

# MÔ HÌNH ĐÁNH GIÁ TÁC ĐỘNG CỦA CÁC CÔNG CỤ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ TRONG ĐIỀU KIỆN ĐIỀU HÀNH THEO KHỐI LƯỢNG TẠI VIỆT NAM

**Dương Thị Thanh Bình \***  
**Vũ Mai Chi \*\***

Trong hơn một thập kỷ qua, kinh tế thế giới đã chứng kiến nhiều biến động mạnh mẽ với ảnh hưởng từ cuộc Cách mạng công nghiệp lần thứ tư mở ra xu hướng phát triển kinh tế số, cùng với đó quá trình hội nhập và quốc tế hóa toàn cầu diễn ra ngày càng sâu rộng. Tuy nhiên, bài học từ các cuộc khủng hoảng tài chính Mỹ, khủng hoảng nợ công và đại dịch Covid-19 vừa qua đã chứng tỏ vai trò quan trọng của chính sách tiền tệ (CSTT) trong việc ổn định kinh tế vĩ mô. Vì vậy, xây dựng mô hình đánh giá tác động của các công cụ trong việc thực hiện các mục tiêu CSTT là việc có ý nghĩa và cần thiết nhằm đưa ra những đánh giá xác thực về tác động của các công cụ trong điều kiện điều hành CSTT theo khối lượng của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN). Đây là một trong các cơ sở hỗ trợ NHNN trong quá trình chuyển đổi từ điều hành CSTT theo khối lượng sang điều hành theo giá như định hướng đã nêu tại Chiến lược phát triển ngành Ngân hàng Việt Nam đến năm 2025, định hướng đến năm 2030 được phê duyệt tại Quyết định số 986/QĐ-TTg ngày 08/8/2018 của Thủ tướng Chính phủ.

## 1. Tổng quan điều hành CSTT theo khối lượng

### 1.1. Khái niệm điều hành CSTT theo khối lượng

Ngân hàng Trung ương (NHTW) thông qua các công cụ CSTT để đạt được các mục tiêu hoạt động, mục tiêu trung gian và mục tiêu cuối cùng. Đối với mục tiêu hoạt động, NHTW hướng tới mục tiêu về giá (lãi suất ngắn hạn) hoặc mục tiêu về khối lượng tiền cơ bản và khả năng đạt được hai mục tiêu này phụ thuộc vào khả năng quản lý Bảng cân đối tài sản của chính NHTW. Sự khác biệt giữa điều

hành theo khối lượng và theo giá là việc xác định vị thế nội sinh hay ngoại sinh của 2 biến số này.

Theo đó, trong điều hành CSTT theo khối lượng, yếu tố lượng tiền sẽ mang tính ngoại sinh và bất biến ở mức mục tiêu xác định trước, yếu tố lãi suất sẽ mang tính nội sinh và là kết quả tác động của cung tiền (cố định) và cầu tiền (thay đổi).

### 1.2. Điều kiện áp dụng

Điều hành CSTT theo khối lượng thường được các NHTW áp dụng trong các trường hợp sau:

- Tín hiệu về giá không hiệu quả trong việc truyền dẫn tác động từ công cụ CSTT (ví dụ: Khi nền kinh tế chưa phát triển

và Nhà nước còn quản lý trực tiếp nhiều loại giá trong nền kinh tế - kể cả lãi suất; hoặc thị trường tài chính, tiền tệ chưa phát triển, thiếu các phân khúc cơ bản như trái phiếu, chứng khoán hoặc thiếu sự kết nối giữa các thành viên thị trường, năng lực quản trị rủi ro của các trung gian tài chính ở mức thấp khiến việc đi vay/cho vay lẫn nhau trên thị trường liên ngân hàng không thông suốt);

- Vòng quay tiền tệ ổn định và mối quan hệ giữa lượng tiền và giá cả là rõ ràng như gợi ý từ trường phái kinh tế cổ điển (đại diện là Irving Fisher) và kinh tế tiền tệ (đại diện là Milton Friedman);

\* NHNN

\*\* Học viện Ngân hàng

- Các quốc gia trải qua thời kỳ lạm phát cao và bất ổn kinh tế buộc phải giảm mức cung tiền trong nền kinh tế nhằm kiểm soát lạm phát.

### 1.3. Các công cụ CSTT sử dụng

- Nghiệp vụ thị trường mở (OMOs): OMOs là công cụ mà NHTW có thể sử dụng để đạt được mục tiêu điều hành theo khối lượng hoặc theo giá phụ thuộc vào hình thức đấu thầu. Khi mục tiêu điều hành là khối lượng, điều quan trọng là NHTW duy trì khối lượng tiền ở mức mục tiêu cho trước, trong khi lãi suất được phép biến động, do đó, NHTW có thể triển khai đấu thầu lãi suất, thông báo/hoặc không thông báo khối lượng tiền NHTW muốn điều tiết trước phiên đấu thầu. Chính vì vậy, lãi suất trúng thầu OMOs thường có xu hướng thay đổi tùy thuộc vào điều kiện thị trường và lượng cung tiền mà NHTW cần điều tiết.

- Dự trữ bắt buộc (DTBB): Dưới cơ chế điều hành theo khối lượng, DTBB được khai thác tập trung vào vai trò kiểm soát tiền tệ với một số đặc điểm nổi bật như: (i) Điều chỉnh tỷ lệ DTBB khá thường xuyên và cao hơn hẳn giai đoạn điều tiết theo giá sau này; (ii) Cấu trúc DTBB được quy định phù hợp với vai trò điều tiết khối lượng như: Tài sản thực hiện DTBB là thành phần của mục tiêu hoạt động tiền cơ sở (MB) hoặc tiền dự trữ, cơ sở tính DTBB thường gắn với các chỉ tiêu khối lượng tiền mục tiêu cần kiểm soát; (iii) DTBB là một trong các biện pháp ưa thích lựa chọn để kiểm soát tăng trưởng tín dụng thông qua nhiều cách khác nhau (điều chỉnh tỷ lệ

DTBB, áp tỷ lệ DTBB bổ sung, áp dụng tỷ lệ DTBB riêng đối với một số loại nguồn vốn,...); (iv) DTBB cũng là biện pháp trung hòa trong điều kiện NHTW can thiệp mua ngoại tệ liên tục trong thời gian dài để kiểm soát tiền tệ một cách dài hạn.

- Tái cấp vốn: Khi điều hành CSTT theo khối lượng, các NHTW quan tâm nhiều hơn đến khối lượng tái cấp vốn trong tổng thể lượng cung tiền mục tiêu xác định trước. Cho dù mức lãi suất tái cấp vốn/tái chiết khấu không phải lúc nào cũng được điều chỉnh linh hoạt như đối với lãi suất OMOs, nhưng mối quan hệ giữa lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu, lãi suất chào mua OMOs và lãi suất liên ngân hàng thường lèo lái khi NHTW điều hành theo khối lượng. Điều này xuất phát từ lý do NHTW không hướng đến mục tiêu lãi suất nên không tạo ra kỳ vọng nhất quán đối với các mức lãi suất khác nhau trên thị trường.

- Trần tín dụng/trần tăng trưởng tín dụng: Trần tăng trưởng tín dụng là biện pháp điều hành theo khối lượng của NHTW bằng cách can thiệp trực tiếp, mang tính hành chính để kiểm soát dư nợ tín dụng của hệ thống tổ chức tín dụng (TCTD) và/hoặc của từng TCTD đảm bảo mục tiêu điều hành CSTT đề ra. Biện pháp này phát huy hiệu quả khi tổng phương tiện thanh toán trong nền kinh tế tăng cao và các công cụ CSTT gián tiếp khác tỏ ra kém hiệu quả.

- CSTT phi truyền thống: Đối với CSTT phi truyền thống, các chính sách cung cấp thanh khoản khẩn cấp (QE: gói nới lỏng định lượng; ELA: cho vay hỗ

trợ thanh khoản khẩn cấp; TAF: chương trình đấu giá cho vay kỳ hạn) là một loại chính sách điều hành theo khối lượng, trong đó, NHTW hướng tới cung cấp thanh khoản khẩn cấp cho TCTD khi CSTT truyền thống không còn phát huy hiệu lực trong giai đoạn khủng hoảng. Có thể thấy, tính chất điều hành theo khối lượng của QE hoặc ELA với việc các NHTW thường công bố về khối lượng/liều lượng dự kiến mua giấy tờ có giá dài hạn (bơm tiền) và thực hiện giao dịch ở mức lãi suất thị trường (lãi suất giao dịch trái phiếu chính phủ/MBS (Mortgage Backed Securities - Chứng khoán được đảm bảo bằng tài sản thế chấp) trên thị trường thứ cấp). Mục tiêu định lượng trực tiếp mà NHTW hướng tới là quy mô mở rộng của Bảng cân đối tài sản, trong khi lãi suất chính sách và lãi suất ngắn hạn lúc này đã chạm ngưỡng giới hạn 0% và không thể tiếp tục phản ứng với quy mô bơm tiền.

Mặc dù vậy, có thể nói, công cụ này vừa là công cụ điều hành theo khối lượng, vừa là công cụ điều hành theo giá, nhất là khi kết hợp với các giải pháp về truyền thông và định hướng chính sách (forward guidance), bởi việc triển khai các gói bơm thanh khoản như QE, ELA hoặc TAF cũng tạo ra các tín hiệu tác động lên lãi suất thị trường. Như vậy, mặc dù bản chất là công cụ về khối lượng tiền, nhưng giải pháp bơm thanh khoản khẩn cấp và nới lỏng định lượng vẫn được sử dụng tích cực tại các NHTW điều hành CSTT theo giá trong khủng hoảng và thường được kết hợp chặt chẽ với công cụ định hướng chính sách.

## 2. Xây dựng mô hình đánh giá tác động của các công cụ trong điều hành CSTT theo khối lượng tại Việt Nam

- **Xây dựng mô hình:** Hầu hết các nghiên cứu về sự truyền dẫn CSTT<sup>1</sup> đều sử dụng mô hình SVAR để đánh giá tác động của các công cụ CSTT được NHTW sử dụng.

Thời gian qua, điều hành CSTT của NHNN được đánh giá có sự kết hợp giữa điều hành trên cơ sở lượng và giá. Các công cụ điều hành CSTT theo Luật NHNN năm 2010 lần lượt là DTBB, tái cấp vốn, OMOs, lãi suất, tỷ giá hối đoái và công cụ khác. Do đó, để đánh giá tác động của các công cụ này trong điều hành CSTT theo khối lượng, mô hình SVAR sẽ bao gồm các biến số đại diện cho các công cụ CSTT của Việt Nam hiện nay, mục tiêu hoạt động và mục tiêu trung gian là các biến số khối lượng, và các biến số đại diện cho mục tiêu cuối cùng xuyên suốt của CSTT. Mô hình SVAR dạng ma trận cho điều hành theo khối lượng được viết dưới dạng như sau:

$$\begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & g_{17} & g_{18} \\ 0 & 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & g_{27} & g_{28} \\ 0 & 0 & 1 & 0 & 0 & 0 & g_{37} & g_{38} \\ g_{41} & 0 & 0 & 1 & 0 & 0 & g_{47} & 0 \\ 0 & g_{52} & g_{53} & 0 & 1 & 0 & g_{57} & g_{58} \\ 0 & 0 & 0 & g_{64} & g_{65} & 1 & g_{67} & g_{68} \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & g_{76} & 1 & g_{78} \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} RRR(1) \\ OMO(2) \\ CBR(3) \\ CR(4) \\ MB(5) \\ M2(6) \\ CPI(7) \\ IIP(8) \end{bmatrix} = -G^0(L) \begin{bmatrix} RRR \\ OMO \\ CBR \\ CR \\ MB \\ M2 \\ CPI \\ IIP \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} e_{RRR} \\ e_{OMO} \\ e_{CBR} \\ e_{CR} \\ e_{MB} \\ e_{M2} \\ e_{CPI} \\ e_{IIP} \end{bmatrix}$$

Trong đó,  $e_{RRR}$ ,  $e_{OMO}$ ,  $e_{CBR}$ ,  $e_{CR}$ ,  $e_{MB}$ ,  $e_{M2}$ ,  $e_{CPI}$ ,  $e_{IIP}$  lần lượt là: (i) 03 cú sốc biến chính sách điều hành thay đổi tỷ lệ DTBB (đại diện cho RRR), lãi suất OMO kỳ hạn 07 ngày (đại diện OMO) và tỷ giá hối đoái (CBR)<sup>2</sup>; (ii) Cú sốc đối với nguồn cung tín dụng theo chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng (CR); (iii) Cú sốc cầu đối với thanh khoản thị trường tiền tệ (MB, M2); (iv) Các cú sốc kinh tế vĩ mô (CPI, IIP). Cụ thể từng phương trình trong ma trận như sau:

- Đối với 03 phương trình đầu tiên đại diện cho phản ứng CSTT.

+ Phương trình (1) với biến phụ thuộc là RRR, được giả định NHNN sẽ quyết định thay đổi/giữ nguyên tỷ lệ DTBB sau khi quan sát giá trị đồng thời của các biến vĩ mô (CPI, IIP) - là mục tiêu của CSTT và toàn bộ các giá trị trễ của các biến. Trong giai đoạn từ 2012 - 2021, RRR được giữ ổn định trên cơ sở phù hợp tình hình kinh tế vĩ mô và DTBB là công cụ tác động rất mạnh, có ảnh hưởng lớn tới nền kinh tế. Do đó, nhóm tác giả sẽ xây dựng mô hình cơ sở với RRR là biến phụ thuộc riêng trong giai đoạn từ 2005 - 2011 (giai đoạn NHNN điều hành linh hoạt công cụ DTBB) để so sánh với mô hình tổng thể.

+ Phương trình (2) với biến phụ thuộc là OMO, giả thiết là công cụ được sử dụng linh hoạt và ổn định tâm lý thị trường khi có quyết định điều chỉnh lãi suất. Do đó, giả thiết NHNN sẽ thay đổi/giữ nguyên lãi suất OMO kỳ hạn 07 ngày sau khi quan sát giá trị đồng thời của các biến đại diện cho diễn biến kinh tế vĩ mô (CPI, IIP) và toàn bộ các giá trị trễ của các biến.

+ Phương trình (3) tỷ giá điều hành/tỷ giá trung tâm (CBR) là biến phụ thuộc, mô hình giả thiết rằng, các quyết định về ổn định tỷ giá

tại Việt Nam sẽ phản ứng tức thời đối với M2 và CPI nhằm thực hiện mục tiêu điều hành của NHNN.

- Phương trình (4) là của tăng trưởng tín dụng (CR) vừa là phản ứng của thị trường tiền tệ vừa là biện pháp hành chính trong điều hành CSTT khi các TCTD phải thực hiện theo đúng chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng được cho phép của NHNN. Do đó, CR sẽ đồng thời phản ứng đối với các thay đổi tỷ lệ DTBB và CPI.

- 02 phương trình tiếp theo đại diện cho phản ứng của thị trường tiền tệ - các mục tiêu hoạt động của NHNN. Cụ thể: (i) Phương trình (5) với biến phụ thuộc là MB được giới hạn có phản ứng cùng kỳ đối với lãi suất chào bán OMO kỳ hạn 07 ngày, CBR, CPI và IIP. (ii) Phương trình (6) M2 có phản ứng đồng thời với các biến CR, MB, CPI và IIP.

- 02 phương trình cuối đại diện cho mục tiêu cuối cùng của CSTT là CPI và IIP, Trong đó: (i) Phương trình (7) CPI có phản ứng đồng thời đối với M2 và IIP. (ii) Phương trình (8) IIP chỉ có tác động trễ với các biến do theo lý thuyết kinh tế vĩ mô, các doanh nghiệp sẽ không điều chỉnh sản lượng và giá bán tức thời để phản ứng với thay đổi không lường trước được từ CSTT và điều kiện thanh khoản bởi nhiều yếu tố như: Độ trễ nhất định của hoạt động kinh doanh do phải trải qua các khâu như lên kế hoạch, dự trữ chi phí; chi phí điều chỉnh giá, hoặc những ảnh hưởng tiêu cực tới hành vi tiêu dùng của khách hàng nếu điều chỉnh giá bán quá liên tục. Những giả thiết này được sử dụng tại các nghiên cứu về cơ chế truyền tải CSTT



Bảng 1: Biến và mô tả biến

Biến quan sát	Ký hiệu	Nguồn dữ liệu	Tần suất	Thời gian thu thập
Chỉ số sản xuất công nghiệp (hiệu chỉnh mùa vụ)	IIP	GSO	Tháng	01/2008 - 9/2021
Chỉ số lạm phát	CPI	GSO	Tháng	01/2008 - 9/2021
Tiền lưu thông trong thị trường	M2	GSO	Tháng	01/2008 - 9/2021
Tăng trưởng tín dụng	CR	IMF	Tháng	01/2008 - 9/2021
Tiền cơ sở	MB	IMF	Tháng	01/2008 - 9/2021
Lãi suất OMO kỳ hạn 7 ngày	OMO	GSO	Bình quân tháng	01/2008 - 9/2021
Tỷ lệ DTBB bình quân	RRR	SBV	Tháng	01/2008 - 9/2021
Tỷ giá điều hành/trung tâm	CBR	SBV	Tháng	01/2008 - 9/2021
Biến giả thể hiện thời	Dum_crisis		Khủng hoảng = 1; Không khủng hoảng = 0	01/2008 - 9/2021

Bảng 2: Kết quả ước lượng ma trận phản ứng đồng thời mô hình điều hành CSTT theo khối lượng

1	0	0	0	0	0	0.003955 (0.9816)	-0.241318 (0.8274)	RRR(1)
0	1	0	0	0	0	0.07238 (0.7307)	1.119862 (0.3139)	OMO(2)
0	0	1	0	0	0	0.000292 (0.9986)	-0.001845 (0.9987)	CBR(3)
-0.044755 (0.1936)	0	0	1	0	0	-0.0000961 (0.9905)	0	CR(4)
0	0.072062 (0.4152)	-0.900908 (0.9057)	0	1	0	0.002615 (0.9998)	-0.157296 (0.9171)	MB(5)
0	0	0	0.175517 (0.0950)	0.021383 (0.2280)	1	1.795894 (0.0000)	-0.027868 (0.9919)	M2(6)
0	0	0	0	0	0.548578 (0.0000)	1	-0.008108 (0.9958)	CPI(7)
0	0	0	0	0	0	0	1	IIP(8)

Nguồn: Kết quả từ phần mềm Eview 12

nư Christiano, Eichenbaum và Evans (1996, 1999), Sims và Zha (2006). Do đó, CPI chỉ tác động đồng thời bởi M2 và IIP.

- **Mô tả thống kê số liệu của mô hình:** Số liệu nghiên cứu sử dụng trong mô hình gồm các biến được mô tả trong Bảng 1 các chuỗi số liệu được tổng hợp từ nguồn website NHNN, GSO (Tổng cục Thống kê) và Reuters. Nguồn dữ liệu được lấy từ tháng 01/2008 đến tháng 9/2021 với tổng cộng 165 quan sát.

- **Kiểm định mô hình:**

+ **Kiểm định tính dừng:** Mô

hình lựa chọn phương pháp kiểm định Augmented Dickey-Fuller Test (ADF) để mô hình có cấu trúc phương sai ổn định khi ước lượng SVAR. Kết quả kiểm định cho thấy, các biến trong mô hình đạt tính dừng tại D (1) sau khi lấy sai phân bậc 01 (chi tiết tại Phụ lục 01).

+ **Kiểm định độ trễ:** Các kết quả kiểm định độ trễ cho thấy độ trễ tối ưu là 01 tháng (kết quả của phương thức chọn lựa Schwarz và Hannan-Quinn). Các kết quả kiểm định được thể hiện tại Phụ lục 02.

### 3. Kết quả mô hình tác động của các công cụ trong điều hành CSTT theo khối lượng tại Việt Nam

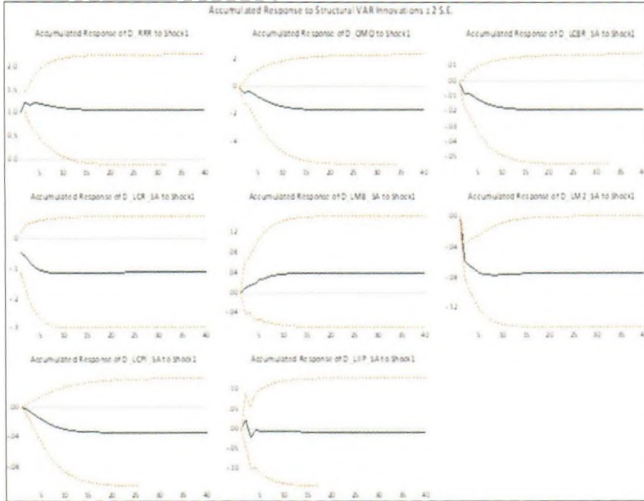
- **Kết quả ma trận của mô hình:** Bảng 2 mô tả ma trận kết quả ước lượng phản ứng tức thời của các biến số. Các dấu hiệu ước lượng của hầu hết các tham số phù hợp với lý thuyết kinh tế tiêu chuẩn.

+ Trong 03 phương trình đầu tiên ((1), (2), (3)), CSTT có xu hướng thắt chặt khi CPI tăng. Phản ứng như trên đã phù hợp với việc điều hành CSTT tại các nước tiên tiến. Đối với IIP, CSTT có phản ứng chưa đồng nhất. Trong đó, RRR có phản ứng ngược chiều đối với IIP. Tuy nhiên, trong thời gian dài, NHNN điều hành ổn định tỷ lệ DTBB. Theo đó, sự ổn định về DTBB tạo một bước đệm cho ảnh hưởng từ lạm phát và tăng trưởng nóng trong nền kinh tế thực. Việc điều hành tỷ giá của NHNN ngược chiều với tăng trưởng IIP cho thấy động thái điều tiết trung hòa khi nền kinh tế có biểu hiện tăng trưởng nóng. Tăng trưởng kinh tế có tác động ngược chiều đối với tỷ giá điều hành của NHNN trong khi lạm phát lại có tác động cùng chiều. Mỗi quan hệ trên cho thấy tỷ giá đã được điều hành ổn định trong thời gian qua.

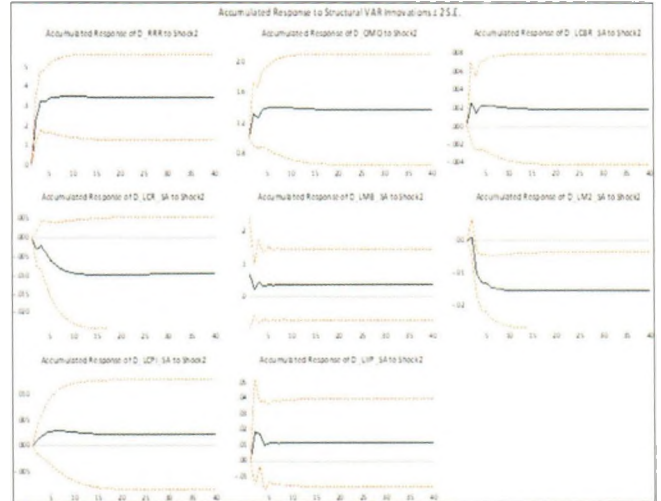
+ Tại phương trình (4), tỷ lệ DTBB và lạm phát có phản ứng ngược chiều đối với tăng trưởng tín dụng, chính xác đối với lý thuyết kinh tế. DTBB tăng sẽ hạn chế tiền trong lưu thông và giảm nguồn cung tín dụng ngay lập tức. Tuy nhiên, trong thực tế, NHNN duy trì tỷ lệ DTBB ở mức thấp trong giai đoạn từ năm 2012 đến nay. Lạm phát tác động

Hình 1: Kết quả hàm phản ứng xung từ cú sốc 1 S.E của các công cụ CSTT

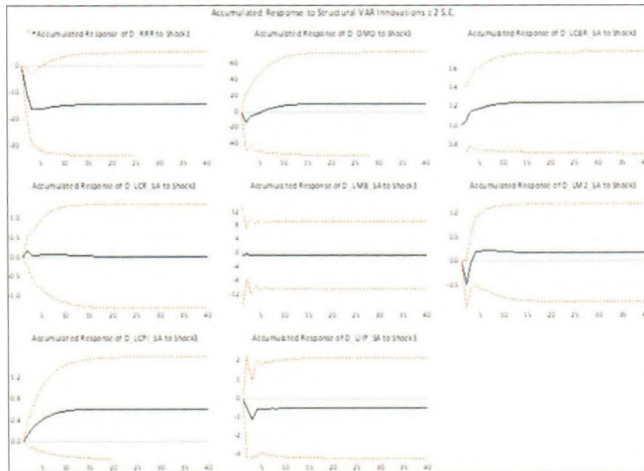
Hình 1.1: Kết quả phản ứng xung từ cú sốc 1 S.E của RRR



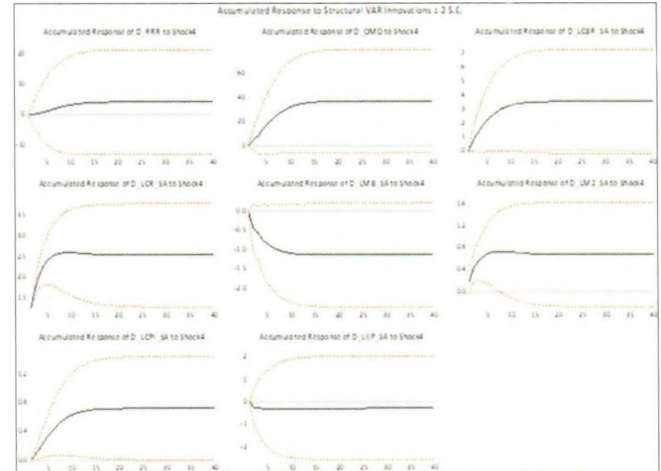
Hình 1.2: Kết quả phản ứng xung từ cú sốc 1 S.E của OMO



Hình 1.3: Kết quả phản ứng xung từ cú sốc 1 S.E của CBR



Hình 1.4: Kết quả phản ứng xung từ cú sốc 1 S.E của CR



Nguồn: Kết quả từ phần mềm Eview 12

ngược chiều đối với tăng trưởng tín dụng cho thấy, trường hợp kỳ vọng lạm phát gia tăng sẽ làm hạn chế tăng trưởng tín dụng do các TCTD sẽ hạn chế giải ngân các khoản vay ngắn hạn nhằm đảm bảo lợi nhuận giữa chênh lệch lãi suất và tăng trưởng lạm phát.

+ Tại phương trình (5) và (6), lạm phát có tác động cùng chiều đối với MB và M2, thể hiện tính chính xác của mô hình cấu trúc. Các tác động của CSTT đối với cung tiền cũng thể hiện tính nhất quán trong điều hành CSTT theo chu kỳ kinh tế và sự phối hợp của các công cụ CSTT về điều hành

lượng. MB và CR có tác động cùng chiều đối với M2 thể hiện sự liên thông trong truyền dẫn CSTT.

+ Tại phương trình (7), tác động cùng chiều giữa CPI và M2 thể hiện tác động của nguồn cầu tiền.

**\* Kết quả hàm phản ứng xung:**

Sau khi kiểm nghiệm, tác giả đã kiểm nghiệm phản ứng xung bất tuyến tính (IRF) của mô hình thể hiện ở Hình 1 và Hình 2.

Thứ nhất, kết quả của các cú sốc về các công cụ CSTT (RRR, OMO, CBR và CR) cho thấy:

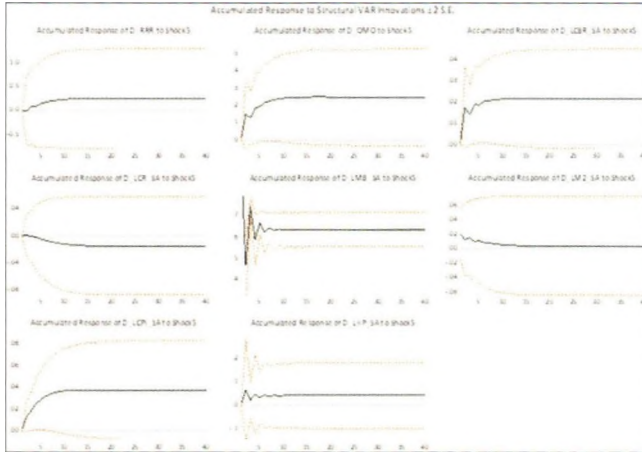
+ Cú sốc CBR có tác động tăng CPI và giảm IIP, phù hợp với lý

thuyết kinh tế vĩ mô khi tỷ giá tăng do ảnh hưởng của lạm phát toàn cầu sẽ dẫn đến lạm phát trong nước và suy thoái kinh tế, gợi ý rằng đây là ảnh hưởng của cú sốc cầu toàn cầu, phù hợp với đặc điểm Việt Nam là một nước có quy mô kinh tế nhỏ, độ mở lớn.

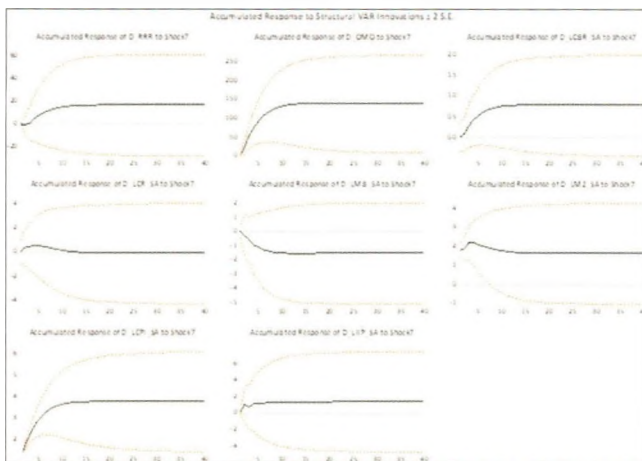
+ Cú sốc CR có tác động mạnh tới các công cụ CSTT, đặc biệt là OMO do ảnh hưởng của số liệu sử dụng trong mô hình bao gồm giai đoạn khủng hoảng, dẫn đến lạm phát tăng cao. Khi lạm phát ở ngưỡng cao, lãi suất OMO sẽ giảm hiệu quả điều hành và phải tăng cao nhằm kiểm soát

Hình 2: Kết quả hàm phản ứng xung từ cú sốc 1 S.E của các biến mục tiêu CSTT

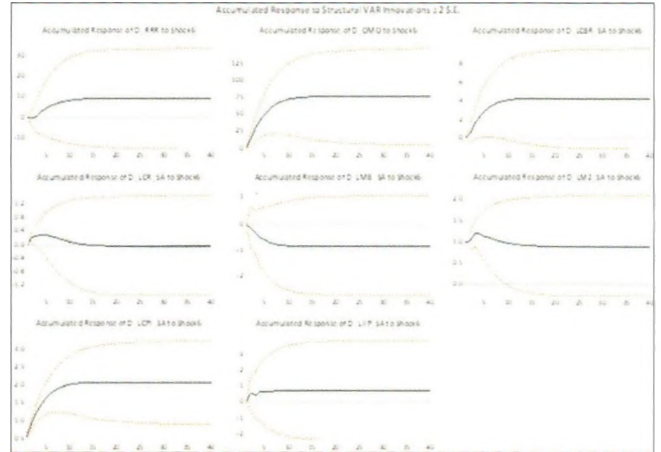
Hình 2.1: Kết quả phản ứng xung từ cú sốc 1 S.E của MB



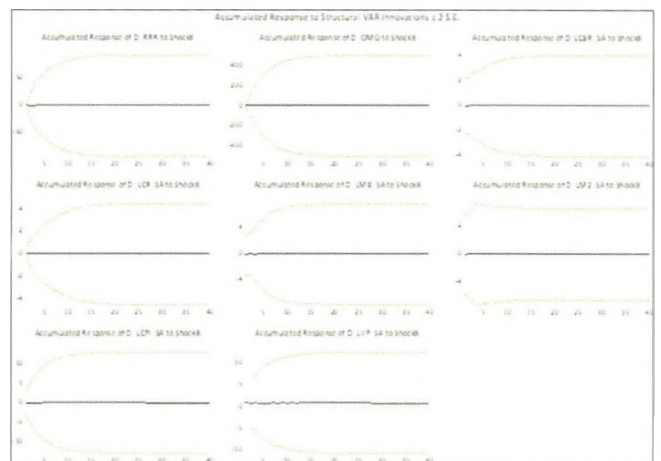
Hình 2.3: Kết quả phản ứng xung từ cú sốc 1 S.E của CPI



Hình 2.2: Kết quả phản ứng xung từ cú sốc 1 S.E của M2



Hình 2.4: Kết quả phản ứng xung từ cú sốc 1 S.E của IIP



Nguồn: Tổng hợp từ Eview 12

lạm phát. Trong lịch sử điều hành của NHNN, các lãi suất thường được điều hành nhằm thực hiện mục tiêu CSTT và trở về ngưỡng cân bằng sau một khoảng thời gian tùy thuộc vào biến động của các cú sốc ngoại sinh. Đặc biệt, tăng trưởng tín dụng quá cao sẽ dẫn đến lạm phát cao và kinh tế suy giảm do nguy cơ đòn bẩy tài chính của các TCTD trong điều kiện thị trường nóng. Như vậy, việc NHNN chọn lựa điều hành chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng trong thời gian qua là hợp lý đối với điều kiện thị trường tài chính của Việt Nam. (Hình 2)

- Kết quả các cú sốc trung gian phản ánh tính truyền dẫn của CSTT (MB, M2) cho thấy:

(i) Cú sốc MB dẫn đến phản ứng thắt chặt của các công cụ CSTT (RRR, OMO) nhằm kiểm soát lạm phát. Bên cạnh đó, cú sốc này có ảnh hưởng tăng M2, CPI, IIP, theo nhận định ban đầu về tác động của MB đến các biến khác trong nền kinh tế.

(ii) Cú sốc M2 khiến CSTT tăng cường thắt chặt, đồng thời tăng CPI và IIP. Mô hình chưa kiểm soát đầy đủ được các phản ứng của CSTT đối với tăng trưởng lượng tiền như CPI và M2 do tính truyền dẫn của công cụ CSTT về khối lượng trong thời gian qua chưa hiệu quả và dựa vào các công cụ hành chính như hạn mức tín dụng... nhằm kiểm soát lạm phát và ổn định thị trường tiền tệ.

Qua phân tích, đánh giá tác động của các công cụ CSTT đại diện sử dụng trong điều hành CSTT theo khối lượng hiện nay của Việt Nam (RRR, OMO, CBR, CR) cho thấy, DTBB là công cụ hiệu quả trong việc kiểm soát lượng cung tiền, tuy nhiên, công cụ này thường được duy trì ổn định và chỉ điều chỉnh trong những điều kiện lạm phát cao, hoặc thị trường tiền tệ dư thừa/thiếu hụt lượng thanh khoản rất lớn, có nguy cơ gây xáo trộn thị trường. Đối với công cụ OMO trong điều hành CSTT theo khối lượng, công cụ này chưa thực sự phát huy tối đa hiệu quả trong việc thực hiện mục tiêu của CSTT do có độ trễ. Công cụ CBR có tác động đến các mục tiêu



CSTT, nhưng công cụ này nên điều hành ổn định để giữ cho nền kinh tế ở trạng thái tốt. Đối với công cụ CR có tác động đến các công cụ CSTT khác, nhưng để sử dụng công cụ này cần có sự phối hợp của công cụ OMO và nếu sử dụng CR trong thời gian dài sẽ làm giảm đi tính hiệu quả của công cụ OMO và có thể tăng rủi ro trong thị trường vốn, ảnh hưởng đến nền kinh tế thực.

Tuy nhiên, trong bối cảnh thị trường tài chính, tiền tệ ngày càng phát triển, độ mở nền kinh tế ngày càng cao, đồng thời, NHNN luôn đóng vai trò quan trọng trong việc thực hiện các mục tiêu vĩ mô như kiểm soát lạm phát, hỗ trợ phát triển nền kinh tế, ổn định hệ thống tài chính... Mặt khác, theo kết quả phân tích định lượng cho thấy, các công cụ CSTT trong điều kiện điều hành theo khối lượng chưa phát huy tối đa hiệu quả. Vì vậy, thời gian qua, NHNN đã có sự kết hợp giữa điều hành CSTT theo khối lượng và theo giá, cũng như hoàn thiện các công cụ CSTT để đáp ứng yêu cầu chuyển dần từ điều hành CSTT theo khối lượng sang điều hành theo giá. Theo đó, trong thời gian tới, cần có những nghiên cứu, phân tích về tác động của các công cụ CSTT trong điều kiện điều hành theo giá để đưa ra những khuyến nghị phù hợp với Việt Nam trong tiến trình hiện đại hóa NHTW.■

<sup>1</sup> Bernake (1986), Sims (1986) và đã được thực hiện bởi Kim (2016) và Kim, Chen (2019).

<sup>2</sup> Do công cụ tái cấp vốn thời gian qua không thường xuyên phát sinh nên được loại bỏ trong mô hình, tuy nhiên, biến MB cũng đại diện cho khối lượng cung tiền qua công cụ này, đồng thời lãi suất OMO về cơ bản được điều chỉnh cùng chiều theo lãi suất tái cấp vốn.

### Phụ lục 01: Kết quả kiểm định ADF (kiểm định tính dừng) các biến của mô hình khối lượng

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)  
Sample: 2008M01 2021M09  
Exogenous variables: Individual effects  
Cross-sections included: 8

Method	Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square	450.029	0.0000
ADF - Choi Z-stat	-19.2833	0.0000

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

#### Intermediate ADF test results

Series	Prob	Lag	Max Lag	Obs
D_RRR	0.0000	3	8	160
D_OMO	0.0000	5	8	158
D_LCBR_SA	0.0000	0	8	163
D_LCR_SA	0.0000	3	8	160
D_LMB_SA	0.0000	2	8	161
D_LM2_SA	0.0000	0	8	163
D_LCPI_SA	0.0000	0	8	163
D_LIIP_SA	0.0000	1	8	162

Nguồn: Tổng hợp từ Eview 12

### Phụ lục 02: Kiểm định độ trễ mô hình SVAR khối lượng

Sample: 2008M01 2021M09  
Included observations: 156

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	352.1425	NA	9.93e-14	-4.399262	-4.223309	-4.327798
1	666.9473	589.2501	4.97e-15	-7.396760	-5.637228*	-6.682114*
2	749.2666	144.5865	4.93e-15	-7.413675	-4.070563	-6.055848
3	836.5823	143.2873	4.66e-15	-7.494645	-2.567955	-5.493637
4	926.8667	137.7415	4.34e-15*	-7.613676	-1.103406	-4.969486
5	989.5659	88.42193	5.94e-15	-7.379050	0.714799	-4.091679
6	1104.428	148.7311	4.35e-15	-7.813173	1.864254	-3.882621
7	1184.896	94.91165	5.23e-15	-7.806360	3.454647	-3.232627
8	1287.308	108.9771*	5.09e-15	-8.080876*	4.763710	-2.863961

\* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Nguồn: Tổng hợp từ Eview 12

#### TÀI LIỆU THAM KHẢO:

- Christiano, L., Eichenbaum, M., and Evans, C., 1996, The effects of monetary policy shocks: evidence from the flow of funds, *Review of Economics and Statistics* 78, 16-34.
- Christiano, L., Eichenbaum, M., and Evans, C., 1999, Monetary policy shocks: what have we learned and to what end? In: Taylor, J.B., Woodford, M. (Eds.). *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1A. North - Holland, Amsterdam: 65-148.
- Sims, C.A. and T. Zha, 2006, Does Monetary Policy Generate Recession? *Macroeconomic Dynamics* 10(2), 231-272.
- Sims, C., & Zha, T. (2006). Were there Regime Switches in U.S. Monetary Policy? *American Economic Review*, 96, 54-81. <https://doi.org/10.2139/ssrn.579022>.
- Website của NHNN, CTSSO, IMF...
- Các văn bản pháp lý liên quan.