Mã số: 339

Ngày nhận: 28/11/2016

Ngày gửi phản biện lần 1: 28/11/2016

Ngày gửi phản biện lần 2:

Ngày hoàn thành biên tập:

Ngày duyệt đăng:

HIỆU ỨNG FISHER VỀ LÃI SUẤT VÀ LẠM PHÁT Ở VIỆT NAM

Nguyễn Anh Tuấn[1]

Tóm tắt: *Mối quan hệ giữa lạm phát và lãi suất luôn là một đề tài thu hút sự quan tâm của nhiều nhà nghiên cứu cũng như các nhà hoạch định chính sách. Từ đầu thế kỷ 20, I.Fisher đã giả thiết rằng lạm phát và lãi suất có quan hệ biến thiên cùng chiều. Từ các mô hình nghiên cứu thực nghiệm, có thể thấy trong ngắn hạn giả thiết trên dường như không đúng, trong khi đó, xét về dài hạn thì mức độ quan hệ giữa hai biến này cũng rất khác nhau giữa các quốc gia. Ở Việt Nam, dường như trong ngắn hạn giữa hai biến này lại có quan hệ chặt chẽ với nhau do. Về dài hạn, chúng ta cần tiếp tục có những nghiên cứu chi tiết hơn.*

Từ khóa: *Hiệu ứng Fisher, lãi suất, lạm phát*

Abstract: *The relationship between interest rate, inflation is a favorite topic of researchers and policymakers. From the early 20th century, Ivring Fisher suggested that inflation and interest rate were interrelated. From empirical studies, the assumption seems to be incorrect in short term. In long term, the level*

[1] Trường Đại học Kinh tế - ĐHQGHN

of relationship between two variables varies greatly among countries. In Vietnam, it seems two variables are linked closely that in short term. In the long term, we must continue to study in more detail to make conclusion.

Keyword*: Fisher effect, interest rate, inflation*

Mối quan hệ giữa lạm phát và lãi suất luôn là một đề tài thu hút sự quan tâm của nhiều nhà nghiên cứu kinh tế cũng như các nhà hoạch định chính sách tiền tệ. Xác định rõ được mối quan hệ giữa những biến số kinh tế này sẽ là cơ sở quan trọng trong việc xây dựng và điều hành chính sách tiền tệ hiệu quả, góp phần tạo dựng môi trường kinh tế vĩ mô ổn định. Ổn định lạm phát là một trong những mục tiêu quan trọng nhất trong điều hành chính sách tiền tệ. Trong khi đó, lãi suất là một trong những công cụ quan trọng và chủ yếu của Ngân hàng Trung ương (NHTW). Do đó, hiểu rõ được mối quan hệ giữa hai biến số kinh tế này, NHTW mới có thể sử dụng công cụ lãi suất một cách hiệu quả để đạt được mục tiêu kiemr soát lạm phát, tạo cơ sở cho việc ổn định môi trường kinh tế vĩ mô. Một trong những khuôn khổ phân tích được nhiều người sử dụng và hầu hết các sách giáo khoa về kinh tế tiền tệ đều đề cập đó là Hiệu ứng Fisher.

1. Giả thiết về quan hệ giữa lạm phát và lãi suất theo hiệu ứng Fisher

Lãi suất thường được hiểu là giá cả của quyền sử dụng một đơn vị vốn vay trong một thời gian nhất định (thường tính bằng ngày, tuần, tháng, năm). Nói cách khác, lãi suất là tỷ lệ tổng số tiền phải trả so với số tiền cho vay trong một khoảng thời gian nhất định. Lãi suất là giá mà người vay phải trả để sử dụng tiền không thuộc sở hữu của họ vì lợi tức người cho vay có được do việc trì hoãn chi tiêu. Trong khi đó, theo Samuelson, lạm phát biểu thị sự tăng lên trong mức giá cả chung hay lạm phát xảy ra khi mức chung của giá cả và chi phí tăng - giá bánh mì, dầu xăng, xe ô tô tăng, tiền lương, giá đất, tiền thuê tư liệu sản xuất tăng; hoặc theo Milton Friedman, lạm phát là việc giá cả tăng nhanh và kéo dài.

Từ các khái niệm trên, chúng ta thấy rằng lãi suất mang lại lợi tức hay giá trị tăng thêm cho số tiền chúng ta nắm giữ, trong khi đó, lạm phát làm mất giá trị số tiền mà chúng ta nắm giữ tính theo sức mua hàng hóa của đồng tiền. Nếu lãi suất cao hơn lạm phát thì giá trị đồng tiền chúng ta có sẽ tăng thêm nếu ta cho vay và ngược lại. Như vậy, về lý thuyết, có thể cảm nhận được mối quan hệ giữa hai biến số này, nhưng trong thực tế, mối quan hệ này như thế nào vẫn là một câu hỏi được nhiều nhà kinh tế và hoạch định chính sách tiền tệ theo đuổi.

Ivring Fisher, nhà kinh tế học nổi tiếng người Mỹ đầu thế kỷ 20, đã nêu một giả thiết về mối quan hệ trên và giả thiết này được gọi là hiệu ứng Fisher. Fisher giả thiết rằng lãi suất danh nghĩa bằng kỳ vọng lạm phát cộng với lãi suất thực. Giả thiết này thường được biểu diễn bởi công thức sau:

$$i = r + \pi e \qquad (1.1)$$

+ i: lãi suất danh nghĩa

+ r: lãi suất suất thực

+ πe : kỳ vọng lạm phát

Công thức đơn giản trên được Fisher rút ra từ công thức tổng quát :

$$1 + i = (1+r)(1+\pi e) \qquad (1.2)$$

Vế trái cho ta biết tiền lãi danh nghĩa thu được của 1 USD trong khoảng thời gia t đến t+1, nếu lãi suất trong khoảng thời gian đó là i. Vế phải cho ta biết tiền lãi thu được trong khoảng thời gian đó được chia thành 2 cấu phần: một là lãi thực thu được, hai là mức tăng giá do lạm phát, nói cách khác lãi thực là phần lãi còn lại sau khi điều chỉnh bởi lạm phát. Khai triển công thức 1.2 ta có :

$$1 + i = 1 + r + \pi e + r x \pi e \text{ hay } i = r + \pi e + r x \pi e$$

Do r và πe có giá trị nhỏ (thường nhỏ hơn nhiều so với 1) nên số hạng rxπe là rất nhỏ nên có thể bỏ qua, vì vậy công thức 1.2 có thể viết đơn giản lại thành công thức 1.1. Công thức dạng giản đơn 1.1 cũng cho chúng ta thấy, các chủ thể của nền kinh tế, dù là nhà đầu tư hay người tiết kiệm, khi tính toán lãi suất, họ đều phải tính đến sự sụt giảm sức mua của đồng tiền giảm do giá cả tăng. Trong công thức trên, theo Fisher, 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 lạm phát kỳ vọng có mối quan hệ chặt chẽ với nhau. Nếu lạm phát tăng thì lãi suất danh nghĩa tăng hoặc ngược lại.

Để làm rõ hơn mối quan hệ trong hiệu ứng Fisher, Mishkin (2003) đã chứng minh bằng đồ thị giả thiết "*lạm phát tăng sẽ làm lãi suất tăng*". Cụ thể Mishkin cho rằng lượng cầu tài sản, mà cụ thể ở đây là cổ phiếu, trái phiếu, trong điều kiện các nhân tố khác không đổi phụ thuộc vào bốn yếu tố sau:

+ Lượng cầu tài sản có mối quan hệ tỷ lệ thuận với của cải. Nói cách khác, của cải tăng thì lượng cầu tài sản tăng.

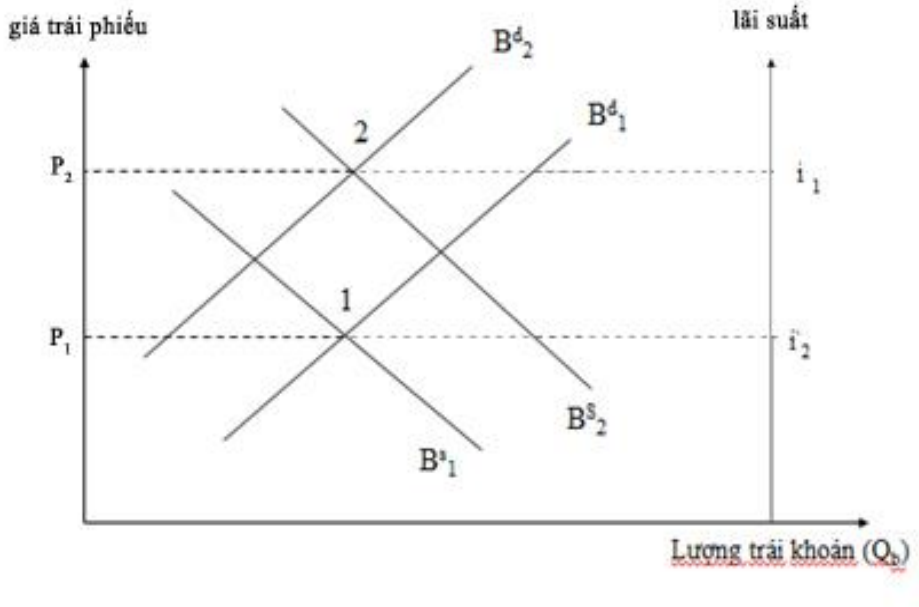
+ Lượng cầu tài sản có mối quan hệ tỷ lệ thuận với lợi tức dự kiến của tài sản này so với tài sản khác. Nói cách khác, lợi tức của một tài sản tăng so với lợi tức tài sản khác thì lượng cầu tài sản đó sẽ tăng

+ Lượng cầu tài sản có mối quan hệ tỷ lệ nghịch với rủi ro của tài sản này so với tài sản khác. Nói cách khác, một tài sản có nhiều rủi ro hơn tài sản khác thì lượng cầu tài sản đó sẽ giảm.

+ Lượng cầu tài sản có mối quan hệ tỷ lệ thuận với độ thanh khoản (liquidity) của tài sản. Nói cách khác, một tài sản có khả năng chuyển đổi thành tiền càng nhanh và ít chi phí (tính lỏng) so với tài sản khác thì lượng cầu tài sản đó sẽ tăng.

Áp dụng 4 nhân tố trên vào phân tích cung cầu trái phiếu bằng đồ thị (Hình 1.1), Mishkin cho rằng:

+ Giả sử lạm phát kỳ vọng tăng 5%, đường cung và đường cầu trái phiếu ban đầu là B_1^s và B_1^d. Hai đường này cắt nhau tại điểm 1, điểm này có mức giá cân bằng P_1 và mức lãi suất cân bằng i_1. Nếu lạm phát dự kiến tăng 10%, khi đó lợi tức dự kiến của trái phiếu giảm so với các tài sản thực đối với bất kỳ mức lãi suất nào cho trước. Do đó, lượng cầu trái phiếu đó sẽ giảm và đường cầu dịch chuyển từ B_1^d đến B_2^d. Lạm phát dự kiến tăng cũng làm cho chi phí thực của việc vay tiền giảm xuống, do đó, lượng cung trái phiếu sẽ tăng và làm đường cung dịch chuyển sang phải từ B_1^s sang B_2^s. Việc dịch chuyển đường cung và đường cầu do sự thay đổi của lạm phát sẽ làm cho điểm cân bằng từ 1 đến 2 (giao điểm của B_2^d và B_2^s) làm giá trái phiếu giảm và lãi suất tăng từ i_1 lên i_2 (Cột lãi suất có chiều đi xuống là tăng lên).



Hình 1.1. Sự thay đổi của lãi suất do kỳ vọng lạm phát tăng

Có thể thấy, trong mô hình cung cầu trái phiếu, Mishkin đã chứng minh về lý thuyết sự tồn tại của hiệu ứng Fisher trên thị trường chứng khoán. Tương tự như công thức 1.1. Nếu lạm phát tăng, nếu lãi suất thực không đổi, thì lãi suất danh nghĩa bắt buộc phải tăng để công thức vẫn cân bằng.

2. Kiểm định hiệu ứng Fisher trên thực tế

Giả thiết của Fisher về mối quan hệ giữa lãi suất danh nghĩa và kỳ vọng lạm phát đã tạo tiền đề và định hướng cho rất nhiều nhà kinh tế đi sâu vào tìm hiểu mối quan hệ giữa hai biến số kinh tế này, cũng như chứng minh sự ổn định của lãi suất thực dự kiến theo thời gian. Các nhà kinh tế trong đó có Fisher thường tập trung chứng minh xem hiệu ứng Fisher có tồn tại trên thực tế ở một quốc gia nào không? Nếu hiệu ứng tồn tại, thì mối tương quan giữa hai biến số này thế nào? độ trễ giữa lãi suất và lạm phát kỳ vọng là bao nhiêu?

Ngay cả I.Fisher, khi nghiên cứu trên các số liệu thực tế, thì dường như cũng không đi đến kết quả như mình giả thiết. Khi nghiên cứu sự thay đổi giá cả và lãi suất danh nghĩa của Anh trong các giai đoạn 1820-1924 và Mỹ trong giai đoạn 1890-1927, I.Fisher nhận thấy trong ngắn hạn không có mối quan hệ rõ ràng giữa hai biến số này nếu không sử dụng biến trễ. Ngược lại, nếu sử dựng biến trễ với lạm phát trong quá khứ là biến thay thế cho lạm phát kỳ vọng, thì mối tương quan giữa hai biến này ngày càng rõ ràng với mức tương quan 0,98 ở Anh và 0.857 ở Mỹ. Tuy nhiên, mức độ tương quan trên chỉ có được nếu sử dụng độ trễ vời thời gia ở Mỹ là 20 năm và ở Anh là 28 năm. Chính vì vậy, I. Fisher đi đến kết luận: *Chúng ta tìm ra những bằng chứng chung hoặc cụ thể từ mối tương quan giữa giá cả (P') với lợi tức trái phiếu và lãi suất ngắn hạn, rằng nếu giá thay đổi thì nhìn chung và ở một mức độ nhất định nào đó sẽ ảnh hưởng đến lãi suất theo chiều hướng đã được giả thuyết chỉ ra. Tuy nhiên, những giả định về tương lai là không hoàn hảo, nên ảnh hưởng trên có thể nhỏ hơn tính toán lý thuyết và chậm hơn so*

với sự biến động về giá, trong một số giai đoạn, sự chậm chễ này là rất lớn. Khi ảnh hưởng của sự thay đổi về giá đến lãi suất được tính toán với độ trễ một vài năm, chúng ta thấy rằng có hệ số tương quan giữ hai chỉ số trên là rất lớn, do đó, chúng ta có thể thấy lãi suất sẽ biến động theo sự thay đổi giá mặc dù chúng khá chênh lệch về thời gian (Ausha Cooray, 2003)

Kết luận trên của Fisher cho biết mặc dù lãi suất danh nghĩa biến động theo kỳ vọng lạm phát nhưng sự biến động này ít hơn nhiều so với giả thiết được nêu và chỉ xuất hiện trong dài hạn.

Mishkin (1992) sử dụng số liệu từ tháng 1/1953 đến 12/1990 để nghiên cứu mối quan hệ giữa lạm phát và lãi suất ở Australia cũng không có bằng chứng về sự tồn tại của hiệu ứng Fisher trong ngắn hạn nhưng có căn cứ chứng minh trong dài hạn. Để có được kết quả này, Mishkin đã có sự phân biệt rõ ràng giữa hiệu ứng Fisher ngắn hạn và hiệu ứng Fisher dài hạn. Hiệu ứng Fisher ngắn hạn để chỉ sự thay đổi lạm phát dẫn đến sự thay đổi ngay lập tức lãi suất ngắn hạn, trong khi đó, hiệu ứng Fisher dài hạn là việc lãi suất và lạm phát biến động cùng nhau trong dài hạn. Từ kết quả trên, Mishkin (1992) cho rằng lãi suất ngắn hạn có thể là một chỉ dẫn không chính xác đối với chính sách tiền tệ bởi vì lãi suất cao tồn tại trong một khoảng thời gian nào đó có thể cho ta biết lạm phát kỳ vọng sẽ cao. Tuy nhiên, lãi suất cao không cho chúng ta biết chính sách tiền tệ đang thắt chặt, trên thực tế có thể là ngược lại. Chính vì vậy, nếu chỉ xem xét lãi suất ngắn hạn, chúng ta có thể nhìn nhận sai đối với quan điểm điều hành chính sách tiền tệ. Việc hiệu ứng Fisher không tồn tại trong ngắn hạn có nghĩa là lãi suất ngắn hạn sẽ phản ánh sự thay đổi của lãi suất thực chứ không phải do lạm phát thay đổi.

H.A Mitchell-Innes (2006) đã trình bày một cách tổng quát một mô hình kinh tế lượng dùng để ước lượng mối tương quan giữa lạm phát và lãi suất, cũng như các kiểm định đi kèm và áp dụng nó trong nghiên cứu lạm phát và lãi suất tại Nam

Phi, đăc biệt tác giả đã phân biệt mối quan hệ này trong hai giai đoạn: giai đoạn Nam Phi chưa áp dụng chính sách tiền tệ mục tiêu lạm phát và sau khi áp dụng chính sách tiền tệ mục tiêu lạm phát. Mô hình của Mitchell-Innes (2006) như sau :

$i_t = \alpha + \beta \pi_t + \mu_t$ (4.2)

Trong đó :

- α là lãi suất thực dài hạn

- π_t is lạm phát thực

- μ_t các nhân tố ảnh hưởng khác

Khi đó giả thuyết Fisher là vững và có ý nghĩa khi :

- α nằm giữa lạm phát (π_t) và lãi suất danh nghĩa (i_t)

- β=1, nếu β<1 thì mối quan hệ giữa hai biến này ngày càng yếu đi

Kết quả mô hình cho thấy :

- Hiệu ứng Fisher ngắn hạn: Các chủ thể kinh tế chỉ có niềm tin dài hạn vào chính sách tiền tệ khi các công cụ ngắn hạn của chính sách tiền tệ hoạt động hiệu quả và đúng thời điểm. Những phân tích về lãi suất ngắn hạn củng cố nhận định khuôn khổ chính sách tiền tệ mục tiêu của Nam Phi là hiệu quả, đặc biệt là cơ chế chuyền dẫn của chính sách. Kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra rằng lãi suất ngắn hạn không chịu ảnh hưởng bởi kỳ vọng lạm phát và do đó nó là một tín hiệu tốt khi tìm hiểu quan điểm điều hành chính sách tiền tệ.

- Hiệu ứng Fisher dài hạn: kết quả nghiên cứu chỉ ra lạm phát và kỳ vọng lãi suất là đồng liên kết. Do đó những đánh giá dài hạn sẽ có sự đồng thuận kém hơn. Bởi vì chính sách lam phát mục tiêu làm người dân tin tưởng hơn cùng với những thành công trong kiềm chế lạm phát trong phạm vi mục tiêu nên mức bù kỳ vọng lạm phát cho việc đồng tiền mất giá là tương đối thấp và ổn định. Nói một cách

khác, người dân không yêu cầu lãi suất danh nghĩa phải điều chỉnh đầy đủ để bù cho mức tăng lạm phát kỳ vọng. Hiệu ứng Fisher dài hạn yếu tại Nam Phi có thể cho chúng ta biết vai trò ngày càng tăng của lãi suất thực dài hạn đối với lãi suất danh nghĩa. Điều này có nghĩa lãi suất danh nghĩa biến động không phải do kì vọng của lạm phát.

Ben Obi và đồng nghiệp (2009) cũng đã sử dụng mô hình kinh tế lượng để đánh giá tác động của lạm phát, cung tiền và thâm hụt ngân sách đối với lãi suất. Mô hình được tác giả sử dụng là mô hình Đồng liên kết và hiệu chỉnh sai số, cụ thể như sau:

$INTR = f(IFN_t, LnMOS_t, FISBA_t, U_t)$

Trong đó:

- INTR: là lãi suất

- IFN: lạm phát

- LnMOS: lượng tiền cung ứng

- FISBA: Thâm hụt ngân sách.

Kết quả hồi quy của tác giả cho biết R^2 =72.3% hay các biến trong mô hình giải thích được 72.3% sự biến động của lãi suất. Kiểm định cũng cho biết các biến giải thích (bên vế phải) là có ý nghĩa với sự biến động lãi suất. Kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra mối quan hệ giữa lãi suất và lạm phát trong quá khứ là có ý nghĩa mặc dù không lớn là 0.13. Mô hình trên cũng cho biết lượng cung tiền có ảnh hưởng lớn tới lãi suất, với hệ số tương quan là 1.35% trong khi thâm hụt ngân sách có ảnh hưởng không đáng kể với hệ số tương quan là 0.000025%. Điều này có nghĩa là hiệu ứng Fisher chỉ tồn tại một phần trong nền kinh tế Niger. Do đó, nhóm tác giả đề xuất Ngân hàng trung ương Niger cần sử dụng chính sách tài khóa là chính để

hạn chế lạm phát, chẳng hạn như tăng đầu tư vào sản xuất, vào cơ sở hạ tầng như viễn thông, đường xá, nhà máy điện…

Từ những nghiên cứu trên, chúng ta có thể đi đến một số hàm ý chính sách sau:

- NHTW có thể sử dụng công cụ lãi suất để kiềm chế lạm phát, trong nhiều trường hợp NHTW có thể chống lạm phát bằng cách tăng lãi suất.

- Hiệu ứng Fisher nếu không tồn tại trong ngắn hạn, điều này có nghĩa lãi suất ngắn hạn tăng không phải do yếu tố kỳ vọng lạm phát, do đó sự biến động của lãi suất ngăn hạn là thể hiện quan điểm của ngân hàng trung ương về điều hành chính sách tiền tệ.

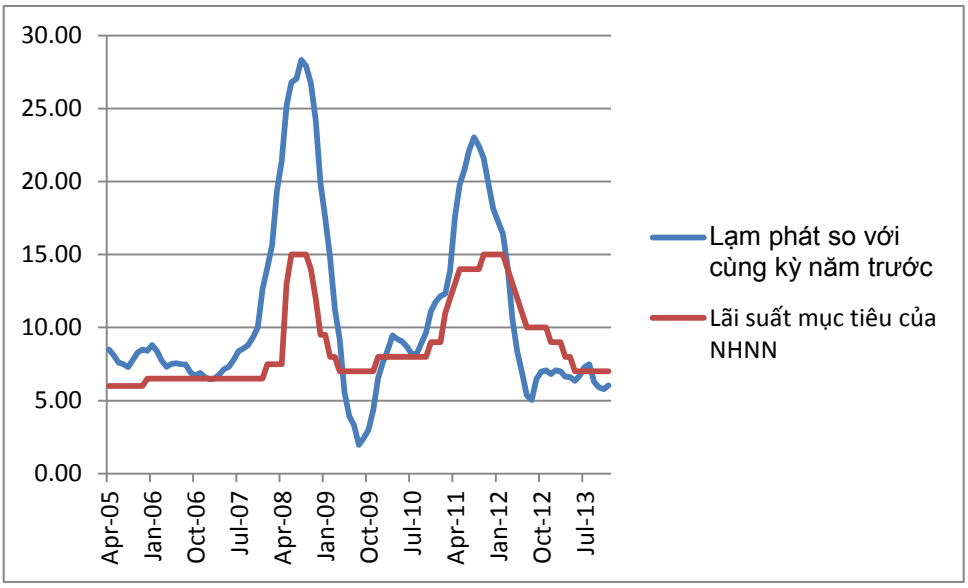
- Hiệu ứng Fisher nếu tồn tại trong dài hạn thì sự biến động của lãi suất sẽ là hệ quả của sự biến động lạm phát kỳ vọng. Trong trường hợp hiệu ứng này không tồn tại hay tồn tại ở dạng yếu thì có thể kết luận sự biến động của lãi suất danh nghĩa do sự biến động của lãi suất thực. Khi đó lãi suất danh nghĩa tăng là kết quả của lãi suất thực tăng và ngược lại. Điều này sẽ ảnh hưởng lớn đến sức mua đồng tiền khi lãi suất thay đổi.

- Tùy từng điều kiện, hoàn cảnh kinh tế của từng nước mà hiệu ứng Fisher có thể xuất hiện hay không tồn tại. Nhưng thông qua việc đánh giá sự tồn tại hay không tồn tại của hiệu ứng Fisher mà chúng ta có thể có những chính sách tiền tệ phù hợp. Nếu hiệu ứng Fisher tồn tại vững chắc thì việc việc điều chỉnh lãi suất sẽ có tác động lớn đến lạm phát. Trong trường hợp ngược lại, nếu hiệu ứng Fisher nhỏ hoặc không tồn tại thì công cụ lãi suất sẽ ít có hiệu quả đối với việc điều chỉnh lạm phát, khi đó các công cụ về điều tiết lượng cung tiền trong nền kinh tế có thể hiệu quả hơn.

Cho dù, mối tương quan giữa hai biến số kinh tế trên có thể trên thực tế là không lớn nhưng kết quả nghiên cứu cũng cho thấy hiệu ứng Fisher giữa hai biến số này là có tồn tại và chúng có mối quan hệ với nhau. Do đó, các nhà hoặc định chính sách tiền tệ không thể bỏ qua mối quan hệ này khi hoạch định chính sách.

3. Hiệu ứng Fisher tại Việt Nam

Tác giả sử dụng số liệu lạm phát và lãi suất cơ bản (mục tiêu) của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam từ bộ dữ liệu của Ngân hàng phát triển châu Á (ADB) công bố trên cổng thông tin của ADB (ADB.org) để xem xét môi quan hệ giữa hai biến số này. Dữ liệu từ tháng 4/2005 đến tháng 12/2003 (105 quan sát), dữ liệu từ 1/2014 chưa đầy đủ và đồng nhất giữa hai biến nên không xem xét.



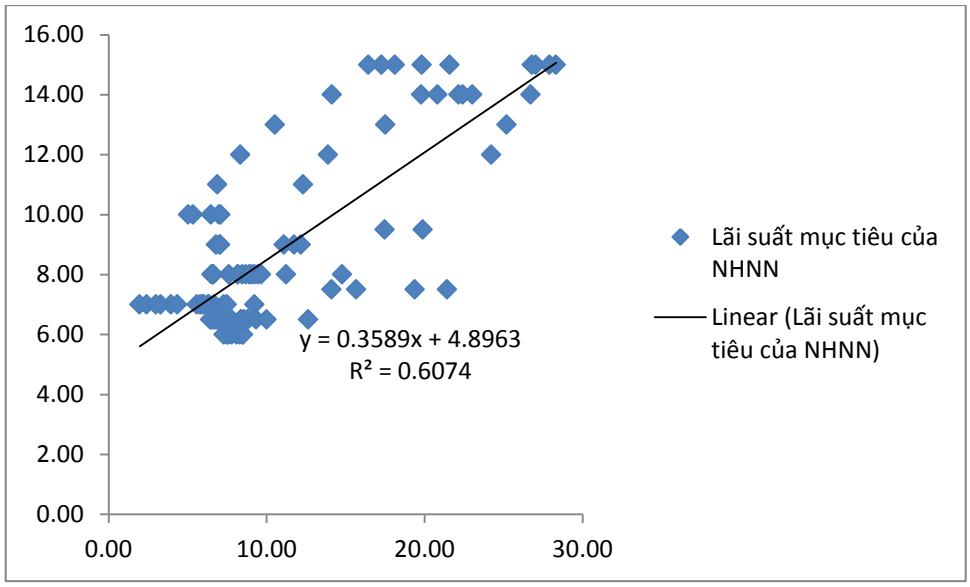
Hình 2. Sự biến động của lạm phát và lãi suất (2005-2013)

Về mặt cảm quan ta thấy rằng trong giai đoạn này lạm phát tăng cao thì mặt bằng lãi suất của Việt Nam cũng sẽ tăng theo. Điều này trên thực tế cũng có thể đúng với diễn biến lãi suất của Việt Nam, khi lạm phát bùng phát, để thu hút người gửi tiền vào ngân hàng, NHNN phải điều chỉnh lãi suất mục tiêu để tạo điều kiện cho hệ thống NHTM tăng lãi suất huy động. Tuy nhiên, điều này có thể đẩy

NHTM bước vào một cuộc chạy đua tăng lãi suất và có thể làm cho hệ thống NHTM rơi vào nguy hiểm. Vì vậy, từ năm 2011, NHNN đã can thiệp bằng cách áp dụng trần lãi suất và các chế tài phạt đối với các NHTM. Việc áp dụng trần lãi suất, sẽ làm cho các NHTM nhỏ của Việt Nam sẽ ở vào vị thế yếu hơn so với các NHTM lớn bởi vì nếu giá cả đầu vào như nhau, thì người dân sẽ chỉ lựa chọn những ngân hàng lớn có khả năng hơn để gửi tiền. Điều này, trong tình trạng thiếu thanh khoản trầm trọng, các NHTM phải vượt rào để huy động vốn, các hình thức khuyến mại, bôc thăm rút thưởng mà các NHTM thực hiện, chính là những hình thức làm tăng lãi suất gián tiếp. Có thể nói, những biện pháp vượt rào lãi suất này chỉ được thực hiện vào những giai đoạn lạm phát tăng cao như năm 2008, 2011, 2012. Xét từ góc độ lý thuyết lượng cầu tài sản và hiệu ứng Fisher trên sơ đồ cung cầu trái phiếu, ta có thể thấy dường như hiệu ứng Fisher đã tồn tại trong nền kinh tế Việt Nam, đặc biệt trong ngắn hạn, đó là lạm phát tăng, cung tiền gửi giảm, cho dùng cầu tiền gửi không tăng thì lãi suất tất yếu cũng sẽ tăng để đáp ứng sự sụt giảm về cung tiền gửi này. Điều này là rất khác biệt, đối với nhiều nước, khi hiệu ứng Fisher ít khi tồn tại trong ngắn hạn. Có thể lý giải hiện tượng trên là yếu tố tâm lý của người dân của Việt Nam chịu ảnh hưởng của các thông tin kinh tế là rất lớn. Do đó, khi thống tin về tình trạng lạm phát tăng cao, người dân Việt Nam sẽ có xu hướng ngay lập tức rút tiền và chuyển sang các loại tài sản khác có tính bảo toàn giá trị cao hơn như vàng, đô la, bất động sản do đó gây sức ép tăng lãi suất huy động từ các NHTM.

Tuy nhiên, những nhận xét trên đây chỉ là mặt cảm quan trên những số liệu thống kê. Trên thực tế, cần những kiểm định mô hình kinh tế lượng để kiểm định giả thuyết có phải lạm phát tăng cao làm lãi suất tăng cao không? Tuy nhiên, do lãi suất Việt Nam trong nhiều giai đoạn bị không chế bởi trần lãi suất, nên biến động lãi suất không do lạm phát mà do quan điểm điều hành chính sách tiền tệ của

NHNN Việt Nam. Hơn thế nữa, các số liệu thống kê của Việt Nam về các chuỗi số liệu về lạm phát và lãi suất là rất khó khăn trong tìm kiếm. Mặc dù đã sử dụng dữ liệu từ ADB, nhưng dữ liệu của ADB cũng dẫn từ nhiều nguồn và có nhiều cách tính, do đó, để tạo sự đồng bộ về số liệu, cần có những nghiên cứu chi tiết hơn. Tuy nhiên, để làm rõ hơn mối tương quan giữa lãi suất và lạm phát và với giả định NHNN Việt Nam phản ứng ngay với công cụ lãi suất khi có sự thay đổi về lạm phát. Tác giả sử dụng bộ dữ liệu trên và chạy mô hình hồi quy tuyến tính đơn giản đánh giá mức độ quan hệ giữa hai biến số.



Hình 3. Mối quan hệ tuyến tính giữa lạm phát và lái suất mục tiêu ở Việt Nam

Kết quả có thấy nếu lạm phát thay đổi 1% thì lãi suất mục tiêu thay đổi khoảng 0,36% và sự biến động của lạm phát có thể ảnh hưởng 60% đến lãi suất mục tiêu của NHNN. Bên cạnh đó, mức lãi suất thực của Việt Nam khoảng 4,9%. Mặc dù, mô hình tuyến tính này còn đơn giản, cần bổ sung các biến số kinh tế khác như cung tiền, tỷ giá, tốc độ tăng trưởng kinh tế …cũng như cần nghiên cứu độ trễ từ các biến số kinh tế này đối với lãi suất và mức lãi suất nghiên cứu ở đây là lãi suất mục tiêu (thể hiện quan điểm điều hành của NHNN). Nhưng mô hình hồi quy đơn giản bước đầu đã cho thấy phần nào mối quan hệ giữa hai biến số lạm phát và

lãi suất ở Việt Nam đó là hai biến số này có tồn tại quan hệ đồng chiều, do đó, NHNN trong bối cảnh chống lạm phát đã phải tăng lãi suất. Điều này phù hợp với kết luận của Mishkin (2003) khi nghiên cứu hiệu ứng này đó là chống lạm phát thì không thể giảm lãi suất, hay nói cách khác, chống lạm phát có thể tăng lãi suất.

Kết luận

Hiệu ứng Fisher cho rằng lãi suất và kỳ vọng lạm phát có mối quan hệ một-một với nhau, trong khi đó lãi xuất thực dự kiến là tương đối ổn định có thể coi như là một hằng số. Hầu hết các nghiên cứu về hiệu ứng Fisher đều đi đến kết luận: trong ngắn hạn hiệu ứng này không tồn tại, trong khi đó, trong dài hạn hiệu ứng Fisher không phải ở quốc gia nào cũng tồn tại. Sự tồn tại hay không tồn tại hiệu ứng Fisher sẽ là một cơ sở tốt cho các nhà hoạch định chính sách tiền tệ điều hành các công cụ chính sách. Nếu hiệu ứng Fisher tồn tại, tức lạm phát có quan hệ với lãi suất thì việc chúng ta có thể sự dụng công cụ lãi suất để điều tiết lạm phát, mức độ điều tiết phụ thuộc vào hệ số tương quan. Ngược lại, nếu không tồn tại, thì các công cụ khác như điều tiết lượng cung tiền, chính sách tài khóa sẽ có hiệu quả trong kiểm saots lạm phát. Xét từ năm 2005 đến nay, NHNN Việt Nam thưởng điều chỉnh lãi suất tăng khi đối mặt với nguy cơ lạm phát. Điều này cho thấy trong ngắn hạn dường như hiệu ứng này có tác động tại Việt Nam xuất phát yếu tố tâm lý và độ nhạy cảm của người dân Việt Nam đối với lạm phát là rất cao. Mô hình hồi quy đơn giản cũng đã chứng minh điều này. Tuy nhiên, việc xem xét hiệu ứng này một cách tổng thể, chi tiết cần các nghiên cứu định lượng rõ ràng hơn nhất là trong bói cảnh NHNN Việt Nam vẫn đạng kiểm soát lãi suất một cách chặt chẽ đối với các NHTM.

Tài liệu tham khảo

1. P.Krugman and M.Obstfeld (2005), *International Economics: Theory and Policy*, Pearson Addison Wesley.

2. David Glasner (2011), *The Fisher effect under deflationary expectation*, Federal Trade Commission, available www.ssrn.com/abstract=1749062.
3. Paul A.Jonhon (2005), *Is it really the Fisher Effect ?*, Vassar College Economics Working paper No58, available www.ssrn.com/abstract=1749062.
4. Ausha Cooray (2003), *The Fisher effect : A review of the literature*, Macquarie University, Department of Economics Research Papers No 0206.
5. Maghyereh A.Issa, Haitham A. Al-Zoubi (2006), *Does Fisher effect apply in developing countries: evidence from a nonlinear cotrending test applied to Argentina, Brazil, Malysia, Mexico, Ssouth Korea and Turkey*, Applied Econometrics and International Development, Vol. 6, No. 2.
6. Frederic S. Mishkin, John Simon (1995), *An empirical examination of the Fisher effect in Australia*, NBER Working Paper Series No 5080.
7. Ekaterini Panopoulou (2005), *A Resolution of the Fisher Effect Puzzle : A Comparison*, Department of Economics Working Paper Series N150/02/05, National University of Ireland.
8. Mark J. Jensen (2006), *The Long-Run Fisher Effect: Can It Be Tested?* FED of Atlanta Working Paper 2006-11.
9. Henry Alexander Mitchell-Innnes (2006), *The relationship between interest rates and inflation in South Africa: Revisiting Fisher's hypothesis*, Master thesis of Rhodes University.
10. Ben Obi et al (2009), *An Empirical Investigation of The Fisher Effect in Niger: An Co-integration and Error Correction Approach*, International Review of Business Research Papers Vol 5, No 5 pp 96-109.
11. Millind Sathye et al (2008), *The Fisher in an Emerrging Economy: the case of India, International Business Research*, Vol 1 No2 pp 99-104.