

Kênh tín dụng trong truyền dẫn chính sách tiền tệ tại Việt Nam

NGUYỄN DUY SỬ*
NGHIÊM QUÝ HÀO**

Tóm tắt

Sử dụng phương pháp phân tích định lượng, bài viết xem xét tác động của kênh tín dụng thông qua điều hành chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước. Kết quả cho thấy, mặc dù có sự liên kết mạnh giữa lãi suất cho vay và lãi suất chiết khấu, nhưng sự truyền tải của lãi suất cho vay đến tín dụng, tín dụng đến tăng trưởng kinh tế và lạm phát còn yếu và chậm.

Từ khóa: chính sách tiền tệ, kênh tín dụng, ngân hàng

Summary

Applying quantitative analysis, the research article examines the impact of the credit channel via State Bank's monetary policy. The results point out that, there is a strong relation between lending rate and discount rate; however, the effect of lending rate on credit, and the effect of credit on economic growth and inflation remain weak and slow.

Keywords: monetary policy, credit channel, banks

GIỚI THIỆU

Chính sách tiền tệ là chính sách vĩ mô quan trọng trong điều hành kinh tế của mỗi quốc gia. Bên cạnh việc xác định mục tiêu ưu tiên và sử dụng những công cụ phù hợp trong từng thời kỳ, thì quá trình truyền tải chính sách tiền tệ tới nền kinh tế đóng vai trò quyết định nhằm đạt được những mục tiêu đề ra. Cơ chế truyền tải tác động của chính sách tiền tệ mô tả quá trình từ những thay đổi lượng tiền trong lưu thông có tác động như thế nào tới các biến số của nền kinh tế thông qua các kênh truyền dẫn, như: kênh lãi suất, kênh tỷ giá, kênh của cải, kênh tín dụng...

Một số nghiên cứu đã chỉ ra rằng, kênh lãi suất thường là kênh truyền dẫn quan trọng nhất tại các quốc gia đã 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. Theo đó, bài viết sẽ xem xét sự truyền tải tác động của chính sách tiền tệ thông qua

kênh tín dụng ở Việt Nam để đánh giá mức ảnh hưởng như thế nào.

CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

Kênh tín dụng là một trong những kênh truyền tải quan trọng của chính sách tiền tệ. Theo Bernanke và Gertler (1995), hành động của chính sách tiền tệ thông qua tín dụng được thực hiện qua hai kênh, đó là kênh cho vay và kênh bằng cân đối tài sản của người vay.

Thông qua kênh cho vay, tác động chính sách tiền tệ được truyền dẫn như Hình 1. Cung tiền trong nền kinh tế phụ thuộc vào chính sách kiểm soát tiền tệ, mà ngân hàng trung ương thực hiện.

HÌNH 1: HÀNH ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ QUA KÊNH CHO VAY



Nguồn: Bernanke và Gertler (1995)

*ThS., ** TS., Trường Đại học Tôn Đức Thắng

Email: nguyenduyssu@tdt.edu.vn

Ngày nhận bài: 10/08/2016; Ngày phản biện: 13/09/2016; Ngày duyệt đăng: 16/09/2016

BẢNG 1: TỔNG HỢP CÁC BIẾN NGHIÊN CỨU

Biến	Tên biến	Nguồn
IRD	Lãi suất chiết khấu	NHNN, IMF
IRL	Lãi suất cho vay bình quân	IMF
CPI	Chỉ số giá tiêu dùng	IMF, ADB
CPS	Tăng trưởng tín dụng tư nhân	IMF, ADB
M2	Tăng trưởng cung tiền tệ M2	IMF
IPG	Tăng trưởng giá trị sản lượng công nghiệp	IMF, ADB
RSG	Tăng trưởng giá trị hàng hóa và dịch vụ bán lẻ	ADB
VNI	Chỉ số giá chứng khoán	HOSE
EXU	Tỷ giá hối đoái	ADB

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Bên cạnh đó, kênh tài sản đóng vai trò quan trọng trong môi trường chính sách tiền tệ mở rộng. Số dư tài sản nhấn mạnh những thay đổi trong chính sách tiền tệ dựa trên báo cáo thu nhập và bảng cân đối tài sản của người vay. Trên thế giới đã có rất nhiều nghiên cứu về vấn đề này. Bernanke và Gertler (1999) cho rằng, khó khăn lớn trong thời kỳ suy thoái sẽ làm giảm giá trị tài sản của người vay dẫn đến chi phí vay mượn bên ngoài cao, từ đó làm giảm nhu cầu đầu tư và suy giảm kinh tế.

Ngoài ra, một số nghiên cứu sau này đã tìm thấy sự tác động của kênh tín dụng thông qua các biến số vĩ mô, mà đặc biệt là tín dụng tư nhân tác động đến các yếu tố kinh tế, như: lạm phát cung tiền, chỉ số giá chứng khoán và tăng trưởng kinh tế. Crowley (2008) sử dụng biến tăng trưởng tín dụng tư nhân trong mối quan hệ với tăng trưởng kinh tế và các biến số vĩ mô khác nhằm đánh giá truyền dẫn của kênh tín dụng đến các yếu tố vĩ mô.

Qua tham khảo các nghiên cứu đi trước, đặc biệt là mô hình trong nghiên cứu của Bernanke và Gertler (1995), kết hợp với sự cải biến cho phù hợp với nền kinh tế Việt Nam, nhóm tác giả xây dựng mô hình nghiên cứu tác động của chính sách tiền tệ qua kênh tín dụng với 5 phương trình hồi quy sau:

$$IRD_t = \alpha + \beta(CPI_t - CPI_{t-1}) + \rho(IPG_t - IPG_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$IRL_t = \alpha + \beta IRD_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

$$CPS_t = \alpha + \beta IPG_t - \rho(IRL_t - CPT_t) + \lambda M2_t + \varepsilon_t \quad (3)$$

$$RSG_t = \alpha + \beta IPG_t + \delta M2_t + \gamma CPS_t - \lambda(IRD_t - CPI_t) + \varepsilon_t \quad (4)$$

$$VNI_t = \alpha + \beta CPS_t + \lambda IRL_t + \gamma CPI_t + \theta IPG_t + \delta M2_t + \nu EXU_t + \varepsilon_t \quad (5)$$

Ý nghĩa của các biến và nguồn số liệu của từng biến được giải thích cụ thể trong Bảng 1. Các số liệu từng biến được lấy trong khoảng thời gian 2000-2015.

Ngoài ra, để đánh giá tác động sốc của tín dụng lên các biến số vĩ mô, nhóm tác giả còn sử dụng mô hình VAR nhằm phân tích phản ứng sốc và phân rã phương sai. Mô hình VAR được tóm tắt ngắn gọn như sau:

$$X_t = (IPG_t, CPS_t, IRL_t, CPI_t, M2_t) \quad (6)$$

Các biến số trong mô hình đều là biến nội sinh, nghĩa là giữa các biến có tác động qua lại lẫn nhau.

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Kiểm định tính dừng và xác định độ trễ

Kết quả kiểm định tính dừng cho thấy, chỉ có chỉ số giá tiêu dùng (CPI) dừng ở chuỗi dữ liệu gốc. Các biến

còn lại dừng ở sai phân bậc 1 với mức ý nghĩa là 1%. Theo lý thuyết, hầu hết các chuỗi dữ liệu thời gian là chuỗi không dừng ở chuỗi gốc. Tuy nhiên, nếu sai phân bậc 1 của chuỗi không dừng là một chuỗi dừng, thì các ước lượng vẫn đáng tin cậy và có thể sử dụng để dự báo cho tương lai.

Theo kết quả kiểm định độ trễ tối ưu, các phương trình ước lượng trong nghiên cứu này sẽ dựa vào độ trễ là 2. Kết quả độ trễ này hoàn toàn phù hợp với độ trễ chính sách và đặc điểm của nền kinh tế mới nổi như Việt Nam, tác động của chính sách thường chậm hơn nhiều so với các nước phát triển.

Ước lượng các phương trình

Bằng phương pháp bình phương bé nhất (OLS), ta có kết quả ước lượng cho các phương trình với độ trễ tối ưu là 2.

BẢNG 2: KẾT QUẢ ƯỚC LƯỢNG PHƯƠNG TRÌNH 1

Biến phụ thuộc IRD			
Biến	Hệ số	Thống kê T	Xác suất p
$\Delta CPI(-3)$	0,228	3,852	0,0002
$\Delta IPG(-2)$	-0,0055	0,528	0,598
C	0,000197	0,2476	0,8049
R ²	0,126		
DW	1,737		

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Theo kết quả Bảng 2, giữa thay đổi lạm phát và thay đổi lãi suất chiết khấu có quan hệ đồng biến, trong khi giữa thay đổi tăng trưởng kinh tế và thay đổi lãi suất chiết khấu có quan hệ nghịch biến. Khi lạm phát tăng lên 1%, thì lãi suất chiết khấu tăng lên 0,228% với mức ý nghĩa thống kê là 1%. Điều này cho thấy, việc điều hành lãi suất chiết khấu trong thời gian qua luôn dựa vào lạm phát của kỳ trước và căn cứ vào mục tiêu kiềm chế lạm phát. Trong khi đó, mục tiêu kiềm chế lạm phát thực hiện có hiệu quả thì nó lại gây tác động ngược đối với tăng trưởng kinh tế.

Kết quả ước lượng Bảng 3 cho thấy, hệ số xác định R² = 0,752, có nghĩa là biến lãi suất chiết khấu giải thích được 75,2% biến động của lãi suất cho vay bình quân của các ngân hàng thương mại. Hầu như biến động của lãi suất cho vay đều thông qua lãi suất chiết khấu. Khi lãi suất chiết khấu tăng 1%, thì lãi suất cho vay tăng 0,797%.

Bảng 4 cho ta thấy, hệ số xác định R² = 0,736 có nghĩa là các biến độc lập trong mô hình giải thích được 73,6% thay đổi của

tín dụng tư nhân với mức ý nghĩa 1%. Cụ thể khi tăng trưởng sản lượng công nghiệp 1%, thì tăng trưởng tín dụng tư nhân tăng 0,253%. Đây là kết quả mong đợi khi chính sách tín dụng đưa ra phụ thuộc vào tăng trưởng của nền kinh tế và ngược lại. Tín dụng tăng trưởng phải hỗ trợ và kích thích nền kinh tế tăng trưởng. Cũng theo Bảng 4, khi lãi suất thực tăng 1%, thì tăng trưởng tín dụng tư nhân lại giảm 0,8.

Kết quả Bảng 5 cho thấy, hệ số $R^2 = 0,268$ có nghĩa là các biến đưa vào mô hình chỉ giải thích được 26,8% thay đổi trong tăng trưởng giá trị hàng hóa và dịch

BẢNG 3: KẾT QUẢ ƯỚC LƯỢNG PHƯƠNG TRÌNH 2

Biến phụ thuộc: IRL			
Biến độc lập	Hệ số	Thông kê T	Xác suất p
IRD	0,797533	18,33988	0,0000
C	0,059691	15,10506	0,0000
R^2	0,752		
DW	1,212		

BẢNG 4: KẾT QUẢ ƯỚC LƯỢNG PHƯƠNG TRÌNH 3

Biến phụ thuộc: CPS			
Biến độc lập	Hệ số	Thông kê T	Xác suất p
IPG(-3)	0,2529	2,768	0,0067
IRLT(-3)	-0,8044	-5,199	0,0000
M2(-3)	1,3319	15,766	0,0000
C	-0,1070	-4,391518	0,0000
R^2	0,736		
DW	1,082		

BẢNG 5: KẾT QUẢ ƯỚC LƯỢNG PHƯƠNG TRÌNH 4

Biến phụ thuộc: RSG			
Biến độc lập	Hệ số	Thông kê T	Xác suất p
IPG(-2)	0,167021	2,115731	0,0371
M2(-3)	0,097565	0,761775	0,4481
CPS(-3)	0,108177	1,330234	0,1867
IRLT(-3)	-0,476292	-3,763465	0,0003
C	0,185647	9,020540	0,0000
R^2	0,268		
DW	2,195		

BẢNG 6: KẾT QUẢ ƯỚC LƯỢNG PHƯƠNG TRÌNH 5

Biến phụ thuộc: VNI			
Biến độc lập	Hệ số	Thông kê T	Xác suất p
CPS(-2)	-1,5305	-3,9439	0,0002
IRL(-3)	-4,4941	-2,3969	0,0185
CPI(-3)	2,1182	2,2713	0,0254
IPG(-2)	-0,0929	-0,2148	0,8304
M2(-2)	1,5401	3,2703	0,0015
EXU(-2)	-0,00003	-1,3083	0,1939
C	7,127290	11,771	0,0000
R^2	0,469		
DW	1,624		

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

vụ bán lẻ (RSG). Hơn nữa, với 4 biến đưa vào mô hình, thì chỉ có 2 biến có ý nghĩa thống kê, đó là IPG và IRLT. Với kết quả này ta thấy, tăng trưởng giá trị tiêu dùng hàng hóa và dịch vụ thay đổi cùng chiều với tăng trưởng sản lượng công nghiệp, nhưng lại ngược chiều với lãi suất cho vay thực.

Cuối cùng, kết quả ước lượng ở Bảng 6 với mục tiêu là kiểm định xem chính sách tiền tệ thông qua kênh tín dụng tác động đến chỉ số giá chứng khoán (VNI) như thế nào, thì cho thấy tăng trưởng tín dụng tư nhân, lãi suất cho vay bình quân, cung tiền tệ M2 đều tác động đến VNI có ý nghĩa thống kê ở mức dưới 5%. Tuy nhiên, tăng trưởng tín dụng tư nhân lại tác động nghịch đến VNI, kết quả này trái ngược với kỳ vọng. Có thể thị trường chứng khoán Việt Nam còn mới, biến động của chỉ số giá chịu tác động bởi nhiều yếu tố. Giá cả chứng khoán có nhiều lúc vượt xa giá trị thực của chúng, nên giữa tăng trưởng tín dụng tư nhân và chỉ số giá ngược chiều là điều khó tránh khỏi.

Trong khi đó, lãi suất cho vay tăng 1%, thì VNI lại giảm đến 4,49 điểm. Có thể hiểu rằng, lãi suất cho vay tác động trực tiếp đến cầu, cũng như cung chứng khoán. Bên cạnh lãi suất cho vay, thì giá cả chứng khoán còn chịu tác động bởi cung tiền tệ. Cung tiền tệ tác động cùng chiều với VNI và tác động này đúng như kỳ vọng. Cụ thể khi cung tiền tăng trưởng 1%, thì chỉ số giá chứng khoán có thể tăng 1,5 điểm. Ngoài ra, biến lạm phát cũng tác động đến giá cả chứng khoán và cùng chiều.

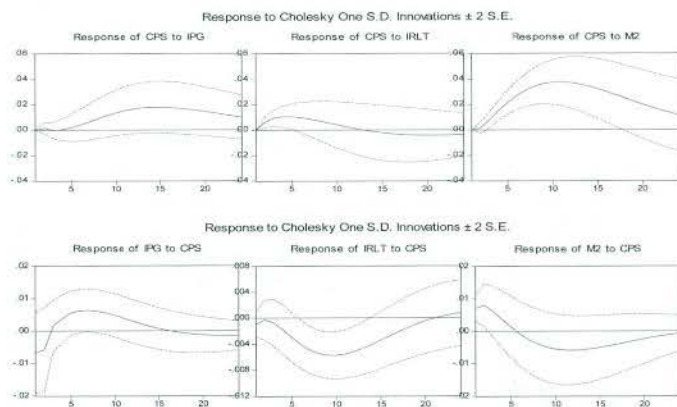
Phân tích phản ứng sốc và phân rã phương sai

Hình 2 cho thấy, tăng trưởng sản lượng công nghiệp, lãi suất cho vay thực và cung tiền điều chịu tác động bởi cú sốc của tín dụng tư nhân.

Riêng với cung tiền chịu tác động rất mạnh từ cú sốc của tín dụng tư nhân. Tín dụng tăng kéo theo cung tiền trong nền kinh tế tăng bắt đầu từ tháng thứ nhất, tăng dần và mạnh nhất vào tháng thứ 12 và giảm dần cho đến tháng thứ 24, sau đó bão hòa. Có thể nói, tăng trưởng tín dụng tác động đến cung tiền rất mạnh cả về mức độ và thời gian.

Ở chiều ngược lại, tín dụng tư nhân chịu tác động bởi cú sốc của tăng trưởng sản lượng công nghiệp, tăng dần

HÌNH 2: PHÂN TÍCH PHẢN ỨNG SỐC



Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

từ tháng thứ nhất cho đến tháng thứ 7, sau đó giảm dần cho đến tháng thứ 15, thì bắt đầu ổn định. Tín dụng tư nhân còn chịu tác động của cú sốc lãi suất thực. Cụ thể, khi lãi suất thực tăng làm cho tăng trưởng tín dụng tư nhân giảm mạnh và kéo dài cho đến tháng thứ 10, sau đó tăng trở lại cho đến tháng thứ 20 mới bằng với mức chưa giảm lãi suất thực.

Qua kết quả phân rã phương sai (Bảng 7), tác động của các nhân tố khác đến tín dụng tư nhân điều có độ trễ và kéo dài nhiều tháng. Cụ thể, ở kỳ gốc, thì tín dụng tư nhân chỉ chịu tác động bởi chính nó, sau đó dưới tác động của các nhân tố vĩ mô khác, như: tăng trưởng sản xuất công nghiệp, lãi suất cho vay thực và cung tiền M2. Tăng trưởng sản xuất công nghiệp, biến đại diện cho tăng trưởng kinh tế tác động đến tín dụng tư nhân rất yếu ở những tháng đầu (từ tháng 1 đến tháng 8), từ tháng 8 trở đi bắt đầu mạnh dần và tác động mạnh nhất bắt đầu từ tháng 24. Với kết quả trên cho thấy, tín dụng tư nhân chưa tăng trưởng theo sự gia tăng của tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế.

Lãi suất cho vay thực tác động gần như là trực tiếp đối với tín dụng tư nhân. Kết quả cho thấy, tác động là nhanh và mạnh ở những tháng đầu (từ tháng thứ 2 đến tháng 4), mạnh nhất là tháng thứ 4 và sau đó chậm dần.

Kết quả cũng cho thấy, cung tiền tác động mạnh đến tăng trưởng tín dụng tư nhân với mức ý nghĩa 1%. Tháng thứ 8 cung tiền tác động là do tín dụng tư nhân thay đổi đến 9%, nhưng đến tháng thứ 16 cung tiền lại tác động làm cho tín dụng tư nhân thay đổi đến 64%. Sau đó, đến tháng thứ 24 còn 63% và giảm dần.

MỘT SỐ KẾT LUẬN

Chính sách tiền tệ thông qua kênh tín dụng được truyền tải đến các yếu tố vĩ mô của nền kinh tế Việt Nam chưa ổn định. Từ lãi suất chính sách đến lãi suất thị trường còn nhiều vấn đề chưa được hợp lý, trong đó có việc điều hành lãi suất cơ bản. Mặc dù Nhà nước điều hành trần lãi suất thông qua lãi suất cơ bản, nhưng lãi suất chiết khấu mới tác động nhiều đến lãi suất cho vay. Giữa tín dụng tư nhân chịu tác động mạnh bởi các biến vĩ mô, như: tăng trưởng giá trị sản lượng công nghiệp, lãi suất cho vay thực và

BẢNG 7: PHÂN RÃ PHƯƠNG SAI

Period	S.E.	CPS	IPG	IRLT	M2
Biến CPS					
4	0,0562	82,645	0,0905	7,5489	9,7155
16	0,1456	22,131	10,573	3,0193	64,275
24	0,1618	18,538	14,565	2,9248	63,971
Biến IPG					
1	0,0659	1,0416	98,958	0,0000	0,0000
8	0,0790	3,8298	87,748	5,6634	2,7581
24	0,0890	4,2199	73,672	5,4201	16,687
Biến IRLT					
4	0,0242	0,7798	3,4509	89,801	5,9673
8	0,0303	9,0548	6,8400	78,690	5,4147
16	0,0405	16,030	5,7577	45,071	33,140
24	0,0507	10,573	10,551	29,021	49,853
Biến M2					
1	0,0216	10,671	2,8621	0,1667	86,299
12	0,0903	3,8384	16,682	0,7342	78,744
16	0,0939	4,8008	18,460	1,1270	75,611
24	0,0948	5,2623	18,932	1,3850	74,420

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

cung tiền M2. Tăng trưởng bán lẻ hàng hóa và dịch vụ chỉ chịu tác động bởi tăng trưởng giá trị sản lượng công nghiệp và lãi suất cho vay thực. Chỉ số giá chứng khoán chịu tác động bởi tăng trưởng tín dụng tư nhân, lãi suất cho vay thực, lạm phát và cung tiền.

Kết quả phân tích trên cho thấy, kênh tín dụng trong chính sách tiền tệ của Việt Nam được truyền tải qua nhiều giai đoạn. Mặc dù có sự liên kết mạnh giữa lãi suất cho vay và lãi suất chiết khấu, nhưng sự truyền tải của lãi suất cho vay đến tín dụng, tín dụng đến tăng trưởng kinh tế và lạm phát là còn yếu và chậm. Tín dụng tư nhân chịu tác động bởi tăng trưởng kinh tế, lãi suất cho vay thực và cung tiền. Song, chiều ngược lại, thì tín dụng tư nhân tác động rất yếu đến tăng trưởng kinh tế. Tín dụng tư nhân có thể chưa đại diện cho toàn bộ tín dụng của nền kinh tế, nhưng nó phần nào cho thấy được tác động trong điều hành chính sách tiền tệ. □

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Basabi (2006). *The nature of the causal relationship between stock marketing and macroeconomic aggregates in India: An empirical analysis*
2. Bayoumi, Tamim and Ola Melander (2008). *Credit matters: Empirical evidence on U.S. Macro-Financial linkages*, IMF Working Paper No. WP/08/169, July
3. Bernanke, B., M. Gertler, and S. Gilchrist (1999). *The financial accelerator in a quantitative business cycle framework*, Handbook of Macroeconomics, North Holland
4. Bernanke, B.S. and Gertler, M. (1995). Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission, *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), pp. 27-48
5. Crowley (2008). *Credit growth in the Middle EAST, North Africa and Central Asia Region*, IMF Working Paper No: 08/184
6. Friedman, B. M. and Kuttner, K. N. (1992). Money, income, prices and interest rates, *American Economic Review*, 82, 472-492