

ẢNH HƯỞNG CỦA KỶ VỌNG LẠM PHÁT, TỶ GIÁ VÀ CUNG TIỀN ĐẾN LÃI SUẤT Ở VIỆT NAM TỪ MÔ HÌNH HIỆU ỨNG FISHER

Nguyễn Anh Tuấn

Trường Đại học Kinh tế - Đại học Quốc gia Hà Nội

Email: natuan@vnu.edu.vn

Ngày nhận: 22/10/2016

Ngày nhận bản sửa: 22/11/2016

Ngày duyệt đăng: 25/11/2016

Tóm tắt:

Lãi suất là một trong những biến số kinh tế quan trọng và là một trong những công cụ chủ yếu của ngân hàng trung ương. Bài viết tập trung nghiên cứu ảnh hưởng của kỳ vọng lạm phát, tỷ giá và cung tiền đối với lãi suất ở Việt Nam dựa trên giả thiết hiệu ứng Fisher. Kết quả cuối cùng cho thấy, lạm phát có ảnh hưởng lớn nhất đến lãi suất, tiếp đó là tỷ giá, trong khi đó, cung tiền có tác động trái chiều thấp đối với lãi suất. Từ kết quả nghiên cứu, bài viết nêu các hàm ý chính sách tiền tệ đối với Việt Nam.

Từ khóa: Hiệu ứng Fisher, lãi suất Việt Nam, kỳ vọng lạm phát, tỷ giá và cung tiền.

The effects of expected inflation, exchange rate and money supply on interest rate in Vietnam: Analysis by Fisher Effect model

Abstract:

The interest rate is an important economic indicator and the main tool of central bank to implement monetary policy. The research studies the effects of expected inflation, exchange rate, money supply on interest rate in Vietnam, based on Fisher Effect. The findings show that inflation has the strongest influence on interest rate and followed by the impact of exchange rate; money supply has slightly negative effect on interest rate. Based on the results, the paper proposes implications for Vietnam to implement appropriate monetary policy.

Keywords: Fisher Effect, Vietnam's interest rate, expected inflation, exchange rate, money supply.

1. Đặt vấn đề

Lãi suất là một trong những biến số kinh tế quan trọng, được các chủ thể kinh tế theo dõi một cách sát sao. Đồng thời, công cụ lãi suất cũng rất quan trọng đối với các ngân hàng trung ương (NHTW) trong điều hành chính sách tiền tệ. Sự biến động của lãi suất có ảnh hưởng rất lớn đến hoạt động cung cấp tín dụng của hệ thống ngân hàng thương mại đối với doanh nghiệp, từ đó ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất và kinh doanh của doanh nghiệp và cuối cùng là sự phát triển của nền kinh tế. Do đó, nghiên cứu những biến số kinh tế ảnh hưởng đến lãi suất, từ đó, ra những quyết định phù hợp với công cụ lãi suất là rất cần thiết ở Việt Nam, nhất là trong bối cảnh

Chính phủ Việt Nam mong muốn giảm lãi suất cho vay đối với doanh nghiệp để hỗ trợ doanh nghiệp phát triển sản xuất, kinh doanh, từ đó thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

2. Cơ sở lý thuyết về mối quan hệ lãi suất với lạm phát và tỷ giá

- Mối quan hệ giữa lãi suất và lạm phát:

Lãi suất có mối quan hệ chặt chẽ với lạm phát. Một trong những khuôn khổ phân tích mối quan hệ này được nhiều nhà nghiên cứu sử dụng đó là hiệu ứng Fisher, được biểu diễn đơn giản qua công thức: $i = r + \pi$, trong đó: i là lãi suất danh nghĩa, r là lãi suất thực và π là kỳ vọng lạm phát.

Trong công thức trên, theo Fisher (1930), lãi suất thực dự kiến là tương đối ổn định và không thay đổi xét trong dài hạn. Điều này có nghĩa lãi suất thực và lãi suất danh nghĩa không có mối tương quan với nhau hay lãi suất danh nghĩa và kỳ vọng về lạm phát là có mối quan hệ chặt chẽ với nhau. Nếu lạm phát tăng thì lãi suất danh nghĩa tăng hoặc ngược lại. Giả sử tỷ lệ lạm phát tác động vào lãi suất danh nghĩa theo tỷ lệ 1:1 (trên thị trường vốn vay, người đi vay và người cho vay muốn duy trì mức lãi suất thực, mọi biến đổi của tỷ lệ lạm phát sẽ được chuyển vào trong mức lãi suất danh nghĩa). Do vậy, nếu hiệu ứng Fisher là đúng trong trường hợp lạm phát tăng 2% thì lãi suất danh nghĩa có xu hướng điều chỉnh tăng 2% và lãi suất thực có xu hướng không đổi.

Xuất phát từ giả thiết này, trong mô hình phân tích lãi suất trong khuôn khổ tiền vay (hay cung cầu trái phiếu), Mishkin (2004) cũng đã cho rằng khi lạm phát tăng, lãi suất thực giảm, từ đó làm cầu trái phiếu (cung tiền vay) giảm và dịch chuyển sang trái. Trong khi đó, cung trái phiếu (cầu tiền vay) sẽ tăng do chi phí đi vay thực tế giảm, làm dịch chuyển đường cung sang phải. Kết hợp hai yếu tố này, lãi suất cân bằng sẽ tăng, hay lãi suất tăng do lạm phát tăng. Từ kết quả này, Mishkin (2004) đi đến kết luận để chống lạm phát thì chính phủ không thể giảm lãi suất. Có thể nói, lãi suất danh nghĩa và lạm phát có quan hệ tỷ lệ thuận với nhau. Sự thay đổi của kỳ vọng lạm phát sẽ ảnh hưởng đến lãi suất. Ngược lại, NHTW cần quan tâm đến sự biến động của lạm phát trong nền kinh tế khi điều chỉnh về lãi suất.

- Mối quan hệ giữa lãi suất và cung tiền

Mối quan hệ giữa cung tiền và lãi suất được xem xét trong mô hình ưa thích thanh khoản xuất phát từ

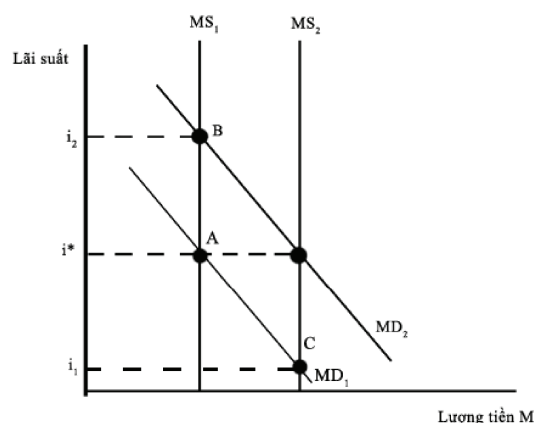
lý thuyết cầu tiền tệ của John Maynard Keynes, giới thiệu trong tác phẩm nổi tiếng *Lý thuyết tổng quát về việc làm, lãi suất và tiền tệ*. Theo đó, Keynes (1936) giả định rằng có hai loại tài sản được người dân cất giữ của cải: tiền mặt và trái phiếu. Trong đó, giữ tiền mặt không mang lại lãi suất, ngược lại trái phiếu mang lại lợi tức (lãi suất). Do đó, chi phí cơ hội của việc giữ tiền chính là khoản lãi suất mất đi do không chuyển tiền mặt sang trái phiếu. Chính vì vậy đường cầu tiền dốc xuống, lãi suất cao thì cầu tiền thấp và ngược lại lãi suất thấp thì cầu tiền cao. Trong khi đó, đường cung tiền là một đường thẳng đứng và mức lãi suất cân bằng là mức lãi suất cân bằng của cung cầu tiền tệ.

Khi tăng cung tiền (từ mức cung MS_1 sang mức cung MS_2), thì lãi suất sẽ giảm từ i^* xuống i_1 . Hay nói cách khác cung tiền tăng thì lãi suất giảm. Tuy nhiên, trong nghiên cứu của Mishkin (2004) cũng đã kế thừa các nghiên cứu trước chỉ ra rằng sự gia tăng trong cung tiền cũng sẽ gây ra những tác động khác đối với nền kinh tế và đến lượt chúng, các tác động này lại tác động đến cầu tiền và có thể làm tăng lãi suất trở lại. Đó là những hiệu ứng: hiệu ứng tính lỏng, hiệu ứng thu nhập, hiệu ứng lạm phát kỳ vọng. Trong đó, hiệu ứng thanh khoản chỉ ra rằng tốc độ tăng tiền cao hơn làm giảm lãi suất. Ngược lại, hiệu ứng thu nhập, hiệu ứng lạm phát kỳ vọng làm lãi suất tăng. Khi đó có 3 trường hợp xảy ra:

+ Hiệu ứng thanh khoản nổi trội so với các hiệu ứng khác khi đó lãi suất sẽ giảm, mặc dù có thể tăng nhưng vẫn thấp hơn mức lãi suất trước khi tăng cung tiền.

+ Hiệu ứng thanh khoản nhỏ hơn các hiệu ứng khác và sự điều chỉnh chậm chạp của lạm phát dự

Hình 1: Tác động của cung tiền và cầu tiền lên lãi suất



kiến. Khi đó lãi suất lúc đầu giảm nhưng sau đó sẽ tăng trở lại cao hơn mức lãi suất trước khi tăng cung tiền.

+ Hiệu ứng lạm phát dự kiến nổi trội và lãi suất được điều chỉnh nhanh chóng do người dân kỳ vọng về lạm phát sẽ tăng một cách nhanh chóng khi tốc độ tăng tiền tăng lên. Khi đó, hiệu ứng lạm phát dự kiến tăng lên vượt quá hiệu ứng thanh khoản và ngay lập tức khi tăng cung tiền thì lãi suất cũng lập tức tăng lên.

Như vậy, mối quan hệ giữa lãi suất và cung tiền là chưa chắc chắn có thể cùng chiều và có thể ngược chiều, điều này phụ thuộc vào đặc điểm nền kinh tế và kỳ vọng của người dân đối với các yếu tố kinh tế.

- Mối quan hệ giữa lãi suất và tỷ giá

Thuyết về cầu tài sản cho rằng nhân tố quan trọng nhất tác động đến cầu về tiền gửi trong nước và tiền gửi nước ngoài là thu nhập dự tính của những tài sản đó so sánh với nhau. Khi người dân trong nước và người nước ngoài dự tính rằng lợi tức về tiền gửi đồng nội tệ cao hơn so với lợi tức tiền gửi ngoại tệ, thì sẽ có một cầu cao hơn về tiền gửi nội tệ và một cầu thấp hơn tương ứng về tiền gửi ngoại tệ. Nếu ta gọi: RET^D là tỷ suất tiền gửi nội tệ (VND); i^S là lãi suất tiền gửi ngoại tệ (USD); i^D là lãi suất tiền gửi nội tệ; i^S là lãi suất tiền gửi ngoại tệ; E_t là tỷ giá thời điểm t ; E_{t+1}^c là tỷ giá dự tính thời điểm $t+1$.

$$\text{Ta có: } i^S = i^D - (E_{t+1}^c - E_t)/E_t$$

Trong đó: $(E_{t+1}^c - E_t)/E_t$ là tỷ lệ tăng giá của đồng ngoại tệ.

Từ phương trình trên, để lợi tức về tiền gửi USD và tiền gửi VND cân bằng nhau, tức không có sự khác biệt trong lợi tức dự tính của khoản tiền đó thì:

$$i^D = i^S + (E_{t+1}^c - E_t)/E_t$$

Phương trình ngang giá về tiền lãi được phát biểu rằng: lãi suất trong nước bằng lãi suất nước ngoài trừ đi mức tăng giá dự tính của đồng nội tệ, hay một cách nói khác, lãi suất trong nước bằng lãi suất nước ngoài cộng với mức tăng giá dự tính của đồng ngoại tệ. Điều này cho thấy, nếu lãi suất của đồng ngoại tệ ổn định, nếu đồng ngoại tệ lên giá thì lãi suất đồng nội tệ sẽ tăng. Nói cách khác, lãi suất và tỷ giá (đồng ngoại tệ tính bằng đồng nội tệ) có quan hệ cùng chiều với nhau.

3. Mô hình nghiên cứu và dữ liệu

- Mô hình đánh giá tác động

Để xác định sự tác động của các nhân tố: tỷ giá, lạm phát, cung tiền lên lãi suất; nhóm nghiên cứu sử

dụng mô hình hồi quy tuyến tính 4 biến và phương pháp ước lượng bình phương nhỏ nhất (OLS).

+ Mô hình hồi quy tổng thể (PRM):

$$IR_i = \beta_1 + \beta_2 EX_i + \beta_3 IF_i + \beta_4 MS_i + u_i$$

+ Mô hình hồi quy mẫu (SRM):

$$IR_i = \hat{\beta}_1 + \hat{\beta}_2 EX_i + \hat{\beta}_3 IF_i + \hat{\beta}_4 MS_i$$

Trong đó: IR là lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn một tháng, từ 01/2008 - 07/2013 (đơn vị %); EX là tỷ giá hối đoái theo cách niêm yết giá gián tiếp từ 01/2008 - 07/2013 (đơn vị nghìn VND); IF là tỷ lệ lạm phát từ 01/2008 - 07/2013 (đơn vị %); MS là cung tiền từ 01/2008 - 07/2013 (đơn vị trăm nghìn tỷ đồng).

Chuỗi dữ liệu được sử dụng từ 1/2008 - 7/2013 đã đảm bảo độ tin cậy và mức độ tự do của các biến trong mô hình. Bên cạnh đó, các giá trị dự báo từ mô hình có thể so sánh với số liệu thực tế của giai đoạn từ 8/2013 đến nay để ước lượng mức độ phù hợp của mô hình.

- Giả thuyết về dấu của các hệ số

+ Hệ số của biến tỷ giá: dương do quan hệ cùng chiều với lãi suất.

+ Hệ số của biến lạm phát: dương do quan hệ cùng chiều với lãi suất.

+ Hệ số của biến cung tiền: do cầu tiền Việt Nam nhạy cảm với lãi suất, nên Ngân hàng Nhà nước Việt Nam thường rất thận trọng trong điều chỉnh cung tiền, để không gây ra các hiệu ứng lạm phát. Ngân hàng Nhà nước chỉ điều chỉnh cung tiền khi không gây ra lạm phát nên giả định chỉ có hiệu ứng thanh khoản là rõ rệt, hay cung tiền có tương quan nghịch chiều với biến số lãi suất.

- Lựa chọn độ trễ cho biến độc lập

Trên thực tế, các chính sách của nhà nước khi đưa ra luôn cần một thời gian mới có tác động tới cuộc sống. Các biến số kinh tế cũng vậy, một sự gia tăng cung tiền ở thời điểm hiện tại chưa thể có tác động ngay tới lãi suất. Vì vậy, trong bài nghiên cứu này, nhóm nghiên cứu sẽ xác định tác động của các biến số tỷ giá, lạm phát, cung tiền tới lãi suất với một độ trễ phù hợp. Dựa vào kết quả xác định bằng chạy dữ liệu trên Eview, nghiên cứu xác định độ trễ tối ưu được lựa chọn cho biến tỷ giá là 3, lạm phát là 2 và biến cung tiền là 2 (xem bảng 1, bảng 2 và bảng 3).

- Mô tả số liệu

Dữ liệu sử dụng cho nghiên cứu là chuỗi số liệu thời gian theo tháng từ 01/2008 đến 07/2013 được lấy từ các nguồn số liệu đã được công bố của Ngân

Bảng 1: Kết quả xác định độ trễ của biến tỷ giá

Mô hình tự hồi quy xác định mức độ trễ của biến lựa chọn Biến nội sinh: IR EX Biến ngoại sinh: C Mẫu: 2008M01 2013M12 Số quan sát: 59						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-256.4459	NA	21.87032	8.760878	8.831303	8.788369
1	-13.50485	461.1762	0.006642	0.661181	0.872456	0.743654
2	22.76111	66.38514	0.002226	-0.432580	-0.080455	-0.295125
3	39.75601	29.95711*	0.001435	-0.873085	-0.380110*	-0.680647*
4	44.41620	7.898627	0.001407	-0.895464	-0.261639	-0.648045
5	50.05999	9.183120	0.001336*	-0.951186*	-0.176511	-0.648784
6	51.78614	2.691623	0.001451	-0.874106	0.041419	-0.516723
* cho biết mức độ trễ của biến lựa chọn LR: Kiểm định thông kê liên tục với biến LR điều chỉnh (với mức ý nghĩa 5%) FPE: Sai số dự kiến cuối cùng C: Điều kiện kiểm định Akaike SC: Điều kiện kiểm định Schwarz HQ: Điều kiện kiểm định Hannan-Quinn						

hàng Phát triển Châu Á – ADB và Ngân hàng Nhà nước Việt Nam.

+ Số liệu lạm phát: nghiên cứu sử dụng dữ liệu CPI của Ngân hàng Phát triển Châu Á – ADB.

+ Số liệu cung tiền: dữ liệu cung tiền M_2 được thu thập từ nguồn của Ngân hàng Phát triển Châu Á – ADB.

+ Số liệu tỷ giá: nghiên cứu sử dụng dữ liệu về tỷ giá VND/USD theo trung bình tháng tỷ giá bình quân liên ngân hàng từ ADB.

+ Số liệu lãi suất: nghiên cứu sử dụng dữ liệu trung bình về lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn 1 tháng của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, bởi vì, lãi suất kỳ hạn 1 tháng vì chuỗi số liệu này phản ánh sát nhất với biến động lãi suất trong nền kinh tế.

- *Hiệu chỉnh số liệu*

Trong chuỗi thời gian, yếu tố ngẫu nhiên và mùa vụ có thể rất lớn (đặc biệt đối với chuỗi dữ liệu theo

tháng). Các yếu tố này quá cao sẽ làm lu mờ các yếu tố khác, gây khó khăn khi nhận biết xu thế, quy luật biến đổi của chuỗi thời gian. Trong trường hợp này, nhóm nghiên cứu làm trơn số liệu để loại bỏ yếu tố ngẫu nhiên và mùa vụ để có thể nhìn nhận rõ hơn. Phương pháp làm trơn chuỗi dữ liệu được sử dụng là phương pháp trung bình trượt giản đơn (SMA) theo công thức:

$$X'_t = \frac{X_{t-1} + X_t + X_{t+1}}{3}$$

Trong đó: X'_t là giá trị của biến X tại thời điểm t sau hiệu chỉnh; X_{t-1} là giá trị của biến X tại thời điểm t-1 trước hiệu chỉnh; X_t là giá trị của biến X tại thời điểm t trước hiệu chỉnh; X_{t+1} là giá trị của biến X tại thời điểm t+1 trước hiệu chỉnh.

4. Kết quả và một số hàm ý chính sách đối với lãi suất ở Việt Nam

- *Kết quả dữ liệu và mô hình:* Dựa vào kết quả chạy từ phần mềm Eviews 5.0. Nghiên cứu đưa ra

Bảng 2: Kết quả xác định độ trễ của biến lạm phát

Mô hình tự hồi quy xác định mức độ trễ của biến lựa chọn						
Biến nội sinh: IR IF						
Biến ngoại sinh: C						
Mẫu: 2008M01 2013M12						
Số quan sát: 59						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-206.9236	NA	4.081268	7.082155	7.152580	7.109647
1	-54.70207	288.9629	0.026839	2.057697	2.268972	2.140170
2	-29.18604	46.70730*	0.012951*	1.328340*	1.680465*	1.465796*
3	-26.08810	5.460780	0.013372	1.358919	1.851894	1.551356
4	-23.96715	3.594833	0.014288	1.422615	2.056440	1.670035
5	-21.46509	4.071141	0.015093	1.473393	2.248068	1.775795
6	-21.32416	0.219754	0.017303	1.604209	2.519734	1.961593
* cho biết mức độ trễ của biến lựa chọn						
LR: Kiểm định thông kê liên tục với biến LR điều chỉnh (với mức ý nghĩa 5%)						
FPE: Sai số dự kiến cuối cùng						
C: Điều kiện kiểm định Akaike						
SC: Điều kiện kiểm định Schwarz						
HQ: Điều kiện kiểm định Hannan-Quinn						

Bảng 3: Kết quả xác định độ trễ của biến cung tiền

Mô hình tự hồi quy xác định mức độ trễ của biến lựa chọn						
Biến nội sinh: IR MS						
Biến ngoại sinh: C						
Mẫu: 2008M01 2013M12						
Số quan sát: 59						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-340.9963	NA	384.2313	11.62699	11.69742	11.65448
1	-52.31006	548.0145	0.024749	1.976612	2.187887	2.059085
2	-15.84616	66.74748*	0.008240*	0.876141*	1.228266*	1.013596*
3	-13.34152	4.414954	0.008680	0.926831	1.419806	1.119269
4	-10.06485	5.553678	0.008919	0.951351	1.585176	1.198770
5	-7.139587	4.759752	0.009287	0.987783	1.762458	1.290184
6	-5.577876	2.435210	0.010147	1.070436	1.985961	1.427820
* cho biết mức độ trễ của biến lựa chọn						
LR: Kiểm định thông kê liên tục với biến LR điều chỉnh (với mức ý nghĩa 5%)						
FPE: Sai số dự kiến cuối cùng						
C: Điều kiện kiểm định Akaike						
SC: Điều kiện kiểm định Schwarz						
HQ: Điều kiện kiểm định Hannan-Quinn						

Bảng 4: Kết quả hồi quy mô hình

Biến phụ thuộc: IR				
Phương pháp: Bình phương tối thiểu				
Mẫu (đã điều chỉnh): 2008M05 2013M06				
Số quan sát: 62 sau điều chỉnh				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-14.24348	5.411158	-2.632243	0.0109
IF(-2)	2.415381	0.293170	8.238828	0.0000
EX(-3)	1.931993	0.391060	4.940400	0.0000
MS(-2)	-0.630415	0.098668	-6.389260	0.0000
R-squared	0.717547	Mean dependent var		10.37119
Adjusted R-squared	0.702938	S.D. dependent var		3.347244
S.E. of regression	1.824362	Akaike info criterion		4.102679
Sum squared resid	193.0413	Schwarz criterion		4.239913
Log likelihood	-123.1830	F-statistic		49.11472
Durbin-Watson stat	0.236083	Prob(F-statistic)		0.000000

được kết quả của mô hình hồi quy mẫu (xem bảng 4) như sau:

$$IR = -14.24348 + 1.931993 EX_{-3} + 2.415381 IF_{-2} - 0.630415 MS_{-2}$$

Để kiểm định tính đúng đắn của mô hình, nhóm nghiên cứu sử dụng các kiểm định sau: kiểm định

độ phù hợp của mô hình, kiểm định ý nghĩa của biến - kiểm định Wald, kiểm định phương sai sai số thay đổi - kiểm định White, kiểm định tự tương quan - kiểm định Breusch - Godfrey, kiểm định về tính chuẩn của sai số ngẫu nhiên - kiểm định Jarque - Bera (JB) và kiểm định đa cộng tuyến. Nhìn chung kết quả kiểm định cho thấy mô hình là phù hợp, có ý

Bảng 5: Kết quả kiểm định độ phù hợp của mô hình

<p>$R^2=0.563930$ tức là lạm phát, cung tiền xác định được 71.75% sự biến động của biến phụ thuộc lãi suất.</p> <p>Kiểm định giả thiết $\begin{cases} H_0: R^2 = 0 \\ H_1: R^2 > 0 \end{cases}$</p> <p>($H_0$: Mô hình không phù hợp; H_1: Mô hình phù hợp)</p> <p>Tiêu chuẩn kiểm định $F = \frac{R^2}{1-R^2} \frac{n-k}{k-1} = 36.856$</p> <p>$F(k-1, n-k) \approx 2.7581$.</p> <p>Miền bác bỏ H_0: $F > F(k-1, n-k)$. Bác bỏ H_0. Tức là mô hình hồi quy phù hợp.</p>

Bảng 6: Bảng kết quả ma trận tương quan

	IF	EX	IR	MS
IF	1.000000	-0.213375	0.364927	-0.267343
EX	-0.213375	1.000000	-0.259035	0.922153
IR	0.364927	-0.259035	1.000000	-0.485163
MS	-0.267343	0.922153	-0.485163	1.000000

nghĩa. Các kiểm định ý nghĩa từng biến cho thấy các biến đều có ý nghĩa.

Riêng kiểm định về đa cộng tuyến, có thể thấy ở bảng 6, 2 biến cung tiền và tỷ giá có hệ số tương quan cấp cao (0.922153) nên 2 biến này có quan hệ đa cộng tuyến.

Tuy nhiên, việc loại bỏ biến tỷ giá hoặc cung tiền để khắc phục đa cộng tuyến là không khả thi, vì đây là hai biến đóng vai trò quan trọng trong việc tác động tới biến lãi suất. Hơn nữa, kết quả hồi quy cũng cho thấy các $se(\hat{\beta}_j)$ là không lớn và không quá lớn so với $\hat{\beta}_j$. Nghĩa là vấn đề đa cộng tuyến không gây ra hậu quả nghiêm trọng trong mô hình. Do đó, nghiên cứu quyết định chấp nhận đa cộng tuyến trong mô hình mà không bỏ biến. Điều này, theo Damodar N. Gujarati (2004), đa cộng tuyến không phải là lỗi của mô hình kinh tế lượng mà nó chỉ là lỗi khách quan về dữ liệu thu thập được. Hơn nữa, các hệ số không phải là thiếu chính xác mà đa cộng tuyến chỉ làm mở rộng khoảng tin cậy đối với các hệ số. Cũng theo Damodar N. Gujarati (2004), nếu vấn đề đa cộng tuyến không quá lớn thì cách tốt nhất chúng ta nên làm là giữ lại mô hình và không làm gì cả (do nothing). Do đó, nghiên cứu giữ nguyên mô hình ước lượng dù đa cộng tuyến giữa cung tiền và tỷ giá là có xảy ra.

- *Phân tích kết quả và hàm ý chính sách:*

Thứ nhất, kết quả ước lượng mô hình chỉ ra rằng cả ba biến lạm phát, cung tiền và tỷ giá hồi đoái đều phát huy ảnh hưởng lên lãi suất. Điều này hàm ý tầm quan trọng và phù hợp với những giả thuyết đã đưa ra, trong đó lạm phát có mức ý nghĩa cao nhất. Điều này chứng tỏ, lạm phát là nhân tố tác động chủ yếu lên lãi suất. Mô hình có mức ý nghĩa 71% tức là ba yếu tố lạm phát, cung tiền, tỷ giá biểu thị được 71% sự thay đổi của lãi suất. Như vậy, tuy lãi suất phụ thuộc bởi rất nhiều yếu tố định lượng và phi định lượng, nhưng dựa vào các yếu tố cung tiền, tỷ giá,

lạm phát, chúng ta vẫn phần nào có thể hiểu và định lượng được khá chính xác biến số kinh tế này.

Thứ hai, kết quả nghiên cứu cho thấy lạm phát có ảnh hưởng mạnh và cùng chiều với lãi suất. Với độ trễ 2 tháng, khi lạm phát tăng, lãi suất danh nghĩa sẽ tăng hoặc ngược lại. Như vậy, hiệu ứng Fisher có tồn tại ở Việt Nam. Đây là một cơ sở tốt cho các nhà hoạch định sử dụng công cụ lãi suất để điều tiết lạm phát, mức độ điều tiết theo hệ số tương quan của hai biến số. Kết quả nghiên cứu của chúng tôi có ý nghĩa quan trọng giúp Chính phủ có thể đưa ra những chính sách phù hợp cần giữ lạm phát thấp nếu muốn giữ lãi suất ở mức thấp.

Thứ ba, kết quả chỉ ra rằng ở Việt Nam, hiệu ứng ưa thích thanh khoản nổi trội hơn hiệu ứng giá cả, hiệu ứng thu nhập và hiệu ứng kỳ vọng lạm phát. Khi cung tiền tăng, lãi suất sẽ giảm với độ trễ 2 tháng. Sau một thời gian, các hiệu ứng khác bắt đầu ngược lại một phần sự suy giảm này nhưng lãi suất không tăng trở lại như mức ban đầu. Trong giai đoạn nghiên cứu, Ngân hàng Nhà nước nhiều lần thực hiện chính sách thắt chặt tiền tệ để kiềm chế lạm phát làm tổng cầu bị suy yếu nghiêm trọng. Lạm phát thấp là do tổng cầu yếu, thu nhập hạn chế làm người dân và doanh nghiệp cắt giảm chi tiêu, đầu tư... làm giảm sức ép tăng giá. Bởi vậy, trong khoảng thời gian nghiên cứu, cung tiền không gây tác động mạnh lên hiệu ứng giá cả và hiệu ứng kỳ vọng lạm phát. Điều này có thể giải thích cho việc hiệu ứng thanh khoản trội hơn các hiệu ứng khác.

Thứ tư, tỷ giá hồi đoái có tương quan thuận chiều với lãi suất. Điều này trùng với nhận định ban đầu của nhóm, tức lạm phát tại Việt Nam tăng mạnh, tác động đến lãi suất danh nghĩa dẫn đến tỷ giá hối đoái tăng trong giai đoạn 2008-2013. Có thể thấy giai đoạn từ năm 2018 đến 2013, Ngân hàng Nhà nước liên tục điều chỉnh tỷ giá USD/VND theo hướng tăng và việc tăng tỷ giá có ảnh hưởng đến lãi suất

sau 2 tháng sau (tức độ trễ chính sách là 2 tháng). Tuy nhiên, ảnh hưởng của tỷ giá lên lãi suất là không nhiều, điều này được giải thích là vì chế độ tỷ giá tại Việt Nam là chế độ neo tỷ giá cố định, nên việc thể hiện mức độ ảnh hưởng lên lãi suất là không lớn vì có sự can thiệp của Ngân hàng Nhà nước trong việc điều hành và duy trì tỷ giá.

5. Kết luận

Các biến số lãi suất, lạm phát, tỷ giá và cung tiền có mối quan hệ chặt chẽ với nhau và được NHTW theo dõi, có chính sách điều chỉnh liên tục. Chính vì vậy, việc nghiên cứu định lượng các nhân tố lạm phát, tỷ giá, cung tiền đến lãi suất ở Việt Nam sẽ có hàm ý chính sách tốt cho Ngân hàng Nhà nước có những điều chỉnh phù hợp trong chính sách tiền tệ nhằm đạt được các mục tiêu lãi suất, lạm phát thích hợp. Căn cứ kết quả nghiên cứu, có thể thấy lãi suất

có mối quan hệ tỷ lệ thuận với lạm phát và tỷ giá. Kết quả này đúng theo lý thuyết cũng như những giả thuyết mà nhóm nghiên cứu đã đưa ra. Vì vậy nếu Nhà nước muốn giảm lãi suất một cách bền vững thì lạm phát phải giảm và tỷ giá phải ổn định. Do hệ số của lạm phát lớn hơn của tỷ giá nên vai trò của lạm phát sẽ lớn hơn trong việc điều hành lãi suất. Mặc dù, lạm phát đã được giữ ở mức thấp trong những năm gần đây nhưng vì lạm phát ở Việt Nam rất nhạy cảm với các điều kiện hiện thời, đặc biệt những điều kiện có khả năng tác động kỳ vọng của công chúng nên vẫn có nguy cơ bùng phát lạm phát trở lại. Ngân hàng Nhà nước đã nhiều lần phá giá VND, tăng tỷ giá hối đoái trong thời gian qua. Do vậy, Ngân hàng Nhà nước cần tập trung kiểm soát lạm phát ngay cả khi ở mức thấp để tránh rủi ro cho những năm tới và bình ổn tỷ giá hối đoái với biên độ ở trong mức cho phép để ổn định lãi suất.

Tài liệu tham khảo

Fredric S. Mishkin (2004), *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, Pearson Addison Wesley, Upper Saddle River, NJ.

Irving Fisher (1930), *The theory of interest*, The Macmillan Company, New York.

John Maynard Keynes (1936), *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Polygraphic Company of America, New York.

Damodar N. Gujarati (2004), *Basic Econometrics*, The McGraw- Hill, 341-386.