

KÊNH LÃI SUẤT TRONG TRUYỀN DẪN CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ TẠI VIỆT NAM

Nguyễn Duy Sửu*, Nguyễn Thị Bích Loan**

Tóm tắt

Lãi suất là một trong những công cụ thực thi chính sách tiền tệ mà Ngân hàng trung ương của các nước trên thế giới cũng như Việt Nam đã và đang sử dụng nhằm điều tiết lưu thông tiền tệ với mục tiêu ổn định lạm phát và kích thích tăng trưởng kinh tế. Các công cụ thực thi chính sách tiền tệ trong đó có công cụ lãi suất được thực hiện khá linh hoạt. Bài viết này sử dụng mô hình SVar nghiên cứu mức độ truyền dẫn của lãi suất đến các yếu tố giá cả trong nền kinh tế Việt Nam giai đoạn 2005 đến 2013. Kết quả cho thấy có mối quan hệ dài hạn giữa lãi suất thông qua kiểm định đồng liên kết. Giữa lãi suất và các biến kinh tế, tác giả chỉ tìm thấy quan hệ nhân quả một chiều từ chỉ số giá tiêu dùng CPI đến lãi suất. Với kết quả kiểm định phản ứng shock và phân rã phương sai, tác giả tìm thấy các biến có chịu tác động bởi cú shock của lãi suất, tuy nhiên chỉ có cung tiền M2 và chỉ số giá chứng khoán VNI là chịu tác động mạnh trong 4 kỳ.

Từ khóa: Lãi suất, chính sách lãi suất, kênh lãi suất, mô hình Svar

1. Giới thiệu

Chính sách tiền tệ của hầu hết các quốc gia luôn hướng đến hai mục tiêu quan trọng đó là ổn định lạm phát và kích thích tăng trưởng kinh tế. Các công cụ thực thi chính sách tiền tệ được các quốc gia vận dụng dựa vào tình hình thực tế của từng giai đoạn phát triển của nền kinh tế. Lãi suất là một công cụ được các quốc gia sử dụng bên cạnh những công cụ khác nhằm điều tiết lưu thông tiền tệ. Một sự giảm lãi suất có thể góp phần gia tăng sản xuất trong nước, cũng có thể gây ra áp lực lạm phát tăng. Trong mô hình kinh tế của nhà kinh tế học nổi tiếng John Keynes, kênh lãi suất truyền tải đến tăng trưởng kinh tế thông qua quy trình sau: Cung tiền giảm => Lãi suất tăng => Đầu tư giảm => Sản lượng giảm.

Tuy nhiên, lãi suất không chỉ ảnh hưởng đến đầu tư thông qua quá trình tạo lập nguồn vốn, mà đồng thời có tác động ngược lại đến cung tiền. Đây cũng là nhận định của Mishkin (1995) khi cho rằng quyết định chi tiêu trong đầu tư chịu sự tác động mạnh mẽ từ lãi suất.

Đồng tình với quan điểm trên, nhiều nhà kinh tế học nổi tiếng trong đó có Taylor (1995) cũng chỉ ra rằng kênh lãi suất là kênh chia khoá trong chính sách tiền tệ. Trong mô hình của ông, một chính sách thắt chặt tiền tệ làm cho lãi suất danh nghĩa ngắn hạn tăng. Điều này làm cho tiền lương và giá cả không như kỳ vọng. Nhưng trong dài hạn lãi suất thực sẽ tăng. Lãi suất cao là nguyên nhân khiến cho nhiều doanh nghiệp cố định khoản đầu tư, đầu tư khu vực tư nhân cũng như tiêu dùng thường xuyên giảm và thậm chí giảm đầu tư vào hàng tồn kho do đó làm cho tổng sản lượng giảm.

Từ những năm 1990, Ngân hàng trung ương của nhiều nước trên thế giới đã xem lãi suất là mục tiêu trung gian của chính sách tiền tệ. Khi nền kinh tế tăng trưởng nóng và thời kỳ lạm phát cao, Ngân hàng trung ương sẽ tăng lãi suất ngắn hạn và ngược lại, nếu kinh tế suy giảm và giảm phát thì Ngân hàng trung ương sẽ giảm lãi suất ngắn hạn nhằm điều tiết lượng tiền cung ứng để đạt các mục tiêu của chính sách tiền tệ. Ngoài ra, hầu hết các ngân hàng trung ương của các nước công nghiệp cũng lấy lãi suất ngắn hạn làm mục tiêu hoạt động (BIS, 1998). Ví dụ: Ngân hàng nhà nước Đức (Germany Bundesbank) sử dụng lãi suất tiền gửi (the call money rate), Cục dự trữ liên bang Mỹ sử dụng lãi suất liên bang (federal funds rate).

Trong giai đoạn 2001-2003, Ngân hàng trung ương của các nước trên thế giới đều áp dụng chính sách tài chính và tiền tệ nới lỏng nhằm kích thích đầu tư, tăng cầu để ngăn chặn hiện tượng suy giảm kinh tế do tác động của khủng hoảng tài chính tiền tệ của những năm trước đó.

*Nguyễn Duy Sửu, Thạc Sĩ, Trường Đại Học Tôn Đức Thắng.

**Nguyễn Thị Bích Loan, Tiến Sĩ, Trường Đại Học Tôn Đức Thắng.

Thời gian này, hầu hết các nước trên thế giới đều có mức tăng trưởng thấp, xuất nhập khẩu qua lại giữa các quốc gia giảm rõ rệt. Dòng vốn đầu tư trực tiếp FDI đã giảm hơn 40% từ năm 2001 đến 2003.

Những năm gần đây, có rất nhiều nghiên cứu về mức độ truyền dẫn của kênh lãi suất đến yếu tố giá cả trong nền kinh tế của nhiều nước trên thế giới. Mohanty and Turner [2008] cho rằng khuôn khổ chính sách tiền tệ được đưa ra trên EMEs (Emerging Markets Economies) những năm gần đây đã củng cố kênh lãi suất trong truyền dẫn chính sách tiền tệ. Mukherjee and Bhattachaya [2011] phát hiện ra kênh lãi suất ảnh hưởng đến chi tiêu và đầu tư tư nhân tại EMEs. Acosta-Ormaechea and Coble [2011] khi so sánh truyền dẫn chính sách tiền tệ giữa nền kinh tế đô la hóa và không đô la hóa đã tìm thấy rằng ở Chile và New Zealand kênh lãi suất truyền thống quan trọng hơn trong khi ở Peru và Uruguay kênh tỷ giá lại đóng vai trò quan trọng hơn trong việc kiểm soát lạm phát. Taylor và Williams [2010] quan điểm rằng ngay cả quy luật lãi suất đơn cũng đã hoạt động tốt trong chính sách tiền tệ.

Mục tiêu của bài viết này nhằm trả lời ba câu hỏi: (1) Có sự dịch chuyển lớn từ kênh lãi suất đến các yếu tố giá cả và các biến vĩ mô trong nền kinh tế hay không? (2) Có hay không mối quan hệ nhân quả giữa lãi suất và các biến kinh tế vĩ mô? (3) Một cú shock trong lãi suất tác động đến các biến kinh tế vĩ mô như thế nào?

Bài viết này bao gồm các nội dung: (1) Giới thiệu, (2) Lý luận về tác động của lãi suất đến các

yếu tố vĩ mô, (3) mô hình nghiên cứu, (4) kết quả nghiên cứu, (5) kết luận.

2. Lý luận lãi suất tác động đến các yếu tố vĩ mô

2.1 Lãi suất tác động đến chỉ số giá tiêu dùng

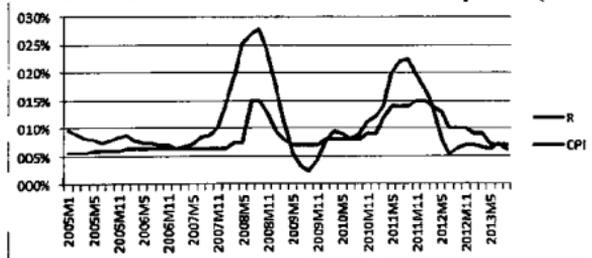
Lãi suất tác động đến chỉ số giá tiêu dùng qua trình tự sau:

Lãi suất chiết khấu giảm → Lãi suất thị trường giảm → Tiêu dùng tăng → CPI tăng.

Lãi suất giảm dẫn đến kỳ vọng sinh lời của các khoản đầu tư trong tương lai giảm. Chính vì kỳ vọng sinh lời giảm nên người dân có xu hướng giảm đầu tư và gia tăng tiêu dùng ngắn hạn. Động thái này đã làm cho tiêu dùng tăng lên từ đó mất cân đối tạm thời giữa cung và cầu về hàng hoá dẫn đến chỉ số giá tiêu dùng tăng lên. Ngoài ra lãi suất giảm cũng kích thích người dân vay mượn để chi tiêu, do đó làm tăng cầu về hàng hoá trong ngắn hạn dẫn đến chỉ số giá tiêu dùng tăng lên. Chính vì vậy, trong một thời điểm nhất định, để kích thích tiêu dùng trong ngắn hạn, hoặc trong giai đoạn nền kinh tế suy thoái, các nhà kinh tế thường khuyến khích giảm lãi suất nhằm kích thích tiêu dùng từ đó gia tăng sản xuất và cuối cùng là làm cho tổng thu nhập tăng lên.

Tuy nhiên trên thực tế tác động của lãi suất đến các yếu tố giá cả trong nền kinh tế luôn có độ trễ. Vì vậy, nếu nhìn vào mối tương quan giữa lãi suất và chỉ số giá mà quên đi độ trễ của tác động thì có thể hiểu lầm rằng biến động của 2 yếu tố này là cùng chiều, có thể thấy rõ điều này qua hình 1:

Hình 1: Chỉ số CPI và lãi suất tái chiết khấu của Việt Nam (2005-2013)



Nguồn: Tổng cục Thống kê và Ngân hàng Nhà nước Việt Nam.

2.2 Lãi suất tác động đến tỷ giá hối đoái.

Lãi suất là giá cả của vốn vay, trong khi tỷ giá là giá cả của đồng ngoại tệ. Giữa các quốc gia có quan hệ kinh tế qua lại với nhau thì lãi suất và tỷ giá càng có tác động lẫn nhau và cụ thể là tác động rất lớn đến hoạt động chu chuyển hàng hoá và chu chuyển nguồn vốn.

Lãi suất tác động đến tỷ giá được lý giải thông qua lý thuyết ngang giá lãi suất và hiệu ứng Fisher quốc tế. Lý thuyết ngang giá lãi suất chú ý luận giải vì sao tỷ giá kỳ hạn khác với tỷ giá giao ngay và mức độ chênh lệch sẽ có. Lý thuyết này liên quan đến một thời điểm nhất định (tỷ giá kỳ hạn), khẳng định tỷ giá hối đoái chịu ảnh hưởng sự sai biệt trong lãi suất. Theo lý thuyết ngang giá về lãi suất, đồng tiền của một quốc gia nào đó có lãi suất thấp hơn thì nhất định sẽ là bù kỳ hạn cho hợp đồng kỳ hạn đối với đồng tiền của một quốc gia khác có lãi suất cao hơn. Nói cách khác, trừ kỳ hạn hoặc bù kỳ hạn trên giá kỳ hạn là xấp xỉ tương đương với chênh lệch lãi suất giữa hai đồng tiền. Ngược lại, hiệu ứng Fisher quốc tế chú trọng đến việc lý giải tỷ giá giao ngay của một đồng tiền sẽ thay đổi theo thời gian, khẳng định rằng tỷ giá giao ngay sẽ thay đổi theo chênh lệch lãi suất giữa hai nước.

Svensson (2000) giải thích rằng trong nền kinh tế mở, tỷ giá phụ thuộc vào hoạt động của nền kinh tế. Nền kinh tế mở cho phép các kênh trong truyền dẫn chính sách tiền tệ hoạt động nhiều hơn. Ông cho rằng một sự thay đổi trong lãi suất ngắn hạn sẽ tác động đến tỷ giá hối đoái trực tiếp lẫn danh nghĩa. Nhận định này cũng gần giống như Taylor (2001) khi cho rằng Ngân hàng trung ương nên phản ứng với tỷ giá khi thay đổi lãi suất ngắn hạn. Mặt khác, những nhận định khác rằng khi lãi suất thay đổi lớn dẫn đến tỷ giá giảm có thể làm giảm giá trị tài sản và dẫn đến lạm phát (Berbanke và Gertler, 2000; và Taylor, 2001)

2.3 Lãi suất tác động đến chỉ số giá chứng khoán

Cơ chế truyền dẫn liên quan đến giá cả chứng khoán tác động đến: (i) đầu tư; (ii) bảng cân đối tài sản của doanh nghiệp) và (iii) sự giàu có của các hộ gia đình.

Tác động đến đầu tư: Mô hình q – Tobin (1969) thiết lập mối quan hệ giữa giá chứng khoán và chi đầu tư. q của Tobin là được xác định như là giá trị thị trường của công ty chia cho chi phí thay thế vốn (chi phí mua sắm các công cụ, tài sản...). Nếu q cao, thì giá cả thị trường của công ty cao so với chi phí thay thế vốn. Khi đó công ty phát hành chứng khoán và nhận một mức giá cao hơn so với giá cả các loại tài sản vốn mà họ mua. Vì vậy, chi tiêu vốn đầu tư gia tăng, bởi vì các công ty có thể mua nhiều tài sản vốn chỉ với một lượng nhỏ chứng khoán phát hành.

Chính sách tiền tệ mở rộng ($M \uparrow$) sẽ làm hạ thấp lãi suất thị trường, khi đó trái phiếu ít hấp dẫn so với cổ phiếu. Kết quả là, nhu cầu và giá cả cổ phiếu tăng cao. Giá cả cổ phiếu càng cao ($Pst \uparrow$) khiến cho mỗi cổ phiếu phát hành huy động được càng nhiều vốn hơn ($q \uparrow$), theo đó chi phí thay thế vốn giảm ($c \downarrow$), dẫn đến kích thích đầu tư tăng cao ($I \uparrow$) và làm cho tổng cầu tăng ($Y \uparrow$).

Tác động đến bảng cân đối của công ty: Tín dụng và giá cả chứng khoán tác động đến bảng cân đối công ty. Chính sách tiền tệ mở rộng ($M \uparrow$) dẫn đến làm gia tăng giá cả chứng khoán ($Pst \uparrow$), theo đó giá trị thuần (net worth) của công ty tăng lên ($NW \uparrow$). Một sự tăng lên giá trị thuần sẽ nâng cao khả năng thế chấp trong vay nợ của công ty và vì thế dẫn đến vay nợ tăng lên ($L \uparrow$). Vay nợ càng tăng, chi đầu tư càng tăng ($I \uparrow$), kéo theo ($Y \uparrow$).

Tác động đến mức giàu có của các hộ gia đình: Mô hình chu kỳ cuộc sống của Modigliani (1963) thiết lập lý thuyết tiêu dùng được quyết định bởi nguồn lực suốt đời của người tiêu dùng. Một hợp phần quan trọng của nguồn lực suốt đời của người tiêu dùng là tài sản tài chính của họ, trong đó chứng khoán là hợp phần chủ yếu. Chính sách tiền tệ mở rộng sẽ làm gia tăng giá cả chứng khoán, gia tăng giá trị giàu có của các hộ gia đình ($W \uparrow$), kéo theo làm gia tăng nguồn lực suốt đời của người tiêu dùng, dẫn đến tổng tiêu dùng tăng lên ($C \uparrow$).

Truyền tải lãi suất đến chỉ số giá chứng khoán thông qua cung cầu chứng khoán. Lãi suất là giá

cả của việc sử dụng vốn, nên thay đổi lãi suất tác động đến cung cầu về vốn và tác động trực tiếp đến cung và cầu chứng khoán. Khi lãi suất giảm, nhu cầu đầu tư chứng khoán sẽ cao hơn, điều này làm cho cầu chứng khoán tăng trong ngắn hạn từ đó làm cho chỉ số giá chứng khoán tăng lên. Lãi suất giảm làm giảm tính hấp dẫn đối với việc gửi tiền vào các NHTM, người dân có xu hướng chuyển từ tiết kiệm bằng cách gửi tiền chuyển sang đầu tư chứng khoán. Lãi suất giảm cũng tạo hấp dẫn cho các nhà đầu tư chứng khoán. Họ nhận thấy đây là cơ hội đầu tư kiếm lời nên họ có thể vay vốn để đầu tư. Từ những lý do trên làm cho cầu chứng khoán tăng, trong khi cung chứng khoán chưa thay đổi kịp dẫn đến chỉ số giá chứng khoán tăng. Wong và cộng sự (2005) đã tìm thấy mối quan hệ giữa cung tiền, lãi suất đến chỉ số giá chứng khoán ở Singapore giai đoạn 1982 đến 2002. Angaro và cộng sự (2002) đã tìm thấy không có mối quan hệ dài hạn giữa lãi suất và chỉ số giá chứng khoán trên thị trường chứng khoán Bogota giai đoạn 1994 đến 2000. Tuy nhiên Uddin và Alam (2007), Leon (2008) đã khẳng định rằng khi lãi suất ngân hàng gia tăng thì giá chứng khoán sẽ giảm trong ngắn hạn.

Ngoài ra có rất nhiều bằng chứng chứng minh khi thay đổi lãi suất, chỉ số giá chứng khoán thay đổi theo chiều hướng khác nhau. Ehrmann và Fratzscher (2004) lại phát hiện rằng, từng cổ phiếu trong chỉ số S&P 500 phản ứng khác nhau đối với chính sách tiền tệ và các phản ứng này tùy thuộc vào các hạn chế về tài chính và hệ số q . Ngoài ra, Bjornland and Leitemo (2009) phát hiện rằng thị giá cổ phiếu giảm từ 7-9% nếu Fed tăng lãi suất cao hơn kỳ vọng thị trường khoảng 1%. Kênh thứ hai thông qua tác động của chính sách tiền tệ đến tài sản của người dân. Trong mô hình MPS của Modigliani (1971) về tiêu dùng, lãi suất tăng sẽ làm giảm giá cổ phiếu và trái phiếu và ảnh hưởng xấu đến tài sản của người dân, từ đó dẫn đến tiêu dùng giảm sút và cuối cùng là tác động tiêu cực đến hoạt động sản xuất kinh doanh. Các nghiên cứu thực nghiệm đều đưa ra các bằng chứng thuyết phục về tương quan nghịch giữa lãi suất cơ bản và thị trường

chứng khoán. Rigobon và Sack (2004) phát hiện rằng, thị trường chứng khoán Mỹ sụt giảm nếu Fed tăng lãi suất cao hơn kỳ vọng thị trường. Bernanke và Kuttner (2005) phát hiện rằng nếu Fed cắt giảm lãi suất cao hơn kỳ vọng thị trường 0,25%, thì các chỉ số chứng khoán sẽ tăng 1%. Ngoài ra, nếu Fed nâng lãi suất cao hơn kỳ vọng, thị trường chứng khoán Mỹ sẽ biến động mạnh hơn. Tương tự, Bomfim (2003) cũng phát hiện ra rằng thị trường sẽ trở nên êm ả hơn trong những ngày gần đến ngày họp của FOMC, tuy nhiên, vào ngày họp quyết định lãi suất của FOMC, thị trường biến động rất mạnh. Ngoài ra, các quyết định cao hơn kỳ vọng thị trường có tác động mạnh hơn các quyết định thấp hơn kỳ vọng.

2.4 Lãi suất tác động đến giá cả bất động sản

Giá cả bất động sản tác động đến tổng cầu thông qua các kênh; (i) ảnh hưởng trực tiếp đến chi tiêu nhà ở; (ii) sự dịch chuyển các hộ gia đình; (iii) bảng cân đối ngân hàng.

Tác động đến chi tiêu nhà ở: Mô hình chi tiêu nhà ở là một dạng biến đổi của lý thuyết q - Tobin. Chính sách tiền tệ mở rộng ($M\uparrow$) làm giảm lãi suất, giảm chi phí tài trợ nhà ở và vì thế làm gia tăng giá cả nhà ở ($Ph\uparrow$). Sự gia tăng giá cả nhà ở làm gia tăng lợi nhuận của các công ty xây dựng nhà và vì thế chi tiêu nhà ở gia tăng ($H\uparrow$), kéo theo tổng cầu xã hội gia tăng ($Y\uparrow$).

Tác động đến mức giàu có của các hộ gia đình: Giá cả nhà ở là hợp phần quan trọng của mức giàu có các hộ gia đình và tác động đến mức chi tiêu dùng. Vì thế, chính sách tiền tệ mở rộng ($M\uparrow$) làm gia tăng giá nhà ở ($Ph\uparrow$), gia tăng mức giàu có các hộ gia đình ($W\uparrow$), kéo theo gia tăng chi tiêu dùng ($C\uparrow$) và tổng cầu xã hội ($Y\uparrow$).

Tác động đến bảng cân đối tài sản ngân hàng: Mô hình này dựa vào giả thiết, khi vay mượn vốn các nhà đầu tư phải thế chấp bất động sản ở ngân hàng. Chính sách tiền tệ mở rộng ($M\uparrow$) làm gia tăng giá cả bất động sản ($Ph\uparrow$), gia tăng giá trị tài sản thế chấp và vốn ngân hàng ($Wb\uparrow$), dẫn đến đầu tư và sản lượng tăng lên ($I\uparrow, Y\uparrow$).

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1 Mô hình nghiên cứu

Trong khuôn khổ phân tích sự truyền dẫn của chính sách tiền tệ đến các chỉ số giá của nền kinh tế, có nhiều phương pháp đo lường mức độ truyền dẫn. *Thứ nhất* là sử dụng mô hình hồi quy tuyến tính. *Thứ hai* là tiếp cận theo mô hình VAR và SVAR. *Thứ ba* là tiếp cận theo phương pháp kiểm định đồng liên kết và mô hình ECM.

Trong những năm 1990, các nhà nghiên cứu kinh tế trên thế giới đã sử dụng các mô hình tự hồi quy véc tơ (viết tắt là VAR) để phân tích cơ chế truyền tải chính sách tiền tệ và khuôn khổ chính sách tiền tệ của các nền kinh tế. Ưu điểm của mô hình VAR đơn giản là sử dụng dữ liệu chuỗi thời gian, theo đó các giá trị quan sát trước đó được dùng để đi tới dự báo chính xác nhất có thể. Sim (1980) cho rằng nếu tồn tại mối quan hệ đồng thời giữa một biến thì các biến này phải được xét có vai trò như nhau, tức là tất cả các biến xét đến đều là biến nội sinh. Các năm sau đó, các dạng biến thể của mô hình VAR đã được phát triển mạnh mẽ, đặc biệt là mô hình SVAR hay mô hình tự hiệu chỉnh véc tơ (VECM) và được sử dụng phổ biến để phân tích các mối quan hệ giữa các biến kinh tế vĩ mô và các công cụ chính sách.

Bài nghiên cứu này sử dụng phương pháp mô hình cấu trúc tự hồi quy véc tơ (SVAR) để mô hình hóa khuôn khổ chính sách tiền tệ của một nền kinh tế thị trường với độ mở lớn như Việt Nam trong giai đoạn sau khủng hoảng tài chính khu vực năm 1997. Mô hình SVAR này đã được Bernanke và Blinder (1992) ứng dụng cho nghiên cứu liên quan đến chính sách tiền tệ. Các phương pháp SVAR được xem là linh hoạt vì nó có thể chứa nhiều mối quan hệ giữa các biến số kinh tế vĩ mô dựa trên lý thuyết kinh tế và lần lượt cho phép chúng ta xác định được những cú sốc tiền tệ trực tiếp. Trong mô hình này, tác giả thiết lập các điều kiện cần thiết để tìm ra những cú shock tiền tệ và tỷ giá của Việt Nam, sau đó đánh giá hiệu quả tác động của chính sách tiền tệ và các kênh truyền dẫn khác nhau đến giá cả hàng hóa và các hoạt động sản xuất kinh doanh

của nền kinh tế trong nước.

Đồng thời việc phân tích cơ chế truyền tải chính sách tiền tệ và phản ứng của chính sách tiền tệ trước tác động của các cú shock bên ngoài nền kinh tế sẽ được thực hiện thông qua cơ chế phân rã Choleski.

Về mặt lý thuyết, mối quan hệ giữa các biến kinh tế vĩ mô và các công cụ chính sách được thể hiện qua mô hình SVAR như sau:

$$A_0 Y_t = A_1 Y_{t-1} + A_2 Y_{t-2} + \dots + A_p Y_{t-p} + \varepsilon_t$$

Tại đó: Y_t là véc tơ ($N \times 1$) các biến nội sinh tại thời gian t ,

A_i là ma trận của các tham số ($N \times N$) với $i=0, 1, 2, \dots, p$.

ε_t là $(n+1)$ vector nhiễu trắng (white noise: chuỗi thời gian không tương quan hoặc độc lập). Nó cũng được hiểu là biến thay đổi cấu trúc hoặc cú sốc cấu trúc

Các giá định của thành phần sai số (error terms):

$$\text{- Kỳ vọng phần dư bằng 0: } E[\varepsilon_{t,j}] = 0$$

$$\text{- Phân sai số không tương quan: } E[\varepsilon_{t,i} \varepsilon_{t,j}] = 0 \text{ với } i \neq j$$

Mô hình Var cấu trúc được sử dụng để kiểm định kênh lãi suất cho Việt Nam

Để thực hiện nghiên cứu truyền dẫn lãi suất đến các biến giá cả trong nền kinh tế tác giả sử dụng mô hình hồi quy SVAR. Mô hình SVAR được thực hiện cho mối quan hệ giữa lãi suất và các biến khác theo sau:

$$Y_t = f(IP_t, CPI_t, IRD_t, M2_t, CPS_t, VNI_t, EXU_t)$$

Biểu diễn các phương trình trên dưới dạng ma trận

$$B_0 Y_t = A_0^{-1} A_i \text{ trong đó } i=1, 2, \dots, p \text{ và cú sốc } \varepsilon_t = A_0^{-1} \varepsilon_t$$

$$\text{Và } B(L) y_t = \varepsilon_t$$

$$\text{Với } B(L) = B_0 - B_1 L - B_2 L^2 - \dots - B_p L^p$$

Để biểu diễn hệ phương trình dưới dạng ma trận

Ma trận **A**, trong mô hình Svar được xác định theo dạng sau:

$$\begin{pmatrix}
 e_{1,t}^{IP} \\
 e_{1,t}^{CPI} \\
 e_{1,t}^{IRD} \\
 e_{1,t}^{M2} \\
 e_{1,t}^{CPS} \\
 e_{1,t}^{VNI} \\
 e_{1,t}^{EXU}
 \end{pmatrix}
 \begin{pmatrix}
 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\
 a_{21} & 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\
 a_{31} & a_{32} & 1 & 0 & 0 & 0 & 0 \\
 a_{41} & a_{42} & a_{43} & 1 & 0 & 0 & 0 \\
 a_{51} & a_{52} & a_{53} & a_{54} & 1 & 0 & 0 \\
 a_{61} & a_{62} & a_{63} & a_{64} & a_{65} & 1 & 0 \\
 a_{71} & a_{72} & a_{73} & a_{74} & a_{75} & a_{76} & 1
 \end{pmatrix}
 \begin{pmatrix}
 z_{1,t}^{IP} \\
 z_{1,t}^{CPI} \\
 z_{1,t}^{IRD} \\
 z_{1,t}^{M2} \\
 z_{1,t}^{CPS} \\
 z_{1,t}^{VNI} \\
 z_{1,t}^{EXU}
 \end{pmatrix}$$

Ma trận **B(L)** trong mô hình Svar được xác định như sau:

$$\begin{pmatrix}
 b_{11} & b_{12} & b_{13} & b_{14} & b_{15} & b_{16} & b_{17} \\
 b_{21} & b_{22} & b_{23} & b_{24} & b_{25} & b_{26} & b_{27} \\
 b_{31} & b_{32} & b_{33} & b_{34} & b_{35} & b_{36} & b_{37} \\
 b_{41} & b_{42} & b_{43} & b_{44} & b_{45} & b_{46} & b_{47} \\
 b_{51} & b_{52} & b_{53} & b_{54} & b_{55} & b_{56} & b_{57} \\
 b_{61} & b_{62} & b_{63} & b_{64} & b_{65} & b_{66} & b_{67} \\
 b_{71} & b_{72} & b_{73} & b_{74} & b_{75} & b_{76} & b_{77}
 \end{pmatrix}
 \begin{pmatrix}
 IP_t \\
 CPI_t \\
 IRD_t \\
 M2_t \\
 CPS_t \\
 VNI_t \\
 EXU_t
 \end{pmatrix}
 \begin{pmatrix}
 z_{1,t}^{IP} \\
 z_{1,t}^{CPI} \\
 z_{1,t}^{IRD} \\
 z_{1,t}^{M2} \\
 z_{1,t}^{CPS} \\
 z_{1,t}^{VNI} \\
 z_{1,t}^{EXU}
 \end{pmatrix}$$

3.2 Biến và dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu của đề tài là dữ liệu thứ cấp. Dữ liệu được lấy từ các trang web thống kê uy tín. Cụ thể biến lãi suất gồm hai biến là lãi suất tái chiết khấu (IRD) lấy từ trang web Ngân hàng nhà nước, chỉ số giá tiêu dùng (CPI) đại diện cho lạm phát được lấy từ IMF, sản lượng công nghiệp (IP), biến đại diện cho tăng trưởng kinh tế được lấy từ Tổng cục Thống kê Việt Nam, tăng trưởng cung tiền (M2) được lấy từ IMF, chỉ số giá chứng khoán Việt Nam (VNI) lấy từ trang web của Sở giao dịch CK Tp. Hồ Chí Minh (HSX), tỷ giá hối đoái (EXU) lấy từ trang web Ngân hàng nhà nước Việt Nam. Tăng trưởng tín dụng tư nhân (CPS) được lấy từ trang thông kê của ngân hàng Châu Á Thái Bình Dương (ADB). Dữ liệu được thu thập theo tháng. Bắt đầu từ tháng 1/2005 đến tháng 12/2013

3.3 Trình tự nghiên cứu

Dựa vào mô hình nghiên cứu và các biến nghiên cứu, tác giả sử dụng phương pháp phân

tích định lượng bằng việc kiểm tra sự phù hợp của mô hình nghiên cứu. Phương pháp kiểm định nghiệm đơn vị được dùng để đánh giá tính dừng chuỗi dữ liệu thời gian. Để kiểm tra xem có mối quan hệ nhân quả giữa biến lãi suất và các biến vĩ mô khác hay không, tác giả kiểm định nhân quả Granger. Ngoài ra, tác giả còn kiểm định đồng liên kết để xem xét mối quan hệ dài hạn giữa lãi suất và các biến vĩ mô khác. Để đánh giá tác động của cú sốc lãi suất đến các yếu tố vĩ mô khác trong nền kinh tế, việc sử dụng kiểm định phản ứng sốc kết hợp với việc phân tích phân rã phương sai giúp đánh giá được mức độ tác động của lãi suất đến các biến vĩ mô qua các thời gian và xem xét mức độ tác động mạnh hay yếu giữa các biến

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1 Kiểm định tính dừng

Kiểm định đối với chuỗi dữ liệu gốc cho kết quả các biến đều không dừng. Nên tác giả lấy sai phân bậc 1. Kết quả kiểm định như sau:

Bảng 1: Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị (Unit root test)

Biến	Tên biến	Thông kê t	Xác suất	Kết quả
IP	Chỉ số sản lượng công nghiệp	13.636	0.000	Đứng ở D(1)*
CPI	Chỉ số giá tiêu dùng	4.133	0.0013	Đứng ở D(0)*
IRD	Lãi suất chỉ chiết khấu	6.8	0.000	Đứng ở D(1)*
M2	Cung tiền M2	4.75	0.0001	Đứng ở D(1)*
CPS	Tỉ lệ dự trữ khu vực tư nhân	5.385	0.000	Đứng ở D(1)*
YNI	Chỉ số giá chứng khoán	7.58	0.000	Đứng ở D(1)*
EXL	Tỷ giá hối đoái USD	9.304	0.000	Đứng ở D(1)*

Ghi chú: D: Sai phân, D(0) Chuỗi gốc, D(1) sai phân bậc 1, *(**),(***) mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%

Kết quả kiểm định Unit Root Test cho thấy chỉ số CPI đứng ở chuỗi dữ liệu gốc, các biến còn lại đứng ở mức sai phân bậc 1 với mức ý nghĩa 1%. Từ kết quả này, các biến đưa vào mô hình phù hợp với mô hình SVAR.

4.2 Xác định độ trễ

Từ kết quả kiểm định trên ta rút ra được độ trễ phù hợp cho mô hình là 2 tháng dựa theo các tiêu chuẩn có cùng kết quả như nhau đó là LR, FPE và AIC. Theo kết quả này, các ước lượng biến số vi mô giữa các biến điều lựa chọn độ trễ là 2 tháng.

Bảng 2: Kết quả xác định độ trễ phù hợp

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-2068.105	NA	3.46e+08	39.52581	39.70274	39.59751
1	-1098.883	1790.753	8.454578	21.99778	23.41322*	22.57134*
2	-1030.370	117.4519*	5.898649*	21.62609*	24.28005	22.70153
3	-990.5783	62.90821	7.245959	21.80149	25.69397	23.37880
4	-969.4404	30.59958	13.06763	22.33220	27.46319	24.41138
5	-935.2600	44.92285	19.14249	22.61448	28.98398	25.19553
6	-888.0876	55.70833	23.13532	22.64929	30.25731	25.73221
7	-828.3976	62.53246	23.72442	22.44567	31.29220	26.03046
8	-769.0567	54.25454	27.06729	22.24870	32.33375	26.33536

4.3 Kiểm định mối quan hệ dài hạn (Johansen Cointegration Test)

Để xem xét mối quan hệ dài hạn giữa các biến số trong mô hình, đặc biệt là mối quan hệ giữa biến lãi suất với các biến kinh tế vĩ mô khác, tác giả sử dụng phương pháp kiểm định đồng liên

kết Johansen test. Gujarati (1999) cho rằng, mặc dù các chuỗi thời gian không dừng nhưng rất có thể vẫn tồn tại mối quan hệ cân bằng dài hạn giữa chúng nếu các chuỗi thời gian đó đồng liên kết- nghĩa là phần dư từ mô hình hồi qui của chuỗi thời gian không dừng là một chuỗi dừng.

Bảng 3: Kiểm định đồng liên kết Johansen Cointegration Test

Giá thuyết No. of CE(s)	Hệ số	Thông kê Trace	0.05 Mức ý nghĩa	Xác suất
Noise*	0.374644	173.3906	125.6154	0.0000
At most 1*	0.339481	123.6305	95.75366	0.0002
At most 2*	0.246513	79.66914	69.81889	0.0067
At most 3*	0.209314	49.66654	47.85613	0.0334
At most 4	0.126659	24.77191	29.79707	0.1697
At most 5	0.093083	10.41638	15.49471	0.2501
At most 6	0.000563	0.059685	3.841466	0.8070

Thông kê trace chỉ ra 4 đồng liên kết trong phương trình tại mức ý nghĩa 5%
 *Lựa chọn giá thuyết thông kê tại mức ý nghĩa 5%
 **MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Bảng kết quả kiểm định đồng liên kết (Johansen Cointegration Test) trên cho ta thấy: tồn tại mối quan hệ dài hạn giữa các biến trong mô hình. Điều này chỉ ra rằng thay đổi trong chính sách tiền tệ được dịch chuyển từ lãi suất đến các yếu tố khác trong nền kinh tế trong ngắn

hạn lẫn dài hạn.

Để tìm hiểu xem các biến kinh tế vĩ mô trong mô hình có mối quan hệ nhân quả hay không, tác giả sử dụng mô hình kiểm định nhân quả Granger. Theo Granger, các biến kinh tế vĩ mô có thể tồn tại mối quan hệ nhân quả, tức biến này

tác động đến biến kia và ngược lại. Tuy nhiên mỗi quan hệ này sẽ phụ thuộc vào việc xác định độ trễ phù hợp. Trong phần kiểm định này tác giả sử dụng độ trễ cho các biến là 2 tháng (Bảng 2).

4.4 Kiểm định mối quan hệ nhân quả (kiểm định Granger)

Bảng kết quả kiểm định nhân quả Granger cho thấy: còn tồn tại mối quan hệ nhân quả hai chiều từ lãi suất chiết khấu với chỉ số VN-Index. Giữa các biến khác là một chiều như chỉ số sản xuất công nghiệp (IP) và tín dụng tư nhân (CPS), giữa tín dụng tư nhân và chỉ số giá tiêu dùng, giữa cung tiền với tín dụng tư nhân, giữa cung tiền với chỉ số giá tiêu dùng và giữa chỉ số giá chứng khoán với cung tiền. Kết quả này cho

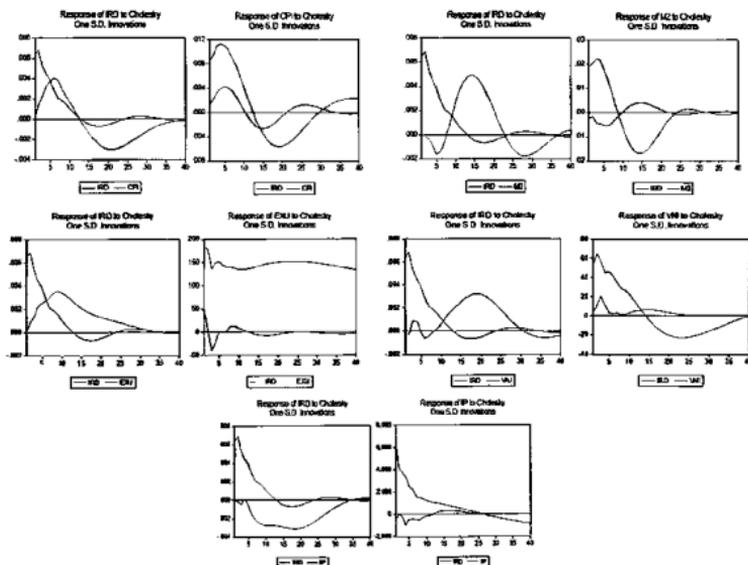
thấy rằng sự thay đổi lãi suất sẽ tác động đến chỉ số giá và ngược lại. Với một thị trường hiệu quả thì điều này sẽ không xảy ra. Điều này chứng tỏ thị trường tài chính Việt Nam vẫn chưa hiệu quả. Chính vì vậy mọi biến động liên quan đến các biến vì mô đều chưa phản ánh vào các mức giá của nền kinh tế. Điều này rất khó cho các nhà hoạch định chính sách khi mà còn đâu đó các yếu tố như bất cân xứng về thông tin hoặc thông tin không minh bạch hoặc tính kịp thời về thông tin. Hiện tượng thao túng thị trường thông qua thông tin bất cân xứng vẫn còn tồn tại nhiều trên thị trường tài chính và đặc biệt trên thị trường chứng khoán trong thời gian qua. Vấn đề này gây ảnh hưởng rất lớn đến tính ổn định và tính thanh khoản của thị trường.

Bảng 4: Kết quả kiểm định Granger

Kết quả	Chiến lượng	Giá trị thống kê F	Mức ý nghĩa
CPI không có quan hệ nhân quả với	109	4.87816	0.0012
IRD 109 IRD không có quan hệ nhân quả với		0.38202	0.8210
CPI VNI Không có quan hệ nhân quả với IRD 109	109	2.09609	0.0869
IRD Không có quan hệ nhân quả với VNI		2.62557	0.0390

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ kết quả chạy mô hình

4.5 Phân tích phản ứng sốc



Nhìn vào đồ thị biểu hiện phản ứng shock ta thấy rằng giai đoạn đầu khi lãi suất thay đổi, lạm phát có khuynh hướng biến đổi ngược chiều. Cụ thể trước khi cú shock lãi suất xảy ra, lạm phát vẫn có xu hướng tăng. Đây là hiện tượng tác động trễ của chính sách. Dựa vào đồ thị, ta thấy rằng tác động trễ của lãi suất lên lạm phát khoảng 5 thời kỳ, tức khoảng 5 tháng. Sau đó khi lãi suất giảm, lạm phát giảm theo. Tuy nhiên dưới tác động của độ trễ kéo dài, lạm phát tiếp tục giảm trong khi lãi suất tăng trở lại. Lãi suất tăng làm cho chi phí đầu vào tăng, kết hợp với độ trễ trước đó cùng với tác động của cú shock mới làm cho lạm phát tăng trở lại. Lúc này lạm phát có xu hướng tăng cùng với lãi suất.

Lãi suất và cung tiền biến động ngược chiều. Tuy nhiên cú shock của lãi suất có tác động đến cung tiền, nhưng tác động chậm: Lãi suất liên tục giảm trong giai đoạn đầu khoảng 9 thời kỳ trong khi cung tiền chỉ tăng khoảng 3 kỳ sau khi chịu tác động bởi cú shock của lãi suất. Qua đây ta thấy rằng tác động của lãi suất đến cung tiền vẫn có độ trễ và độ trễ này khoảng 6 thời kỳ. Giai đoạn sau đó thì trật tự được tuân theo quy luật là khi lãi suất tăng thì cung tiền giảm và ngược lại. Qua đây ta thấy chính sách điều hành cung tiền thông qua công cụ lãi suất chiết khấu của Việt Nam trong thời gian qua vẫn có tác dụng mặc dù vẫn còn chậm so với kỳ vọng. Tác động ngược lại của cung tiền đến lãi suất cũng cho thấy giữa lãi suất và cung tiền có quan hệ nghịch biến. Đây là một trong những phát hiện rõ ràng cho thấy tầm quan trọng của lãi suất trong các công cụ điều hành chính sách tiền tệ bên cạnh những công cụ khác mà Việt Nam đang sử dụng hiện nay. Lãi suất vẫn là công cụ chủ lực trong điều hành chính sách tiền tệ và ổn định kinh tế vĩ mô trong đó ổn định lạm phát.

Tác động của cú shock lãi suất lên IP là tức thời. Tuy nhiên tác động này chỉ kéo dài khoảng 2 thời kỳ. Sau đó có hiện tượng "puzzle" khi sản lượng công nghiệp có khuynh hướng biến động cùng chiều với lãi suất. Hiện tượng này cho ta thấy rằng lãi suất không tác động trực tiếp lên sản lượng công nghiệp mà thông qua kênh tín dụng. Tuy lãi suất có thay đổi, nhưng tác động

trễ của kênh tín dụng làm cho sự tác động của lãi suất không tác động nhiều đến sản lượng công nghiệp. Bên cạnh đó, vì sản lượng công nghiệp là biến đại diện cho tăng trưởng thì ta nhận thấy rằng khi lãi suất tăng, IP lại tăng và điều này cũng đúng với nền kinh tế Việt Nam trong giai đoạn 2007 đến 2010. Giai đoạn này lãi suất liên tục tăng và tăng trưởng cũng tăng. Tuy nhiên tăng trưởng này không bền vững và cho thấy nền kinh tế Việt Nam chưa ổn định.

Về lãi suất và tỷ giá: 2 biến này có mối quan hệ thông qua ngang giá lãi suất giữa các quốc gia. Tỷ giá và lãi suất có mối quan hệ trong dài hạn. Khi có chênh lệch lãi suất thì tỷ giá phải điều chỉnh cho phù hợp. Còn không thì có hiện tượng kinh doanh chênh lệch giá xảy ra. Khi lãi suất trong nước tăng sẽ thu hút được lượng vốn ngoại tệ đổ vào, từ đó gây ra hiện tượng thừa cung ngoại tệ kéo theo tỷ giá giảm.

Chính sách tiền tệ luôn hướng đến mục tiêu là làm cho dòng vốn được chu chuyển kịp thời và hiệu quả. Trong đó thì hướng chúng khoán là một trong những kênh huy động và tạo lập vốn phục vụ cho phát triển kinh tế. Thị trường chứng khoán hoạt động liên quan đến tài chính. Chính vì vậy những nhân tố như lãi suất, lạm phát, tín dụng tác động rất lớn tới thị trường này. Theo các nghiên cứu trên thế giới thì hầu hết các chính sách lãi suất đều tác động đến chỉ số giá chứng khoán trong ngắn hạn lẫn dài hạn. Việc kiểm định mối quan hệ giữa lãi suất và chỉ số VNI cho thấy lãi suất có tác động đến thị trường chứng khoán.

Đổi với tín dụng: Cú shock lãi suất tác động đến tín dụng tự nhiên trong thời gian khoảng 4 kỳ. Kết quả này cho thấy có dấu hiệu tích cực trong điều hành chính sách lãi suất đến tín dụng. Đây cũng là bằng chứng tốt để các nhà điều hành chính sách lãi suất nhìn nhận và thực hiện trong công tác điều hành chính sách lãi suất hiện nay, khi mà nền kinh tế đang trong giai đoạn khủng hoảng. Và tình trạng thừa tiền thiếu vốn đang diễn ra giữa các doanh nghiệp và ngân hàng. Các ngân hàng thì hạn chế cho vay trong khi các doanh nghiệp lại vay không được hoặc lãi suất vẫn còn quá cao. Sản xuất kinh doanh không bù đắp được chi phí lãi vay.

4.6 Phân tích phân rã phương sai

Bảng 5: Kết quả phân rã phương sai

Tháng	Phân rã phương sai						
	IP	CPI	IRD	M2	CPS	VNI	EXU
IP							
1	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
4	78.05354	0.604907	1.026138	18.65208	0.176981	0.447213	1.039146
12	69.21821	1.974740	1.502144	22.97602	1.151855	0.722508	2.454522
24	62.48525	3.434049	1.779208	22.08348	1.596055	0.930796	7.691162
48	37.70670	5.317770	1.312911	40.93544	3.673065	1.060458	9.993657
CPI							
1	0.175031	99.82497	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
4	12.49451	84.20404	0.590514	0.306517	0.248071	0.194956	1.961397
12	23.57650	60.48853	2.206488	7.454078	0.663954	1.921796	3.688649
24	13.22941	38.22259	1.368697	29.95049	4.988506	2.382331	9.857965
48	6.111303	21.24032	0.718255	52.38582	6.590841	2.063132	10.89033
IRD							
1	0.055688	0.636904	99.30741	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
4	0.155355	0.952621	89.59488	0.284173	2.758206	0.387695	5.867066
12	2.237267	3.157428	59.96611	13.64924	13.96193	0.830721	6.197300
24	3.775923	2.020876	35.27708	39.55122	12.15148	3.476128	3.747286
48	4.204228	1.959081	33.84100	39.83784	12.65958	3.749579	3.748690
M2							
1	0.014166	0.058311	3.463073	96.46445	0.000000	0.000000	0.000000
4	13.73124	3.394630	5.082652	74.26753	3.020046	0.384021	0.119885
12	9.848904	6.705189	4.357299	56.17431	16.20745	3.805283	2.901563
24	7.217109	9.248834	3.957166	52.84558	14.05269	3.022475	9.656151
48	3.523242	7.980720	1.976973	62.86208	10.91173	2.523511	10.22174
CPS							
1	7.52E-05	2.960298	2.528201	7.697403	86.81402	0.000000	0.000000
4	2.711794	0.956747	2.595687	75.14952	58.17462	1.930225	8.481405
12	1.715359	0.288665	7.526761	48.96617	20.63790	12.58113	8.284019
24	2.592852	0.557187	6.590722	44.41631	25.94033	14.41532	5.487279
48	2.440176	1.074157	5.719045	47.82778	24.38555	13.00765	5.545642
VNI							
1	0.014706	0.024208	1.391303	3.178513	0.449718	94.94155	0.000000
4	0.131363	0.296422	13.57862	4.878121	9.949547	70.35999	0.803958
12	2.159368	0.357545	10.17450	4.693757	21.39915	59.00509	2.210592
24	1.994716	0.607558	7.763899	26.94768	18.36562	41.91845	2.402071
48	2.410706	0.620537	7.441596	27.76372	19.21616	40.13511	2.412172
EXU							
1	8.699505	3.712301	8.430801	0.776639	0.142423	0.552760	77.68557
4	9.991687	12.50170	4.448799	0.642684	1.753126	1.964225	68.69778
12	7.144081	7.592402	5.069683	20.35111	2.017722	5.206812	52.61819
24	2.816226	6.198871	4.190484	56.70082	2.607607	2.555971	24.93002
48	1.583513	5.871435	2.058524	66.30881	5.855230	2.799157	15.56333

Nguồn: Tác giả tổng hợp kết quả chạy mô hình

Nhìn vào bảng tổng hợp kết quả phân rã phương sai chúng tôi nhận thấy chỉ số sản xuất công nghiệp chịu tác động yếu bởi cú shock của lãi suất so với các biến số khác và tác động mạnh nhất là 24 tháng. Qua đây ta thấy rằng chỉ số IP chịu tác động gián tiếp thông qua lãi suất mà đặc biệt là cung tiền M2. Tác động shock của M2 càng tăng cụ thể là 18% cho 4 kỳ và 22% cho 12 kỳ. Như vậy giai đoạn đầu IP chịu tác động mạnh bởi cú shock của cung tiền. Chỉ số giá tiêu dùng CPI chịu tác động bởi cú shock của lãi suất mạnh nhất là 12 kỳ tuy nhiên yếu hơn bởi tác động của cung tiền M2, chỉ số sản xuất công nghiệp IP và tỷ giá hối đoái EXU. Điều này cũng

đúng với lý thuyết khi chỉ số giá chịu tác động bởi cung tiền là mạnh nhất bởi cung tiền tác động trực tiếp đến lưu thông hàng hóa. Cung tiền M2 chịu tác động bởi cú shock của lãi suất mạnh nhất là 4 thời kỳ, và tác động này chỉ kém tác động shock của IP lên M2 cùng kỳ. Cũng dễ hiểu vì cung tiền M2 và lãi suất có mối quan hệ trực tiếp. Và khi thực thi chính sách tiền tệ nhằm điều tiết cung tiền thì công cụ lãi suất được ưu tiên hàng đầu. Tuy nhiên kết quả nghiên cứu này lại cho thấy M2 chịu tác động mạnh bởi cú shock chỉ số sản xuất công nghiệp (13% so với 5%). Tăng trưởng tín dụng tư nhân CPS chịu tác động mạnh nhất bởi cú shock lãi suất là 12 thời

kỳ. Tuy nhiên tác động này thấp hơn cung tiền, chỉ số giá chứng khoán và tỷ giá. Như vậy tăng trưởng tín dụng tư nhân có thể tác động gián tiếp thông qua lãi suất. Đây là điều đáng quan tâm trong việc điều hành chính sách tiền tệ, khi mà thay đổi trong lãi suất lại tác động yếu đến tín dụng tư nhân. Chỉ số giá chứng khoán VNI chịu tác động bởi cú shock lãi suất mạnh nhất là 4 kỳ và lớn nhất so với các biến còn lại. Đây là một trong những phát hiện đáng chú ý đối với thị trường chứng khoán. Sự thay đổi lãi suất có tác động mạnh đến thị trường chứng khoán. Kết quả cũng phù hợp giữa lý thuyết và thực tiễn cho thị trường chứng khoán Việt Nam. Tỷ giá hối đoái chịu tác động bởi cú shock của lãi suất là 12 thời kỳ và hầu như rất yếu so với các biến khác. Vấn đề này cũng phù hợp khi tỷ giá và lãi suất có mối quan hệ mật thiết và trên thực tế, khi có sự thay đổi trong lãi suất thì tỷ giá đã được điều chỉnh dựa theo lý thuyết ngang giá lãi suất.

5. Kết luận

Nghiên cứu đã kiểm định biến lãi suất trong truyền dẫn chính sách tiền tệ bằng cách tiếp cận theo mô hình SVAR. Kết quả có được từ phân tích phản ứng shock và phân rã phương sai đã cho thấy tầm quan trọng của lãi suất đối với nền kinh tế. Một cú shock trong chính sách tiền tệ đối với biến lãi suất tác động đến hầu hết các biến vĩ mô đã nghiên cứu. Tuy nhiên ngoài biến cung tiền và chỉ số giá chứng khoán, các tác động vẫn còn yếu và chậm. Kết quả cũng cho thấy độ dài thời gian của chính sách lãi suất tác động đến các yếu tố giá cả như chỉ số giá tiêu dùng, chỉ số giá chứng khoán. Kết quả này gợi ý cho việc điều hành chính sách lãi suất phù hợp hơn thông qua các biến vĩ mô nhằm cải thiện tốt hai mục tiêu đó là tăng trưởng và ổn định lạm phát. Mặc dù rất cố gắng trong việc nghiên cứu truyền dẫn lãi suất đến các yếu tố vĩ mô nhưng tác giả vẫn chưa tìm hiểu một số biến vĩ mô khác như giá bất động sản, chỉ số giá sản xuất, tăng trưởng tín dụng. Thêm nữa, lãi suất mà tác giả sử dụng là lãi suất tái chiết khấu. Đây cũng là những hạn chế của nghiên cứu. Trong các nghiên cứu tiếp theo, tác giả sẽ đưa các biến trên

vào mô hình nghiên cứu và tìm hiểu tác động của truyền dẫn thông qua lãi suất bình quân liên ngân hàng và lãi suất tái cấp vốn.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Deepak Mohanty (2012), "Evidence of Interest Rate Channel of Monetary Policy Transmission in India", RBI working paper
- Gavin, W.T., Kemme, D.M. (2009), "Using extraneous information to analyze the monetary policy in transition economies", *Journal of International Money and Finance*.
- Le Viet Hung & Wade D. Pfau (2008), "VAR Analysis of the Monetary Transmission Mechanism in Vietnam", *Applied Econometrics and International Development*.
- John B. Taylor (1995) "The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework, *Journal of Economic Perspectives, American Economic Association*
- Mala Raghavan and Param Silvapulle (2007), "Structural VAR Approach to Malaysian Monetary Policy Framework: Evidence from the Pre- and Post-Asian Crisis Periods", *Department of Econometrics and Business Statistics Monash University, Caulfield, VIC 3145, Australia*.
- Minskin, F. S., (1996), "The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy", *NBER Working Paper*.
- Minskin, F. S., (2004), "The Economics of Money, Banking and Financial Markets", 7th Edition, Pearson, the Addison Wesley.
- Mishkin, Frederic S. [1995], "Symposium on the monetary transmission mechanism", *Journal of Economic Perspectives*, 9, 3-10.
- Mohanty, M., S., & Phillip, T. (2008), "Monetary Policy Transmission in Emerging Market Economies: What is New?", *BIS Papers* No 35.
- Nguyễn Khắc Quốc Bảo (2013), "Truyền dẫn chính sách tiền tệ Tại VN", *Tạp chí Phát triển & hội nhập*.
- Nguyễn Phi Lân (2010), "Cơ chế truyền dẫn tiền tệ dưới góc độ phân tích định lượng", *Tạp chí Ngân hàng*.
- Nguyễn Quang Đông (2010), "Phân tích chuỗi thời gian trong tài chính", *giáo trình*. Khoa Toán kinh tế, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân, NXB Khoa học và kỹ thuật.