

Cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ ở Việt Nam tiếp cận theo mô hình SVAR

TRẦN NGỌC THƠ

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM

NGUYỄN HỮU TUẤN

Công ty cổ phần Chứng khoán Sài Gòn

Bài nghiên cứu này sử dụng mô hình SVAR để phân tích cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ ở VN. Mô hình nghiên cứu các kênh truyền dẫn chính sách tiền tệ ở VN được phát triển từ các nghiên cứu trước đây ở các nền kinh tế mở nhỏ. Các biến giá dầu và lãi suất cơ bản của Mỹ đại diện cho biến nước ngoài; sản lượng công nghiệp, lạm phát, cầu tiền, lãi suất, tỷ giá hối đoái danh nghĩa đa phương đại diện cho nền kinh tế trong nước. Để nhận diện tác động của điểm gãy cấu trúc, bài nghiên cứu này sẽ phân tích cơ chế truyền dẫn tiền tệ qua hai giai đoạn trước và sau khi VN gia nhập WTO.

Từ khóa: Truyền dẫn chính sách tiền tệ, SVAR.

1. Giới thiệu

Miskhin (1996) là một trong những nhà kinh tế đầu tiên có những nghiên cứu hệ thống các kênh truyền dẫn chính sách tiền tệ. Ngoài kênh truyền dẫn truyền thống là lãi suất theo trường phái kinh tế học Keynes, Miskhin còn phát triển các kênh truyền dẫn tiền tệ thông qua các kênh khác như tỷ giá, giá cổ phần và kênh tín dụng. Gần đây Choudhri và Hakura (2001) có phát hiện đáng chú ý khi cho rằng mức độ tác động của tỷ giá hối đoái đến các chỉ số giá cũng là một vấn đề quan trọng trong các thảo luận để lựa chọn một chính sách điều hành tiền tệ và tỷ giá hối đoái thích hợp cho từng nước. Một tác động ở mức độ thấp của tỷ giá hối đoái đến các chỉ số giá sẽ giúp một quốc gia có nhiều cơ hội hơn để theo đuổi một chính sách tiền tệ độc lập. Điều này cũng giúp quốc

gia đó dễ dàng triển khai chính sách lạm phát mục tiêu hơn so với quốc gia có mức độ tác động của tỷ giá hối đoái đến các chỉ số giá cao lớn. Đây là hàm ý chính sách rất hữu ích khi nghiên cứu các kênh truyền dẫn chính sách tiền tệ ở VN.

Để tìm hiểu các vấn đề này, tác giả sử dụng mô hình cấu trúc tự hồi quy véc tơ (SVAR) để phân tích các kênh truyền dẫn chính sách tiền tệ tác động như thế nào tới hoạt động kinh tế và kiểm soát giá cả ở VN trong giai đoạn từ sau khủng hoảng tài chính 1997.

Trong giai đoạn này bộ mẫu được phân thành hai mẫu nhỏ để có thể so sánh cơ chế truyền dẫn ở hai thời kỳ. Mẫu thứ nhất được quan sát từ tháng 1 năm 1998 đến tháng 12 năm 2006. Mẫu thứ hai gồm các quan sát từ tháng 1 năm 2007 đến tháng 4 năm 2012. Điểm thuận lợi chính của SVAR là tập trung vào mối quan tâm chính yếu của các

nhà hoạch định chính sách đối với các biến trọng yếu của kinh tế vĩ mô thông qua việc xử lý các mối quan hệ đồng thời giữa các biến như lãi suất và các biến vĩ mô khác như lạm phát hay thất nghiệp.

Ngoài phần tóm lược, nội dung bài nghiên cứu bao gồm: (1) Giới thiệu về bài nghiên cứu; (2) Tóm lược các nghiên cứu thực nghiệm trước đây về kênh truyền dẫn chính sách tiền tệ; (3) Khung phương pháp luận truyền dẫn chính sách tiền tệ ở VN; (4) Kết quả nghiên cứu thực nghiệm kênh truyền dẫn chính sách tiền tệ; (5) Thảo luận kết quả nghiên cứu; và (6) Kết luận.

2. Một số nghiên cứu về truyền dẫn chính sách tiền tệ gần đây

Cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ mô tả quá trình mà chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến các biến số vĩ mô trọng yếu như tổng tiêu dùng, giá cả, đầu tư và sản

lượng. Các kênh truyền dẫn chính sách tiền tệ chủ yếu như lãi suất, tỷ giá, giá cổ phần, tín dụng,... đã được nhiều nghiên cứu thảo luận. Các nghiên cứu tiêu biểu sẽ được tóm lược trong phần này. Một vài nghiên cứu trong nước trước đây có liên quan cũng được đề cập.

Deepak Mohanty (2012) nghiên cứu về kênh truyền dẫn lãi suất ở Ấn Độ. Bằng cách sử dụng mô hình SVAR, nghiên cứu tìm thấy bằng chứng chính sách tăng lãi suất có ảnh hưởng trái chiều đến tăng trưởng sản lượng với độ trễ 2 quý và tác động giảm nhẹ lạm phát với độ trễ 3 quý. Thời gian đạt trạng thái cân bằng kéo dài khoảng 8-10 quý. Rokoni Bhuiyan (2012) nghiên cứu truyền dẫn chính sách tiền tệ ở nền kinh tế mở Canada tiếp cận theo mô hình BSVAR. Kết quả cho thấy chính sách tiền tệ truyền dẫn thông qua kênh lãi suất và tỷ giá hối đoái. Cả sản lượng và lạm phát đều có phản ứng giảm đối với cú sốc thắt chặt chính sách tiền tệ nhưng phản ứng giảm của lạm phát chậm hơn sản lượng. Lạm phát thật sự giảm sau 6 kỳ và tăng trở lại sau kỳ thứ 12. Hank (2008) đã đo lường ảnh hưởng của chính sách tiền tệ ở Thổ Nhĩ Kỳ. Bằng kỹ thuật mô hình VAR tác giả tìm thấy khi thắt chặt tiền tệ có ảnh hưởng tạm thời lên sản lượng nhưng ảnh hưởng lâu dài lên giá cả. Borys và Horváth (2008) nghiên cứu ảnh hưởng của chính sách tiền tệ ở Séc. Sử dụng kỹ thuật mô hình VAR, bài nghiên cứu tìm thấy giá cả và sản lượng suy giảm trong khoảng một năm sau cú sốc thắt chặt chính sách tiền tệ, điều này phù hợp với mục tiêu của ngân hàng trung ương nước này. Nghiên cứu cũng chỉ ra phản ứng của giá hàng hóa thương mại đối với cú sốc thắt chặt tiền

tệ nhanh hơn so với hàng hóa phi thương mại. Mala Raghavan và Param Silvapulle (2007) sử dụng mô hình SVAR để nghiên cứu các khuôn khổ chính sách tiền tệ của một nền kinh tế mới nổi nhỏ mở - Malaysia. Nghiên cứu quan tâm đến phản ứng của nền kinh tế năng động đối với cung tiền, lãi suất, tỷ giá hối đoái và các cú sốc nước ngoài. Sau cuộc khủng hoảng tài chính vào tháng 7 năm 1997, Malaysia đã áp dụng chế độ giá cố định vào tháng 9 năm 1998. Tác giả tìm hiểu cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ ở Malaysia đã thay đổi trong thời kỳ hậu khủng hoảng bằng cách phân tích cường độ các phản ứng của các biến trong nước đối với những cú sốc tiền tệ khác nhau. Các kết quả thực nghiệm cho thấy sự khác biệt đáng chú ý: (1) Trong kỳ trước khủng hoảng cú sốc chính sách tiền tệ, tỷ giá hối đoái ảnh hưởng đáng kể đến sản lượng, giá cả, lãi suất, và tỷ giá hối đoái; và (2) Trong thời kỳ hậu khủng hoảng chỉ có những cú sốc tiền tệ có ảnh hưởng mạnh hơn đến sản lượng. Hơn nữa, chính sách tiền tệ trong nước dễ bị tổn thương hơn trước những cú sốc nước ngoài đặc biệt là các cú sốc giá hàng hóa thế giới và sốc sản lượng trong giai đoạn hậu khủng hoảng. Kết quả nghiên cứu đã chỉ ra cuộc khủng hoảng đã thay đổi vai trò của các kênh truyền dẫn chính sách tiền tệ ở Malaysia.

Ở VN, vấn đề nghiên cứu truyền dẫn chính sách tiền tệ còn rất mới mẻ không chỉ ở nghiên cứu định lượng mà cả nghiên cứu định tính. Tác giả chưa tìm thấy nghiên cứu sâu và phù hợp khung phân tích SVAR về vấn đề này. Trong những năm gần đây tác giả tìm thấy chỉ có Lê Việt Hùng & Wade Pfau (2008)

nghiên cứu chủ đề này. Lê Việt Hùng và Wade Pfau (2008) phân tích cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ ở VN bằng cách sử dụng mô hình VAR thể rút gọn và tập trung vào các mối quan hệ giữa cung tiền, sản lượng thực tế, mức giá, lãi suất thực, tỷ giá thực và tín dụng. Kết quả cho thấy chính sách tiền tệ có thể ảnh hưởng đến sản lượng và giá cả. Mức độ và tác động của cú sốc chính sách tiền tệ đối với sản lượng mạnh nhất sau bốn quý nhưng tác động đối với giá cả thì kéo dài từ quý thứ 3 đến quý thứ 9. Tuy nhiên mức ý nghĩa thống kê của từng kênh rất yếu, chỉ có kênh tín dụng và kênh tỷ giá hối đoái có ý nghĩa thống kê nhiều hơn. Các nghiên cứu thực nghiệm khác chủ yếu tập trung vào kênh truyền dẫn tỷ giá hối đoái. Mô hình VAR đề xuất được áp dụng trong việc đo lường thay đổi của lạm phát đối với cú sốc tỷ giá hối đoái. Các nghiên cứu điển hình có thể kể đến như Bạch Thị Phương Thảo (2011), Trần Ngọc Thor và cộng sự (2012), Nguyễn Thị Ngọc Trang và Lục Văn Cường (2012).

Đối với nghiên cứu thực nghiệm về truyền dẫn chính sách tiền tệ ở VN, việc sử dụng mô hình VAR hoàn toàn phù hợp với xu hướng nghiên cứu chung. Tuy nhiên, với nghiên cứu định lượng cần có cập nhật để có kết quả tin cậy hơn, đồng thời các nghiên cứu trong nước chưa giải thích rõ về cấu trúc mô hình. Nghiên cứu của Lê Việt Hùng và Wade Pfau (2008) có mô tả các kênh truyền dẫn nhưng dữ liệu nghiên cứu cập nhật từ Q1 1996 đến Q4 2005. Nhưng rõ ràng sau năm 2005 điều hành chính sách tiền tệ của VN đã có nhiều thay đổi để phù hợp với yêu cầu hội nhập kinh tế. Tác giả thực hiện nghiên

cứ này để bổ sung ý kiến cho vấn đề vừa nêu.

3. Khung phân tích

Kể từ những năm 1990, khung phân tích chính sách tiền tệ rất phổ biến với việc vận dụng mô hình VAR được Sims (1980) đề xuất. Trong những năm qua, việc phát triển mô hình VAR với dạng cấu trúc (SVAR) tiếp tục tạo điều kiện thuận lợi trong xử lý các vấn đề kinh tế khác nhau, các vấn đề xác định khả năng xảy ra đồng thời của các biến kinh tế trong cùng giai đoạn và mối quan hệ động giữa các biến số kinh tế vĩ mô với các công cụ chính sách.

3.1. Lựa chọn biến

Các biến trong mô hình nghiên cứu được lựa chọn gồm biến bên ngoài: Giá dầu, lãi suất cơ bản của Mỹ, biến trong nước gồm sản lượng công nghiệp, chỉ số giá tiêu dùng, cầu tiền M2, lãi suất tiền gửi vnd kỳ hạn 3 tháng, tỷ giá danh nghĩa. Trong số bảy biến được sử dụng trong mô hình, biến đại diện cho nhóm biến ngoại sinh là giá dầu thế giới (PC) và lãi suất cơ bản (Federal Funds Rate) của Mỹ. Trong năm biến còn lại mô tả nền kinh tế VN, giá trị sản lượng công nghiệp (IPVN) và chỉ số giá tiêu dùng (PVN) được xem như là các biến mục tiêu của chính sách tiền tệ. Các biến chính sách được là cầu tiền M2 và lãi suất tiền gửi kỳ hạn 3 tháng của ngân hàng thương mại. Chỉ số tỷ giá hối đoái danh nghĩa đa phương (NEER) đại diện như là một biến thông tin thị trường. Sử dụng chỉ số tỷ giá hối đoái danh nghĩa đa phương là hợp lý vì từ năm 1995 trở về đây VN đã giao thương với rất nhiều đối tác thương mại khác nhau nên NEER mang tính đại diện cho rổ tiền tệ.

Mô hình SVAR sử dụng dữ liệu

hàng tháng từ tháng 1 năm 1998 đến tháng 5 năm 2012. Kỳ nghiên cứu bao gồm thời kỳ trước và sau khi VN gia nhập WTO. Tất cả các dữ liệu được thu thập từ thống kê tài chính của IMF, WB, ADB và GSO. Các biến được điều chỉnh theo mùa (SA) và dạng logarit ngoại trừ lãi suất được thể hiện ở tỷ lệ phần trăm.

3.2. Cấu trúc mô hình

Trong phần này tác giả xác định các cấu trúc mô hình SVAR cho VN. Vì trong nước chưa có nhiều nghiên cứu thực nghiệm có sử dụng mô hình cấu trúc mang tính đại diện cho đặc thù kinh tế VN, tác giả thực hiện tham khảo các công trình nghiên cứu ở các nền kinh tế mở nhỏ trong những năm gần đây như Mala Raghavan và Param Silvapulle (2007) Mala Raghavan và cộng sự (2009) khi nghiên cứu chính sách tiền tệ Malaysia, Shahawaz Karim và cộng sự (2011) khi nghiên cứu về tác động của chính sách tiền tệ lên nền kinh tế New Zealand. Kết hợp với các quy luật kinh tế, tác giả thiết lập ma trận A0 cho trường hợp của nền kinh tế mở nhỏ VN trong hệ phương trình SVAR.

Cấu trúc hệ phương trình SVAR dạng ma trận

$$\begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ a_{21} & 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ a_{31} & 0 & 1 & 0 & 0 & a_{36} & 0 \\ a_{41} & 0 & a_{43} & 1 & 0 & 0 & a_{47} \\ 0 & 0 & a_{53} & a_{54} & 1 & a_{56} & 0 \\ 0 & a_{62} & 0 & a_{64} & 0 & 1 & a_{67} \\ a_{71} & a_{72} & a_{73} & a_{74} & a_{75} & a_{76} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} u_t^{PC} \\ u_t^{IRUS} \\ u_t^{IPVN} \\ u_t^{PVN} \\ u_t^{M2} \\ u_t^{IRVN} \\ u_t^{NEER} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} b_{11} & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & b_{22} & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & b_{33} & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & b_{44} & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & b_{55} & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & b_{66} & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & b_{77} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon_t^{PC} \\ \varepsilon_t^{IRUS} \\ \varepsilon_t^{IPVN} \\ \varepsilon_t^{PVN} \\ \varepsilon_t^{M2} \\ \varepsilon_t^{IRVN} \\ \varepsilon_t^{NEER} \end{bmatrix}$$

Tác giả đặt ra giả định tương tự Jonathan McCarthy (2007) là các cú sốc không tương quan với nhau ở từng thời kỳ cũng như trong cả

giai đoạn.

4. Kết quả thực nghiệm

4.1. Kiểm định nghiệm đơn vị và đồng liên kết

Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị cho thấy các chuỗi dữ liệu không dừng ở chuỗi gốc và dừng ở sai phân bậc 1. Kiểm định đồng liên kết theo phương pháp Johansen cung cấp bằng chứng về mối quan hệ dài hạn giữa bảy biến trong mô hình. Các chuỗi không dừng và có quan hệ đồng liên kết khi sử dụng VAR sẽ bỏ qua một số thông tin về mối quan hệ dài hạn. Tuy nhiên, mục tiêu của nghiên cứu này là xác định mối quan hệ qua lại hơn là ước lượng hệ số co giãn nên tác giả cho rằng VAR vẫn có nhiều điểm đáng tin cậy để đo lường ảnh hưởng của các cú sốc về chính sách tiền tệ. Piti Disyatat và Pinnarat Vongsinsirikul (2003), Mala Raghavan và Param Silvapulle (2007), Abdul Aleem (2010) đều cho rằng khi chuyển các biến có đặc tính chuỗi không dừng về sai phân bậc 1 để áp dụng VAR là mô hình đúng nhưng không hiệu quả. Các nghiên cứu này cũng áp dụng VAR với các biến dạng sai phân để nghiên cứu truyền dẫn

chính sách tiền tệ.

4.2. Xác định bước trễ tối ưu và tính ổn định mô hình

Mô hình VAR quan tâm nhiều đến cấu trúc trễ vì vậy việc xác

định số bước trễ tối ưu là quan trọng. Trong nghiên cứu có nhiều tiêu chuẩn để xác định bước trễ tối ưu. Về mặt thuật toán thì việc này có vẻ quá phức tạp nhưng với sự hỗ trợ của phần mềm thống kê mọi việc trở nên dễ dàng hơn. Nghiên cứu thực các tiêu chí lựa chọn bước trễ gồm AIC, SC và HQ và kiểm định Portmanteau. Vì các tiêu chí không đồng nhất trong khoảng 1-12 nên tác giả thực hiện thêm kiểm định tính ổn định của mô hình theo các bước trễ. Khi so sánh kết quả kiểm định này, tác giả thấy rằng khi bước trễ lớn giá trị nghiệm đơn vị sẽ dần vượt quá giá trị ± 1 . Trong khi với các bước trễ nhỏ hơn thì nghiệm đơn vị gần về giá trị trung tâm (tọa độ gốc). Từ các kết quả trên tác giả quyết định chọn bước trễ 3 cho mô hình có dữ liệu trước WTO và bước trễ bằng 5 cho mô hình có dữ liệu sau WTO.

Tác giả sử dụng kiểm định đặc điểm nghiệm đa thức để xem xét tính ổn định của các mô hình. Tác giả cần nghiệm của đa thức trong cấu trúc VAR có giá trị trong khoảng ± 1 . Kết quả kiểm định cho thấy các nghiệm của đa thức đều có giá trị trong khoảng ± 1 .

4.3. Kết quả ước lượng ma trận A_0

Các giá trị tham số trong ma trận A_0 tương ứng với từng mô hình được trình bày trong Bảng 1. Kiểm định độ tin cậy của giá trị giới hạn của ma trận A_0 (kiểm định LR) cho thấy cấu trúc ma trận được chấp nhận trong mức ý nghĩa thống kê.

4.4. Phân tích phản ứng xung

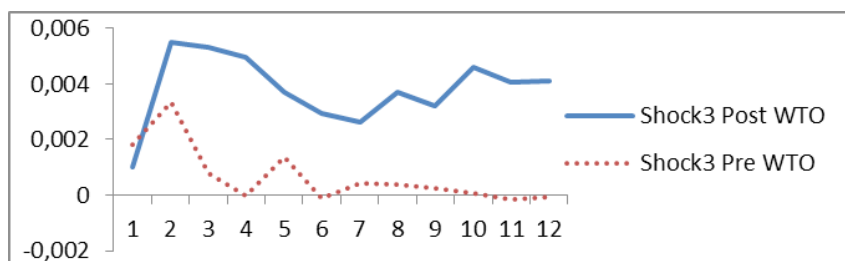
Trong phần này tác giả tiến hành phân tích phản ứng xung nhằm mô tả cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ trước cú sốc của các biến độc lập. Độ lớn của

Bảng 1: Kết quả ước lượng ma trận A_0

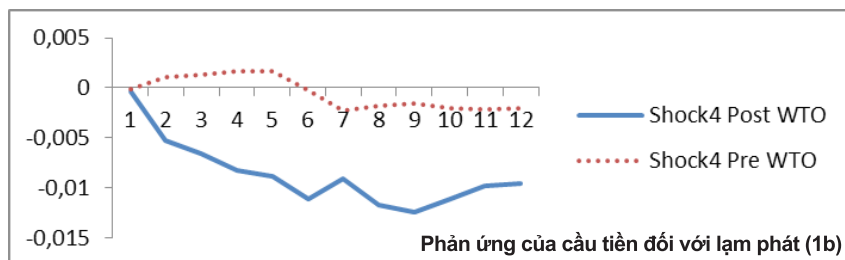
Mô hình	a_{21}	a_{31}	a_{41}	a_{71}	a_{62}	a_{72}	a_{43}	a_{53}	a_{73}
Trước WTO	-0.10	0.00	0.00	-0.10	-1.50	0.00	0.00	0.00	0.00
Sau WTO	-1.26	0.00	-0.07	0.50	-5.24	-0.19	0.05	-0.03	0.09
Mô hình	a_{54}	a_{64}	a_{74}	a_{75}	a_{36}	a_{56}	a_{76}	a_{47}	a_{67}
Trước WTO	-0.40	173.8	8	0.1	0.00	0.00	-0.1	-0.4	27.5
Sau WTO	0.09	-416.15	-3.86	0.52	0.00	0.00	-0.00	0.39	107

Nguồn: Kết quả thuật toán từ phần mềm thống kê tác giả thực hiện

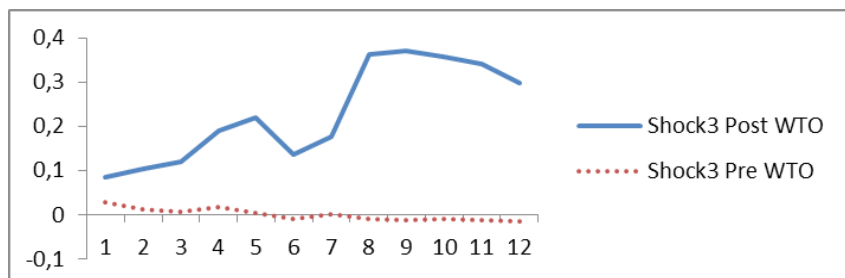
Hình 1: Phản ứng của cầu tiền và lãi suất trước cú sốc sản lượng và giá cả



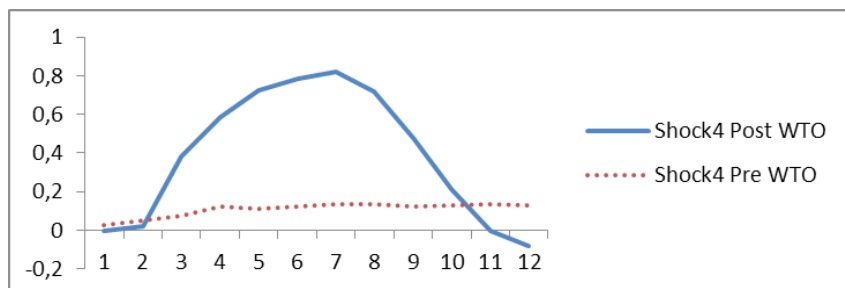
Phản ứng của cầu tiền đối với sản lượng (1a)



Phản ứng của cầu tiền đối với lạm phát (1b)



Phản ứng của lãi suất đối với sản lượng (1c)



Phản ứng của lãi suất đối với lạm phát (1d)

Nguồn: Kết quả thuật toán từ phần mềm thống kê tác giả thực hiện

cú sốc được đo bằng một đơn vị độ lệch chuẩn của phần dư từ mô hình VAR.

Phản ứng của cầu tiền và lãi suất đối với cú sốc sản lượng và lạm phát

Ở phần này kết quả tìm thấy phản ứng của cầu tiền và lãi suất trước cú sốc sản lượng và lạm phát có nhiều điểm khác nhau. Hình 1a, 1b và 1c, 1d lần lượt mô phỏng các phản ứng của cầu tiền và lãi suất. Cầu tiền nói chung phản ứng tăng ở 1-2 kỳ đầu khi có cú sốc sản lượng và giảm từ kỳ thứ 3-6, sau thời kỳ này phản ứng của cầu tiền trái ngược ở hai giai đoạn trước và sau WTO (giảm ở giai đoạn trước WTO và tăng ở giai đoạn sau WTO). Đối với lạm phát, trong 5 kỳ đầu cầu tiền phản ứng trái ngược nhau ở hai giai đoạn (Hình 1b) và ở những kỳ sau cầu tiền giảm ít và ổn định ở giai đoạn trước WTO nhưng sau WTO cầu tiền tiếp tục giảm.

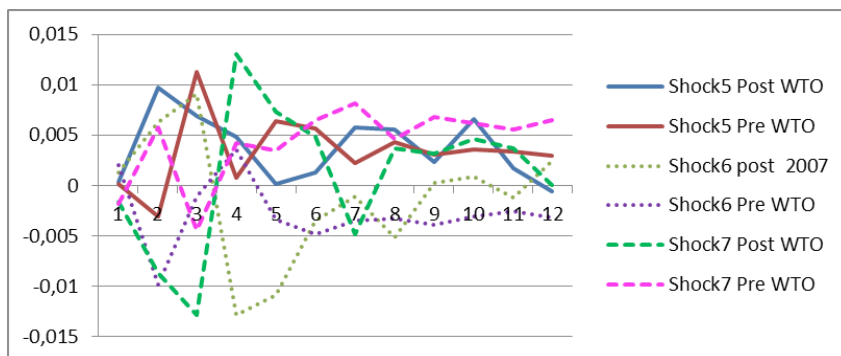
Ở Hình 1c, lãi suất ở giai đoạn trước WTO có thay đổi nhỏ khi có cú sốc sản lượng, xu hướng giảm lãi suất rõ nét nhưng mức độ giảm lại rất nhỏ. Giai đoạn sau WTO lãi suất phản ứng tăng trong 5 kỳ đầu tiên, giảm xuống trong 3 kỳ sau đó, tiếp tục tăng trong những kỳ sau; Ở Hình 1d, lãi suất có phản ứng tăng trong 7 kỳ đầu tiên khi có cú sốc tăng lạm phát, từ kỳ thứ 8 trở đi lãi suất có xu hướng giảm nhưng mức độ giảm ở giai đoạn sau WTO nhanh hơn rất nhiều.

Cũng giống như các trường hợp trên, hệ số phản ứng của các biến cầu tiền và lãi suất ở giai đoạn sau WTO lớn hơn hẳn giai đoạn WTO. Ở giai đoạn trước WTO các biến nhanh chóng đạt

trạng thái ổn định sau khi có cú sốc, nhưng sau WTO quá trình chuyển về trạng thái cân bằng không mấy dễ dàng.

Phản ứng của sản lượng đối cầu tiền, lãi suất và tỷ giá

Hình 2: Phản ứng của sản lượng đối với cầu tiền lãi suất và tỷ giá



Nguồn: Kết quả thuật toán từ phần mềm thống kê tác giả thực hiện

Hình 2 mô phỏng phản ứng của sản lượng đối các cú sốc chính sách tiền tệ gồm cầu tiền, lãi suất và tỷ giá. Trong kỳ đầu tiên, phản ứng của sản lượng trái ngược nhau với các cú sốc chính sách tiền tệ, nhưng sau kỳ thứ 5 có vẻ như dao động sản lượng trở nên ổn định hơn. Độ lớn của hệ số truyền dẫn của chính sách tiền tệ đối với sản lượng lớn hơn trong giai đoạn sau WTO.

Phản ứng của lạm phát đối với cầu tiền, lãi suất và tỷ giá

Hình 3 mô phỏng phản ứng của lạm phát đối các cú sốc chính sách tiền tệ gồm cầu tiền, lãi suất và tỷ giá. Đối với cú sốc cầu tiền (shock 5) lạm phát gần như giảm ít và khá ổn định (đường phản ứng gần như bám sát và song song với trục hoành) trước cú sốc cầu tiền trước WTO. Sau WTO lạm phát giữ xu hướng tăng suốt, hệ số phản ứng có giá trị lớn hơn và tăng nhanh qua các kỳ.

Đối với cú sốc lãi suất (shock 6)

trước WTO, kết quả mô hình cho thấy kênh chi phí xuất hiện và kéo dài, ở thời kỳ này cú sốc tăng lãi suất (0.39%) tạo ra hiệu ứng tăng lạm phát từ 0.02% ở kỳ đầu tiên sau đó lên 0.006% ở kỳ thứ sáu và

0.008% sau 12 kỳ. Sau WTO hiện tượng tăng lạm phát đối với cú sốc tăng lãi suất gần như biến mất, trong kỳ thứ 2 lạm phát có tăng lên rất ít nhưng hệ số vẫn mang giá trị âm. Sau 6 kỳ lạm phát giảm 0.009% so với 0.003% ở kỳ đầu tiên và giảm 0.014% ở kỳ thứ 12. Điều này hàm ý rằng sau WTO công cụ lãi suất trở nên có hiệu quả hơn để NHNN thực hiện kiểm soát lạm phát. Tuy nhiên trong những kỳ đầu tăng lãi suất lạm phát giảm rất ít, lạm phát chỉ thật sự giảm sau 6 kỳ trở đi.

Đối với cú sốc tỷ giá hối đoái (shock 7), tác giả nhận thấy có phản ứng của lạm phát có xu hướng giống nhau ở hai thời kỳ. Khi tỷ giá tăng (tương ứng VND mất giá) 0.13% ở giai đoạn trước WTO lạm phát phản ứng lại bằng sự tăng lên 0.006-0.007% ở kỳ thứ 2 và thứ 3, ở những kỳ sau mức tăng của lạm phát dừng mức 0.002-0.004%. Sau WTO khi tỷ giá tăng 0.008% lạm phát cũng phản ứng lại bằng sự tăng lên 0.003-0.004%

ngay trong những kỳ đầu tiên và tương tự ở những kỳ sau. Nếu so sánh tương đối phản ứng của lạm phát với cú sốc tỷ giá tác giả nhận thấy sau WTO lạm phát trở nên nhạy cảm hơn với tỷ giá hối đoái. Kết quả này cũng hàm ý trong giai đoạn hiện nay nếu để VND mất giá sẽ tạo ra áp lực gia tăng lạm phát rất lớn. Vì vậy, NHNN cần có biện pháp ổn định VND khi thực hiện các giải pháp tiền tệ để kiểm soát lạm phát.

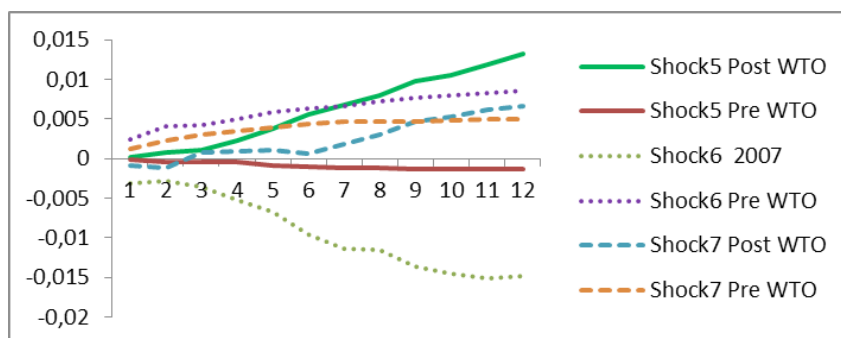
Phản ứng của biến chính sách tiền tệ đối với cầu tiền, lãi suất và tỷ giá

Hình 4 mô tả phản ứng của cầu tiền, lãi suất và tỷ giá (những biến công cụ chính sách tiền tệ) trước cú sốc của cầu tiền, lãi suất và tỷ giá. Ở Hình 4a, tác giả mô phỏng 3 cặp phản ứng của cầu tiền trước và sau WTO đối với cầu tiền, lãi suất và tỷ giá hối đoái. Tương tự như vậy lãi suất và tỷ giá ở Hình 4b và 4c.

Ở Hình 4a, cầu tiền phản ứng với cú sốc của chính nó (shock 5) gần như không có nhiều thay đổi, hai đường phản ứng khá gần nhau. Đối với cú sốc lãi suất (shock 6) cầu tiền có phản ứng trái ngược nhau hoàn toàn. Trước WTO cầu tiền tăng lên trong 2 kỳ đầu tiên nhưng sau đó giảm xuống rất nhanh. Sau WTO cầu tiền giảm xuống trong 2 kỳ đầu và tăng liên tục trong những kỳ sau đó. So với lý thuyết xu hướng tăng cầu tiền khi thắt chặt chính sách tiền tệ ở giai đoạn sau WTO hoàn toàn hợp lý. Đối với cú sốc tỷ giá hối đoái (shock 7), cầu tiền cũng có xu hướng phản ứng khá giống nhau giữa hai thời kỳ, đầu tiên cầu tiền có phản ứng tăng sau đó giảm và ổn định.

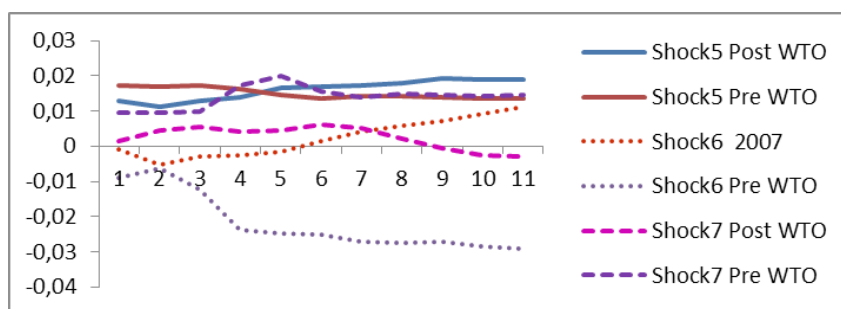
Ở Hình 4b, lãi suất phản ứng đối với cú sốc cầu tiền có xu hướng tăng ở hai giai đoạn trước và sau

Hình 3: Phản ứng của lạm phát đối với cầu tiền, lãi suất và tỷ giá

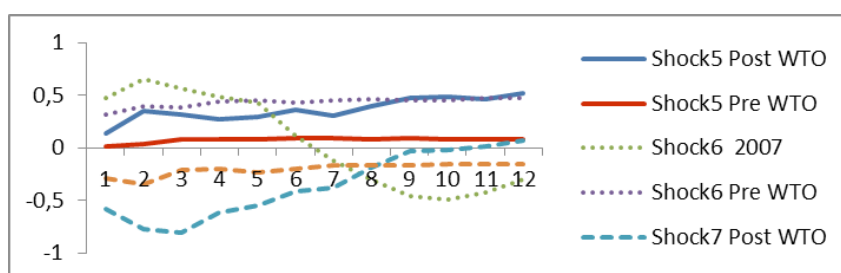


Nguồn: Kết quả thuật toán từ phần mềm thống kê tác giả thực hiện

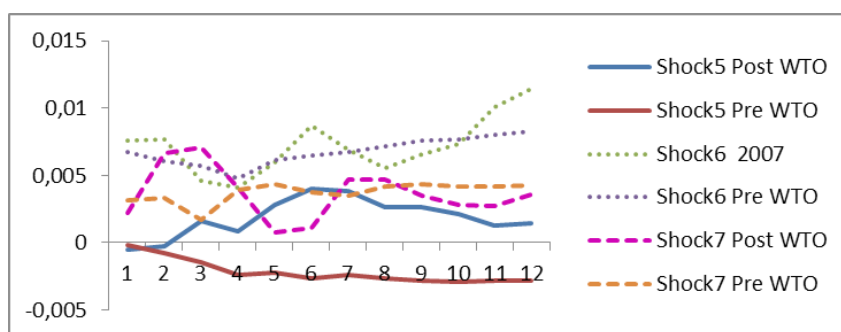
Hình 4: Phản ứng của chính sách tiền tệ đối với cầu tiền, lãi suất và tỷ giá



Phản ứng của cầu tiền (4a)



Phản ứng của lãi suất (4b)



Phản ứng của tỷ giá (4c)

Nguồn: Kết quả thuật toán từ phần mềm thống kê tác giả thực hiện

WTO. Lãi suất phản ứng tăng ngay trong 2 kỳ đầu tiên đối với cú sốc chính bản thân nó ở cả hai thời kỳ nhưng sau đó có sự khác biệt xu hướng. Cầu tiền phản ứng tăng nhẹ (gần như ổn định) ở giai đoạn trước WTO nhưng giảm nhanh sau WTO. Lãi suất phản ứng giảm ngay khi có cú sốc tăng tỷ giá (nội tệ mất giá) trong 2 kỳ đầu và cùng xu hướng tăng suốt những kỳ sau.

Ở Hình 4c, tỷ giá phản ứng trái ngược nhau ở hai thời kỳ đối với cú sốc cầu tiền. Tỷ giá phản ứng giống nhau đối với cú sốc lãi suất ở cả hai thời kỳ, độ lớn phản ứng cũng khá gần nhau. Đầu tiên tỷ giá giảm trong 2 kỳ đầu sau đó tăng trong những kỳ tiếp sau khi có cú sốc lãi suất. Phản ứng của tỷ giá trong trường hợp này giống với lý thuyết kinh doanh chênh lệch lãi suất không phòng ngừa.

4.5. Phân rã phương sai

Trong phần này phân tích phân rã phương sai được sử dụng để dự báo vai trò của các cú sốc đối với biến quan sát. Tương tự như phân tích phản ứng xung, phân rã phương sai dựa vào cấu trúc ma trận A0 và B như đã nêu ở phần 3.

Phân rã phương sai biến sản lượng

Kết quả phân rã phương sai biến sản lượng cho thấy trước WTO sản lượng gần như chỉ chịu tác động chính bởi cú sốc của chính nó nhưng sau WTO mọi thứ đã thay đổi. Sản lượng nhạy cảm hơn với cả yếu tố bên trong lẫn bên ngoài. Khoảng 50% thay đổi của sản lượng do các yếu tố khác trong đó giá dầu và tỷ giá cũng có vai trò quan trọng.

Phân rã phương sai biến lạm phát

Phân rã phương sai biến lạm phát cho thấy có sự thay đổi mạnh

mẽ cấu trúc các yếu tố ảnh hưởng đến lạm phát trước và sau WTO. Ở giai đoạn trước WTO lãi suất và tỷ giá tác động rất mạnh đến lạm phát, tổng mức tác động tích lũy hơn 50%. Tuy nhiên, sau WTO cơ cấu thay đổi rõ rệt, lãi suất ảnh hưởng kém hơn với dao động trong khoảng 14-20%, giá dầu tác động trung bình khoảng 19-21%, tỷ giá hối đoái giữ vai trò trung bình 7%. Đặc biệt trong giai đoạn này lạm phát chịu ảnh hưởng của chính nó rất mạnh, khoảng 30-37% sự thay đổi của lạm phát là do chính nó tạo ra. Ảnh hưởng của sản lượng đối với lạm phát ổn định cả trước và sau WTO.

Phân rã phương sai cầu tiền

Phân rã phương sai cầu tiền cho thấy trước WTO chính cú sốc cầu tiền, lãi suất và tỷ giá ảnh hưởng quan trọng đối với biến động cầu tiền với tỷ lệ trung bình khoảng 88%. Sau WTO lãi suất trong nước tỏ ra kém quan trọng hơn với thay đổi của cầu tiền, cú sốc lãi suất trong nước tác động trung bình khoảng 8-10%. Tỷ giá giảm ảnh hưởng rất đáng kể, trong những kỳ đầu mức độ tác động khoảng 4-8%. Giá dầu và lạm phát tác động nhiều hơn trước, giá dầu đóng góp khoảng 17-18%, lạm phát đóng góp khoảng 9-10%. Đặc biệt cầu tiền chịu ảnh hưởng bởi chính nó rất mạnh.

Phân rã phương sai lãi suất

Kết quả phân rã phương sai biến lãi suất chỉ ra trước WTO khoảng 45% thay đổi của lãi suất là do chính nó, trong 55% còn lại thì tỷ giá hối đoái tác động đến 44%. Sau WTO yếu tố bên ngoài tác động trung bình 34-36% thay đổi của lãi suất, trong nước lạm phát và tỷ giá đóng vai trò quan trọng: lạm phát tác động trung bình 11-12%, tỷ

giá hối đoái tác động 23-34%. Lãi suất chịu tác động lên chính lãi suất khoảng 20-21%.

Phân rã phương sai tỷ giá hối đoái

Kết quả phân rã phương sai biến tỷ giá hối đoái cho thấy trước và sau WTO lạm phát tác động rất mạnh đến tỷ giá hối đoái, khoảng 60% ở giai đoạn trước WTO và 39% ở giai đoạn sau WTO. Trước WTO tỷ giá hối đoái ít nhạy cảm với biến động bên ngoài nhưng sau WTO biến động bên ngoài trở nên quan trọng hơn, khoảng 30% thay đổi của tỷ giá hối đoái là do ảnh hưởng của lãi suất Mỹ. Trong giai đoạn này chúng tôi cũng nhận thấy tỷ giá chịu ảnh hưởng của chính nó nhiều hơn không đáng kể, trung bình khoảng 9% so với 6.5% ở giai đoạn trước WTO.

5. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Trong phần này các kết quả phản ứng không đồng nhất của biến mục tiêu đối với cú sốc thất chặt chính sách tiền tệ như đã nêu ở mục 4 được thảo luận. Hiện tượng puzzles được tập trung nhiều hơn. Trước tiên các puzzle thường xuất hiện trong các nghiên cứu thực nghiệm về truyền dẫn chính sách tiền tệ được tóm lược. Có bốn loại puzzle thường xuất hiện đó là the output puzzle, the liquidity puzzle, the price puzzle và the exchange rate puzzle. Sau đó tác giả kiểm tra kết quả thực nghiệm của mình.

Tác giả tiến hành đối chiếu với kết quả thực nghiệm đã tìm được trong mục 4 để xem nghiên cứu của chúng tôi gặp phải loại puzzle nào. Tác giả trình bày tóm tắt kết quả này ở Bảng 4.

Kết quả có sự đối lập về các trường hợp xuất hiện puzzle giữa

Bảng 3: Các loại puzzle phổ biến trong nghiên cứu thực nghiệm

STT	Loại	Mô tả
1	The output puzzle	Sản lượng tăng khi thắt chặt chính sách tiền tệ
2	The liquidity puzzle	Cầu tiền có xu hướng tăng lên khi thắt chặt chính sách tiền tệ
3	The price puzzle	Giá cả tăng lên khi thắt chặt tiền tệ.
4	The exchange rate puzzle	Đồng nội tệ mất giá (tỷ giá tăng) ngay lập tức hoặc tăng giá suốt thời gian dài khi có cú sốc tăng lãi suất. Theo đúng lý thuyết, đồng nội tệ tăng giá ngay lập tức khi tăng lãi suất và mất giá trong tương lai theo lý thuyết kinh doanh chênh lệch lãi suất không phòng ngừa

Nguồn: Tóm lược của tác giả

Bảng 4: Các trường hợp xuất hiện puzzle trong kết quả thực nghiệm

STT	Loại	Trước WTO	Sau WTO
1	The output puzzle	Không	Có - Sản lượng tăng trong 3 kỳ đầu
2	The liquidity puzzle	Không	Có - Cầu tiền giữa xu hướng tăng suốt từ kỳ thứ 2
3	The price puzzle	Có - lạm phát giữ xu hướng tăng suốt	Có- trong 2 kỳ đầu
4	The exchange rate puzzle	Không	Không

Nguồn: Tóm lược của tác giả

mô hình trước và sau WTO. Với mô hình sau WTO xuất hiện 3 loại puzzle trong khi mô hình này ở giai đoạn trước chỉ xuất hiện Price Puzzle.

Price Puzzle xuất hiện ở tất cả các trường hợp điều này theo chúng tôi có thể do kênh chi phí của chính sách tiền tệ. Hơn nữa khi quan sát thực tế chúng tôi cũng nhận thấy xu hướng cùng chiều giữa lãi suất và CPI. Đặc biệt trong năm 2008, mặc dù NHNN tăng lãi suất rất cao (lãi suất cơ bản đã tăng từ 8.25%/năm thời điểm tháng 1/2008 lên 14%/năm vào thời điểm tháng 10/2008) nhưng lạm phát vẫn không giảm như mong đợi. Ở khía cạnh khác, bằng chứng thực nghiệm ở nền kinh tế Ấn Độ Muneesh Kapur và Harendra Behera (2012) cũng tìm thấy ở một số thời điểm khi thắt chặt tiền tệ lạm phát vẫn

liên tục cao và điều này có thể là do các thành phần cấu trúc lạm phát lương thực. Ở VN, mặc dù chưa có nghiên cứu nào tương tự nhưng một điểm chung giữa VN và Ấn Độ là thành phần lương thực và thực phẩm chiếm tỷ trọng cao trong rổ hàng hóa CPI. Phải chăng điều này cũng tạo ra hiện tượng price puzzle ở VN?

So sánh kết quả truyền dẫn chính sách tiền tệ qua các kênh

Thắt chặt tiền tệ để giảm lạm phát có hiệu quả sau khi VN gia nhập WTO. Tuy nhiên hiệu quả này chỉ thật sự đạt được sau 6 kỳ. Lạm phát vẫn tăng ở những kỳ đầu tiên khi có cú sốc thắt chặt tiền tệ. Cú sốc tăng lãi suất 0.50% tạo ra phản ứng tăng lạm phát tích lũy 0.014% sau 12 kỳ.

Kênh tỷ giá, khi tỷ giá tăng (tương ứng VND mất giá) 0.13% ở giai đoạn trước WTO lạm phát

phản ứng lại bằng sự tăng lên 0.006-0.007% ở kỳ thứ 2 và thứ 3. Ở những kỳ sau, mức tăng của lạm phát dừng ở mức 0.002-0.004%. Trong khi đó, một cú sốc rất nhỏ của tỷ giá ở giai đoạn sau WTO (0.008%) đã tạo ra phản ứng tăng tích lũy của lạm phát 0.003-0.004% ngay ở những kỳ đầu tiên và giữ mức tăng này trong suốt những kỳ tiếp sau.

Qua 2 kênh truyền dẫn trên, tác giả nhận thấy lãi suất tạo ra phản ứng trễ đối biến lạm phát trong khi tỷ giá hối đoái lại có phản ứng ngay tức thì. Như vậy có thể thấy lạm phát ở VN nhạy cảm nhiều hơn với kênh tỷ giá hối đoái. Theo Asel Isakova (2008), khi nghiên cứu truyền dẫn chính sách tiền tệ ở các quốc gia Trung Á, tác giả tìm thấy với trường hợp quốc gia có mức độ đô la hóa cao, kênh tỷ giá giữ vai trò quan trọng rất nhiều so với các kênh truyền dẫn chính sách tiền tệ khác. Theo tác giả vấn đề này xuất phát từ tính độc lập của ngân hàng trung ương, các quốc gia có đô la hóa cao ngân hàng trung ương ít độc lập hơn nên công cụ lãi suất bị giới hạn. Theo tiêu chí của IMF, đô la hóa được xác định thông qua lượng tiền gửi ngoại tệ so với khối lượng tiền M2. Với tiêu chí này mức đô la hóa ở VN trong nhiều năm qua có xu hướng giảm nhưng luôn cao hơn mức 15%, có thể vì lý do này mà lạm phát nhạy cảm với kênh tỷ giá hối đoái.

6. Kết luận

Bằng cách tiếp cận mô hình SVAR, nghiên cứu đã ước lượng tác động của cú sốc chính sách tiền tệ đối ở VN. Các kênh truyền dẫn lãi suất và tỷ giá hối đoái đã được phân tích để xác định độ

lớn và thời gian chính sách tiền tệ truyền dẫn đến các biến mục tiêu. Kết quả nghiên cứu cho thấy có một số puzzle tồn tại trong đó có Price Puzzle. Kênh lãi suất tạo ra phản ứng trễ đối biến lạm phát trong khi tỷ giá hối đoái lại có phản ứng ngay tức thì trước cú sốc tỷ giá hối đoái.

Mặc dù đã có rất nhiều cố gắng để hoàn thiện bài nghiên cứu nhưng tác giả vẫn chưa thể bao quát hết các kênh truyền dẫn của chính sách tiền tệ. Trong bài nghiên cứu này, tác giả chưa phân tích thực nghiệm về kênh giá tài sản và kỳ vọng của truyền dẫn chính sách tiền tệ. Do đó, một trong những hướng mở rộng nghiên cứu sâu hơn, tác giả nghĩ cần có nghiên cứu về:

- Đo lường chỉ số lạm phát kỳ vọng và truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh kỳ vọng.
- Giá bất động sản, chứng khoán và truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh giá tài sản●

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Abdul Aleem (2010), "Transmission mechanism of monetary policy in India", *Journal of Asian Economics* 21 (2010) 186-197

Asel Isakova (2008), *Monetary Policy Efficiency in the Economies of Central Asia*, *Journal of Economics and Finance*, 58, 2008, no. 11-12, Online at: <http://journal1.fsv.cuni.cz/storage/1147_str_525_553_-_isakova.pdf> [Accessed 15 September 2012]

Bạch Thị Phương Thảo (2011), *Truyền dẫn tỷ giá hối đoái vào các chỉ số giá tại VN giai đoạn 2001 – 2011*, Luận văn thạc sĩ kinh tế, Trường Đại học Kinh tế TP.HCM.

Borys and Horváth (2008), *The Effects of Monetary Policy in the Czech Republic: An Empirical Study*, The Czech National Bank, Working paper series 4, Online at: <http://www.cnb.cz/en/research/research_publications/cnb_wp/2008/

cnbwp_2008_04.html> [Accessed 15 September 2012]

Choudhri, E. and Hakura, D. (2001), *Exchange Rate Pass-Through to Domestic Prices: Does the Inflationary Environment Matter?* IMF, [Online], Available at: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp01194.pdf>> , [Accessed 25 February 2012]

Deepak Mohanty (2012), *Evidence of Interest Rate Channel of Monetary Policy Transmission in India*, RBI Working Papers series in March 2011, W P S (DEPR) : 6 / 2012<<http://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/Publications/PDFs/WPS6180512FL.pdf>>, [Accessed 15 September 2012]

Frederic S Mishkin (1996), *The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy*, NBER Working Paper Series 5464, Online at: <<http://www.nber.org/papers/w5464>> [Accessed 15 September 2012]

Hakan Berument and N. Nergiz Dincer (2008), "Measuring The Effects of Monetary Policy for Turkey", *Journal of Economic Cooperation*, 29, 1 (2008), 83-110, Online at: <<http://www.bilkent.edu.tr/~berument/jeco02.pdf>> [Accessed 15 September 2012]

Jonathan McCarthy (2007), "Pass-through of exchange rates and Import prices to domestic inflation in some industrialized economies", *Eastern Economic Journal*, Vol. 33, No. 4.

Le Viet Hung and Wade Pfau (2008), "VAR Analysis of the Monetary Transmission Mechanism in Vietnam", *Applied Econometrics and International Development*, Vol. 9, No. 1, pp. 165-179, January – June 2009, Online available at: <<http://ssrn.com/abstract=1257854>> [Accessed 15 September 2012]

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, Online at: <<http://nzae.org.nz/wp-content/uploads/2011/08/nr1215397050.pdf>>, [Accessed 15 September 2012]

Mala Raghavan, George Athanasopoulos, Param Silvapulle (2009), *VARMA models*

for Malaysian Monetary Policy Analysis, Department of Econometrics and Business Statistics, Monash University, Online at: <<http://www.buseco.monash.edu.au/ebs/pubs/wpapers/2009/>> [Accessed 15 September 2012]

Muneesh Kapur and Harendra Behera (2012), *Monetary Transmission Mechanism in India: A Quarterly Model*, Reserve Bank of India Working Paper No. 09/2012, Online at: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2120792>, [Accessed 15 September 2012]

Nguyễn Thị Ngọc Trang & Lục Văn Cường (2012), "Sự chuyển dịch tỷ giá hối đoái vào các mức giá tại VN", *Tạp chí Phát triển & hội nhập*, Số 7 (17), Trang 7-13

Piti Disyatat và Pinnarat Vongsinsirikul (2003), "Monetary policy and the transmission mechanism in Thailand", *Journal of Asian Economics* 14 (2003) 389-418.

Rokon Bhuiyan (2012), "Monetary Transmission Mechanism in a Small Open Economy: A Bayesian Structural VAR Approach", *Canadian Journal of Economics*, Volume 45, Issue 3, pages 1037-1061.

Shahawaz Karim and Minsoo Lee and Christopher Gan (2011), "Price Effects of Monetary Policy: The Case of a Small Open Economy of New Zealand", *Economic Analysis and Policy (EAP)* vol. 41, issue 3, pages 253-272, Online at: <http://eap-journal.com/archive/v41_i3_07-karim-leeandgan.pdf>, [Accessed 15 September 2012]

Trần Ngọc Thơ & cộng sự (2012), *Nghiên cứu sơ thảo về phá giá tiền tệ và một số khuyến nghị chính sách cho VN*, Đề tài nghiên cứu khoa học số CS-2011-14, Đại học Kinh tế TP.HCM.