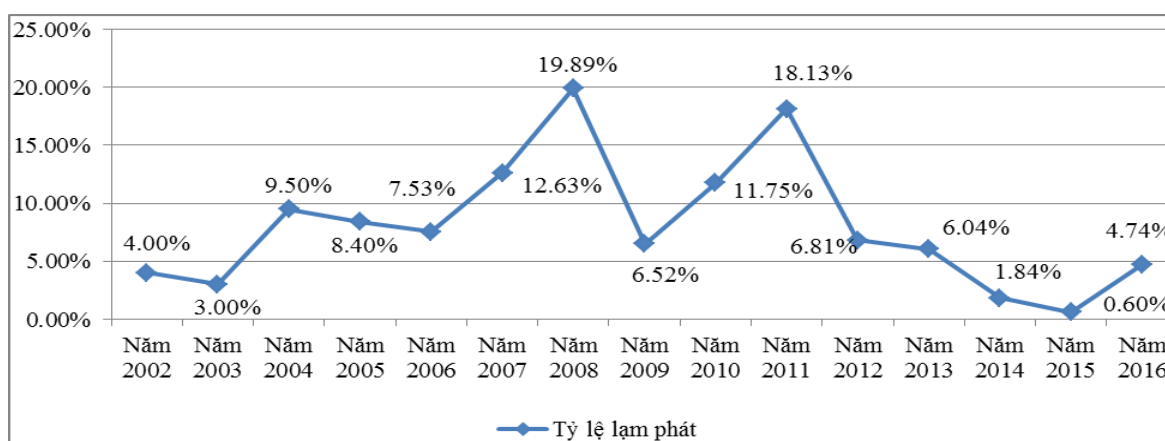
khiến sự cạnh tranh trên thị trường ngày càng khốc liệt. Giai đoạn này, thị phần huy động vốn và cho vay chủ yếu thuộc về các TCTD Nhà nước (xem Phụ lục 2.2). Để có thể cạnh tranh với các đơn vị này, khối NHTM cổ phần luôn duy trì lãi suất huy động vốn cao hơn các TCTD Nhà nước, lượng vốn lớn trong dân dần chuyển sang các NHTM cổ phần. Nhưng điều này cũng khiến lãi suất cho vay đầu ra bằng VNĐ của các NHTM cổ phần tăng cao, chi phí vốn đầu vào của doanh nghiệp tăng dẫn đến giá bán tăng và góp phần làm tăng lạm phát. Điều này cho thấy sự độc quyền trong ngành ngân hàng đã tác động tiêu cực, khiến mục tiêu điều hành lãi suất của NHNN khó đạt được.



Nguồn: NHNN

Hình 2.2: Tốc độ tăng trưởng tín dụng giai đoạn năm 2002 – 2016

Tăng trưởng tín dụng quá cao, duy trì trong thời gian dài tạo sức ép gia tăng lạm phát, lạm phát liên tục tăng cao và khó kiểm soát, lãi suất huy động vốn và cho vay của các TCTD tăng mạnh, tác động tiêu cực đến nền kinh tế, tạo các luồng dư luận không tốt trong xã hội. Tuy vậy, NHNN vẫn kiên trì theo đuổi CCĐHLS gián tiếp khuyến khích thị trường tự điều tiết, NHNN giữ nguyên mức LSCB, lãi suất tái cấp vốn và lãi suất tái chiết khấu được ấn định từ tháng 12/2005. Lúc này để ổn định tình hình kinh tế vĩ mô, NHNN điều chỉnh tổng cung tiền tệ thông qua công cụ DTBB và nghiệp vụ OMO. Từ đầu tháng 2/2008, NHNN phát hành tín phiếu NHNN và bắt buộc các TCTD hoạt động trên phạm vi lãnh thổ Việt Nam phải mua với tổng giá trị 20.300 tỷ đồng [15]. NHNN cũng đồng thời tăng mạnh tỷ lệ DTBB [14] (xem Phụ lục 2.3).



Nguồn: Tổng Cục Thống kê

Hình 2.3: Tình hình lạm phát tại Việt Nam giai đoạn năm 2002 – 2016

Tuy nhiên, việc sử dụng các công cụ khác của CSTT chưa mang lại kết quả như kỳ vọng, lạm phát tiếp tục tăng mạnh. Do đó, từ ngày 1/2/2008, NHNN điều chỉnh tăng lãi suất, song mức tăng không nhiều⁵. Sau đó, do lãi suất kinh doanh của các NHTM và lạm phát tăng cao, cùng với áp lực lớn từ dư luận và chỉ đạo của Chính phủ và Quốc hội, NHNN thực hiện các đợt điều chỉnh lãi suất mới. Giai đoạn này, lãi suất được điều chỉnh tăng mạnh và dồn dập. Trong chưa đầy 1 tháng, từ ngày 19/5/2008 đến ngày 11/6/2008, NHNN liên tiếp tăng mạnh các mức lãi suất⁶ nhưng kết quả đạt được chưa cao, lạm phát không có dấu hiệu giảm, vẫn duy trì mức tăng mạnh. Do đó, lần đầu tiên sau 6 năm, NHNN đặt lại trần lãi suất cho vay thông qua quy định giới hạn lãi suất cho vay tối đa không quá 150% LSCB [11], chấm dứt cơ chế lãi suất thỏa thuận, NHNN quay trở lại CCDHLS trực tiếp. Giới hạn lãi suất cho vay tối đa không quá 150% được NHNN xác định dựa trên căn cứ quy định tại Khoản 1, Điều 476, Mục 4, Chương XVIII Bộ Luật Dân sự số 33/2005/QH11. Tuy nhiên, các TCTD Việt Nam, đặc biệt là các NHTM cổ phần, trước áp lực phải đạt được tỷ suất lợi nhuận kế hoạch, đã lách quy định của NHNN bằng cách giữ nguyên mức lãi suất

⁵ Lãi suất tái cấp vốn từ 6,5%/năm lên 7,5%/năm; Lãi suất tái chiết khấu tăng từ 4,5%/năm lên 6%/năm; LSCB tăng từ 8,25%/năm lên 8,75%/năm.

⁶ LSCB từ 8,75% lên 12% rồi 14%; lãi suất tái chiết khấu tăng từ 6% lên 11% rồi 13%; lãi suất tái cấp vốn tăng từ 7,5% lên 13% rồi 15%.

cho vay, song lại tăng các mức phí kèm theo, dẫn đến lãi suất cho vay thực tế tăng gấp nhiều lần so với quy định của NHNN. Nhiều doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc hoàn trả nợ vay ngân hàng do tỷ suất sinh lời thực tế không đủ bù đắp chi phí sử dụng vốn [71]. Việc này, một lần nữa, khiến NHNN phải ban hành mệnh lệnh hành chính yêu cầu các TCTD không thu thêm các khoản phí ngoài lãi cho vay. Bên cạnh đó, do sự cạnh tranh gay gắt trên thị trường, để cạnh tranh với hệ thống NHTM, các quỹ TDND đã bất chấp quy định về trần lãi suất cho vay VNĐ của NHNN, tìm cách vượt rào, kỷ luật thị trường không được đảm bảo khiến NHNN phải ra Chỉ thị 04 để chấn chỉnh hoạt động của các tổ chức này [10]. Việc NHNN liên tiếp sử dụng công cụ hành chính để điều hành thị trường cho thấy hiệu lực điều hành lãi suất của NHNN chưa cao, đồng thời cũng thể hiện rõ NHNN cần có chiến lược dài hạn trong xây dựng CCDHLS, không thể điều hành lãi suất theo diễn biến ngắn hạn của thị trường, lấy lãi suất kinh doanh của các TCTD làm căn cứ điều chỉnh lãi suất của NHNN.

2.1.4.2 Điều hành lãi suất của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam giai đoạn năm 2009 – 2016

Với những biện pháp mạnh và dồn dập, cùng với việc áp trần lãi suất cho vay đã giúp NHNN nhanh chóng kiểm soát lạm phát, ổn định hoạt động của thị trường ngân hàng. Lạm phát năm 2009 giảm mạnh, chỉ bằng 1/3 tỷ lệ lạm phát năm 2008, kinh tế Việt Nam rơi vào một trạng thái mới, sản xuất của các doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn, sức tiêu dùng của nền kinh tế giảm sâu, doanh nghiệp khó khăn trong trả nợ ngân hàng. Trong bối cảnh mới, NHNN thực hiện nói lỏng CSTT, tìm mọi biện pháp tăng cung tiền như: cho phép thanh toán sớm 20.300 tỷ đồng tín phiếu NHNN [16], hạ tỷ lệ DTBB, hạ các mức lãi suất⁷. Động thái này của NHNN đã giúp lãi suất cho vay tối đa giảm từ 21%/năm xuống còn 10,5%/năm. Tuy nhiên, để giải toả căng thẳng về lãi suất cho các TCTD, NHNN bắt đầu nói lỏng kiểm soát lãi suất, chuyển sang CCDHLS trực tiếp có thả nổi

⁷ Hạ LSCB từ 8,5% xuống 7%; lãi suất tái cấp vốn từ 9,5% xuống 8%, rồi 7%; lãi suất tái chiết khấu từ 7,5% xuống 6% rồi 5%, lãi suất cho vay qua đêm từ 10,8%, xuống 9,5%, sau đó là 8,0%, 7,5% rồi 7,0%.

một phần. Với việc ban hành các Thông tư 01/2009/TT-NHNN ngày 23/1/2009, NHNN cho phép các TCTD được thực hiện cơ chế lãi suất thả nổi khi cho vay tiêu dùng và cho vay thông qua nghiệp vụ phát hành và sử dụng thẻ tín dụng; Ban hành Thông tư số 02/2009/TT-NHNN ban hành ngày 3/2/2009, NHNN quy định mức hỗ trợ lãi suất cho khách hàng vay 4%/năm tính trên dư nợ khoản vay trong thời gian từ ngày 1/2/2009 – 31/12/2009 đối với các khoản vay vốn lưu động, vay vốn ngắn hạn xây nhà ở cho người có thu nhập thấp và các khoản cho vay khác theo quy định của Chính phủ và NHNN.

Đến tháng 12/2009 khi kinh tế dần phục hồi, để đảm bảo quyền lợi cho các NHTM, NHNN đồng loạt tăng các mức lãi suất thêm 1%, kéo chi phí vốn của nền kinh tế gia tăng, lúc này trần lãi suất cho vay kinh doanh VNĐ tăng từ 10,5%/năm lên 12%/năm. Bên cạnh đó, NHNN tiếp tục duy trì CCĐHLS thả nổi một phần. Bằng chứng, ngày 26/2/2010, NHNN ban hành Thông tư số 07/2010/TT-NHNN cho phép các TCTD được thỏa thuận lãi suất cho vay trung, dài hạn bằng VND nhằm đáp ứng nhu cầu sản xuất, kinh doanh; cho vay đáp ứng nhu cầu tiêu dùng và cho vay thông qua nghiệp vụ phát hành và sử dụng thẻ tín dụng trên cơ sở cung cầu vốn thị trường, mức tín nhiệm của khách hàng vay. Với CCĐHLS này, NHNN mở đường cho các TCTD được xác định lãi suất theo quy luật kinh tế khách quan. Hơn nữa, từ ngày 1/1/2011, Luật NHNN số 46/2010/QH12 có hiệu lực, Khoản 2, Điều 12, Chương III quy định, NHNN chỉ can thiệp *”trong trường hợp thị trường tiền tệ có diễn biến bất thường [60].”*

Như vậy, CCĐHLS trong Luật NHNN năm 2010 có sự đổi mới rõ rệt, chủ trương của Nhà nước để cung cầu tiền tệ tự điều tiết, tôn trọng quy luật khách quan của thị trường. Tuy nhiên, cấu trúc thị trường ngân hàng Việt Nam còn nhiều bất lợi cho các NHTM cổ phần, thị phần huy động vốn và cấp tín dụng chủ yếu thuộc về các NHTM Nhà nước. Dưới áp lực thanh khoản, lãi suất huy động vốn và cho vay của các NHTM tăng mạnh thông qua các hình thức thưởng tiền, tặng quà, khiến lãi suất vượt quá giới hạn tối đa NHNN đưa ra, các ngân hàng bước vào cuộc chạy đua lãi suất mới, LSCB không đủ sức chi phối lãi suất của

thị trường. Do đó từ năm 2011, NHNN “*âm thầm*” rút LSCB ra khỏi CCDHLS, thay vào đó là quy định về trần lãi suất huy động vốn và cho vay.

Bảng 2.1: Trần lãi suất huy động vốn bằng VNĐ giai đoạn năm 2002 – 2016

Đvt: %/năm

Ngày có hiệu lực	Không kỳ hạn và kỳ hạn < 1 tháng		Có kỳ hạn ≥ 1 tháng	
	Quỹ TDND cơ sở	TCTD khác	Quỹ TDND cơ sở	TCTD khác
Ngày 03/03/2011	14,5	14,0	14,5	14,0
Ngày 01/10/2011	6,0	6,0	14,5	14,0
Ngày 13/03/2012	5,0	5,0	13,5	13,0
Ngày 11/04/2012	4,0	4,0	12,5	12,0
Ngày 28/05/2012	3,0	3,0	11,5	11,0
Ngày 11/06/2012	2,0	2,0	9,5 ⁸	9,0 ⁹
Ngày 24/12/2012	2,0	2,0	8,5 ¹⁰	8,0 ¹¹
Ngày 26/03/2013	2,0	2,0	8,0 ¹²	7,5 ¹³
Ngày 28/06/2013	1,2	1,2	7,5 ¹⁴	7,0 ¹⁵
Ngày 18/3/2014	1,0	1,0	6,5 ¹⁶	6,0 ¹⁷
Ngày 29/10/2014	1,0	1,0	6,0 ¹⁸	5,5 ¹⁹

Nguồn: NHNN [24],[27-29],[31],[32],[34],[36],[40],[43],[46],[49]

⁸ Kỳ hạn trên 12 tháng lãi suất thỏa thuận

⁹ Kỳ hạn trên 12 tháng lãi suất thỏa thuận

¹⁰ Kỳ hạn trên 12 tháng lãi suất thỏa thuận

¹¹ Kỳ hạn trên 12 tháng lãi suất thỏa thuận

¹² Kỳ hạn trên 12 tháng lãi suất thỏa thuận

¹³ Kỳ hạn trên 12 tháng lãi suất thỏa thuận

¹⁴ Kỳ hạn trên 6 tháng lãi suất thỏa thuận

¹⁵ Kỳ hạn trên 6 tháng lãi suất thỏa thuận

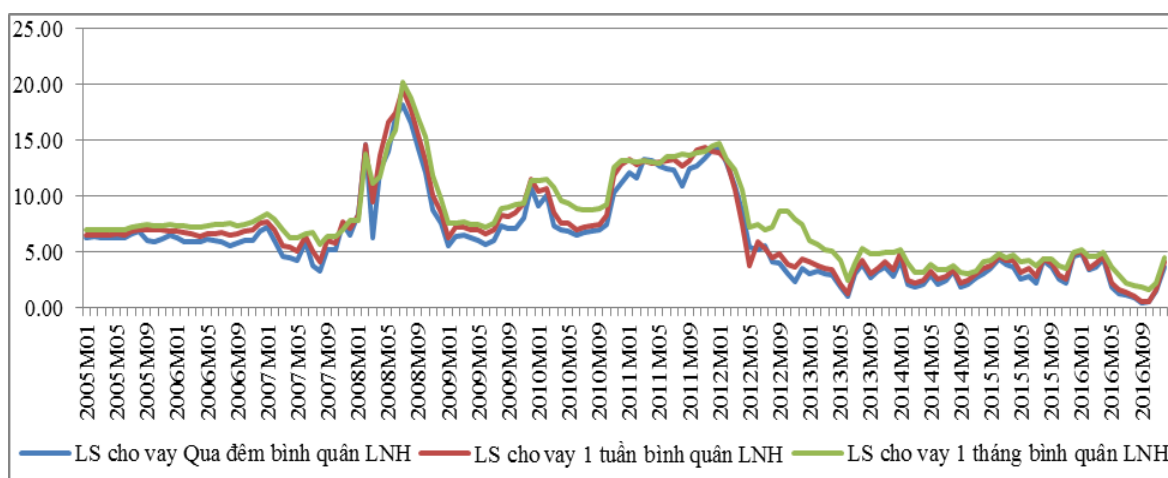
¹⁶ Kỳ hạn trên 6 tháng lãi suất thỏa thuận

¹⁷ Kỳ hạn trên 6 tháng lãi suất thỏa thuận

¹⁸ Kỳ hạn trên 6 tháng lãi suất thỏa thuận

¹⁹ Kỳ hạn trên 6 tháng lãi suất thỏa thuận

Do tình hình huy động vốn khó khăn, cạnh tranh khốc liệt nên ngày 3/3/2011 NHNN ban hành trần lãi suất huy động vốn. Tuy nhiên, các NHTM cổ phần chưa nghiêm túc thực hiện chỉ đạo của NHNN, lãi suất huy động vốn không kỳ hạn và có kỳ hạn dưới 1 tháng bị đẩy lên mức trần tối đa 14%/năm, đồng thời cho phép khách hàng hưởng nguyên lãi khi rút tiền trước hạn, tính kỷ luật thị trường tiếp tục bị vi phạm khiến NHNN phải ban hành Thông tư số 04/2011/TT-NHNN và Thông tư số 30/2011/TT-NHNN nhằm ổn định tình hình huy động vốn, tránh dòng vốn bị xáo trộn, đảm bảo tính thanh khoản cho hệ thống NHTM. NHNN siết chặt lãi suất huy động vốn khiến các NHTM cổ phần gặp khó khăn về thanh khoản bởi khi lãi suất không còn là công cụ cạnh tranh, khách hàng có xu hướng chuyển vốn vào các TCTD Nhà nước được cho là an toàn hơn. Các NHTM cổ phần nhỏ gặp nhiều khó khăn khi huy động vốn tiền gửi trong khi nhu cầu thanh khoản không có dấu hiệu giảm.



Nguồn: NHNN

Hình 2.4: Tình hình lãi suất cho vay bình quân trên thị trường liên ngân hàng giai đoạn năm 2005 – 2016

Sang nửa cuối năm 2011 tình trạng cạnh tranh không lành mạnh diễn ra phổ biến, “hầu hết các TCTD đã thực hiện lãi suất huy động bằng USD cao hơn mức lãi suất quy định [23],” tăng lãi suất huy động vốn USD và VNĐ tối đa “dưới nhiều hình thức, biện pháp khác nhau [23]”. Thực tế tiếp tục cho thấy hiệu lực

điều hành lãi suất của NHNN chưa cao, CCDHLS không tôn trọng cung cầu thị trường dẫn đến hàng loạt các biểu hiện sai phạm trong hoạt động huy động vốn ở các TCTD. Để lập lại trật tự thị trường, NHNN đã ban hành Chỉ thị số 02/2011/CT-NHNN chấn chỉnh việc thực hiện quy định về mức lãi suất huy động bằng VNĐ và bằng USD của các TCTD, buộc các tổ chức này phải tuân thủ chỉ đạo của NHNN về trần lãi suất huy động vốn nhưng điều này khiến các NHTM cổ phần nhỏ phải vay vốn trên thị trường liên ngân hàng với chi phí cao.

Bảng 2.2: Trần lãi suất huy động vốn bằng USD giai đoạn năm 2002 – 2016

Đvt: %/năm

Ngày có hiệu lực	Đối với tổ chức			Đối với cá nhân
	KKH	Có kỳ hạn đến 6 tháng	Có kỳ hạn trên 6 tháng	
Ngày 01/01/2002	0,1	0,5	1,0	Thỏa thuận
Ngày 01/08/2003	0,1	0,4	0,8	Thỏa thuận
Ngày 09/04/2005	0,3	0,7	1,0	Thỏa thuận
Ngày 01/09/2005	0,5	1,2	1,5	Thỏa thuận
Ngày 01/03/2007	Thỏa thuận	Thỏa thuận	Thỏa thuận	Thỏa thuận
Ngày 11/02/2010	1,0	1,0	1,0	Thỏa thuận
Ngày 13/04/2011	1,0	1,0	1,0	3,0
Ngày 02/06/2011	0,5	0,5	0,5	2,0
Ngày 28/06/2013	0,25	0,25	0,25	1,25
Ngày 18/3/2014	0,25	0,25	0,25	1,00
Ngày 29/10/2014	0,25	0,25	0,25	0,75
Ngày 28/9/2015	0,00	0,00	0,00	0,25
Ngày 18/12/2015	0,00	0,00	0,00	0,00

Nguồn: NHNN [5-9],[20],[21],[25],[26],[39],[42],[45],[48],[51],[52]

Trần lãi suất huy động USD ít có sự điều chỉnh, chủ yếu, NHNN thực hiện điều chỉnh mức lãi suất huy động USD từ nhóm khách hàng tổ chức. Từ ngày 1/3/2007, NHNN cho phép thả nổi lãi suất huy động USD, tạo điều kiện cho thị

trường tự điều tiết. Quy định này đưa ra nhằm tạo sự thống nhất trong CCDHLS thả nổi có sự quản lý của Nhà nước. Song đến ngày 11/2/2010, NHNN quay lại áp dụng trần lãi suất huy động vốn USD đối với khách hàng tổ chức và ngày 2/6/2011, NHNN áp dụng trần lãi suất huy động USD đối với khách hàng dân cư. Đây là quyết định nhằm ổn định tình hình huy động vốn trên thị trường ngân hàng, thiết lập lại trật tự thị trường, đảm bảo công bằng cho tất cả các thành phần kinh tế tham gia trên thị trường.

Về lãi suất cho vay bằng USD, NHNN ban hành Quyết định số 718/2001/QĐ-NHNN xóa bỏ cơ chế lãi suất thị trường có quản lý đối với cho vay bằng ngoại tệ. Trong đó, các TCTD ấn định lãi suất cho vay bằng USD dựa trên cơ sở lãi suất thị trường quốc tế và cung - cầu vốn tín dụng bằng ngoại tệ ở trong nước. Như vậy, NHNN chỉ khống chế lãi suất huy động vốn USD của các TCTD nhằm ổn định tình hình huy động vốn, tránh dòng vốn bị xáo trộn trong hệ thống, với lãi suất đầu ra bằng USD, NHNN để các TCTD tự quyết, tùy thuộc vào tình hình cung cầu trên thị trường, tạo thế chủ động cho các tổ chức này. Tuy nhiên, vì NHNN không quy định trần lãi suất cho vay USD, mà tiếp tục cho phép *“TCTD ấn định lãi suất cho vay bằng USD dựa trên cơ sở lãi suất thị trường quốc tế và cung - cầu vốn tín dụng bằng ngoại tệ ở trong nước [4].”* Do vậy, các TCTD được quyền tự mình quyết định mức lãi suất cho vay USD dựa trên thỏa thuận giữa TCTD cho vay với khách hàng, phù hợp với biến động cung cầu của thị trường trong từng thời kỳ.

Các quy định về trần lãi suất cho vay VNĐ được điều chỉnh với tần suất lớn nhất vào các năm 2012 – 2013, có xu hướng giảm dần, và chủ yếu chuyển sang trần lãi suất cho vay các lĩnh vực Nhà nước ưu tiên phát triển²⁰ còn các lĩnh vực cho vay khác, TCTD được quyền tự thỏa thuận với khách hàng vay vốn.

²⁰ Các ngành được ưu tiên như: nông nghiệp nông thôn, phục vụ hoạt động xuất khẩu, hoạt động sản xuất kinh doanh của DNNVV, phát triển ngành công nghiệp hỗ trợ.

Bảng 2.3: Tràn lãi suất cho vay bằng VNĐ giai đoạn 2008 – 2016

Đvt: %/năm

Ngày có hiệu lực	Quỹ TDND cơ sở	TCTD khác
Ngày 19/05/2008	$\leq 150\%$ LSCB	$\leq 150\%$ LSCB
Ngày 05/12/2008	$\leq 165\%$ LSCB	$\leq 150\%$ LSCB
Ngày 01/02/2009	- Lãi suất cho vay kinh doanh ngắn hạn $\leq 165\%$ LSCB & được hỗ trợ lãi suất 4% từ phía NSNN trong thời gian 8 tháng từ 1/2/2009 đến ngày 31/12/2009	- Lãi suất cho vay kinh doanh ngắn hạn $\leq 150\%$ LSCB & được hỗ trợ lãi suất 4% từ phía NSNN trong thời gian 8 tháng từ 1/2/2009 đến ngày 31/12/2009
Ngày 14/04/2010	Lãi suất thỏa thuận	Lãi suất thỏa thuận
Ngày 08/05/2012 ²¹	Tính trên cơ sở lãi suất tối đa đối với tiền gửi bằng VNĐ có kỳ hạn từ 1 tháng trở lên do NHNN quy định cộng (+) 3%/năm.	Tính trên cơ sở lãi suất tối đa đối với tiền gửi bằng VNĐ có kỳ hạn từ 1 tháng trở lên do NHNN quy định cộng (+) 3%/năm.
Ngày 11/06/2012	≤ 14	≤ 13
Ngày 24/12/2012 ²²	≤ 13	≤ 12
Ngày 26/03/2013	≤ 12	≤ 11
Ngày 13/05/2013	≤ 11	≤ 10
Ngày 28/06/2013 ²³	≤ 10	≤ 9
Ngày 18/3/2014 ²⁴	9,0	8,0
Ngày 29/10/2014 ²⁵	8,0	7,0

Nguồn: NHNN[11],[13],[22],[30],[33],[35],[37],[38],[41],[44],[47],[50]

- ²¹ a) Phục vụ lĩnh vực phát triển nông nghiệp, nông thôn theo quy định tại Nghị định số 41/2010/NĐ-CP ngày 12 tháng 4 năm 2010 của Chính phủ về chính sách tín dụng phục vụ phát triển nông nghiệp, nông thôn;
b) Thực hiện phương án, dự án sản xuất - kinh doanh hàng xuất khẩu theo quy định tại Luật Thương mại;
c) Phục vụ sản xuất - kinh doanh của doanh nghiệp nhỏ và vừa theo quy định tại Nghị định số 56/2009/NĐ-CP ngày 30 tháng 6 năm 2009 của Chính phủ về trợ giúp phát triển doanh nghiệp nhỏ và vừa;
d) Phát triển ngành công nghiệp hỗ trợ theo quy định tại Quyết định số 12/2011/QĐ-TTg ngày 24 tháng 2 năm 2011 của Thủ tướng Chính phủ về chính sách phát triển một số ngành công nghiệp hỗ trợ.

²² Phục vụ các lĩnh vực như trên.

²³ Phục vụ các lĩnh vực như trên.

²⁴ Áp dụng đối với lãi suất cho vay ngắn hạn bằng VNĐ

²⁵ Áp dụng đối với lãi suất cho vay ngắn hạn bằng VNĐ

2.2 Kiểm định tác động của cơ chế điều hành lãi suất của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam tới nền kinh tế

2.2.1 Xây dựng mô hình nghiên cứu

Theo Luật NHNN năm 2010, mục tiêu cốt lõi của CSTT Việt Nam là “*ổn định giá trị đồng tiền biểu hiện bằng chỉ tiêu lạm phát*”, hơn nữa lý thuyết kinh tế đã chứng minh, thông qua cơ chế truyền tải của lãi suất, NHTW có thể tác động tới kênh lãi suất của NHTM, kênh giá cả tài sản tài chính và kênh tỷ giá từ đó tác động tới lạm phát. Do đó, để kiểm định được lãi suất của NHTW tác động tới nền kinh tế, biểu hiện là lạm phát như thế nào, Luận án sử dụng phương trình Fisher. Tuy nhiên để giải thích mối quan hệ Fisher đã đưa ra, tác giả dựa trên nghiên cứu của William J.Crowder và Dennis L.Hoffman công bố năm 1996 về mô hình định giá tài sản và nghiên cứu của Robert E.Lucas công bố năm 1978 về mô hình cực đại chi tiêu của hộ gia đình, thông qua biến đổi toán học, mô hình nghiên cứu về mối quan hệ giữa lãi suất và lạm phát như sau (xem Phụ lục 2.4):

$$\Delta \ln P_{t+1} = R_{t+1} - \rho + \varepsilon + e_{t+1}$$

Trong đó: R_{t+1} là lãi suất danh nghĩa kỳ $t+1$; $\Delta \ln P_{t+1}$ là tỷ lệ lạm phát kỳ $t+1$; ρ là trung bình của lãi suất thực từ t đến $t+1$ trừ đi một nửa của phương sai có điều kiện của lạm phát; ε là trung bình của phí bảo hiểm rủi ro; e_{t+1} là số hạng nhiễu.

Theo học thuyết Keynes mới, quan hệ giữa lãi suất và lạm phát thay đổi theo thời gian, trong ngắn hạn, giá cả là cứng nhắc, song dưới tác động điều hành lãi suất của NHTW, lãi suất của NHTW thay đổi dẫn đến chi phí vốn của nền kinh tế thay đổi, khiến các doanh nghiệp phải điều chỉnh lại kế hoạch sản xuất, ảnh hưởng đến mức sản lượng đầu ra, từ đó có tác động điều chỉnh giá cả hàng hóa bán trên thị trường. Như vậy, theo thời gian, lạm phát có xu hướng thay đổi ngược chiều với sự điều chỉnh lãi suất của NHTW.

Từ mô hình nghiên cứu đã xây dựng, để kiểm định mối quan hệ giữa hai biến lạm phát và lãi suất của NHTW, tác giả sử dụng kiểm định đồng liên kết và mô hình hiệu chỉnh sai số trên cơ sở mô hình nghiên cứu đã xây dựng. Trong đó, Các biến gồm: ρ (trung bình của lãi suất thực từ t đến $t+1$ trừ đi một nửa của

phương sai có điều kiện của lạm phát), ε (trung bình của phí bảo hiểm rủi ro) được xem như số hạng nhiễu. Mô hình nghiên cứu viết lại như sau:

$$\Delta \ln P_{t+1} = R_{t+1} + e_{t+1}$$

Như vậy, phương trình thể hiện quan hệ lãi suất của NHTW tác động tới lạm phát chỉ gồm hai biến $\Delta \ln P_{t+1}$: tỷ lệ lạm phát giữ thời kỳ t và $t+1$ và R_{t+1} : lãi suất của NHTW. Trong đó, biến độc lập là lãi suất do NHTW chủ động tính toán và công bố trong từng thời kỳ, phụ thuộc vào tình hình kinh tế vĩ mô của quốc gia. Lạm phát là biến phụ thuộc, được biểu hiện thông qua CPI hàng tháng so với cùng kỳ năm trước. Mỗi quan hệ giữa lạm phát và lãi suất của NHTW được thể hiện dưới dạng phương trình tuyến tính như sau:

$$\Delta \ln P_{t+1} = \beta_1 + \beta_2 R_{t+1} + e_{t+1}$$

Trong đó, $\Delta \ln P_{t+1}$ và R_{t+1} : các biến chuỗi thời gian, β_1 , β_2 : tham số ước lượng; e_{t+1} : số hạng nhiễu.

Như vậy, thông qua chứng minh về lý thuyết, kết quả nghiên cứu cho thấy tồn tại mối quan hệ giữa lãi suất và lạm phát, điều này cần kiểm chứng bằng số liệu thực nghiệm tại Việt Nam để thấy tác động của lãi suất NHNN tới lạm phát. Mục tiêu nghiên cứu của Luận án là “*Hoàn thiện CCDHLS của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam trong điều kiện nền kinh tế thị trường.*” Do đó, chiến lược nghiên cứu và kiểm định thực nghiệm mối quan hệ này của Luận án như sau:

- i. Tìm xem trong số các loại lãi suất NHNN sử dụng, lãi suất nào có liên hệ mạnh tới lạm phát.
- ii. Xử lý các vấn đề kinh tế lượng của mô hình nghiên cứu rút ra. Việc xử lý các vấn đề kinh tế lượng dẫn đến một loạt các thủ tục về vấn đề lựa chọn mô hình mà Luận án đã trình bày tại Phần mở đầu.

2.2.2 Mô tả dữ liệu và kiểm tra dữ liệu

2.2.2.1 Mô tả dữ liệu

Dựa trên mô hình nghiên cứu đã xây dựng, mô hình nghiên cứu của Luận án gồm các số liệu: lãi suất tái cấp vốn (TCV), lãi suất tái chiết khấu (TCK) và lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng (TT) của NHNN; lãi suất

cho vay qua đêm bình quân liên ngân hàng (QD); chỉ số giá cả tiêu dùng (CPI); lãi suất huy động vốn bình quân của hệ thống NHTM (TG); lãi suất cho vay bình quân của hệ thống NHTM (CV). Trong đó, TCV, TCK và TT do NHNN tính toán và công bố trong từng thời kỳ. LSCB không được đề cập trong mô hình nghiên cứu bởi từ năm 2011, NHNN không còn sử dụng LSCB trong điều hành CSTT. Lãi suất cho vay qua đêm bình quân liên ngân hàng (QD) tác động trực tiếp tới lãi suất kinh doanh của các TCTD, NHNN tác động tới lãi suất này thông qua nghiệp vụ thị trường mở. Do đó, tác giả tập trung xem xét các lãi suất TCV, TCK, TT và QD.

Tác giả thu thập số liệu TCV, TCK, TT theo tháng trên cơ sở các công bố chính thức từ NHNN. Trong giai đoạn nghiên cứu, có thời điểm, lạm phát diễn biến phức tạp, NHNN thường xuyên điều chỉnh mức lãi suất để đảm bảo mục tiêu kiểm soát lạm phát. Do vậy, để đảm bảo độ tin cậy cao nhất cho bộ số liệu, tác giả lấy trung bình các mức lãi suất nếu trong một tháng NHNN nhiều lần thay đổi mức lãi suất. Ví dụ: Tháng 11/2008, NHNN ba lần điều chỉnh lãi suất tái cấp vốn, cụ thể: ngày 1/11/2008, lãi suất tái cấp vốn là 14%/năm[17], ngày 5/11/2008 lãi suất tái cấp vốn là 13%/năm [18] và ngày 21/11/2008, mức lãi suất này là 12%/năm [19]. Để tính ra lãi suất trung bình cho tháng 11/2008, tác giả thực hiện như sau:

$$\text{Lãi suất tái cấp vốn tháng 11/2008} = \frac{14\% + 13\% + 12\%}{3} = 13\%$$

Luận án xử lý dữ liệu tương tự với lãi suất tái chiết khấu.

Lãi suất cho vay qua đêm bình quân liên ngân hàng được thu thập theo tháng từ Vụ CSTT của NHNN trong giai đoạn từ năm 2005 – 2016²⁶.

Chỉ số giá cả tiêu dùng các tháng trong năm (CPI) lấy từ Niên Giám Thống kê và số liệu thống kê của Tổng cục Thống kê. Trong đó, số liệu được lựa chọn là CPI các tháng trong năm so với cùng kỳ năm trước. Bởi, theo thông lệ quốc tế, CPI hàng tháng được so sánh với cùng tháng của năm trước, hơn nữa, CPI hàng tháng so với cùng kỳ năm trước là tương thích cả về mặt thời gian lẫn tính mùa vụ của giá cả tiêu dùng trong các tháng của năm. Vì vậy, CPI hàng tháng so với cùng kỳ năm trước là phù hợp để biểu thị sự biến động của giá cả tiêu dùng trong nền kinh tế.

²⁶ Tác giả chỉ tiếp cận được số liệu lãi suất cho vay qua đêm bình quân liên ngân hàng trong giai đoạn này.

TG và CV theo tháng được thu thập từ nguồn dữ liệu IFS của IMF²⁷.

Như vậy, bộ số liệu được sử dụng trong luận án cho mô hình kinh tế lượng ECM và VAR có các đặc điểm như sau:

Một, để thống nhất về độ dài thời gian, **bộ số liệu được sử dụng trong mô hình của Luận án từ tháng 1/2005 – tháng 10/2016.**

Hai, lãi suất có đơn vị tính %, khi tính theo đơn vị, kết quả thu được khá nhỏ. Trong khi đó, CPI có kết quả lớn hơn nhiều lần so với lãi suất, để làm giảm sai số, Luận án thực hiện logarite CPI trước khi kiểm định mô hình nghiên cứu.

Ba, số liệu của mô hình là số liệu chuỗi thời gian, “*cho thông tin về cùng một đối tượng tại các thời điểm khác nhau. [80]*” và vì bản chất thứ tự của chuỗi số nên Luận án quan tâm đến hiện tượng tự tương quan. “*Ngoài ra, số liệu chuỗi thời gian còn có một số đặc trưng khác*” gồm “*yếu tố mùa vụ*” và “*yếu tố xu thế.[80]*” Chính vì vậy, trước khi kiểm định mối quan hệ đồng liên kết, ước lượng mô hình ECM và VAR, Luận án kiểm tra yếu tố xu thế và mùa vụ của chuỗi số liệu bởi nếu đưa yếu tố mùa vụ và xu thế vào mô hình “*sẽ gây nên hiện tượng mô hình thiếu biến nghiêm trọng [80].*” Do đó, nếu tồn tại yếu tố mùa vụ và xu thế, Luận án sử dụng phương pháp Census X12 để khử yếu tố mùa vụ, qua đó khử yếu tố xu thế của dữ liệu.

2.2.2.2 Kết quả kiểm tra dữ liệu

Vì Log (CPI) và lãi suất cho vay qua đêm bình quân liên ngân hàng (QD) có yếu tố mùa vụ. Do đó, tác giả sử dụng phương pháp Census X12 trong Eviews 6 để khử yếu tố mùa vụ của log(CPI) và QD. Các dữ liệu lãi suất TCV, TCK và lãi suất thanh toán điện tử liên ngân hàng (TT) của NHNN, lãi suất TG và CV của hệ thống NHTM không có yếu tố mùa vụ và không có yếu tố xu thế.

Với các dữ liệu đã được xử lý nhằm giảm sai số và khử yếu tố mùa vụ, tác giả kiểm định tính dừng của các biến trong mô hình nghiên cứu. Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị ADF cho thấy các biến DCPI_SA, DQD_SA sau khi khử yếu tố mùa vụ, DTCV, DTCK, DTT, DTG và DCV dừng ở bậc 1 với mức ý nghĩa 1%.

²⁷ Tính đến 30/4/2017, IFS mới chỉ cập nhật số liệu lãi suất của Việt Nam đến hết tháng 10/2016

Bảng 2.4: Kiểm định nghiệm đơn vị các biến trong mô hình

Biến	Kiểm định nghiệm đơn vị ADF bậc 0	Kiểm định nghiệm đơn vị ADF bậc 1	Kết luận	Ký hiệu biến mới
TCV	-2,6553 (0,0846)	-6,1309*** (0,0000)	Dừng bậc 1	DTCV
TCK	-2,6498 (0,0856)	-8,0727*** (0,0000)	Dừng bậc 1	DTCK
QD_SA	-2,0906 (0,2489)	-14,4231*** (0,0000)	Dừng bậc 1	DQD_SA
TT	-1,7788 (0,3897)	-11,2214*** (0,0000)	Dừng bậc 1	DTT
CPI_SA	-2,2959 (0,1748)	-4,8363*** (0,0001)	Dừng bậc 1	DCPI_SA
TG	-2,5309 (0,1104)	-6,3827*** (0,0000)	Dừng bậc 1	DTG
CV	-2,5572 (0,1045)	-6,2145*** (0,0000)	Dừng bậc 1	DCV

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6

*Ghi chú: *** có ý nghĩa thống kê ở mức 1%*

2.2.3 Kết quả mô hình hồi quy đồng liên kết và mô hình hiệu chỉnh sai số

Vì các biến dừng ở sai phân bậc 1, với mức ý nghĩa 1% cho thấy có khả năng tồn tại mối quan hệ đồng liên kết giữa lãi suất của NHNN với CPI. Thông thường, mô hình nghiên cứu có thể bao gồm nhiều biến độc lập, song để đơn giản, đồng thời để kiểm định được tác động của từng lãi suất của NHNN tới lạm phát, tác giả tách riêng các biến lãi suất của NHNN, xem xét tác động trong các mô hình độc lập để thấy được tác động cụ thể của từng biến lãi suất tới chỉ số lạm phát, từ đó đánh giá được mức độ hoàn thành mục tiêu CSTT nói chung và hiệu lực điều hành của CCDHLS của NHNN nói riêng.

(1) Kết quả mô hình hồi quy đồng liên kết

Để khẳng định mối quan hệ đồng liên kết giữa các biến, ước lượng hồi quy OLS được áp dụng cho các mô hình độc lập gồm:

- Hồi quy OLS giữa DCPI_SA và TCV
- Hồi quy OLS giữa DCPI_SA và TCK
- Hồi quy OLS giữa DCPI_SA và TT
- Hồi quy OLS giữa DCPI_SA và QD_SA

Thông qua kiểm định DW và kiểm định nghiệm đơn vị đối với phần dư của các mô hình, kết quả kiểm định cho thấy các biến DCPI_SA và TCV; DCPI_SA và TCK, DCPI_SA và TT, DCPI_SA và QD_SA có mối quan hệ đồng liên kết trong dài hạn (xem Phụ lục 2.6)

(2) Kết quả mô hình hiệu chỉnh sai số (ECM)

Để kiểm định mối quan hệ trong ngắn hạn giữa lạm phát và các loại lãi suất, tác giả thực hiện hồi quy mô hình ECM theo phương pháp của Engle và Granger nhưng các hệ số không có ý nghĩa thống kê, mô hình còn tồn tại khuyết tật. Do đó, tác giả quay lại mô hình ban đầu và hiệu chỉnh mô hình bằng việc sử dụng phần dư của mô hình. Kết quả hiệu chỉnh sai số cho thấy, hằng số C, biến lãi suất TCV, TCK và phần dư có ý nghĩa thống kê ở mức tin cậy 1% và 5%. Mô hình hiệu chỉnh sai số giữa DCPI_SA với TCV, DCPI_SA với TCK không có hiện tượng tự tương quan, mô hình gần với phân phối chuẩn. Như vậy, các kết quả kiểm định khuyết tật của mô hình đã chứng minh mô hình hiệu chỉnh sai số giữa DCPI_SA và TCV, DCPI_SA với TCK không có khuyết tật, kết quả kiểm định đáng tin cậy (xem Phụ lục 2.6).

Trong ngắn hạn, khi TCV tăng 1%, lạm phát có xu hướng giảm 0,0711% với độ tin cậy 58,51%. Tác động của TCV tới lạm phát khá nhỏ và chỉ giải thích được 58,51% sự thay đổi của lạm phát, còn lại 41,49% sự thay đổi của lạm phát do tác động của các biến khác ngoài mô hình. Bên cạnh đó, hệ số hiệu chỉnh sai số U cho thấy khi TCV thay đổi làm lạm phát lệch ra khỏi đường cân bằng trong dài hạn thì ngay kỳ tiếp theo (1 tháng sau), giá trị của những tác động này có xu hướng trở về trị giá cân bằng với mức điều chỉnh 76,97%.

Tương tự, trong ngắn hạn, khi TCK tăng 1%, lạm phát có xu hướng giảm 0,0538% với độ tin cậy 58,43%. Tác động của TCK tới lạm phát khá nhỏ và chỉ giải thích được 58,43% sự thay đổi của lạm phát, 41,57% sự thay đổi của lạm

phát là do tác động của các biến ngoài mô hình. Hệ số hiệu chỉnh sai số U_1 cho thấy khi TCK điều chỉnh khiến lạm phát lệch ra khỏi đường cân bằng trong dài hạn thì ngay kỳ tiếp theo (1 tháng sau), giá trị của những tác động này có xu hướng trở về trị giá cân bằng với mức điều chỉnh 76,99%.

Mô hình ECM giữa DCPI_SA với QD_SA và DCPI_SA với TT cho thấy hệ số QD_SA và TT không có ý nghĩa thống kê, trong ngắn hạn QD_SA và DCPI_SA, TT và DCPI_SA không có quan hệ tác động (xem Phụ lục 2.6).

Vì mô hình ECM không thực hiện được theo đúng chuẩn lý thuyết đồng liên kết của Engle và Granger, chỉ dựa trên cơ sở hiệu chỉnh sai số của mô hình Fisher đã rút ra. Hơn nữa trong ngắn hạn tác động của TCV, TCK tới nền kinh tế khá nhỏ, lãi suất của NHNN chỉ phản ánh khoảng 58% sự thay đổi của lạm phát. Ngoài ra, TT và QD_SA không thể hiện tác động tới lạm phát. Do đó, Luận án kết hợp sử dụng mô hình VAR để thấy được tác động của các loại lãi suất của NHNN tới nền kinh tế thông qua kênh lãi suất của các NHTM.

2.3.5 Kiểm định mô hình VAR

Mô hình VAR trong Luận án được xây dựng trên cơ sở nghiên cứu gốc công bố năm 1992 của Ben S. Bernanke và Alan S. Blinder. Bernanke và Blinder đã khẳng định lãi suất liên bang 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 ra²⁸. Trong nghiên cứu gốc, Bernanke và Blinder đã sử dụng mô hình VAR để xem xét kết quả điều hành 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 CPI và tỷ lệ thất nghiệp của Mỹ trong giai đoạn từ tháng 1/1959 đến tháng 12/1978 [98]. Kết quả cho thấy lãi suất liên bang là công cụ hiệu quả để Fed tác động tới các biến vĩ mô của 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

²⁸ Nghiên cứu của Ben S. Bernanke và Alan S. Blinder là nghiên cứu gốc mở đường cho hàng nghìn nghiên cứu về tác động của CSTT tới nền kinh tế. Kết quả nghiên cứu được sử dụng để đánh giá CSTT của NHTW.

cộng sự sử dụng lãi suất bình quân liên ngân hàng (VNIBOR) thay cho lãi suất của NHNN Việt Nam và không tính đến biến tỷ lệ thất nghiệp.

Do số liệu tại Việt Nam có nhiều hạn chế nên Luận án thay thế các dữ liệu này bằng lãi suất tiền gửi bình quân và lãi suất cho vay bình quân của hệ thống NHTM bởi khi lãi suất điều hành của NHNN thay đổi sẽ tác động trực tiếp lên lãi suất kinh doanh của các NHTM theo cùng chiều. Việc sử dụng các lãi suất kinh doanh của hệ thống NHTM thay thế cho các biến về số vốn huy động tiền gửi, các khoản chứng khoán đầu tư và các khoản cho vay của hệ thống NHTM là đồng nhất với quan điểm trong nghiên cứu của Trầm Thị Xuân Hương và cộng sự. Tuy nhiên, tác giả trung thành với việc sử dụng lãi suất của NHNN, kết hợp với sử dụng lãi suất cho vay qua đêm bình quân liên ngân hàng (QD) từ đó thấy được tác động của các công cụ này trong quá trình điều hành CSTT. Vì lãi suất của NHNN là công cụ của CSTT, sự thay đổi của các loại lãi suất này có tác động trực tiếp tới sự thay đổi của lạm phát (theo kết quả mô hình hồi quy đồng liên kết và ECM). Bên cạnh đó, QD là lãi suất cho vay lẫn nhau giữa các TCTD trên thị trường liên ngân hàng, lãi suất này thay đổi phụ thuộc vào sự điều tiết tổng cung tiền tệ thông qua nghiệp vụ OMO của NHNN.

Tỷ lệ thất nghiệp theo tháng ở Việt Nam chưa được công bố đầy đủ, không chỉ vậy, theo số liệu của Tổng cục Thống kê, tính đến hết năm 2014, tại Việt Nam, dân số thuộc khu vực nông thôn là 60.693,5 nghìn người [64], chiếm 66,9% tổng dân số Việt Nam. Do kinh tế nông nghiệp mang yếu tố mùa vụ, nên tỷ lệ thất nghiệp tại khu vực nông thôn khó có thể tính toán chính xác. Do đó, tác giả đồng nhất với quan điểm trong nghiên cứu của Trầm Thị Xuân Hương và cộng sự, không sử dụng tiêu chí tỷ lệ thất nghiệp theo tháng trong mô hình nghiên cứu. Tuy nhiên, ý tưởng ban đầu của tác giả sử dụng GDP thay thế cho biến tỷ lệ thất nghiệp và số liệu sử dụng cho mô hình VAR theo quý trong giai đoạn từ quý 1/2005 – quý 3/2016. Song do không tồn tại mối quan hệ ganger giữa GDP với các biến khác và mô hình còn tồn tại khuyết tật, tính chuẩn của mô hình không được đảm bảo nên tác giả quay lại sử dụng mô hình VAR theo tháng giai đoạn từ tháng 1/2005 – tháng 10/2016.

Như vậy, để kiểm định tác động của lãi suất của NHNN tới nền kinh tế, tác giả sử dụng hai mô hình VAR như sau:

Một, mô hình VAR với biến lãi suất huy động vốn bình quân của hệ thống NHTM gồm các biến: DTCV, DTCK, DTT, DQD_SA, DTG, DCPI_SA.

Hai, mô hình VAR với biến lãi suất cho vay bình quân của hệ thống NHTM gồm các biến: DTCV, DTCK, DTT, DQD_SA, DCV, DCPI_SA.

(1) Xác định mối quan hệ nhân quả Granger

Kết quả kiểm định mối quan hệ nhân quả Granger trong cả hai mô hình cho thấy, các cặp quan hệ thể hiện mối quan hệ tác động một chiều hoặc hai chiều. Cụ thể (xem Phụ lục 2.7):

Bảng 2.5: Quan hệ tác động qua lại giữa các biến trong Mô hình VAR với biến DTG và Mô hình VAR với biến DCV

Dvt: Chiều tác động

	DTG	DCV	DCPI_SA
DTCV	1	2	1
DTCK	1	2	2
DTT	1	1	1
DQD_SA	2	2	2

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews6

Một, lãi suất TCV của NHNN có quan hệ hai chiều với lãi suất cho vay của các NHTM. Điều này phản ánh thực tế Việt Nam theo đúng quy luật kinh tế khách quan, NHNN điều chỉnh lãi suất TCV có tác động làm thay đổi lãi suất kinh doanh của các NHTM trên thị trường. Tuy nhiên, TCV chỉ có mối quan hệ một chiều với lãi suất huy động vốn của NHTM và CPI. Trong đó, lãi suất TG và CPI thay đổi là biểu hiện để NHNN điều chỉnh lãi suất TCV. Điều này chứng minh NHNN căn cứ vào biểu hiện của lạm phát và biến động lãi suất thị trường để điều chỉnh lãi suất TCV, lãi suất TCV của NHNN chưa thể hiện được vai trò điều hành vĩ mô, chưa làm tròn chức năng của một công cụ CSTT.

Hai, lãi suất TCK của NHNN có mối quan hệ hai chiều với lãi suất cho vay của các NHTM và CPI. Điều này phản ánh lãi suất TCK của NHNN thay đổi làm thay đổi lãi suất cho vay của các NHTM và CPI, lãi suất TCK tuân theo đúng lý thuyết kinh tế, thể hiện được vai trò điều hành của công cụ CSTT.

Ba, lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng (TT) chỉ có quan hệ tác động một chiều với các biến DTG, DCV và DCPI_SA. Sự biến động của lãi suất thị trường và CPI là biểu hiện để NHNN điều chỉnh lãi suất TT. Lãi suất TT chưa thể hiện được vai trò của công cụ CSTT. Kết quả này thống nhất với kết quả thực nghiệm trong mô hình ECM.

Bốn, lãi suất DQD_SA có mối quan hệ tác động hai chiều tới tất cả các biến DTG, DCV và DCPI_SA. Điều này phản ánh thực tế thời gian qua NHNN dựa chủ yếu vào nghiệp vụ OMO để kiểm soát tổng cung tiền tệ nhằm điều chỉnh lãi suất cho vay trên thị trường liên ngân hàng qua đó tác động tới lãi suất kinh doanh của NHTM và CPI, giúp NHNN đạt được mục tiêu điều hành CSTT. Đồng thời, lãi suất kinh doanh của các NHTM và CPI là biểu hiện quan trọng để NHNN điều tiết tổng cung tiền tệ thông qua cơ chế hoạt động của OMO. Hiện tượng này chứng minh thực tế Việt Nam theo đúng lý thuyết kinh tế, OMO là công cụ quan trọng để NHNN điều hành CSTT.

(2) Xác định độ trễ phù hợp cho mô hình VAR

Vì các biến trong cả hai mô hình tồn tại mối quan hệ nhân quả, Luận án xác định độ trễ tối ưu cho mô hình VAR với DTG và mô hình VAR với DCV. Kết quả cho thấy, hai mô hình VAR có cùng độ trễ tối đa là 8 (xem Phụ lục 2.7).

(3) Kiểm định tính vững và hiện tượng tự tương quan của mô hình VAR

Kiểm tra tính vững của mô hình: Các biến nằm trong vòng tròn đơn vị, tính vững của hai mô hình VAR đảm bảo.

Kiểm định hiện tượng tự tương quan: Kiểm tra theo phương pháp LM test cho thấy cả hai mô hình VAR không có hiện tượng tự tương quan.

Kiểm tra tính chuẩn của mô hình: Kết quả kiểm tra tính chuẩn cho thấy cả hai mô hình đảm bảo tính chuẩn.

Như vậy, cả hai mô hình VAR không tồn tại khuyết tật, kết quả kiểm định đáng tin cậy.

(4) Kết quả kiểm định của mô hình VAR

Kết quả kiểm định mô hình VAR với biến DTG và mô hình VAR với biến DCV như sau:

Khi đo lường ảnh hưởng lên CPI: CPI ngoài việc chịu ảnh hưởng bởi chính nó với độ trễ nhất định thì CPI còn chịu ảnh hưởng bởi các biến nội sinh khác, đặc biệt là các biến DTCK, DQD_SA với độ trễ nhất định. Trong đó, tồn tại mối quan hệ tác động hai chiều giữa CPI với DTCK và DQD_SA. Mặc dù NHNN căn cứ vào sự biến động của CPI để đưa ra quyết định điều chỉnh lãi suất TCK song lãi suất TCK cũng có tác động kiểm soát lạm phát, góp phần ổn định chỉ số giá cả. Kết quả thực nghiệm chứng minh thực tế tại Việt Nam tuân theo quy luật kinh tế. Kết quả này nhất quán với kết luận của lý thuyết đồng liên kết, mô hình ECM về tác động của lãi suất TCK của NHNN tới lạm phát. Tuy nhiên, lãi suất TCV, TT và CPI chỉ có quan hệ một chiều, lạm phát là biểu hiện để NHNN điều chỉnh lãi suất TCV và TT, cho thấy lãi suất TCV, TT chưa thể hiện được vai trò điều hành vĩ mô, chưa làm tròn chức năng của công cụ CSTT (xem Phụ lục 2.7).

Khi đo lường ảnh hưởng lên lãi suất huy động vốn bình quân của hệ thống NHTM: DTG ngoài việc sự tác động của chính nó, DTG còn chịu ảnh hưởng bởi các biến DTCK, DTCV, DTT, DQD_SA và DCPI_SA với độ trễ nhất định. Trong đó, sự thay đổi lãi suất TG của NHTM là biểu hiện để NHNN điều chỉnh các lãi suất TCK, TCV, TT. Như vậy, các lãi suất của NHNN chưa có tác động điều chỉnh lãi suất TG của NHTM. Tuy nhiên, biến DQD_SA có tác động hai chiều với DTG, DTG là biểu hiện để NHTM điều chỉnh DQD_SA. Đồng thời, thông qua OMO, NHNN điều chỉnh tổng cung tiền tệ từ đó làm thay đổi DQD_SA. DQD_SA thay đổi có tác động làm thay đổi DTG.

Khi đo lường ảnh hưởng lên lãi suất cho vay bình quân của hệ thống NHTM: Ngoài việc chịu sự tác động của chính nó, DCV còn chịu ảnh hưởng bởi

các biến DTCK, DTCV, DTT, DQD_SA và DCPI_SA với độ trễ nhất định. Trong đó, sự thay đổi lãi suất cho vay của NHTM là biểu hiện để NHNN điều chỉnh lãi suất, đồng thời lãi suất của NHNN thay đổi có tác động điều chỉnh lãi suất cho vay của NHTM, các lãi suất này thể hiện được vai trò điều hành với lãi suất cho vay của NHTM. Lãi suất TT và CPI là biểu hiện để NHTM điều chỉnh lãi suất cho vay, lãi suất TT không thể hiện được vai trò của công cụ CSTT.

Như vậy, kết quả kiểm định mô hình VAR chứng minh lãi suất TCK và lãi suất QD thể hiện được hiệu lực điều hành, thông qua kênh lãi suất kinh doanh của các NHTM giúp Nhà nước kiểm soát lạm phát. Các lãi suất TCV, TT chưa thể hiện được vai trò điều hành CSTT của NHNN.

2.4 Đánh giá thực trạng cơ chế điều hành lãi suất của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam giai đoạn năm 2002 – 2016

2.4.1 Kết quả đạt được

(1) Góp phần kiểm soát lạm phát

Từ năm 2008, lãi suất được NHNN sử dụng thường xuyên hơn trong điều hành CSTT. Công cụ lãi suất đã góp phần quan trọng giúp Nhà nước kiểm soát lạm phát. Giai đoạn năm 2008 – 2010, tình trạng lạm phát cao đã tác động tiêu cực tới mọi mặt kinh tế, xã hội Việt Nam. Trong bối cảnh này, NHNN điều chỉnh CCĐHLS gián tiếp sang CCĐHLS trực tiếp, khống chế lãi suất cho vay của các TCTD từ đó góp phần giảm chi phí vốn đầu vào, làm giảm giá thành sản phẩm của doanh nghiệp, giúp Nhà nước kiểm soát lạm phát.

Năm 2009, CCĐHLS của NHNN cho phép thả nổi một phần lãi suất thị trường, hỗ trợ các TCTD giải quyết các vấn đề khó khăn về lãi suất, đồng thời giúp tháo gỡ khó khăn khi kinh tế Việt Nam có dấu hiệu đi xuống vào cuối năm 2008 và đầu năm 2009. Với CCĐHLS mới, NHNN vừa khống chế được chi phí vốn đầu vào của một số lĩnh vực quan trọng từ đó hỗ trợ kiểm soát lạm phát song vẫn tạo điều kiện cho kinh tế phát triển. Mặc dù năm 2008 và năm 2010, CCĐHLS của NHNN chưa đạt được mục tiêu lạm phát song đã khẳng định vai trò của mình trong việc kiềm chế, giúp làm giảm đà tăng của lạm phát trong các năm này.

Các năm 2012 – 2013, việc áp trần lãi suất huy động vốn và lãi suất cho vay đối với các TCTD đã góp phần ổn định thị trường tiền tệ, giữ vững tính an toàn trong hệ thống, giúp duy trì tỷ lệ lạm phát trong giới hạn mục tiêu Quốc hội đề ra.

(2) Góp phần hỗ trợ tăng trưởng kinh tế

Mặc dù tăng trưởng kinh tế phụ thuộc vào nhiều nhân tố như vốn cố định, tiến bộ của công nghệ, khoa học và lao động... Song không thể phủ nhận vai trò CCĐHLS của NHNN với sự phát triển kinh tế bởi để kinh tế phát triển phải mở rộng vốn kinh doanh. CCĐHLS của NHNN giai đoạn năm 2002 – 2007 đã tạo điều kiện mở rộng cung tiền cho nền kinh tế. Điều này được chứng minh khi năm 2002, NHNN cho phép tự do hoá lãi suất cho vay VNĐ, tạo cơ hội cho các TCTD đẩy mạnh hoạt động cho vay, gia tăng tổng cung vốn cho nền kinh tế. Do đó, các TCTD tranh thủ thời cơ đẩy mạnh cho vay doanh nghiệp, tạo cơ hội cho cả doanh nghiệp và TCTD phát triển. Thông qua kênh tín dụng hỗ trợ doanh nghiệp đẩy mạnh đầu tư, mở rộng sản xuất, góp phần quan trọng vào sự phát triển kinh tế Việt Nam. Như vậy, CCĐHLS giai đoạn này đã tạo điều kiện cho kinh tế Việt Nam phát triển mạnh, tốc độ tăng trưởng kinh tế năm sau luôn cao hơn năm trước. Đỉnh điểm các năm 2006 – 2007, kinh tế Việt Nam luôn duy trì mức tăng trưởng trên 8%, đạt và vượt ngưỡng mục tiêu hàng năm của Quốc hội, Việt Nam trở thành một trong các quốc gia có tốc độ tăng trưởng cao nhất trên thế giới. Như vậy, CCĐHLS của NHNN giai đoạn này có tác động tích cực hỗ trợ cho kinh tế Việt Nam phát triển, đạt mục tiêu Quốc hội đưa ra.

Bên cạnh đó, không thể phủ nhận kết quả tích cực của CCĐHLS khi hỗ trợ kinh tế duy trì mức tăng trưởng trong bối cảnh kinh tế thế giới và Việt Nam gặp nhiều khó khăn trong giai đoạn năm 2008 – 2016. CCĐHLS của NHNN trong giai đoạn này thể hiện sự siết chặt quản lý, mang tính hành chính cao song lại tạo được khung hành động hữu hiệu, buộc các TCTD phải tuân thủ quy định của NHNN, tạo sự ổn định trong hệ thống các TCTD, từ đó giúp các doanh nghiệp có cơ hội nhận được sự hỗ trợ từ Nhà nước, giảm chi phí vốn đầu vào ở các ngành kinh tế ưu tiên phát triển của Nhà nước. Tất cả những hoạt động này giúp

các doanh nghiệp yên tâm sản xuất, ổn định tình hình kinh doanh, dần vượt qua giai đoạn suy thoái kinh tế và duy trì tốc độ tăng trưởng kinh tế trong bối cảnh kinh tế trong nước, khu vực và thế giới có nhiều khó khăn.

(3) *Hỗ trợ duy trì tỷ lệ thất nghiệp thấp*

Bảng 2.6: Tình hình lao động của Việt Nam giai đoạn năm 2002 – 2016

Đvt: Triệu người

	Số người có việc làm ²⁹	Số người thất nghiệp ³⁰	Số lao động có việc so với năm trước	Tỷ lệ thất nghiệp (%) (Thực hiện)	Tỷ lệ thất nghiệp ³¹ (%) (Mục tiêu)
Năm 2002	39,50	0,90		2,23	Tạo thêm việc làm cho khoảng 1,5 triệu lao động/năm [55]
Năm 2003	40,60	0,90	1,10	2,17	
Năm 2004	41,60	0,90	1,00	2,12	
Năm 2005	42,77	0,83	1,17	2,52	
Năm 2006	43,98	2,26	1,21	4,88	
Năm 2007	45,21	1,95	1,23	4,14	
Năm 2008	46,46	1,75	1,25	3,63	
Năm 2009	47,74	1,29	1,28	2,80	
Năm 2010	49,05	1,34	1,30	2,67	
Năm 2011	50,35	1,05	1,30	2,04	Đến năm 2015 dưới 4%
Năm 2012	51,42	0,93	1,07	1,78	
Năm 2013	52,21	0,91	0,79	1,71	
Năm 2014	52,70	1,00	0,49	1,86	
Năm 2015	52,80	1,10	0,14	2,10	
Năm 2016	53,30	1,10	0,50	3,00	

Nguồn: Quốc hội Việt Nam, ADB và tính toán của tác giả [57], [61],[87]

²⁹ Từ năm 2006, mục chỉ đề cập tới khu vực đô thị

³⁰ Từ năm 2006, mục chỉ đề cập tới khu vực đô thị

³¹ Chỉ đề cập tới khu vực đô thị

Giai đoạn năm 2002 – 2006, Việt Nam luôn duy trì được số người thất nghiệp ở mức thấp, có được kết quả này không thể phủ nhận vai trò của CCDHLS của NHNN bởi NHNN cho phép các TCTD được thoả thuận lãi suất cho vay. Các đơn vị này xác định lãi suất kinh doanh trên cơ sở quy định của NHNN song vẫn phải cân bằng hài hoà mối quan hệ lợi ích giữa ngân hàng và khách hàng, đảm bảo tính cạnh tranh do đó tạo thuận lợi cho các doanh nghiệp vay vốn mở rộng sản xuất – kinh doanh do đó có tác động tích cực lên thị trường lao động, giúp gia tăng số lao động có việc làm, làm giảm tỷ lệ thất nghiệp.

Sang giai đoạn năm 2007 – 2008, kinh tế thế giới và Việt Nam có nhiều khó khăn. Doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn do tình trạng lạm phát tăng cao, thị trường tiêu thụ thế giới có xu hướng thu hẹp do tác động của khủng hoảng kinh tế. Để đảm bảo ổn định kinh tế vĩ mô, duy trì tốc độ phát triển kinh tế, NHNN đã điều chỉnh CCDHLS từ hướng gián tiếp sang điều hành trực tiếp, áp trần lãi suất cho vay thương mại bằng VNĐ. Điều này giúp lấy lại lòng tin của người dân, doanh nghiệp, giảm chi phí vốn đầu vào cho sản xuất, hỗ trợ doanh nghiệp duy trì hoạt động từ đó tác động tích cực lên thị trường lao động, mặc dù tình trạng thất nghiệp có tăng, song mức tăng thấp và duy trì được xu hướng giảm.

Giai đoạn năm 2011 – 2016, kinh tế trong nước còn nhiều khó khăn nhưng với hoạt động điều hành lãi suất sát sao, giám sát diễn biến thị trường chặt chẽ, thường xuyên điều chỉnh mức lãi suất phù hợp với thực tế. NHNN đã tạo cơ hội cho các doanh nghiệp trong nước yên tâm vay vốn, khôi phục sản xuất, mở rộng kinh doanh. Trên cơ sở này, người lao động có nhiều cơ hội tìm được việc, giảm tình trạng thất nghiệp. Do vậy, kết quả cho thấy trong suốt giai đoạn năm 2011 – 2015, số người thất nghiệp ngày càng giảm, tỷ lệ thất nghiệp luôn ở thấp nhất trong suốt hơn 10 năm và duy trì xu hướng giảm qua từng năm.

2.4.2 Hạn chế

(1) Chưa đảm bảo tốt mục tiêu lạm phát của Quốc hội

Giai đoạn năm 2002 – 2003, Quốc hội và Chính phủ Việt Nam theo đuổi mục tiêu tăng trưởng kinh tế. Trong thời gian này, mục tiêu lạm phát chưa nhận được nhiều sự quan tâm. Để thực hiện chỉ đạo của cơ quan cấp trên, NHNN mở

rộng tổng cung tiền tệ, tạo điều kiện cho kinh tế phát triển. Tuy nhiên, hệ quả làm tăng tổng phương tiện thanh toán, lạm phát tăng mạnh. Vì vậy, từ năm 2004, Quốc hội đưa ra mục tiêu lạm phát, yêu cầu NHNN đồng thời đạt hai mục tiêu tăng trưởng kinh tế và kiểm soát lạm phát của Quốc hội. Song theo nguyên lý, trong ngắn hạn, không thể đồng thời đạt được mục tiêu tăng trưởng kinh tế cao và lạm phát thấp. Do đó về bản chất, giai đoạn này, mục tiêu tăng trưởng kinh tế vẫn là mục tiêu được Quốc hội và Chính phủ ưu tiên. Giai đoạn năm 2004 – 2007, Việt Nam chấp nhận lạm phát cao để đảm bảo mục tiêu phát triển kinh tế, liên tiếp bốn năm, mục tiêu lạm phát không đạt được.

Bảng 2.7: Chỉ số giá tiêu dùng của Việt Nam giai đoạn năm 2002 – 2016³²

Đvt: %

	Tỷ lệ lạm phát (Thực hiện)	Tỷ lệ lạm phát (Mục tiêu năm)	Tỷ lệ lạm phát (Mục tiêu 5 năm)
Năm 2002	4,0	-	Quốc hội không đề cập tới mục tiêu lạm phát
Năm 2003	3,0	-	
Năm 2004	9,5	$\leq 5,0$	
Năm 2005	8,4	$< 7,0$	
Năm 2006	7,53	$< 8,0$	Quốc hội không đề cập tới mục tiêu lạm phát
Năm 2007	12,63	$< \text{từ } 8,2 - 8,5$	
Năm 2008	19,89	$< \text{từ } 8,5 - 9,0$	
Năm 2009	6,52	$< 15,0$	
Năm 2010	11,75	$\leq 7,0$	Tăng khoảng 5-7% vào năm 2015
Năm 2011	18,13	$< 7,0$	
Năm 2012	6,81	$\text{từ } 5,0 - 7,0$	
Năm 2013	6,04	8,0	
Năm 2014	1,84	7,0	
Năm 2015	0,60	khoảng 5,0	QH không đề cập tới mục tiêu lạm phát
Năm 2016	4,74	$< 5,0$	

Nguồn: Quốc hội Việt Nam, Tổng cục Thống kê [53], [55], [57], [61], [62]

³² Năm 2002 – 2003, Quốc hội không đề cập tới mục tiêu kiểm soát giá.

Sang năm 2008, lạm phát có xu hướng tăng mạnh và khó kiểm soát, Quốc hội, Chính phủ ưu tiên mục tiêu lạm phát, buộc NHNN phải dồn toàn lực để kiểm soát đà tăng của giá. NHNN sử dụng công cụ lãi suất thường xuyên hơn. Song thực tế cho thấy CCDHLS của NHNN chưa hoàn thiện. NHNN chưa có chiến lược dài hạn cho CCDHLS, chủ yếu hoạt động điều hành mang tính tình thế. Năm 2008, cả mục tiêu lạm phát và tăng trưởng kinh tế đều không đạt được.

Sang năm 2009, do độ trễ của CSTT, các biện pháp sốc NHNN đưa ra năm 2008 kết hợp với tình hình kinh tế trong nước và thế giới gặp rất nhiều khó khăn, khủng hoảng kinh tế toàn cầu khiến nhu cầu tiêu dùng trong nước và thế giới giảm sút, các doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn. Mặc dù NHNN đã điều chỉnh CCDHLS sang hướng thả nổi một phần, cho phép các TCTD được quyền ấn định lãi suất cho vay tiêu dùng và lãi suất một số sản phẩm cho vay kinh doanh. Song kết quả thu lại chưa cao, điều hành lãi suất của NHNN chưa hoàn thành tốt theo kế hoạch của Quốc hội. Năm 2010, dưới tác động của CSTT và chính sách tài khoá trong gói kích cầu của Chính phủ vào đầu năm 2009, kinh tế Việt Nam có dấu hiệu phục hồi, song do CCDHLS của NHNN chưa mang tính chiến lược dài hạn, đa phần các quyết định lãi suất của NHNN có xu hướng giải quyết tình huống do đó lạm phát năm 2010 có dấu hiệu tăng mạnh, đặc biệt năm 2011, tỷ lệ lạm phát của Việt Nam tăng hơn 2 lần so với mục tiêu Quốc hội đề ra.

Giai đoạn năm 2012 – 2016, kinh tế Việt Nam có nhiều khó khăn. NHNN đã ban hành trần lãi suất cho vay các ngành nghề ưu đãi, cũng như trần lãi suất huy động vốn bằng VNĐ và USD nhằm khống chế lãi suất cho vay đầu ra của các TCTD để hỗ trợ kinh tế phát triển. Song lạm phát có xu hướng ngày càng giảm, thậm chí rơi vào tình trạng thiếu phát khi năm 2014 và năm 2015, tỷ lệ lạm phát lần lượt chỉ ở mức 1,84% và 0,6%.

Như vậy, kết quả phân tích định tính có cùng kết luận với nghiên cứu định lượng ở phần trên (mục 2.2), cho thấy công tác xây dựng và thực hiện CSTT nói chung, CCDHLS nói riêng của NHNN giai đoạn này chưa hoàn thành tốt theo yêu cầu của Quốc hội, còn tồn tại hạn chế cần được khắc phục.

(2) Mục tiêu tăng trưởng kinh tế nhiều năm không đạt

Bảng 2.8: Tốc độ tăng GDP của Việt Nam giai đoạn năm 2002 – 2016

Đvt: %

	Tốc độ tăng GDP (Thực hiện)	Tốc độ tăng GDP (Mục tiêu năm)	Tốc độ tăng GDP (Mục tiêu 5 năm)
Năm 2002	7,08	7,5	7,5%/năm
Năm 2003	7,34	7,5	
Năm 2004	7,79	từ 7,5 – 8,0	
Năm 2005	8,43	từ 8,0 – 8,5	
Năm 2006	8,17	8,00	- 7,5-8%/năm - Phấn đấu đạt trên 8%/năm
Năm 2007	8,48	từ 8,2 – 8,5	
Năm 2008	6,23	từ 8,5 – 9,0	
Năm 2009	5,32	6,5	
Năm 2010	6,42	6,5	6,5-7%/năm
Năm 2011	6,24	từ 7,0 – 7,5	
Năm 2012	5,25	từ 6,5 – 7,0	
Năm 2013	5,42	5,5	
Năm 2014	5,98	5,8	
Năm 2015	6,68	Khoảng 6,20	
Năm 2016	6,21	6,7	

Nguồn: Quốc hội Việt Nam, Tổng cục Thống kê [53], [55], [57], [61], [62]

Tăng trưởng kinh tế luôn là ưu tiên hàng đầu của Quốc hội và Chính phủ. Bởi thông qua phát triển kinh tế, Việt Nam dần ra khỏi nhóm các nước đang phát triển và đạt mục tiêu “đến năm 2020 nước ta cơ bản trở thành nước công nghiệp theo hướng hiện đại³³.” Đầu những năm 2000, trên cơ sở kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội 5 năm 2001 – 2005 của Quốc hội và chỉ đạo của Chính phủ, NHNN đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng nhằm cung ứng vốn hỗ trợ kinh tế phát triển. Bên cạnh đó, CCĐHLS của NHNN chuyển từ trực tiếp sang gián tiếp, NHNN cho phép tự do hoá lãi suất kinh doanh cả VNĐ và ngoại tệ nhằm hỗ trợ

³³ Đảng Cộng sản Việt Nam (2011), Văn kiện Đại hội đại biểu toàn quốc lần thứ XI, NXB Chính trị Quốc gia, trang 33.

cho các TCTD cạnh tranh bình đẳng, qua đó đẩy mạnh cung ứng vốn cho nền kinh tế. Kinh tế Việt Nam năm 2002 – 2003 tăng trưởng mạnh song so với mục tiêu chiến lược 5 năm và chiến lược hàng năm Quốc hội đề ra chưa đạt kế hoạch.

Giai đoạn năm 2004 – 2007, kinh tế Việt Nam liên tiếp tăng trưởng ấn tượng, tạo nên tảng để Việt Nam tin tưởng vào khả năng duy trì đà tăng trưởng mạnh trong tương lai. Do đó, trong kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội giai đoạn năm 2006 – 2010, Quốc hội đưa ra mục tiêu tăng trưởng kinh tế cao hơn giai đoạn trước. Song do Việt Nam dựa vào tăng trưởng tín dụng để kích thích tăng trưởng kinh tế, các năm từ 2004 – 2007, tỷ lệ lạm phát luôn cao hơn mục tiêu đề ra, hy sinh mục tiêu lạm phát để đạt mục tiêu tăng trưởng kinh tế, kinh tế Việt Nam tăng trưởng không bền vững. Mặc dù NHNN thường xuyên điều chỉnh CCĐHLS phù hợp với tình hình kinh tế từng giai đoạn nhưng tăng trưởng kinh tế các năm 2008 – 2013 không đạt mục tiêu của Quốc hội. Điều này cho thấy CCĐHLS của NHNN chưa hoàn thiện, CCĐHLS chưa đáp ứng tốt yêu cầu thực tế, 9/15 năm, mục tiêu tăng trưởng kinh tế không đạt được.

(3) Chưa đảm bảo tốt mục tiêu duy trì tỷ lệ thất nghiệp

Giống như tăng trưởng kinh tế, tình trạng người lao động không tìm được việc làm phụ thuộc vào nhiều yếu tố như: tình hình kinh tế, năng lực, chuyên môn của người lao động, nhu cầu của thị trường... Song không thể phủ nhận vai trò của CCĐHLS. Nếu CCĐHLS của NHNN tốt, có chiến lược dài hạn, được công bố rộng rãi, định hướng được hoạt động đầu tư của doanh nghiệp sẽ hỗ trợ tốt cho phát triển kinh tế, doanh nghiệp mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh, nhu cầu tuyển dụng gia tăng từ đó giúp làm giảm tình trạng thất nghiệp.

Kết quả thực tế cho thấy mặc dù số người lao động có việc làm tại Việt Nam giai đoạn năm 2003 – 2010 liên tục duy trì xu hướng tăng, năm sau số người lao động có việc làm cao hơn năm trước nhưng nếu so sánh với mục tiêu tạo thêm việc làm cho khoảng 1,5 triệu lao động/năm thì thực tế trong giai đoạn nghiên cứu, chưa năm nào Việt Nam đạt mục tiêu. Thậm chí, từ năm 2012, số người lao động có việc làm giảm mạnh mặc dù giai đoạn này, dân số Việt Nam đang ở thời kỳ “*dân số vàng*”, lực lượng lao động chiếm đa số. Như vậy, thực tế

tình hình người lao động phần nào cho thấy còn cần tiếp tục tìm giải pháp hoàn thiện CCĐHLS ở Việt Nam.

2.4.3 Nguyên nhân của hạn chế

2.4.3.1 Nguyên nhân chủ quan

(1) Mục tiêu điều hành CSTT chưa hợp lý

Bảng 2.9: Mục tiêu GDP và lạm phát của Việt Nam giai đoạn năm 2002 – 2016

Đvt: %/năm

	Tỷ lệ lạm phát (Mục tiêu năm)	Tốc độ tăng GDP (Mục tiêu năm)	Tỷ lệ lạm phát (Mục tiêu 5 năm)	Tốc độ tăng GDP (Mục tiêu 5 năm)
Năm 2002	-	7,5	Quốc hội không đề cập tới mục tiêu lạm phát	7,5%/năm
Năm 2003	-	7,5		
Năm 2004	$\leq 5,0$	từ 7,5 – 8,0		
Năm 2005	$< 7,0$	từ 8,0 – 8,5		
Năm 2006	$< 8,0$	8,00	Quốc hội không đề cập tới mục tiêu lạm phát	- 7,5-8%/năm - Phần đầu đạt trên 8%/năm
Năm 2007	$< \text{từ } 8,2 - 8,5$	từ 8,2 – 8,5		
Năm 2008	$< \text{từ } 8,5 - 9,0$	từ 8,5 – 9,0		
Năm 2009	$< 15,0$	6,5		
Năm 2010	$\leq 7,0$	6,5	Tăng khoảng 5-7% vào năm 2015	6,5-7%/năm
Năm 2011	$< 7,0$	từ 7,0 – 7,5		
Năm 2012	từ 5,0 – 7,0	từ 6,5 – 7,0		
Năm 2013	8,0	5,5		
Năm 2014	7,0	5,8	Quốc hội không đề cập tới mục tiêu lạm phát	6,5-7%/năm
Năm 2015	khoảng 5,0	Khoảng 6,20		
Năm 2016	$< 5,0$	6,7		

Nguồn: Quốc hội Việt Nam [53], [55], [57], [61], [62]

Luật NHNN năm 1997 quy định CSTT của Việt Nam là chính sách đa mục tiêu. Trong đó, NHNN phải điều hành CSTT và CCĐHLS “nhằm ổn định giá trị đồng tiền, kiềm chế lạm phát, góp phần thúc đẩy phát triển kinh tế xã hội, đảm bảo quốc phòng an ninh và nâng cao đời sống nhân dân”. Tuy nhiên, năm 2010, Luật

NHNN mới ra đời đã khẳng định “*CSTT quốc gia là quyết định về tiền tệ ở tầm quốc gia của cơ quan nhà nước có thẩm quyền bao gồm quyết định mục tiêu ổn định giá trị đồng tiền biểu hiện bằng tiêu chí lạm phát, quyết định sử dụng các công cụ và biện pháp để thực hiện mục tiêu đề ra.*” Như vậy, Luật NHNN năm 2010 chuyển sang CSTT đơn mục tiêu, lấy ổn định giá trị đồng tiền là mục tiêu cốt lõi. Song đồng thời, Luật này cũng nhấn mạnh toàn bộ các quyết định về mục tiêu CSTT và quyết định sử dụng công cụ và biện pháp thực hiện mục tiêu đề ra là do cơ quan có thẩm quyền quyết định, cụ thể là Quốc hội và Chính phủ. Do đó, mục tiêu điều hành CSTT phụ thuộc vào quyết định hàng năm của Quốc hội từ đó dẫn đến các vấn đề bất hợp lý như sau:

Một, mục tiêu lạm phát của Việt Nam về cơ bản là mục tiêu ngắn hạn, do Quốc hội công bố hàng năm. Trong suốt 15 năm, từ năm 2002 – 2016, hầu hết Quốc hội không ban hành mục tiêu lạm phát có tính chất chiến lược trung hạn, chỉ trừ giai đoạn năm 2011 – 2015. Cơ sở để NHNN điều hành CSTT là mục tiêu lạm phát ngắn hạn hàng năm. Trong khi đó, học thuyết Keynes và Keynes mới khẳng định giá cả trong ngắn hạn là cố định, giá cả chỉ thay đổi trong dài hạn dưới tác động của CSTT khi NHTW điều chỉnh tổng cung tiền tệ. Như vậy, Việt Nam chưa bám sát quy luật kinh tế, việc căn cứ vào chỉ số giá tiêu dùng trong ngắn hạn chưa tạo được định hướng tốt cho điều hành CSTT nói chung và CCĐHLS nói riêng.

Hai, mục tiêu tăng trưởng kinh tế của Việt Nam ban đầu được công bố với tầm chiến lược trung hạn, 5 năm một lần. Song khi thực hiện, Quốc hội chuyển sang công bố mục tiêu tăng trưởng kinh tế theo năm. Trong khi các mục tiêu cụ thể hàng năm hầu hết không nằm trong phạm vi mục tiêu trung hạn đã xác định trước đó. Điều này tạo ra sự thiếu nhất quán, gây khó khăn cho NHNN khi xây dựng và thực hiện CCĐHLS. Không chỉ vậy, nhiều năm mục tiêu lạm phát cao hơn mục tiêu tăng trưởng kinh tế. Sự bất hợp lý này khiến NHNN gặp nhiều khó khăn trong xây dựng và thực hiện CCĐHLS, mục tiêu CSTT chưa hoàn thành tốt.

Như vậy, mục tiêu điều hành CSTT của Việt Nam chưa thực sự hợp lý, đôi khi đi ngược lại lý thuyết kinh tế, tạo vướng mắc khiến NHNN không thể đồng thời

đạt được tất cả các mục tiêu CSTT từ đó gây khó khăn cho NHNN trong xây dựng và thực hiện CCĐHLS.

(2) Chiến lược thực thi mục tiêu điều hành CSTT chưa phù hợp

Giai đoạn trước khi Luật NHNN 2010 có hiệu lực, Việt Nam xác định hệ thống chiến lược thực thi mục tiêu CSTT của NHNN gồm hai mục tiêu: mục tiêu cuối cùng và mục tiêu hoạt động, không tồn tại mục tiêu trung gian.

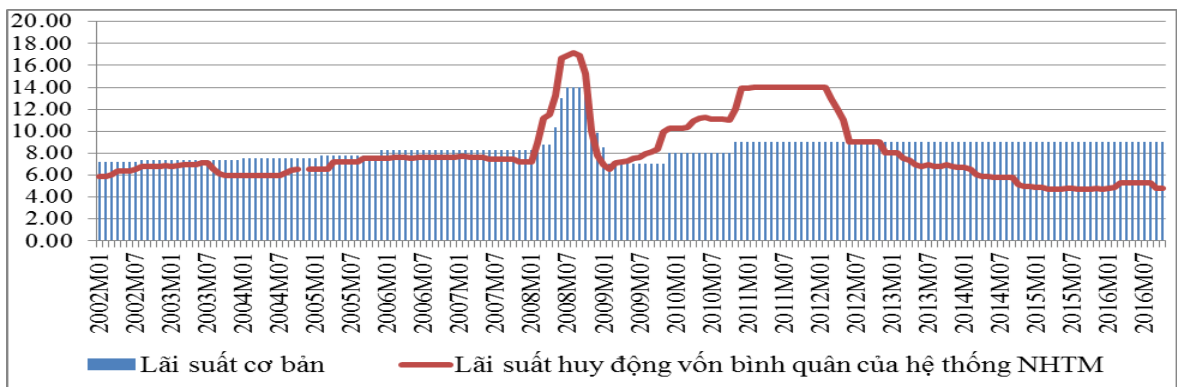
Trong đó, mục tiêu cuối cùng của NHNN gồm nhiều mục tiêu khác nhau như: ổn định giá trị đồng tiền, thúc đẩy phát triển kinh tế - xã hội nhưng vẫn phải bảo đảm quốc phòng, an ninh và nâng cao đời sống của nhân dân. Mục tiêu hoạt động được NHNN sử dụng là mục tiêu cung tiền, lấy đó làm cơ sở để đồng thời đạt được mục tiêu cuối cùng. Song mục tiêu cung tiền chưa phải là mục tiêu tối ưu để kiểm soát lạm phát do tổng cung tiền tệ trong nền kinh tế không chỉ chịu sự tác động của NHNN mà còn chịu tác động bởi quyết định chi tiêu NSNN nằm ngoài sự quản lý của NHNN. Do đó, việc tính toán và kiểm soát tổng cung tiền tệ của NHNN gặp nhiều khó khăn. Hơn nữa, việc dựa vào tăng trưởng tín dụng để đạt mục tiêu “*thúc đẩy phát triển kinh tế - xã hội*” chỉ giúp tăng trưởng trong ngắn hạn, không thể dựa vào tăng trưởng cung tiền để tăng trưởng trong dài hạn bởi khi cung tiền bị mở rộng quá mức sẽ dẫn đến tình trạng lạm phát, lạm phát cao tác động tiêu cực lên tăng trưởng, cả hai mục tiêu này không thể đồng thời đạt được, kết quả điều hành CSTT của NHNN chưa cao.

Luật NHNN 2010 ra đời đã đánh dấu sự thay đổi rõ rệt trong việc xác định mục tiêu điều hành CSTT. Song về cơ bản chỉ có sự điều chỉnh đối với mục tiêu cuối cùng, trong đó, Việt Nam xác định mục tiêu cuối cùng là “*ổn định giá trị đồng tiền biểu hiện bằng tiêu chí lạm phát*”. Trong chiến lược thực thi mục tiêu CSTT của Việt Nam, mục tiêu lãi suất vẫn chưa được đề cập. Cung tiền tiếp tục được sử dụng làm mục tiêu hoạt động, NHNN xác định mục tiêu tăng trưởng tín dụng và yêu cầu các NHTM thực hiện hoạt động tín dụng trong giới hạn mục tiêu NHNN đã phê duyệt. Tuy nhiên, việc lạm dụng tăng trưởng cung tiền trong thời gian dài đã tạo áp lực khiến lạm phát tăng cao. Do đó, từ năm 2008, NHNN Việt Nam bắt đầu chú ý tới công cụ lãi suất, tích cực sử dụng công cụ này nhằm

điều tiết vĩ mô, ổn định lãi suất kinh doanh của các TCTD qua đó đạt được mục tiêu kiểm soát lạm phát. Song vì chưa xác định được mức lãi suất mục tiêu, vị trí của lãi suất chưa được xác định trong chiến lược thực thi mục tiêu CSTT nên gây khó khăn cho NHNN khi điều hành lãi suất.

(3) *LSCB của NHNN chưa thể hiện được vai trò dẫn dắt lãi suất thị trường*

Đvt: %/năm



Nguồn: NHNN, IFS

Hình 2.5: Diễn biến LSCB và lãi suất huy động vốn bình quân của hệ thống NHTM giai đoạn năm 2002 – 2016

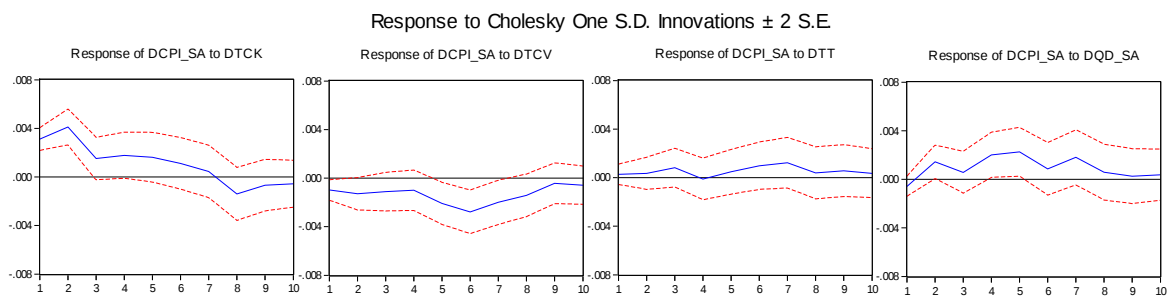
Theo quy định của NHNN, LSCB là cơ sở xác định lãi suất kinh doanh, đặc biệt là lãi suất cho vay của NHTM, lãi suất này được coi là lãi suất cho vay khách hàng tốt nhất của các TCTD và được NHNN sử dụng như lãi suất mục tiêu để điều hành CSTT. Từ khi Quyết định số 546/2002/QĐ-NHNN ra đời, LSCB được sử dụng như một công cụ để các TCTD tham khảo, ấn định lãi suất kinh doanh. Song từ năm 2007, lạm phát có xu hướng tăng mạnh và khó kiểm soát, LSCB chưa thể hiện được vai trò quản lý vĩ mô nên tháng 5/2008, NHNN buộc phải quay lại sử dụng công cụ hành chính thông qua việc ban hành Quyết định số 16/2008/QĐ-NHNN xóa bỏ cơ chế lãi suất thỏa thuận, quay lại áp dụng phương pháp điều hành trực tiếp. LSCB được sử dụng như một công cụ để xác định trần lãi suất cho vay của các TCTD.

Với việc áp dụng trần lãi suất cho vay thông qua việc ban hành LSCB và đưa ra biên độ cho vay tối đa, NHNN đã buộc các TCTD quay trở lại khuôn khổ, bó buộc hoạt động của các TCTD trong một giới hạn cứng nhắc được NHNN đặt

ra nhằm đạt mục tiêu kiểm soát lạm phát. Điều này cũng cho thấy CCDHLS của NHNN chưa tốt, kết quả mang lại chưa cao. Biểu hiện là LSCB từ tháng 3/2008 đến tháng 12/2008 và từ tháng 3/2009 đến hết tháng 5/2012 đều thấp hơn lãi suất huy động vốn trung bình của hệ thống NHTM. Mặc dù tính đến hết năm 2016, chưa có thông tin chính thức nào của NHNN thông báo về việc chấm dứt hiệu lực của Quyết định số 2868/2010/QĐ-NHNN về mức LSCB bằng VNĐ song thực tế từ tháng 1/2011, các nguồn thông tin chính thức của NHNN³⁴ đã không công bố và không sử dụng LSCB trong điều hành CSTT. Hơn nữa, Bộ Luật dân sự số 91/2015/QH13 khi quy định về các giao dịch liên quan đến lãi suất không sử dụng LSCB của NHNN là căn cứ xử lý các tranh chấp vay mượn dân sự³⁵. Như vậy, LSCB không có ý nghĩa thực tế trong điều hành lãi suất, không có tính hướng dẫn lãi suất trong nền kinh tế. LSCB không thể hiện được vai trò của công cụ quản lý kinh tế vĩ mô của NHNN, hay nói cách khác, hoạt động xây dựng và thực hiện CCDHLS của NHNN đối với công cụ này không có hiệu quả.

(4) Hiệu lực điều hành của lãi suất tái cấp vốn và lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng tới nền kinh tế chưa cao

a) CPI phản ứng trước sự thay đổi của DTCK, DTCV, DTT và DQD_SA

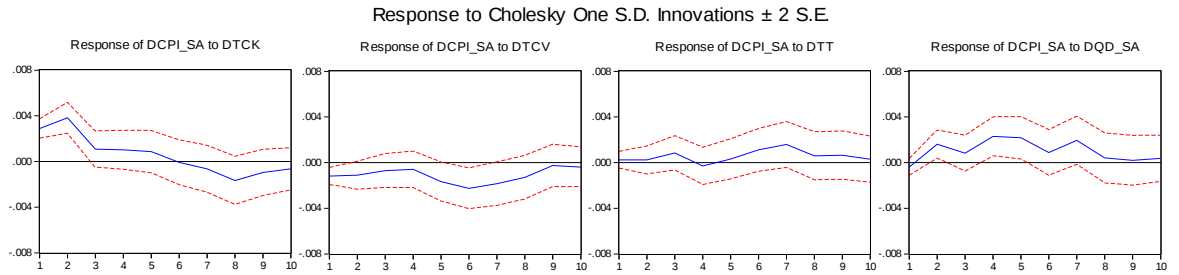


Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6

Hình 2.6: Phản ứng của DCPI_SA trước sự thay đổi DTCK, DTCV, DTT và DQD_SA trong mô hình VAR với biến DTG

³⁴ Từ tháng 1/2011, Các Báo cáo thường niên và thông tin trên website của NHNN không còn công bố mức LSCB.

³⁵ Bộ Luật dân sự số 33/2005/QH11 sử dụng LSCB của NHNN là cơ sở để giải quyết các tranh chấp vay mượn dân sự và chống cho vay nặng lãi.

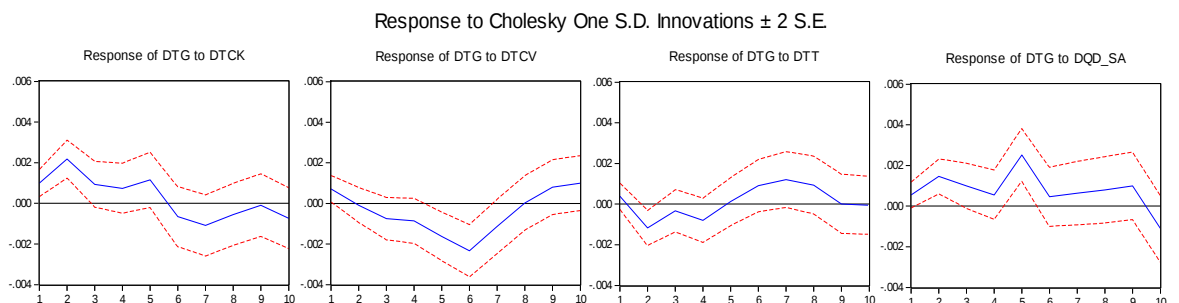


Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6

Hình 2.7: Phản ứng của DCPI_SA trước sự thay đổi DTCK, DTCV, DTT và DQD_SA trong mô hình VAR với biến DCV

Trong cả hai mô hình VAR, khi NHNN điều chỉnh tăng lãi suất TCK lập tức làm tăng CPI trong khoảng 2 tháng, phản ứng này giảm và tắt dần sau khoảng 6 – 7 tháng. Nhưng khi NHNN điều chỉnh tăng lãi suất TCV, DCPI_SA không có phản ứng trước sự điều chỉnh lãi suất TCV của NHNN. Khi lãi suất TT của NHNN tăng, DCPI_SA phản ứng khá yếu và phản ứng này chỉ kéo dài khoảng 4 tháng. Khi lãi suất QD tăng, ban đầu CPI tăng nhưng sau 2 tháng CPI có xu hướng giảm, phản ứng này kéo dài khoảng 9 tháng. Như vậy, lãi suất TCV và TT không có tác động điều chỉnh lạm phát, không thể hiện được hiệu lực trong điều hành CSTT. Trong khi đó, lãi suất TCK và DQD_SA có tác động kiểm soát CPI, ổn định giá cả trong khoảng thời gian tương đối dài. Tuy nhiên, độ trễ để lãi suất TCK và DQD_SA tác động tới lạm phát khoảng 2 tháng.

b) DTG phản ứng trước sự thay đổi của DTCK, DTCV, DTT và DQD_SA

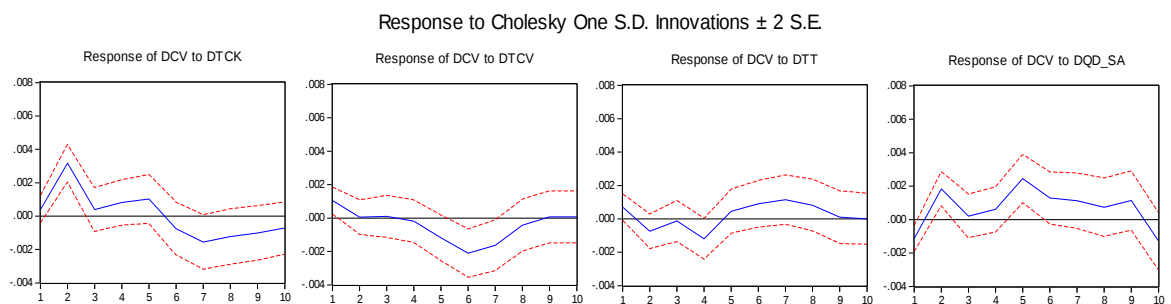


Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6

Hình 2.8: Phản ứng của DTG với thay đổi của DTCK, DTCV, DTT, DQD_SA

Khi NHNN tăng TCK có tác động làm DTG giảm, phản ứng này kéo dài khoảng hơn 5 tháng nhưng khi NHNN tăng TCV và TT không có tác động tới DTG của NHTM. Như vậy, lãi suất TCK thể hiện rõ hiệu lực trong điều hành lãi suất thị trường, trong khi lãi suất TCV và TT chưa làm thể hiện vai trò của công cụ CSTT. Bên cạnh đó, khi DQD_SA tăng, DTG ngay lập tức được điều chỉnh tăng, phản ứng này kéo dài khoảng hơn 9 tháng. Thông qua nghiệp vụ OMO, NHNN có thể tác động tới lãi suất thị huy động vốn của các NHTM.

c) *DCV phản ứng trước sự thay đổi của DTCK, DTCV, DTT và DQD_SA*



Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6

Hình 2.9: Phản ứng của DCV với thay đổi của DTCK, DTCV, DTT, DQD_SA

Khi lãi suất TCK tăng có tác động làm DCV tăng trong khoảng hai tháng, sau đó DCV có xu hướng giảm, phản ứng này tắt dần vào khoảng tháng thứ 6. Phản ứng của DCV với DTCV kéo dài khoảng 2 tháng và DCV phản ứng với sự thay đổi của DTT trong thời gian chưa tới 1 tháng. Khi DQD_SA tăng, DCV của NHTM tăng, phản ứng này kéo dài khoảng 9 tháng. Mọi quan hệ giữa lãi suất TCK, TCV của NHNN và DQD_SA với DCV tuân theo đúng lý thuyết kinh tế, khi NHNN tăng lãi suất trực tiếp tác động làm lãi suất cho vay của NHTM tăng. Quyết định điều chỉnh lãi suất của NHNN tác động tới chi phí vốn của nền kinh tế, chi phí vốn sản xuất của các doanh nghiệp tăng, khiến chủ doanh nghiệp phải cân nhắc lại các quyết định sản xuất, tác động tới sản lượng từ đó tác động làm giảm áp lực về lạm phát. Trong đó, lãi suất TCK thể hiện rõ hiệu lực và sức lan tỏa của nó tới nền kinh tế, giúp Nhà nước kiểm soát lạm phát, ổn định giá cả. Tác động của lãi suất TCV và TT lên DCV chỉ diễn ra trong thời

gian ngắn. Điều này một lần nữa khẳng định, hiệu lực điều hành của lãi suất TCV, TT chưa cao, sức lan toả của các lãi suất này tới nền kinh tế chưa cao.

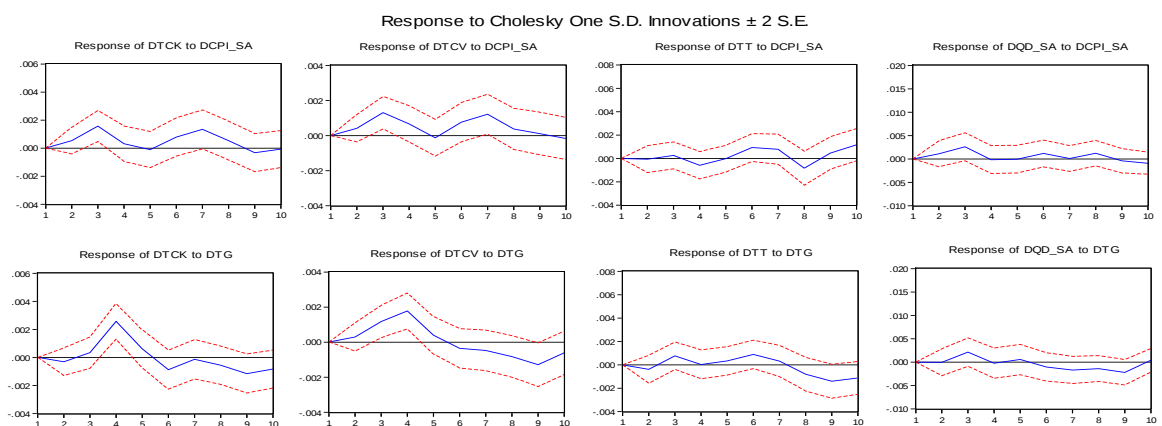
(5) *Phương pháp và căn cứ xác định lãi suất của NHNN chưa hợp lý*

(5.1) *Phương pháp và căn cứ xác định LSCB*

Theo quy định của NHNN, LSCB là cơ sở để các TCTD ấn định lãi suất kinh doanh, song quy định này tạo ra một vòng luẩn quẩn, trong khi NHNN yêu cầu các TCTD phải sử dụng LSCB làm cơ sở để xác định lãi suất kinh doanh nhưng cơ sở để xác định LSCB là lãi suất kinh doanh của một số TCTD, không dựa vào mục tiêu lạm phát và phát triển kinh tế trong từng giai đoạn. Trong khi đó, lãi suất của các TCTD được lựa chọn lại hình thành trên cơ sở thoả thuận giữa người cho vay và người đi vay, không tính đến các yếu tố kinh tế vĩ mô, mục tiêu điều hành CSTT. Phương pháp và cơ sở xác định này không phải là căn cứ vững chắc để NHNN điều hành lãi suất.

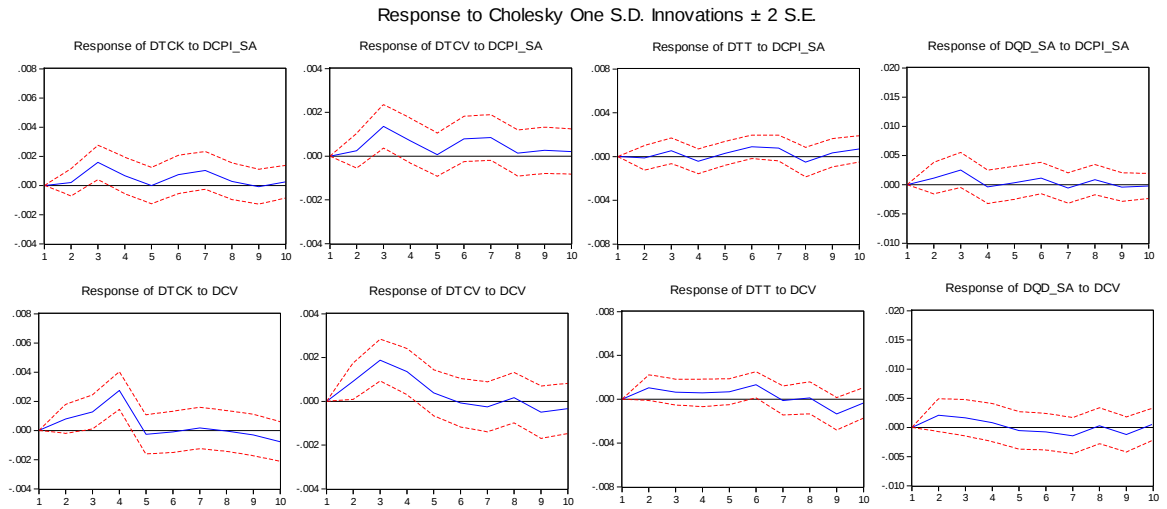
(5.2) *Phương pháp và căn cứ xác định các loại lãi suất khác*

NHNN xác định các loại lãi suất TCK, TCV, TT trên cơ sở tổng hoà nhiều yếu tố. Trong đó, NHNN dựa trên cơ sở biến động kinh tế vĩ mô từng thời kỳ, đồng thời căn cứ vào mục tiêu tăng trưởng kinh tế, kiểm soát lạm phát hàng năm của Quốc hội. Điều này được chứng minh từ kết quả hàm phản ứng của mô hình VAR với biến DTG, và mô hình VAR với biến DCV, cụ thể như sau:



Nguồn: Tác giả tính toán từ Eviews6

Hình 2.10: Phản ứng của DTCK, DTCV, DTT với sự thay đổi của DTG và DCPI_SA



Nguồn: Tác giả tính toán từ Eviews6

Hình 2.11: Phản ứng của DTCK, DTCV, DTT với sự thay đổi của DCV và DCPI_SA

Hàm phản ứng trong hai mô hình VAR chứng minh NHNN căn cứ vào biến động của thị trường để xác định lãi suất TCK, TCV, DTT. Khi lãi suất của NHTM tăng, đặc biệt CPI tăng, NHNN ngay lập tức tăng lãi suất nhằm kiểm soát lạm phát. Tuy nhiên, cơ sở xác định lãi suất này tồn tại nhiều hạn chế, chưa đủ vững chắc để đưa ra quyết định điều hành lãi suất phù hợp bởi các lý do sau:

Một, mục tiêu lạm phát trung dài hạn trong giai đoạn năm 2002 – 2016 cơ bản không tồn tại ở Việt Nam. Duy nhất giai đoạn năm 2011 – 2015 Quốc hội công bố mức lạm phát trung hạn song mức lạm phát mục tiêu này không có nhiều ý nghĩa, không gắn với thực tế tại Việt Nam. Do đó, sang 2016, khi công bố Nghị quyết về kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội 5 năm 2016 – 2020, Quốc hội không đề cập tới mục tiêu lạm phát. Cơ bản trong các năm Quốc hội chỉ công bố mục tiêu ngắn hạn. Song các học thuyết kinh tế và thực tế đã chứng minh, trong ngắn hạn mức giá là không đổi, giá cả chỉ điều chỉnh trong dài hạn dưới tác động điều hành tổng cung tiền tệ của NHTW. Điều này cho thấy, mục tiêu lạm phát Quốc hội công bố hàng năm chưa phải là căn cứ tốt để xây dựng chiến lược cho CCDHLS cũng như xác định các mức lãi suất của NHNN.

Hai, trong suốt 15 năm, từ năm 2002 – 2016, Quốc hội luôn công bố chiến lược phát triển kinh tế - xã hội trung hạn. Trong đó, mục tiêu tăng trưởng kinh tế được đặc biệt coi trọng, luôn đề cập đầu tiên trong các Nghị quyết về kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội của Quốc hội. Song mục tiêu tăng trưởng kinh tế hàng năm Quốc hội đưa ra không nhất quán với mục tiêu xác định trong trung hạn do đó gây nhiều khó khăn cho NHNN khi xác định lãi suất.

Về cơ bản NHNN dựa trên cơ sở biến động của lạm phát từng thời kỳ trong năm để điều chỉnh lãi suất, lạm phát trở thành tín hiệu thị trường để NHNN điều hành lãi suất với mong muốn đạt được mục tiêu CSTT. Bên cạnh đó, thị trường tiền tệ của Việt Nam chưa phát triển, tính độc quyền trên thị trường cao, thị phần huy động vốn và cấp tín dụng vẫn do các NHTM Nhà nước chi phối, mặt bằng lãi suất kinh doanh trên thị trường tiền tệ cơ bản dựa trên lãi suất của các NHTM Nhà nước. Do đó, để ổn định tình hình thị trường, đảm bảo tính thanh khoản cho các TCTD, NHNN phải đặt ra trần lãi suất huy động vốn và cho vay. Không chỉ vậy, lãi suất của NHNN còn mang tính chính trị xã hội, dưới áp lực dư luận, NHNN phải xây dựng lãi suất và điều hành lãi suất để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Do vậy tính khách quan trong xây dựng CCDHLS chưa cao và chưa tạo được định hướng điều tiết lãi suất của các TCTD, lãi suất chưa phải là công cụ hữu hiệu giúp NHNN đạt được mục tiêu kiểm soát lạm phát, ổn định giá cả tiền tệ.

(6) Phương pháp điều hành lãi suất của NHNN trong một số giai đoạn còn cứng nhắc

Năm 2008 do tình hình kinh tế trong nước gặp nhiều khó khăn, để ổn định tình hình kinh tế vĩ mô, tháng 5/2008, NHNN quay lại áp dụng phương pháp điều hành trực tiếp. Sang năm 2009, NHNN cho phép thả nổi một phần lãi suất để phù hợp với thị trường ngân hàng và tình hình kinh tế vĩ mô. Thông qua sự điều chỉnh này, NHNN thể hiện vai trò của người quản lý, đảm bảo quyền lợi cho người dân, doanh nghiệp trong quan hệ vay vốn với TCTD, hỗ trợ kinh tế phát triển, góp phần quan trọng giúp nền kinh tế Việt Nam thoát khỏi tình trạng suy thoái.

Tuy nhiên, phương pháp điều hành lãi suất trực tiếp cho thấy NHNN còn cứng nhắc, chưa tôn trọng quy luật kinh tế khách quan. Một số giai đoạn, lãi suất cho vay, lãi suất huy động vốn cả nội và ngoại tệ của các TCTD chỉ được phép xác định trong giới hạn của NHNN. Điều này dẫn đến khó khăn cho các NHTM cổ phần nhỏ trong việc cạnh tranh với các NHTM Nhà nước. Tình hình kinh doanh của nhiều NHTM cổ phần có dấu hiệu đi xuống, tính thanh khoản không được đảm bảo, dẫn đến việc cạnh tranh không lành mạnh xảy ra, kỷ luật thị trường chưa được tôn trọng. Điều này buộc NHNN tiếp tục phải ban hành các văn bản và chỉ thị nhằm chấn chỉnh tình hình vượt trần lãi suất của các TCTD như: Văn bản số 9484/2009/VB-NHNN, Chỉ thị số 04/2008/CT-NHNN, Chỉ thị số 04/2011/CT-NHNN...

(7) Năng lực dự báo trong điều hành lãi suất của NHNN chưa cao

Thời gian qua, NHNN đã áp dụng một số mô hình dự báo tình hình kinh tế vĩ mô, cụ thể là mô hình Lập trình tài chính cho Việt Nam dựa trên cơ sở xây dựng các kịch bản kinh tế vĩ mô để dự báo lạm phát của Việt Nam trong ngắn hạn và mô hình cảnh báo sớm về căng thẳng thanh khoản và căng thẳng tỷ giá. Song cơ bản NHNN dựa vào việc phân tích diễn biến tăng trưởng tín dụng của hệ thống các TCTD để đưa ra các giải pháp điều hành CSTT, qua đó hỗ trợ tăng trưởng kinh tế và kiểm soát lạm phát. Việc ứng dụng các kết quả dự báo định lượng vào thực tế xây dựng và điều hành lãi suất của NHNN chưa được coi trọng. Lãi suất của NHNN cơ bản được xác định theo diễn biến ngắn hạn của thị trường và tiêu chí lạm phát hàng năm của Quốc hội. Việc tính toán các cú sốc có thể xảy ra và tác động của các cú sốc tới lạm phát kỳ vọng và các biến kinh tế vĩ mô khác chưa được NHNN thực hiện do đó chưa có cơ sở giúp NHNN tính toán lãi suất. Điều này lý giải tại sao kết quả điều hành lãi suất của NHNN chưa cao.

(8) Chính sách truyền thông của NHNN chưa được thực hiện tốt

Thời gian qua, NHNN đã có nhiều cố gắng trong việc truyền tải thông điệp tới thị trường nhằm ổn định kinh tế vĩ mô, tạo niềm tin cho người dân, doanh

nghiệp và giới đầu tư. Cụ thể, ngày 16/7/2015, NHNN ra quyết định về việc thành lập Ban truyền thông. Ban truyền thông có nhiệm vụ truyền thông, báo chí của ngành ngân hàng, hoạt động website của NHNN, cũng như NHNN thường xuyên tổ chức họp báo và tham gia trả lời trong các phiên họp báo của Chính phủ. Tuy nhiên, công tác truyền thông của NHNN vẫn còn tồn tại các hạn chế nhất định, thông tin về CCDHLS chưa thể hiện rõ tính định hướng thị trường do đó làm giảm hiệu lực của CCDHLS. Điều này thể hiện ở một số nội dung sau:

Một, mặc dù thời gian qua, NHNN thực hiện thường xuyên, mang tính chu kỳ hàng tuần về việc thống kê và công bố thông tin hoạt động ngân hàng với mục đích tổng kết lại tình hình lãi suất huy động vốn và lãi suất cho vay bằng VNĐ và USD, doanh số giao dịch trên thị trường liên ngân hàng và thị trường ngoại hối. Nhưng những thông tin này đơn thuần mang tính chất thống kê, chưa có thông tin về điều hành CSTT nói chung và CCDHLS nói riêng của NHNN được công bố nhằm định hướng thị trường.

Hai, định hướng điều hành CSTT được NHNN công bố trên website song chỉ là định hướng điều hành trong ngắn hạn và không cập nhật. Các định hướng điều hành này chủ yếu căn cứ vào Nghị quyết phát triển kinh tế - xã hội hàng năm do Quốc hội phê duyệt, mà chưa đưa ra bất cứ thông tin cụ thể nào về định hướng điều hành CSTT nói chung và lãi suất nói riêng. Các nội dung khác như mục tiêu điều hành CSTT, công cụ thực hiện CSTT, thẩm quyền quyết định CSTT chưa được phân tích và trình bày cụ thể trên website của NHNN, các thông tin này là những quy định trong Luật NHNN.

Ba, thời gian qua, Vụ Dự báo – Thống kê của NHNN đã thống kê và lập các báo cáo tháng về hoạt động ngành ngân hàng, diễn biến thị trường trái phiếu Chính phủ và tình hình đầu tư của TCTD, kỳ vọng lạm phát; báo cáo kết quả điều tra xu hướng kinh doanh hàng quý, báo cáo kinh tế vĩ mô định kỳ 6 tháng và cả năm nhưng những báo cáo này cơ bản không được công bố cho công chúng, chủ yếu chỉ phục vụ cho công tác điều hành CSTT của NHNN.

Ngoài ra, hàng năm NHNN công bố công khai Báo cáo thường niên song các báo cáo này thường mang tính chất điểm lại tình hình kinh tế, diễn biến của thị trường tiền tệ, điều hành CSTT của NHNN các năm. Báo cáo thường niên không đưa ra các định hướng điều hành cụ thể trong tương lai. Hơn nữa, thời điểm công bố các báo cáo có độ trễ rất lớn, thường hơn một năm sau khi kết thúc năm tài chính, báo cáo mới được công bố. Điều này gây khó khăn cho công chúng và doanh nghiệp nắm bắt thông tin và dự báo để đưa ra quyết định đầu tư.

2.4.3.2 Nguyên nhân khách quan

(1) Tính độc lập trong xây dựng và thực hiện CCDHLS của NHNN chưa cao

a) Về cơ cấu tổ chức và quyền ra quyết định

Theo Khoản 1, Điều 2, Chương 1, Luật NHNN Việt Nam năm 2010, NHNN: “là cơ quan ngang bộ của Chính phủ, là Ngân hàng trung ương của Nước Cộng hoà xã hội chủ nghĩa Việt Nam.” Như vậy, NHNN Việt Nam là NHTW của Việt Nam, thực hiện đầy đủ chức năng, nhiệm vụ của một NHTW. Đồng thời, NHNN là cơ quan ngang bộ, thuộc sự quản lý của Chính phủ. Mặc dù cơ chế tổ chức hoạt động này giúp tập trung mọi nguồn lực vào một mối, tạo sự chủ động cho Chính phủ phát huy mọi nguồn lực vào nhiệm vụ phát triển kinh tế nhằm đạt được mục tiêu dài hạn của Quốc gia. Tuy nhiên, cơ cấu tổ chức này làm giảm tính độc lập của NHNN. Bởi quyền tự quyết của NHNN không được đảm bảo, mọi quyết định điều hành CSTT, xây dựng và thực hiện CCDHLS của NHNN phải theo chỉ đạo mang tính quyết định của Chính phủ.

Hơn nữa, Thống đốc NHNN là thành viên của Chính phủ. Nhiệm kỳ của Thống đốc NHNN kéo dài 5 năm là khá ngắn, Thống đốc khó phát huy hết năng lực của mình. Đồng thời nhiệm kỳ của Thống đốc trùng với nhiệm kỳ của Chính phủ, vị trí Thống đốc do Chính phủ đề nghị Quốc hội phê chuẩn bổ nhiệm. Công chức, viên chức thuộc NHNN hưởng lương từ NSNN. Trong khi các quốc gia khác, như Fed, nhiệm kỳ của các thành viên hội đồng chính sách là 14 năm và không tái đắc cử nên tính độc lập của Fed rất cao, không có bất cứ cá nhân hay

cơ quan nào có thể tác động tới việc ra quyết định của Hội đồng chính sách. Do đó, NHNN chịu quản lý trực tiếp về cơ cấu tổ chức và nhân sự từ phía Chính phủ do đó ảnh hưởng đến tính tự quyết về CSTT và CCDHLS của NHNN.

b) Về mặt chính sách

Khoản 4, Điều 3, Chương 1 Luật NHNN năm 2010 quy định *“Thủ tướng Chính phủ, Thống đốc Ngân hàng Nhà nước quyết định việc sử dụng các công cụ và biện pháp điều hành để thực hiện mục tiêu chính sách tiền tệ quốc gia theo quy định của Chính phủ [60]”* cho thấy toàn bộ các quyết định điều hành CSTT nói chung và CCDHLS nói riêng của NHNN nằm trong sự thống nhất chung của Chính phủ. Trong khi Chính phủ đặc biệt quan tâm đến vấn đề phát triển kinh tế - xã hội, lấy tăng trưởng kinh tế làm mấu chốt thì mục tiêu cao nhất của NHNN là ổn định giá trị đồng tiền. Trong ngắn hạn, hai mục tiêu này xung đột trực tiếp, không thể đồng thời đạt được, nếu buộc phải ưu tiên mục tiêu tăng trưởng kinh tế, Việt Nam phải chấp nhận hy sinh mục tiêu lạm phát, duy trì lạm phát cao để đạt mục tiêu tăng trưởng. Thực tế các năm 2002 – 2009, NHNN phải đẩy mạnh tăng trưởng cung tiền (M2), mở rộng tín dụng để đảm bảo mục tiêu tăng trưởng kinh tế theo chỉ đạo chung của Quốc hội và Chính phủ.

Hơn nữa, NHNN là NHTW của Chính phủ, khi NSNN thiếu hụt, thu không đủ bù chi, NHNN buộc phải *“tạm ứng cho ngân sách trung ương để xử lý thiếu hụt tạm thời quỹ ngân sách nhà nước theo quyết định của Thủ tướng Chính phủ [60].”* Việc thiếu độc lập của NHNN trong xây dựng và thực hiện CSTT nói chung, CCDHLS nói riêng còn được thể hiện rõ trong Điều 3, Điều 4, Chương 1 Luật NHNN năm 2010, NHNN: *“xây dựng chiến lược phát triển ngành ngân hàng trình cơ quan Nhà nước có thẩm quyền phê duyệt và tổ chức thực hiện”*. Như vậy, NHNN chỉ đóng vai trò là người xây dựng kế hoạch phát triển, song không được quyền quyết định cuối cùng đối với CSTT và CCDHLS, mọi ý kiến về chiến lược CSTT và CCDHLS của NHNN có thể bị điều chỉnh bởi Chính phủ trước khi trình lên Quốc hội và chiến lược này cũng có thể bị Quốc hội phủ

quyết. Do đó, NHNN không có sự độc lập về mặt chính sách, NHNN chưa hoàn toàn độc lập khi đưa ra quyết định về CSTT, CCDHLS.

(2) Tính độc quyền trên thị trường tiền tệ Việt Nam cao

Thị trường liên ngân hàng Việt Nam vẫn mang tính độc quyền cao, các NHTM cho vay chủ yếu là các NHTM Nhà nước. Đặc biệt, khi NHNN ban hành trần lãi suất huy động vốn, lãi suất không còn là lợi thế cạnh tranh của các NHTM cổ phần nhỏ, người dân có xu hướng gửi tiền vào các NHTM Nhà nước, vốn được coi là TCTD an toàn hơn do đó khó khăn của các TCTD nhỏ lại càng gia tăng. Hơn nữa, do tiềm lực tài chính mạnh, các NHTM Nhà nước có khả năng mở rộng đầu tư, nắm giữ các GTCG có tính thanh khoản cao như: Tín phiếu Kho bạc, Trái phiếu Chính phủ... cao hơn nên khi có nhu cầu thanh khoản, các đơn vị này dễ dàng bán các GTCG trên thị trường mở để thu hồi vốn và cho vay lãi suất cao trên thị trường. Tất cả các yếu tố này giúp các NHTM Nhà nước có lợi thế cạnh tranh lớn, chi phối mạnh tới cung cầu vốn thị trường. Lãi suất cho vay trên thị trường liên ngân hàng do bốn NHTM Nhà nước quyết định, NHTM cổ phần nhỏ là người chấp nhận giá. Do đó, các NHTM nhỏ có xu hướng lách quy định của NHNN để huy động vốn nhàn rỗi trên thị trường, điều này làm giảm hiệu lực điều hành lãi suất của NHNN. Không chỉ vậy, việc các NHTM nhỏ phải đi vay với lãi suất cao trên thị trường liên ngân hàng khiến lãi suất cho vay đầu ra tăng cao, làm tăng chi phí vốn của nền kinh tế, giá cả của hàng hoá dịch vụ tăng, làm tăng áp lực về lạm phát, NHNN gặp khó khăn trong xây dựng và thực hiện CCDHLS.

(3) Hệ thống NHTM yếu, năng lực cạnh tranh thấp, thông tin chưa minh bạch

Mặc dù thời gian qua số lượng các NHTM cổ phần của Việt Nam tăng mạnh, thị phần huy động vốn và thị phần cấp tín dụng có xu hướng chuyển dần từ khối các NHTM Nhà nước sang các NHTM cổ phần song trên thực tế đến năm 2014, thị phần huy động vốn và thị phần cấp tín dụng vẫn chủ yếu do các NHTM Nhà nước nắm giữ (xem Phụ lục 2.2). Bên cạnh đó, năng lực tài chính,

năng lực quản trị ngân hàng, thông tin kinh doanh của các NHTM chưa công khai minh bạch, còn tồn tại tình trạng cạnh tranh không lành mạnh. Khi NHNN xây dựng và ban hành các quyết định điều hành lãi suất, lãi suất thị trường không vận động theo đúng mong muốn của NHNN. Sự yếu kém trong năng lực tài chính dẫn tới cạnh tranh không lành mạnh nên các NHTM bất chấp quy định của NHNN để tăng lãi suất thu hút vốn huy động từ tiền gửi hoặc tăng lãi suất cho vay nhằm tăng lợi nhuận.

Như vậy, trên cơ sở lý thuyết ở Chương 1, tác giả đã phân tích, làm rõ thực trạng CCDHLS tại Việt Nam. Đồng thời, trên cơ sở kết quả nghiên cứu của William J.Crowder, Dennis L.Hoffman và kết quả nghiên cứu của Robert E.Lucas, tác giả đã xây dựng mô hình nghiên cứu để xem xét quan hệ giữa lãi suất của NHNN với lạm phát. Trên cơ sở này, tác giả sử dụng mô hình hồi quy đồng liên kết, mô hình hiệu chỉnh sai số ECM và mô hình VAR để thực hiện nghiên cứu định lượng từ đó đánh giá tác động của lãi suất NHNN tới nền kinh tế nhằm xác định lãi suất nào của NHNN thể hiện hiệu lực cao nhất trong điều hành CSTT. Thông qua nghiên cứu định tính và định lượng, tác giả đánh giá thực trạng CCDHLS của NHNN Việt Nam, rút ra kết quả đạt được cũng như hạn chế và các nguyên nhân khách quan, chủ quan dẫn tới các hạn chế của CCDHLS của NHNN. Đây là căn cứ quan trọng, kết hợp với nhận định về cơ hội, thách thức đối với NHNN trong điều hành lãi suất đến năm 2025 và tầm nhìn đến năm 2030, cũng như xem xét bài học kinh nghiệm xác lập cơ chế điều hành lãi suất của một số nước trên thế giới để tác giả đưa ra giải pháp hoàn thiện CCDHLS của NHNN ở Chương 3.

CHƯƠNG 3. GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN CƠ CHẾ ĐIỀU HÀNH LÃI SUẤT CỦA NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC VIỆT NAM TRONG ĐIỀU KIỆN NỀN KINH TẾ THỊ TRƯỜNG

3.1 Những cơ hội và thách thức đối với Ngân hàng Nhà nước Việt Nam trong điều hành lãi suất đến năm 2025 và tầm nhìn đến năm 2030

3.1.1 Những cơ hội

Một, hội nhập quốc tế ngày càng sâu rộng: Kinh tế Việt Nam ngày càng hội nhập sâu rộng với khu vực và thế giới. Với việc trở thành thành viên của Tổ chức thương mại quốc tế và ký kết hàng loạt các Hiệp định song phương và đa phương, trong thời gian tới, hàng hoá của Việt Nam được hưởng nhiều ưu đãi về thuế cũng như được đối xử bình đẳng giữa các doanh nghiệp của các quốc gia thành viên tạo cơ hội mở rộng thị trường tiêu thụ, giúp doanh nghiệp trong nước vươn ra thị trường quốc tế, nắm bắt cơ hội kinh doanh, tạo nền tảng quan trọng phát triển kinh tế. Do đó, đây là thuận lợi cho NHNN trong điều hành CSTT nói chung, xây dựng, thực hiện CCĐHLS nói riêng từ đó đạt được mục tiêu CSTT.

Hai, hoà bình và hợp tác phát triển là xu thế lớn: Xu hướng chung trong thời gian tới là hoà bình và hợp tác phát triển do đó duy trì môi trường chính trị và môi trường kinh tế ổn định. Điều này tạo thuận lợi cho NHNN xây dựng và thực hiện CCĐHLS, người dân, doanh nghiệp tin tưởng vào sự ổn định CSTT và lãi suất, giúp chính sách lãi suất của NHNN phát huy hiệu lực, hoàn thành mục tiêu CSTT trong dài hạn.

Ba, kinh tế thị trường, tiến bộ, công bằng xã hội; dân chủ - pháp quyền là xu hướng chung của nhân loại: Nền kinh tế có xu hướng hình thành đầy đủ điều kiện của nền kinh tế thị trường, giảm độc quyền, tạo cơ hội cạnh tranh bình đẳng cho mọi thành phần kinh tế. Do đó, hệ thống các TCTD của Việt Nam có xu hướng phát triển công bằng, thị trường tiền tệ có xu hướng hội tụ đủ các điều kiện của một nền kinh tế thị trường, giảm tình trạng độc quyền, tạo cơ hội cạnh tranh bình đẳng cho các loại hình TCTD khác. Do đó, CCĐHLS của NHNN có

cơ hội chuyển sang CCDHLS gián tiếp, để thị trường tự điều chỉnh và hình thành lãi suất trên cơ sở cung cầu vốn, giúp NHNN đạt mục tiêu CSTT.

Bốn, tạo sức ép, buộc doanh nghiệp và cơ quan quản lý phải tăng tính minh bạch trong kinh doanh và quản lý hành chính: Muốn tạo được lòng tin với người tiêu dùng và công chúng, các doanh nghiệp và các cơ quan quản lý phải công khai, minh bạch thông tin về tình hình sản xuất kinh doanh, tình hình quản lý... Việc minh bạch thông tin, tạo tâm lý an tâm cho người tiêu dùng, nhà đầu tư có cơ sở phân tích và dự báo tình hình kinh doanh, khả năng phát triển của doanh nghiệp khi cân nhắc ra quyết định đầu tư, công chúng có căn cứ để tin tưởng vào các quyết sách của cơ quan quản lý, tạo điều kiện cho các chính sách của Nhà nước được thực hiện theo đúng chủ trương đưa ra. Do đó, thời gian tới, các doanh nghiệp và cơ quan quản lý, đặc biệt NHNN có xu hướng tăng tính minh bạch trong hoạt động điều hành CSTT nói chung và CCDHLS nói riêng.

3.1.2 Những thách thức

Một, mở cửa tài khoản vốn: Dưới tác động của hội nhập kinh tế quốc tế kết hợp với chính sách mở cửa giao dịch vốn cho phép các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài thực hiện góp vốn kinh doanh trên thị trường Việt Nam, luồng vốn FDI đổ vào Việt Nam ngày càng nhiều. Bên cạnh đó, nợ nước ngoài của Chính phủ không ngừng gia tăng (xem Phụ lục 3.1). Điều này khiến dòng vốn ngoại tệ vào Việt Nam tăng mạnh. Bên cạnh đó, từ ngày 4/1/2016, NHNN áp dụng cơ chế tỷ giá trung tâm thay cho tỷ giá bình quân liên ngân hàng. Đây là cơ chế tỷ giá linh hoạt, tỷ giá trung tâm được xác định trên cơ sở tham chiếu diễn biến tỷ giá bình quân trên thị trường liên ngân hàng, diễn biến tỷ giá trên thị trường quốc tế của một số đồng tiền các nước có quan hệ thương mại, vay, trả nợ, đầu tư lớn với Việt Nam³⁶, đồng thời dựa trên sự cân nhắc về tình hình kinh tế vĩ mô và mục tiêu CSTT. Việc mở cửa tài khoản vốn, kết hợp với cơ chế tỷ giá linh hoạt đòi hỏi NHNN phải kiểm soát tốt tổng cung ngoại tệ để tránh tạo áp lực tăng giá đồng nội tệ, tác động tiêu cực tới hoạt động xuất nhập khẩu. Hơn nữa, tổng cung ngoại tệ tăng có ảnh hưởng làm tăng tổng cung tiền tệ, tạo áp lực tăng lạm

³⁶ USD, Bath Thái Lan, EUR, CNY, Đôla Singapore, JPY, đồng Won Hàn Quốc, Đồng tiền của Đài Loan

phát. Do đó, việc mở cửa tài khoản vốn kết hợp với chính sách tỷ giá linh hoạt đặt ra thách thức lớn đối với NHNN, đòi hỏi NHNN phải xây dựng CCDHLS với chiến lược dài hạn nhằm ổn định tình hình vĩ mô, dùng lãi suất để điều chỉnh luồng vốn ngoại tệ, ổn định tỷ giá hối đoái từ đó đạt được mục tiêu CSTT.

Hai, việc thực hiện các hiệp định thương mại tự do đã có và tham gia các hiệp định thương mại tự do thế hệ mới, cùng với việc hình thành Cộng đồng ASEAN trong năm 2015 đặt ra không ít khó khăn, thách thức: Khi tham gia các hiệp định thương mại, Việt Nam buộc phải tuân thủ các nguyên tắc chung, đối xử bình đẳng và tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp và hàng hoá nước ngoài. Điều này khiến sức ép cạnh tranh trên thị trường trong nước và quốc tế có xu hướng tăng mạnh. Trong khi tiềm lực tài chính, năng lực quản lý, điều hành doanh nghiệp trong nước còn nhiều hạn chế, sức cạnh tranh của doanh nghiệp và hàng hoá trong nước còn thấp. Do vậy, đặt ra thách thức lớn cho NHNN trong xây dựng và điều hành lãi suất để hỗ trợ doanh nghiệp trong nước phát triển, nâng cao năng lực cạnh tranh với doanh nghiệp nước ngoài.

Ba, năng suất và chất lượng lao động còn thấp: Phần lớn người lao động Việt Nam chưa đáp ứng được yêu cầu công việc trong bối cảnh kinh tế mới³⁷, năng suất lao động thấp. Một lượng lớn lao động phổ thông chưa qua các trường lớp đào tạo nghề, hoặc đã qua đào tạo nhưng không đáp ứng được yêu cầu công việc. Điều này đặt ra thách thức rất lớn cho kinh tế Việt Nam, dù doanh nghiệp muốn tuyển lao động có chất lượng cao nhưng lao động trong nước không đáp ứng đủ, khiến mục tiêu duy trì tỷ lệ thất nghiệp thấp khó có thể thực hiện trong ngắn hạn. Điều này đòi hỏi CCDHLS của NHNN phải có sự tính toán cẩn trọng, xây dựng chiến lược dài hạn nhằm tìm ra hướng đi đúng, từ đó hỗ trợ kinh tế phát triển tốt, giảm tỷ lệ thất nghiệp thành công.

³⁷ Theo Tổng cục Thống kê: năm 2015, lao động giản đơn chiếm 39,8%; lao động có chuyên môn kỹ thuật bậc cao: 6,5%; lao động có chuyên môn kỹ thuật bậc trung: 3,2%; nhân viên trợ lý văn phòng: 1,8%; thợ thủ công có kỹ thuật và các thợ kỹ thuật khác có liên quan và trong lĩnh vực nông nghiệp: 22,3%; lao động dịch vụ cá nhân, bảo vệ và bán hàng 16,5%; các nhà lãnh đạo: 1,1% (63. 00, Tổng cục Thống kê (2016), *Báo cáo điều tra lao động việc làm năm 2015*, NXB Thống Kê, Hà Nội.)

3.2 Quan điểm, phương hướng hoàn thiện cơ chế điều hành lãi suất của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đến năm 2025 và tầm nhìn đến năm 2030

3.2.1 Quan điểm hoàn thiện cơ chế điều hành lãi suất của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Giai đoạn 2017 – 2025, cấu trúc nền kinh tế chuyển sang giai đoạn tương đối lành mạnh, bền vững, kinh tế vĩ mô ổn định, tình hình tài chính và sức cạnh tranh của doanh nghiệp tốt hơn, thị trường tiền tệ ổn định, thị trường vốn phát triển, giảm sự lệ thuộc vốn vào hệ thống ngân hàng. Vì vậy, NHNN có điều kiện chuyển sang khuôn khổ điều hành CSTT theo mục tiêu lạm phát. NHNN giảm dần điều hành CSTT theo khối lượng, chủ yếu điều hành theo giá, sử dụng các công cụ CSTT gián tiếp, xóa bỏ các biện pháp hành chính về lãi suất, tiến tới kiểm soát theo giá sau năm 2025.

3.2.2 Phương hướng hoàn thiện cơ chế điều hành lãi suất của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Phương hướng hoàn thiện CCDHLS của NHNN đến năm 2025 và tầm nhìn đến năm 2030 cụ thể như sau:

Một, rà soát để từng bước đổi mới khuôn khổ điều hành CSTT theo cơ chế thị trường và thông lệ quốc tế phù hợp với điều kiện thực tiễn thị trường tiền tệ và hệ thống TCTD của Việt Nam, trong đó mục tiêu cuối cùng là kiểm soát chỉ số giá tiêu dùng hàng năm ở mức phù hợp với mục tiêu trong trung hạn, việc thực hiện các giải pháp hỗ trợ tăng trưởng kinh tế phải đảm bảo tôn trọng mục tiêu kiểm soát lạm phát.

Hai, về CCDHLS, trên cơ sở xác định mục tiêu trung gian là lãi suất hoặc kết hợp giữa lãi suất và tỷ giá, xây dựng CCDHLS phù hợp với thông lệ quốc tế, đảm bảo các lãi suất điều hành có khả năng dẫn dắt thị trường, NHNN có thể kiểm soát tốt trong cả điều kiện thị trường biến động.

Ba, các công cụ CSTT chủ yếu là công cụ gián tiếp, xóa bỏ biện pháp hành chính, tăng cường các công cụ và cơ chế điều tiết tự động như nghiệp vụ OMO (hàng ngày), cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng và xác định rõ CCDHLS, rà soát, công bố một mức lãi suất chủ đạo của NHNN thể hiện quan

điểm, định hướng CSTT, đảm bảo xuyên suốt mục tiêu trung gian, mục tiêu hoạt động; các công cụ CSTT tiếp tục thực hiện theo hướng giảm sự hấp dẫn của đồng ngoại tệ, nâng cao vị thế VND theo chủ trương chống đô la hóa của Chính phủ.

Bốn, mục tiêu trung gian có thể chọn lãi suất cho vay qua đêm giữa các TCTD trên thị trường liên ngân hàng. Theo đó, NHNN thực hiện việc mua, bán GTCG qua hoạt động nghiệp vụ OMO để điều tiết thanh khoản trên thị trường liên ngân hàng nhằm đạt mức lãi suất mục tiêu đề ra. Việc thay đổi lãi suất thị trường liên ngân hàng sẽ dẫn đến thay đổi lãi suất huy động, cho vay của TCTD, từ đó tác động đến hành vi tiết kiệm, đầu tư của các thành viên trên thị trường.

Năm, khi NHNN đã đủ khả năng điều hành để đạt được mục tiêu lãi suất, NHNN có thể rà soát, xem xét xây dựng một hành lang lãi suất với trần và sàn là các lãi suất theo quy định của NHNN; lãi suất liên ngân hàng được điều tiết giao động trong biên độ này. Cơ chế này tạo động lực cho các TCTD ưu tiên vay và cho vay lẫn nhau trên thị trường tiền tệ liên ngân hàng. Trong trường hợp TCTD gửi tiền hoặc vay vốn từ NHNN, TCTD vay vốn phải chịu lãi suất cao hơn và gửi tiền tại NHNN hưởng lãi suất thấp hơn lãi suất thị trường liên ngân hàng.

3.3 Giải pháp hoàn thiện cơ chế điều hành lãi suất của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đến năm 2025 và tầm nhìn đến năm 2030

3.3.1 Nhóm giải pháp trực tiếp

3.3.1.1 Xây dựng mục tiêu điều hành chính sách tiền tệ trung và dài hạn

Mục tiêu CSTT định hướng cho NHNN trong điều hành CSTT nói chung và CCĐHLS nói riêng, không xác định được chính xác mục tiêu cao nhất hoặc có quá nhiều mục tiêu gây ra sự lúng túng cho NHNN, làm giảm hiệu lực điều hành CCĐHLS. Do đó, vấn đề đặt ra là phải xác định chính xác mục tiêu cuối cùng của CSTT phù hợp với đặc điểm kinh tế quốc gia. Việt Nam là một nước có nền kinh tế nhỏ, sức ảnh hưởng tới kinh tế thế giới chưa cao, hàng hoá trong nước phải chấp nhận mức giá của thế giới. Bên cạnh đó, kinh tế Việt Nam có độ mở cao, tỷ lệ kim ngạch xuất nhập khẩu so với GDP ngày càng tăng, vì vậy biến động của kinh tế thế giới có tác động trực tiếp tới kinh tế trong nước. Để hạn chế tác động tiêu cực và hấp thụ tốt nhất tác động tích cực từ bên ngoài, NHNN cần

có chính sách cụ thể nhằm kiểm soát tỷ giá, tạo sự ổn định cho hoạt động xuất nhập khẩu, bảo vệ thị trường trong nước nhưng đồng thời phải tạo điều kiện khuyến khích xuất khẩu, mở rộng thị trường tiêu thụ cho hàng hoá trong nước.

Theo lý thuyết bộ ba bất khả thi, một quốc gia không thể đồng thời đạt được ba mục tiêu: tự do hoá dòng vốn ngoại tệ, ổn định tỷ giá và CSTT độc lập [146]. Trong bối cảnh kinh tế Việt Nam ngày càng hội nhập sâu với thế giới, dòng vốn đổ vào Việt Nam ngày càng lớn, để kinh tế Việt Nam ổn định, tăng trưởng bền vững, Việt Nam cần lựa chọn xây dựng CSTT độc lập, giao quyền tự chủ cao cho NHNN, đồng thời lựa chọn mục tiêu lạm phát là mục tiêu cao nhất trong điều hành CSTT. Việc duy trì mức lạm phát xoay quanh mức mục tiêu đề ra, ổn định được giá trị cho VNĐ sẽ tạo điều kiện ổn định tỷ giá hối đoái từ đó ổn định được kinh tế vĩ mô, tạo dựng được cơ sở vững chắc cũng như tâm lý an tâm để nhà đầu tư tính toán cơ hội kinh doanh và tin tưởng thực hiện kế hoạch đầu tư trên thị trường Việt Nam. Tuy nhiên, mục tiêu lạm phát được sử dụng làm định hướng cho điều hành CSTT của NHNN phải do Quốc hội quyết định bởi đây là mục tiêu quan trọng, ảnh hưởng tới sự ổn định kinh tế, tâm lý và quyết định kinh doanh của các nhà đầu tư, là cơ sở để đảm bảo phát triển kinh tế ổn định. Song mức mục tiêu lạm phát cụ thể nên do NHNN nghiên cứu, tính toán và trình Quốc hội xem xét, quyết định. Trong đó, mục tiêu lạm phát phải là mục tiêu được NHNN xây dựng trong trung hạn, dựa trên cơ sở nghiên cứu và dự báo tình hình kinh tế - xã hội từ 2 – 5 năm. NHNN cần chú trọng nghiên cứu xu hướng biến động của các yếu tố quyết định tới lạm phát như giá cả các hàng hoá trong giỏ hàng hoá tiêu dùng, kết hợp với Bộ Tài chính, lên kế hoạch và dự báo về tình hình thu chi NSNN năm tài khoá từ 2 – 5 năm tiếp theo, kết hợp với Bộ Kế hoạch và Đầu tư dự báo về dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài FDI vào Việt Nam trong 2 – 5 năm tiếp theo; Đồng thời, NHNN phải dự báo tình hình kinh tế - chính trị - xã hội trong và ngoài nước, đặc biệt là các nước và khu vực thuộc khu vực xuất khẩu truyền thống của Việt Nam như: Hoa Kỳ, Châu Âu, Nhật, Trung Quốc, Hàn Quốc... và các nước xuất khẩu dầu mỏ. Không chỉ vậy, NHNN phải dự báo về tình hình phát triển kinh tế trong nước, khu vực và trên thế giới nhằm đánh giá được khả năng phát triển kinh tế của Việt Nam. Trên cơ

sở dự báo lạm phát và tăng trưởng kinh tế, NHNN xác định mức lạm phát mục tiêu trung dài hạn trình Quốc hội quyết định làm định hướng điều hành CSTT nói chung và CCDHLS nói riêng, tạo điều kiện hỗ trợ kinh tế phát triển tốt nhất.

3.3.1.2 Điều chỉnh chiến lược thực thi mục tiêu chính sách tiền tệ

Thời gian qua, chiến lược thực thi mục tiêu CSTT của Việt Nam bao gồm: mục tiêu cuối cùng là lạm phát hoặc tăng trưởng kinh tế, tùy theo định hướng của Quốc hội, Chính phủ trong từng thời kỳ; mục tiêu hoạt động là cung tiền, biểu hiện qua mục tiêu tăng trưởng tín dụng hàng năm. NHNN chưa xây dựng mục tiêu trung gian, mục tiêu lãi suất chưa được đề cập trong hệ thống chiến lược thực thi mục tiêu CSTT. Song kinh nghiệm điều hành CSTT nhiều quốc gia trên thế giới và kết quả thực nghiệm mô hình VAR với số liệu của Việt Nam đã chứng minh, lãi suất TCK của NHNN và lãi suất cho vay qua đêm bình quân liên ngân hàng có tác động điều chỉnh CPI. Do đó, để đạt được mục tiêu ổn định đồng nội tệ, NHNN nên điều chỉnh chiến lược thực thi mục tiêu CSTT như sau:

Một, mục tiêu cuối cùng là mục tiêu lạm phát: NHNN phải lấy lạm phát làm mục tiêu cuối cùng, là mục tiêu cao nhất phải đạt được trong điều hành CSTT. Bởi ổn định được lạm phát, giá trị tiền tệ được đảm bảo, tạo được tâm lý an tâm cho nhà đầu tư, doanh nghiệp và người dân từ đó khuyến khích hoạt động chi tiêu đầu tư phát triển và khuyến khích tiêu dùng trong nền kinh tế do đó sẽ tạo điều kiện vững chắc cho phát triển kinh tế. Hơn nữa, việc lựa chọn mục tiêu cuối cùng là lạm phát là phù hợp với xu hướng điều hành CSTT của các NHTW trên thế giới và định hướng điều hành lãi suất của NHNN Việt Nam.

Hai, mục tiêu trung gian là mục tiêu lãi suất: Kết quả thực nghiệm đã chứng minh, lãi suất TCK của NHNN và lãi suất cho vay qua đêm bình quân liên ngân hàng thể hiện được vai trò truyền tải các quyết định của CSTT tới nền kinh tế, từ đó tác động tới CPI. Do đó, có căn cứ chứng minh mục tiêu lãi suất nên được sử dụng là mục tiêu trung gian, NHNN lấy lãi suất làm công cụ trung tâm, truyền tải ý chí của NHNN tới nền kinh tế, tác động tới tổng cầu, từ đó đạt được mục tiêu lạm phát của CSTT.

Ba, mục tiêu hoạt động là mục tiêu cung tiền: Kết quả mô hình VAR đã chứng minh, lãi suất cho vay qua đêm trên thị trường liên ngân hàng có tác động

trực tiếp điều chỉnh lãi suất kinh doanh của các NHTM và CPI tại Việt Nam. Điều này cũng đồng nghĩa với việc NHNN nên tiếp tục sử dụng công cụ nghiệp vụ thị trường mở để tác động tới cung cầu vốn trên thị trường liên ngân hàng, hướng lãi suất cho vay qua đêm trên thị trường này tới mức lãi suất mục tiêu của NHNN. Do đó, NHNN nên xây dựng mục tiêu hoạt động là mục tiêu cung tiền, thông qua nghiệp vụ OMO, NHNN điều chỉnh cung cầu vốn trên thị trường tiền tệ để đạt được mục tiêu lãi suất. Tuy nhiên, trong quá trình tính toán mục tiêu cung tiền, NHNN cần phối hợp chặt chẽ với Bộ Tài chính để xác định kế hoạch chi tiêu NSNN theo dự toán NSNN của Quốc hội phê duyệt hàng năm. Trên cơ sở này, NHNN tính toán chính xác lượng cung tiền cần đưa ra nền kinh tế thông qua nghiệp vụ OMO từ đó tác động tới cung cầu vốn, để lãi suất tự điều chỉnh về mức cân bằng và đạt mục tiêu lãi suất của NHNN.

3.3.1.3 Sử dụng lãi suất tái chiết khấu là lãi suất trần, lãi suất cho vay qua đêm bình quân liên ngân hàng là lãi suất sàn

Thời gian qua, NHNN sử dụng đồng thời nhiều loại lãi suất khác nhau trong điều hành CSTT song kết quả thực nghiệm mô hình ECM và VAR đã chứng minh hiệu lực của các loại lãi suất TCV, lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng không cao. Dựa trên cơ sở các hạn chế của CCDHLS tại Việt Nam, kinh nghiệm điều hành lãi suất của một số NHTW trên thế giới, định hướng điều hành lãi suất của NHNN, tác giả cho rằng NHNN nên sử dụng lãi suất TCK và lãi suất cho vay qua đêm bình quân liên ngân hàng làm lãi suất trần và lãi suất sàn bởi kết quả thực nghiệm ở Chương 2 đã chứng minh đây là hai lãi suất có tác động tới nền kinh tế, thể hiện được hiệu lực điều hành CSTT của NHNN. Cụ thể:

Lãi suất trần nên là lãi suất TCK bởi kết quả mô hình VAR và ECM cho thấy lãi suất TCK thể hiện được hiệu lực điều hành của NHNN. Do đó, NHNN nên sử dụng lãi suất này như trần lãi suất trong cấp tín dụng ngắn hạn cho các TCTD. Để đảm bảo trần lãi suất phù hợp với lãi suất sàn đã lựa chọn, kỳ hạn chủ đạo của trần lãi suất nên là kỳ hạn rất ngắn hạn như cho vay qua đêm. Nếu TCTD có nhu cầu sử dụng vốn với kỳ hạn dài hơn, NHNN có thể cấp tín dụng

với các kỳ hạn dài hạn hơn như 1 tuần, 2 tuần... nhưng kỳ hạn tối đa không nên dài hơn 2 tháng bởi theo kết quả mô hình VAR, độ trễ để lãi suất TCK tác động tới CPI là 2 tháng. Hơn nữa, CSTT là chính sách vĩ mô, để đảm bảo tính linh hoạt, vốn của NHNN cần nhanh chóng thu về, tạo thuận lợi cho NHNN trong điều tiết tổng cung tiền tệ. Bên cạnh đó, lãi suất TCK của các kỳ hạn dài hơn phải cao hơn lãi suất của các kỳ hạn qua đêm, đồng thời điều kiện cấp tín dụng của NHNN cần chặt chẽ hơn lãi suất TCK kỳ hạn qua đêm.

Lãi suất sàn là lãi suất cho vay qua đêm bình quân liên ngân hàng và là lãi suất mục tiêu phải đạt được. Bởi kết quả thực nghiệm đã chứng minh lãi suất này có tác động trực tiếp và tốt nhất tới nền kinh tế, có vai trò điều chỉnh với CPI. Hơn nữa, đây là lãi suất các TCTD cho nhau vay mượn, tác động trực tiếp tới cung cầu vốn trên thị trường tiền tệ từ đó tác động tới lãi suất kinh doanh của các TCTD, có sức lan toả mạnh tới nền kinh tế. Khi sử dụng lãi suất cho vay qua đêm bình quân liên ngân hàng là lãi suất sàn sẽ khuyến khích các NHTM ưu tiên đi vay lẫn nhau trước khi tìm đến trợ giúp của NHNN. Trong đó, NHNN có thể sử dụng nghiệp vụ OMO nhằm điều tiết cung cầu vốn trên thị trường liên ngân hàng điều chỉnh lãi suất cho vay qua đêm đúng bằng mức lãi suất mục tiêu đưa ra. Thực tế từ năm 2012, NHNN đã thực hiện cả hai chiều mua/bán GTCG hàng ngày nhằm tạo điều kiện đáp ứng tốt nhất nhu cầu thanh khoản của hệ thống các TCTD, góp phần điều chỉnh lãi suất kinh doanh của các TCTD, hỗ trợ ổn định giá trị đồng tiền. Do vậy, lý thuyết và thực tiễn chứng minh việc sử dụng lãi suất cho vay qua đêm bình quân liên ngân hàng là lãi suất mục tiêu trong điều hành CSTT là phù hợp với thực tế tại Việt Nam.

3.3.1.4 Sử dụng phương pháp định lượng và căn cứ dự báo tình hình kinh tế vĩ mô, mục tiêu điều hành chính sách tiền tệ để xác định lãi suất

CSTT lấy lạm phát làm mục tiêu cao nhất đòi hỏi NHNN phải xác định được lãi suất mục tiêu, thông qua nghiệp vụ OMO, điều chỉnh cung cầu vốn, khiến lãi suất cho vay qua đêm trên thị trường liên ngân hàng đạt mục tiêu đưa

ra, qua đó tác động tới quyết định đầu tư, sản lượng, tác động tới tổng cầu và đạt được mục tiêu lạm phát. Lãi suất mục tiêu cần phải là con số cụ thể, giúp NHNN có thể quan sát và đánh giá được quá trình điều hành CSTT. Thời gian qua, NHNN chủ yếu dựa vào diễn biến lạm phát và GDP thực tế để điều chỉnh lãi suất, lãi suất của NHNN thường đi sau diễn biến của thị trường, chưa mang tính định hướng cho các chủ thể tham gia. Do đó, lãi suất của NHNN phải là con số cụ thể được xác định bằng công thức định lượng, giúp NHNN có thể đánh giá được kết quả điều hành CSTT trong từng thời kỳ. Trên cơ sở học hỏi kinh nghiệm điều hành của các NHTW trên thế giới, định hướng điều hành của NHNN, để kiểm định khả năng áp dụng quy tắc J.B Taylor năm 1993 ở Việt Nam, tác giả bổ sung một số giả thiết và xử lý dữ liệu đầu vào để thoả mãn điều kiện của quy tắc Taylor. Cụ thể:

Dữ liệu được sử dụng là dữ liệu theo quý từ quý 1/2004 đến quý 4/2013. Trong đó, tỷ lệ lạm phát và GDP theo quý lấy từ Tổng cục Thống kê Việt Nam.

Trọng số đối với tăng trưởng kinh tế và lạm phát là 40:60 bởi định hướng điều hành vĩ mô của Việt Nam là ưu tiên kiểm soát lạm phát, tạo tiền đề hỗ trợ tăng trưởng kinh tế ổn định.

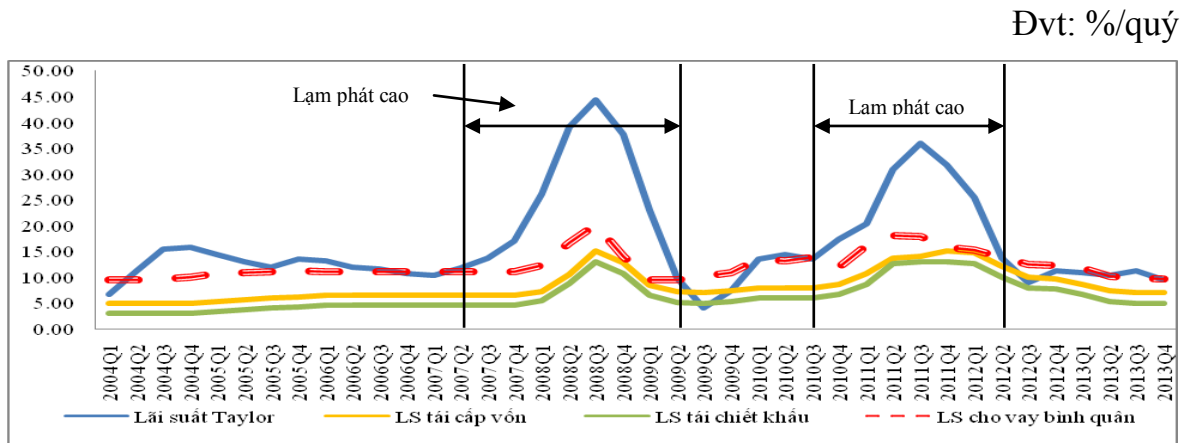
Mức lạm phát mục tiêu giả định là 5% bởi trong suốt giai đoạn năm 2004 – 2013, tăng trưởng kinh tế Việt Nam khá lớn và tương đối ổn định, từ mức 5,25% trở lên. Việc lựa chọn lạm phát mục tiêu 5%, thấp hơn tốc độ tăng trưởng kinh tế sẽ tạo điều kiện hỗ trợ kinh tế tăng trưởng ổn định và bền vững, góp phần gia tăng chất lượng cuộc sống cho người dân.

Sản lượng tiềm năng được tính toán từ Eviews6 trên cơ sở sử dụng bộ lọc HP filter. Mặc dù việc sử dụng bộ lọc HP filter còn gây nhiều tranh cãi do những hạn chế của nó song đây là phương pháp được sử dụng chủ yếu trong các nghiên cứu trên thế giới khi tính mức sản lượng tiềm năng.

Lãi suất cân bằng dài hạn được giả định là mức 3%.

Quy tắc Taylor áp dụng cho trường hợp Việt Nam được viết lại như sau:

$$r = p + 0,4y + 0,6(p - 5) + 3$$



Nguồn: IFS, NHNN, Tổng cục Thống kê và tính toán của tác giả

Hình 3.1: Tình hình lãi suất của NHNN Việt Nam và lãi suất Taylor giai đoạn năm 2004 – 2013

Kết quả cho thấy lãi suất Taylor phản ánh khá sát biến động lãi suất của NHNN. Đặc biệt, lãi suất Taylor phản ánh rất sát lãi suất cho vay trung bình trên thị trường, các giai đoạn từ quý 3/2005 – quý 2/2007, quý 1/2010 – quý 3/2010, quý 4/2012 – quý 4/2013. Chỉ có hai giai đoạn từ quý 2/2007 – quý 2/2009 và quý 3/2010 – quý 2/2012, lãi suất Taylor cao hơn lãi suất cho vay bình quân của hệ thống NHTM do biến động của lạm phát quá lớn, lãi suất Taylor tăng mạnh phản ánh đúng thực tế, đòi hỏi NHNN phải tăng mạnh lãi suất để kéo lạm phát xuống, giúp ổn định giá trị đồng tiền.

Như vậy, lãi suất Taylor phản ánh khá sát tình hình kinh tế Việt Nam giai đoạn năm 2004 – 2013. Do đó, NHNN nên sử dụng lãi suất Taylor như một công cụ dự báo, hỗ trợ cho các quyết định lãi suất trong điều hành CSTT từng thời kỳ. NHNN có thể thay thế dữ liệu về lạm phát và tăng trưởng kinh tế quá khứ bằng các dữ liệu dự báo trong tương lai kết hợp với mục tiêu lạm phát của CSTT để xác định lãi suất mục tiêu cần đạt được trong từng thời kỳ. Tuy nhiên, lãi suất Taylor chỉ là công thức cơ học, nó đơn thuần bao gồm một số biến cố định cho trước, trong khi thực tế điều hành CSTT cho thấy có nhiều nhân tố tác động tới lạm phát và tăng trưởng kinh tế. Do vậy, ngoài việc dựa trên cơ sở lãi suất

Taylor để tính toán lãi suất mục tiêu, NHNN cần phải làm tốt công tác dự báo và phán đoán tình hình thực tế dựa trên kinh nghiệm điều hành của nhà quản lý để cân nhắc và đưa ra quyết định lãi suất phù hợp cho từng giai đoạn khác nhau.

3.3.1.5 Hướng tới phương pháp điều hành lãi suất gián tiếp theo cung cầu của thị trường

Thời gian qua, NHNN đã điều chỉnh CCDHLS trực tiếp sang CCDHLS gián tiếp, thả nổi một phần lãi suất. Song với một số ngành nghề cần sự hỗ trợ của Nhà nước, NHNN vẫn áp trần lãi suất cho vay. CCDHLS của NHNN chưa tôn trọng đầy đủ quy luật thị trường, một số lãi suất kinh doanh của TCTD chưa do cung cầu thị trường quyết định. Do đó, để hoàn thiện CCDHLS, phương pháp điều hành lãi suất nên có sự điều chỉnh như sau:

(1) Trong ngắn hạn

Trong ngắn hạn, kinh tế Việt Nam còn nhiều khó khăn, phần lớn doanh nghiệp là doanh nghiệp nhỏ và vừa, sức cạnh tranh chưa cao. Theo xu hướng Việt Nam ngày càng hội nhập sâu với khu vực và thế giới. Hàng hoá và doanh nghiệp nước ngoài dự báo sẽ vào Việt Nam ngày càng nhiều với giá bán thấp do tác động của các nguyên tắc trong những hiệp định song phương và đa phương Việt Nam tham gia. Nếu không có sự hỗ trợ từ phía Nhà nước, các doanh nghiệp trong nước khó có thể cạnh tranh với doanh nghiệp và hàng hoá nước ngoài. Do đó, trong ngắn hạn, NHNN cần tiếp tục quản lý một phần lãi suất thị trường, chưa thể thả nổi hoàn toàn lãi suất. Đặc biệt, NHNN nên chú trọng quản lý lãi suất tín dụng đối với các khoản vay đáp ứng các nhu cầu như: vay vốn phục vụ lĩnh vực phát triển nông nghiệp, nông thôn; vay vốn xuất khẩu hàng hoá nông sản; vay vốn phục vụ phát triển ngành công nghiệp phụ trợ...

(2) Trong dài hạn

Trong dài hạn, khi kinh tế Việt Nam thể hiện đầy đủ các yếu tố của nền kinh tế thị trường, tình trạng độc quyền giảm xuống, cạnh tranh của các doanh nghiệp tăng cao. NHNN nên áp dụng phương pháp thả nổi hoàn toàn lãi suất, để

thị trường tự điều chỉnh lãi suất về mức cân bằng. NHNN có thể tác động gián tiếp tới thị trường thông qua nghiệp vụ OMO để hướng lãi suất thị trường về mức lãi suất mục tiêu. Phương pháp điều hành lãi suất này thể hiện sự tôn trọng thị trường, để thị trường tự điều tiết, tạo điều kiện để các TCTD cạnh tranh lẫn nhau, nâng cao chất lượng hoạt động, quản trị rủi ro trong hệ thống và hỗ trợ kinh tế phát triển bền vững.

3.3.2 Nhóm giải pháp hỗ trợ

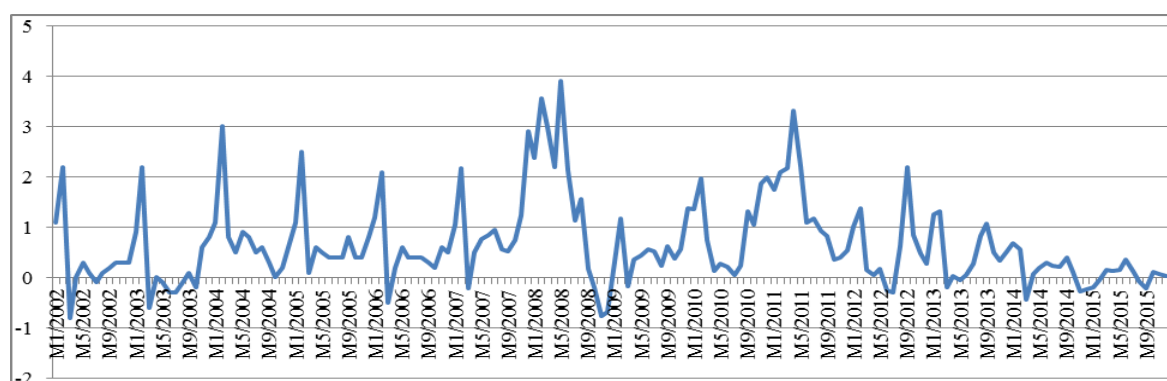
3.3.2.1 Nâng cao năng lực dự báo của Ngân hàng Nhà nước

Để dự báo chính xác biến động của lạm phát nhằm đưa ra quyết định điều hành lãi suất là không đơn giản, đặc biệt, với CSTT theo đuổi mục tiêu lạm phát, sử dụng lãi suất làm công cụ trung tâm để đạt được mục tiêu này đòi hỏi công tác dự báo phải có độ tin cậy cao. Mặc dù thời gian qua, NHNN đã có nhiều giải pháp nâng cao năng lực dự báo, song NHNN vẫn cần phải kết hợp sử dụng một số biện pháp sau để tiếp tục nâng cao khả năng dự báo tình hình kinh tế nói chung và lạm phát nói riêng. Đặc biệt khi NHNN áp dụng quy tắc Taylor trong xác định lãi suất điều hành, công tác dự báo có ý nghĩa quan trọng. Dự báo của NHNN chính xác mới có dữ liệu đầu vào tin cậy để xác định lãi suất điều hành.

(1) Dự báo lạm phát trong ngắn hạn

Để dự báo lạm phát trong ngắn hạn, thường theo tháng hoặc quý, NHNN có thể sử dụng kết hợp các biện pháp dự báo sau đây:

Một, dựa trên cơ sở ngân hàng dữ liệu về lạm phát trong quá khứ để dự báo lạm phát theo tháng và quý: Kinh tế các nước trên thế giới nói chung và kinh tế Việt Nam nói riêng luôn có tính chu kỳ. Nếu quan sát tình hình biến động của CPI theo tháng tại Việt Nam khi không có tác động đáng kể từ các cú sốc chính sách của Nhà nước có thể thấy lạm phát của Việt Nam có xu hướng tăng từ tháng 11 năm trước đến hết tháng 2 năm kế tiếp. Sang tháng 3 của năm kế tiếp, CPI có xu hướng giảm mạnh, có những năm CPI tháng 3 âm. Trong khi đó, CPI giai đoạn tháng 4 – 10 tăng không nhiều và tương đối ổn định.



Nguồn: Tổng cục Thống kê

Hình 3.2: Biến động của chỉ số giá tiêu dùng so với tháng liền trước giai đoạn năm 2002 – 2015

Do đó, các chuyên gia kinh tế và lãnh đạo NHNN có thể căn cứ vào dữ liệu trong quá khứ để tính toán và dự báo lạm phát hàng tháng. Tuy nhiên, phương pháp này chỉ có giá trị gần đúng khi nền kinh tế tương đối ổn định và không có các cú sốc đáng kể từ kinh tế thế giới và các chính sách khác của Nhà nước. Vì vậy, các chuyên gia cần kết hợp sử dụng thêm các phương pháp khác để dự báo chính xác tình hình lạm phát của Việt Nam trong ngắn hạn.

Hai, thông qua nghiên cứu, khảo sát kỳ vọng của người dân và doanh nghiệp về lạm phát trong ngắn hạn: NHNN nên thực hiện các cuộc khảo sát để có cơ sở đánh giá sự kỳ vọng của người dân và doanh nghiệp về lạm phát, trên cơ sở đó dự báo xu hướng biến động của lạm phát trong ngắn hạn, đặc biệt khi Nhà nước có chính sách điều chỉnh mức tiền lương tối thiểu hoặc có sự điều chỉnh đối với các chính sách thuế, phí, lệ phí...

Ba, dựa vào chuyên môn và kinh nghiệm của các chuyên gia phân tích: Con người là yếu tố quyết định trong mọi hoạt động kể cả dự báo. Phân tích số liệu thống kê sẽ không có ý nghĩa hoặc không chính xác nếu không có sự đánh giá dựa trên chuyên môn, kinh nghiệm của nhà phân tích. Người phân tích có thể linh hoạt, kết hợp số liệu có sẵn với các vấn đề về tình hình kinh tế - chính trị -

xã hội trong nước và quốc tế để đưa ra nhận định về xu hướng biến động của lạm phát, tạo cơ sở vững chắc cho NHNN đưa ra các quyết định điều hành lãi suất.

(2) Dự báo lạm phát trong trung dài hạn

Hiện nay, bên cạnh việc sử dụng mô hình VAR, các NHTW trên thế giới đang đẩy mạnh việc áp dụng mô hình cân bằng động ngẫu nhiên tổng quát – DSGE (Dynamic Stochastic General Equilibrium) trong phân tích và dự báo CSTT, đặc biệt NHTW sử dụng mô hình DSGE để phân tích tác động của điều hành lãi suất tới lạm phát mục tiêu và tăng trưởng kinh tế trên cơ sở phương trình đường cong phillips của Trường phái Keynes mới. Dựa trên ba phương trình cơ bản của Trường phái Keynes mới là phương trình đường cong IS, phương trình đường cong Phillips và phương trình lãi suất, mô hình DSGE được xây dựng và tiến hành thực nghiệm nhằm thấy được mối quan hệ tổng thể giữa ba biến: Lạm phát, sản lượng và lãi suất danh nghĩa ngắn hạn của NHTW. Do mô hình DSGE phân tích tổng thể biến động của các biến trong cả ba phương trình nên giúp NHTW phán đoán được hành vi của hộ gia đình, doanh nghiệp và chính phủ có xu hướng điều chỉnh như thế nào khi NHTW điều chỉnh lãi suất. Không chỉ vậy, một vấn đề quan trọng được đề cập trong ba phương trình này là kỳ vọng của thị trường trong tương lai. NHTW có thể thông qua việc điều chỉnh lãi suất ngày hôm nay để định hướng được mức kỳ vọng của thị trường trong tương lai. Cụ thể:

Sử dụng mô hình DSGE, NHNN có thể dự báo được tổng cầu trong nền kinh tế. Dưới tác động của phương trình IS, mô hình DSGE phản ánh mối quan hệ giữa lãi suất thực và chi tiêu của hộ gia đình. Khi lãi suất thực cao hơn lãi suất danh nghĩa, công chúng lạc quan vào tương lai, hộ gia đình có xu hướng tiêu dùng nhiều hơn khiến tổng cầu tăng.

Không chỉ vậy, thông qua phương trình đường cong Phillips, NHNN có thể tính toán một cách định lượng mối quan hệ đánh đổi giữa lạm phát với sản lượng/thất nghiệp, khi nền kinh tế phát triển thịnh vượng, cầu tiêu dùng tăng mạnh, doanh nghiệp mở rộng sản xuất. Để tăng sản lượng, doanh nghiệp tăng chi

phí tiền lương để khuyến khích người lao động làm việc nhiều hơn. Lương tăng cao làm tăng chi phí cận biên, gây áp lực lên giá cả từ đó tạo lên áp lực gia tăng lạm phát dự kiến trong tương lai, góp phần làm gia tăng lạm phát ngay hôm nay.

Sự biến động của các biến lạm phát và sản lượng thể hiện trong các hàm phản ứng của mô hình DSGE cung cấp thông tin cho NHNN đưa ra quyết định điều chỉnh lãi suất hiện tại thông qua các con số được tính toán từ phương trình lãi suất. Việc điều chỉnh lãi suất của NHNN có thể tác động ngược lại nền kinh tế, qua đó đạt được mức lạm phát mục tiêu. Tất cả các xu hướng vận động này cho thấy một mô hình hoàn chỉnh, tạo ra sự cân bằng tổng thể giữa các biến sản lượng, lạm phát và lãi suất của NHNN.

3.3.2.2 *Thực hiện tốt chính sách truyền thông*

Trước những năm 1990, việc thiết lập cơ chế CSTT nói chung, CCDHLS nói riêng của NHTW luôn được coi là một bí mật, quan điểm của các NHTW nhìn chung là “*tiết lộ càng ít thì càng tốt [94]*”. Tuy nhiên, nhiều nhà kinh tế đã nghiên cứu và cho thấy khi NHTW minh bạch thông tin giúp mang lại kết quả cao hơn trong điều hành CSTT, độ chênh giữa sản lượng thực tế với sản lượng tiềm năng thấp hơn, khoảng cách giữa lạm phát thực tế và lạm phát mục tiêu được thu hẹp [100], [128], [139]. Tại Việt Nam, công tác truyền thông của NHNN còn hạn chế, chưa tạo được cơ sở tốt cho các chủ thể khi ra quyết định kinh doanh. Như vậy, để gia tăng hiệu lực điều hành lãi suất, NHNN cần xác định cụ thể mục tiêu, nội dung, cách thức, công cụ được sử dụng trong hoạt động truyền thông và thời điểm công bố thông tin nhằm mang lại hiệu quả truyền thông tốt nhất. Cụ thể:

(1) *Mục tiêu*

Một, nhằm gia tăng trách nhiệm của NHNN: khi NHNN công bố mục tiêu lãi suất và cam kết đạt được các mục tiêu đó sẽ tạo áp lực cho NHNN trước Quốc hội, Chính phủ và công chúng phải điều hành lãi suất để đạt được mục tiêu đã công bố.

Hai, nhằm tăng cường sự hiểu biết của công chúng về các mục tiêu và quá trình ra quyết định CCDHLS: thông tin không minh bạch khiến công chúng không

nhận biết đầy đủ cách thức hoạt động và trách nhiệm của NHNN làm giảm hiệu lực giám sát của công chúng với hoạt động điều hành của NHNN. Do đó, việc công khai thông tin tạo áp lực làm gia tăng hiệu quả điều hành lãi suất của NHNN.

Ba, định hướng kỳ vọng của thị trường nhằm gia tăng hiệu lực của CCDHLS: Việc NHNN công bố thông tin một cách minh bạch và kiên trì thực hiện các cam kết sẽ tạo được lòng tin cho công chúng về tương lai kinh tế quốc gia, tạo điều kiện thuận lợi để NHNN đạt được các mục tiêu điều hành lãi suất.

(2) Nội dung

Một, mục tiêu điều hành lãi suất: mục tiêu điều hành lãi suất là yếu tố quyết định toàn bộ hoạt động xây dựng chính sách lãi suất và điều hành lãi suất của NHNN. Do đó, việc công bố mục tiêu điều hành lãi suất là cam kết để NHNN gia tăng trách nhiệm trong điều hành lãi suất.

Hai, các công cụ điều hành CSTT: Công tác truyền thông của NHNN phải mô tả rõ các công cụ và cách thức sử dụng các công cụ CSTT của NHNN. Trong đó đặc biệt nhấn mạnh đến việc xác định khung lãi suất trần, sàn, lãi suất mục tiêu và công bố công khai thông tin về nghiệp vụ OMO nhằm tạo sự minh bạch cho công chúng trong việc giám sát hoạt động điều hành của NHNN.

Ba, xây dựng cơ sở dữ liệu và công bố số liệu thống kê: Công bố công khai số liệu thống kê về sự biến động của lãi suất trần, sàn, lãi suất mục tiêu, lãi suất cho vay trên thị trường liên ngân hàng, tỷ giá hối đoái... nhằm cung cấp đầy đủ thông tin cho nhà đầu tư phân tích triển vọng của thị trường và cơ hội kinh doanh, giúp công chúng và người nghiên cứu có cơ sở đánh giá CCDHLS.

Bốn, công khai lý do điều chỉnh lãi suất: NHNN cần công khai các lý do điều chỉnh khung lãi suất và lãi suất mục tiêu cũng như các dự báo của NHNN trong ngắn, trung và dài hạn về triển vọng của thị trường, lạm phát, tăng trưởng kinh tế, tỷ lệ lao động có việc làm dưới tác động của các điều chỉnh của NHNN...

(3) Cách thức

Một, thành lập một bộ phận phát ngôn chính thống của NHNN. Đây phải là một đơn vị đại diện của NHNN, được phép phát ngôn về các điều chỉnh của CSTT nói chung và CCDHLS nói riêng. Đây phải là cách thức chủ đạo thực hiện chính sách truyền thông của NHNN.

Hai, thông qua các phát ngôn của các lãnh đạo cấp cao của NHNN: NHNN truyền đi thông điệp của CCDHLS thông qua các buổi nói chuyện, các phiên trả lời chất vấn, phát biểu trong các hội nghị, cuộc phỏng vấn... của các lãnh đạo cao cấp của NHNN như Thống đốc và các phó Thống đốc.

(4) Công cụ truyền thông

Một, họp báo: NHNN nên tổ chức các buổi họp báo chính thức, công bố nội dung điều chỉnh CCDHLS. Tuy nhiên, nội dung buổi họp báo phải đảm bảo tính nhất quán theo đúng định hướng của NHNN, tránh gây hiểu nhầm.

Hai, tuyên bố kèm theo các quyết định chính sách: Với mỗi quyết định điều chỉnh CCDHLS, NHNN nên có tuyên bố kèm theo, giải thích rõ sự thay đổi chính sách. Những tuyên bố này nên ngắn gọn, rõ ràng và phải đảm bảo các nội dung quan trọng sau: lý do phải điều chỉnh chính sách; đánh giá các chỉ số kinh tế hiện tại; triển vọng ngắn hạn cho nền kinh tế và đánh giá về các rủi ro có thể xảy ra cho triển vọng phát triển của thị trường.

Ba, báo cáo đánh giá kinh tế: NHNN nên sử dụng các báo cáo đánh giá kinh tế, trên cơ sở đó đánh giá lại kết quả xây dựng lãi suất, điều hành lãi suất và CSTT một cách thường xuyên cũng như thông qua các báo cáo này thể hiện rõ quan điểm điều hành CSTT nói chung và lãi suất nói riêng.

Bốn, phát ngôn của lãnh đạo cấp cao của NHNN: Các phát ngôn của lãnh đạo cấp cao của NHNN cũng có thể sử dụng như một phương tiện truyền đi thông điệp về CCDHLS của NHNN. Thông điệp này thể hiện rõ cho công chúng thấy định hướng điều hành của NHNN từ đó giúp công chúng đưa ra các phán đoán, cân nhắc và quyết định đầu tư.

Năm, các công cụ truyền thông khác: NHNN cũng có thể lựa chọn các công cụ truyền thông khác như Website chính thức của NHNN, nghiên cứu của các nhà khoa học được công bố chính thức trên website của NHNN...

(5) Thời điểm công bố thông tin

Kinh tế Việt Nam ngày càng hội nhập sâu với thế giới, chịu nhiều tác động của thị trường quốc tế, không chỉ vậy kinh tế nước ta còn chịu tác động bởi các yếu tố văn hoá, truyền thống, nhu cầu tiêu dùng các tháng cuối năm thường tăng mạnh, tác động lớn đến thanh khoản và hoạt động kinh doanh của các TCTD. Do vậy, NHNN nên tổ chức các phiên họp vào trung tuần của mỗi tháng nhằm đánh giá tốt nhất diễn biến thị trường và điều chỉnh thị trường theo đúng định hướng của NHNN. Bên cạnh đó, NHNN nên công khai lịch họp cụ thể trước đó nhằm tập trung sự chú ý của thị trường, giúp tăng hiệu quả truyền thông.

3.4 Lộ trình thực hiện giải pháp đến năm 2025 và tầm nhìn đến năm 2030

Giai đoạn năm 2017 – 2020: Đây là giai đoạn mở đầu cho việc thực hiện các giải pháp. Tuy nhiên, NHNN nên xác định rõ đây là bước đệm ban đầu trong việc chuyển bị đầy đủ cơ sở để chuyển sang điều hành lãi suất gián tiếp, dần chấm dứt việc điều hành lãi suất trực tiếp. Bởi phần lớn các doanh nghiệp trong nước là DNNVV, dễ chịu tổn thương, trong khi đó cấu trúc thị trường ngân hàng Việt Nam còn nhiều bất cập. Do đó, giai đoạn này NHNN chưa thể đồng thời áp dụng tất cả các giải pháp mà nên tập trung vào một số giải pháp cơ bản như:

Một, NHNN nên tập trung nghiên cứu, xây dựng mục tiêu điều hành CSTT trung và dài hạn bởi đây là kim chỉ nam định hướng cho toàn bộ hoạt động xây dựng và thực hiện CCĐHLS. Do đó, giải pháp này cần triển khai ngay trong giai đoạn này. Trên cơ sở này, NHNN cũng cần nghiên cứu, điều chỉnh chiến lược thực thi mục tiêu CSTT ngay để mở đường cho việc hoàn thiện CCĐHLS.

Hai, về phương pháp điều hành lãi suất, trong giai đoạn này, NHNN chưa thể để lãi suất thị trường tự điều tiết mà vẫn phải kiểm soát một phần lãi suất thị trường nhằm đảm bảo quyền lợi của các doanh nghiệp trong nước.

Ba, giai đoạn năm 2017 – 2020, NHNN cũng nên đẩy mạnh và tập trung nâng cao năng lực dự báo nhằm tạo cơ sở đưa ra các quyết định điều chỉnh CCDHLS phù hợp. Đồng thời, NHNN nên triển khai bước đầu các công việc cần thiết để công khai hoá thông tin, tạo tín hiệu vững chắc cho giới đầu tư và công chúng đưa ra quyết định kinh doanh, dần dần tạo lòng tin vững chắc cho công chúng vào các quyết định điều chỉnh của NHNN, xây dựng nó như một công cụ hữu hiệu giúp NHNN điều chỉnh hành vi của thị trường trong tương lai.

Giai đoạn năm 2021 – 2025: Khi nền kinh tế Việt Nam dần hội tụ đủ các điều kiện của nền kinh tế thị trường, ngành ngân hàng dần khắc phục được các nhược điểm, thị trường ngân hàng cạnh tranh bình đẳng hơn. NHNN nên tập trung thực hiện các giải pháp sau:

Một, NHNN nên xác định cụ thể mức mục tiêu lạm phát cần đạt được mỗi năm, lấy đây làm cơ sở điều hành và là thước đo để đánh giá hiệu lực, hiệu quả điều hành CSTT từ đó có các giải pháp điều chỉnh phù hợp trong điều hành.

Hai, NHNN nên tiếp tục nghiên cứu hoàn thiện chiến lược thực thi CSTT. Bên cạnh đó, giai đoạn này, NHNN đã có thể điều hành lãi suất gián tiếp và sử dụng lãi suất TCK như lãi suất trần và lãi suất QD như lãi suất sàn.

Ba, giai đoạn này khi các điều kiện đã dần hội tụ đủ, NHNN nên sử dụng mục tiêu điều hành CSTT làm căn cứ xác định lãi suất. Đồng thời, NHNN nên tiếp tục phát triển các công cụ truyền thông, hoàn thiện cách thức truyền đạt thông tin để phát triển lòng tin trong công chúng và nhà đầu tư.

Giai đoạn năm 2026 – 2030: giai đoạn này, thị trường ngân hàng đã phát triển ở giai đoạn cao, tình trạng cạnh tranh bất bình đẳng giữa các NHTM được hạn chế. Do đó, NHNN nên xác định mục tiêu chuyển sang điều hành CSTT một cách toàn diện theo phương pháp gián tiếp. Đồng thời, NHNN nên có sự đánh giá, cân nhắc trên cơ sở kết quả điều hành CSTT của giai đoạn trước để xác định mức lạm phát mục tiêu, lãi suất mục tiêu cụ thể và cố định nó trong thời gian dài nhằm tạo định hướng tốt trong điều hành cũng như củng cố lòng tin, tạo tâm lý

an tâm cho nhà đầu tư, công chúng khi ra quyết định đầu tư. Hơn nữa, giai đoạn này, NHNN cũng nên tiếp tục phát triển và sử dụng các giải pháp khác đã đưa ra trong Luận án nhằm thực hiện thành công mục tiêu hoàn thiện CCĐHLS từ đó hỗ trợ tốt cho NHNN trong điều hành CSTT, đạt được các mục tiêu điều hành.

3.5 Điều kiện thực hiện giải pháp đến năm 2025 và tầm nhìn đến năm 2030

3.5.1 Tăng tính độc lập của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Tính độc lập của NHNN trong điều hành CSTT không đảm bảo gây khó khăn rất lớn cho NHNN trong xây dựng và thực thi CCĐHLS, NHNN khó có thể thực hiện tốt công tác điều hành CSTT. Do đó, tính độc lập của NHNN cần được tôn trọng. Tuy nhiên, tính độc lập của NHNN ở mức độ nào trong điều hành CSTT và CCĐHLS thì cần được xem xét một cách cẩn trọng. Trong ngắn hạn, yêu cầu phải bảo đảm độc lập toàn diện cho NHNN khó thực hiện. Do đó, việc gia tăng tính độc lập của NHNN phải được thực hiện theo một lộ trình, cụ thể:

Trong ngắn hạn, Chính phủ nên giao quyền tự quyết về công cụ điều hành CSTT, tạo cơ hội cho NHNN chuyển từ việc sử dụng công cụ điều hành trực tiếp sang sử dụng công cụ điều hành gián tiếp, trong đó, NHNN nên đặt trọng tâm sử dụng công cụ lãi suất do khả năng lan truyền sâu rộng của công cụ này.

Trong dài hạn, Quốc hội nên xem xét điều chỉnh Hiến pháp, Luật NHNN, cho phép NHNN được độc lập về cơ cấu tổ chức và quyền ra quyết định. Cụ thể:

(1) Về mặt cơ cấu tổ chức và nhiệm kỳ điều hành của Thống đốc NHNN

Một, tách NHNN ra khỏi Chính phủ, tạo lập lại hệ thống hoạt động của NHNN. Trong đó, Việt Nam có thể áp dụng kinh nghiệm của các NHTW trên thế giới, điều chỉnh cơ cấu NHNN thuộc sự quản lý của Quốc hội, vị trí Thống đốc NHNN nên do Quốc hội quyết định bổ nhiệm và bãi nhiệm. Tránh tạo áp lực lên các quyết định điều hành CSTT của Thống đốc NHNN, tạo môi trường khách quan cao nhất cho Thống đốc trong điều hành CSTT nói chung và CCĐHLS nói riêng. Hơn nữa, trong cơ cấu tổ chức mới, Quốc hội nên giao toàn quyền điều hành CSTT cho NHNN, chỉ yêu cầu NHNN phải đảm bảo thực hiện đầy đủ,

trung thành với mục tiêu điều hành CSTT đã quy định (đạt được mức lạm phát mục tiêu), cũng như yêu cầu NHNN có trách nhiệm giải trình trước Quốc hội nếu không đạt mục tiêu CSTT đã đề ra. Không chỉ vậy, Quốc hội nên xem xét cho phép NHNN thành lập Hội đồng CSTT Nhà nước. Trong đó, thành viên Hội đồng CSTT ngoài thống đốc và các phó thống đốc nên có thêm các chuyên gia kinh tế trong lĩnh vực ngân hàng để tham mưu đề NHNN cân nhắc đưa ra các điều chỉnh hoạt động điều hành CSTT phù hợp với bối cảnh kinh tế Việt Nam trong từng thời kỳ. Để thực hiện được nội dung này, Quốc hội nên xem xét điều chỉnh Hiến pháp, bổ sung thêm chương riêng về NHNN. Bên cạnh đó, để tạo sự thống nhất giữa các văn bản pháp quy, Quốc hội nên xem xét điều chỉnh Khoản 1, Điều 2, Chương 1, Luật số 46/2010/QH12 quy định về vị trí và chức năng của NHNN Việt Nam, loại bỏ quy định NHNN là cơ quan ngang bộ của Chính phủ.

Hai, gia tăng số năm trong nhiệm kỳ của Thống đốc NHNN, tạo điều kiện để Thống đốc phát huy hết năng lực điều hành. Quốc hội nên xem xét gia tăng số năm trong một nhiệm kỳ của Thống đốc NHNN, đảm bảo có thời gian đủ dài để các quyết định điều hành của Thống đốc phát huy hiệu lực và có cơ hội kiểm chứng thông qua thực tế kinh tế quốc gia. Tránh việc nhiệm kỳ của Thống đốc ngắn, các chiến lược điều hành của Thống đốc chưa phát huy hiệu lực đã bị thay thế bởi chiến lược điều hành của Thống đốc mới.

(2) Về mặt chính sách

Quốc hội và Chính phủ nên chuyển dần quyền tự quyết xây dựng và thực thi các mục tiêu điều hành CSTT sang NHNN, giúp NHNN chủ động điều hành CSTT phù hợp với tình hình kinh tế - xã hội từng thời kỳ nhưng phải đảm bảo mục tiêu điều hành CSTT cao nhất là “*ổn định giá trị đồng tiền*”. Trong đó, NHNN nên chú trọng sử dụng mục tiêu cung tiền làm mục tiêu hoạt động để đạt được mục tiêu trung gian là mục tiêu lãi suất. NHNN nên được tự quyết lượng tiền cung ứng phù hợp với cung cầu vốn của thị trường, không chịu sự tác động của Chính phủ trong việc hỗ trợ NSNN trong trường hợp bội chi NSNN cũng

như xoá bỏ tiền lệ tái cấp vốn cho các NHTM nhằm khoanh nợ, xoá nợ cho các doanh nghiệp Nhà nước làm ăn thua lỗ. Thông qua việc sử dụng nghiệp vụ OMO, NHNN có thể trực tiếp điều tiết cung cầu tiền tệ, từ đó điều chỉnh lãi suất trên thị trường liên ngân hàng nhằm đạt được mục tiêu lãi suất đã đề ra. Trên cơ sở này, NHNN tác động tới lãi suất kinh doanh của các TCTD, tỷ giá hối đoái, hoạt động đầu tư, các quyết định sản xuất, mức sản lượng của doanh nghiệp, giá cả công cụ tài chính trên thị trường từ đó tác động tới tổng cầu, tác động tới mức giá cả của nền kinh tế và đạt được mục tiêu ổn định giá trị đồng tiền.

3.5.2 Đẩy mạnh hoạt động cấu trúc lại hệ thống tổ chức tín dụng

Mặc dù thời gian qua, số lượng các NHTM được thành lập mới khá nhiều trên thị trường ngân hàng của Việt Nam, các loại hình TCTD khá đa dạng. Song về cơ bản thị trường ngân hàng Việt Nam vẫn là thị trường mang tính độc quyền cao, thị phần huy động vốn và thị phần cấp tín dụng chủ yếu vẫn nằm trong các NHTM Nhà nước. Bên cạnh đó, một số lượng lớn các NHTM cổ phần còn yếu kém, không đáp ứng đủ điều kiện hoạt động theo quy định của NHNN như: quy mô vốn điều lệ thấp hơn 3000 tỷ đồng, hệ số an toàn vốn tối thiểu nhỏ hơn 9%, tỷ lệ nợ xấu cao... năng lực cạnh tranh của các ngân hàng này thấp. Do đó, để các NHTM có thể cạnh tranh công bằng, CCDHLS của NHNN lan toả và có hiệu lực cao, giúp NHNN đạt được mục tiêu điều hành. Nhà nước cần đẩy mạnh quá trình cấu trúc lại hệ thống NHTM, tiếp tục chỉ đạo các ngân hàng yếu kém sáp nhập, hợp nhất lại. Những ngân hàng yếu kém buộc phải sáp nhập vào NHTM khác có năng lực tài chính vững mạnh, năng lực quản trị tốt... từ đó tạo điều kiện cạnh tranh công bằng trên thị trường ngân hàng. Tạo điều kiện thuận lợi cho CCDHLS của NHNN đạt hiệu lực điều hành cao nhất.

3.5.3 Nâng cao năng lực tài chính, minh bạch thông tin của các tổ chức tín dụng

Để nâng cao năng lực tài chính đồng thời tăng cường minh bạch thông tin của các TCTD, Chính phủ cần thực hiện các nội dung sau:

Một, tiếp tục nghiên cứu và đưa ra lộ trình tăng vốn pháp định, buộc các TCTD muốn tồn tại phải tăng quy mô vốn điều lệ tối thiểu, từ đó nâng cao sức cạnh tranh của các TCTD trên thị trường. Không chỉ vậy, việc yêu cầu phải tăng vốn pháp định gián tiếp buộc các TCTD yếu kém, không đáp ứng được điều kiện tăng vốn, phải sáp nhập với một TCTD khác, tạo điều kiện cải thiện tình hình tài chính, hoạt động kinh doanh và tăng tính an toàn cho hệ thống các TCTD.

Hai, Chính phủ nên đưa ra quy định, buộc các TCTD phải công khai hoá thông tin về tình hình tài chính, nợ xấu, tình hình tài sản đảm bảo và các vấn đề khác từ đó tạo được kênh thông tin trực tiếp và đáng tin cậy cho nhà đầu tư, công chúng phân tích TCTD, đưa ra quyết định đầu tư, làm giảm tình trạng cạnh tranh không lành mạnh. Đồng thời, đây cũng là căn cứ để NHNN quản lý hoạt động kinh doanh, tình hình tài chính của TCTD, nâng cao được tính kỷ luật của thị trường, góp phần gia tăng hiệu lực của CCĐHLS, giúp đạt được mục tiêu CSTT.

Như vậy, trong Chương 3, tác giả đã phân tích những cơ hội và thách thức đối với NHNN Việt Nam trong điều hành lãi suất tới năm 2025 và tầm nhìn đến năm 2030 cũng như tìm hiểu định hướng điều hành CSTT, đặc biệt là định hướng xây dựng, thực hiện CCĐHLS của NHNN tới năm 2025 và tầm nhìn đến năm 2030. Kết hợp với các hạn chế và nguyên nhân dẫn đến hạn chế trong xây dựng và thực hiện CCĐHLS của NHNN Việt Nam đã tìm ra ở Chương 2 và kinh nghiệm xác lập CCĐHLS của một số NHTW trên thế giới, tác giả đưa ra một số giải pháp nhằm hoàn thiện CCĐHLS của NHNN tới năm 2025 và tầm nhìn đến năm 2030, cũng như lộ trình thực hiện giải pháp và một số điều kiện cần thiết để thực hiện thành công các giải pháp.

KẾT LUẬN VỀ ĐIỂM MỚI CỦA LUẬN ÁN

Lãi suất của NHTW có sức lan toả sâu, rộng tới toàn bộ nền kinh tế, giúp NHTW đạt được mục tiêu ổn định giá trị tiền tệ, hỗ trợ kinh tế tăng trưởng bền vững. Việc xây dựng CCDHLS ngày càng được các NHTW trên thế giới coi trọng, xem như nội dung thiết yếu hỗ trợ NHTW trong điều hành CSTT, giúp đạt được mục tiêu điều hành CSTT quốc gia.

Thời gian qua, quan điểm điều hành CSTT của NHNN đã có nhiều đổi mới, lãi suất ngày càng được chú trọng nhiều hơn. Tuy nhiên, thực tế cho thấy, CCDHLS của NHNN vẫn còn tồn tại một số hạn chế cần tiếp tục nghiên cứu và đưa ra giải pháp hoàn thiện. Do đó, tác giả thực hiện nghiên cứu tổng quan các công trình nghiên cứu trong và ngoài nước về CCDHLS của NHTW, kết hợp với việc nghiên cứu kinh nghiệm xác lập CCDHLS của một số NHTW trên thế giới. Trên cơ sở này, tác giả đối chiếu với thực tế CCDHLS của NHNN giai đoạn năm 2002 – 2016. Cụ thể, nội dung Luận án đã đạt được một số kết quả sau:

Một, Luận án xác định và phân tích rõ nội dung CCDHLS của NHTW gồm: mục tiêu điều hành lãi suất, công cụ lãi suất, nguyên tắc xác định lãi suất, phương pháp điều hành lãi suất và tác động của CCDHLS của NHTW tới nền kinh tế.

Hai, Luận án đã xác định được tiêu chí đánh giá sự hoàn thiện CCDHLS của NHTW phải dựa vào mục tiêu CSTT, so sánh kết quả đạt được với mục tiêu đề ra. Các tiêu chí đánh giá gồm: Đảm bảo mục tiêu lạm phát, đảm bảo mục tiêu tăng trưởng tổng sản phẩm quốc nội và đảm bảo mục tiêu việc làm.

Ba, trên cơ sở phương trình Fisher được rút ra từ mô hình cực đại lợi ích của hộ gia đình tiêu dùng đại diện với ràng buộc ngân sách của William J.Crowder và Dennis L.Hofman (1996) và mô hình định giá tài sản của Robert E.Lucas (1978), thông qua biến đổi toán học, Luận án rút ra mô hình nghiên cứu thể hiện mối quan hệ giữa lãi suất và lạm phát. Trên cơ sở này, Luận án thực

hiện kiểm định số liệu cho trường hợp của Việt Nam để thấy được tác động của lãi suất của NHNN tới lạm phát. Kết quả, lãi suất tái chiết khấu và tái cấp vốn của NHNN có quan hệ trong ngắn hạn và dài hạn với lạm phát. Lãi suất cho vay qua đêm bình quân trên thị trường liên ngân hàng và lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng của NHNN chỉ có quan hệ dài hạn với lạm phát.

Bốn, thông qua mô hình VAR, tác giả chứng minh tại Việt Nam, lãi suất tái chiết khấu và lãi suất cho vay qua đêm bình quân liên ngân hàng thể hiện được vai trò điều hành của công cụ CSTT, thông qua kênh lãi suất kinh doanh của NHTM tác động tới lạm phát. Lãi suất tái cấp vốn và lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng của NHNN chưa thể hiện đầy đủ vai trò điều hành nền kinh tế, không có tác động tới lạm phát.

Năm, từ kết quả phân tích định tính, tác giả đánh giá các kết quả, hạn chế của CCĐHLS của NHNN. Thông qua phân tích định tính kết hợp với bằng chứng nghiên cứu định lượng, tác giả xác định, làm rõ nguyên nhân dẫn đến CCĐHLS của NHNN chưa hoàn thiện từ đó đề xuất nhóm giải pháp trực tiếp và nhóm giải pháp hỗ trợ cũng như các điều kiện thực hiện giải pháp nhằm hoàn thiện CCĐHLS của NHNN tới năm 2025 và tầm nhìn đến năm 2030.

HẠN CHẾ CỦA LUẬN ÁN VÀ KIẾN NGHỊ VỀ NHỮNG NGHIÊN CỨU TIẾP THEO

Bên cạnh các kết quả đã đạt được, Luận án vẫn còn tồn tại một số hạn chế, cụ thể như sau:

Một, chưa xác định được mức lạm phát mục tiêu cụ thể làm định hướng cho điều hành CSTT tại Việt Nam. Mức lạm phát mục tiêu đưa ra làm cơ sở tính toán lãi suất Taylor được cân nhắc dựa trên cơ sở tốc độ tăng trưởng kinh tế Việt Nam trong giai đoạn năm 2002 – 2016 mà chưa được nghiên cứu thực nghiệm bằng phương pháp định lượng.

Hai, lãi suất cân bằng dài hạn được sử dụng làm căn cứ tính toán lãi suất Taylor được giả định là mức 3% chỉ dựa trên cơ sở mức lạm phát mục tiêu giả định là 5% mà chưa có sự nghiên cứu định lượng để tìm ra con số này.

Ba, chưa thực hiện nghiên cứu định lượng bằng số liệu thực tế để tìm hiểu tính khả thi và mức độ kết quả khi áp dụng mô hình cân bằng động ngẫu nhiên tổng quát – DSGE trong dự báo các thông tin làm cơ sở cho NHNN đưa ra quyết định điều chỉnh lãi suất.

Do đó, thời gian tới, tác giả dự kiến tiếp tục thực hiện nghiên cứu tìm ra giải pháp khắc phục các hạn chế còn tồn tại của Luận án.

DANH MỤC CÔNG TRÌNH CÔNG BỐ CỦA TÁC GIẢ

1. Phạm Thị Bảo Oanh (2010), “*Hoạt động cho vay hộ nghèo của Ngân hàng Chính sách xã hội: Thực trạng và giải pháp*”, Tạp chí Kinh tế và Phát triển, Số 158 (II), Tháng 8/2010, pp.49-53 & pp.61.
2. Phạm Thị Bảo Oanh (2011), “*Giải pháp hoàn thiện hoạt động cho vay ưu đãi của Ngân hàng Chính sách xã hội Việt Nam*”, Tạp chí Kinh tế và Phát triển, Số chuyên san, Tháng 6/2011, pp.7-12.
3. Phạm Thị Bảo Oanh (2011), “*Bàn về lạm phát và tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam*”, Tạp chí Quản lý Kinh tế, Số 42, Tháng 7+8/2011, pp.48-52.
4. Phạm Thị Bảo Oanh, Ngô Thị Quyên (2012), “*Giải pháp nào về vốn lưu động cho các doanh nghiệp Việt Nam hiện nay*”, Tạp chí Ngân hàng, Số 16, Tháng 8/2012, pp.42-45.
5. Phạm Thị Bảo Oanh (2015), “*Một số trao đổi về điều hành lãi suất của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam giai đoạn năm 2004 – 2014*”, Hội thảo quốc tế dành cho các nhà khoa học trẻ trong lĩnh vực kinh tế và kinh doanh lần thứ nhất (ICYREB 2015)
6. Phạm Thị Bảo Oanh (2016), “*Cơ chế truyền tải của chính sách tiền tệ thông qua kênh lãi suất tại Việt Nam*”, Tạp chí Ngân hàng, Số 17, Tháng 9/2016, pp.16-21.
7. Phạm Thị Bảo Oanh (2016), “*Kinh nghiệm điều hành chính sách tiền tệ của một số ngân hàng trung ương trên thế giới*”, Tạp chí Kinh tế và Dự báo, Số 22, Tháng 9/2016, pp.41-43.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Tiếng Việt

1. Bộ môn Kinh tế vĩ mô - Trường Đại học Kinh tế Quốc dân (2005), *Nguyên lý kinh tế vĩ mô*, NXB Lao động - Xã hội.
2. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2000), *Quyết định số 241/2000/QĐ-NHNN của Thống đốc NHNN ban hành ngày 2/8/2000 về việc thay đổi Cơ chế điều hành lãi suất cho vay của TCTD đối với khách hàng*, Hà Nội.
3. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2000), *Quyết định số 243/2000/QĐ-NHNN của Thống đốc NHNN ban hành ngày 2/8/2000 công bố biên độ lãi suất Đô la Mỹ làm cơ sở cho TCTD ấn định lãi suất cho vay đối với khách hàng*, Hà Nội.
4. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2001), *Quyết định số 718/2001/QĐ-NHNN của Thống đốc NHNN, ban hành ngày 29/5/2001 về việc thay đổi cơ chế điều hành lãi suất cho vay bằng đôla Mỹ của các TCTD đối với khách hàng*, Hà nội.
5. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2002), *Quyết định số 546/2002/QĐ-NHNN ban hành ngày 30/5/2002 của Thống đốc NHNN Việt Nam về việc thực hiện cơ chế lãi suất thỏa thuận trong hoạt động tín dụng thương mại bằng Việt Nam đồng của TCTD đối với khách hàng*, Hà Nội.
6. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2003), *Quyết định số 834/2003/QĐ-NHNN ban hành ngày 30/07/2003 quyết định của Thống đốc Ngân hàng Nhà nước về việc điều chỉnh lãi suất tiền gửi bằng Đô la Mỹ của pháp nhân tại tổ chức tín dụng*, Hà Nội.
7. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2005), *Quyết định số 272/2005/QĐ-NHNN ban hành ngày 21/01/2005 quyết định về lãi suất tiền gửi bằng Đô la Mỹ của pháp nhân tại tổ chức tín dụng*, Hà Nội.

8. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2005), *Quyết định số 1247/2005/QĐ-NHNN ban hành ngày 26/08/2005 quyết định về lãi suất tiền gửi bằng Đô la Mỹ của pháp nhân tại tổ chức tín dụng*, Hà Nội.
9. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2007), *Quyết định số 07/2007/QĐ-NHNN ban hành ngày 06/02/2007 quyết định về lãi suất tiền gửi bằng Đô la Mỹ của pháp nhân tại tổ chức tín dụng*, Hà Nội.
10. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2008), *Chỉ thị số 04/2008/CT-NHNN của Thống đốc Ngân hàng Nhà nước Việt Nam về việc chấn chỉnh hoạt động của quỹ tín dụng nhân dân, ban hành ngày 27/08/2008*, NHNN, Hà Nội
11. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2008), *Quyết định số 16/2008/QĐ-NHNN ban hành ngày 16/5/2008 của Thống đốc NHNN quyết định về cơ chế điều hành lãi suất cơ bản bằng đồng Việt Nam*, Hà Nội.
12. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2008), *Quyết định số 17/2008/QĐ-NHNN ban hành ngày 16/5/2008 của thống đốc NHNN về việc cung cấp thông tin về lãi suất phục vụ cho việc xác định lãi suất cơ bản*, Hà Nội.
13. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2008), *Quyết định số 33/2008/QĐ-NHNN ban hành ngày 3/12/2008 quyết định về mức lãi suất cho vay bằng đồng Việt Nam của quỹ tín dụng nhân dân cơ sở đối với khách hàng*, Hà Nội.
14. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2008), *Quyết định số 187/QĐ-NHNN ban hành ngày 16/01/2008 về việc điều chỉnh dự trữ bắt buộc đối với các tổ chức tín dụng*, Hà Nội.
15. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2008), *Quyết định số 364/2008/QĐ-NHNN ban hành ngày 13/2/2008 của Thống đốc NHNN về phát hành tín phiếu Ngân hàng Nhà nước bắt buộc*, Hà Nội.
16. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2008), *Quyết định số 2317/QĐ-NHNN ban hành ngày 20/10/2008 về việc thanh toán trước hạn tín phiếu Ngân hàng Nhà nước bắt buộc*, Hà Nội.

17. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2008), *Quyết định số 2318/2008/QĐ-NHNN ban hành ngày 20/10/2008 của Thống đốc Ngân hàng Nhà nước về lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu, lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng và cho vay bù đắp thiếu hụt vốn trong thanh toán bù trừ của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đối với các ngân hàng*, Hà Nội.
18. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2008), *Quyết định số 2561/2008/QĐ-NHNN ban hành ngày 03/11/2008 của Thống đốc Ngân hàng Nhà nước về lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu, lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng và cho vay bù đắp thiếu hụt vốn trong thanh toán bù trừ của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đối với các ngân hàng*, Hà Nội.
19. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2008), *Quyết định số 2810/2008/QĐ-NHNN ban hành ngày 20/11/2008 của Thống đốc Ngân hàng Nhà nước về lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu, lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng và cho vay bù đắp thiếu hụt vốn trong thanh toán bù trừ của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đối với các ngân hàng*, Hà Nội.
20. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2010), *Thông tư số 03/2010/TT-NHNN ban hành ngày 10/02/2010 về việc quy định mức lãi suất tiền gửi tối đa bằng Đô la Mỹ của tổ chức kinh tế tại tổ chức tín dụng*, Hà Nội.
21. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2010), *Thông tư số 07/2010/TT-NHNN ban hành ngày 26/02/2010 quy định về cho vay bằng đồng Việt Nam theo lãi suất thoả thuận của tổ chức tín dụng đối với khách hàng*, Hà Nội.
22. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2010), *Thông tư số 12/2010/TT-NHNN ban hành ngày 14/4/2010 về việc hướng dẫn tổ chức tín dụng cho vay bằng đồng Việt Nam đối với khách hàng theo lãi suất thoả thuận*, Hà Nội.

23. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2011), *Chỉ thị số 02/2011/CT-NHNN* ngày 07/9/2011 về việc chấn chỉnh việc thực hiện quy định về mức lãi suất huy động bằng đồng Việt Nam và bằng đô la Mỹ của các TCTD, chi nhánh ngân hàng nước ngoài, Hà Nội.
24. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2011), *Thông tư số 02/2011/TT-NHNN* ban hành ngày 3/3/2011 về việc quy định mức lãi suất huy động vốn tối đa bằng đồng Việt Nam, Hà Nội.
25. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2011), *Thông tư số 09/2011/TT-NHNN* ban hành ngày 09/04/2011 về việc quy định mức lãi suất huy động vốn tối đa bằng Đô la Mỹ của tổ chức, cá nhân tại tổ chức tín dụng, Hà Nội.
26. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2011), *Thông tư số 14/2011/TT-NHNN* ban hành ngày 01/06/2011 về việc quy định mức lãi suất huy động vốn tối đa bằng Đô la Mỹ của tổ chức, cá nhân tại tổ chức tín dụng, Hà Nội.
27. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2011), *Thông tư số 30/2011/TT-NHNN* ban hành ngày 28/9/2011 về việc Quy định lãi suất tối đa đối với tiền gửi bằng đồng Việt Nam của tổ chức, cá nhân tại tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài, Hà Nội.
28. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2012), *Thông tư số 05/2012/TT-NHNN* ban hành ngày 12/3/2012 về việc Sửa đổi, bổ sung một số điều của Thông tư số 30/2011/TT-NHNN ngày 28/9/2011 Quy định lãi suất tối đa đối với tiền gửi bằng đồng Việt Nam của tổ chức, cá nhân tại tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài, Hà Nội.
29. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2012), *Thông tư số 08/2012/TT-NHNN* ban hành ngày 10/4/2012 về việc Sửa đổi, bổ sung một số điều của Thông tư số 30/2011/TT-NHNN ngày 28/9/2011 Quy định lãi suất tối đa đối với tiền gửi bằng đồng Việt Nam của tổ chức, cá nhân tại tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài, Hà Nội.

30. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2012), *Thông tư số 14/2012/TT-NHNN ban hành ngày 04/5/2012 quy định lãi suất cho vay ngắn hạn tối đa bằng đồng Việt Nam của tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài đối với khách hàng vay để đáp ứng nhu cầu vốn phục vụ một số lĩnh vực kinh tế*, Hà Nội.
31. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2012), *Thông tư số 17/2012/TT-NHNN ban hành ngày 25/5/2012 về việc Sửa đổi, bổ sung một số điều của Thông tư số 30/2011/TT-NHNN ngày 28/9/2011 Quy định lãi suất tối đa đối với tiền gửi bằng đồng Việt Nam của tổ chức, cá nhân tại tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài*, Hà Nội.
32. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2012), *Thông tư số 19/2012/TT-NHNN ban hành ngày 8/6/2012 về việc Sửa đổi, bổ sung một số điều của Thông tư số 30/2011/TT-NHNN ngày 28/9/2011 Quy định lãi suất tối đa đối với tiền gửi bằng đồng Việt Nam của tổ chức, cá nhân tại tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài*, Hà Nội.
33. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2012), *Thông tư số 20/2012/TT-NHNN ban hành ngày 08/6/2012 sửa đổi, bổ sung một số điều của thông tư số 14/2012/TT-NHNN ngày 4/5/2012 quy định lãi suất cho vay ngắn hạn tối đa bằng đồng Việt Nam của tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài đối với khách hàng vay để đáp ứng nhu cầu vốn phục vụ một số lĩnh vực kinh tế*, Hà Nội.
34. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2012), *Thông tư số 32/2012/TT-NHNN ban hành ngày 21/12/2012 về việc Quy định lãi suất tối đa đối với tiền gửi bằng đồng Việt Nam của tổ chức, cá nhân tại tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài*, Hà Nội.
35. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2012), *Thông tư số 33/2012/TT-NHNN ban hành ngày 21/12/2012 quy định lãi suất cho vay ngắn hạn tối đa bằng đồng Việt Nam của tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài đối với*

khách hàng vay để đáp ứng nhu cầu vốn phục vụ một số lĩnh vực kinh tế, Hà Nội.

36. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2013), *Thông tư số 08/2013/TT-NHNN ban hành ngày 25/3/2013 về việc Quy định lãi suất tối đa đối với tiền gửi bằng đồng Việt Nam của tổ chức, cá nhân tại tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài, Hà Nội.*
37. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2013), *Thông tư số 09/2013/TT-NHNN ban hành ngày 25/3/2013 quy định lãi suất cho vay ngắn hạn tối đa bằng đồng Việt Nam của tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài đối với khách hàng vay để đáp ứng nhu cầu vốn phục vụ một số lĩnh vực kinh tế, Hà Nội.*
38. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2013), *Thông tư số 10/2013/TT-NHNN ban hành ngày 10/5/2013 quy định lãi suất cho vay ngắn hạn tối đa bằng đồng Việt Nam của tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài đối với khách hàng vay để đáp ứng nhu cầu vốn phục vụ một số lĩnh vực kinh tế, Hà Nội.*
39. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2013), *Thông tư số 14/2013/TT-NHNN ban hành ngày 27/06/2013 về việc quy định lãi suất tối đa đối với tiền gửi bằng Đô la Mỹ của tổ chức, cá nhân tại tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài, Hà Nội.*
40. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2013), *Thông tư số 15/2013/TT-NHNN ban hành ngày 27/6/2013 về việc Quy định lãi suất tối đa đối với tiền gửi bằng đồng Việt Nam của tổ chức, cá nhân tại tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài, Hà Nội.*
41. Ngân hàng Nhà nước Việt nam (2013), *Thông tư số 16/2013/TT-NHNN ban hành ngày 27/6/2013 quy định lãi suất cho vay ngắn hạn tối đa bằng đồng Việt Nam của tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài đối với*

khách hàng vay để đáp ứng nhu cầu vốn phục vụ một số lĩnh vực kinh tế, Hà Nội.

42. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2014), *Quyết định số 497/2014/QĐ-NHNN về mức lãi suất tối đa đối với tiền gửi bằng Đô la Mỹ của tổ chức, cá nhân tại tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài theo quy định tại Thông tư số 06/2014/TT-NHNN ngày 17/3/2014, Hà Nội.*
43. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2014), *Quyết định số 498/2014/QĐ-NHNN ban hành ngày 17/3/2014 Quyết định về mức lãi suất tối đa đối với tiền gửi bằng đồng Việt Nam của tổ chức, cá nhân tại tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài theo Quy định tại Thông tư số 07/2014/TT-NHNN ngày 17/3/2014, Hà Nội.*
44. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2014), *Quyết định số 499/2014/QĐ-NHNN ban hành ngày 17/3/2014 quyết định về mức lãi suất cho vay ngắn hạn tối đa bằng đồng Việt Nam của tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài đối với khách hàng vay để đáp ứng nhu cầu vốn phục vụ một số lĩnh vực kinh tế theo quy định tại Thông tư số 08/2014/TT-NHNN ngày 17/3/2014, Hà Nội.*
45. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2014), *Quyết định số 2172/2014/QĐ-NHNN về mức lãi suất tối đa đối với tiền gửi bằng Đô la Mỹ của tổ chức, cá nhân tại tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài theo quy định tại Thông tư số 06/2014/TT-NHNN ngày 17/3/2014, Hà Nội.*
46. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2014), *Quyết định số 2173/2014/QĐ-NHNN ban hành ngày 28/10/2014 Quyết định về mức lãi suất tối đa đối với tiền gửi bằng đồng Việt Nam của tổ chức, cá nhân tại tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài theo Quy định tại Thông tư số 07/2014/TT-NHNN ngày 17/3/2014, Hà Nội.*
47. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2014), *Quyết định số 2174/2014/QĐ-NHNN ban hành ngày 28/10/2014 quyết định về mức lãi suất cho vay ngắn hạn tối đa bằng đồng Việt Nam của tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng*

nước ngoài đối với khách hàng vay để đáp ứng nhu cầu vốn phục vụ một số lĩnh vực, ngành kinh tế theo quy định tại Thông tư số 08/2014/TT-NHNN ngày 17/3/2014, Hà Nội.

48. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2014), *Thông tư số 06/2014/TT-NHNN ban hành ngày 17/3/2014 về việc quy định lãi suất tối đa đối với tiền gửi bằng Đô la Mỹ của tổ chức, cá nhân tại tổ chức tín dụng*, Hà Nội.
49. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2014), *Thông tư số 07/2014/TT-NHNN ban hành ngày 17/3/2014 về việc Quy định lãi suất đối với tiền gửi bằng đồng Việt Nam của tổ chức, cá nhân tại tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài*, Hà Nội.
50. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2014), *Thông tư số 08/2014/TT-NHNN ban hành ngày 17/3/2014 quy định lãi suất cho vay ngắn hạn bằng đồng Việt Nam của tổ chức tín dụng đối với khách hàng vay để đáp ứng nhu cầu vốn phục vụ một số lĩnh vực, ngành kinh tế* Hà Nội.
51. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2015), *Quyết định số 1938/2015/QĐ-NHNN về mức lãi suất tối đa đối với tiền gửi bằng Đô la Mỹ của tổ chức, cá nhân tại tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài theo quy định tại Thông tư số 06/2014/TT-NHNN ngày 17/3/2014*, Hà Nội.
52. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2015), *Quyết định số 2589/2015/QĐ-NHNN ban hành ngày 17/12/2015 về mức lãi suất tối đa đối với tiền gửi bằng Đô la Mỹ của tổ chức, cá nhân tại tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài theo quy định tại Thông tư số 06/2014/TT-NHNN ngày 17/3/2014*, Hà Nội.
53. Quốc hội Việt Nam *Nghị quyết về việc phát triển kinh tế - xã hội các năm từ 2002 đến 2016*, Hà Nội.
54. Quốc hội Việt Nam (1997), *Luật số 01/1997/QH10 ban hành ngày 12/12/1997 về Luật Ngân hàng Nhà nước Việt Nam*, Hà Nội.

55. Quốc hội Việt Nam (2001), *Nghị quyết số 55/2001/QH10 của Quốc hội về Kế hoạch 5 năm 2001 - 2005* Hà Nội
56. Quốc hội Việt Nam (2005), *Nghị quyết số 51/2005/QH11 về Nhiệm vụ năm 2006*, Hà Nội.
57. Quốc hội Việt Nam (2006), *Nghị quyết số 56/2006/NQ-QH11 của Quốc hội về Kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội 5 năm 2006 - 2010* Hà Nội.
58. Quốc hội Việt Nam (2006), *Nghị quyết số 75/2006/NQ-QH11 về Kế hoạch phát triển Kinh tế - xã hội năm 2007*, Hà Nội.
59. Quốc hội Việt Nam (2007), *Nghị quyết số 07/2007/QH12 về Kế hoạch phát triển Kinh tế - Xã hội năm 2008*, Hà Nội.
60. Quốc hội Việt Nam (2010), *Luật số 46/2010/QH12 ban hành ngày 16/6/2010 về Luật Ngân hàng Nhà nước Việt Nam*, Hà Nội.
61. Quốc hội Việt Nam (2011), *Nghị quyết số 10/2011/NQ-QH13 của Quốc hội ban hành ngày 8/11/2011 về Kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội 5 năm 2011-2015*, Hà Nội.
62. Quốc hội Việt Nam (2016), *Nghị quyết số 142/2016/QH13 về Kế hoạch phát triển Kinh tế - xã hội 5 năm 2016 - 2020* Hà Nội
63. Tổng cục Thống kê (2016), *Báo cáo điều tra lao động việc làm năm 2015*, NXB Thống Kê, Hà Nội.
64. Tổng cục Thống kê Việt Nam (2015), *Niên giám Thống kê 2014*, NXB Thống Kê, Hà Nội.
65. Ủy ban kinh tế của Quốc hội và UNDP tại Việt Nam (2012), *Lạm phát mục tiêu và hàm ý đối với khuôn khổ chính sách tiền tệ ở Việt Nam*, NXB Tri Thức, Hà Nội.
66. Mai Văn Bạ (2009), *Giáo trình Nghiệp vụ Ngân hàng trung ương*, Đại học Thăng Long, NXB Tài Chính, Hà Nội.
67. Nguyễn Ngọc Bảo (2005), *Chính sách lãi suất trong nền kinh tế thị trường ở Việt Nam*, Đại học Kinh tế Quốc dân

68. David Cox (1997), *Nghiệp vụ ngân hàng hiện đại*, NXB Chính trị Quốc gia, Hà Nội, tr.198.
69. Lê Vinh Danh (1996), *Tiền và Hoạt động ngân hàng*, NXB Chính trị Quốc gia, Hà Nội, 496-518.
70. Nguyễn Thị Dũng (2001), *Hoàn thiện chính sách và cơ chế lãi suất trong nền kinh tế thị trường ở Việt Nam*, Đại học Kinh tế Quốc dân
71. Ngô Hương (2013), *Lãi suất cơ bản - Những vướng mắc trong thực tiễn và biện pháp xử lý*, Đề tài nghiên cứu khoa học cấp ngành DTNH.27/2012, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, TP Hồ Chí Minh.
72. Robert J.Gordon (1994), *Kinh tế học vĩ mô*, NXB Khoa học và Kỹ thuật, Hà Nội, tr.30.
73. John Maynard Keynes (1994), *Lý thuyết tổng quát về việc làm, lãi suất và tiền tệ*, NXB Giáo dục, pp. 212.
74. Vũ Văn Long (2003), *Hoàn thiện cơ chế lãi suất tín dụng ngân hàng ở Việt Nam*, Học viện Tài chính
75. Nguyễn Xuân Luật (2003), *Giải pháp hoàn thiện cơ chế lãi suất trong quá trình chuyển sang nền kinh tế thị trường của hệ thống ngân hàng Việt Nam*, Đại học Kinh tế Quốc dân.
76. Alfred Marshall (1994), *Các nguyên tắc kinh tế - Principles of Economics*, NXB Giáo dục, Hà Nội, tr.220-221.
77. Nguyễn Văn Ngọc (2011), *Tiền tệ ngân hàng và Thị trường tài chính*, NXB Đại học Kinh tế Quốc dân, Hà Nội.
78. Tô Kim Ngọc (2003), *Các giải pháp nhằm tăng cường hiệu lực của chính sách tiền tệ Việt Nam thông qua cơ chế điều chỉnh bằng lãi suất*, Học viện Ngân hàng.
79. Nguyễn Đức Long, Lê Quang Phong (2012), "Nguyên tắc Taylor trong điều hành chính sách tiền tệ", *Tạp chí Ngân hàng*, số 23, tháng 12/2012, pp. 2-5.

80. Nguyễn Quang Dong, Nguyễn Thị Minh (2012), *Giáo trình Kinh tế lượng*, NXB Đại học Kinh tế Quốc dân, Hà Nội.
81. Nguyễn Thanh Nhân (2014), *Áp dụng nguyên tắc Taylor trong việc xác định lãi suất mục tiêu trong điều hành Chính sách tiền tệ của Việt Nam*, Đề tài nghiên cứu khoa học cấp ngành DTNH.04/2013, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, Hà Nội.
82. Hoàng Phê (2002), *Từ điển Tiếng Việt*, NXB Đà Nẵng, pp. 103, 214, 321, 442.
83. Nguyễn Ngọc Thân (1997), *Hoàn thiện chính sách lãi suất tín dụng trong cơ chế thị trường ở nước ta*, Đại học Kinh tế quốc dân.
84. Trần Thị Hải Thanh (2004), *Hoàn thiện cơ chế điều hành lãi suất của NHNN hiện nay*, Đại học Kinh tế quốc dân
85. Nguyễn Văn Tiến (2010), *Giáo trình Kinh tế Tiền tệ Ngân hàng*, NXB Thống Kê, Hà Nội, 250-252.
86. 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.

Tiếng Anh

87. Asian Development Bank (2017), *Key Indicators for Asia and the Pacific 2017*, 48th, ed, Manila, Philippines.
88. Board of Governors of the Federal Reserve System (2015), *Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy*, USA.
89. David G.Mayes and Brendon Riches (1996), "The Effectiveness of Monetary Policy in New Zealand", *Economics Department, Reserve Bank Bullentin*, Vol 59 No.1.
90. John B. Taylor (1993), "Discretion versus policy rules in practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, pp. 195-214.

91. William A. McEachern (2009), *Macroeconomics: A Contemporary Introduction*, Eighth Edition, University of Connecticut, USA, pp. 42-44, 98-105.
92. A. Dorn, James (2014), *Was the Fed a Good idea?*, vol 34, The Cato Journal, 315.
93. A. Knoop, Todd (2010), *Recessions and Depressions: Understanding Business Cycles*, 2Ed, California: Praeger, Santa Barbara.
94. Alan S. Blinder, Michael Ehrmann, Marcel Fratzscher, Jakob De Haan, David-Jan Jansen (2008), *Central bank communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence*, European Central Bank.
95. Athanasios Orphanides, John C. Williams (2010), *Monetary Policy Mistakes and the Evolution of Inflation Expectations*, chief author, Central Bank of Cyprus.
96. John B. Taylor (1999), "The Robustness and Efficiency of Monetary Policy Rules as Guidelines for Interest Rate Setting by the European Central Bank", *The Stanford Institute for Economic Policy Research, Stanford University*, pp. 3.
97. Bassetto, Marco, Phelan, Christopher (2015), "Speculative runs on interest rate pegs", *Journal of Monetary Economics*, 73, pp. 99-114.
98. 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.
99. Card, David (2011), "Origins of the Unemployment Rate: The Lasting Legacy of Measurement without Theory", *UC Berkeley and NBER*.
100. Chortareas, G., D. Stasavage and G. Sterne (2002), *Does it pay to be transparent? International evidence from central bank forecasts*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, p. 99-118.

101. Cioran, Zîna (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.
102. Dennis, Geoffrey E.J. (1981), *Monetary Economics*, Ed, ed, Longman.
103. E.Lucas, Robert (1978), "Asset Prices in an Exchange Economy", *Econometrica*, Vol.46, pp. pp.1429-1445.
104. E.Stiglitz, Joseph (2000), *Development Strategy and Management of the Market Economy, The Role of Government in the Economies of Developing Countries*, Oxford University Press, pp.61.
105. Evan F.Koenig, Robert Leeson, George A.Kahn (2012), *The Taylor Rule and the Transformation of Monetary Policy*, Hoover Institution Press, Stanford University, PP. 268-269.
106. Fisher, Irving (1930), *The Theory of Interest*, 1st, The Macmillan Co.
107. Friedman, Benjamin M. (2000), *The Role of Interest Rates in Federal Reserve Policymaking*, NBER Working Paper No. 8047, The National Bureau of Economic Research.
108. Friedman, Milton (1968), "The Role of Monetary Policy", *The American Economic Review*, LVIII.
109. G.King, Robert (2000), "The new IS - LM Model: Language, Logic, and Limits", *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 86/3.
110. Gali, Jordi (2008), *Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle: An Introduction to the New Keynesian Framework*, Princeton University Press.
111. Ghosh, Jayati (2005), *The Economic and Social Effects of Financial Liberalization: A Primer for Developing Countries*, United Nations, New York, US.
112. Gottschalk, Jan (2005), *Monetary Policy and the German Unemployment Problem in Macroeconomic Models: Theory and Evidence*, Springer Berlin Heidelberg, Berlin German, 114-170.

113. Granger, Robert F.Engle; C.W.J. (1987), "Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing", *Econometrica*, Vol. 55, No. 2. (Mar., 1987), pp. pp. 251-276.
114. Hiroshi Fujiki, Kunio Okina and Shigenori Shiratsuka (2001), "Monetary Policy under zero interest rate: Viewpoint of Central bank Economists", *Monetary and Economic Studies*, pp. pp.89-127.
115. Jack Johnston, John DiNardo (2003), *Econometric Methods*, Editions, F., ed, McGraw- Hill, pp.139 - 142.
116. John Fernald, Mark M.Spiegel, Eric T.Swanson (2014), *Monetary Policy Effectiveness in China: Evidence from a Favarr Model*, National Bureau of Economic Research.
117. Kamati, Reinhold (2014), *Monetary policy transmission mechanism and interest rate spreads*, University of Glasgow.
118. L.Hoffman, William J.Crowder; Dennis (1996), "The Long - run Relationship between Nominal Interest Rates and Inflation: The Fisher Equation Revisited", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.28, pp. pp.102-118.
119. Libby Rittenberg, Timothy Tregarthen (2009), *Principles of Macroeconomics*, Flat World Knowledge, Inc. , 652.
120. Long, J. Bradford De (2000), "The Triumph of Monetarism?", *Journal of Economic Perspectives*, 14, pp. 83-94.
121. Mohanty, Deepak (2012), "Evidence of Interest Rate Channel of Monetary Policy Transmission in India", *RBI Working paper series*(Reserve Bank of India).
122. Mohsin S.Khan, Abdelhak S.Senhadjji 00 (2000), "Threshold Effects in the Relationship Between Inflation and Growth", *IMF Working Paper, International Monetary Fund*, WP/00/110.

123. N. Gregory Mankiw, Mark P. Taylor (2007), *Macroeconomics European Edition*, Worth Publishers.
124. Okun, Arthur (1962), *Potential Output: Its Measurement and Significance*, Proceedings of the Business and Economic Section, American Statistical Association, Washington DC, pp. 82.
125. Partachi, Ion, Mija, Simion (2015), "Monetary Policy – Instrument for Macroeconomic Stabilization", *Procedia Economics and Finance*, 20, pp. 485-493.
126. Pier Francesco Asso, George A. Kahn and Robert Leeson (2007), *The Taylor Rule and the Transformation of Monetary Policy*, The Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Research Department
127. Robert H. Rasche, Marcela M. Williams (2005), *The Effectiveness of Monetary Policy*, The Federal Reserve Bank of St. Louis, The Federal Reserve System, St. Louis, MO.
128. S. Bernanke, Ben (2004), *Fedspeak*, Remarks at the meetings of the American Economics Association, San Diego.
129. Bank of Canada (2015), *Monetary Policy*, <http://www.bankofcanada.ca/core-functions/monetary-policy/>, Canada.
130. Bank of England (2015), *Monetary Policy*, <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/default.aspx>, England.
131. Bank of England (2016), *Monetary Policy*, <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/default.aspx>, England.
132. Ben S. Bernanke, Jean Boivin, Piotr Elias (2003), *Measuring the Effects of Monetary Policy: A Factor-Augmented Vector Autoregressive (FAVAR) Approach*, <http://www.nber.org/papers/w10220>.

133. Benjamin M. Friedman, Kenneth N. Kuttner (2010), *Implementation of Monetary Policy: How Do Central Banks Set Interest Rates?*
<http://isites.harvard.edu/fs/docs/icb.topic808193.files/PAPERS%20Fall%202010/Friedman-Kuttner%20Handbook%20chapter%20--%20NBER%20WP%20No%20%2016165.pdf>.
134. Board of Governors of the Federal Reserve System,
<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm> (2017),
Open Market Operations.
135. Board of Governors of the Federal Reserve System (2016), *Policy Tools*,
<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/discountrate.htm>, USA.
136. Board of Governors of the Federal Reserve System (2016), *What is the purpose of the Federal Reserve System?*
https://www.federalreserve.gov/faqs/about_12594.htm, USA.
137. Board of Governors of the Federal Reserve System (2016), *Who owns the Federal Reserve?* http://www.federalreserve.gov/faqs/about_14986.htm, Fed, USA.
138. Cambridge University (2016), *Mechanism*,
<http://dictionary.cambridge.org/us/dictionary/english/mechanism>,
Cambridge University, England.
139. Danielle Kedan, Rebecca Stuart (2014), *Central Bank Communications: A Comparative Study*;
<https://www.centralbank.ie/publications/Documents/Central%20Bank%20Communications%20A%20Comparative%20Study.pdf>.
140. Eswar Prasad and Boyang Zhang (2012), "Monetary Policy in China,
<http://prasad.aem.cornell.edu/doc/MonetaryPolicyinChina--KanburVolume.Sep12.pdf> ".

141. European Central Bank (2015), *What is a central bank?*
<https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/what-is-a-central-bank.en.html>.
142. European Central Bank (2017), *Monetary policy decisions*,
<https://www.ecb.europa.eu/mopo/decisions/html/index.en.html>.
143. Frederic S. Mishkin (2000), *From monetary targeting to inflation targeting: Lessons from the industrialized countries*,
<https://pdfs.semanticscholar.org/76b0/ac1b30059bba1eeb2ac304f40d2824e85e7c.pdf>, Columbia University, pp.5,8.
144. Giuseppe Fontana (2006), *The "New Consensus" View of Monetary Policy: A New Wicksellian Connection?*,
http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_476.pdf, The Levy Economics Institute of Bard College.
145. Koshy Mathai (2012), *Monetary Policy: Stabilizing Prices and Output*,
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/monpol.htm>, IMF, USA.
146. Maurice Obstfeld, Jay C. Shambaugh, and Alan M. Taylor (2004), *The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility*, <http://www.nber.org/papers/w10396.pdf>, National Bureau of economic research, USA.
147. Oxford University (2016), *Improve*,
<http://www.oxforddictionaries.com/definition/english/improve>, Oxford Dictionaries Language matters, England.
148. Oxford University (2016), *Operate*,
<http://www.oxforddictionaries.com/definition/english/operate>, Oxford University, England.
149. Philip Arestis, Malcolm Sawyer (2003), *The Nature and Role of Monetary Policy When Money Is Endogenous*,

- <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp374.pdf>, The Levy Economics Institute of Bard College, 1-21.
150. Sharon Kozicki (1999), *How Useful Are Taylor Rules for Monetary Policy?* <https://www.kansascityfed.org/publicat/econrev/PDF/2q99kozi.pdf>, The Federal Reserve Bank of Kansas City.
 151. Takatoshi Ito, Frederic S. Mishkin (2004), *Two Decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem*, <https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/PDFpapers/2536-w10878.pdf>, Columbia University, USA.
 152. The People's Bank of China (2017), *Objective of the Monetary Policy*, <http://www.pbc.gov.cn/english/130727/130867/index.html>
 153. Zhang, Wenlang (2009), "China's Monetary Policy: Quantity Versus Price Rules", *Journal of Macroeconomics* 31, pp. 473-484.
 154. Berkelmans, Leon, Kelly, Gerard, Sadeghian, Dena (2016), "Chinese monetary policy and the banking system", *Journal of Asian Economics*, 46(Supplement C), pp. 38-55.
 155. Jain-Chandra, Sonali, Unsal, D. Filiz (2014), *The effectiveness of monetary policy transmission under capital inflows: Evidence from Asia*, *Borsa Istanbul Review*, Vol. 14, 96-103.
 156. Lucas, Robert E. (1976), *Econometric policy evaluation: A critique*, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 1, 19-46.

PHỤ LỤC

Phụ lục 2.1**Tình hình lãi suất giai đoạn năm 2002 – 2016**

Đvt: %/năm

STT		Lãi suất tái cấp vốn	Lãi suất tái chiết khấu	LSCB	LS cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử LNH	LS cho vay Qua đêm bình quân liên ngân hàng	LS cho vay 1 tuần bình quân liên ngân hàng	LS cho vay 1 tháng bình quân liên ngân hàng
1	2002M01	4,80	4,20	7,20	10,80			
2	2002M02	4,80	4,20	7,20	10,80			
3	2002M03	4,80	4,20	7,20	10,80			
4	2002M04	4,80	4,20	7,20	10,80			
5	2002M05	4,80	4,20	7,20	10,80			
6	2002M06	4,80	4,20	7,20	10,80			
7	2002M07	4,80	4,20	7,20	10,80			
8	2002M08	4,80	4,20	7,40	10,80			
9	2002M09	4,80	4,20	7,40	10,80			
10	2002M10	4,80	4,20	7,40	10,80			
11	2002M11	4,80	4,20	7,40	10,80			
12	2002M12	4,80	4,20	7,40	10,80			
13	2003M01	4,80	4,20	7,40	10,80			
14	2003M02	4,80	4,20	7,40	10,80			
15	2003M03	4,80	4,20	7,40	10,80			

16	2003M04	4,80	4,20	7,40	10,80			
17	2003M05	4,80	4,20	7,40	10,80			
18	2003M06	4,80	4,20	7,40	10,80			
19	2003M07	4,80	4,20	7,40	10,80			
20	2003M08	4,80	4,20	7,40	10,80			
21	2003M09	4,80	4,20	7,40	10,80			
22	2003M10	4,80	4,20	7,40	10,80			
23	2003M11	4,80	4,20	7,40	10,80			
24	2003M12	4,80	4,20	7,40	10,80			
25	2004M01	5,00	3,00	7,50	10,80			
26	2004M02	5,00	3,00	7,50	10,80			
27	2004M03	5,00	3,00	7,50	10,80			
28	2004M04	5,00	3,00	7,50	10,80			
29	2004M05	5,00	3,00	7,50	10,80			
30	2004M06	5,00	3,00	7,50	10,80			
31	2004M07	5,00	3,00	7,50	10,80			
32	2004M08	5,00	3,00	7,50	10,80			
33	2004M09	5,00	3,00	7,50	10,80			
34	2004M10	5,00	3,00	7,50	10,80			
35	2004M11	5,00	3,00	7,50	10,80			
36	2004M12	5,00	3,00	7,50	10,80			
37	2005M01	5,00	3,00	7,50	10,80	6,27	6,53	7,02

38	2005M02	5,50	3,50	7,80	10,80	6,32	6,54	6,98
39	2005M03	5,50	3,50	7,80	10,80	6,28	6,51	6,97
40	2005M04	5,50	3,50	7,80	10,80	6,28	6,51	7,01
41	2005M05	5,50	3,50	7,80	10,80	6,30	6,56	7,01
42	2005M06	6,00	4,00	7,80	10,80	6,24	6,55	7,01
43	2005M07	6,00	4,00	7,80	10,80	6,61	6,82	7,20
44	2005M08	6,00	4,00	7,80	10,80	6,80	6,97	7,37
45	2005M09	6,00	4,00	7,80	10,80	6,00	6,91	7,42
46	2005M10	6,00	4,00	7,80	10,80	5,94	7,00	7,35
47	2005M11	6,00	4,00	7,80	10,80	6,12	6,96	7,29
48	2005M12	6,50	4,50	8,25	10,80	6,44	6,87	7,42
49	2006M01	6,50	4,50	8,25	10,80	6,31	6,90	7,35
50	2006M02	6,50	4,50	8,25	10,80	5,92	6,68	7,31
51	2006M03	6,50	4,50	8,25	10,80	5,91	6,57	7,20
52	2006M04	6,50	4,50	8,25	10,80	5,93	6,33	7,16
53	2006M05	6,50	4,50	8,25	10,80	6,10	6,67	7,33
54	2006M06	6,50	4,50	8,25	10,80	6,06	6,67	7,45
55	2006M07	6,50	4,50	8,25	10,80	5,90	6,75	7,48
56	2006M08	6,50	4,50	8,25	10,80	5,56	6,54	7,51
57	2006M09	6,50	4,50	8,25	10,80	5,81	6,65	7,38
58	2006M10	6,50	4,50	8,25	10,80	5,99	6,81	7,41
59	2006M11	6,50	4,50	8,25	10,80	6,06	7,02	7,71

60	2006M12	6,50	4,50	8,25	10,80	6,88	7,58	8,02
61	2007M01	6,50	4,50	8,25	10,80	7,21	7,74	8,45
62	2007M02	6,50	4,50	8,25	10,80	6,02	6,92	7,97
63	2007M03	6,50	4,50	8,25	10,80	4,56	5,56	6,93
64	2007M04	6,50	4,50	8,25	10,80	4,44	5,39	6,27
65	2007M05	6,50	4,50	8,25	10,80	4,18	5,10	6,21
66	2007M06	6,50	4,50	8,25	10,80	5,90	6,40	6,61
67	2007M07	6,50	4,50	8,25	10,80	3,80	5,08	6,75
68	2007M08	6,50	4,50	8,25	10,80	3,27	4,15	5,70
69	2007M09	6,50	4,50	8,25	10,80	5,14	6,02	6,40
70	2007M10	6,50	4,50	8,25	10,80	5,16	5,77	6,34
71	2007M11	6,50	4,50	8,25	10,80	7,51	7,66	6,94
72	2007M12	6,50	4,50	8,25	10,80	6,47	7,13	7,75
73	2008M01	6,50	4,50	8,25	10,80	8,44	8,28	7,75
74	2008M02	7,50	6,00	8,75	10,80	14,64	14,55	13,78
75	2008M03	7,50	6,00	8,75	10,80	6,20	9,46	11,10
76	2008M04	7,50	6,00	8,75	10,80	12,30	13,60	11,74
77	2008M05	10,25	8,50	10,38	10,80	13,98	16,55	14,69
78	2008M06	14,00	12,00	13,00	10,80	17,12	17,46	15,93
79	2008M07	15,00	13,00	14,00	10,80	18,16	19,54	20,14
80	2008M08	15,00	13,00	14,00	15,00	16,48	17,73	18,75
81	2008M09	15,00	13,00	14,00	14,00	14,23	15,41	16,92

82	2008M10	14,50	12,50	13,50	14,00	12,08	13,13	15,27
83	2008M11	13,00	11,00	12,00	12,00	8,72	10,05	11,89
84	2008M12	10,83	8,83	9,83	9,50	7,61	8,55	9,70
85	2009M01	9,50	7,50	8,50	9,50	5,49	6,26	7,53
86	2009M02	8,00	6,00	7,00	8,00	6,40	7,18	7,52
87	2009M03	8,00	6,00	7,00	8,00	6,46	7,23	7,67
88	2009M04	7,50	5,50	7,00	7,00	6,27	6,99	7,41
89	2009M05	7,00	5,00	7,00	7,00	5,99	6,92	7,42
90	2009M06	7,00	5,00	7,00	7,00	5,69	6,64	7,26
91	2009M07	7,00	5,00	7,00	7,00	6,01	6,95	7,60
92	2009M08	7,00	5,00	7,00	7,00	7,30	8,32	8,86
93	2009M09	7,00	5,00	7,00	7,00	7,07	8,16	8,95
94	2009M10	7,00	5,00	7,00	7,00	7,07	8,48	9,23
95	2009M11	7,00	5,00	7,00	7,00	7,99	9,39	9,39
96	2009M12	8,00	6,00	8,00	8,00	10,72	11,51	11,42
97	2010M01	8,00	6,00	8,00	8,00	9,15	10,43	11,35
98	2010M02	8,00	6,00	8,00	8,00	10,09	10,65	11,48
99	2010M03	8,00	6,00	8,00	8,00	7,29	8,49	10,74
100	2010M04	8,00	6,00	8,00	8,00	6,92	7,55	9,58
101	2010M05	8,00	6,00	8,00	8,00	6,91	7,54	9,35
102	2010M06	8,00	6,00	8,00	8,00	6,54	7,01	8,84
103	2010M07	8,00	6,00	8,00	8,00	6,67	7,15	8,79

104	2010M08	8,00	6,00	8,00	8,00	6,82	7,33	8,75
105	2010M09	8,00	6,00	8,00	8,00	6,94	7,42	8,89
106	2010M10	8,00	6,00	8,00	8,00	7,43	8,25	9,26
107	2010M11	9,00	7,00	9,00	9,00	10,27	11,79	12,55
108	2010M12	9,00	7,00	9,00	9,00	11,10	12,82	13,19
109	2011M01	9,00	7,00		9,00	12,03	13,27	13,21
110	2011M02	11,00	7,00		11,00	11,56	12,80	13,08
111	2011M03	12,00	12,00		12,00	13,31	13,18	13,12
112	2011M04	13,00	12,00		13,00	13,18	12,93	13,03
113	2011M05	14,00	13,00		14,00	12,63	13,03	12,96
114	2011M06	14,00	13,00		14,00	12,40	13,21	13,51
115	2011M07	14,00	13,00		14,00	12,32	13,26	13,56
116	2011M08	14,00	13,00		14,00	10,90	12,68	13,75
117	2011M09	14,00	13,00		14,00	12,49	13,18	13,68
118	2011M10	15,00	13,00		16,00	12,67	14,09	13,88
119	2011M11	15,00	13,00		16,00	13,41	14,35	13,95
120	2011M12	15,00	13,00		16,00	14,11	13,98	14,46
121	2012M01	15,00	13,00		16,00	14,50	13,89	14,64
122	2012M02	15,00	13,00		16,00	12,97	13,16	13,26
123	2012M03	14,00	12,00		15,00	10,94	10,51	12,27
124	2012M04	13,00	11,00		14,00	8,62	7,42	10,59
125	2012M05	12,00	10,00		13,00	5,47	3,81	7,20

126	2012M06	11,00	9,00		12,00	5,19	5,91	7,49
127	2012M07	10,00	8,00		12,00	5,49	5,30	6,97
128	2012M08	10,00	8,00		12,00	4,08	4,42	7,15
129	2012M09	10,00	8,00		12,00	4,00	4,78	8,58
130	2012M10	10,00	8,00		12,00	3,10	3,88	8,64
131	2012M11	10,00	8,00		12,00	2,35	3,59	7,96
132	2012M12	9,00	7,00		10,00	3,54	4,38	7,46
133	2013M01	9,00	7,00		10,00	3,04	4,10	5,96
134	2013M02	9,00	7,00		10,00	3,27	3,73	5,61
135	2013M03	8,00	6,00		9,00	3,02	3,55	5,13
136	2013M04	8,00	6,00		9,00	2,98	3,42	5,08
137	2013M05	7,00	5,00		8,00	1,82	2,09	4,28
138	2013M06	7,00	5,00		12,00	0,98	1,28	2,46
139	2013M07	7,00	5,00		12,00	3,07	3,46	4,04
140	2013M08	7,00	5,00		12,00	3,93	4,21	5,33
141	2013M09	7,00	5,00		12,00	2,69	2,99	4,86
142	2013M10	7,00	5,00		12,00	3,28	3,47	4,79
143	2013M11	7,00	5,00		12,00	3,60	4,11	4,92
144	2013M12	7,00	5,00		10,00	2,85	3,42	4,95
145	2014M01	7,00	5,00		10,00	4,28	4,94	5,24
146	2014M02	7,00	5,00		10,00	2,04	2,49	3,97
147	2014M03	6,50	4,50		7,50	1,86	2,24	3,17

148	2014M04	6,50	4,50		7,50	2,09	2,47	3,20
149	2014M05	6,50	4,50		7,50	2,94	3,29	3,87
150	2014M06	6,50	4,50		7,50	2,05	2,54	3,39
151	2014M07	6,50	4,50		7,50	2,47	2,80	3,40
152	2014M08	6,50	4,50		7,50	3,32	3,45	3,71
153	2014M09	6,50	4,50		7,50	1,87	2,26	3,15
154	2014M10	6,50	4,50		7,50	2,10	2,43	3,04
155	2014M11	6,50	4,50		7,50	2,72	3,08	3,34
156	2014M12	6,50	4,50		7,50	3,06	3,52	4,07
157	2015M01	6,50	4,50		7,50	3,47	3,74	4,25
158	2015M02	6,50	4,50		7,50	4,39	4,62	4,87
159	2015M03	6,50	4,50		7,50	3,92	4,20	4,46
160	2015M04	6,50	4,50		7,50	3,64	4,20	4,70
161	2015M05	6,50	4,50		7,50	2,55	3,12	4,07
162	2015M06	6,50	4,50		7,50	2,84	3,48	4,21
163	2015M07	6,50	4,50		7,50	2,23	2,77	3,77
164	2015M08	6,50	4,50		7,50	4,19	4,34	4,36
165	2015M09	6,50	4,50		7,50	3,66	3,95	4,37
166	2015M10	6,50	4,50		7,50	2,57	2,95	3,80
167	2015M11	6,50	4,50		7,50	2,27	2,53	3,48
168	2015M12	6,50	4,50		7,50	4,59	4,78	4,89
169	2016M01	6,50	4,50		7,50	4,83	5,01	5,16

170	2016M02	6,50	4,50		7,50	3,42	3,48	4,58
171	2016M03	6,50	4,50		7,50	3,69	3,97	4,58
172	2016M04	6,50	4,50		7,50	4,33	4,57	4,89
173	2016M05	6,50	4,50		7,50	1,91	2,27	3,64
174	2016M06	6,50	4,50		7,50	1,28	1,63	2,87
175	2016M07	6,50	4,50		7,50	1,14	1,35	2,27
176	2016M08	6,50	4,50		7,50	0,90	1,01	2,02
177	2016M09	6,50	4,50		7,50	0,47	0,53	1,83
178	2016M10	6,50	4,50		7,50	0,49	0,54	1,56
179	2016M11	6,50	4,50		7,50	1,48	1,61	2,26
180	2016M12	6,50	4,50		7,50	3,61	4,14	4,50

Nguồn: NHNN

Phụ lục 2.2**Thị phần huy động vốn và đầu tư cho nền kinh tế giai đoạn năm 2005 – 2014**

Đvt: %

	Thị phần huy động vốn		Thị phần đầu tư cho nền kinh tế	
	NHTMNN, NHCS & NH Nhà ĐBSCL	TCTD khác	NHTMNN, NHCS & NH Nhà ĐBSCL	TCTD khác
Năm 2005	73,89	26,11	69,96	30,04
Năm 2006	69,71	30,29	66,97	33,03
Năm 2007	58,07	41,93	57,05	42,95
Năm 2008	56,06	43,94	55,66	44,34
Năm 2009	49,71	50,29	54,13	45,87
Năm 2010	45,29	54,71	51,36	48,64
Năm 2011	43,92	56,08	51,36	48,64
Năm 2012	46,62	53,38	50,91	49,09
Năm 2013	44,57	55,43	51,16	48,84
Năm 2014	44,50	55,50	50,90	49,10

Nguồn: NHNN

Phụ lục 2.3**Quy định về Dự trữ bắt buộc của NHNN giai đoạn năm 2004 – 2016**

Đvt: %

Thời gian có hiệu lực	Tiền gửi bằng VND						Tiền gửi ngoại tệ	
	Không kỳ hạn và có kỳ hạn đến dưới 12 tháng			Kỳ hạn từ 12 Tđến dưới 24 tháng			KKH và có KH đến dưới 12 tháng	KH từ 12 Tđến dưới 24 tháng
	Agribank	Quỹ TDND	Các TCTD khác	Agribank	Quỹ TDND	Các TCTD khác		
T1/2004	1,5	1,0	2,0	1,0	1,0	1,0	4,0	1,0
T7/2004	4,0	2,0	5,0	2,0	2,0	2,0	8,0	2,0
Năm 2005	4,0	2,0	5,0	2,0	2,0	2,0	8,0	2,0
Năm 2006	4,0	2,0	5,0	2,0	2,0	2,0	8,0	2,0
T6/2007	8,0	4,0	10,0	4,0	4,0	2,0	10,0	4,0
T1/2008	8,0	4,0	11,0	4,0	4,0	5,0	Agribank: 10,0, TCTD khác 11,0	Agribank: 4,0, TCTD khác 5,0
T10/2008	7,0	3,0	10,0	3,0	3,0	4,0	Agribank: 8,0, TCTD khác 9,0	Agribank: 2,0, TCTD khác 3,0
T11/2008	5,0	1,0	8,0	1,0	1,0	1,0	Agribank: 8,0, TCTD khác 9,0	Agribank: 2,0, TCTD khác 3,0
T12/2008	3,0	1,0	7,0	1,0	1,0	2,0	7,0	3,0
T1/2009	3,0	1,0	5,0	1,0	2,0	2,0	Agribank: 6,0, TCTD khác 7,0	Agribank: 2,0, TCTD khác 3,0

T3/2009	1,0	1,0	3,0	1,0	1,0	1,0	Agribank: 6,0, TCTD khác 7,0	Agribank: 2,0, TCTD khác 3,0
Năm 2010	Có dư nợ cho vay nông nghiệp từ 70% tổng dư nợ: tỷ lệ DTBB bằng 1/20 so với tỷ lệ DTBB thông thường	Có dư nợ cho vay nông nghiệp từ 70% tổng dư nợ: tỷ lệ DTBB bằng 1/20 so với tỷ lệ DTBB thông thường	3,0	1,0	1,0	1,0	Agribank: 6,0, TCTD khác 7,0	Agribank: 2,0, TCTD khác 3,0
	Có dư nợ cho vay nông nghiệp từ 40-70% tổng dư nợ: tỷ lệ DTBB bằng 1/5 so với tỷ lệ DTBB thông thường	Có dư nợ cho vay nông nghiệp từ 40-70% tổng dư nợ: tỷ lệ DTBB bằng 1/5 so với tỷ lệ DTBB thông thường	3,0	1,0	1,0	1,0	Agribank: 6,0, TCTD khác 7,0	Agribank: 2,0, TCTD khác 3,0
Năm 2011	3,0	3,0	6,0	1,0	1,0	1,0	8,0	6,0
Năm 2012	3,0	3,0	6,0	1,0	1,0	1,0	8,0	6,0
Năm 2013	3,0	3,0	6,0	1,0	1,0	1,0	8,0	6,0
Năm 2014	3,0	3,0	6,0	1,0	1,0	1,0	8,0	6,0
Năm 2015	3,0	3,0	6,0	1,0	1,0	1,0	8,0	6,0
Năm 2016	3,0	3,0	6,0	1,0	1,0	1,0	8,0	6,0

Nguồn: NHNN

Phụ lục 2.4

Mô hình nghiên cứu của Luận án

Luận án xem xét bài toán về cực đại lợi ích của hộ gia đình tiêu dùng đại diện với ràng buộc ngân sách trong thời gian (giả định là vô hạn). Tài sản được đem ra trao đổi của nền kinh tế là trái phiếu. Với giả thiết hàm lợi ích có dạng Hy-péc- bon đơn giản và tiêu dùng bị ràng buộc bởi của cải (tính bằng trái phiếu mà hộ gia đình tiêu dùng đại diện có và lãi suất nhận được qua các thời kỳ). Bài toán có dạng:

$$\begin{aligned} \text{Max} E_t \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t \left(\frac{C_t^{1-\gamma} - 1}{1-\gamma} \right) \\ \text{s.t. } C_t + \frac{B_{t+1}}{P_t} + b_{t+1} = Y_t + \frac{B_t(1+R_t)}{P_t} + b_t(1+r_t) \end{aligned} \quad (16)$$

Trong đó $\beta=1/(1+\rho)$

$\left(\frac{C_t^{1-\gamma} - 1}{1-\gamma} \right)$ – hàm lợi ích của hộ gia đình đại diện để cho tiện có thể ký hiệu $U(C_t)$

ρ : tỷ lệ ưa thích theo thời gian

C_t : tiêu dùng thời kỳ t

B_t : giá trị trái phiếu danh nghĩa trong thời kỳ t

b_t : lượng trái phiếu thực trong thời kỳ t

P_t : mức giá trong thời kỳ t

R_t : lãi suất danh nghĩa trong thời kỳ t .

r_t : lãi suất thực trong thời kỳ t .

Y_t : thu nhập hộ gia đình trong thời kỳ t

E_t : kỳ vọng có điều kiện trên tất cả thông tin sẵn có ở thời kỳ t .

Ràng buộc ở về trái hàm ý rằng hộ gia đình tiêu dùng, tiết kiệm thông qua mua trái phiếu. Tiết kiệm bao gồm trái phiếu danh nghĩa một thời kỳ và trái phiếu thực. Vế phải bao gồm thu nhập ở thời kỳ t (Y_t) và hai loại trái phiếu mua ở thời kỳ $t-1$ mà sinh ra lợi tức ở thời kỳ hiện tại. Mục tiêu của hộ gia đình tiêu dùng đại diện là cực đại lợi ích tiêu dùng. Bài toán có thể giải bằng kỹ thuật quy

hoạch động. Tuy nhiên Luận án không đi sâu vào phân tích khía cạnh toán học mà chỉ tập trung vào nội dung kinh tế sẽ rút ra từ bài toán làm cơ sở cho phân tích thực nghiệm, nên để đơn giản, Luận án sử dụng hàm Lagrange. Hàm Lagrange của bài toán có dạng:

$$L = E_t \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t \left(\frac{C_t^{1-\gamma} - 1}{1-\gamma} \right) + E_t \sum_{t=0}^{\infty} \lambda_t \left[Y_t + \frac{B_t(1+R_t)}{P_t} + b_t(1+\tau_t) - C_t - \frac{B_{t+1}}{P_t} - b_{t+1} \right] \quad (17)$$

Điều kiện cấp 1 theo C_t , C_{t+1} , b_{t+1} và B_{t+1} là như sau:

$$U(C_t) = \frac{C_t^{1-\gamma} - 1}{1-\gamma}; \quad 0 < \gamma < 1$$

Lưu ý rằng vì giả thiết hàm lợi ích dạng , nên

Đạo hàm hàm lợi ích theo C_t ta được:

$$\frac{\partial U(C_t)}{\partial C_t} = \frac{(1-\gamma)C_t^{-\gamma}}{1-\gamma} = C_t^{-\gamma}; \quad 0 < \gamma < 1 \quad (18)$$

$$\text{và } \frac{\partial U(C_{t+1})}{\partial C_{t+1}} = C_{t+1}^{-\gamma}; \quad 0 < \gamma < 1 \quad (19)$$

Các điều kiện cấp 1 sẽ có dạng:

$$(1+r_{t+1})^{-1} = \beta E_t \left[\frac{C_{t+1}}{C_t} \right]^{-\gamma} = E_t \left[\beta \left[\frac{C_{t+1}}{C_t} \right]^{-\gamma} \right]$$

$$(1+R_{t+1})^{-1} = \beta E_t \left[\left(\frac{C_{t+1}}{C_t} \right)^{-\gamma} \left(\frac{P_{t+1}}{P_t} \right)^{-1} \right] = E_t \left[\beta \left(\frac{C_{t+1}}{C_t} \right)^{-\gamma} \left(\frac{P_{t+1}}{P_t} \right)^{-1} \right]$$

Từ đây có thể suy ra

$$(1+R_{t+1})^{-1} = \beta E_t \left[\exp(-\gamma \ln \frac{C_{t+1}}{C_t}) \exp(-\ln \frac{P_{t+1}}{P_t}) \right]$$

$$= \beta E_t \left[\exp(-\gamma \ln \frac{C_{t+1}}{C_t} - \ln \frac{P_{t+1}}{P_t}) \right]$$

$$= \beta E_t [\exp(X)] \text{ , trong đó } X = -\gamma \ln \frac{C_{t+1}}{C_t} - \ln \frac{P_{t+1}}{P_t}$$

Với giả thiết $X \sim N(\mu, \sigma^2)$ trong đó $\mu = E(X)$ và $\sigma^2 = \text{var}(X)$,

Giả sử tiêu dùng mong đợi và tỷ lệ lạm phát kỳ vọng có dạng phân phối chuẩn đồng thời sao cho:

$$E_t[\exp(X)] = \exp\left[E_t(X) + \frac{\text{var}(X)}{2}\right] \quad (20)$$

$$\text{Do vậy } (1 + R_{t+1})^{-1} = \beta \exp E_t\left[E_t(X) + \frac{\text{var}(X)}{2}\right]$$

$$\text{Từ } E_t(X) = E_t\left(-\gamma \text{Ln} \frac{C_{t+1}}{C_t}\right) + E_t\left[-\text{Ln} \frac{P_{t+1}}{P_t}\right]$$

$$\text{Và } \frac{1}{2} \text{var}(X) = \frac{1}{2} \left(\text{var}\left(\gamma \text{Ln} \frac{C_{t+1}}{C_t}\right) + \text{var}\left(\text{Ln} \frac{P_{t+1}}{P_t}\right) + 2 \text{cov}\left(-\gamma \ln \frac{C_{t+1}}{C_t}, -\ln \frac{P_{t+1}}{P_t}\right) \right)$$

Phương trình (20) có thể viết lại dưới dạng:

$$\begin{aligned} (1 + R_{t+1})^{-1} &= \beta E_t\left(-\gamma \text{Ln} \frac{C_{t+1}}{C_t}\right) + E_t\left[-\text{Ln} \frac{P_{t+1}}{P_t}\right] \\ &+ \frac{1}{2} \left(\text{var}\left(\gamma \text{Ln} \frac{C_{t+1}}{C_t}\right) + \text{var}\left(\text{Ln} \frac{P_{t+1}}{P_t}\right) + 2 \text{cov}\left(-\gamma \ln \frac{C_{t+1}}{C_t}, -\ln \frac{P_{t+1}}{P_t}\right) \right) \end{aligned}$$

Sắp xếp lại ta được:

$$\begin{aligned} (1 + R_{t+1})^{-1} &= \beta \left\{ E_t\left(-\gamma \text{Ln} \frac{C_{t+1}}{C_t}\right) + \frac{1}{2} \text{var}\left(\gamma \text{Ln} \frac{C_{t+1}}{C_t}\right) \right\} \left\{ E_t\left(-\text{Ln} \frac{P_{t+1}}{P_t}\right) \right\} + \\ &+ \frac{1}{2} \text{var}\left(\text{Ln} \frac{P_{t+1}}{P_t}\right) + \gamma \text{cov}\left(\ln \frac{C_{t+1}}{C_t}, \ln \frac{P_{t+1}}{P_t}\right) \end{aligned}$$

Giả thiết tốc độ tăng trưởng của tiêu dùng có phân phối chuẩn. Thì khi đó

$$(1 + r_{t+1})^{-1} = \beta E_t\left(\text{Ln} \frac{C_{t+1}}{C_t}\right)^{-1} = \beta \left\{ \exp\left(-\gamma \ln \frac{C_{t+1}}{C_t}\right) + \frac{1}{2} \text{var}\left(\gamma \ln \frac{C_{t+1}}{C_t}\right) \right\}$$

Kết hợp với 2 phương trình trên Luận án nhận được:

$$(1 + R_{t+1})^{-1} = (1 + r_{t+1})^{-1} \left\{ \exp\left[E_t\left(-\text{Ln} \frac{P_{t+1}}{P_t}\right) + \frac{1}{2} \text{var}\left(\text{Ln} \frac{P_{t+1}}{P_t}\right) + \gamma \text{cov}\left(\text{Ln} \frac{C_{t+1}}{C_t}, \text{Ln} \frac{P_{t+1}}{P_t}\right)\right] \right\}$$

Lấy loga của cả 2 vế ta được:

$$-\text{Ln}(1 + R_{t+1}) = -\text{Ln}(1 + r_{t+1}) - E_t\left(\text{Ln} \frac{P_{t+1}}{P_t}\right) + \frac{1}{2} \text{var}\left(\text{Ln} \frac{P_{t+1}}{P_t}\right) + \gamma \text{cov}\left(\text{Ln} \frac{C_{t+1}}{C_t}, \text{Ln} \frac{P_{t+1}}{P_t}\right)$$

Vì R_{t+1} và r_{t+1} là nhỏ nên có thể sử dụng xấp xỉ $\text{Ln}(1+x) \sim x$

Luận án có:

$$R_{t+1} = r_{t+1} - E_t \Delta \text{Ln} P_{t+1} - \text{var} \Delta \text{Ln} P_{t+1} - \gamma \text{cov}(\Delta \text{Ln} C_{t+1}, \Delta \text{Ln} P_{t+1})$$

Nhóm các biến và viết lại phương trình trên dưới dạng:

$$R_{t+1} = E_t \Delta \ln P_{t+1} + \rho - \varepsilon$$

Trong đó

$$\rho = r_{t+1} - \frac{1}{2} \text{var} \Delta \ln P_{t+1}$$

$$\varepsilon = \gamma \text{cov}(\Delta \ln C_{t+1}, \Delta \ln P_{t+1})$$

Sử dụng tính chất của kỳ vọng trong hồi quy tuyến tính và dưới điều kiện là giữa lạm phát thực và lạm phát mong đợi khác nhau ở sai số kỳ vọng có trung bình bằng không ở trạng thái dừng, ta có:

$$\Delta \ln P_{t+1} = R_{t+1} - \rho + \varepsilon + e_{t+1}$$

Trong đó e_{t+1} là số hạng nhiễu.

Phương trình trên có thể viết lại dưới dạng sau:

$$R_{t+1} = \Delta \ln P_{t+1} + \rho - \varepsilon - e_{t+1} \quad (21)$$

Trong đó:

R_{t+1} là lãi suất ngắn hạn danh nghĩa kỳ $t+1$;

$\Delta \ln P_{t+1}$ là tỷ lệ lạm phát kỳ $t+1$;

ρ là trung bình của lãi suất thực từ t đến $t+1$ trừ đi một nửa của phương sai có điều kiện của lạm phát.

ε là trung bình của phí bảo hiểm rủi ro.

Phụ lục 2.5

Bảng: Tình hình lãi suất giai đoạn tháng 1/2005 – tháng 10/2016

Đvt: lần/năm

	Lãi suất tái cấp vốn	Lãi suất tái chiết khấu	LS cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử LNH	LS cho vay qua đêm bình quân liên ngân hàng	LS huy động vốn bình quân của hệ thống NHTM	LS cho vay bình quân của hệ thống NHTM	Logarite (CPI)	CPI so với cùng kỳ năm trước
2005M01	0,0500	0,0300	0,1080	0,0627	0,0654	0,1025	4,6977494	109,7
2005M02	0,0550	0,0350	0,1080	0,0632	0,0654	0,1110	4,6922649	109,1
2005M03	0,0550	0,0350	0,1080	0,0628	0,0654	0,1110	4,6858281	108,4
2005M04	0,0550	0,0350	0,1080	0,0628	0,0720	0,1080	4,6867502	108,5
2005M05	0,0550	0,0350	0,1080	0,0630	0,0720	0,1080	4,6830567	108,1
2005M06	0,0600	0,0400	0,1080	0,0624	0,0720	0,1103	4,6784206	107,6
2005M07	0,0600	0,0400	0,1080	0,0661	0,0720	0,1103	4,6774908	107,5
2005M08	0,0600	0,0400	0,1080	0,0680	0,0720	0,1103	4,6756286	107,3
2005M09	0,0600	0,0400	0,1080	0,0600	0,0753	0,1118	4,6802777	107,8
2005M10	0,0600	0,0400	0,1080	0,0594	0,0753	0,1118	4,6849052	108,3
2005M11	0,0600	0,0400	0,1080	0,0612	0,0753	0,1140	4,6867502	108,5
2005M12	0,0650	0,0450	0,1080	0,0644	0,0753	0,1140	4,6858281	108,4
2006M01	0,0650	0,0450	0,1080	0,0631	0,0753	0,1118	4,6895113	108,8
2006M02	0,0650	0,0450	0,1080	0,0592	0,0765	0,1118	4,6858281	108,4
2006M03	0,0650	0,0450	0,1080	0,0591	0,0765	0,1118	4,6793496	107,7
2006M04	0,0650	0,0450	0,1080	0,0593	0,0765	0,1118	4,6756286	107,3
2006M05	0,0650	0,0450	0,1080	0,0610	0,0753	0,1118	4,6774908	107,5
2006M06	0,0650	0,0450	0,1080	0,0606	0,0765	0,1118	4,6784206	107,6
2006M07	0,0650	0,0450	0,1080	0,0590	0,0765	0,1118	4,6774908	107,5
2006M08	0,0650	0,0450	0,1080	0,0556	0,0765	0,1118	4,6774908	107,5
2006M09	0,0650	0,0450	0,1080	0,0581	0,0765	0,1118	4,6718938	106,9
2006M10	0,0650	0,0450	0,1080	0,0599	0,0765	0,1118	4,6700212	106,7
2006M11	0,0650	0,0450	0,1080	0,0606	0,0765	0,1118	4,6718938	106,9
2006M12	0,0650	0,0450	0,1080	0,0688	0,0765	0,1118	4,6690835	106,6
2007M01	0,0650	0,0450	0,1080	0,0721	0,0768	0,1118	4,6677046	106,45311
2007M02	0,0650	0,0450	0,1080	0,0602	0,0768	0,1118	4,668145	106,5
2007M03	0,0650	0,0450	0,1080	0,0456	0,0765	0,1118	4,6709579	106,8
2007M04	0,0650	0,0450	0,1080	0,0444	0,0765	0,1118	4,6746962	107,2
2007M05	0,0650	0,0450	0,1080	0,0418	0,0765	0,1118	4,6756286	107,3
2007M06	0,0650	0,0450	0,1080	0,0590	0,0744	0,1118	4,6802777	107,8

2007M07	0,0650	0,0450	0,1080	0,0380	0,0744	0,1118	4,6857358	108,39
2007M08	0,0650	0,0450	0,1080	0,0327	0,0744	0,1118	4,6873951	108,57
2007M09	0,0650	0,0450	0,1080	0,0514	0,0744	0,1118	4,6895113	108,8
2007M10	0,0650	0,0450	0,1080	0,0516	0,0744	0,1118	4,6944623	109,34
2007M11	0,0650	0,0450	0,1080	0,0751	0,0720	0,1118	4,7005713	110,01
2007M12	0,0650	0,0450	0,1080	0,0647	0,0720	0,1118	4,7241081	112,63
2008M01	0,0650	0,0450	0,1080	0,0844	0,0720	0,1118	4,7371629	114,11
2008M02	0,0750	0,0600	0,1080	0,1464	0,0897	0,1118	4,7507413	115,67
2008M03	0,0750	0,0600	0,1080	0,0620	0,1119	0,1460	4,7823954	119,39
2008M04	0,0750	0,0600	0,1080	0,1230	0,1152	0,1427	4,7992556	121,42
2008M05	0,1025	0,0850	0,1080	0,1398	0,1325	0,1653	4,8299125	125,2
2008M06	0,1400	0,1200	0,1080	0,1712	0,1664	0,1911	4,842611	126,8
2008M07	0,1500	0,1300	0,1080	0,1816	0,1689	0,2025	4,844502	127,04
2008M08	0,1500	0,1300	0,1500	0,1648	0,1716	0,2019	4,8545271	128,32
2008M09	0,1500	0,1300	0,1400	0,1423	0,1692	0,1986	4,8512487	127,9
2008M10	0,1450	0,1250	0,1400	0,1208	0,1524	0,1800	4,8419799	126,72
2008M11	0,1300	0,1100	0,1200	0,0872	0,1002	0,1326	4,8220542	124,22
2008M12	0,1083	0,0883	0,0950	0,0761	0,0777	0,1098	4,7865747	119,89
2009M01	0,0950	0,0750	0,0950	0,0549	0,0699	0,1008	4,7662681	117,48
2009M02	0,0800	0,0600	0,0800	0,0640	0,0654	0,0939	4,7430173	114,78
2009M03	0,0800	0,0600	0,0800	0,0646	0,0711	0,0915	4,7117799	111,25
2009M04	0,0750	0,0550	0,0700	0,0627	0,0717	0,0915	4,6934558	109,23
2009M05	0,0700	0,0500	0,0700	0,0599	0,0732	0,0960	4,659469	105,58
2009M06	0,0700	0,0500	0,0700	0,0569	0,0750	0,0996	4,6438138	103,94
2009M07	0,0700	0,0500	0,0700	0,0601	0,0762	0,0996	4,6377342	103,31
2009M08	0,0700	0,0500	0,0700	0,0730	0,0795	0,1026	4,6246929	101,97145
2009M09	0,0700	0,0500	0,0700	0,0707	0,0813	0,1035	4,6290753	102,41932
2009M10	0,0700	0,0500	0,0700	0,0707	0,0840	0,1046	4,6346319	102,99
2009M11	0,0700	0,0500	0,0700	0,0799	0,0996	0,1046	4,6477843	104,35351
2009M12	0,0800	0,0600	0,0800	0,1072	0,1023	0,1200	4,6683131	106,51791
2010M01	0,0800	0,0600	0,0800	0,0915	0,1023	0,1200	4,6786266	107,62216
2010M02	0,0800	0,0600	0,0800	0,1009	0,1023	0,1200	4,6864049	108,46255
2010M03	0,0800	0,0600	0,0800	0,0729	0,1032	0,1200	4,6955784	109,4621
2010M04	0,0800	0,0600	0,0800	0,0692	0,1097	0,1386	4,6934835	109,23303
2010M05	0,0800	0,0600	0,0800	0,0691	0,1118	0,1323	4,6903382	108,89
2010M06	0,0800	0,0600	0,0800	0,0654	0,1122	0,1323	4,6925398	109,13
2010M07	0,0800	0,0600	0,0800	0,0667	0,1110	0,1325	4,6839155	108,19287
2010M08	0,0800	0,0600	0,0800	0,0682	0,1110	0,1300	4,6838157	108,18208
2010M09	0,0800	0,0600	0,0800	0,0694	0,1110	0,1325	4,6906498	108,92393
2010M10	0,0800	0,0600	0,0800	0,0743	0,1100	0,1325	4,6974019	109,66189
2010M11	0,0900	0,0700	0,0900	0,1027	0,1200	0,1325	4,7103407	111,09
2010M12	0,0900	0,0700	0,0900	0,1110	0,1388	0,1530	4,7162469	111,74807

2011M01	0,0900	0,0700	0,0900	0,1203	0,1388	0,1530	4,719989	112,16701
2011M02	0,1100	0,0700	0,1100	0,1156	0,1400	0,1642	4,7212632	112,31003
2011M03	0,1200	0,1200	0,1200	0,1331	0,1400	0,1642	4,735259	113,89296
2011M04	0,1300	0,1200	0,1300	0,1318	0,1400	0,1791	4,7665208	117,50969
2011M05	0,1400	0,1300	0,1400	0,1263	0,1400	0,1808	4,7856567	119,78
2011M06	0,1400	0,1300	0,1400	0,1240	0,1400	0,1808	4,7943018	120,82
2011M07	0,1400	0,1300	0,1400	0,1232	0,1400	0,1809	4,8053317	122,16
2011M08	0,1400	0,1300	0,1400	0,1090	0,1400	0,1809	4,8123469	123,02
2011M09	0,1400	0,1300	0,1400	0,1249	0,1400	0,1755	4,8074578	122,42
2011M10	0,1500	0,1300	0,1600	0,1267	0,1400	0,1670	4,8006547	121,59
2011M11	0,1500	0,1300	0,1600	0,1341	0,1400	0,1551	4,7860741	119,83
2011M12	0,1500	0,1300	0,1600	0,1411	0,1400	0,1532	4,7717857	118,13
2012M01	0,1500	0,1300	0,1600	0,1450	0,1400	0,1544	4,764479	117,27
2012M02	0,1500	0,1300	0,1600	0,1297	0,1400	0,1536	4,7573761	116,44
2012M03	0,1400	0,1200	0,1500	0,1094	0,1296	0,1510	4,7375134	114,15
2012M04	0,1300	0,1100	0,1400	0,0862	0,1200	0,1470	4,7053774	110,54
2012M05	0,1200	0,1000	0,1300	0,0547	0,1104	0,1430	4,6852744	108,34
2012M06	0,1100	0,0900	0,1200	0,0519	0,0900	0,1260	4,6718938	106,9
2012M07	0,1000	0,0800	0,1200	0,0549	0,0900	0,1250	4,6572881	105,35
2012M08	0,1000	0,0800	0,1200	0,0408	0,0900	0,1249	4,6543412	105,04
2012M09	0,1000	0,0800	0,1200	0,0400	0,0900	0,1249	4,6679572	106,48
2012M10	0,1000	0,0800	0,1200	0,0310	0,0900	0,1237	4,6728288	107
2012M11	0,1000	0,0800	0,1200	0,0235	0,0900	0,1237	4,6735762	107,08
2012M12	0,0900	0,0700	0,1000	0,0354	0,0804	0,1194	4,6710516	106,81
2013M01	0,0900	0,0700	0,1000	0,0304	0,0801	0,1200	4,6734828	107,07
2013M02	0,0900	0,0700	0,1000	0,0327	0,0801	0,1186	4,6730157	107,02
2013M03	0,0800	0,0600	0,0900	0,0302	0,0756	0,1168	4,6694587	106,64
2013M04	0,0800	0,0600	0,0900	0,0298	0,0738	0,1032	4,6691773	106,61
2013M05	0,0700	0,0500	0,0800	0,0182	0,0693	0,1020	4,6668296	106,36
2013M06	0,0700	0,0500	0,1200	0,0098	0,0681	0,1008	4,6699274	106,69
2013M07	0,0700	0,0500	0,1200	0,0307	0,0693	0,1008	4,6755354	107,29
2013M08	0,0700	0,0500	0,1200	0,0393	0,0681	0,0969	4,6774908	107,5
2013M09	0,0700	0,0500	0,1200	0,0269	0,0681	0,0969	4,6662653	106,3
2013M10	0,0700	0,0500	0,1200	0,0328	0,0693	0,0963	4,6626841	105,92
2013M11	0,0700	0,0500	0,1200	0,0360	0,0681	0,0963	4,6613615	105,78
2013M12	0,0700	0,0500	0,1000	0,0285	0,0669	0,0963	4,6638164	106,04
2014M01	0,0700	0,0500	0,1000	0,0428	0,0669	0,0963	4,6582369	105,45
2014M02	0,0700	0,0500	0,1000	0,0204	0,0657	0,0963	4,6506214	104,65
2014M03	0,0650	0,0450	0,0750	0,0186	0,0600	0,0948	4,6481339	104,39
2014M04	0,0650	0,0450	0,0750	0,0209	0,0588	0,0924	4,6487085	104,45
2014M05	0,0650	0,0450	0,0750	0,0294	0,0588	0,0828	4,6512901	104,72
2014M06	0,0650	0,0450	0,0750	0,0205	0,0579	0,0828	4,6537699	104,98

2014M07	0,0650	0,0450	0,0750	0,0247	0,0576	0,0804	4,6533888	104,94
2014M08	0,0650	0,0450	0,0750	0,0332	0,0576	0,0852	4,6473672	104,31
2014M09	0,0650	0,0450	0,0750	0,0187	0,0576	0,0840	4,6407304	103,62
2014M10	0,0650	0,0450	0,0750	0,0210	0,0516	0,0816	4,6369595	103,23
2014M11	0,0650	0,0450	0,0750	0,0272	0,0492	0,0816	4,6308379	102,6
2014M12	0,0650	0,0450	0,0750	0,0306	0,0492	0,0816	4,623403	101,84
2015M01	0,0650	0,0450	0,0750	0,0347	0,0489	0,0723	4,6145263	100,94
2015M02	0,0650	0,0450	0,0750	0,0439	0,0489	0,0723	4,6085644	100,34
2015M03	0,0650	0,0450	0,0750	0,0392	0,0468	0,0723	4,6144272	100,93
2015M04	0,0650	0,0450	0,0750	0,0364	0,0468	0,0723	4,6150215	100,99
2015M05	0,0650	0,0450	0,0750	0,0255	0,0468	0,0723	4,6146253	100,95
2015M06	0,0650	0,0450	0,0750	0,0284	0,0480	0,0723	4,6151205	101
2015M07	0,0650	0,0450	0,0750	0,0223	0,0480	0,0723	4,6141299	100,9
2015M08	0,0650	0,0450	0,0750	0,0419	0,0468	0,0696	4,6112517	100,61
2015M09	0,0650	0,0450	0,0750	0,0366	0,0468	0,0696	4,6051702	100
2015M10	0,0650	0,0450	0,0750	0,0257	0,0468	0,0696	4,6051702	100
2015M11	0,0650	0,0450	0,0750	0,0227	0,0483	0,0696	4,6085644	100,34
2015M12	0,0650	0,0450	0,0750	0,0459	0,0468	0,0696	4,6111523	100,6
2016M01	0,0650	0,0450	0,0750	0,0483	0,0483	0,0696	4,6131384	100,8
2016M02	0,0650	0,0450	0,0750	0,0342	0,0489	0,0696	4,6093614	100,42
2016M03	0,0650	0,0450	0,0750	0,0369	0,0525	0,0696	4,621929	101,69
2016M04	0,0650	0,0450	0,0750	0,0433	0,0525	0,0696	4,6238938	101,89
2016M05	0,0650	0,0450	0,0750	0,0191	0,0525	0,0696	4,6277142	102,28
2016M06	0,0650	0,0450	0,0750	0,0128	0,0525	0,0696	4,6288867	102,4
2016M07	0,0650	0,0450	0,0750	0,0114	0,0525	0,0696	4,6287891	102,39
2016M08	0,0650	0,0450	0,0750	0,0090	0,0525	0,0696	4,6305455	102,57
2016M09	0,0650	0,0450	0,0750	0,0047	0,0480	0,0696	4,6380245	103,34
2016M10	0,0650	0,0450	0,0750	0,0049	0,0480	0,0696	4,6452559	104,09

Nguồn: NHNN, IFS, Tổng cục Thống kê và tính toán của tác giả

Phụ lục 2.6

Bảng 1: Kết quả mô hình hồi quy giữa DCPI_SA và TCV

Biến	Hệ số
Constant	0,0022 (0,4511)
TCV	-0,0315 (0,3513)
Goodness of fit	
R^2	0,0063
Adj R^2	-0,0009
Log Likelihood	438,4956
AIC	-6,1914
SC	-6,1496
F-Stat	0,8747 (0,3513)
Regression Diagnostic	
Jarque-Bera	29,6194 (0,0000)***
LM Test	97,1308 (0,0000)
Durbin-Watson	0,4857

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6

*Ghi chú: *** có ý nghĩa thống kê ở mức 1%*

Bảng 2: Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị đối với phần dư của mô hình hồi quy giữa DCPI_SA và TCV

Biến	Kiểm định nghiệm đơn vị Dickey - Fuller bậc 0	
	T - statistic	P - value
U	-4,8686***	0,0001

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6

*Ghi chú: *** có ý nghĩa thống kê ở mức 1%*

Bảng 3: Kết quả mô hình hồi quy giữa DCPI_SA và TCK

Biến	Hệ số
Constant	0,0007 (0,7484)
TCK	-0,0175 (0,5887)
Goodness of fit	
R^2	0,0021
Adj R^2	-0,0051
Log Likelihood	438,2021
AIC	-6,1872
SC	-6,1454
F-Stat	0,2937 (0,5887)
Regression Diagnostic	
Jarque-Bera	30,1168 (0,0000)
LM Test	97,4207 (0,0000)
Durbin-Watson	0,4832

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6

Bảng 4: Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị đối với phần dư của mô hình hồi quy giữa DCPI_SA và TCK

Biến	Kiểm định nghiệm đơn vị Dickey - Fuller bậc 0	
	T - statistic	P - value
U1	-4,8613***	0,0001

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6

*Ghi chú: *** có ý nghĩa thống kê ở mức 1%*

Bảng 5: Kết quả mô hình hồi quy giữa DCPI_SA với QD_SA

Biến	Hệ số
Constant	-0,0035 (0,0495)**
QD_SA	0,0492 (0,0418)**
R^2	0,0295
Adj R^2	0,0225
Log Likelihood	440,1626
AIC	-6,2151
SC	-6,1732
F-Stat	4,2216 (0,0418)**
Jarque-Bera	37,5901 (0,0000)***
LM Test	90,8128 (0,0000)***
Durbin-Watson	0,5135

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6

*Ghi chú: *** có ý nghĩa thống kê ở mức 1%; ** có ý nghĩa thống kê ở mức 5%;*

Bảng 6: Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị đối với phần dư của mô hình hồi quy giữa DCPI_SA và QD_SA

Biến	Kiểm định nghiệm đơn vị Dickey - Fuller bậc 0	
	T - statistic	P - value
U2	-4,6148***	0,0002

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6

*Ghi chú: *** có ý nghĩa thống kê ở mức 1%*

Bảng 7: Kết quả mô hình hồi quy giữa DCPI_SA với TT

Biến	Hệ số
Constant	-6,61E-05 (0,9868)**
TT	-0,0032 (0,9349)**
R^2	0,0001
Adj R^2	-0,0071
Log Likelihood	438,0567
AIC	-6,1852
SC	-6,1434
F-Stat	0,0067 (0,9349)**
Jarque-Bera	31,2023 (0,0000)***
LM Test	95,9043 (0,0000)***
Durbin-Watson	0,4813

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6

*Ghi chú: *** có ý nghĩa thống kê ở mức 1%; ** có ý nghĩa thống kê ở mức 5%;*

Bảng 8: Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị đối với phần dư của mô hình hồi quy giữa DCPI_SA và TT

Biến	Kiểm định nghiệm đơn vị Dickey - Fuller bậc 0	
	T - statistic	P - value
U3	-4,8355***	0,0001

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6

*Ghi chú: *** có ý nghĩa thống kê ở mức 1%*

Bảng 9: Kết quả mô hình hiệu chỉnh sai số giữa DCPI_SA và TCV

Biến	Hệ số
Constant	0,0055 (0,0045)***
TCV	-0,0711 (0,0016)***
U(-1)	0,7697 (0,0000)***
Goodness of fit	
R^2	0,5851
Adj R^2	0,5791
Log Likelihood	496,1096
AIC	-7,0444
SC	-6,9814
F-Stat	96,6147 (0,0000)***
Regression Diagnostic	
Jarque-Bera	17,0254 (0,0002)***
LM Test	2,4499 (0,0901)**
Durbin-Watson	2,2073

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6

*Ghi chú: *** có ý nghĩa thống kê ở mức 1%; ** có ý nghĩa thống kê ở mức 5%;*

Bảng 10: Kết quả mô hình hiệu chỉnh sai số giữa DCPI_SA và TCK

Biến	Hệ số
Constant	0,0031 (0,0378)**
TCK	-0,0538 (0,0124)**
U1(-1)	0,7699 (0,0000)***
Goodness of fit	
R^2	0,5843
Adj R^2	0,5782
Log Likelihood	495,9625
AIC	-7,0423
SC	-6,9793
F-Stat	96,2680 (0,0000)***
Regression Diagnostic	
Jarque-Bera	16,0109 (0,0003)***
LM Test	2,3806 (0,0964)**
Durbin-Watson	2,1999

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6

*Ghi chú: *** có ý nghĩa thống kê ở mức 1%; ** có ý nghĩa thống kê ở mức 5%;*

Bảng 11: Kết quả mô hình hiệu chỉnh sai số giữa DCPI_SA và QD_SA

Biến	Hệ số
Constant	-0,0016 (0,1792)
QD_SA	0,0206 (0,2032)
U2(-1)	0,7580 (0,0000)***
R^2	0,5741
Adj R^2	0,5678
Log Likelihood	494,2642
AIC	-7,0181
SC	-6,9550
F-Stat	92,3187 (0,0000)***
Jarque-Bera	17,3260 (0,0002)***
LM Test	2,3285 (0,1013)***
Durbin-Watson	2,2122

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6

*Ghi chú: *** có ý nghĩa thống kê ở mức 1%; ** có ý nghĩa thống kê ở mức 5%;*

Bảng 12: Kết quả mô hình hiệu chỉnh sai số giữa DCPI_SA và TT

Biến	Hệ số
Constant	0,0029 (0,2760)
TT	-0,0316 (0,2144)
U3(-1)	0,7649 (0,0000)***
R^2	0,5797
Adj R^2	0,5736
Log Likelihood	495,2051
AIC	-7,0315
SC	-6,9685
F-Stat	94,4949 (0,0000)***
Jarque-Bera	12,6861 (0,0018)***
LM Test	1,5668 (0,2125)***
Durbin-Watson	2,1713

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6

*Ghi chú: *** có ý nghĩa thống kê ở mức 1%; ** có ý nghĩa thống kê ở mức 5%;*

Phụ lục 2.7

Bảng 1: Kiểm định mối quan hệ nhân quả Granger cho mô hình VAR với DTG

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 05/11/17 Time: 01:48

Sample: 2005M01 2016M10

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DTCV does not Granger Cause DTCK	139	34.5429	8.E-13
DTCK does not Granger Cause DTCV		1.25949	0.2871
DTT does not Granger Cause DTCK	139	2.74459	0.0679
DTCK does not Granger Cause DTT		8.94486	0.0002
DQD_SA does not Granger Cause DTCK	139	7.46987	0.0008
DTCK does not Granger Cause DQD_SA		2.11739	0.1244
DTG does not Granger Cause DTCK	139	9.05773	0.0002
DTCK does not Granger Cause DTG		1.22869	0.2960
DCPI_SA does not Granger Cause DTCK	139	8.85748	0.0002
DTCK does not Granger Cause DCPI_SA		3.62452	0.0293
DTT does not Granger Cause DTCV	139	0.70001	0.4984
DTCV does not Granger Cause DTT		11.0457	4.E-05
DQD_SA does not Granger Cause DTCV	139	9.53783	0.0001
DTCV does not Granger Cause DQD_SA		6.21115	0.0026
DTG does not Granger Cause DTCV	139	9.54926	0.0001
DTCV does not Granger Cause DTG		2.36073	0.0983
DCPI_SA does not Granger Cause DTCV	139	9.30690	0.0002
DTCV does not Granger Cause DCPI_SA		0.25965	0.7717
DQD_SA does not Granger Cause DTT	139	8.10583	0.0005
DTT does not Granger Cause DQD_SA		0.89998	0.4090
DTG does not Granger Cause DTT	139	8.84893	0.0002
DTT does not Granger Cause DTG		0.18491	0.8314
DCPI_SA does not Granger Cause DTT	139	3.37481	0.0372
DTT does not Granger Cause DCPI_SA		0.38841	0.6789
DTG does not Granger Cause DQD_SA	139	9.72568	0.0001
DQD_SA does not Granger Cause DTG		14.6411	2.E-06
DCPI_SA does not Granger Cause DQD_SA	139	8.18126	0.0004
DQD_SA does not Granger Cause DCPI_SA		11.4463	3.E-05
DCPI_SA does not Granger Cause DTG	139	3.27014	0.0411
DTG does not Granger Cause DCPI_SA		2.91572	0.0576

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6

Bảng 2: Kiểm định mối quan hệ nhân quả Granger cho mô hình VAR với DCV

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 05/11/17 Time: 01:49

Sample: 2005M01 2016M10

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DTCV does not Granger Cause DTCK	139	34.5429	8.E-13
DTCK does not Granger Cause DTCV		1.25949	0.2871
DTT does not Granger Cause DTCK	139	2.74459	0.0679
DTCK does not Granger Cause DTT		8.94486	0.0002
DQD_SA does not Granger Cause DTCK	139	7.46987	0.0008
DTCK does not Granger Cause DQD_SA		2.11739	0.1244
DCPI_SA does not Granger Cause DTCK	139	8.85748	0.0002
DTCK does not Granger Cause DCPI_SA		3.62452	0.0293
DCV does not Granger Cause DTCK	139	13.5048	5.E-06
DTCK does not Granger Cause DCV		11.2945	3.E-05
DTT does not Granger Cause DTCV	139	0.70001	0.4984
DTCV does not Granger Cause DTT		11.0457	4.E-05
DQD_SA does not Granger Cause DTCV	139	9.53783	0.0001
DTCV does not Granger Cause DQD_SA		6.21115	0.0026
DCPI_SA does not Granger Cause DTCV	139	9.30690	0.0002
DTCV does not Granger Cause DCPI_SA		0.25965	0.7717
DCV does not Granger Cause DTCV	139	12.0499	2.E-05
DTCV does not Granger Cause DCV		6.80025	0.0015
DQD_SA does not Granger Cause DTT	139	8.10583	0.0005
DTT does not Granger Cause DQD_SA		0.89998	0.4090
DCPI_SA does not Granger Cause DTT	139	3.37481	0.0372
DTT does not Granger Cause DCPI_SA		0.38841	0.6789
DCV does not Granger Cause DTT	139	7.73412	0.0007
DTT does not Granger Cause DCV		0.09545	0.9090
DCPI_SA does not Granger Cause DQD_SA	139	8.18126	0.0004
DQD_SA does not Granger Cause DCPI_SA		11.4463	3.E-05
DCV does not Granger Cause DQD_SA	139	13.4701	5.E-06
DQD_SA does not Granger Cause DCV		23.0590	2.E-09
DCV does not Granger Cause DCPI_SA	139	2.18009	0.1170
DCPI_SA does not Granger Cause DCV		3.28335	0.0405

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6

Bảng 3: Kiểm tra độ trễ của mô hình VAR với DTG

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: DTCK DTCV DTT DQD_SA DCPI_SA DTG

Exogenous variables: C

Date: 05/11/17 Time: 01:52

Sample: 2005M01 2016M10

Included observations: 133

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	2827.287	NA	1.51e-26	-42.42537	-42.29498	-42.37238
1	2993.467	314.8669	2.14e-27	-44.38296	-43.47022*	-44.01206
2	3042.932	89.26028	1.75e-27	-44.58544	-42.89035	-43.89662
3	3109.819	114.6627	1.11e-27	-45.04990	-42.57246	-44.04317*
4	3160.394	82.13731	9.05e-28	-45.26908	-42.00929	-43.94443
5	3198.618	58.62969	8.98e-28	-45.30253	-41.26039	-43.65996
6	3239.946	59.66169	8.61e-28	-45.38265	-40.55816	-43.42216
7	3277.781	51.20432	8.84e-28	-45.41023	-39.80339	-43.13183
8	3325.453	60.21840*	7.98e-28*	-45.58577*	-39.19657	-42.98944

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6

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

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: DTCK DTCV DTT DQD_SA DCPI_SA DCV

Exogenous variables: C

Date: 05/11/17 Time: 01:53

Sample: 2005M01 2016M10

Included observations: 133

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	2817.722	NA	1.75e-26	-42.28154	-42.15114	-42.22855
1	2982.884	312.9376	2.51e-27	-44.22381	-43.31107*	-43.85291*
2	3028.605	82.50470	2.17e-27	-44.37000	-42.67491	-43.68118
3	3086.084	98.53575	1.59e-27	-44.69300	-42.21555	-43.68626
4	3121.167	56.97677	1.63e-27	-44.67920	-41.41941	-43.35455
5	3176.223	84.44719	1.26e-27	-44.96576	-40.92362	-43.32319
6	3215.689	56.97346	1.24e-27	-45.01788	-40.19339	-43.05740
7	3254.718	52.82028	1.25e-27	-45.06342	-39.45658	-42.78502
8	3296.687	53.01358*	1.23e-27*	-45.15318*	-38.76399	-42.55686

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

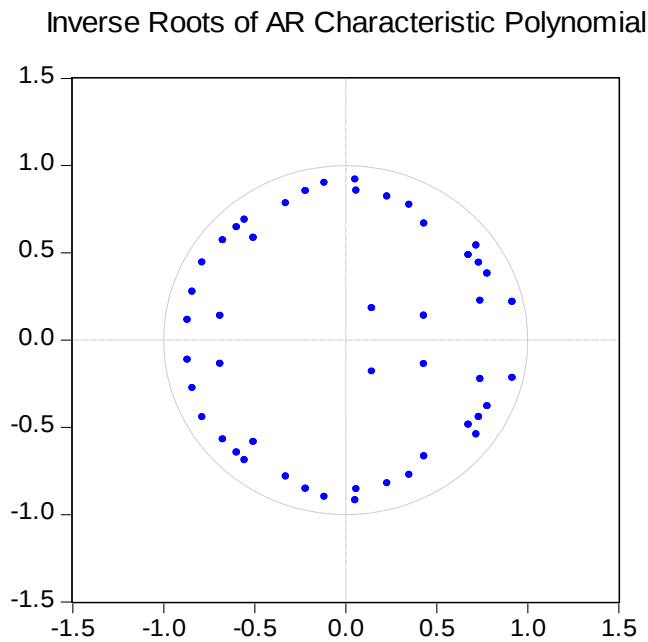
AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

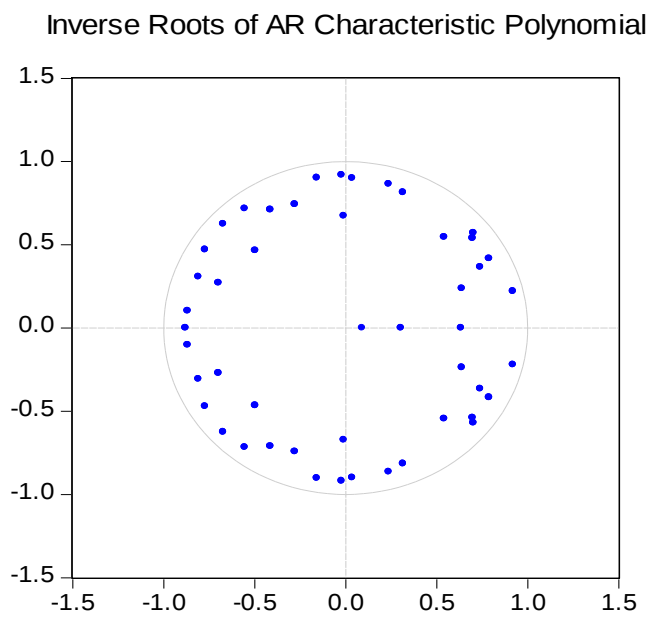
Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6

Hình 1: Kiểm định tính vững của mô hình VAR với biến DTG



Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6

Hình 2: Kiểm định tính vững của mô hình VAR với biến DCV



Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6

Bảng 5: Kiểm định hiện tượng tự tương quan cho mô hình VAR với biến DTG

VAR Residual Serial Correlation LM Tests
 Null Hypothesis: no serial correlation at lag order h
 Date: 05/11/17 Time: 01:55
 Sample: 2005M01 2016M10
 Included observations: 133

Lags	LM-Stat	Prob
1	29.89940	0.7531
2	39.58391	0.3131
3	43.43857	0.1840
4	42.96716	0.1974
5	89.44775	0.0000
6	44.37043	0.1596
7	60.02221	0.0072
8	31.11452	0.7000
9	27.27097	0.8521
10	51.02504	0.0497
11	49.13614	0.0710
12	71.59645	0.0004

Probs from chi-square with 36 df.

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6

Bảng 6: Kiểm định hiện tượng tự tương quan cho mô hình VAR với DCV

VAR Residual Serial Correlation LM Tests
 Null Hypothesis: no serial correlation at lag order h
 Date: 05/11/17 Time: 01:55
 Sample: 2005M01 2016M10
 Included observations: 133

Lags	LM-Stat	Prob
1	36.30371	0.4545
2	43.44861	0.1838
3	31.60484	0.6777
4	38.68332	0.3494
5	77.81129	0.0001
6	51.73338	0.0433
7	48.78189	0.0757
8	31.88481	0.6647
9	28.27078	0.8174
10	65.90069	0.0017
11	51.10150	0.0490
12	63.87442	0.0029

Probs from chi-square with 36 df.

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6

Bảng 7: Kiểm định tính chuẩn cho mô hình VAR với biến DTG

VAR Residual Normality Tests

Orthogonalization: Cholesky (Lutkepohl)

Null Hypothesis: residuals are multivariate normal

Date: 05/11/17 Time: 01:56

Sample: 2005M01 2016M10

Included observations: 133

Component	Skewness	Chi-sq	df	Prob.
1	0.581093	7.485009	1	0.0062
2	0.706509	11.06460	1	0.0009
3	0.172690	0.661050	1	0.4162
4	0.081064	0.145664	1	0.7027
5	0.068597	0.104306	1	0.7467
6	0.315263	2.203168	1	0.1377
Joint		21.66380	6	0.0014

Component	Kurtosis	Chi-sq	df	Prob.
1	2.928111	0.028639	1	0.8656
2	5.434376	32.84094	1	0.0000
3	3.052693	0.015387	1	0.9013
4	1.878858	6.965647	1	0.0083
5	1.538214	11.84153	1	0.0006
6	1.462167	13.10566	1	0.0003
Joint		64.79781	6	0.0000

Component	Jarque-Bera	df	Prob.
1	7.513649	2	0.0234
2	43.90555	2	0.0000
3	0.676437	2	0.7130
4	7.111310	2	0.0286
5	11.94584	2	0.0025
6	15.30883	2	0.0005
Joint	86.46161	12	0.0000

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6

Mặc dù P.Value < 5% song do số quan sát là 136 quan sát > 60, theo quy luật số lớn, mô hình gần với phân phối chuẩn.

Bảng 8: Kiểm định tính chuẩn cho mô hình VAR với DCV

VAR Residual Normality Tests

Orthogonalization: Cholesky (Lutkepohl)

Null Hypothesis: residuals are multivariate normal

Date: 05/11/17 Time: 01:57

Sample: 2005M01 2016M10

Included observations: 133

Component	Skewness	Chi-sq	df	Prob.
1	0.679809	10.24412	1	0.0014
2	0.554182	6.807770	1	0.0091
3	0.277004	1.700880	1	0.1922
4	0.162693	0.586728	1	0.4437
5	0.154381	0.528311	1	0.4673
6	0.431168	4.120909	1	0.0424
Joint		23.98872	6	0.0005

Component	Kurtosis	Chi-sq	df	Prob.
1	3.168619	0.157563	1	0.6914
2	4.803444	18.02377	1	0.0000
3	3.471892	1.234028	1	0.2666
4	2.230895	3.278018	1	0.0702
5	1.487148	12.68333	1	0.0004
6	2.393206	2.040437	1	0.1532
Joint		37.41714	6	0.0000

Component	Jarque-Bera	df	Prob.
1	10.40168	2	0.0055
2	24.83154	2	0.0000
3	2.934908	2	0.2305
4	3.864746	2	0.1448
5	13.21164	2	0.0014
6	6.161346	2	0.0459
Joint	61.40586	12	0.0000

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6

Mặc dù P.Value < 5% song do số quan sát là 136 quan sát > 60, theo quy luật số lớn, mô hình gần với phân phối chuẩn.

Bảng 9: Kết quả ước lượng mô hình VAR với biến DTG

Vector Autoregression Estimates
Date: 05/11/17 Time: 01:57
Sample (adjusted): 2005M10 2016M10
Included observations: 133 after adjustments
Standard errors in () & t-statistics in { }

	DTCK	DTCV	DTT	DQD_SA	DCPI_SA	DTG
DTCK(-1)	-0.507363 (0.18534) {-2.73749}	0.271844 (0.15209) { 1.78741}	0.017459 (0.22451) { 0.07777}	0.301408 (0.54206) { 0.55604}	0.398995 (0.23193) { 1.72036}	0.324136 (0.15664) { 2.06931}
DTCK(-2)	-0.144030 (0.23686) {-0.60807}	0.215564 (0.19437) { 1.10905}	0.264304 (0.28693) { 0.92115}	0.655623 (0.69275) { 0.94641}	0.049020 (0.29640) { 0.16538}	-0.133304 (0.20018) {-0.66590}
DTCK(-3)	-0.254039 (0.23497) {-1.08117}	0.086248 (0.19281) { 0.44731}	0.013735 (0.28463) { 0.04826}	-0.032465 (0.68720) {-0.04724}	-0.038303 (0.29403) {-0.13027}	-0.159329 (0.19858) {-0.80233}
DTCK(-4)	0.095703 (0.23485) { 0.40750}	0.365296 (0.19272) { 1.89548}	0.473764 (0.28449) { 1.66530}	0.423639 (0.68687) { 0.61677}	0.409794 (0.29388) { 1.39441}	0.329839 (0.19849) { 1.66178}
DTCK(-5)	0.317661 (0.23713) { 1.33959}	0.608429 (0.19459) { 3.12672}	1.090238 (0.28725) { 3.79539}	0.336534 (0.69354) { 0.48524}	0.495553 (0.29674) { 1.67001}	0.704263 (0.20041) { 3.51407}
DTCK(-6)	-0.008911 (0.24105) {-0.03697}	0.273412 (0.19780) { 1.38225}	0.528323 (0.29200) { 1.80936}	0.914668 (0.70498) { 1.29743}	0.272889 (0.30164) { 0.90470}	0.352459 (0.20372) { 1.73011}
DTCK(-7)	-0.306969 (0.21811) {-1.40742}	0.042118 (0.17898) { 0.23532}	0.721134 (0.26421) { 2.72942}	0.681330 (0.63790) { 1.06809}	0.133919 (0.27293) { 0.49067}	0.098395 (0.18433) { 0.53379}
DTCK(-8)	-0.218729 (0.16204) {-1.34985}	0.068825 (0.13297) { 0.51760}	0.428288 (0.19629) { 2.18194}	0.179020 (0.47391) { 0.37775}	0.099372 (0.20277) { 0.49007}	0.117175 (0.13695) { 0.85562}
DTCV(-1)	1.018590 (0.21415) { 4.75644}	0.099288 (0.17573) { 0.56500}	-0.273268 (0.25941) {-1.05341}	0.346250 (0.62632) { 0.55283}	-0.475085 (0.26798) {-1.77285}	-0.037065 (0.18099) {-0.20479}
DTCV(-2)	0.052128 (0.29197) { 0.17854}	-0.727928 (0.23959) {-3.03818}	0.076532 (0.35369) { 0.21638}	-0.829548 (0.85393) {-0.97144}	-0.476455 (0.36536) {-1.30406}	-0.568748 (0.24676) {-2.30484}
DTCV(-3)	-0.122000 (0.32798) {-0.37197}	-0.135382 (0.26914) {-0.50301}	-0.335438 (0.39731) {-0.84428}	-1.334658 (0.95925) {-1.39135}	0.005536 (0.41043) { 0.01349}	0.377254 (0.27720) { 1.36096}
DTCV(-4)	-0.115672 (0.32082) {-0.36056}	-0.518192 (0.26326) {-1.96835}	-0.621312 (0.38863) {-1.59874}	-0.442806 (0.93829) {-0.47193}	-0.743773 (0.40146) {-1.85269}	-0.595105 (0.27114) {-2.19484}

DTCV(-5)	-0.514544 (0.31379) {-1.63976}	-0.661956 (0.25750) {-2.57072}	-1.359312 (0.38012) {-3.57603}	-0.941132 (0.91775) {-1.02548}	-0.637811 (0.39267) {-1.62430}	-0.952784 (0.26520) {-3.59267}
DTCV(-6)	-0.213467 (0.32615) {-0.65450}	-0.550957 (0.26764) {-2.05857}	-1.040801 (0.39509) {-2.63433}	-0.759833 (0.95390) {-0.79656}	-0.570440 (0.40813) {-1.39768}	-0.850446 (0.27565) {-3.08525}
DTCV(-7)	0.001543 (0.31296) { 0.00493}	-0.093938 (0.25681) {-0.36579}	-0.448099 (0.37911) {-1.18199}	-1.095216 (0.91530) {-1.19656}	-0.085065 (0.39162) {-0.21721}	-0.013477 (0.26450) {-0.05095}
DTCV(-8)	0.650876 (0.25100) { 2.59312}	0.377280 (0.20597) { 1.83171}	0.073412 (0.30405) { 0.24145}	0.138817 (0.73410) { 0.18910}	-0.014592 (0.31409) {-0.04646}	0.258839 (0.21213) { 1.22017}
DTT(-1)	0.003774 (0.09832) { 0.03838}	-0.188737 (0.08068) {-2.33929}	0.139001 (0.11910) { 1.16708}	-0.016909 (0.28755) {-0.05880}	0.070789 (0.12303) { 0.57537}	-0.223360 (0.08310) {-2.68800}
DTT(-2)	0.009656 (0.10212) { 0.09456}	0.099671 (0.08380) { 1.18940}	-0.011103 (0.12370) {-0.08975}	-0.335348 (0.29867) {-1.12281}	0.069812 (0.12779) { 0.54631}	0.014774 (0.08631) { 0.17119}
DTT(-3)	-0.019492 (0.09239) {-0.21097}	-0.029894 (0.07582) {-0.39428}	0.004300 (0.11192) { 0.03842}	0.212749 (0.27022) { 0.78731}	-0.093577 (0.11562) {-0.80936}	-0.205343 (0.07809) {-2.62967}
DTT(-4)	-0.022742 (0.09174) {-0.24789}	0.057784 (0.07528) { 0.76754}	0.138675 (0.11113) { 1.24780}	-0.140733 (0.26832) {-0.52450}	0.121487 (0.11480) { 1.05821}	0.198744 (0.07754) { 2.56321}
DTT(-5)	0.116904 (0.08916) { 1.31123}	0.098889 (0.07316) { 1.35167}	-0.005450 (0.10800) {-0.05046}	0.296656 (0.26075) { 1.13769}	-0.005418 (0.11157) {-0.04856}	0.086081 (0.07535) { 1.14241}
DTT(-6)	-0.029828 (0.08152) {-0.36592}	-0.030358 (0.06689) {-0.45384}	-0.285294 (0.09875) {-2.88916}	0.080567 (0.23841) { 0.33793}	0.086049 (0.10201) { 0.84356}	0.088924 (0.06889) { 1.29074}
DTT(-7)	0.094614 (0.08332) { 1.13554}	-0.000520 (0.06837) {-0.00760}	0.161630 (0.10093) { 1.60139}	0.107565 (0.24368) { 0.44141}	-0.068602 (0.10426) {-0.65797}	-0.026295 (0.07042) {-0.37342}
DTT(-8)	-0.092856 (0.08218) {-1.12994}	-0.061508 (0.06744) {-0.91210}	-0.035023 (0.09955) {-0.35182}	-0.379141 (0.24034) {-1.57749}	0.155486 (0.10283) { 1.51201}	-0.101343 (0.06945) {-1.45916}
DQD_SA(-1)	0.042935 (0.04333) { 0.99082}	0.055447 (0.03556) { 1.55929}	0.087762 (0.05249) { 1.67192}	-0.510746 (0.12673) {-4.03005}	0.152815 (0.05422) { 2.81818}	0.118275 (0.03662) { 3.22954}
DQD_SA(-2)	-0.025406 (0.05427) {-0.46817}	-0.001684 (0.04453) {-0.03781}	0.110983 (0.06574) { 1.68829}	-0.116886 (0.15871) {-0.73646}	0.024934 (0.06791) { 0.36717}	0.134488 (0.04586) { 2.93235}
DQD_SA(-3)	0.025593	-0.007997	0.045239	0.220348	0.167627	0.047695

	(0.05828) { 0.43916}	(0.04782) {-0.16722}	(0.07059) { 0.64084}	(0.17044) { 1.29282}	(0.07292) { 2.29864}	(0.04925) { 0.96838}
DQD_SA(-4)	0.139559 (0.05944) { 2.34771}	0.035847 (0.04878) { 0.73487}	0.132654 (0.07201) { 1.84217}	0.195661 (0.17386) { 1.12541}	0.058278 (0.07439) { 0.78344}	0.127177 (0.05024) { 2.53140}
DQD_SA(-5)	0.060910 (0.06543) { 0.93091}	0.017635 (0.05369) { 0.32844}	-0.040778 (0.07926) {-0.51448}	0.012799 (0.19136) { 0.06688}	-0.093840 (0.08188) {-1.14611}	-0.030710 (0.05530) {-0.55536}
DQD_SA(-6)	0.069318 (0.06548) { 1.05863}	-0.002325 (0.05373) {-0.04327}	0.096163 (0.07932) { 1.21237}	-0.118477 (0.19150) {-0.61867}	0.006759 (0.08194) { 0.08249}	0.044659 (0.05534) { 0.80701}
DQD_SA(-7)	0.122221 (0.06515) { 1.87603}	0.127193 (0.05346) { 2.37918}	-0.047839 (0.07892) {-0.60618}	0.175824 (0.19054) { 0.92277}	-0.098441 (0.08152) {-1.20750}	0.088166 (0.05506) { 1.60125}
DQD_SA(-8)	0.042036 (0.06128) { 0.68595}	0.050033 (0.05029) { 0.99493}	-0.190567 (0.07423) {-2.56709}	0.217176 (0.17923) { 1.21172}	-0.130846 (0.07669) {-1.70628}	0.026088 (0.05179) { 0.50371}
DCPI_SA(-1)	0.099919 (0.10152) { 0.98421}	0.098131 (0.08331) { 1.17793}	-0.029781 (0.12298) {-0.24216}	0.228073 (0.29692) { 0.76813}	0.727121 (0.12704) { 5.72357}	0.069543 (0.08580) { 0.81051}
DCPI_SA(-2)	0.218198 (0.12153) { 1.79546}	0.188277 (0.09973) { 1.88795}	0.123443 (0.14721) { 0.83853}	0.516004 (0.35543) { 1.45177}	-0.112703 (0.15207) {-0.74110}	0.367058 (0.10271) { 3.57376}
DCPI_SA(-3)	-0.154834 (0.11676) {-1.32612}	-0.122039 (0.09581) {-1.27375}	-0.210700 (0.14144) {-1.48973}	-0.412479 (0.34148) {-1.20793}	0.189415 (0.14610) { 1.29643}	-0.248923 (0.09868) {-2.52260}
DCPI_SA(-4)	-0.075557 (0.11820) {-0.63924}	-0.186864 (0.09699) {-1.92656}	-0.072578 (0.14318) {-0.50690}	-0.231629 (0.34569) {-0.67004}	-0.061173 (0.14791) {-0.41359}	-0.016233 (0.09990) {-0.16250}
DCPI_SA(-5)	0.040430 (0.11715) { 0.34511}	0.064670 (0.09613) { 0.67271}	0.254126 (0.14191) { 1.79074}	0.297394 (0.34263) { 0.86798}	0.099752 (0.14660) { 0.68045}	-0.091399 (0.09901) {-0.92313}
DCPI_SA(-6)	0.083053 (0.10872) { 0.76390}	0.120438 (0.08922) { 1.34994}	0.042230 (0.13170) { 0.32065}	-0.018099 (0.31798) {-0.05692}	-0.208794 (0.13605) {-1.53468}	0.053293 (0.09189) { 0.57998}
DCPI_SA(-7)	0.000995 (0.10472) { 0.00951}	-0.031575 (0.08593) {-0.36743}	-0.265429 (0.12686) {-2.09238}	0.254078 (0.30628) { 0.82957}	-0.008347 (0.13104) {-0.06369}	0.086531 (0.08851) { 0.97769}
DCPI_SA(-8)	-0.002506 (0.08966) {-0.02795}	0.024529 (0.07357) { 0.33340}	0.084055 (0.10861) { 0.77393}	-0.073375 (0.26222) {-0.27982}	0.019349 (0.11219) { 0.17246}	-0.021957 (0.07577) {-0.28977}
DTG(-1)	-0.086134 (0.13661) {-0.63053}	0.080320 (0.11210) { 0.71652}	-0.108652 (0.16548) {-0.65659}	-0.014753 (0.39953) {-0.03693}	0.189716 (0.17094) { 1.10982}	0.264370 (0.11545) { 2.28986}

DTG(-2)	-0.026169 (0.14215) {-0.18409}	0.280913 (0.11665) { 2.40815}	0.287532 (0.17220) { 1.66976}	0.542889 (0.41575) { 1.30579}	-0.198823 (0.17788) {-1.11770}	0.006074 (0.12014) { 0.05055}
DTG(-3)	0.368247 (0.14784) { 2.49084}	0.422558 (0.12132) { 3.48308}	-0.062812 (0.17909) {-0.35073}	-0.036475 (0.43239) {-0.08436}	0.127601 (0.18500) { 0.68973}	0.274430 (0.12495) { 2.19637}
DTG(-4)	0.019404 (0.15253) { 0.12721}	-0.034824 (0.12517) {-0.27822}	0.219132 (0.18477) { 1.18597}	0.321041 (0.44610) { 0.71966}	0.218984 (0.19087) { 1.14730}	-0.186375 (0.12891) {-1.44577}
DTG(-5)	-0.161330 (0.14284) {-1.12943}	0.065659 (0.11722) { 0.56015}	0.070500 (0.17303) { 0.40744}	-0.341777 (0.41777) {-0.81810}	0.210593 (0.17875) { 1.17817}	0.055961 (0.12072) { 0.46355}
DTG(-6)	0.038925 (0.12726) { 0.30586}	0.002351 (0.10443) { 0.02251}	0.245874 (0.15416) { 1.59493}	0.146379 (0.37220) { 0.39328}	0.405333 (0.15925) { 2.54527}	0.073747 (0.10755) { 0.68567}
DTG(-7)	0.000214 (0.11716) { 0.00183}	0.010659 (0.09614) { 0.11087}	0.306832 (0.14192) { 2.16195}	-0.059948 (0.34266) {-0.17495}	0.150910 (0.14661) { 1.02933}	0.130586 (0.09902) { 1.31881}
DTG(-8)	-0.072752 (0.10990) {-0.66201}	-0.148707 (0.09018) {-1.64899}	-0.122561 (0.13312) {-0.92065}	-0.229510 (0.32141) {-0.71407}	-0.012268 (0.13752) {-0.08921}	-0.181410 (0.09288) {-1.95319}
C	0.000272 (0.00042) { 0.64676}	0.000257 (0.00035) { 0.74392}	-4.41E-05 (0.00051) {-0.08648}	-0.000207 (0.00123) {-0.16834}	0.000271 (0.00053) { 0.51431}	0.000121 (0.00036) { 0.34131}
R-squared	0.740800	0.773190	0.672686	0.487969	0.826693	0.831319
Adj. R-squared	0.592685	0.643585	0.485650	0.195380	0.727660	0.734930
Sum sq. resids	0.001814	0.001221	0.002661	0.015513	0.002840	0.001295
S.E. equation	0.004647	0.003813	0.005629	0.013590	0.005815	0.003927
F-statistic	5.001539	5.965717	3.596552	1.667763	8.347683	8.624620
Log likelihood	556.2656	582.5626	530.7633	413.5319	526.4431	578.6416
Akaike AIC	-7.628054	-8.023498	-7.244561	-5.481682	-7.179596	-7.964535
Schwarz SC	-6.563188	-6.958633	-6.179695	-4.416817	-6.114731	-6.899670
Mean dependent	3.76E-05	3.76E-05	-0.000248	-0.000408	-0.000279	-0.000205
S.D. dependent	0.007281	0.006387	0.007848	0.015150	0.011142	0.007628
Determinant resid covariance (dof adj.)		1.22E-28				
Determinant resid covariance		7.72E-30				
Log likelihood		3325.453				
Akaike information criterion		-45.58577				
Schwarz criterion		-39.19657				

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6

Bảng 10: Kết quả ước lượng mô hình VAR với biến DCV

Vector Autoregression Estimates
Date: 05/11/17 Time: 02:03
Sample (adjusted): 2005M10 2016M10
Included observations: 133 after adjustments
Standard errors in () & t-statistics in { }

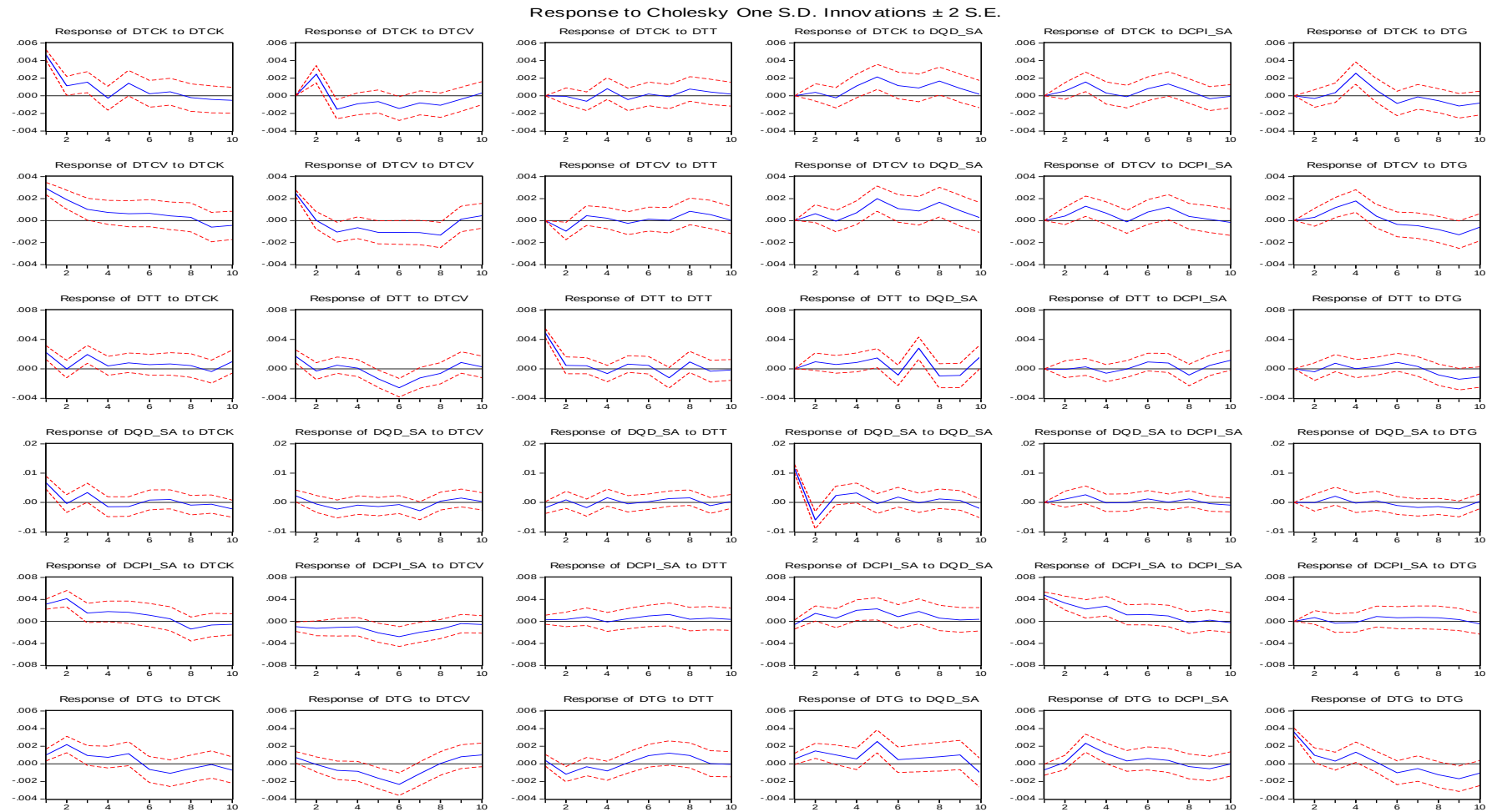
	DTCK	DTCV	DTT	DQD_SA	DCPI_SA	DCV
DTCK(-1)	-0.581102 (0.18336) {-3.16918}	0.035444 (0.15388) { 0.23033}	-0.093580 (0.21740) {-0.43045}	0.104651 (0.52749) { 0.19839}	0.409825 (0.20744) { 1.97562}	0.432094 (0.18623) { 2.32021}
DTCK(-2)	-0.445427 (0.23353) {-1.90736}	-0.188869 (0.19599) {-0.96367}	-0.114021 (0.27689) {-0.41180}	-0.051367 (0.67182) {-0.07646}	-0.171096 (0.26420) {-0.64760}	-0.068142 (0.23719) {-0.28729}
DTCK(-3)	-0.487867 (0.23963) {-2.03596}	-0.272356 (0.20110) {-1.35430}	-0.192893 (0.28411) {-0.67893}	-0.294638 (0.68936) {-0.42741}	-0.416234 (0.27110) {-1.53538}	-0.351302 (0.24338) {-1.44345}
DTCK(-4)	-0.013508 (0.23388) {-0.05776}	0.166308 (0.19628) { 0.84730}	0.142977 (0.27730) { 0.51561}	0.347199 (0.67282) { 0.51604}	0.172823 (0.26459) { 0.65316}	0.167832 (0.23754) { 0.70655}
DTCK(-5)	0.226258 (0.22015) { 1.02776}	0.421635 (0.18476) { 2.28212}	0.729687 (0.26102) { 2.79555}	0.341116 (0.63332) { 0.53862}	0.009768 (0.24906) { 0.03922}	0.112833 (0.22359) { 0.50464}
DTCK(-6)	-0.041809 (0.21976) {-0.19025}	0.269869 (0.18443) { 1.46325}	0.168605 (0.26056) { 0.64709}	1.004799 (0.63220) { 1.58936}	-0.257160 (0.24862) {-1.03435}	-0.218649 (0.22320) {-0.97962}
DTCK(-7)	-0.243286 (0.20482) {-1.18779}	0.219316 (0.17190) { 1.27587}	0.538958 (0.24285) { 2.21932}	1.093845 (0.58923) { 1.85639}	-0.280892 (0.23172) {-1.21220}	-0.370461 (0.20803) {-1.78082}
DTCK(-8)	-0.168366 (0.16285) {-1.03387}	0.154440 (0.13667) { 1.13001}	0.242200 (0.19308) { 1.25438}	0.403910 (0.46849) { 0.86216}	-0.025712 (0.18424) {-0.13956}	-0.262026 (0.16540) {-1.58420}
DTCV(-1)	1.030762 (0.20002) { 5.15323}	0.319960 (0.16787) { 1.90602}	-0.243841 (0.23716) {-1.02818}	0.504408 (0.57543) { 0.87658}	-0.398440 (0.22629) {-1.76074}	0.037976 (0.20315) { 0.18693}
DTCV(-2)	0.096092 (0.26724) { 0.35958}	-0.420213 (0.22428) {-1.87364}	0.366550 (0.31685) { 1.15686}	-0.467130 (0.76879) {-0.60762}	-0.503315 (0.30233) {-1.66477}	-0.452564 (0.27142) {-1.66740}
DTCV(-3)	0.227157 (0.29557) { 0.76854}	0.323207 (0.24806) { 1.30296}	0.047155 (0.35044) { 0.13456}	-0.656964 (0.85030) {-0.77263}	0.449429 (0.33439) { 1.34404}	0.560057 (0.30020) { 1.86563}
DTCV(-4)	-0.026300 (0.29914) {-0.08792}	-0.317248 (0.25105) {-1.26367}	-0.299453 (0.35468) {-0.84430}	-0.459688 (0.86057) {-0.53417}	-0.420798 (0.33843) {-1.24339}	-0.204536 (0.30382) {-0.67321}

DTCV(-5)	-0.528432 (0.27512) {-1.92073}	-0.668413 (0.23089) {-2.89490}	-0.976002 (0.32620) {-2.99206}	-0.838108 (0.79147) {-1.05893}	-0.395680 (0.31125) {-1.27125}	-0.643339 (0.27943) {-2.30235}
DTCV(-6)	0.003132 (0.29459) { 0.01063}	-0.324747 (0.24724) {-1.31350}	-0.509134 (0.34929) {-1.45764}	-0.720075 (0.84749) {-0.84965}	-0.091275 (0.33328) {-0.27387}	-0.098257 (0.29921) {-0.32839}
DTCV(-7)	0.109692 (0.28238) { 0.38846}	-0.287332 (0.23698) {-1.21246}	-0.231796 (0.33480) {-0.69234}	-1.146613 (0.81234) {-1.41149}	0.437918 (0.31946) { 1.37080}	0.426795 (0.28680) { 1.48814}
DTCV(-8)	0.563787 (0.25997) { 2.16868}	0.164444 (0.21818) { 0.75372}	0.183538 (0.30823) { 0.59545}	-0.455953 (0.74788) {-0.60966}	0.060809 (0.29411) { 0.20676}	0.447929 (0.26404) { 1.69646}
DTT(-1)	-0.005142 (0.09613) {-0.05349}	-0.222553 (0.08068) {-2.75849}	0.109571 (0.11398) { 0.96131}	-0.142200 (0.27656) {-0.51418}	0.007094 (0.10876) { 0.06523}	-0.117935 (0.09764) {-1.20788}
DTT(-2)	0.047640 (0.09700) { 0.49114}	0.133244 (0.08141) { 1.63678}	0.020428 (0.11501) { 0.17762}	-0.184429 (0.27905) {-0.66092}	0.100038 (0.10974) { 0.91160}	-0.036018 (0.09852) {-0.36560}
DTT(-3)	0.028073 (0.08860) { 0.31686}	0.033318 (0.07436) { 0.44809}	0.035086 (0.10505) { 0.33400}	0.224826 (0.25488) { 0.88208}	-0.087692 (0.10023) {-0.87487}	-0.193862 (0.08999) {-2.15438}
DTT(-4)	0.047237 (0.08537) { 0.55334}	0.051708 (0.07164) { 0.72174}	0.161037 (0.10122) { 1.59103}	-0.006038 (0.24558) {-0.02459}	0.166853 (0.09658) { 1.72765}	0.104425 (0.08670) { 1.20439}
DTT(-5)	0.121874 (0.08209) { 1.48472}	0.128304 (0.06889) { 1.86244}	-0.010862 (0.09733) {-0.11160}	0.170823 (0.23615) { 0.72338}	0.018586 (0.09287) { 0.20014}	0.169048 (0.08337) { 2.02766}
DTT(-6)	-0.114162 (0.08075) {-1.41374}	-0.150171 (0.06777) {-2.21587}	-0.329865 (0.09574) {-3.44528}	0.019826 (0.23231) { 0.08534}	0.080529 (0.09136) { 0.88148}	0.047586 (0.08202) { 0.58020}
DTT(-7)	0.047096 (0.08050) { 0.58507}	-0.013670 (0.06756) {-0.20235}	0.137579 (0.09544) { 1.44151}	-0.098551 (0.23157) {-0.42557}	-0.062566 (0.09107) {-0.68703}	0.082787 (0.08176) { 1.01260}
DTT(-8)	-0.116012 (0.07833) {-1.48102}	-0.072152 (0.06574) {-1.09754}	-0.031078 (0.09287) {-0.33463}	-0.315583 (0.22535) {-1.40044}	0.155227 (0.08862) { 1.75161}	-0.110556 (0.07956) {-1.38962}
DQD_SA(-1)	0.048727 (0.04352) { 1.11954}	0.077213 (0.03653) { 2.11386}	0.111068 (0.05160) { 2.15231}	-0.497668 (0.12521) {-3.97470}	0.189188 (0.04924) { 3.84219}	0.156404 (0.04420) { 3.53816}
DQD_SA(-2)	-0.029152 (0.05460) {-0.53388}	0.039718 (0.04583) { 0.86671}	0.106667 (0.06474) { 1.64759}	-0.087853 (0.15709) {-0.55927}	0.052444 (0.06178) { 0.84896}	0.115819 (0.05546) { 2.08839}
DQD_SA(-3)	0.024984	0.020646	0.027938	0.205037	0.155116	0.038888

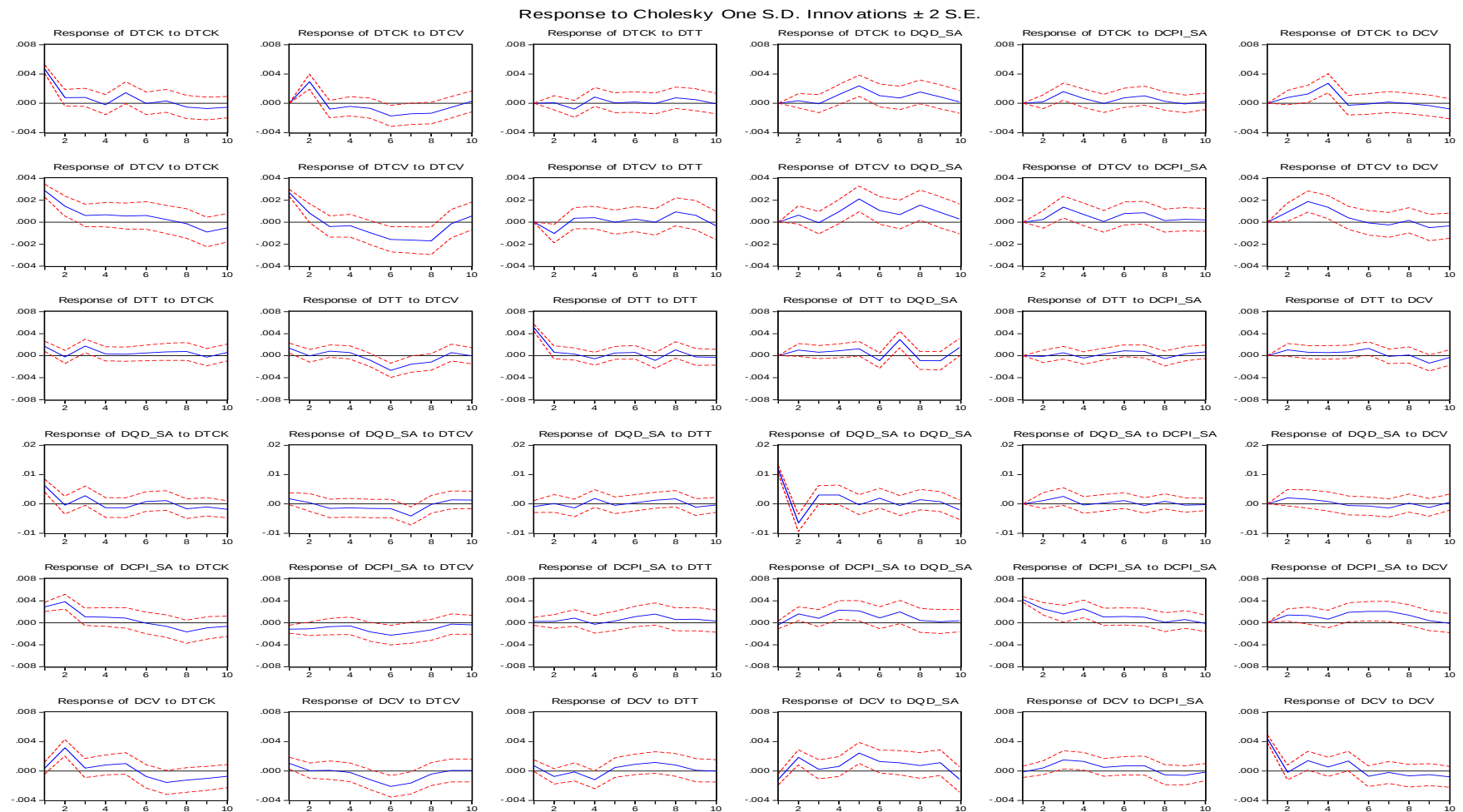
	(0.05834) { 0.42825}	(0.04896) { 0.42168}	(0.06917) { 0.40390}	(0.16783) { 1.22168}	(0.06600) { 2.35019}	(0.05925) { 0.65631}
DQD_SA(-4)	0.131949 (0.06053) { 2.17978}	0.090046 (0.05080) { 1.77249}	0.114855 (0.07177) { 1.60029}	0.167701 (0.17414) { 0.96301}	0.056899 (0.06848) { 0.83085}	0.119042 (0.06148) { 1.93624}
DQD_SA(-5)	0.032503 (0.06443) { 0.50444}	0.051076 (0.05407) { 0.94454}	-0.063070 (0.07639) {-0.82558}	-0.006421 (0.18536) {-0.03464}	-0.056179 (0.07289) {-0.77069}	0.032790 (0.06544) { 0.50106}
DQD_SA(-6)	0.031241 (0.06033) { 0.51781}	-0.014898 (0.05063) {-0.29423}	0.131081 (0.07153) { 1.83245}	-0.128276 (0.17356) {-0.73907}	0.048534 (0.06826) { 0.71106}	0.075046 (0.06128) { 1.22470}
DQD_SA(-7)	0.112272 (0.06042) { 1.85833}	0.149872 (0.05070) { 2.95586}	-0.004473 (0.07163) {-0.06245}	0.174395 (0.17380) { 1.00341}	-0.044257 (0.06835) {-0.64751}	0.083172 (0.06136) { 1.35545}
DQD_SA(-8)	0.000296 (0.05869) { 0.00505}	0.013216 (0.04925) { 0.26832}	-0.159668 (0.06958) {-2.29463}	0.226950 (0.16883) { 1.34423}	-0.137713 (0.06639) {-2.07415}	-0.019443 (0.05961) {-0.32620}
DCPI_SA(-1)	0.054165 (0.11041) { 0.49060}	0.063900 (0.09266) { 0.68963}	-0.023016 (0.13090) {-0.17583}	0.278748 (0.31762) { 0.87761}	0.604578 (0.12491) { 4.84022}	0.099082 (0.11214) { 0.88359}
DCPI_SA(-2)	0.283546 (0.12926) { 2.19369}	0.226048 (0.10848) { 2.08384}	0.111259 (0.15325) { 0.72598}	0.492580 (0.37184) { 1.32470}	-0.056038 (0.14623) {-0.38322}	0.237839 (0.13128) { 1.81172}
DCPI_SA(-3)	-0.219953 (0.11863) {-1.85418}	-0.208360 (0.09956) {-2.09290}	-0.271358 (0.14065) {-1.92933}	-0.540731 (0.34126) {-1.58450}	0.168620 (0.13420) { 1.25644}	-0.124720 (0.12048) {-1.03517}
DCPI_SA(-4)	-0.067475 (0.12109) {-0.55725}	-0.107702 (0.10162) {-1.05984}	0.009055 (0.14357) { 0.06307}	-0.173958 (0.34834) {-0.49939}	-0.140412 (0.13699) {-1.02499}	0.008174 (0.12298) { 0.06646}
DCPI_SA(-5)	0.061131 (0.11720) { 0.52159}	0.100476 (0.09836) { 1.02151}	0.149653 (0.13896) { 1.07695}	0.284018 (0.33717) { 0.84237}	0.180055 (0.13259) { 1.35795}	0.033073 (0.11904) { 0.27784}
DCPI_SA(-6)	0.047320 (0.10331) { 0.45804}	0.060068 (0.08670) { 0.69282}	0.145460 (0.12249) { 1.18754}	0.043251 (0.29720) { 0.14553}	-0.217756 (0.11688) {-1.86312}	-0.068935 (0.10493) {-0.65698}
DCPI_SA(-7)	0.011594 (0.10055) { 0.11530}	-0.016343 (0.08438) {-0.19368}	-0.293398 (0.11922) {-2.46107}	0.176054 (0.28926) { 0.60864}	0.003169 (0.11375) { 0.02786}	0.022881 (0.10212) { 0.22406}
DCPI_SA(-8)	0.021082 (0.08850) { 0.23821}	0.041035 (0.07428) { 0.55247}	0.089746 (0.10493) { 0.85527}	-0.009671 (0.25461) {-0.03799}	0.004757 (0.10013) { 0.04751}	0.028972 (0.08989) { 0.32231}
DCV(-1)	0.179725 (0.11167) { 1.60944}	0.207928 (0.09372) { 2.21866}	0.237448 (0.13240) { 1.79340}	0.474451 (0.32125) { 1.47688}	0.316977 (0.12634) { 2.50902}	-0.042358 (0.11342) {-0.37347}

DCV(-2)	0.148738 (0.11504) { 1.29287}	0.360366 (0.09655) { 3.73241}	0.150303 (0.13640) { 1.10191}	0.452596 (0.33096) { 1.36752}	0.035317 (0.13015) { 0.27135}	0.152373 (0.11685) { 1.30406}
DCV(-3)	0.238824 (0.12147) { 1.96614}	0.093639 (0.10194) { 0.91855}	-0.003220 (0.14402) {-0.02235}	-0.034495 (0.34944) {-0.09872}	-0.045326 (0.13742) {-0.32983}	-0.083458 (0.12337) {-0.67649}
DCV(-4)	0.007140 (0.10711) { 0.06666}	0.000310 (0.08989) { 0.00345}	0.070235 (0.12700) { 0.55304}	-0.137144 (0.30815) {-0.44506}	0.244555 (0.12118) { 2.01810}	0.071964 (0.10879) { 0.66149}
DCV(-5)	-0.058831 (0.10359) {-0.56792}	0.029338 (0.08694) { 0.33745}	0.194267 (0.12282) { 1.58169}	0.004220 (0.29801) { 0.01416}	0.331463 (0.11720) { 2.82829}	-0.150108 (0.10521) {-1.42672}
DCV(-6)	0.048553 (0.10664) { 0.45530}	-0.031591 (0.08950) {-0.35299}	0.075453 (0.12644) { 0.59676}	-0.192541 (0.30678) {-0.62762}	0.498486 (0.12064) { 4.13186}	-0.034614 (0.10831) {-0.31959}
DCV(-7)	0.038464 (0.11307) { 0.34017}	0.089782 (0.09490) { 0.94610}	0.290206 (0.13407) { 2.16463}	0.051026 (0.32529) { 0.15686}	0.090797 (0.12792) { 0.70977}	0.001531 (0.11484) { 0.01333}
DCV(-8)	-0.110920 (0.11432) {-0.97026}	-0.067617 (0.09594) {-0.70477}	-0.189982 (0.13554) {-1.40163}	-0.119798 (0.32887) {-0.36427}	-0.003267 (0.12933) {-0.02526}	-0.009898 (0.11611) {-0.08525}
C	0.000389 (0.00044) { 0.89426}	0.000438 (0.00037) { 1.19860}	0.000121 (0.00052) { 0.23501}	-0.000130 (0.00125) {-0.10412}	0.000626 (0.00049) { 1.27187}	-2.22E-05 (0.00044) {-0.05019}
R-squared	0.739580	0.761648	0.684956	0.502263	0.857678	0.771518
Adj. R-squared	0.590768	0.625448	0.504931	0.217842	0.776351	0.640957
Sum sq. resids	0.001822	0.001283	0.002562	0.015080	0.002332	0.001880
S.E. equation	0.004658	0.003909	0.005522	0.013399	0.005269	0.004730
F-statistic	4.969906	5.592097	3.804779	1.765916	10.54603	5.909250
Log likelihood	555.9533	579.2619	533.3040	415.4148	539.5417	553.8875
Akaike AIC	-7.623357	-7.973863	-7.282767	-5.509996	-7.376566	-7.592293
Schwarz SC	-6.558492	-6.908998	-6.217902	-4.445131	-6.311701	-6.527428
Mean dependent	3.76E-05	3.76E-05	-0.000248	-0.000408	-0.000279	-0.000317
S.D. dependent	0.007281	0.006387	0.007848	0.015150	0.011142	0.007895
Determinant resid covariance (dof adj.)		1.87E-28				
Determinant resid covariance		1.19E-29				
Log likelihood		3296.687				
Akaike information criterion		-45.15318				
Schwarz criterion		-38.76399				

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6

Hình 3: Hàm phản ứng của mô hình VAR với DTG

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6

Hình 4: Hàm phản ứng của mô hình VAR với DCV

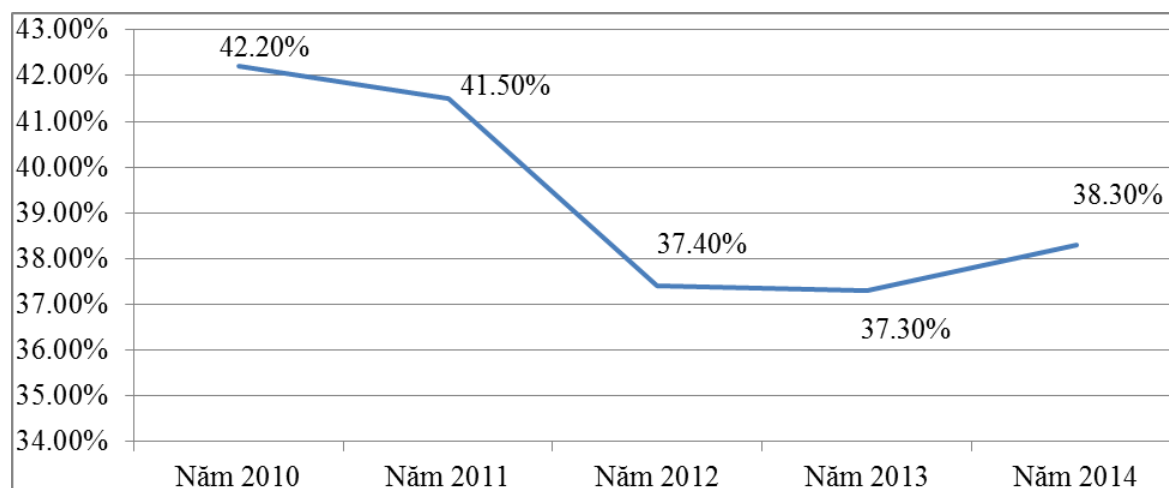
Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6

Phụ lục 3.1

Bảng 1: Tình hình nợ nước ngoài của Chính phủ Việt Nam

Đvt: Tỷ VNĐ

	Nợ nước ngoài của Chính phủ
Năm 2002	5.306
Năm 2003	4.577
Năm 2004	3.210
Năm 2005	2.615
Năm 2006	5.804
Năm 2007	6.779
Năm 2008	15.037
Năm 2009	30.338
Năm 2010	530.253
Năm 2011	666.373
Năm 2012	726.318
Năm 2013	736.318
Năm 2014	810.125

Nguồn: ADB và Bộ Tài chính Việt Nam*Nguồn: Bộ Tài chính Việt Nam***Hình 1: Nợ nước ngoài của Quốc gia so với GDP**

Phụ lục 3.2

Bảng 1: Lãi suất Taylor giai đoạn quý 1/2004 – quý 4/2013

	Log(GDP)	Log(GDP_ tiềm năng)	Lạm phát	lãi suất cân bằng dài hạn	Lạm phát mục tiêu	Lãi suất Taylor
2004Q1	12,5950471	12,7600357	4,20	3,0	5,0	6,65
2004Q2	12,8277655	12,782553	7,10	3,0	5,0	11,38
2004Q3	12,8090965	12,8044835	9,70	3,0	5,0	15,52
2004Q4	13,0038604	12,825793	9,90	3,0	5,0	15,91
2005Q1	12,6581173	12,8464533	9,10	3,0	5,0	14,48
2005Q2	12,8940842	12,8665557	8,10	3,0	5,0	12,97
2005Q3	12,887715	12,8860814	7,50	3,0	5,0	12,00
2005Q4	13,083552	12,9050301	8,40	3,0	5,0	13,51
2006Q1	12,7145412	12,9234028	8,30	3,0	5,0	13,20
2006Q2	12,9553188	12,9413179	7,47	3,0	5,0	11,96
2006Q3	12,9593544	12,9587723	7,30	3,0	5,0	11,68
2006Q4	13,1598132	12,9757717	6,73	3,0	5,0	10,84
2007Q1	12,7799385	12,9923217	6,58	3,0	5,0	10,44
2007Q2	13,0221037	13,0085501	7,42	3,0	5,0	11,88
2007Q3	13,0317646	13,0244607	8,59	3,0	5,0	13,75
2007Q4	13,229693	13,0400655	10,65	3,0	5,0	17,12
2008Q1	12,8464611	13,0553803	16,37	3,0	5,0	26,11
2008Q2	13,0716991	13,0705467	24,45	3,0	5,0	39,12
2008Q3	13,0838557	13,0855837	27,75	3,0	5,0	44,40
2008Q4	13,2843033	13,1005098	23,58	3,0	5,0	37,80
2009Q1	12,8779304	13,1153416	14,47	3,0	5,0	23,06
2009Q2	13,1153802	13,1302171	6,23	3,0	5,0	9,96

2009Q3	13,1424815	13,1451381	2,57	3,0	5,0	4,11
2009Q4	13,3524192	13,1600972	4,61	3,0	5,0	7,45
2010Q1	12,9311354	13,1750857	8,51	3,0	5,0	13,52
2010Q2	13,1741524	13,190224	8,99	3,0	5,0	14,38
2010Q3	13,2081566	13,2054938	8,43	3,0	5,0	13,49
2010Q4	13,4202271	13,220868	10,83	3,0	5,0	17,41
2011Q1	12,9884283	13,2363225	12,79	3,0	5,0	20,36
2011Q2	13,2317942	13,2519682	19,36	3,0	5,0	30,97
2011Q3	13,2684222	13,2677757	22,53	3,0	5,0	36,05
2011Q4	13,4852081	13,2837051	19,84	3,0	5,0	31,82
2012Q1	13,0347873	13,2997191	15,95	3,0	5,0	25,41
2012Q2	13,2813356	13,3159173	8,58	3,0	5,0	13,71
2012Q3	13,3209105	13,3322523	5,62	3,0	5,0	8,99
2012Q4	13,5394096	13,3486585	6,96	3,0	5,0	11,21
2013Q1	13,0812894	13,3650674	6,91	3,0	5,0	10,94
2013Q2	13,3301547	13,381542	6,55	3,0	5,0	10,46
2013Q3	13,3748762	13,3979917	7,03	3,0	5,0	11,24
2013Q4	13,5980992	13,4143014	5,91	3,0	5,0	9,53

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Eviews 6 và Excel