

# CHỈ SỐ ĐIỀU KIỆN TIỀN TỆ MỞ RỘNG: CHỈ SỐ HỖ TRỢ ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ TRONG NGẮN HẠN CHO VIỆT NAM

Ngày nhận: 03/01/2014  
 Ngày nhận lại: 05/5/2014  
 Ngày duyệt đăng: 10/7/2014  
 Mã số: 7-14-NCTĐ-03

*Phạm Thị Tuyết Trinh (\*)*

**Tóm tắt:** Nghiên cứu tính toán chỉ số điều kiện tiền tệ dạng mở rộng (MCI) cho Việt Nam nhằm làm chỉ số hỗ trợ Ngân hàng Nhà nước (NHNN) điều hành chính sách tiền tệ (CSTT) trong ngắn hạn. MCI được cấu thành từ các biến số đại diện các kênh truyền dẫn CSTT chủ yếu tại Việt Nam bao gồm lãi suất, tỷ giá, tín dụng và giá thị trường chứng khoán. Trọng số MCI được ước lượng theo mô hình rút gọn của khung phân tích IS-PC, hàm phản ứng đẩy dựa trên mô hình VAR bằng dữ liệu dạng sai phân và dạng độ lệch. Các MCI sau đó được kiểm tra sự phù hợp theo ba tiêu chí: quan hệ nhân quả với tăng trưởng sản lượng, khả năng giải thích tăng trưởng sản lượng trong ngắn hạn và khả năng dự báo tăng trưởng sản lượng trong 1, 2, 3 kỳ dự báo trước nhằm tìm ra MCI tốt nhất.

**Từ khóa:** Chỉ số điều kiện tiền tệ, chính sách tiền tệ, truyền dẫn chính sách tiền tệ.

## Đặt vấn đề

Để điều hành CSTT đạt mục tiêu cuối cùng, các ngân hàng trung ương (NHTW) đặt ra các mục tiêu hỗ trợ điều hành trong ngắn hạn thường được gọi mục tiêu hoạt động và mục tiêu trung gian. Tại Việt Nam, điều hành CSTT trong thời gian qua cho thấy tính chưa hoàn chỉnh và chưa minh bạch của các mục tiêu hỗ trợ này: (i) Mục tiêu trung gian chưa được công bố, tuy nhiên hàng năm NHNN đều xác định mức tăng trưởng cung tiền và tăng trưởng tín dụng mục tiêu làm định hướng điều hành; (ii) Mục tiêu hoạt động chưa được rõ ràng, mặc dù trong ngắn hạn, NHNN hướng đến ổn định lãi suất, tỷ giá, đảm bảo thanh khoản hệ thống ngân hàng (được chủ trương trong các chỉ thị điều hành CSTT đầu năm như Chỉ thị 02/2010, 01/2011, 01/2012, 01/2013). Hạn chế này làm giảm ý nghĩa mang tính hỗ trợ và định hướng của các mục tiêu ngắn hạn cho điều hành CSTT: (i) Mục tiêu trung gian không tương quan về lượng với mục tiêu cuối cùng. NHNN thường phá vỡ (ở mức cao hơn

rất nhiều) mức tăng trưởng cung tiền và tín dụng mục tiêu hàng năm để đạt mục tiêu tăng trưởng, lạm phát; (ii) Thiếu vắng mục tiêu hoạt động nên chính sách đôi khi phản ứng chậm với diễn biến thị trường, điển hình là các can thiệp kiểm soát lạm phát thường phải đợi đến khi có phản ứng của cung tiền, tín dụng hoặc chính diễn biến giá cả. Thực tế này cho thấy NHNN đang thiếu các biến số hỗ trợ điều hành trong ngắn hạn để có thể thấy được những phản ứng tức thời của nền kinh tế với các động thái điều hành chính sách, đồng thời giúp NHNN dự đoán những phản ứng của cung tiền, sản lượng và lạm phát. Nghiên cứu được thực hiện nhằm đo lường MCI làm chỉ số hỗ trợ NHNN phần nào khắc phục hạn chế này.

## Chỉ số điều kiện tiền tệ

MCI đầu tiên (MCI nguyên bản) được NHTW Canada xây dựng vào đầu những năm 1990 nhằm phản ánh trạng thái CSTT, hỗ trợ NHTW điều hành CSTT trong ngắn hạn. MCI