

CHÍNH SÁCH LÃI SUẤT ĐỐI VỚI VIỆC KIỂM SOÁT LẠM PHÁT: NGHIÊN CỨU TRƯỜNG HỢP CỦA VIỆT NAM TRONG BỐI CẢNH NỀN KINH TẾ MỞ

Vũ Văn Hùng

Trường Đại học Thương mại

Email: hungvvu@tmu.edu.vn

Ngày nhận: 18/01/2019

Ngày nhận bản sửa: 25/02/2019

Ngày duyệt đăng: 05/4/2019

Tóm tắt:

Trong những năm gần đây, một số nước đang phát triển quyết định chuyển hướng sang việc thiết lập chính sách lãi suất với mục tiêu kiểm soát lạm phát, trong đó sẽ điều tiết sao cho lạm phát chỉ ở mức độ nào đó và từ đó lan tỏa dẫn đến các mục tiêu khác như tăng trưởng ổn định, tỷ lệ thất nghiệp giảm, điều này cũng có nghĩa lạm phát là yếu tố quan trọng hàng đầu trong việc thiết lập chính sách lãi suất. Xét trên khía cạnh lý thuyết, giữa chính sách lãi suất và lạm phát có mối quan hệ chặt chẽ, đặc biệt là trong dài hạn. Tuy nhiên, thực tế tại các nước đang phát triển thời gian qua cho thấy, chính sách lãi suất cũng có những giới hạn nhất định trong việc kiểm soát lạm phát. Trong nghiên cứu này, tác giả tập trung vào việc đánh giá những tác động của chính sách lãi suất đối với lạm phát từ đó đề xuất một số giải pháp về chính sách lãi suất nhằm kiểm soát lạm phát trong bối cảnh nền kinh tế mở hiện nay ở Việt Nam.

Từ khóa: Ngân hàng Trung ương, ngân hàng thương mại, tổ chức tín dụng, chính sách tiền tệ, lãi suất, lạm phát.

Mã JEL: B22

Interest policy and inflation control: The case of Vietnam in the opening economic context

Abstract:

In recent years, a number of developing countries have decided to shift for setting interest rates with the purpose of controlling inflation. The interest rate policy will regulate so that inflation is at a suitable level and this leads to achieve other goals such as stable growth and low unemployment. This also means that inflation is the most important factor in setting interest rates. In theory, there is a relationship between interest rates and inflation, especially in the long term. However, the fact in developing countries has shown that interest rate policy also has some limitations in controlling inflation. The paper focuses on studying the effects of interest policy on inflation control and proposes some policy implications to control inflation in the context of open economy in Vietnam.

Keywords: Central bank, commercial bank, credit institution, monetary policy, interest policy, inflation.

JEL code: B22.

1. Đặt vấn đề

Một trong những vấn đề vĩ mô của nền kinh tế mà các quốc gia phải đối mặt trong quá trình phát triển nền kinh tế theo hướng hội nhập đó là vấn đề lạm phát. Trong sự biến động của nền kinh tế vĩ mô hiện nay, kiểm soát lạm phát và lãi suất đang là các mục tiêu hàng đầu của Việt Nam. Sự tăng cao của lạm phát sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến chất lượng cuộc sống của người dân, đặc biệt là những người có thu nhập thấp, điều này có thể đẩy họ đến những hoàn cảnh cùng quẫn và gây ra những bất ổn về an ninh trật tự của quốc gia. Bên cạnh đó, những diễn biến phức tạp của thị trường tài chính, tín dụng và ngân hàng dẫn đến sự không hiệu quả trong kiểm soát lãi suất có thể càng làm trầm trọng thêm vấn đề lạm phát. Chính vì vậy, cùng với rất nhiều các nỗ lực khác nhau của Nhà nước ở các khía cạnh khác nhau nhằm hướng tới mục tiêu chung là kiểm soát lạm phát, việc điều hành chính sách lãi suất của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam trong thời gian qua cũng không nằm ngoài mục tiêu này. Do đó việc tìm hiểu những tác động của chính sách lãi suất đối với kiểm soát lạm phát từ đó đề xuất giải pháp về chính sách lãi suất nhằm kiểm soát lạm phát đang là một trong những yêu cầu bức thiết đặt ra đối với nền kinh tế mở của Việt Nam hiện nay.

2. Cơ sở lý thuyết và phương pháp nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

Có nhiều phát biểu khác nhau về khái niệm lạm phát. Một số nhà kinh tế học cho rằng lạm phát là hiện tượng tiền được cung ứng nhiều hơn mức cần thiết hoặc là do khối lượng tiền thực tế trong lưu thông lớn hơn khối lượng tiền cần thiết (George L.Perry, 1980), hoặc cho rằng lạm phát là quá nhiều tiền được bỏ ra để sản xuất quá ít hàng hoá, hay lạm phát là hiện tượng bội chi lâu dài của ngân sách nhà nước (Cenda Oner, 2010). Hay theo Milton Friedman (1907) lạm phát bao giờ và ở đâu cũng là một hiện tượng tiền tệ. Như vậy, có thể coi lạm phát là sự suy giảm sức mua của tiền tệ và được đo lường bằng sự gia tăng của mức giá chung trong nền kinh tế. Về cơ bản, lạm phát được hiểu là sự tăng lên của mức giá trung bình của hàng hóa và dịch vụ được sản xuất và tiêu thụ trong một nền kinh tế.

Chúng ta có thể áp dụng các lý thuyết kinh tế vĩ mô hiện có để nghiên cứu mối quan hệ giữa lãi suất và tỷ lệ lạm phát. Để làm điều này, cơ chế ảnh

hưởng của lãi suất đối với lạm phát được xem xét và ngược lại. Theo tài liệu kinh tế vĩ mô, khi mức giá tăng lên, trước hết số dư thực sự sẽ bị ảnh hưởng. Nói cách khác, mức giá cao hơn là một nguyên nhân khiến nguồn cung tiền thực tế thấp hơn. Trong bối cảnh phân tích của Keynes, nguồn cung tiền thực tế giảm làm biến dạng toàn bộ nền kinh tế. Điều này có nghĩa là mất cân bằng. Trong giai đoạn tiếp theo, nguồn cung trái phiếu được tăng lên. Kết quả cuối cùng là giá trái phiếu thấp hơn và lãi suất cao hơn. Vì vậy, có một mối quan hệ nhân quả tích cực giữa tỷ lệ lạm phát với lãi suất danh nghĩa. Nói cách khác, tỷ lệ lạm phát tăng làm tăng lãi suất. Cơ chế ảnh hưởng của lãi suất đối với lạm phát có thể được giải thích theo nhiều cách khác nhau. Một phương pháp áp dụng chính là chi phí sử dụng vốn của người dùng. Lãi suất tăng làm tăng chi phí sử dụng vốn (Branson, 1979) dẫn đến chi phí sản xuất cao hơn. Những thay đổi này làm tăng lạm phát bằng cách dịch chuyển đường tổng cung sang bên trái.

Ngoài ra, lãi suất thay đổi tác động đến lạm phát thông qua ảnh hưởng đến khối lượng tiền. Trong các mô hình tiền nội sinh mà cung tiền là một hàm của lãi suất, cung tiền được tăng lên khi lãi suất tăng. Vì vậy, theo lý thuyết số lượng tiền tệ, cung tiền càng nhiều càng dẫn đến lạm phát cả trong ngắn hạn và dài hạn. Mặc dù cung tiền không ảnh hưởng đáng kể đến lạm phát trong thời kỳ suy thoái, tuy nhiên tác động của cung tiền đối với lạm phát là tích cực và có ý nghĩa trong môi trường trung bình và trong điều kiện bình thường. Nói chung, mối quan hệ giữa lãi suất danh nghĩa và lãi suất thực cho thấy mối quan hệ tích cực giữa tỷ lệ lạm phát và lãi suất danh nghĩa. Alfred Marshal (1890) đã đưa ra mối quan hệ giữa lãi suất danh nghĩa và tỷ lệ lạm phát thông qua công thức:

$$r = n - p - np \quad (1)$$

Trong đó r , n và p lần lượt là lãi suất thực, lãi suất danh nghĩa và tỷ lệ lạm phát; và np đại diện cho hiệu ứng chéo của lãi suất danh nghĩa và tỷ lệ lạm phát. Do đó, có mối quan hệ tích cực giữa lãi suất danh nghĩa và lạm phát theo quan điểm của Marshal.

John Bates Clark (1890) tin vào lãi suất thực cố định. Theo ông, lãi suất danh nghĩa nên được thay đổi tỷ lệ thuận với tỷ lệ lạm phát. Irving Fisher (1896) đã giải thích lý thuyết về lạm phát và lãi suất một cách có hệ thống. Fisher đã giới thiệu mối quan

hệ sau:

$$r = n - Pe \quad (2)$$

Trong đó r , n và Pe là lãi suất thực, lãi suất danh nghĩa và tỷ lệ lạm phát dự kiến tương ứng. Như vậy, về lý thuyết, có thể thấy được mối quan hệ giữa hai biến số này. Việc lựa chọn mục tiêu chính sách lãi suất được coi là vấn đề quan trọng và khó khăn trong quá trình xây dựng và thực thi chính sách lãi suất bởi nó quyết định hiệu quả hay không hiệu quả của chính sách tiền tệ. Ngân hàng trung ương của các quốc gia có nhiệm vụ thiết lập và thực thi chính sách lãi suất. Căn cứ vào mục tiêu kinh tế vĩ mô cơ bản và trạng thái kinh tế của các quốc gia từng thời kỳ mà xác định mục tiêu chính của chính sách tiền tệ. Trong những năm gần đây, một số các nước quyết định chuyển hướng sang việc thiết lập chính sách lãi suất với mục tiêu kiểm soát lạm phát, trong đó sẽ điều tiết sao cho lạm phát chỉ ở mức độ nào đó và từ đó lan tỏa dẫn đến các mục tiêu khác như tăng trưởng ổn định và tỷ lệ thất nghiệp giảm, điều này cũng có nghĩa lạm phát là yếu tố quan trọng hàng đầu trong việc thiết lập chính sách lãi suất. Cơ chế truyền tải tác động của chính sách lãi suất đến lạm phát có thể được minh họa như trong Hình 1.

Như vậy, mỗi quốc gia sẽ tồn tại mức lãi suất khác nhau và được ấn định bởi các cơ quan quản lý tài chính quyền lực như Ngân hàng trung ương châu Âu tại Liên Minh châu Âu, Cục dự trữ Liên bang

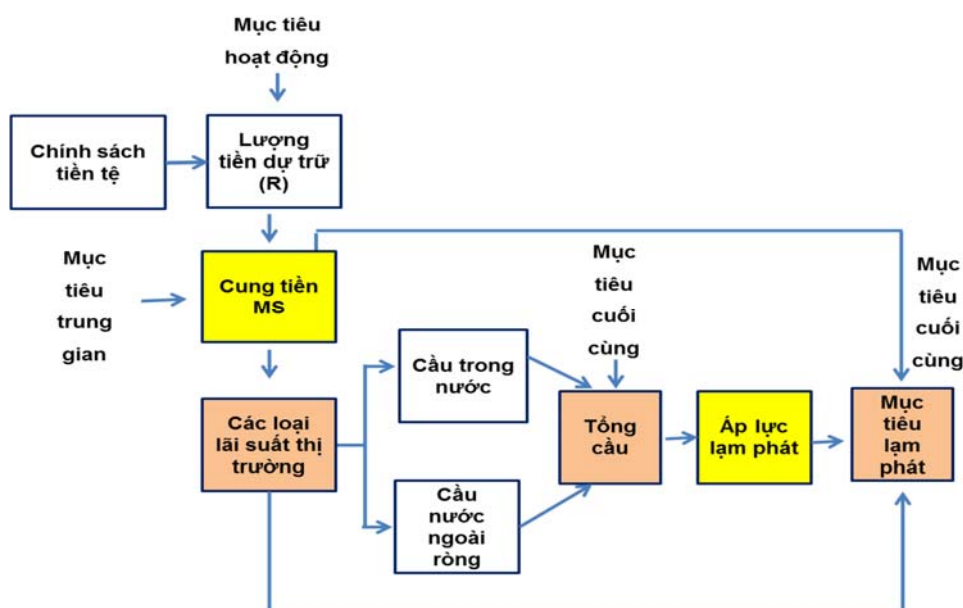
(FED) tại Mỹ, Ngân hàng Trung ương Nhật Bản tại Nhật Bản,... Khi Ngân hàng trung ương cắt giảm lãi suất khiến cho lãi suất trên các khoản vay cũng giảm theo, dẫn đến mở rộng khả năng tiêu dùng, khuyến khích đầu tư và xuất khẩu làm cho nhu cầu tiêu dùng tăng lên. Do vậy, lượng tiền lưu thông và mức tiêu dùng xã hội cũng tăng lên. Cùng lúc đó, lượng cung tiền với giá rẻ sẽ làm giá trị đồng tiền quốc gia thấp đi so với các loại ngoại tệ khác. Đồng nghĩa với việc tỷ lệ lạm phát có thể tăng lên. Ngược lại, mức lãi suất cao làm cho nhu cầu về tiền giảm xuống và dẫn tới giảm tổng lượng tiền trong lưu thông. Người dân thích gửi tiền vào ngân hàng để hưởng lợi từ mức lãi suất cao. Việc tăng lãi suất như vậy sẽ tác động một cách tích cực lên đồng tiền của một quốc gia. Nhu cầu tiêu dùng vì thế mà thấp đi khiến giảm nguy cơ tăng giá hàng hóa, dẫn đến lạm phát thấp.

2.2. Phương pháp nghiên cứu

Phương pháp tổng quan tài liệu: các tài liệu, báo cáo, nghiên cứu, số liệu thống kê được tác giả mô tả thu thập để tiến hành xử lý, phân tích và so sánh với các kết quả khảo sát thực địa bao gồm việc thu thập tài liệu, số liệu về thực trạng chính sách lãi suất, thực trạng lạm phát và tác động của chính sách lãi suất đối với kiểm soát lạm phát.

Phương pháp so sánh: được sử dụng để xem xét các chỉ tiêu phân tích bằng cách dựa trên việc so sánh số liệu với một chỉ tiêu cơ sở (chỉ tiêu gốc).

Hình 1: Cơ chế truyền tải tác động của chính sách lãi suất đến kiểm soát lạm phát



Phương pháp so sánh được sử dụng trong nghiên cứu để có được số liệu về những thay đổi của lãi suất và lạm phát trong kỳ phân tích. Đồng thời so sánh các kết quả điều tra, các chỉ tiêu đánh giá nhằm tổng hợp kết quả nghiên cứu một cách tổng quát về tình hình lạm phát và diễn biến lãi suất của nền kinh tế Việt Nam trong bối cảnh nền kinh tế mở.

Phương pháp thống kê: Là hệ thống các phương pháp bao gồm thu thập, tổng hợp, trình bày số liệu, tính toán các đặc trưng của đối tượng nghiên cứu nhằm phục vụ cho quá trình phân tích, dự đoán, ra quyết định. Phương pháp thống kê được sử dụng trong việc thống kê dữ liệu thu thập về chính sách lãi suất và ảnh hưởng của chính sách lãi suất đối với việc kiểm chế lạm phát ở Việt Nam hiện nay, từ đó tổng hợp khái quát hóa các số liệu, phục vụ cho việc phân tích, đánh giá, kết luận được dễ dàng hơn.

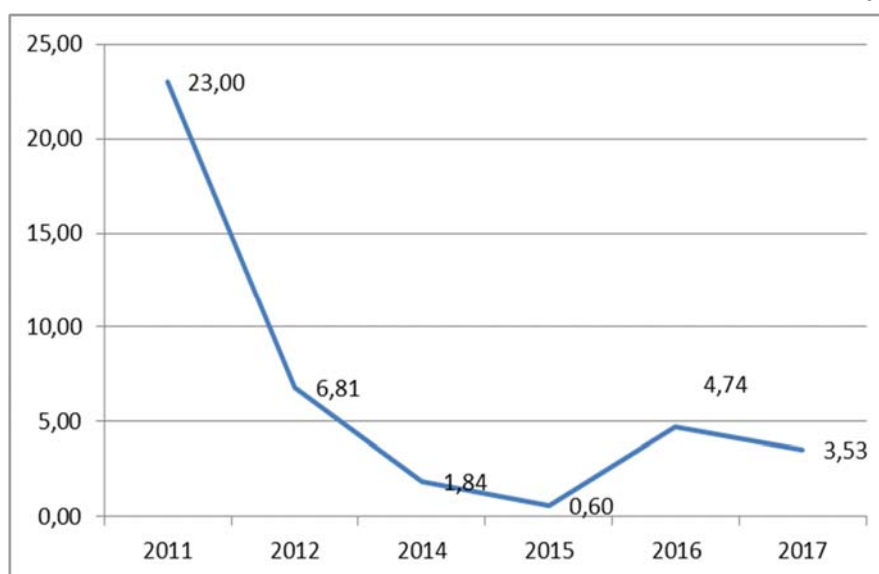
3. Thực trạng chính sách lãi suất tác động đến kiểm soát lạm phát ở Việt Nam trong bối cảnh nền kinh tế mở

Về cơ bản, trong thời gian qua, Ngân hàng Nhà nước đã bám sát diễn biến kinh tế vĩ mô, xu hướng lạm phát, xác định và công bố lãi suất cơ bản và lãi suất tái cấp vốn. Trong đó lãi suất cơ bản là do Ngân hàng Nhà nước công bố làm cơ sở cho các tổ chức tín dụng ấn định lãi suất kinh doanh. Lãi suất tái cấp vốn là lãi suất do Ngân hàng Nhà nước áp dụng khi

tái cấp vốn. Chính sách lãi suất của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam là áp dụng linh hoạt và theo cơ chế thị trường. Lãi suất cơ bản, tái chiết khấu và tái cấp vốn được chỉnh linh hoạt kết hợp với nghiệp vụ thị trường mở để giải quyết đồng thời hai bài toán, đảm bảo nguồn vốn có giá cả hợp lý để doanh nghiệp phát triển sản xuất kinh doanh, ngăn chặn nguy cơ tăng trưởng nóng và kiểm soát được lạm phát. Theo thông tin về hoạt động ngân hàng của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam tháng 8/2018, mặt bằng lãi suất huy động VND phổ biến ở mức 0,6-1%/năm đối với tiền gửi không kỳ hạn và có kỳ hạn dưới 1 tháng; 4,3-5,5%/năm đối với tiền gửi có kỳ hạn từ 1 tháng đến dưới 6 tháng; 5,3-6,5%/năm đối với tiền gửi có kỳ hạn từ 6 tháng đến dưới 12 tháng; kỳ hạn trên 12 tháng ở mức 6,5-7,3%/năm; hiện mặt bằng lãi suất cho vay VND phổ biến ở mức 6,0-9,0%/năm đối với ngắn hạn; 9,0-11%/năm đối với trung và dài hạn. Nhìn chung, Ngân hàng Nhà nước đã điều hành đồng bộ các công cụ chính sách tiền tệ để điều tiết thanh khoản hợp lý, điều hành lãi suất phù hợp với diễn biến kinh tế vĩ mô nhằm phấn đấu ổn định mặt bằng lãi suất. Đồng thời, chỉ đạo các tổ chức tín dụng cân đối vốn, giữ ổn định lãi suất huy động, tiết giảm chi phí và nâng cao hiệu quả kinh doanh để có điều kiện giảm lãi suất cho vay, chia sẻ khó khăn với khách hàng vay vốn. Đặc biệt, trong giai đoạn 2011 – 2017, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Hình 2: Tỷ lệ lạm phát qua các năm giai đoạn từ 2011 – 2017

Đơn vị tính: %



Nguồn: Tổng cục Thống kê

đã chủ động phối hợp chặt chẽ, linh hoạt các công cụ chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa góp phần quan trọng trong việc kiểm soát, đưa lạm phát ở mức cao xuống thấp hơn từ 23% của 8/2011 đến 6,81% (2012), 1,84% (2014), 0,6% (2015), 4,74% (2016), 3,53% (2017).

Đối với tình hình lạm phát, trong gần 10 năm, giai đoạn 2011-2017 cũng là giai đoạn đánh dấu thời kỳ giữ lạm phát ở mức ổn định và thấp nhất. Để nâng hệ số tín nhiệm của Việt Nam khi được các tổ chức xếp hạng tín nhiệm quốc tế phải dựa vào các yếu tố sau: lạm phát ổn định ở mức thấp, kinh tế vĩ mô ổn định được giữ vững, ngoại hối và tỷ giá ổn định, dự trữ ngoại hối tăng lên cao, thanh khoản được cải thiện vững chắc.

Đầu năm 2011, trước nguy cơ lạm phát cao bùng nổ, Chính phủ đã ban hành Nghị quyết số 11/NQ-CP ngày 24/2/2011 về những giải pháp chủ yếu tập trung kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, bảo đảm an sinh xã hội. Ngay sau đó, Ngân hàng Nhà nước đã có nhiều giải pháp mạnh mẽ, quyết liệt để giảm mặt bằng lãi suất nhằm hỗ trợ sản xuất phát triển, góp phần chống suy giảm kinh tế, không chế tốc độ tăng trưởng dư nợ và dư nợ cho vay đối với lĩnh vực phi sản xuất trong năm 2011 lần lượt là 20% và 16%. Về điều hành lãi suất huy động, Ngân hàng Nhà nước đã ban hành Thông tư số 02/TT-NHNN ngày 03/03/2011 quy định trần lãi suất

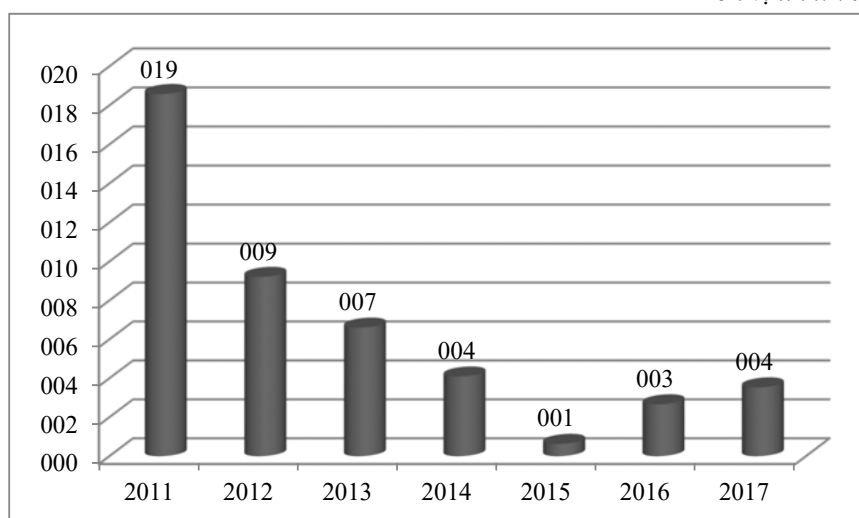
huy động VND của các tổ chức tín dụng là 14%. Từ tháng 9/2011 đến tháng 6/2013, Ngân hàng Nhà nước đã 8 lần điều chỉnh giảm trần lãi suất huy động tiền gửi VND.

Qua các đợt điều chỉnh, lãi suất huy động VND có kỳ hạn dưới 1 tháng đã giảm từ 6%/năm xuống 1,25%/năm, kỳ hạn từ 1 đến dưới 12 tháng giảm từ 14%/năm xuống còn 7%/năm. Đối với tiền gửi ngoại tệ, từ tháng 4/2011 đến nay, Ngân hàng Nhà nước đã 3 lần điều chỉnh giảm lãi suất tiền gửi USD, đưa lãi suất tiền gửi USD của tổ chức và cá nhân xuống còn 0,25%/năm và 1%/năm. Cùng với nỗ lực giảm lãi suất huy động, Ngân hàng Nhà nước đã triển khai nhiều biện pháp để giảm mặt bằng lãi suất cho vay, đặc biệt là đối với 5 lĩnh vực ưu tiên. Riêng trong thời gian từ tháng 6/2012 đến 6/2013, Ngân hàng Nhà nước đã 5 lần điều chỉnh giảm trần lãi suất đối với lĩnh vực, ngành nghề sản xuất ưu tiên. Hiện nay, lãi suất cho vay đối với những lĩnh vực này dao động trong khoảng 9%/năm từ mức cho vay 13%/năm trước đây.

Với mức độ và tần suất điều chỉnh giảm lãi suất như trên, mặt bằng lãi suất huy động và cho vay đã giảm đáng kể, tạo tác động tích cực cho nền kinh tế, cụ thể là: (i) Mặt bằng lãi suất cho vay đối với nền kinh tế giảm nhanh, từ 18,2% năm 2011 xuống 15,4% năm 2012 và 10,5% trong 6 tháng đầu năm 2013; (ii) Đẩy lùi tình trạng đô la hóa nền kinh tế, tỷ

Hình 3: Chỉ số giá tiêu dùng hàng năm CPI qua các năm giai đoạn từ 2011 – 2017

Đơn vị tính: %



Nguồn: Tổng cục Thống kê.

lệ tiền gửi ngoại tệ trên tổng phương tiện thanh toán giảm từ 18% cuối năm từ cuối năm 2011 xuống còn 12% năm 2012, tỷ giá được duy trì ổn định từ năm 2011, dự trữ ngoại hối nhà nước đã được cải thiện đáng kể; (iii) Nhờ giám sát và xử lý cương quyết những trường hợp vi phạm trần lãi suất huy động, đồng thời với các biện pháp hỗ trợ thanh khoản cho các ngân hàng thương mại yếu kém, tình trạng một số ngân hàng thương mại phải vay mượn lẫn nhau với lãi suất rất cao trên thị trường liên ngân hàng đã được khắc phục; (iv) Giảm nhanh lãi suất cho vay, giúp doanh nghiệp tiết giảm chi phí sản xuất, đồng thời ngăn chặn được nguy cơ tái lạm phát. Lạm phát đã giảm từ 23,0% vào năm 2011 xuống còn 6,81% trong năm 2012. Kết quả chống lạm phát của Việt Nam được cộng đồng quốc tế đánh giá cao, củng cố lòng tin của các nhà đầu tư trong và ngoài nước.

Với việc điều hành đó, những năm gần đây thanh khoản hệ thống đã từng bước được cải thiện nên nhu cầu vay vốn không cao, không tạo ra sức ép tăng lãi suất liên ngân hàng. Lãi suất ngân hàng giảm mạnh, dao động 2 -5%/ năm, tỷ lệ tín dụng/GDP cũng từ đó giảm theo từ hơn 100% (2011) còn 90% hiện nay. Năm 2017 được coi là năm thành công trong việc kiểm soát lạm phát trong điều kiện giá một số mặt hàng thiết yếu tăng trở lại nhưng nhờ lạm phát thấp nên Nhà nước vẫn có dư địa điều chỉnh giá một số mặt hàng do Nhà nước quản lý tiệm cận dần theo giá thị trường.

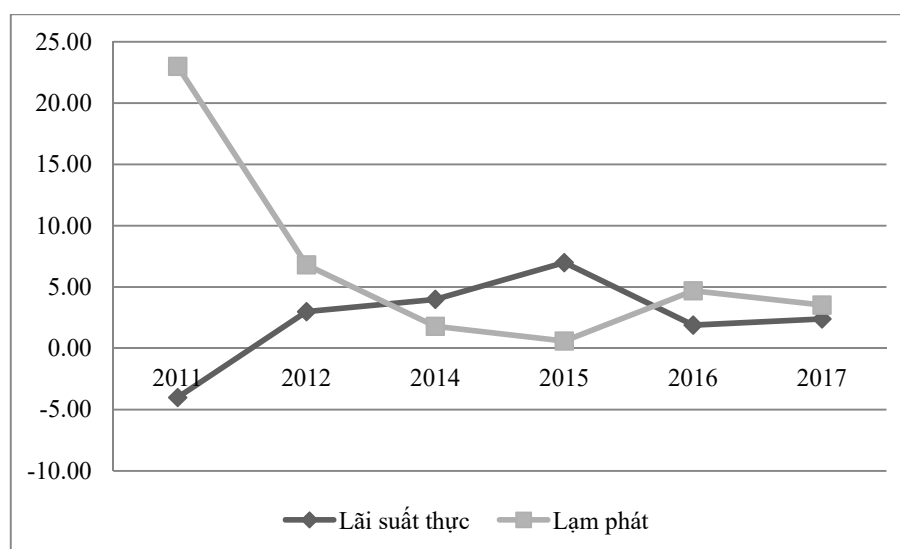
Tuy nhiên bên cạnh những kết quả đạt được trong điều hành chính sách lãi suất, xét một cách tổng thể, lãi suất trên thị trường tiền tệ ở Việt Nam hiện nay vẫn chưa phải là một công cụ quyền lực của Ngân hàng Nhà nước và phần nào gây ra sự suy giảm hiệu lực của chính sách tiền tệ. Ngân hàng Nhà nước vẫn chưa xác định được cụ thể cơ chế điều hành lãi suất ngắn hạn trên thị trường tiền tệ một cách chuẩn mực. Đồng thời, quan hệ giữa các loại lãi suất chưa diễn ra theo đúng quy luật cung cầu và lãi suất ngắn hạn hầu như không có ảnh hưởng đến thị trường vốn trung gian và dài hạn. Thêm vào đó, Ngân hàng Nhà nước công bố nhiều loại lãi suất chính thức để phát tín hiệu và kiểm soát lãi suất thị trường tiền tệ như lãi suất cơ bản, lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu, lãi suất cho vay qua đêm, lãi suất tiền gửi của các tổ chức tín dụng tại Ngân hàng Nhà nước; chức năng của các lãi suất này tuy khác nhau nhưng còn chồng chéo, phức tạp, không đủ sức điều tiết và

hướng dẫn lãi suất thị trường. Đôi khi biến động lãi suất thị trường có tác động ngược đối với lãi suất chính thức, nói cách khác lãi suất chính thức bị điều chỉnh theo lãi suất thị trường.

Bên cạnh đó mối liên hệ giữa lãi suất thị trường và lãi suất chính thức của Ngân hàng Nhà nước còn lỏng lẻo, nhiều khi tách rời nhau, vai trò điều tiết thị trường tiền tệ của lãi suất tái cấp vốn, tái chiết khấu và thị trường mở còn hạn chế. Việc điều hành và kiểm soát lãi suất thị trường của Ngân hàng Nhà nước còn gặp nhiều khó khăn do lãi suất thị trường chịu tác động bởi nhiều nhân tố nằm ngoài khả năng khắc phục và điều tiết của Ngân hàng Nhà nước, cơ chế truyền dẫn tác động của lãi suất chính thức do Ngân hàng Nhà nước công bố còn yếu, tác động của cơ chế điều hành lãi suất chủ yếu là phát tín hiệu “nới lỏng” hay “thắt chặt” tiền tệ, chưa chi phối được lãi suất thị trường trong khi lãi suất thị trường liên ngân hàng chưa phản ánh được đúng quan hệ cung – cầu vốn. Nhìn chung, xét trên khía cạnh lý thuyết, giữa chính sách tiền tệ và lạm phát có mối quan hệ chặt chẽ, đặc biệt là trong dài hạn. Tuy nhiên, thực tế tại các nước phát triển như Việt Nam thời gian qua cho thấy, chính sách nới lỏng tiền tệ quy mô lớn có thể song hành cùng với lạm phát thấp. Nói cách khác, chính sách tiền tệ cũng có những giới hạn nhất định trong việc thúc đẩy lạm phát. Một phần nguyên nhân chính bởi lãi suất thực (lãi suất danh nghĩa trừ đi tốc độ lạm phát) đang ở mức cao.

Kể từ năm 2012 đến nay, cả lạm phát và lãi suất của chúng ta đều trong xu hướng giảm. Tuy nhiên, tốc độ giảm của lãi suất đã diễn ra chậm hơn so với tốc độ giảm của lạm phát. Theo các số liệu thống kê, mặt bằng lãi suất danh nghĩa tại Việt Nam hiện nay chỉ vào khoảng 40% so với năm 2011. Nhưng nếu sử dụng lạm phát cơ bản hay lạm phát GDP làm thước đo, không chịu tác động của các biện pháp điều chỉnh giá y tế và giáo dục, mặt bằng lạm phát hiện nay chỉ khoảng 10% so với năm 2011. Điều này đã khiến lãi suất thực tại Việt Nam gia tăng nhanh chóng kể từ năm 2012. Khi mà cả doanh nghiệp và Nhà nước đều đang nợ tương đối lớn thì lãi suất thực cao ảnh hưởng đến khả năng trả nợ của Nhà nước cũng như doanh nghiệp. Thêm vào đó, khi lãi suất thực cao, các dự án khả thi ít hơn khiến cho hoạt động đầu tư chậm lại, tăng trưởng kinh tế vì thế cũng bị kéo giảm. Đây là hai tác động tiêu cực lớn nhất khi lãi suất thực cao.

Hình 4: Mức lãi suất thực và lạm phát GDP tại Việt Nam giai đoạn 2011- 2017



Nguồn: <http://data.worldbank.org> và Tổng cục thống kê.

Hình 4 cho thấy có mối quan hệ nghịch chiều giữa tốc độ lạm phát GDP và mức lãi suất thực. Những năm 2011 lạm phát cao đi kèm với lãi suất thực âm, trong khi 2015 là năm có lãi suất thực dương cao lại đi kèm với mức lạm phát thấp. Theo số liệu của Ngân hàng Thế giới được trình bày tại Hình 4, chỉ tính riêng lãi suất thực tại Việt Nam năm 2015 đã ở mức trên 7%, cao hơn cả mức 6,5% vào năm 2001.

Ngoài ra, Nhà nước thực sự có những phản ứng chống lạm phát thông qua chính sách tiền tệ và việc điều chỉnh lãi suất, nhưng thường phản ứng chậm hoặc thụ động. Thêm vào đó, các cơ quan chức năng của Nhà nước thường có khuynh hướng đổ lỗi cho lạm phát bắt nguồn từ những nguyên nhân “khách quan” khác. Vì vậy, thường mất một thời gian để chuyển hoá nhận thức lạm phát từ công chúng thành nhận thức của Nhà nước. Đồng thời, lãi suất thường được điều chỉnh tăng sau khi xuất hiện các dấu hiệu trong CPI khoảng 3 tháng. Ngay cả khi chính sách lãi suất được thực hiện, thì thường mất khoảng 4-5 tháng nó mới phát huy tác dụng lên lạm phát. Như vậy, lúc đó, lạm phát đã tăng cao được khoảng 7 – 8 tháng. Vì thế gây ra sự khó khăn khi kiểm chế lạm phát tại Việt Nam trong bối cảnh nền kinh tế mở như hiện nay.

4. Một số kiến nghị

Một là, chi tiêu Chính phủ có tác động rất lớn tới việc gia tăng chỉ số CPI, do đó, trong thời kỳ lạm phát cao, Nhà nước cần thực hiện chính sách lãi suất

thay đổi linh hoạt và kịp thời, theo sát cung cầu vốn. Tính thanh khoản của thị trường cần được tăng lên. Chủ động sử dụng các công cụ chính sách tiền tệ theo nguyên tắc thị trường và áp dụng các biện pháp thích hợp để định hướng và ổn định lãi suất. Đồng thời, để có thể giữ lạm phát ở mức thấp và ổn định, Nhà nước phải tiếp tục thực hiện chính sách lãi suất phù hợp trong thời gian ít nhất là 6 - 7 tháng kể từ khi lạm phát có dấu hiệu giảm.

Hai là, trong ngắn hạn tốc độ tăng CPI chịu ảnh hưởng rất lớn bởi kỳ vọng lạm phát của công chúng, điều này cũng hàm ý rằng mọi động thái điều chỉnh chính sách lãi suất của Nhà nước hiện tại đều tác động đến kỳ vọng lạm phát của công chúng trong tương lai. Do đó, việc tạo niềm tin trong công chúng về nỗ lực kiểm soát lạm phát của Nhà nước thông qua việc phát đi các thông điệp về chính sách lãi suất là vô cùng quan trọng trong thời kỳ lạm phát cao.

Ba là, cần dự báo sự biến động lãi suất theo tình hình kinh tế. Việc dự báo sự biến động lãi suất theo tình hình kinh tế trong và ngoài nước, qua đó áp dụng các biện pháp định hướng lãi suất phù hợp với thực tế nền kinh tế, bởi lãi suất là công cụ điều tiết quan trọng của chính sách tiền tệ, đặc biệt là trong quá trình nước ta đã hội nhập cũng như có chính sách nhằm kiểm soát lãi suất thực tế ở mức thấp bởi nếu lạm phát tiếp tục giảm thì cho dù lãi suất danh nghĩa giảm theo, nhưng lãi suất thực có thể sẽ vẫn bị neo ở mức cao, cản trở việc kiểm soát lạm phát và

tăng trưởng kinh tế trong tương lai.

Bốn là, thực hiện cơ chế điều hành hệ thống lãi suất chỉ đạo. Nếu thị trường tiền tệ thực sự phát triển theo hướng ổn định và có đủ điều kiện để thực hiện tự do hoá lãi suất hoàn toàn, thì có thể bỏ cơ chế điều hành theo lãi suất cơ bản để chuyển hẳn sang cơ chế điều hành hệ thống lãi suất chỉ đạo của Ngân hàng Nhà nước. Sau khi bỏ biên độ lãi suất, thực hiện cơ chế lãi suất thả nổi, thì vai trò của lãi suất cơ bản đối với cho vay bằng VND thực chất chỉ còn mang tính hướng dẫn, tham khảo cho các tổ chức tín dụng, không còn vai trò kiểm soát và tác động trực tiếp đến lãi suất trên thị trường. Vì vậy, khi thị trường tiền tệ phát triển theo hướng ổn định và có đủ điều kiện để tự do hoá lãi suất hoàn toàn, cần phải chuyển sang cơ chế điều hành hệ thống lãi suất chỉ đạo của Ngân hàng Nhà nước.

Năm là, nâng cao năng lực quản lý và vai trò giám sát của Ngân hàng Nhà nước. Cần nâng cao vị thế độc lập của chính sách tiền tệ và quyền tự chủ của Ngân hàng Nhà nước trong điều hành chính sách tiền tệ. Đổi mới cơ cấu tổ chức của hệ thống Ngân

hàng Nhà nước theo hướng tập trung quản lý, điều hành, nâng cao tính chuyên môn hóa, xác định rõ ràng chức năng nhiệm vụ và tăng cường phối hợp giữa các đơn vị, giảm bớt các đầu mối quản lý. Tiếp tục tăng cường năng lực thanh tra và giám sát ngân hàng của Ngân hàng Nhà nước.

5. Kết luận

Lạm phát trong kinh tế vĩ mô là một chỉ số có tính bao quát phản ánh những biến động vĩ mô trong nền kinh tế như: tiền tệ, chính sách về tài chính, cung cầu của hàng hóa, tiêu dùng... Lạm phát và lãi suất có quan hệ chặt chẽ với nhau và có ảnh hưởng trực tiếp lẫn nhau. Vì thế chính sách lãi suất có vai trò quan trọng, là công cụ hữu hiệu của nhà nước trong việc kiểm chế lạm phát bảo đảm duy trì tăng trưởng kinh tế trong bối cảnh một nền kinh tế mở. Do vậy đòi hỏi các quốc gia trong đó có Việt Nam cần lựa chọn và sử dụng cơ chế điều hành lãi suất phù hợp với mục tiêu chính sách tiền tệ của mình và điều kiện thị trường tiền tệ nhằm đảm bảo được việc kiểm soát lạm phát góp phần thúc đẩy nền kinh tế phát triển và hội nhập sâu hơn vào nền kinh tế thế giới.

Tài liệu tham khảo:

- Branson (1979), Multiple exchange rates, fiscal deficits and inflation dynamics, *IMF Working Paper*, WB/96/56. Washington D.C. IMF.
- Cenda Oner (2010), 'Inflation Dynamics: A Structural Econometric Analysis', *Journal of Monetary Economics*, 44, 195-222
- Clark, John B. (1890), 'The Law of Wages and Interest', *American Academy of Political and Social Science*, 1, 43-65.
- Friedman, M. (1907), 'The Role of Monetary Policy', *American Economic Review*, 58, 1-17.
- George L. Perry (1980), *Inflation in Theory and Practice*, *Brookings Papers on Economic Activity*, Economic Studies Program, The Brookings Institution, Vol. 11(1, Tenth), pages 207-260.
- Irving Fisher (1896), *Appreciation and Interest: A Study of the Influence of Monetary Appreciation*, American Economic Association by the Macmillian Company, New York.
- John Maynard Keynes (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Palgrave Macmillan, ISBN 978-0-230-00476-4.
- Marshall, Alfred (1890), *Principles of Economics. I (First ed.)*, London: Macmillan. Retrieved 2012-12-07.