



Original Article

Macroeconomics and monetary policy in Vietnam

Nguyen Mau Ba Dang¹, Ngo Thai Hung^{1,*}, Pham Nhu Binh²

¹*University of Finance - Marketing*

No. 778 Nguyen Kiem, Ward 4, Phu Nhuan District, Ho Chi Minh City, Vietnam

²*Thu Dau Mot University*

No. 6 Tran Van On Street, Thu Dau Mot City, Binh Duong Province, Vietnam

Received: May 31, 2023

Revised: August 15, 2023; Accepted: February 25, 2024

Abstract: Utilizing quantile regression and time series data from 2000 to 2021, this study seeks to assess how monetary policy in Vietnam is impacted by economic events. The findings demonstrate that given that price stability is the central bank's top priority, inflation has a considerable bearing on monetary policy. Additionally, while the exchange rate has a beneficial impact on monetary policy, the money supply has a negative impact on interest rates. Interest rates are negatively impacted by trade openness, particularly at high quantiles. These findings are supported by statistical evidence and macroeconomic theory. Overall, monetary policy is significantly influenced by shocks to Vietnam's macroeconomic fundamentals.

Keywords: Monetary policy, interest rate, re-delivery, economic openness, percentile regression.

* Corresponding author

E-mail address: hung.nt@ufm.edu.vn

<https://doi.org/10.57110/jebvn.v3i1.216>

Copyright © 2024 The author(s)

Licensing: This article is published under a CC BY-NC 4.0 license.

Tác động của kinh tế vĩ mô đến chính sách tiền tệ tại Việt Nam

Nguyễn Mậu Bá Đăng¹, Ngô Thái Hưng^{1,*}, Phạm Như Bình²

¹Trường Đại học Tài chính - Marketing

Số 778 Nguyễn Kiệm, Phường 4, Quận Phú Nhuận, Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam

²Trường Đại học Thủ Dầu Một

Số 6 Trần Văn Ôn, thành phố Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương, Việt Nam

Nhận ngày 31 tháng 5 năm 2023

Chỉnh sửa ngày 15 tháng 8 năm 2023; Chấp nhận đăng ngày 25 tháng 2 năm 2024

Tóm tắt: Sử dụng mô hình hồi quy phân vị và dữ liệu theo thời gian từ năm 2000-2021, nghiên cứu xem xét tác động của các sự kiện kinh tế đến chính sách tiền tệ tại Việt Nam. Kết quả cho thấy lạm phát có tác động đáng kể đến chính sách tiền tệ - một kết quả tất yếu bởi sự ổn định giá cả là mục tiêu chính của Ngân hàng Trung ương. Ngoài ra, cung tiền tác động tiêu cực đến lãi suất, trong khi tỷ giá tác động tích cực đến chính sách tiền tệ. Độ mở kinh tế có tác động tiêu cực đến lãi suất, đặc biệt ở các phân vị cao. Các phát hiện này đều có ý nghĩa thống kê và phù hợp với lý thuyết kinh tế vĩ mô, mang lại một số hàm ý chính sách quan trọng đối với chính sách tiền tệ tại Việt Nam.

Từ khóa: Chính sách tiền tệ, lãi suất, lạm phát, độ mở kinh tế, hồi quy phân vị.

1. Giới thiệu

Các chính sách kinh tế vĩ mô đóng vai trò quan trọng trong việc ổn định giá cả, tăng trưởng kinh tế và được áp dụng khi khủng hoảng xảy ra. Hầu hết các quốc gia trên thế giới đối phó với khủng hoảng bằng cách cắt giảm lãi suất và bơm thanh khoản bổ sung vào hệ thống tài chính của họ (Maitra, 2022; Foerster, 2016). Tuy nhiên, không phải tất cả các quốc gia đều có sự linh hoạt để thực hiện các chính sách đó vì chúng phụ thuộc vào thiết kế (ví dụ: liên minh tiền tệ) hoặc bối cảnh của chính sách tiền tệ (Hossain & Maitra, 2020). Các quốc gia có lãi suất thấp hơn có thể bỏ lỡ hiệu quả của chính sách tiền tệ khi bơm thanh khoản cắt giảm lãi suất làm mất ổn định tiền tệ bằng cách kích hoạt dòng tiền ra (Neaime & Gaysset, 2022). Với những hạn chế về chính sách tiền tệ trong tình huống này, chính sách tài khóa đã được sử dụng để ổn định tăng trưởng kinh tế và kiểm soát lạm phát (Hirose và cộng sự, 2020).

Nền kinh tế Việt Nam đã trải qua một số giai đoạn chuyển tiếp. Ngân hàng Trung ương đã thực hiện chính sách tiền tệ theo kịch bản thay đổi và nhu cầu phát triển được phản ánh trong các chế độ tiền tệ khác nhau. Qua các thời kỳ, chính sách xác định lãi suất và tỷ giá đã đi chệch hướng từ một hệ thống được quản lý sang một hệ thống linh hoạt do thị trường quyết định. Sau đó, các nhà hoạch định chính sách đã nhận ra những bất lợi liên quan đến chính sách lãi suất và điều hành để hiệu quả chính sách lãi suất dựa trên biến động của thị trường.

Các yếu tố gây ra sự biến động của lãi suất, đặc biệt trong chế độ kinh tế thị trường, là một vấn đề cần nghiên cứu. Dưới góc độ lý luận, vai trò của các công cụ chính sách tiền tệ và tài khóa trong các biến thể của lãi suất đang gây tranh cãi (Nguyen và cộng sự, 2022). Nghiên cứu thực nghiệm thường giúp giải quyết những điều không chắc chắn về lý thuyết và giúp hoạch định chính sách. Đặc biệt, việc xác định các yếu tố cơ

* Tác giả liên hệ

Địa chỉ email: hung.nt@ufm.edu.vn

<https://doi.org/10.57110/jebvn.v3i1.216>

Bản quyền © 2024 (Các) tác giả

Bài báo này được xuất bản theo CC BY-NC 4.0 license.

bản ảnh hưởng đến sự thay đổi lãi suất trong quá trình thực hiện các chính sách tài chính và tiền tệ tại Việt Nam trở nên đáng chú ý. Một số nghiên cứu trước (Khieu, 2014; Nguyen và cộng sự, 2022) đã tìm hiểu vai trò của các yếu tố tiền tệ bên trong và bên ngoài đối với thay đổi lãi suất thời kỳ hậu cải cách ở Việt Nam, trong khi một số nghiên cứu khác xem xét mối liên hệ giữa tỷ giá và lãi suất ở Việt Nam (Minh & Duong, 2017; Nguyen và cộng sự, 2012). Tuy nhiên, phát hiện của các nghiên cứu trên chưa thống nhất về tác động của chính sách kinh tế vĩ mô đến lãi suất. Các nghiên cứu chưa đánh giá đánh giá vai trò của tiền tệ và các yếu tố bên ngoài hoặc tác động của chính sách tài khóa - vai trò tương đối của các yếu tố này trong sự thay đổi của lãi suất (Maitra, 2022). Trong một nền kinh tế mở, lãi suất được kỳ vọng thay đổi do độ mở của nền kinh tế (Nguyen và cộng sự, 2022). Vai trò của độ mở thương mại đối với sự thay đổi của lãi suất ở Việt Nam chưa được xem xét trong các nghiên cứu trước. Hơn nữa, đại dịch COVID-19, những bất ổn xã hội và chính trị cùng hàng loạt cuộc khủng hoảng tài chính và nợ trước đây đã cho thấy sự kém hiệu quả của các công cụ chính sách tài chính và tiền tệ thông thường được áp dụng, đồng thời đặt ra câu hỏi về tính bền vững và khả năng quản lý của tỷ giá hối đoái, các khoản nợ có chủ quyền, thâm hụt ngân sách, tài khoản vãng lai và cán cân thanh toán của Việt Nam.

Do đó, nghiên cứu này xem xét vai trò của lãi suất danh nghĩa ngắn hạn, tỷ giá hối đoái hiệu quả thực tế, lạm phát, số dư tài khoản vãng lai hiện tại, cấu trúc và phát triển tài chính và độ mở thương mại trong chính sách tiền tệ của Việt Nam giai đoạn 2000-2021. Khác với các nghiên cứu trước, nghiên cứu này cung cấp bằng chứng trong thời gian dài khi lập trường của các chính sách tiền tệ và tài khóa đã trải qua một số thay đổi. Khi các yếu tố vĩ mô cơ bản tác động đến lãi suất được xác định chính xác, chúng ta có thể chẩn đoán và xác định hệ quả từ những thay đổi chính sách tiền tệ, từ đó đề ra chính sách phù hợp.

2. Tổng quan nghiên cứu

Taylor (1993) đề cập đến chức năng phản ứng chính sách bằng cách đề xuất một quy tắc chính sách tiền tệ để kiểm soát lạm phát ở Hoa Kỳ vào đầu những năm 1990, được gọi là quy tắc Taylor. Về chính sách tiền tệ, có thể thấy rằng

các hàm phản ứng thường là dựa trên lãi suất. Nghiên cứu hiệu quả chính sách tiền tệ của Brazil, Andrade và Pires (2011) cung cấp một cái nhìn sâu sắc về chính sách tiền tệ hoạt động trong thị trường trái phiếu. Kết quả gợi ý hiệu ứng của cải động vai trò như một kênh truyền dẫn chính sách tiền tệ quan trọng. Afonso và cộng sự (2019) nhận thấy lạm phát có tác động lớn đến tiền tệ, chức năng phản ứng chính sách này có xu hướng thuận chu kỳ và bị ảnh hưởng bởi nhu cầu bên ngoài. Maitra (2022) đánh giá tác động của các yếu tố tiền tệ, tài khóa và độ mở thương mại đến lãi suất danh nghĩa thực tế ở Ấn Độ. Sử dụng phương pháp ARDL, tác giả cho rằng lãi suất huy động, lãi suất cho vay và lãi suất thực có mối liên hệ dài hạn với các công cụ chính sách tiền tệ, tài khóa và độ mở thương mại.

Foerster (2016) xem xét tính xác định và hệ quả phân bổ của việc chuyển đổi chính sách tiền tệ. Mặc dù việc chuyển đổi mục tiêu lạm phát không ảnh hưởng đến tính xác định, công thức tác động của lạm phát có thể không xác định. Quy tắc Taylor là không cần thiết cũng như không đủ để xác định khi các phản ứng lạm phát thay đổi; tính không xác định có thể phát sinh nếu chính sách tiền tệ phản ứng quá mạnh và tích cực với lạm phát. Kỳ vọng thay đổi mục tiêu của lạm phát sẽ tác động đáng kể đến chính sách tiền tệ. Hossain và Maitra (2020) đã xem xét vai trò của chính sách tiền tệ và độ mở thương mại để nâng cao tăng trưởng ở Ấn Độ. Các tác giả nghiên cứu tác động của các công cụ chính của chính sách tiền tệ là cung tiền, lãi suất và tỷ giá hối đoái với độ mở thương mại. Kết quả chỉ ra tác động tích cực đáng kể của cung tiền, cả trong ngắn hạn và dài hạn, cùng với tác động tiêu cực trong dài hạn của lãi suất thực và tác động tích cực của tỷ giá hối đoái thực đối với chính sách tiền tệ. Hirose và cộng sự (2020) đã xem xét lại quan điểm lý thuyết của lạm phát bằng cách ước lượng mô hình Keynes tổng quát, kết quả cho thấy phản ứng tích cực của chính sách tiền tệ đối với lạm phát ngay cả trong thời kỳ đại lạm phát. Quan trọng hơn, phản ứng chính sách đối với lạm phát chưa đủ để giải thích sự ổn định kinh tế vĩ mô của Hoa Kỳ, trừ khi nó đi kèm với thay đổi trong xu hướng lạm phát hoặc phản ứng chính sách đối với chênh lệch sản lượng và tăng trưởng sản lượng. Kết quả đã mở rộng lý thuyết lạm phát bằng cách nhấn mạnh tầm quan trọng của thay đổi chính sách tiền tệ. Neaime và Gaysset (2022) khám phá tác động động của các cú sốc tài chính

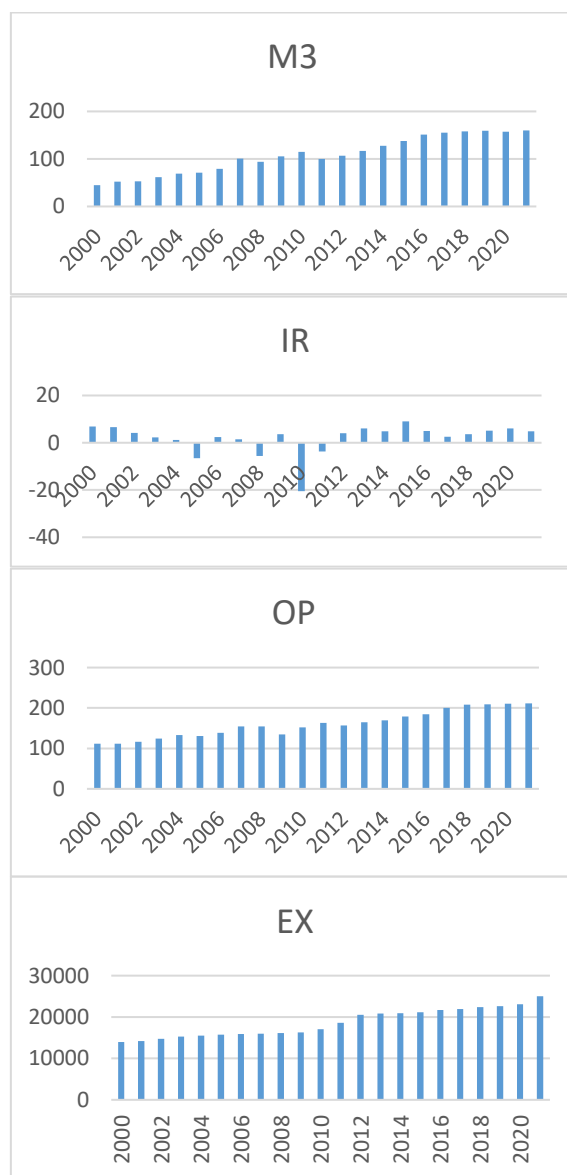
và kinh tế vĩ mô bên ngoài cũng như bên trong đối với các quốc gia Trung Đông - Bắc Phi (MENA). Kết quả hàm ý rằng tỷ lệ lạm phát của MENA phản ứng đáng kể đến những cú sốc bất nguồn từ Ả Rập Xê Út. Tương tự, khi lãi suất của Tunisia và Ai Cập phản ứng tích cực trước những cú sốc đối với lãi suất của Ả Rập Xê Út, cung tiền và lãi suất của Jordan và Li-băng được phát hiện là không phản ứng với những thay đổi trong chính sách tiền tệ của Ả Rập Xê Út. Hơn nữa, chu kỳ kinh doanh của Saudi ảnh hưởng đáng kể đến tỷ lệ lạm phát, cung tiền và GDP của MENA.

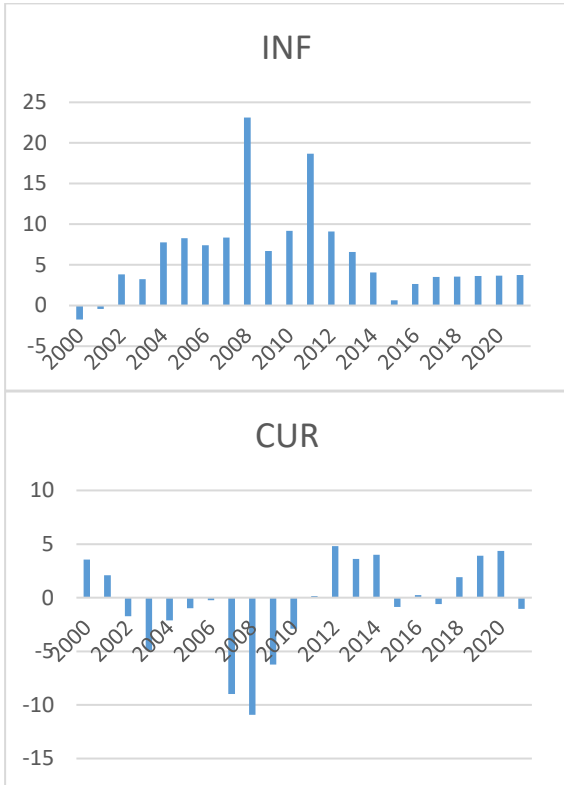
Tại Việt Nam, Khiếu (2014) chứng minh rằng tăng trưởng tiền tệ ảnh hưởng tích cực đến tỷ lệ lạm phát. Cụ thể, lạm phát tăng cú sốc tích cực đối với tăng trưởng tiền tệ. Bên cạnh đó, các cú sốc tích cực đối với cung tiền có ảnh hưởng mạnh nhất đến lạm phát. Nguyen và cộng sự (2022) cho rằng ổn định giá cả đóng vai trò sống còn trong việc đảm bảo tăng trưởng GDP. Để ổn định giá cả, chính sách tài khóa và tiền tệ cần được điều hành phù hợp. Do đó, trong nghiên cứu này, nhóm tác giả đánh giá tác động của chính sách tài khóa và tiền tệ đến lạm phát ở Việt Nam, chỉ ra lạm phát của Việt Nam đang tác động tích cực và bị ảnh hưởng bởi thâm hụt ngân sách, cung tiền, chi tiêu chính phủ và lãi suất. Trong số các yếu tố, chi tiêu chính phủ ảnh hưởng lớn nhất đến lạm phát. Bên cạnh đó, độ mở thương mại cũng tác động đến lạm phát nhưng tác động âm và không đáng kể.

3. Dữ liệu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu năm từ năm 2000-2021 của Việt Nam, bao gồm lãi suất danh nghĩa ngắn hạn (IR), tỷ giá hối đoái hiệu quả thực tế (EX), lạm phát (INF), số dư tài khoản vãng lai hiện tại (CUR), cấu trúc và phát triển tài chính còn được gọi là nợ thanh khoản (M3) và độ mở thương mại (OP). IR, EX và INF được thu thập từ FRED (Federal Reserve Economic Data) (<https://fred.stlouisfed.org/>), trong khi đó CUR và OP được khai thác từ WDI (World Development Indicators) (<https://data.worldbank.org/>). M3 được thu thập từ World Bank's Financial Development and Structure dataset (<https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/data/global-financial-development-database>).

Hình 1 mô tả biến động các đại lượng nghiên cứu theo thời gian từ năm 2000-2021. Có thể thấy cung tiền M3, độ mở thương mại OP và tỷ giá tăng theo thời gian, đặc biệt là những năm gần đây. Tuy nhiên, lãi suất IR, lạm phát INF và số dư tài khoản vãng lai CUR biến động theo thời gian, chủ yếu vào các năm 2008, 2012 và 2020 là thời kỳ khủng hoảng cầu như: khủng hoảng tài chính toàn (2008), tin dụng châu Âu (2012) và COVID-19 (2020). Điều này phù hợp với các nghiên cứu trước (Neaime & Gaysset, 2022; Hossain & Maitra, 2020; Nguyen và cộng sự, 2022) cho rằng khủng hoảng toàn cầu tác động đáng kể đến chính sách tài khóa của các quốc gia trên thế giới.





Hình 1: Xu thế biến động của M3, INF, EX, OP, CUR và IR giai đoạn 2000-2021
 Nguồn: Tính toán của các tác giả.

4. Phương pháp

Nghiên cứu hiện tại cũng như hầu hết các nghiên cứu trước tuân theo quy tắc Taylor, lãi suất là công cụ được sử dụng cho chính sách tiền tệ. Ví dụ, đối với các biến độc lập, Huchet (2003) sử dụng lãi suất ngắn hạn trễ, chênh lệch lạm phát và chênh lệch tăng trưởng M3. Altavilla (2003) đã nghiên cứu các mô hình khác nhau giữa lạm phát, chênh lệch sản lượng và lãi suất, cũng như các giá trị trễ của chúng và thời hạn tự hồi quy. Do đó, các tác giả xây dựng mô hình hồi quy chính sách tiền tệ như sau:

$$IR_t = \beta_1 + \beta_2 INF_t + \beta_3 M3_t + \beta_4 CUR_t + \beta_5 EX_t + \beta_6 OP_t + \varepsilon_t$$

Trong đó, IR là lãi suất ngắn hạn danh nghĩa, INF là lạm phát, M3 là cấu trúc và phát triển tài chính - còn được gọi là nợ thanh khoản, CUR là số dư tài khoản vãng lai hiện tại, OP là độ mở thương mại và EX là tỷ giá hối đoái hiệu quả thực tế.

Phương pháp hồi quy phân vị được sử dụng để kiểm tra tác động của INF, CUR, EX, M3 và OP đối với lãi suất. Nghiên cứu xem xét các yếu tố quyết định của chính sách tài khóa thông qua phân phối có điều kiện của mô hình hồi quy phân vị. Ngoài ra, mô hình hồi quy phân vị được mô tả bằng phương trình sau:

$$IR_t = \alpha(\tau)_0 + \sum \beta_2(\tau) INF_t + \sum \beta_3(\tau) M3_t + \sum \beta_4(\tau) CUR_t + \sum \beta_5(\tau) EX_t + \sum \beta_6(\tau) OP_t + \varepsilon_t$$

Với τ đại diện cho các phân vị $0 < (\tau) < 1$.

5. Kết quả

5.1. Thống kê mô tả

Bảng 1 tóm tắt thống kê mô tả của dữ liệu giai đoạn 2000-2021. Trung bình của EX, INF, IR, M3 và OP có giá trị dương và EX đạt giá trị lớn nhất, trong khi CUR có giá trị trung bình âm. Quan sát hệ số độ lệch chuẩn, IR biến động lớn

nhất, tiếp đến INF và CUR, hàm ý rằng chính sách tài khóa của Việt Nam biến động đáng kể trong giai đoạn nghiên cứu. Đặc biệt, các biến nghiên cứu không tuân theo luật phân phối chuẩn dựa vào giá trị xác suất, do đó chúng ta bác bỏ giả thuyết H_0 : Dữ liệu tuân theo luật phân phối chuẩn tại mức ý nghĩa 10%. Kết quả này thuận lợi cho phân tích hồi quy phân vị trong phần tiếp theo.

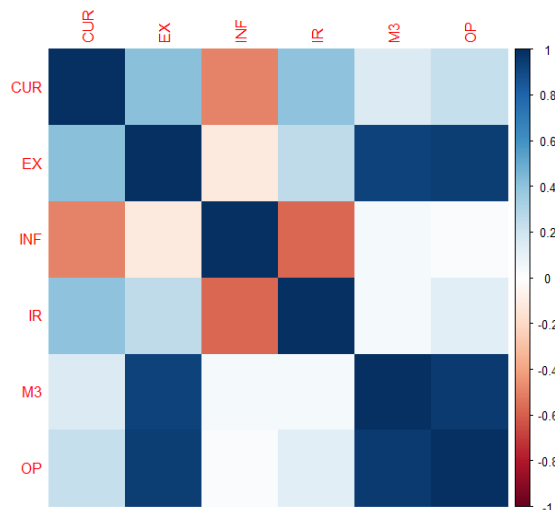
Bảng 1: Thống kê mô tả

Biến số	CUR	EX	INF	IR	M3	OP
Trung bình	-0,145615	8,428989	1,541678	0,494308	3,222670	3,667787
Độ lệch chuẩn	1,069249	0,181001	1,412042	1,587906	0,399488	0,206711
Cực đại	1,322722	8,784916	6,047803	2,314703	3,699947	3,966883
Cực tiểu	-2,824162	8,155182	-0,457550	-5,558263	2,311135	3,322899
Hệ số lệch	-0,829196	0,077297	1,523275	-2,185330	-0,532769	-0,048996
Hệ số nhọn	3,114093	1,538737	5,361637	8,007926	2,122227	1,877269
Thống kê J-B	10,13202	7,917023	54,48225	162,0007	6,988142	4,657136
(p-value)	(0,006308)	(0,019092)	(0,000000)	(0,000000)	(0,030377)	(0,097435)

Nguồn: Tính toán của các tác giả.

Sự tương quan tuyến tính giữa các cặp biến nghiên cứu được tính toán và được thể hiện bằng biểu đồ nhiệt trong Hình 2. Ta thấy hệ cặp EX-OP và EX-M3 có hệ số tương quan lớn nhất, nghĩa là khi cung tiền M3 và độ mở thương mại tăng lên đồng nghĩa tỷ giá cũng tăng theo. Ngược lại, cặp INF-IR có tương quan âm hàm ý rằng

lạm phát tăng lên thì khi đó lãi suất giảm xuống, kết quả này ủng hộ nghiên cứu của Nguyen và cộng sự (2022). Tương tự, IR tương quan dương và yếu với EX và CUR. Do đó, tồn tại tương quan tuyến tính giữa IR và các biến vĩ mô đang được xem xét.



Hình 2: Ma trận tương quan giữa INF, CUR, EX, INF, M3 và OP

Nguồn: Tính toán của các tác giả.

5.2. Kiểm định nghiệm đơn vị

Bảng 2 trình bày kiểm định nghiệm đơn vị của các biến nghiên cứu nhằm tìm hiểu tính ổn định của dữ liệu. Chúng ta xem xét các biến dừng ở mức ý nghĩa 10%. Kiểm định Dickey-Fuller (ADF) và Phillip-Perron (PP) cho thấy EX, OP,

CUR, M3 và IR không dừng ở mức $I(0)$. Tuy nhiên, tất cả biến được nghiên cứu đều dừng ở mức $I(1)$ theo thống kê PP. Do đó, nghiên cứu sử dụng sai phân bậc 1 của các biến để phân tích hồi quy. Việc sử dụng $I(1)$ để thực hiện mô hình quy đã được tiến hành ở các nghiên cứu trước (Maitra, 2022).

Bảng 2: Kiểm định nghiệm đơn vị

Biến	ADF	PP
	I(0)	I(0)
CUR	-2,927613*	-2,101791
EX	0,412663	0,490832
INF	-1,650474	-2,612870*
IR	-2,219377	-2,963797*
M3	-1,863143	-2,631533*
OP	-1,174988	-0,843711
	I(1)	I(1)
CUR	-2,710792*	-3,826313*
EX	-2,421128*	-2,999791**
INF	-3,251930	-5,903723***
IR	-2,981076**	-6,153346***
M3	-2,162990	-5,289395***
OP	-3,489457**	-5,156634***

Ghi chú: *, **, *** tương ứng là mức ý nghĩa thống kê 1%, 5% và 10%.

Nguồn: Tính toán của các tác giả.

5.3. Phân tích hồi quy bội

Trước tiên, nghiên cứu thực hiện mô hình hồi quy bội xem xét tác động của CUR, EX, INF, M3 và OP đến chính sách tài khóa tại Việt Nam giai đoạn 2000-2021. Kết quả hồi quy được trình bày trong Bảng 3. Chúng ta quan sát INF và M3 tác động tiêu cực đến IR và EX tác động dương đến IR. Kết quả này cho thấy khi cung tiền M3 và lạm phát càng tăng tác động ngược lại với chính sách tài khóa, ngược lại EX ảnh hưởng tích cực đến sách tài khóa tại Việt Nam. Hơn nữa, lạm phát rất quan trọng để xác định biến động của lãi suất, do đó, trong khoảng thời gian 2000-2021, lạm phát ở Việt Nam đóng vai trò quan trọng trong việc giải thích cho các động thái lãi suất. Cuối cùng, tỷ giá tác động có lợi đến phản

ứng chính sách của tiền tệ, tức là khi chính sách tỷ giá được cải thiện, lãi suất có xu thế tăng. Đặc biệt, kết quả hồi quy bội tiết lộ độ mở thương mại và cán cân vãng lai dường như không giải thích cho việc thay đổi chính sách tiền tệ. Chính sách tiền tệ thông thường vẫn bắt lực trong việc đối phó với những cú sốc ngoại sinh và nội sinh ảnh hưởng đến nền kinh tế Việt Nam. Cán cân vãng lai và độ mở thương mại là các biến duy nhất không phản ứng đáng kể với những thay đổi của chính sách tiền tệ. Để có kết quả chi tiết hơn, phần tiếp theo chúng ta ước lượng mô hình hồi quy phân vị nhằm cung cấp bức tranh toàn diện hơn về tác động của tỷ giá, cung tiền, độ mở thương mại, cán cân vãng lai hiện tại và lạm phát đến chính sách tài khóa tại Việt Nam.

Bảng 3: Phân tích hồi quy bội của các biến

Biến	Biến phụ thuộc IR			
	Hệ số	Sai số chuẩn	Thống Kê T	Xác suất
C	-75,96919	20,01078	-3,79641	0,0003
CUR	-0,27516	0,187897	-1,46441	0,1469
EX	10,62865	3,167461	3,355573	0,0012
INF	-0,54252	0,107482	-5,04753	0,000
M3	-4,2256	1,275467	-3,31298	0,0014
OP	0,351377	2,790928	0,1259	0,9001
R ²		0,461		0,000

Nguồn: Tính toán của các tác giả.

5.4. Phân tích hồi quy phân vị

Trước hết, hệ số ước lượng của các biến giải thích trong hầu hết các trường hợp đều có ý nghĩa và phù hợp với dấu tác động dự kiến. Hơn nữa, tác động bất đối xứng của các biến hồi quy này là rõ ràng vì hệ số của các biến hồi quy tổng riêng âm khác với hệ số dương. Các mối quan hệ bất đối xứng đối với chính sách tiền tệ, kết quả của chúng được mô tả theo thứ tự trong các cột từ 3 đến 7 của Bảng 4, chỉ ra các ước lượng phân vị của các biến giải thích đóng góp đáng kể cả tích cực và tiêu cực đối với lãi suất. Cụ thể, ở mức phân vị thấp CUR, EX, INF và M3 tác động đến lãi suất tại mức ý nghĩa thống kê 10%. Ở phân vị trung, M3 và OP dường như không ảnh hưởng đến chính sách tiền tệ vì không có ý nghĩa thống kê, các biến giải thích còn lại đều có ý nghĩa thống kê. Tuy nhiên, ở mức phân vị cao, hầu hết các biến động lập đều có ý nghĩa thống kê, nghĩa là chúng tác động đáng kể đến lãi suất. Nhìn chung, từ mô hình hồi quy phân vị, chúng ta kết

luận rằng lãi suất rất nhạy cảm với thay đổi lạm phát; tại Việt Nam, lạm phát gia tăng dường như làm giảm lãi suất.

Ngoài ra, phần lớn các kết quả đạt được đối với M3, CUR và OP đều tồn tại bằng chứng về mối tương quan tiêu cực, trong khi đó EX có tác động tích cực đến lãi suất. Kết quả này dẫn đến kết luận rằng, nói chung, sự cải thiện trong thương mại quốc tế cũng như tăng trưởng cung tiền tệ có xu hướng giảm lãi suất. Đặc biệt, kết quả đạt được đối với chức năng chính sách tiền tệ phù hợp với nghiên cứu của Wolters (2012), Afonso và cộng sự (2019). Ngoài ra, khi chúng ta quan sát riêng kết quả của các trung vị thấp và trung, có vẻ như các sự kiện thể chế không có tác động đến phản ứng của chính sách tiền tệ.

Tác động của tỷ giá hối đoái có tác động tích cực đáng kể chỉ ở mức ý nghĩa 1%. Trái ngược với động lực của lãi suất danh nghĩa đã thảo luận trước đó, thâm hụt ngân sách bị trì hoãn gây ra sự gia tăng trong lãi suất thực tế. Sự gia tăng lãi suất thực này do thâm hụt phù hợp với lý thuyết

quỹ cho vay cổ điển cũng như lý thuyết thanh khoản của Keynes. Độ mở thương mại được tìm thấy để giảm lãi suất thực, và phát hiện này ủng hộ kết quả của Maitra (2022). Tuy nhiên, khi một quốc gia trở nên cởi mở hơn, những đối mới bên ngoài như lạm phát toàn cầu thường ảnh hưởng và đẩy nhanh lạm phát trong nước. Lạm phát trong nước cao hơn làm giảm lãi suất thực tế.

Hơn nữa, giống như nhiều nước đang phát triển khác, lãi suất ở Việt Nam cao hơn so với hầu hết các nước phát triển. Tuy nhiên, qua các thời kỳ, đặc biệt là khi nền kinh tế Việt Nam đã cởi mở hơn, lãi suất dần trở nên hạ thấp và tiệm cận với lãi suất thế giới thông qua chuyển động của vốn. Những hiện tượng này có lẽ đã được phản ánh trong các kết quả đạt được ở trên.

Bảng 4: Kết quả hồi quy phân vị

Phân vị	Biến phụ thuộc IR						
	C	CUR	EX	INF	M3	OP	Pseudo R2
0,05	-126,767***	1,154***	17,997***	-1,09**	-4,730	-2,669	0,528
0,10	-105,553***	0,918**	13,719***	-0,517*	-6,719***	3,109	0,452
0,15	-60,321	0,671	8,234	-0,869	-2,555	-0,004	0,386
0,20	-42,683**	0,287**	6,525**	-0,674***	-1,55989	-1,66075	0,377
0,25	-36,390***	0,211**	5,764***	-0,481***	-1,323	-1,848	0,381
0,30	-37,06**	0,220**	5,956**	-0,484***	-1,188	-2,217	0,372
0,35	-25,603**	0,255**	3,931**	-0,437***	-1,268	-0,612	0,361
0,40	-14,956*	0,177	2,657***	-0,382***	-0,403	-1,312	0,359
0,45	-8,208	0,136*	1,771	-0,396***	0,064	-1,496	0,364
0,50	-4,708	0,150*	1,361	-0,405***	0,431	-1,811	0,373
0,55	-4,107	0,151**	1,191	-0,415***	0,425	-1,568	0,380
0,60	-3,146	0,151**	1,130	-0,424***	0,667	-1,885	0,385
0,65	-6,538	0,124	1,667	-0,432***	0,629	-2,149	0,388
0,70	-8,535	0,104	1,943	-0,444***	0,606	-2,203	0,387
0,75	-6,058	0,125	1,894	-0,440***	1,207	-3,277**	0,387
0,80	-10,746	0,092	2,795	-0,444***	1,310	-4,145***	0,390
0,85	-15,762	0,009	3,558	-0,487***	1,172	-4,376***	0,40
0,80	-17,499	0,012*	3,862**	-0,478***	1,137	-4,569***	0,418
0,95	-17,713	0,110	4,901***	-0,406***	-2,091**	-7,713***	0,462

Nguồn: Tính toán của các tác giả.

Cấu trúc và phát triển tài chính M3 làm giảm lãi suất thực hầu hết trên từng phân vị. Phát hiện này phù hợp với động lực của lãi suất danh nghĩa thảo luận trước đó. Cụ thể, tác động của cung tiền đối với lãi suất thực phụ thuộc vào tác động tương đối của nó đối với lãi suất danh nghĩa và lạm phát hoặc lạm phát kỳ vọng. Khi cung tiền làm giảm lãi suất danh nghĩa và tăng mức giá hoặc lạm phát, tác động của cung tiền đến lãi suất thực trở thành tiêu cực. Tác động tiêu cực của M3 với lãi suất mà nghiên cứu hiện tại tìm thấy là phù hợp với một số nghiên cứu đây của Laubach (2009), Kelikume (2016), Nguyen và cộng sự (2022).

Để minh họa tầm quan trọng tương đối của độ mở thương mại và ảnh hưởng của nó đến tác động của chính sách tiền tệ, kết quả cho thấy phản ứng tương ứng độ mở kinh tế với sự gia

tăng cung tiền đối với 4 giá trị khác nhau ở phân vị: 0,75, 0,80, 0,85, 0,90 và 0,95. Kết quả minh họa tác nhân kích thích sức mạnh của việc mở rộng tiền tệ suy giảm nhanh chóng với sự mở cửa. Giả định rằng xu hướng mở cửa của các nền kinh tế hiện đại ngày càng được tăng cường dẫn đến ngoại thương phát triển, hàm ý chính sách trực tiếp từ kết quả nghiên cứu này là hiệu lực của chính sách tiền tệ sẽ giảm và bị ảnh hưởng bởi lạm phát. Kết quả này tương đồng với nghiên cứu của Karras (1999).

6. Kết luận

Trong những thập kỷ qua, nghiên cứu về mối quan hệ giữa chính sách tiền tệ và các yếu tố vĩ mô trở nên cần thiết hơn, đặc biệt là sự hội nhập

quốc tế, dẫn đến một chính sách tiền tệ phù hợp hơn. Theo đó, nghiên cứu hiện tại dựa trên các mục tiêu chính sách tiền tệ, đó là phụ thuộc vào các biến số kinh tế nhất định để khám vai trò tỷ giá hối đoái hiệu quả thực tế, lạm phát, số dư tài khoản vãng lai hiện tại, cấu trúc và phát triển tài chính - còn được gọi là nợ thanh khoản và độ mở thương mại tại Việt Nam.

Kết quả từ mô hình hồi quy phân vị cho thấy lạm phát có tác động lớn đến chính sách tiền tệ, đây không phải là một kết quả đáng ngạc nhiên, vì sự ổn định giá cả là mục tiêu chính của Ngân hàng Trung ương. Hơn nữa, kết quả cũng nhận thấy chức năng phản ứng chính sách này có xu hướng thuận chu kỳ và bị ảnh hưởng bởi nhu cầu bên ngoài.

Ngoài ra, kết quả cung cấp bằng chứng ủng hộ tác động tiêu cực đến những biến động chính sách tiền tệ. Tỷ giá hối đoái thực được phát hiện là có tác động tích cực đến lãi suất, cho thấy sự tăng giá của Việt Nam đồng làm tăng các mức lãi suất danh nghĩa này. Độ mở thương mại có tác động tiêu cực đáng kể đến lãi suất, đặc biệt ở các phân vị cao. Tất cả những phát hiện này đều có ý nghĩa thống kê và phù hợp với lý thuyết kinh tế vĩ mô.

Những phát hiện này mang lại một số hàm ý chính sách quan trọng đối với chính sách tiền tệ. Trong cơ chế điều tiết lãi suất, các nhà hoạch định chính sách không thể kiểm soát lãi suất trực tiếp nhưng có thể chuyển sang con đường thông qua quản lý các biến chính sách tài chính và tiền tệ có liên quan chặt chẽ với lãi suất. Do đó, cần kiểm soát lãi suất, kết quả từ mô hình hồi quy cho thấy lạm phát tác động mạnh mẽ đến lãi suất ở Việt Nam. Điều này đã được thử nghiệm từ thực tế năm 2008-2015 với cuộc chạy đua tăng lãi suất huy động và cho vay của các ngân hàng, khiến lạm phát ở Việt Nam diễn biến hết sức phức tạp. Điều tiết lãi suất cũng là một trong những chính sách tiền tệ được Ngân hàng Trung ương sử dụng ở Việt Nam để đạt được sự ổn định của cán cân thanh toán. Nếu tăng lãi suất trong nền kinh tế Việt Nam, điều này sẽ không khuyến khích vay tiền từ các ngân hàng cho mục đích đầu tư trong nước. Tuy nhiên, điều ngược lại sẽ xảy ra nếu lãi suất giảm. Ngược lại, lãi suất trong nước giảm sẽ làm tăng mức vay từ các ngân hàng và dẫn đến sự gia tăng mức độ cơ hội đầu tư trong nước, dẫn đến tăng sản xuất hàng hóa và dịch vụ trong nước. Kết quả nghiên cứu hiện tại

có lợi để giữ lãi suất ở mức mong muốn thông qua các điều chỉnh hợp lý các công cụ chính sách và quản lý thâm hụt.

Tuy nhiên, khi các chính phủ đạt được mức cao mức nợ công hoặc thâm hụt ngân sách, Ngân hàng Trung ương đóng vai trò quan trọng để đối phó với các vấn đề tài chính. Hơn nữa, tác động đáng kể của độ mở thương mại đối với lãi suất là một vấn đề quan trọng khi chính sách kinh tế vĩ mô phải đối mặt với nhiều thách thức hơn. Thực tế là những đổi mới từ bên ngoài như tác động lan tỏa của lãi suất nước ngoài có thể ảnh hưởng đến lãi suất trong nước cũng là một vấn đề quan trọng cần quan tâm. Xa hơn, một phân tích sâu bao gồm chỉ số tài chính khác như nợ công và sản lượng có thể giải thích cho tác động của chu kỳ kinh doanh, điều này vẫn chưa được hiểu rõ trong bối cảnh nền kinh tế Việt Nam.

Tài liệu tham khảo

- Andrade, J. P., & Pires, M. C. D. C. (2011). Implications of public debt indexation for monetary policy transmission. *Journal of Applied Economics*, 14(2), 257–268. [https://doi.org/10.1016/S1514-0326\(11\)60014-7](https://doi.org/10.1016/S1514-0326(11)60014-7)
- Afonso, A., Alves, J., & Balhote, R. (2019). Interactions between monetary and fiscal policies. *Journal of Applied Economics*, 22(1), 132–151. <https://doi.org/10.1080/15140326.2019.1583309>
- Altavilla, C. (2003). Assessing monetary rules performance across EMU countries. *International Journal of Finance and Economics*, 8(2), 131–151. <https://doi.org/10.1002/ijfe.199>
- Foerster, A. T. (2016). Monetary policy regime switches and macroeconomic dynamics. *International Economic Review*, 57(1), 211–230. <https://doi.org/10.1111/iere.12153>
- Hirose, Y., Kurozumi, T., & Van Zandweghe, W. (2020). Monetary policy and macroeconomic stability revisited. *Review of Economic Dynamics*, 37, 255–274. <https://doi.org/10.1016/j.red.2020.02.004>
- Hossain, T., & Maitra, B. (2020). Monetary policy, trade openness and economic growth in India under monetary-targeting and multiple-indicator approach regimes. *Arthaniti: Journal of Economic Theory and Practice*, 19(1), 108–124. <https://doi.org/10.1177/0976747919852859>
- Huchet, M. (2003). Does single monetary policy have asymmetric real effects in EMU? *Journal of Policy Modeling*, 25(2), 151–178. [https://doi.org/10.1016/S0161-8938\(02\)00204-1](https://doi.org/10.1016/S0161-8938(02)00204-1)
- Khieu, H. (2014). Budget deficit, money growth and inflation: Empirical evidence from Vietnam

- (MPRA Paper No. 54488).
<http://doi.org/10.2139/ssrn.2428039>
- Karras, G. (1999). Openness and the effects of monetary policy. *Journal of International Money and Finance*, 18(1), 13-26.
[https://doi.org/10.1016/S0261-5606\(98\)00037-0](https://doi.org/10.1016/S0261-5606(98)00037-0)
- Kelikume, I. (2016). The effect of budget deficit on interest rates in the countries of sub-Saharan Africa: A panel VAR approach. *The Journal of Developing Areas*, 50(6), 105-120.
<http://doi.org/10.1353/jda.2016.0145>
- Laubach, T. (2009). New evidence on the interest rate effects of budget deficits and debt. *Journal of the European Economic Association*, 7(4), 858-885.
Laubach, T. (2009).
<https://doi.org/10.1162/JEEA.2009.7.4.858>
- Minh, N. T. T., & Duong, N. T. T. (2017). Effect of a budget deficit on inflation rate in Vietnam. *Hue University Journal of Science: Economics and Development*, 126(5B), 117-127.
<https://doi.org/10.26459/hueuni-jed.v126i5B.4151>
- Nguyen, H. M., Cavoli, T., & Wilson, J. K. (2012). The determinants of inflation in Vietnam, 2001-09. *ASEAN Economic Bulletin*, 29(1), 1-14.
<http://doi.org/10.1355/ae29-1a>
- Maitra, B. (2022). How do fiscal, monetary policies, and trade openness impact interest rates in India? *Journal of Public Affairs*, 22(4), e2674.
<https://doi.org/10.1002/pa.2674>
- Nguyen, T. T., Phan, T. D., & Tran, N. A. (2022). Impact of fiscal and monetary policy on inflation in Vietnam. *Investment Management and Financial Innovations*, 19(1), 201-209.
[https://doi.org/10.21511/imfi.19\(1\).2022.15](https://doi.org/10.21511/imfi.19(1).2022.15)
- Neaime, S., & Gaysset, I. (2022). Macroeconomic and monetary policy responses in selected highly indebted MENA countries post COVID-19: A structural VAR approach. *Research in International Business and Finance*, 61, 101674.
<https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101674>
- Taylor, J. (1993). Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195-214.
[https://doi.org/10.1016/0167-2231\(93\)90009-L](https://doi.org/10.1016/0167-2231(93)90009-L)
- Wolters, M. (2012). Estimating monetary policy reaction functions using quantile regressions. *Journal of Macroeconomics*, 34(2), 342-361.
<https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2011.10.001>