

# Nghiên cứu thực nghiệm về truyền tải chính sách tiền tệ qua kênh tín dụng tại Việt Nam

Chu Khánh Lâm<sup>1\*</sup>, Trần Thị Hạnh Giang<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Viện Nghiên cứu Khoa học Ngân hàng, Học viện Ngân hàng

<sup>2</sup>Tổng cục Công nghiệp Quốc phòng

Ngày nhận bài 10/9/2015, ngày chuyển phản biện 12/9/2015, ngày nhận phản biện 5/10/2015, ngày chấp nhận đăng 31/3/2016

Bài viết đánh giá thực trạng truyền tải chính sách tiền tệ (CSTT) qua kênh tín dụng tại Việt Nam trong giai đoạn 1998-2012 qua mô hình kinh tế lượng. Bằng việc xây dựng mô hình vector tự hồi quy cấu trúc (SVAR), nhóm tác giả đã mô hình hóa các mối quan hệ giữa các chỉ tiêu tiền tệ như lãi suất, tín dụng và các biến số kinh tế vĩ mô như tăng trưởng, lạm phát trong nền kinh tế Việt Nam. Qua đó, nhóm tác giả phân tích định hướng và mức độ truyền tải CSTT của Ngân hàng Nhà nước qua kênh tín dụng tới các chỉ tiêu tiền tệ và các biến số kinh tế vĩ mô.

**Từ khóa:** kênh tín dụng, mô hình vector tự hồi quy cấu trúc, truyền tải chính sách tiền tệ.

**Chỉ số phân loại** 5.2

## Empirical study on monetary policy transmission through credit channel in Vietnam

Summary

*This paper identifies the monetary policy transmission through credit channel in Vietnam from 1998 to 2012. By employing Structural Vector Autoregression Model (SVAR), the authors modelled relationships between monetary variables such as interest rate, credit and macroeconomic variables such as GDP growth, inflation rate in Vietnamese economy. Based on the results, the authors analysed the direction and degree of transmission of monetary policy management carried out by State Bank of Vietnam to monetary and macroeconomic variables through credit channel.*

**Keywords:** credit channel, monetary policy transmission, SVAR model.

**Classification number** 5.2

## Đặt vấn đề

Do chịu ảnh hưởng từ đặc điểm của từng nền kinh tế, sự vận động không ngừng của thị trường tài chính và các trung gian tài chính, mức độ hiệu quả của các kênh truyền tải CSTT thay đổi theo thời gian. Một số nghiên cứu đã chỉ ra rằng, kênh lãi suất thường là kênh truyền tải quan trọng nhất tại các quốc gia phát triển với thị trường tài chính hiện đại; ngược lại, kênh tín dụng và kênh tỷ giá là các kênh chủ đạo tại các quốc gia đang phát triển.

Cho tới nay, nhiều nghiên cứu định lượng đã chỉ ra rằng ngoài lãi suất, các yếu tố khác như sản lượng, doanh thu và dòng tiền mới là các nhân tố có ảnh hưởng mạnh nhất tới chi tiêu và tiêu dùng [1, 2]. Theo [3], CSTT tỏ ra thiếu hiệu quả trong việc làm giảm lãi suất trong dài hạn, đặc biệt là lãi suất thực, vốn đóng vai trò quan trọng trong quyết định đầu tư vào các tài sản dài hạn của các chủ thể kinh tế. Chính mối quan hệ mờ nhạt giữa lãi suất và đầu tư vào tài sản dài hạn được chỉ ra từ nhiều nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm nêu trên vào những năm đầu của thập niên 1990 đã dẫn đến nhiều quan điểm nghiên cứu mới về truyền tải CSTT. Để khắc phục vấn đề này, Bernanke và Gertler đã đề xuất kênh tín dụng (credit channel) đại diện cho một nhóm các nhân tố có tác dụng khuếch đại và lan truyền tác động của CSTT tới các biến số vĩ mô thông qua hai kênh truyền tải là băng cân đối tài sản của người đi vay và khả năng cấp tín dụng của hệ thống ngân hàng [3].

CSTT thắt chặt ảnh hưởng trực tiếp làm tăng chi phí lãi vay, giảm lợi nhuận, dòng tiền, giá trị tài sản thế chấp và giá trị ròng của doanh nghiệp. Ngoài ra, ảnh hưởng gián tiếp

\*Tác giả liên hệ: chukhanhlan@yahoo.com

do nhu cầu đối với hàng hóa và dịch vụ giảm, khiến doanh thu sụt giảm, hàng tồn kho ứ đọng, khoản phải thu trả chậm... cũng tác động tới tình hình tài chính của các chủ thể sản xuất kinh doanh trong nền kinh tế. Hệ quả là nhu cầu vay vốn để tiến hành đầu tư của doanh nghiệp bị hạn chế đáng kể. Đáng chú ý, trong điều kiện bảng cân đối tài sản của các chủ thể vay vốn là lành mạnh thì việc tăng mặt bằng lãi suất (hệ quả của việc thắt chặt tiền tệ của ngân hàng trung ương -NHTW, ảnh hưởng của CSTT là không đáng kể. Tuy nhiên, vẫn mức tăng lãi suất đó nhưng trong điều kiện tình hình tài chính của các chủ thể vay vốn đang suy yếu và cơ cấu vốn ở mức độ rủi ro cao thì CSTT có tác động rất mạnh. Như vậy, kênh truyền tải thông qua bảng cân đối tài sản có hàm ý rằng tác động của CSTT là không cân xứng và không tuyến tính. Điều này giải thích mối liên hệ yếu giữa lãi suất và đầu tư, tiêu dùng đã được nhiều nghiên cứu chỉ ra cũng như khẳng định lập luận tác động của CSTT tới lãi suất là quan trọng. Tuy nhiên, tác động của lãi suất tới tình hình tài chính và nhu cầu vay mượn của các chủ thể mới là nhân tố dẫn tới tầm quan trọng của lãi suất thay vì ảnh hưởng trực tiếp của lãi suất tới nhu cầu đầu tư và tiêu dùng.

Kênh truyền tải thông qua khả năng cấp tín dụng của ngân hàng cho thấy, khi NHTW thực hiện CSTT thắt chặt như hút tiền về thông qua nghiệp vụ thị trường mở, khả năng cấp tín dụng của hệ thống tổ chức tín dụng (TCTD) có xu hướng giảm (do lượng tiền gửi huy động giảm xuống, buộc các TCTD phải giảm quy mô tín dụng). Ngoài ra, các TCTD có quy mô nhỏ, tình hình tài chính yếu, tỷ lệ tài sản có tính lỏng thấp sẽ chịu tác động lớn hơn là nhóm TCTD lớn, tình hình tài chính ổn định, tỷ lệ tài sản có tính lỏng cao trước các cú sốc thắt chặt CSTT hoặc cú sốc tiêu cực khác. Ảnh hưởng từ những chính sách thắt chặt tiền tệ của NHTW và các cú sốc tiêu cực khác từ nền kinh tế sẽ khiến cho TCTD phải đối mặt với những vấn đề thanh khoản sụt giảm, rủi ro tín dụng tăng cao, nợ xấu phát sinh, sự tăng cường thanh tra, giám sát của cơ quan quản lý... dẫn đến khả năng cấp tín dụng giảm.

### **Nội dung nghiên cứu**

Kể từ những năm 90, mô hình vector tự hồi quy (VAR) và SVAR thường được sử dụng trong nghiên cứu về truyền tải CSTT. Ưu điểm vượt trội của mô hình SVAR là cho phép các nhà nghiên cứu lựa chọn khả năng xảy ra đồng thời của các biến số, cũng như mức độ ảnh hưởng của các công cụ CSTT tới các mục tiêu của CSTT, dựa trên những giả định về các cú sốc.

Xuất phát từ thực tế Việt Nam là một nền kinh tế nhỏ với độ mở kinh tế lớn, ngoài những biến số vĩ mô trong nền kinh tế, nghiên cứu này bổ sung thêm những ảnh hưởng của các cú sốc bên ngoài như giá cả hàng hóa và lãi suất của kinh tế thế giới. Các biến số trong mô hình được lựa chọn bao gồm: giá cả hàng hóa thế giới (COP), lãi suất vốn (FFR) của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (FED), GDP, chỉ số giá tiêu dùng (CPI), tín dụng đối với nền kinh tế (DOC), lãi suất (LEN) và tỷ giá (EXE).

Vai trò của khu vực nước ngoài được biểu hiện thông qua hai biến giá cả hàng hóa thế giới và lãi suất vốn của FED. Giá cả hàng hóa thế giới được đưa vào mô hình vì hai lý do. Thứ nhất, Việt Nam là quốc gia có độ mở kinh tế cao và giá hàng hóa thế giới, bản thân nó có chứa thông tin về chu kỳ của nền kinh tế thế giới. Thứ hai, biến giá cả hàng hóa thế giới khi đưa vào mô hình sẽ giúp khắc phục vấn đề “cân đối giá” trong các mô hình VAR khi giá cả thường có xu hướng tăng lên trước các cú sốc thắt chặt CSTT [4-6]. Biến lãi suất vốn của FED được sử dụng để đại diện cho phản ứng của CSTT trong nước trước sự thay đổi của cú sốc về lãi suất tại Mỹ [7].

Đối với khu vực trong nước, hai biến nội sinh bao gồm GDP và chỉ số giá tiêu dùng là các mục tiêu của CSTT do đây là hai mục tiêu cuối cùng mà hầu hết NHTW của các quốc gia trên thế giới hướng tới. Biến lãi suất đại diện cho công cụ CSTT và là biến phản ánh rõ định hướng điều hành CSTT của Ngân hàng Nhà nước (NHNN) là nới lỏng hay thắt chặt. Việc lựa chọn biến lãi suất cho vay thay vì lãi suất thị trường liên ngân hàng (TTLNH) là do NHNN chọn lượng tiền cơ sở là mục tiêu hoạt động (kiểm soát khối lượng) thay vì lãi suất TTLNH, tuy nhiên, lượng tiền cơ sở lại bị ảnh hưởng nhiều bởi hành vi tái cấp vốn của các TCTD lẫn những can thiệp trên thị trường ngoại tệ của NHNN. Thêm vào đó, việc không kiểm soát tốt lượng tiền cơ sở và quá trình truyền tải CSTT từ lượng tiền cơ sở tới các mục tiêu trung gian là cung tiền và lãi suất khiến cho NHNN thường phải áp dụng cơ chế kiểm soát lãi suất trực tiếp trong một số giai đoạn. Biến tín dụng đại diện cho lượng tín dụng của hệ thống TCTD cấp cho nền kinh tế. Biến tỷ giá đóng vai trò vừa là công cụ CSTT vừa là yếu tố bảo đảm cho sự cân bằng của các khu vực trong nền kinh tế trong mô hình.

Để so sánh mức độ khuyếch đại của lãi suất tới nền kinh tế thông qua kênh tín dụng, mô hình SVAR thứ hai được áp dụng với các biến giống với mô hình

SVAR nêu trên ngoại trừ biến tín dụng đối với nền kinh tế được đưa ra làm biến ngoại sinh. Trên cơ sở so sánh hàm phản ứng đẩy và phân rã phương sai của các biến mục tiêu vĩ mô với lãi suất giữa hai mô hình, nghiên cứu này sẽ trả lời hai câu hỏi: (i) kênh tín dụng có thực sự tồn tại tại Việt Nam hay không? và nếu có thì (ii) mức độ khuếch đại của kênh tín dụng là mạnh hay yếu?

**Nhận dạng mô hình**

Các cú sốc cấu trúc trong mô hình SVAR được đưa vào mô hình thông qua những giả định về mối quan hệ nhất thời giữa các biến số. Dựa trên cấu trúc mô hình SVAR từ các nghiên cứu cùng chủ đề trên thế giới [5, 7, 8], nhóm tác giả xây dựng cấu trúc mô hình SVAR (Ae=Bu) trên cơ sở thực trạng Việt Nam như sau:

$$\begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 1 & 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 1 & 0 & 1 & 1 & 1 & 0 & 0 \\ 1 & 0 & 1 & 1 & 0 & 0 & 0 \\ 1 & 0 & 1 & 1 & 1 & 1 & 0 \\ 1 & 1 & 0 & 0 & 0 & 1 & 1 \\ 1 & 1 & 1 & 1 & 1 & 1 & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \mu_{cop} \\ \mu_{jfr} \\ \mu_{gdp} \\ \mu_{cpi} \\ \mu_{doc} \\ \mu_{len} \\ \mu_{exc} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 1 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 1 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 1 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 1 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon_{cop} \\ \varepsilon_{jfr} \\ \varepsilon_{gdp} \\ \varepsilon_{cpi} \\ \varepsilon_{doc} \\ \varepsilon_{len} \\ \varepsilon_{exc} \end{bmatrix} \quad (1)$$

Đối với khu vực nước ngoài, hai dòng đầu tiên trong phương trình (1) giả định nền kinh tế Việt Nam chịu ảnh hưởng của các cú sốc từ bên ngoài hơn là Việt Nam có khả năng tác động lại, do Việt Nam là một nền kinh tế nhỏ và mở. Cú sốc giá cả hàng hóa thế giới được nhanh chóng cập nhật và phản ánh vào các biến số vĩ mô cũng như hành vi của các chủ thể trong nước.

Lãi suất vốn của FED được giả định là phản ánh nhanh chóng với những thay đổi trong giá cả hàng hóa thế giới nhưng chỉ có ảnh hưởng tới mức lãi suất trong nước và tỷ giá thông qua việc điều hành CSTT của NHNN và các hoạt động giao dịch vốn.

Đối với khu vực trong nước, GDP bị ảnh hưởng đồng thời cùng với giá cả hàng hóa thế giới, lạm phát và tín dụng. GDP sẽ phản ứng đồng thời với mức giá cả do trong ngắn hạn, thu nhập danh nghĩa và tiêu dùng là tương đối cố định. Nói cách khác, nhà sản xuất chỉ có thể biết được mức giá cả hàng hóa của họ mà không thể chắc chắn rằng mức giá cả tăng lên là do áp lực lạm phát hay sự tăng lên trong nhu cầu. Kết quả là họ sẽ cố gắng thúc đẩy sản xuất, gia tăng sản lượng, cho dù mức tăng lên trong giá cả là từ yếu tố lạm phát. Sản lượng được giả định phản ánh tức thời cùng với tín

dụng khi mà hầu hết các khoản vay chỉ được giải ngân cùng với việc đem vốn vào sản xuất kinh doanh thông qua mua hàng hóa, dịch vụ của các chủ thể ở trong và ngoài nền kinh tế [8, 9].

Chỉ số giá tiêu dùng sẽ phản ứng đồng thời với giá cả hàng hóa nhập khẩu khi mà tại Việt Nam các yếu tố nhập khẩu chiếm tỷ trọng lớn trong hàng hóa tiêu dùng lẫn sản xuất trong nước. Theo [4, 5], lạm phát có phản ứng đồng thời trước sự thay đổi của sản lượng. Các biến còn lại chỉ ảnh hưởng tới lạm phát với độ trễ nhất định.

Tín dụng phản ứng đồng thời với GDP, lạm phát và lãi suất. Thực trạng và kỳ vọng sản xuất, tiêu dùng trong nước sẽ là các nhân tố quan trọng và ảnh hưởng nhanh chóng tới các quyết định tín dụng. Bên cạnh đó, tín dụng phản ứng đồng thời với lãi suất và lạm phát để phản ánh việc ngân hàng và khách hàng sẽ phản ứng nhanh chóng với mức lãi suất vay vốn thực.

Mức lãi suất cho vay được giả định là chịu tác động tức thời từ giá cả hàng hóa thế giới, lãi suất vốn của FED (đại diện cho mức lãi suất vay ngoại tệ) và tỷ giá. Lãi suất cho vay có mối quan hệ chặt chẽ với tỷ giá do Việt Nam lựa chọn một cơ chế tỷ giá tương đối cứng nhắc.

Tỷ giá được giả định là phản ứng đồng thời trước các cú sốc khác ở bên trong và bên ngoài nền kinh tế như trong hầu hết các nghiên cứu về truyền tải CSTT sử dụng mô hình SVAR.

$$\begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 1 & 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 1 & 0 & 1 & 1 & 0 & 0 & 0 \\ 1 & 0 & 0 & 1 & 0 & 0 & 0 \\ 1 & 1 & 0 & 0 & 1 & 1 & 0 \\ 1 & 1 & 1 & 1 & 1 & 1 & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \mu_{cop} \\ \mu_{jfr} \\ \mu_{gdp} \\ \mu_{cpi} \\ \mu_{len} \\ \mu_{exc} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 1 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 1 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 1 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 1 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon_{cop} \\ \varepsilon_{jfr} \\ \varepsilon_{gdp} \\ \varepsilon_{cpi} \\ \varepsilon_{len} \\ \varepsilon_{exc} \end{bmatrix} \quad (2)$$

Mô hình SVAR thứ hai được cấu trúc tương tự như mô hình SVAR thứ nhất với biến tín dụng đối với nền kinh tế được chuyển thành biến ngoại sinh. Mô hình vẫn tồn tại khối nước ngoài với biến giá cả hàng hóa thế giới, biến lãi suất vốn của FED và khối trong nước với 4 biến: GDP, chỉ số giá tiêu dùng, lãi suất cho vay và tỷ giá cuối kỳ.

**Số liệu và kiểm định khuyết tật mô hình**

Các biến số trong mô hình bao gồm: chỉ số giá cả hàng hóa thế giới, lãi suất vốn của FED, GDP hàng quý theo giá so sánh 1994, chỉ số giá tiêu dùng năm gốc là

2005, lãi suất cho vay của các TCTD, tỷ giá giao dịch các TCTD vào cuối kỳ. Các chuỗi số liệu được lựa chọn nghiên cứu trong giai đoạn từ quý 1/1998 tới quý 3/2012. Các biến số được thu thập từ các nguồn sau: giá cả hàng hóa thế giới từ nguồn giá cả hàng hóa cơ bản của Quỹ tiền tệ quốc tế (IMF); lãi suất vốn của FED từ nguồn dữ liệu nghiên cứu và kinh tế dự trữ Liên bang Mỹ; GDP từ nguồn của Tổng cục Thống kê Việt Nam; chỉ số giá tiêu dùng, lãi suất cho vay và tỷ giá cuối kỳ từ nguồn Thống kê tài chính quốc tế (IFS), IMF. Để phân ánh những thay đổi trong cấu trúc nền kinh tế, biến giả Việt Nam gia nhập Tổ chức thương mại thế giới (WTO) được đưa vào mô hình trong giai đoạn từ năm 2007 cho tới 2012. Các số liệu, ngoại trừ lãi suất vốn của FED và lãi suất cho vay ở dạng %, được chuyển sang dạng logarit. Để loại bỏ yếu tố mùa vụ ra khỏi dữ liệu của mô hình, phương pháp Census X12 được áp dụng với tất cả các biến.

Kết quả kiểm định tính dừng Augumented Dickey - Fuller cho thấy, ngoài biến lãi suất vốn của FED và lãi suất là biến dừng, các biến còn lại không dừng. Các biến không dừng được chuyển sang dạng sai phân bậc nhất và thỏa mãn kiểm định tính dừng.

Các tiêu chuẩn Sequential modified LR, Final prediction error, Akaike information criterion, Schwarz information criterion và Hannan - Quinn information criterion được sử dụng để xác định độ trễ tối ưu cho cả hai mô hình. Đối với mô hình SVAR thứ nhất, tiêu chuẩn Sequential modified LR và Hannan - Quinn information đề xuất độ trễ là 2 quý; tiêu chuẩn Final prediction error và Akaike information criterion đề xuất là 3 quý; tiêu chuẩn Schwarz information criterion đề xuất là 1 quý. Đối với mô hình SVAR thứ hai, độ trễ được đề xuất bởi các tiêu chuẩn Sequential modified LR, Final prediction error, Akaike information criterion là 3 quý, tiêu chuẩn Schwarz information criterion là 1 quý và Hannan - Quinn information criterion là 2 quý. Nhóm tác giả lựa chọn độ trễ là 3 quý.

Kết quả kiểm định cấu trúc 2 mô hình SVAR cho giá trị p-value lần lượt là 0,9703 và 0,3919, xác nhận giả thuyết “bác bỏ cấu trúc mô hình” bị loại bỏ ở mức

ý nghĩa 5%. Kiểm định nghiệm đơn vị cho các nghiệm đều nhỏ hơn 1, đồng nghĩa với việc mô hình ổn định về mặt thống kê. Kết quả kiểm định cho thấy, phần dư không có hiện tượng tự tương quan, phương sai sai số thay đổi và các phần dư đều dừng ở mức ý nghĩa 1%.

### Kết quả

Kết quả mô hình và thảo luận bao gồm 2 nội dung chính là hàm phản ứng đẩy, phân rã phương sai. Đối với nội dung đầu tiên, bên cạnh việc phân tích các cú sốc và tỷ trọng giải thích biến động, nhóm tác giả so sánh và phân tích hai mô hình SVAR để đưa ra nhận định về sự tồn tại và ảnh hưởng của kênh tín dụng tại Việt Nam trong giai đoạn 1998-2012.

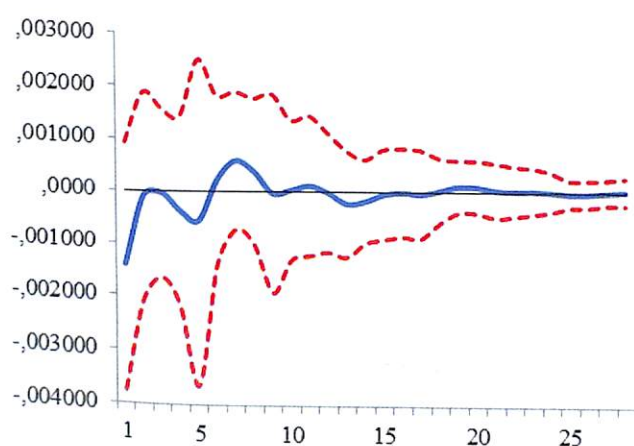
#### Hàm phản ứng đẩy

Để đánh giá mức độ truyền tải CSTT qua kênh lãi suất và kênh tín dụng, nhóm tác giả lần lượt thực hiện hàm phản ứng đẩy (impulse response function) của GDP và chỉ số giá tiêu dùng trước cú sốc lãi suất và cú sốc tín dụng.

*Phản ứng của GDP và chỉ số giá tiêu dùng trước cú sốc lãi suất:*

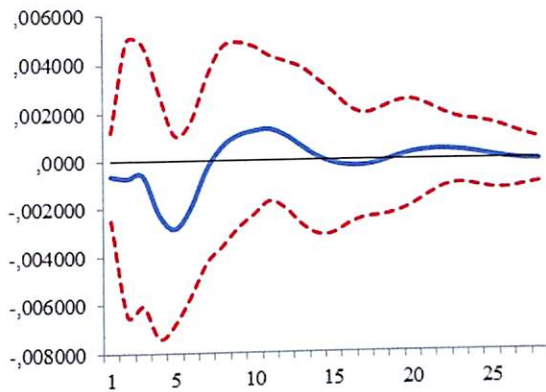
Đối với phản ứng của GDP trước những thay đổi trong điều hành CSTT, ngay trong quý đầu tiên, cú sốc lãi suất đã phát huy ảnh hưởng làm giảm tốc độ tăng trưởng GDP. Tuy vậy, ảnh hưởng của cú sốc lãi suất đạt mức cao nhất tại quý thứ 5 và mờ nhạt dần từ quý thứ 9 trở đi.

Hàm phản ứng đẩy của GDP trước cú sốc lãi suất



Nguồn: tính toán của tác giả

Hàm phản ứng đẩy của chỉ số giá tiêu dùng trước cú sốc lãi suất



Nguồn: tính toán của tác giả

Ghi chú: nét đứt thể hiện hàm phản ứng đẩy, nét liền thể hiện hàm phản ứng đẩy tích lũy

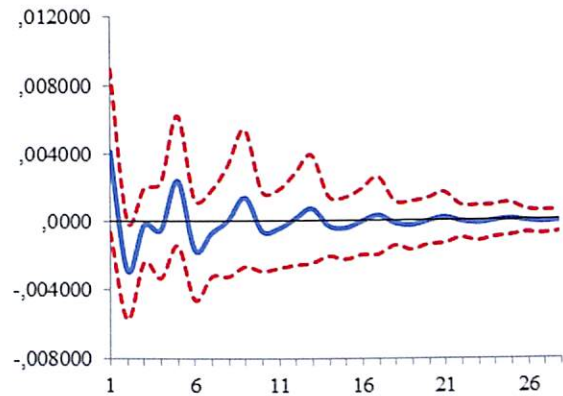
Đối với phản ứng của chỉ số giá tiêu dùng, cú sốc lãi suất mới phát huy tác động làm giảm đà tăng của chỉ số giá tiêu dùng. Mức ảnh hưởng là tương đối thấp trong 3 quý đầu tiên. Tuy nhiên, khác với trường hợp của GDP, ảnh hưởng của lãi suất tới chỉ số giá tiêu dùng là dai dẳng hơn nhiều so với GDP, khi lần lượt đạt mức tác động mạnh nhất vào quý thứ 7 và tới quý thứ 14 mới mờ nhạt dần.

Điều này cho thấy, việc thực thi một CSTT nói lỏng có thể nhanh chóng mang lại ảnh hưởng tích cực với nền kinh tế thông qua thúc đẩy sản lượng nhưng ảnh hưởng của nó tới lạm phát lại cần thời gian mới bộc lộ ra bên ngoài. Sự dai dẳng của lạm phát làm cho các chính sách thắt chặt CSTT sau đó cần phải được thực thi kiên trì trong thời gian dài và điều này tác động tiêu cực đến mục tiêu tăng trưởng kinh tế.

*Phản ứng của GDP và chỉ số giá tiêu dùng trước cú sốc tín dụng:*

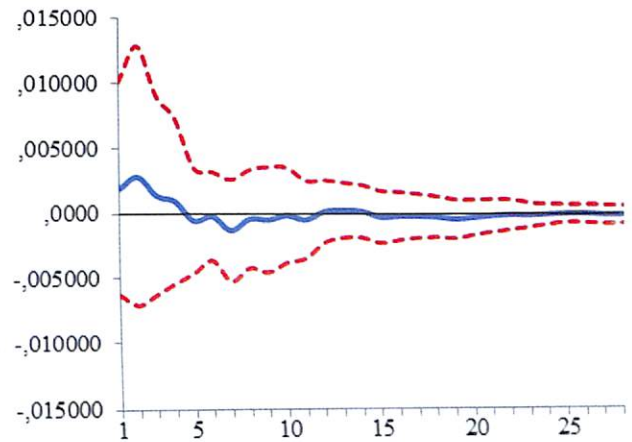
Sự gia tăng của tín dụng tác động tích cực tới GDP ngay từ quý thứ nhất nhưng mức độ ảnh hưởng tương đối biến động qua thời gian. Diễn biến này phản ánh sự không hoàn hảo trên thị trường hàng hóa tại Việt Nam khi các chuỗi sản xuất và trao đổi không được thực hiện một cách trơn tru. Dù vậy, tác động tích lũy của tín dụng tới sản lượng của nền kinh tế liên tục được duy trì ở mức dương như kỳ vọng. Việc giải ngân các khoản tín dụng đồng nghĩa với việc các hàng hóa được sản xuất và đưa vào trao đổi, làm gia tăng sản lượng của nền kinh tế.

Hàm phản ứng đẩy của GDP trước cú sốc tín dụng



Nguồn: tính toán của tác giả

Hàm phản ứng đẩy của chỉ số giá tiêu dùng trước cú sốc tín dụng

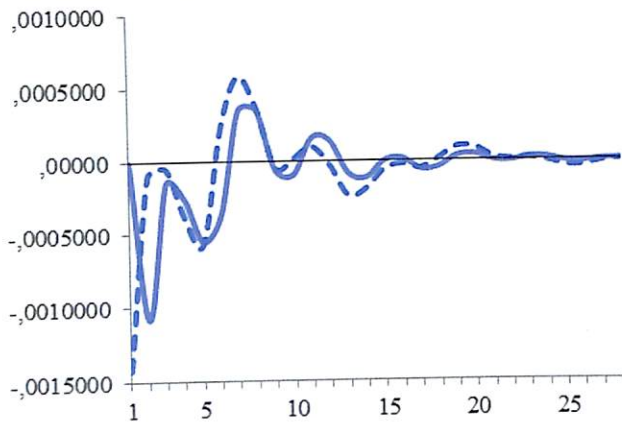


Nguồn: tính toán của tác giả

Cú sốc tín dụng cần tới 4 quý mới đạt được mức ảnh hưởng tích lũy lớn nhất tới chỉ số giá tiêu dùng. Như vậy, việc giải ngân tín dụng đi kèm với tiêu thụ hàng hóa và dịch vụ sẽ có tác dụng làm tăng GDP ngay trong quý đầu tiên nhưng lại mất khoảng thời gian nhất định trước khi tạo ra được mức ảnh hưởng cao nhất tới lạm phát. Với hai đặc điểm này của tín dụng, theo đuổi tăng trưởng kinh tế thông qua việc mở rộng tín dụng liên tục là nguyên nhân chủ yếu dẫn tới sự biến động của tăng trưởng kinh tế và tạo áp lực lên lạm phát.

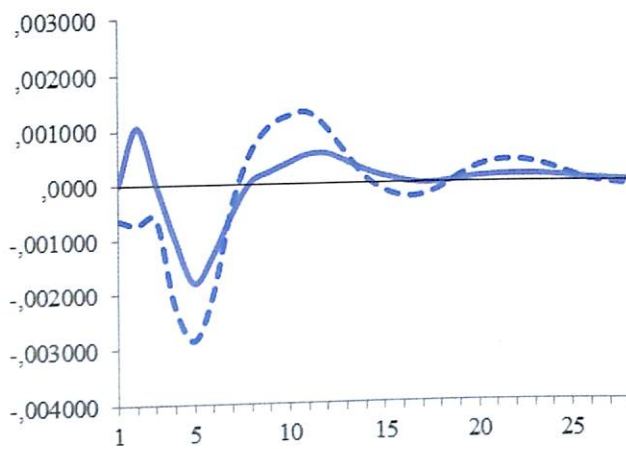
Để xem xét mức độ ảnh hưởng của kênh tín dụng đối với mức độ truyền tải CSTT qua kênh lãi suất, nhóm tác giả so sánh mức độ phản ứng của hai biến mục tiêu quan trọng của CSTT trong trường hợp tồn tại kênh tín dụng (mô hình SVAR thứ nhất) và không tồn tại kênh tín dụng (mô hình SVAR thứ hai).

Hàm phản ứng đẩy của GDP trước cú sốc lãi suất



Nguồn: tính toán của tác giả

Hàm phản ứng đẩy của chỉ số giá tiêu dùng trước cú sốc lãi suất



Nguồn: tính toán của tác giả

Ghi chú: đường nét đứt là mô hình SVAR thứ nhất, đường nét liền là mô hình SVAR thứ hai

Trong trường hợp có sự tồn tại của kênh tín dụng (mô hình SVAR thứ nhất), GDP phản ứng ngay với cú sốc lãi suất trong quý thứ nhất. Ngược lại, phải đến quý thứ 2, cú sốc lãi suất mới tạo ra ảnh hưởng tới sản lượng của nền kinh tế trong trường hợp không có kênh tín dụng (mô hình SVAR thứ hai). Không chỉ tạo ra sự khác biệt về độ trễ hiệu quả của chính sách, mức độ phản ứng của GDP cũng mạnh hơn trong trường hợp cú sốc lãi suất được truyền tải qua kênh tín dụng. Đặc điểm này cho thấy, kênh tín dụng thể hiện tương đối tốt vai trò khuếch đại ảnh hưởng của lãi suất đối với tăng trưởng kinh tế.

Tương tự, hàm phản ứng đẩy của chỉ số giá tiêu dùng trước cú sốc thắt chặt CSTT phát huy ảnh hưởng nhanh và mạnh hơn trong trường hợp cú sốc được truyền tải qua kênh tín dụng. Trong trường hợp không

có kênh tín dụng, phải đến quý thứ 4, lãi suất tăng mới có tác dụng làm giảm đà tăng của chỉ số giá tiêu dùng và nếu gộp chung ảnh hưởng từ lúc đầu thì phải tới quý thứ 5, CSTT thắt chặt mới phát huy hiệu quả.

Các kết quả phản ứng đẩy của GDP và chỉ số giá tiêu dùng là phù hợp với về mặt lý thuyết lẫn kết luận của hầu hết các nghiên cứu định lượng về truyền tải CSTT qua kênh tín dụng. Theo đó, một sự gia tăng của lãi suất sẽ kéo theo sự giảm xuống của GDP và chỉ số giá tiêu dùng sau một khoảng thời gian ngắn trong trường hợp tồn tại kênh tín dụng với vai trò khuếch đại ảnh hưởng.

Như vậy, qua phân tích hàm phản ứng đẩy, có thể nhận thấy sự tồn tại và vai trò nhất định của kênh tín dụng trong truyền tải CSTT của Việt Nam. Theo đó, ảnh hưởng của điều hành CSTT sẽ phát huy tác dụng nhanh và mạnh hơn trong trường hợp có kênh tín dụng so với trường hợp không có kênh tín dụng.

### Phân rã phương sai

Phân rã phương sai cho phép tách biệt mức độ biến động của một biến nội sinh từ các cú sốc thành phần. Do vậy, phân rã phương sai cho phép nhóm tác giả xác định tầm quan trọng của từng cú sốc khi tác động tới các biến số trong mô hình. So sánh phân rã phương sai của 2 biến GDP và chỉ số giá tiêu dùng trong 2 mô hình SVAR sẽ giúp nhóm tác giả đưa ra kết luận về tầm quan trọng của kênh tín dụng trong truyền tải CSTT.

Phân rã phương sai của GDP trong mô hình SVAR thứ hai

	EXT	GDP	CPI	LEN	EXE
1	0,9	92,7	6,4	0,0	0,0
2	3,8	91,0	4,4	0,4	0,3
3	6,0	87,9	5,3	0,4	0,4
4	8,1	83,3	5,7	2,2	0,7
8	13,5	77,5	5,0	2,4	1,7
12	14,1	76,6	5,2	2,4	1,8
16	14,2	76,4	5,2	2,4	1,8
20	14,3	76,3	5,2	2,4	1,8

Nguồn: tính toán của tác giả

Phân rã phương sai của GDP trong mô hình SVAR thứ nhất

	EXT	GDP	CPI	DOC	LEN	EXE
1	1,0	40,3	0,4	52,2	6,0	0,1
2	6,3	37,0	3,1	49,4	4,0	0,3
3	11,3	34,5	4,4	45,8	3,7	0,3
4	11,6	33,8	5,1	45,1	3,8	0,5
8	16,1	29,7	5,8	43,4	3,8	1,1
12	16,6	29,1	6,4	43,1	3,5	1,3
16	16,9	28,9	6,3	43,0	3,5	1,2
20	17,0	28,9	6,4	42,9	3,5	1,3

Nguồn: tính toán của tác giả

Trong trường hợp không có kênh tín dụng, sản lượng của nền kinh tế trong ngắn hạn chủ yếu bị ảnh hưởng từ khả năng sản xuất của nền kinh tế và từ khu vực bên ngoài trong trung - dài hạn. Ngược lại, khi kênh tín dụng phát huy ảnh hưởng của mình, biến động của GDP ngoài việc chịu ảnh hưởng chủ yếu từ bản thân còn chịu tác động từ tín dụng đối với nền kinh tế. Không chỉ có vậy, mức độ đóng góp của lãi suất được tăng lên đáng kể so với trường hợp không có kênh tín dụng. Nói cách khác, ảnh hưởng của lãi suất đã được khuếch đại nhờ có kênh tín dụng.

Kết luận tương tự được lặp lại đối với chỉ số giá tiêu dùng trong trường hợp không tồn tại kênh tín dụng, lạm phát chịu ảnh hưởng chủ yếu từ chính cú sốc lạm phát và lạm phát nhập khẩu từ bên ngoài nền kinh tế. Vai trò của lãi suất là không đáng kể trong kiểm soát chỉ số giá tiêu dùng khi khả năng giải thích sự biến động là tương đối thấp. Khi kênh tín dụng tham gia vào quá trình truyền tải CSTT, ngoài sự xuất hiện của tín dụng trong vai trò giải thích sự biến động của chỉ số giá tiêu dùng thì ảnh hưởng của lãi suất cũng tăng lên nhất định (khả năng khuếch đại ảnh hưởng qua tín dụng của hệ thống TCTD được phát huy).

Phân rã phương sai của chỉ số giá tiêu dùng trong mô hình SVAR thứ hai

	EXT	GDP	CPI	LEN	EXE
1	19,0	0,0	81,0	0,0	0,0
2	24,6	0,0	72,1	1,9	1,3
3	28,1	0,1	68,5	2,2	1,2
4	27,0	1,3	66,6	3,6	1,5
8	30,5	1,3	60,2	4,7	3,3
12	31,1	1,3	59,1	5,0	3,4
16	32,3	1,3	58,1	4,9	3,4
20	32,6	1,3	57,9	4,9	3,3

Nguồn: tính toán của tác giả

Phân rã phương sai của chỉ số giá tiêu dùng trong mô hình SVAR thứ nhất

	EXT	GDP	CPI	DOC	LEN	EXE
1	18,0	5,5	68,6	7,1	0,8	0,0
2	19,4	5,4	62,6	8,9	0,7	3,0
3	19,4	4,9	63,5	8,0	0,8	3,4
4	19,5	5,6	59,7	7,8	3,4	3,9
8	25,5	5,1	50,3	7,2	8,2	3,7
12	26,0	4,8	48,9	6,8	9,7	3,9
16	28,4	4,7	47,1	6,6	9,4	3,8
20	28,4	4,7	47,0	6,7	9,4	3,8

Nguồn: tính toán của tác giả

Như vậy, kết quả phân rã phương sai cho thấy tầm quan trọng của kênh tín dụng đối với truyền tải CSTT của NHNN. Nếu như vai trò của kênh tín dụng bị mờ nhạt hoặc có phản ứng tiêu cực xuất phát từ sự yếu kém của kênh này thì những nỗ lực điều chỉnh lãi suất thị trường của NHNN nhằm hướng tới các mục tiêu của CSTT sẽ bị giảm đi đáng kể.

### Kết luận

Thông qua sử dụng mô hình SVAR cho thực tiễn Việt Nam đã cho thấy tầm quan trọng của kênh tín dụng trong truyền tải CSTT tới nền kinh tế. Kênh tín dụng phát huy hiệu quả truyền tải sẽ khuếch đại nhanh và mạnh với những thay đổi trong điều hành CSTT của NHNN tới hệ thống TCTD và nền kinh tế. Do vậy, nếu như vai trò của kênh tín dụng bị mờ nhạt hoặc có phản ứng tiêu cực xuất phát từ sự yếu kém của kênh truyền tải này thì những nỗ lực điều chỉnh lãi suất thị trường của NHNN nhằm hướng tới các mục tiêu của CSTT (như thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và duy trì tỷ lệ lạm phát ổn định) sẽ bị giảm đi đáng kể.

### Tài liệu tham khảo

- [1] M. Boldin (1994), *Econometric analysis of the recent downturn in housing: Was it a credit crunch?*, Federal Reserve Bank of New York.
- [2] R. Chirinko (1993), "Business fixed investment spending: A critical survey of modeling strategies, empirical results, and policy implications", *Journal of Economic Literature*, 31, pp.1875-1911.
- [3] B. Bernanke, M. Gertler (1995), "Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission", *Journal of Economic Perspectives*, 9, pp.27-48.
- [4] A. Brischetto, G. Voss (1999), *A structural vector autoregression model of monetary policy in Australia*, Reserve Bank of Australia Discussion Paper No 1999.
- [5] M. Dungey, A. Pagan (2000), "A structural VAR model of the Australian economy", *Economic Record*, 76(235), pp.321-342.
- [6] T. Suzuki (2004), "Is the lending channel of monetary policy dominant in Australia", *Economic Record*, 80(249), pp.145-156.
- [7] S. Kim, N. Roubini (2000), "Exchange rate anomalies in the industrial countries: a solution with a structural VAR approach", *Journal of Monetary Economics*, 45(3), pp.561-586.
- [8] L. Berkemans (2005), *Credit and monetary policy: An Australian SVAR*, Research Discussion paper: Reserve Bank of Australia.
- [9] J. Safaei, N.E. Cameron (2003), "Credit channel and credit shocks in Canadian macrodynamics - a structural VAR approach", *Applied Financial Economics*, 13(4), pp.267-277.