

Bài viết nghiên cứu đánh giá quan hệ của chính sách tiền tệ và đầu tư tư nhân tại Việt Nam dưới góc độ phân tích định lượng bằng mô hình VECM. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng, khi thắt chặt chính sách tiền tệ qua việc giảm cung tiền M2 sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến các hoạt động đầu tư của khu vực tư nhân ở nước ta. Ngoài ra, kênh lãi suất cho vay có vai trò quan trọng nhất trong 3 kênh truyền dẫn (lãi suất cho vay, tỷ giá, tài sản). Bên cạnh đó, trong mô hình VECM đã chỉ ra rằng các cú sốc tăng lãi suất cho vay sẽ làm đầu tư tư nhân có xu hướng giảm sau 5 quý trở đi; các cú sốc về tỷ giá có tác động đến các hoạt động đầu tư của khu vực tư nhân nhưng ở mức độ không lớn. Cuối cùng, tác giả đề xuất một số kiến nghị nâng cao hiệu quả tác động chính sách tiền tệ tới đầu tư tư nhân nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế nước ta nhanh và bền vững.

### 1. Mô hình thực nghiệm và phương pháp nghiên cứu

Để đánh giá tác động của chính sách tiền tệ tới đầu tư tư nhân qua các kênh truyền dẫn, tác giả sẽ sử dụng mô hình dạng hệ như VAR, VECM; tuy nhiên, các biến trong mô hình không cùng đơn vị nên tác giả chuyển sang chọn mô hình VECM là

## QUAN HỆ GIỮA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VÀ ĐẦU TƯ TƯ NHÂN TẠI VIỆT NAM

Hồ Ngọc Tú \*

nó có thể phân tích được mối quan hệ dài hạn giữa đầu tư tư nhân và chính sách tiền tệ qua các kênh truyền dẫn như lãi suất thị trường, tỷ giá, chứng khoán. Ngoài ra, bằng phương pháp phân rã phương sai trong mô hình VECM, có thể đánh giá được tầm quan trọng của các kênh truyền dẫn tới biến động của đầu tư tư nhân, để từ đó, đưa ra những hàm ý về chính sách cho chính sách tiền tệ nhằm thúc đẩy đầu tư của khu vực khu nhân. Cuối cùng, trong mô hình VECM, không bắt buộc tất cả các biến đều phải dừng (chỉ yêu cầu sai phân các biến phải dừng) trong khi các mô hình khác thì bắt buộc các biến phải dừng. Mô hình dạng hệ VAR, VECM được sử dụng nhiều trong các nghiên cứu của chính sách tiền tệ tới nền kinh tế tiêu biểu như S.Pelin Berkmen (2012) nghiên cứu tác động của chính sách tiền tệ tới tăng trưởng và lạm phát ở Nhật Bản qua kênh tỷ giá và tài sản, Peter Kugler (2000) nghiên cứu tác động chính sách tiền tệ ở Thụy Sĩ, Majed Bader và Ahmad Ibrahim Malawi (2010) nghiên cứu tác động của lãi suất đến đầu tư ở Jordan, Nguyễn Phi Lân (2013) nghiên cứu về cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ của Việt Nam.

Mô hình VECM trong ứng

dụng nghiên cứu này là mô hình bao gồm biến số nội sinh và ngoại sinh. Sự thay đổi chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước được thể hiện qua biến cung tiền (M2). Các biến như khối lượng tín dụng cấp cho nền kinh tế, tiết kiệm, lãi suất cho vay ngắn hạn, tỷ giá, chỉ số VN-Index (đại diện cho kênh tài sản) được đại diện cho 5 kênh truyền dẫn. Tuy nhiên, vì biến lãi suất cho vay ngắn hạn có mối tương quan chặt chẽ với tiết kiệm và khối lượng tín dụng nên trong ba biến này, tác giả chỉ sử dụng biến lãi suất cho vay ngắn hạn nhằm tránh hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình dẫn tới mô hình có khuyết tật (mô hình không đảm bảo tính vững, tức là các ước lượng không còn chính xác). Mặt khác, nghiên cứu bổ sung các biến ngoại sinh như cung tiền dựa trên lập luận rằng biến này Ngân hàng Nhà nước có thể điều chỉnh được trực tiếp mà không phải là hoàn toàn do các yếu tố vĩ mô khác trong nền kinh tế tác động đến và nó được đại diện cho sự thay đổi về chính sách tiền tệ nói lỏng hay thắt chặt của Ngân hàng Nhà nước. Trong mô hình, cũng sử dụng biến giả D1 để đại diện cho những chính sách khác được Chính phủ thực hiện như chính sách kích cầu nền kinh tế năm 2009.

\* Ban Kinh tế vĩ mô và dự báo - Viện Chiến lược và chính sách tài chính - Bộ Tài chính

Bảng 1: Định nghĩa các biến trong mô hình

Biến	Viết tắt	Thời gian (quý)	Đơn vị	Nguồn
Lãi suất cho vay	laisuatchovay	2005Q4 – 2015 Q3	%/năm	Ngân hàng Nhà nước
Cung tiền	M2	2005Q4 – 2015 Q3	Tỷ đồng	IMF, Ngân hàng Nhà nước
Đầu tư tư nhân	daututunhan	2005Q4 – 2015 Q3	Tỷ đồng	Tổng cục Thống kê
Tỷ giá	TYGIA	2005Q4 – 2015 Q3	USD/VND	IMF, Ngân hàng Nhà nước
Chỉ số VN-Index	VNINDEX	2005Q4 – 2015 Q3	Điểm	Sàn Giao dịch chứng khoán TP.HCM

Bảng 2: Kết quả kiểm định tính dừng sau khi lấy sai phân bậc 1

Chuỗi	ADF test	P-value
DLg(daututunhan)	-51,05514	0,0001
DLg(tygia)	-4,262240	0,0018
Dlaisuatchovay	-5,337564	0,0001
Lg(M2)	-3,648545	0,0098
DLg(VNINDEX)	-6,149145	0,0001

Dạng tổng quát của mô hình VECM có biến ngoại sinh như sau:

$$\Delta Y_t = \Pi Y_t - 1 + \sum_{i=1}^p A_i \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=1}^q B_i X_{t-i} + ut$$

Trong đó:  $Y_t$  là véc tơ của biến nội sinh,  $X_t$  là véc tơ của các biến ngoại sinh,  $\Pi Y_t - 1$  là phần hiệu chỉnh sai số trong mô hình,  $ut$  là véc tơ sai số.

Mô hình VECM trong nghiên cứu sẽ được tiến hành kiểm định theo nhiều bước. Đầu tiên, tác giả sẽ thực hiện kiểm định tính dừng của các biến trong mô hình tiếp đến sẽ kiểm định Jonhansen, sắp xếp thứ tự các biến trong phân rã Cholesky, lựa chọn độ trễ tối ưu để phân tích cho mô hình, kiểm định nhân quả, kiểm định tính ổn định của mô hình, kiểm định phương sai sai số thay đổi, kiểm định tự tương quan của phần dư và kiểm định tính phân phối chuẩn của sai số ngẫu nhiên. Cuối cùng, tác giả sẽ đánh giá tầm quan trọng của các kênh truyền dẫn của chính sách tiền tệ đến đầu tư tư nhân.

**Số liệu nghiên cứu**

Số liệu thu thập trong báo cáo nghiên cứu được lấy theo quý từ quý 4 năm 2005 đến quý 3 năm 2015. (Bảng 1)

**2. Kết quả thực nghiệm**

**Kiểm định tính dừng của chuỗi thời gian**

Để kiểm định tính dừng của chuỗi thời gian, trong mô hình sử dụng kiểm định ADF (Augmented Dickey – Fuller). Trong chuỗi số liệu, tác giả lấy logarit của các biến đầu tư tư nhân, tỷ giá, chỉ số VNindex. Kết quả kiểm định tính dừng cho thấy tất cả các biến đều

không dừng (trừ biến ngoại sinh cung tiền M2) và vì vậy, lấy sai phân bậc 1 là cần thiết; sai phân bậc 1 của các chuỗi này có tính dừng ở mức ý nghĩa 5%. Như vậy, trong mô hình VECM, có thể dùng để ước lượng tác động của chính sách tiền tệ đến đầu tư tư nhân. (Bảng 2)

**Thứ tự các biến trong phân rã Cholesky**

Với mục đích ước lượng các cú sốc khác nhau vào đầu tư tư nhân, cần xây dựng cấu trúc cú sốc dựa trên phân rã Cholesky của ma trận  $\Omega$ . Để xây dựng ma trận này, cần xác định thứ tự các biến trong phân rã Cholesky. Thứ tự các biến đứng sau không có tác động ngay tức thời tới biến đứng trước, nhưng biến đứng trước có tác động tức thời đến biến đứng sau. Trong mô hình này, tác giả sắp xếp thứ tự các cú sốc cấu trúc của các biến nội sinh:

$$x_t = \text{DLg(daututunhan), D(Laisuatchovay), DLg(tygia), DLg(vnIndex)}$$

Tác giả sắp xếp DLg(daututunhan), D(Laisuatchovay) đầu tiên là dựa theo nghiên cứu của Mankiw (2002). Điều này có thể giải thích bởi vì khi có cú

Bảng 3: Kết quả ước lượng độ trễ cho mô hình

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-361.0578	NA	2596.996	19.21357	19.38595	19.27490
1	-229.1456	229.1107	5.856533	13.11293	13.97481*	13.41958
2	-205.4865	36.11125*	4.034890*	12.70982*	14.26121	13.26179*

Bảng 4: Kết quả kiểm định Granger cho mô hình

Biến phụ thuộc	Chi-sq	Prob
Lg(daututunhan)	20,46154	0,0023

Bảng 5: Kết quả kiểm định Trace cho mô hình

Các giả định về số đồng tích hợp	Eigenvalue	Giá trị thống kê Trace	Giá trị tới hạn	Prob.**
Không có đồng tích hợp *	0.969143	152.8078	40.17493	0.0000
Tồn tại 1 quan hệ đồng tích hợp	0.372269	24.10732	24.27596	0.0525
Tồn tại 2 quan hệ đồng tích hợp	0.139326	6.878518	12.32090	0.3374
Tồn tại 3 quan hệ đồng tích hợp	0.035231	1.327070	4.129906	0.2915

Bảng 6: Kết quả chạy ra từ Mô hình VECM

Phương trình đồng tích hợp (phương trình cân bằng dài hạn)	Hệ số phương trình đồng tích hợp (phương trình cân bằng dài hạn)
LNDAUTU(-1)	1.000000
VNINDEX(-1)	2.85E-05 (1.1E-05) [ 2.54476]
LAI SUAT THITRUONG(-1)	-0.002121 (0.00060) [-3.55562]
LNTY GIA(-1)	0.077883 (0.04993) [ 1.55994]
C	-1.738500

sốc tăng cầu đầu tư (như cầu vay vốn tài trợ cho đầu tư sẽ tăng lên) sẽ tác động ngay đến mức lãi suất cho vay trong nền kinh tế, bởi vì lãi suất cho vay trong nền kinh tế sẽ thay đổi khi cung vốn hoặc cầu vốn biến động. Bên cạnh đó, theo Tu (2015), khi lãi suất cho vay thay đổi sẽ ảnh hưởng đến sự biến động của tỷ giá, bởi vì giả sử khi lãi suất cho vay bằng nội tệ trong nước tăng lên sẽ khuyến khích sự dân chúng chuyển từ nắm giữ đồng ngoại tệ sang nắm giữ nội tệ để chuyển sang các kênh tiền gửi tiết kiệm hay trái phiếu trong nước từ đó cầu ngoại tệ trong nền kinh tế sẽ giảm đi làm tỷ giá thay đổi, do đó cú sốc về tỷ giá

sẽ đứng sau cú sốc lãi suất cho vay. Tiếp theo, tác giả sắp xếp DLg(vnindex) sau DLg(tygia) có nguyên do là khi tỷ giá biến động sẽ ảnh hưởng đến kỳ vọng về kinh doanh của các doanh nghiệp trong nền kinh tế, nhất là các doanh nghiệp hoạt động trong các lĩnh vực liên quan đến ngoại thương. Điều này, có thể làm ảnh hưởng đến niềm tin của các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam về hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp cũng như sự ổn định của nền kinh tế vĩ mô.

**Lựa chọn độ trễ tối ưu cho mô hình**

Trong mô hình VECM, sẽ sử dụng các tiêu chuẩn như LR,

FPE, AIC, SC, HQ để lựa chọn độ trễ tối ưu. Trong mô hình, tác giả dựa vào tiêu chuẩn LR, AIC, HQ, FPE chỉ ra rằng độ trễ là 2 thì phù hợp với mô hình. (Bảng 3)

**Kiểm định mối quan hệ nhân quả và kết quả ước lượng**

Kiểm định nhân quả được đưa ra bởi Granger (1969) và Sims (1972) nhằm trả lời cho câu hỏi các biến khác có thể dùng để ước lượng, dự báo cho biến đầu tư tư nhân hay không. Kết quả từ mô hình cho thấy tất cả các biến điều có thể dùng để ước lượng cho đầu tư tư nhân. (Bảng 4)

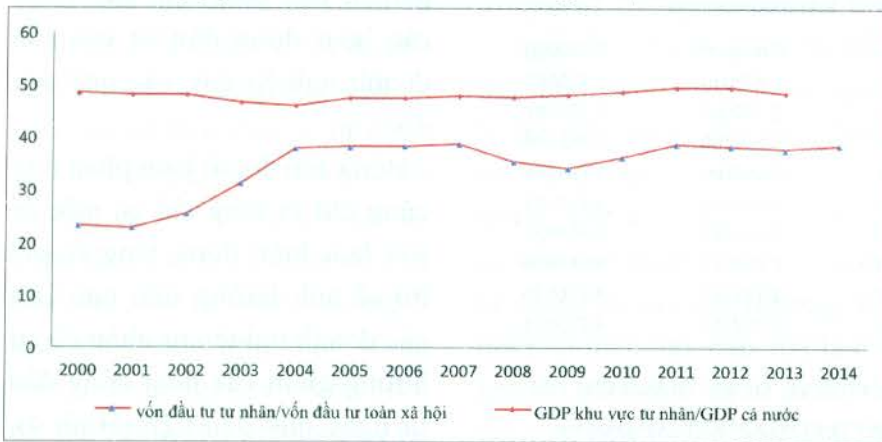
**Kiểm định số quan hệ đồng tích hợp**

Theo Nguyễn Quang Dong (2012), kiểm định đồng tích hợp Jonhansen là xác định xem với một số biến số không dùng thì có bao nhiêu tổ hợp tuyến tính các biến số này là dừng. Về mặt kinh tế, có ý nghĩa là tồn tại bao nhiêu quan hệ cân bằng trong dài hạn. Kết quả Kiểm định Trace cho thấy mô hình tồn tại một mối quan hệ đồng tích hợp, tức là một mối quan hệ cân bằng dài hạn. (Bảng 5)

**3. Phân tích kết quả từ mô hình (Bảng 6)**

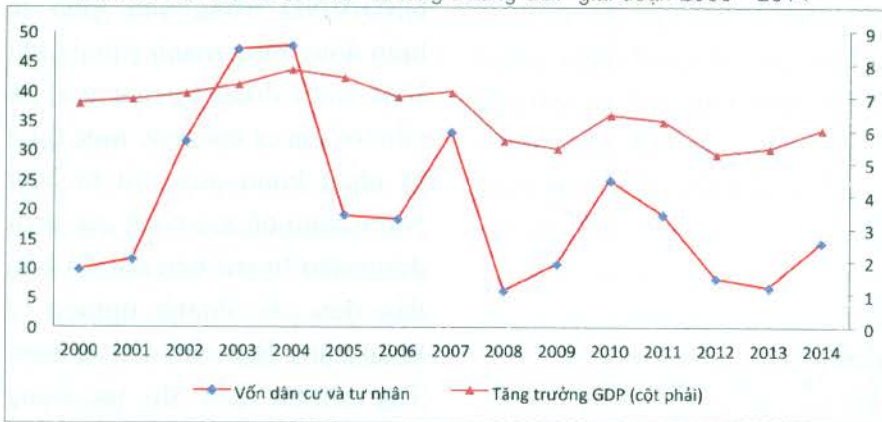
Kết quả từ mô hình (bảng 6) cho thấy, trong dài hạn, kênh lãi suất thị trường, kênh chứng khoán, kênh tỷ giá có tác động đến đầu tư tư nhân. Tuy nhiên, mức độ tác động của các kênh truyền dẫn này đến đầu tư tư nhân chỉ ở mức nhỏ hoặc không đáng kể. Điều này phù hợp với

Hình 1: Cơ cấu vốn đầu tư tư nhân/Tổng vốn đầu tư toàn xã hội và đóng góp của khu vực tư nhân cho GDP giai đoạn 2000 - 2014



Nguồn: Tổng cục thống kê

\*Hình 2: Vốn đầu tư tư nhân và tăng trưởng GDP giai đoạn 2000 - 2014



Nguồn: Tổng cục thống kê

lý thuyết kinh tế bởi vì theo Mankiw (2003), trong ngắn hạn, chính sách tiền tệ mở rộng hay thắt chặt sẽ khuyến khích mở rộng hay thu hẹp tổng cầu trong nền kinh tế (bao gồm tổng cầu về đầu tư, tiêu dùng). Tuy nhiên, trong dài hạn, tổng cung và tổng cầu sẽ trở về mức trạng thái cân bằng và ảnh hưởng của chính sách tiền tệ sẽ giảm dần.

Ngoài ra, kết quả từ mô hình chỉ ra rằng nếu Ngân hàng Nhà nước nới lỏng chính sách tiền tệ qua việc mở rộng cung tiền M2 thì sẽ khuyến khích các doanh nghiệp tư nhân tăng cường các hoạt động đầu tư, ngược lại, khi thắt chặt chính sách tiền tệ thông qua việc giảm tốc độ tăng trưởng cung tiền M2 sẽ làm các

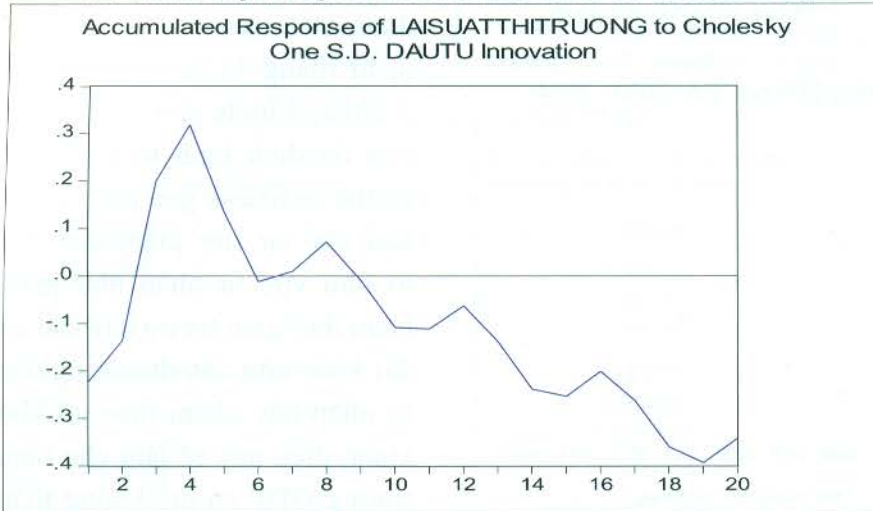
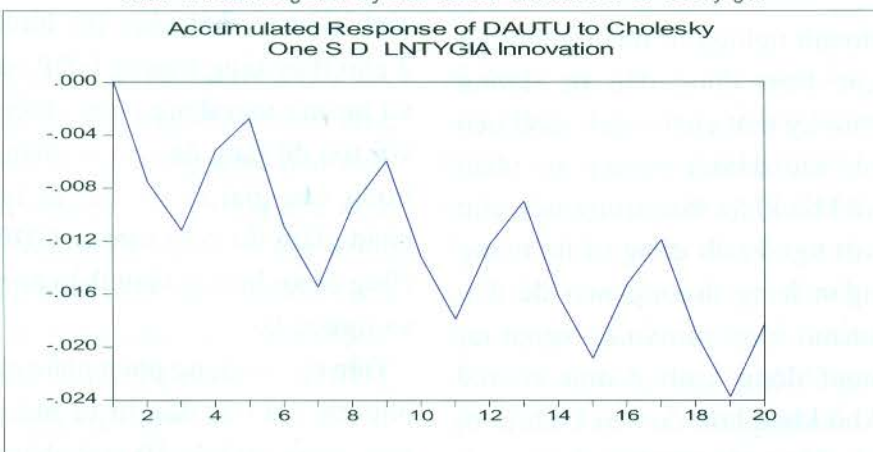
doanh nghiệp tư nhân giảm bớt các hoạt động đầu tư. Trong thời kỳ thắt chặt chính sách tiền tệ, các doanh nghiệp tư nhân sẽ khó khăn hơn trong tiếp cận với nguồn tín dụng từ hệ thống ngân hàng thương mại để đầu tư mở rộng sản xuất. Ngoài ra, hoạt động kinh doanh có thể khó khăn hơn do nền kinh tế bị tác động tiêu cực bởi chính sách tiền tệ thắt chặt nên các doanh nghiệp tư nhân cũng sẽ hạn chế các hoạt động đầu tư. Vốn đầu tư của khu vực tư nhân có vai trò rất quan trọng trong thúc đẩy tăng trưởng kinh tế tạo công ăn việc làm. Trong giai đoạn từ năm 2000 đến 2014, mặc dù trung bình vốn đầu tư của khu vực tư nhân trong tổng vốn đầu

tư toàn xã hội chiếm vị trí thứ hai sau khu vực nhà nước nhưng đóng góp của khu vực kinh tế tư nhân trong GDP chiếm tỷ lệ cao nhất so với khu vực nhà nước và khu vực có vốn FDI (hình 1). Theo Tô Trung Thành (2012), đầu tư của khu vực tư nhân được đánh giá là hiệu quả nhất trong cả 3 khu vực dựa vào chỉ số ICOR. Do đó, chẳng hạn giai đoạn thắt chặt chính sách tiền tệ từ tháng 11/2010 đến tháng 3/2012, Chính phủ ngoài mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô thì có thể có những giải pháp nhằm hạn chế sự suy giảm của đầu tư khu vực tư nhân như giãn, hoãn thời gian trả nợ hay các ưu đãi khác cho các doanh nghiệp tư nhân này nhằm tháo gỡ khó khăn; điều này sẽ làm cho tăng trưởng GDP có thể không thấp một cách đột ngột khi chính sách tiền tệ thắt chặt (từ hình 2 cho thấy tăng trưởng GDP có xu hướng vận động cùng chiều với tốc độ tăng đầu tư tư nhân, trong các giai đoạn đầu tư tư nhân giảm thì tăng trưởng GDP cũng có xu hướng tăng thấp hơn và ngược lại).

Tiếp tục sử dụng phép phân rã phương sai của đầu tư tư nhân trên chuỗi dự báo 10 quý nhằm kiểm tra một cách tương đối tầm quan trọng của mỗi cú sốc đối với đầu tư tư nhân (bảng 7). Kết quả từ mô hình cũng chỉ ra rằng kênh lãi suất thị trường có vai trò quan trọng nhất trong ba kênh truyền dẫn (lãi suất thị trường, tỷ giá, chứng khoán) khi khoảng 6% sự biến động của đầu tư tư nhân được giải

**Bảng 7: Phân rã phương sai cho biến đầu tư tư nhân**

Giai đoạn	Độ lệch chuẩn	VNINDEX	laisuatthitruong	Lgtygia
1	0.035753	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.050245	0.019719	1.772040	0.720002
3	0.051780	3.121180	3.289505	1.305591
4	0.053223	3.199909	5.286760	3.765676
5	0.064222	2.317461	5.659564	3.124086
6	0.073556	1.789256	6.956518	3.124195
7	0.074946	3.520080	7.264653	3.998821
8	0.075715	3.562180	7.734272	5.019878
9	0.083631	2.935001	7.139320	4.726576
10	0.091063	2.475456	7.757357	4.275915

**Hình 3: Phản ứng tích lũy của đầu tư tư nhân với cú sốc lãi suất cho vay**

**Hình 4: Phản ứng tích lũy của đầu tư tư nhân với cú sốc tỷ giá**


thích bởi biến động của lãi suất thị trường, khoảng 2,5% sự biến động của đầu tư tư nhân được giải thích bởi tỷ giá và sự biến động của thị trường chứng khoán.

Ngoài ra, từ hàm phản ứng cũng chỉ ra rằng khi có một cú sốc làm biến động tăng lãi

suất cho vay thì sẽ ảnh hưởng tiêu cực làm các doanh nghiệp tư nhân có xu hướng giảm các hoạt động đầu tư sau 5 quý trở đi (Hình 3) và ngược lại. Điều này hàm ý rằng, khi lãi suất trong nền kinh tế biến động tăng mạnh, sẽ dẫn tới chi phí các khoản vay của doanh nghiệp tư

nhân để mở rộng các hoạt động đầu tư cao hơn, làm suy giảm các hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp này các quý sau đó.

Bên cạnh đó, từ hàm phản ứng cũng chỉ ra rằng khi có một cú sốc làm biến động tăng tỷ giá thì sẽ ảnh hưởng tiêu cực làm các doanh nghiệp tư nhân có xu hướng giảm các hoạt động đầu tư ngay quý đầu tiên (Hình 4). Điều này hàm ý rằng, khi tỷ giá USD/VND trong nền kinh tế biến động tăng mạnh (tức là khi Việt Nam đồng bị mất giá) sẽ dẫn tới giá cả các máy móc thiết bị nhập khẩu quy đổi ra Việt Nam đồng để mở rộng các hoạt động đầu tư trở nên đắt đỏ hơn dẫn đến các doanh nghiệp tư nhân cũng hạn chế đầu tư hơn. Tuy nhiên, mức độ tác động của các cú sốc tỷ giá đến đầu tư tư nhân chỉ ở mức độ nhỏ.

#### 4. Kết luận và kiến nghị

Trong nghiên cứu, đã sử dụng mô hình VECM để đánh giá tác động của chính sách tiền tệ tới đầu tư tư nhân qua các kênh. Kết quả từ mô hình đã chỉ ra, khi thắt chặt chính sách tiền tệ qua việc giảm cung tiền M2 sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến các hoạt động đầu tư của khu vực tư nhân. Tác giả cũng phân rã phương sai biến đầu tư tư nhân để đánh giá vai trò của các kênh truyền dẫn chính sách tiền tệ và chỉ ra rằng kênh lãi suất cho vay có vai trò quan trọng nhất trong 3 kênh truyền dẫn. Ngoài ra, trong mô hình, cũng đã phân tích cú sốc lãi suất cho vay ảnh hưởng đến

đầu tư tư nhân hay các cú sốc về tỷ giá tác động đến đầu tư tư nhân ở Việt Nam và đưa ra kết luận các cú sốc tăng lãi suất cho vay sẽ làm đầu tư tư nhân có xu hướng giảm sau 5 quý trở đi; các cú sốc về tỷ giá có tác động đến các hoạt động đầu tư của khu vực tư nhân, nhưng ở mức độ không lớn. Cuối cùng, một số kiến nghị về chính sách tác giả rút ra cho nghiên cứu là:

*Thứ nhất*, trong mô hình VECM, đã chỉ ra trong các giai đoạn khi chính sách tiền tệ được chủ trương thắt chặt để kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô thì sẽ làm suy giảm đến đầu tư tư nhân. Do đó, Ngân hàng Nhà nước cần có thêm các chính sách khác (như chính sách giãn, hoãn thời gian trả nợ của các khoản vay theo kinh nghiệm của Hàn Quốc trong thời gian thắt chặt chính sách tiền tệ nhằm ổn định kinh tế vĩ mô giai đoạn thập niên 1990) nhằm hạn chế sự giảm tốc mạnh mẽ các hoạt động đầu tư của khu vực tư nhân vì khu vực này có đóng góp lớn nhất cho tăng trưởng GDP cũng như hiệu quả đầu tư của khu vực tư nhân cao hơn các khu vực khác. Điều này có thể sẽ tác động làm tăng trưởng GDP nước ta sẽ không thấp một cách đột ngột khi chính sách tiền tệ thắt chặt.

*Thứ hai*, trong mô hình chỉ ra rằng chính sách tiền tệ sẽ không có tác động nhiều đến đầu tư của khu vực tư nhân trong dài hạn; do đó, cần có thêm các chính sách khác nhằm thúc đẩy các hoạt động đầu tư dài hạn vào xây dựng nhà xưởng,

phát triển các khu công nghiệp. Theo Tú (2015), thị trường tiền tệ ngân hàng của nước ta hiện nay đóng vai trò hết sức quan trọng việc cung cấp các khoản tín dụng cho các doanh nghiệp trong nền kinh tế. Tuy nhiên, cơ cấu các khoản tiền gửi trong hệ thống ngân hàng thương mại nước ta hiện nay chủ yếu là các khoản tiền gửi ngắn hạn, do đó, nếu đầu tư dài hạn của các doanh nghiệp trong nền kinh tế được tài trợ chủ yếu qua hệ thống ngân hàng thương mại sẽ dẫn đến sự bất cập trong kỳ hạn thanh toán. Vì vậy, cần có chính sách phát triển trái phiếu doanh nghiệp dài hạn để tài trợ cho các khoản đầu tư dài hạn trong nền kinh tế vì thực tế hiện nay, quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp nước ta còn quá bé so với GDP cũng như trong cơ cấu thị trường trái phiếu Việt Nam khi năm 2014, chỉ chiếm 2,5% GDP.

*Thứ ba*, hiện nay tỷ lệ nợ công/GDP đang ở mức khá cao khoảng 60% GDP, trong khi ngưỡng trần mà Quốc hội đặt ra là không quá 65%, do đó, dự địa cho việc mở rộng tài khóa thúc đẩy tăng trưởng kinh tế thông qua việc phát hành trái phiếu chính phủ để bù đắp cho thâm hụt Ngân sách không còn nhiều. Ngoài ra, tỷ lệ lạm phát trong nền kinh tế đang ở mức khá thấp, nên Ngân hàng Nhà nước có thể tiếp tục nới lỏng chính sách tiền tệ thông qua các công cụ chính sách tiền tệ của mình nhằm giảm mức lãi suất cho vay trong nền kinh tế (trong

mô hình VECM chỉ ra rằng kênh lãi suất cho vay có vai trò quan trọng nhất trong các kênh) khuyến khích các hoạt động đầu tư của khu vực khu nhân. Tóm lại, cần có sự phối hợp hài hòa giữa hai chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa, trong đó, tiếp tục chính sách tài khóa thận trọng nhằm tránh tình trạng tỷ lệ nợ công/GDP tăng cao, chính sách tiền tệ nới lỏng nhằm giảm lãi suất cho vay trên thị trường, tăng cường các hoạt động đầu tư tư nhân thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

*Thứ tư*, trong thời gian tới, việc phân bổ các nguồn lực một cách hợp lý cho đầu tư thúc đẩy tăng trưởng kinh tế nhằm thu hẹp khoảng cách phát triển với các quốc gia phát triển trên thế giới là điều rất cần thiết. Do đó, chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam trong thời gian tới cần có thêm những ưu đãi cho khu vực tư nhân như các ưu đãi về lãi suất, tín dụng của các dự án đầu tư khu vực tư nhân với mục tiêu đưa khu vực tư nhân trở thành động lực ngày càng quan trọng cho tăng trưởng kinh tế (theo Shahid Yusuf (2002), kinh nghiệm từ tăng trưởng cao của kinh tế Trung Quốc bắt đầu từ cuối thập niên 1970 có sự đóng góp to lớn của sự trỗi dậy và tăng trưởng mạnh của khu vực công nghiệp tư nhân). Tuy nhiên, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam cần xác định các ngành lĩnh vực kinh doanh cụ thể cần được tập trung hỗ trợ trước vì các nguồn lực trong nền kinh tế là có giới hạn.

Theo Takatoshi Ito (2002), kinh nghiệm từ quá trình công nghiệp hóa của Nhật Bản từ công nghiệp nhẹ tới công nghiệp nặng, công nghiệp điện tử và công nghệ cao. Khi nền kinh tế Nhật Bản chuyển dịch trọng tâm công nghiệp sang các ngành công nghệ cao thì đã mở ra một cơ hội thị trường mới cho các nền kinh tế khác như Hàn Quốc và Đài Loan và dần dần, Hàn Quốc, Đài Loan đã trở thành những nhà xuất khẩu sản phẩm hạng trung, chỉ những sản phẩm cực kỳ tinh xảo mới cần đến vai trò của Nhật Bản. Mới đây, đến lượt Hàn Quốc, Đài Loan và Singapo chú tâm vào việc phát triển công nghiệp nặng và hàng công nghệ cao khiến một số nước như Thái Lan, Philippin và Indonexia lại có cơ hội kế thừa những ngành công nghiệp nhẹ từ những nền kinh tế này. Theo Takatoshi Ito (2002), có thể nhìn hiện tượng này theo cách trọng tâm công nghiệp đang dịch chuyển từ những nước công nghiệp hóa đầu tiên tới những nước thuộc hàng thứ hai và sau đó, là các nước thuộc hàng thứ 3. Trình tự công nghiệp hóa này gọi là mô hình đàn nhạn bay.

Do đó, các chính sách hỗ trợ của Ngân hàng Nhà nước cho đầu tư khu vực tư nhân có thể hướng theo chiến lược công nghiệp hóa của đất nước trong từng thời kỳ để đưa ra các ưu đãi vào một số ngành lĩnh vực cụ thể cần tập trung ưu tiên phát triển trước. Cụ thể, trong tình trạng phát triển kinh tế hiện nay của

nước ta, Ngân hàng Nhà nước có thể tập trung ưu đãi về nguồn vốn vay cho các dự án đầu tư của các doanh nghiệp mà mức độ ứng dụng khoa học công nghệ chỉ ở mức trung bình, còn chiến lược hỗ trợ phát triển các doanh nghiệp sản xuất kinh doanh các mặt hàng công nghệ cao có thể sẽ có lộ trình thực hiện dài hạn hơn vì các sản phẩm có hàm lượng công nghệ cao được tập trung đầu tư sản xuất thì hiện tại chưa chắc có thể cạnh tranh được với các nước như Hàn Quốc, Nhật Bản hay các quốc gia tiên tiến khác. ■

#### TÀI LIỆU THAM KHẢO:

- Hồ Ngọc Tú (2015). Đánh giá tác động của chính sách tiền tệ Việt Nam tới tăng trưởng kinh tế và lạm phát dưới góc độ phân tích bằng định lượng. Tạp chí Ngân hàng, số 9 tháng 5/2015, Ngân hàng Nhà nước.
- Hồ Ngọc Tú (2015). Phân tích cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ Việt Nam dưới góc độ định lượng. Tạp chí Thông tin và dự báo kinh tế - xã hội, số 113 tháng 5/2015, Bộ kế hoạch và đầu tư.
- Hồ Ngọc Tú (2015). Vai trò của thị trường chứng khoán đối với tăng trưởng kinh tế Việt Nam. Tạp chí Ngân hàng, số 20 tháng 10/2015, Ngân hàng Nhà nước.
- Hồ Ngọc Tú (2015). Nghiên cứu thực nghiệm chính sách tiền tệ và đầu tư tư nhân. Chuyên đề nghiên cứu cấp Viện, Viện chiến lược và chính sách tài chính.
- Takatoshi Ito (2002). Tăng trưởng, khủng hoảng và tương lai phục hồi kinh tế ở Đông Á. Ngân hàng thế giới.
- Shahid Yusuf (2002). Sự thần kỳ Đông Á bên thềm thiên niên kỷ. Ngân hàng thế giới.
- Mishkin (1996). The channels of monetary transmission: lessons for monetary policy. Nber Working Paper 5464, National Bureau of Economic Research.
- Doug Henwood (1998). Wall street: How it works and for whom.
- Tobias và Mambo (2012). The effect of monetary policy on private sector investment in Kenya. Journal of applied Finance & Banking, vol.2, no.2, 2012, pp. 239-287.
- Mario Draghi (1995). Saving, investment and interest rates, October 1995.
- N.Gregory Mankiw (2012). Principles of Macroeconomics. Sixth Edition, Harvard University.
- Demillie Basaha Hailu và Fikru Debele (2015). The effect of monetary policy on the private sector investment in Ethiopia: ARDL Co-Integration Approach. Adigrat University.
- Takashi Nagahata và Toshitaka Sekine

(2002). The effects of monetary policy on firm investment after the collapse of the asset price bubble: An investigation using Japanese micro data. Working Paper 02-3, Research and Statistics Department Bank of Japan.

- Majed Bader và Ahmad Ibrahim Malawi (2010). The impact of interest rate on investment in Jordan: A Cointegration Analysis. Econ & Adm Journal, Vol.24 No.1, pp: 199 - 209.
- Pinondang Nainggolan (2015). An Analysis of determinant on Private investment in North Sumatra Province, Indonesia. Journal of Management Research.
- Onouorah Chichi Anastasia (2011). Impact of monetary policy on micro Economy and private investment in Nigeria. Research Journal of Finance and Accounting, Vol 2. No 6.
- Zulkefly (2010). Monetary policy and firm' Investment in Malaysia: A Panel Evidence. IJUM Journal of Economics and management, The international Islamic University Malaysia. Vol 2. No 6.
- Benoit, Frank and Philip (2001). Investment and monetary policy in the Euro Area. European central Bank Working Paper, No 78.
- Jean- Bernard Chtelain, Michael, Andrea, Jorfe, Philip, Andreas (2003). Monetary policy transmission in the euro area: New evidence from micro data on firms and banks. Journal of European Economic Association, Vol. 1(2-3), pp.731-742.
- Ezazul Islam và Nurnaher Begum (2005). Is Investment Demand Sensitive to Interest rate in Bangladesh? - An empirical Analysis. Bank Parikrama.
- Bùi Hồng Thắng (2010). Ảnh hưởng của lãi suất thực đến tiêu dùng và đầu tư ở Việt Nam. Tạp chí Công nghệ ngân hàng, số 52, tháng 7/2010, Trường Đại học ngân hàng thành phố Hồ Chí Minh.
- Lê Thanh Tùng (2014). Mối quan hệ giữa chính sách tài khóa, chính sách tiền tệ và đầu tư tư nhân tại Việt Nam. Tạp chí Kinh tế & Phát triển, số 207, tháng 9/2014.
- Nguyễn Phi Lân (2013). Cơ chế truyền dẫn tiền tệ dưới góc độ phân tích định lượng. Vụ Dự báo thống kê tiền tệ - NHNN. Hà Nội.
- Peter Kugler, Thoman J.Jordan và Marcel R.Savioz (2004). The Analysis of Forward - Looking Monetary Policy in a SVAR Framework. WWZ University of Basel and Swiss National Bank. Switzerland.
- S.Pelin Berkmen (2012). Bank of Japan's Quatitative and Credit Easing: Are They Now More Effective. IMF Working Paper. WP/12/2.
- Nguyễn Quang Dong (2012). Giáo trình kinh tế lượng. Nhà xuất bản Đại học kinh tế quốc dân, Hà Nội.
- Granger (1969). Investigating causal relations by econometric models and cross - spectral methods. Econometra 37, pp.424-438.
- Sims (1972). Monetary, income, causality. American economic Review 62, pp.540-552.
- Tô Trung Thành (2012). Đầu tư công lẫn át đầu tư tư nhân? Góc nhìn từ mô hình thực nghiệm VECM. Bài nghiên cứu số 27, Trung tâm nghiên cứu kinh tế và chính sách VEPR.