

# Nghiên cứu vai trò của các kênh trong truyền dẫn chính sách tiền tệ tới tăng trưởng và lạm phát ở Việt Nam

Nguyễn Thị Thùy Vinh\*

Ngày nhận: 10/02/2015

Ngày nhận bản sửa: 25/02/2015

Ngày duyệt đăng: 2/04/2015

## Tóm tắt:

Nghiên cứu này phân tích cơ chế truyền tải tiền tệ ở Việt Nam thông qua các kênh khác nhau, cụ thể là các kênh lãi suất, các kênh tỷ giá hối đoái, các kênh tài sản và các kênh tín dụng, trong giai đoạn từ 1995 đến 2009. Nghiên cứu áp dụng mô hình vec tơ tự hồi quy (VAR) để đánh giá cơ chế truyền dẫn tiền tệ đến sản lượng và mức giá. Để so sánh tầm quan trọng của các kênh khác nhau trong quá trình truyền dẫn chính sách tiền tệ, nghiên cứu đã ước lượng hàm phản ứng và phân rã phương sai của các biến số trong mô hình. Các kết quả thực nghiệm cho thấy rằng những thay đổi trong cung tiền có tác động tới sản lượng hơn là tác động tới mức giá trong ngắn hạn. Những tác động của thay đổi cung tiền tới giá cả và sản lượng sẽ được đẩy mạnh thông qua kênh tỷ giá và tín dụng, Tuy nhiên, những tác động đó sẽ yếu đi thông qua kênh lãi suất. Đối với kênh tài sản, thông qua giá cổ phiếu, tác động của chính sách tiền tệ tới giá cả và sản lượng có thể bị “méo mó” do cấu trúc của thị trường chứng khoán còn mỏng và yếu.

**Từ khóa:** Kênh truyền dẫn tiền tệ, Sản lượng, Giá cả, Mô hình VAR.

## The Role of Different Channels on Transmitting Monetary Policy into Output and Price in Vietnam

### Abstract

The paper investigates the mechanism of monetary transmission in Vietnam through different channels namely interest rate channel, exchange rate channel, asset channel and credit channel for the period of 1995 January - 2009 October. This study applies VAR analysis to evaluate the monetary transmission mechanisms to output and price level. To compare the relative important of different channels for transmitting monetary policy, the paper estimates impulse response functions and variance decompositions of variables. The empirical results show that the changes in money supply have significant impact on output rather than price in short run. The impacts of money supply on price and output are stronger through exchange rate and credit channels, however, weaker through interest rate channel. The impacts of money policy on output and inflation may be erroneous through equity price channel because of the lack of established and well-functioning stock market.

**Keywords:** Monetary transmission channel, Output, Price, VAR, Vietnam.

## 1. Giới thiệu

Hầu hết các nhà kinh tế đều thống nhất rằng chính sách tiền tệ có ảnh hưởng đáng kể tới hoạt động của nền kinh tế, ít nhất là trong ngắn hạn. Vì vậy, việc hiểu rõ các kênh qua đó chính sách tiền tệ được truyền dẫn là rất quan trọng đối với các nhà làm chính sách cũng như các nhà kinh doanh. Theo nguyên lý của kinh tế vĩ mô, một sự gia tăng cung tiền sẽ làm giảm lãi suất ngắn hạn, từ đó sẽ tác động tới tiêu dùng và đầu tư. Vì vậy, tổng cầu tăng lên và ảnh hưởng tới sản lượng và mức giá. Truyền dẫn tiền tệ cũng có thể được thực hiện thông qua những kênh khác như kênh tỷ giá, kênh tài sản, kênh tín dụng. Tuy nhiên hiệu quả của truyền dẫn tiền tệ là khác nhau giữa các kênh và giữa các nước, đặc biệt là những nước có nền kinh tế chuyển đổi, nơi mà cơ chế thị trường vẫn chưa phát triển.

Ở Việt Nam, các nghiên cứu mang tính định lượng trong lĩnh vực này vẫn còn khiêm tốn. Vì thế nghiên cứu thực chứng này được thực hiện để trả lời một số câu hỏi: chính sách tiền tệ có khả năng tác động tới tăng trưởng và lạm phát hay không? Nếu có, làm thế nào để truyền dẫn được mục tiêu của chính sách tiền tệ tới nền kinh tế? Và kênh truyền dẫn nào có vai trò quan trọng trong truyền dẫn chính sách tiền tệ ở Việt Nam?. Để trả lời những câu hỏi trên, nghiên cứu áp dụng mô hình tự hồi quy véc tơ (VAR) để ước lượng hàm phản ứng và phân rã phương sai, tập trung vào mối quan hệ không chỉ giữa cung tiền và sản lượng mà còn quan hệ giữa cung tiền và mức giá. Trước tiên, mô hình “lãi” được ước lượng để xác định tác động tổng thể của cung tiền tới nền kinh tế. Sau đó, mô hình này sẽ được thêm lần lượt từng kênh truyền dẫn để nhìn thấy cơ chế truyền dẫn cung tiền tới nền kinh tế qua từng kênh và khả năng truyền dẫn của chúng cũng như nhìn thấy mức độ tác động của cung tiền đến nền kinh tế thay đổi như thế nào khi có sự tham gia của các kênh truyền dẫn.

## 2. Tổng quan lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm về kênh truyền dẫn tiền tệ

### 2.1. Các kênh truyền dẫn tiền tệ

#### *Kênh lãi suất*

Cơ chế truyền tải của kênh lãi suất được đề cập đầu tiên trong mô hình IS – LM của những nhà kinh tế trường phái Keynes. Với điều kiện giá hàng hóa không thay đổi, chính sách mở rộng tiền tệ làm cho lãi suất thực giảm, làm giảm chi phí đầu tư, từ đó kích thích đầu tư. Đầu tư tăng làm tăng tổng cầu và

cuối cùng là tăng tổng sản lượng của nền kinh tế. Mặc dù về nguyên bản lý thuyết của Keynes nhấn mạnh khả năng tác động của chính sách tiền tệ thông qua các quyết định của doanh nghiệp về chi tiêu cho đầu tư, những nghiên cứu sau này nhận ra rằng những quyết định của người tiêu dùng về nhà ở và chi tiêu cho hàng hóa lâu bền cũng được xem như là các quyết định đầu tư. Do đó kênh lãi suất truyền tải chính sách tiền tệ còn thực hiện thông qua tiêu dùng.

Ở các nước công nghiệp, lãi suất đóng vai trò quan trọng truyền tải các cú sốc tiền tệ. Theo nghiên cứu được thực hiện bởi Ngân hàng trung ương Châu Âu (ECB, 2002), những ảnh hưởng trực tiếp và gián tiếp của lãi suất (thông qua hiệu ứng tài sản và hiệu ứng tỷ giá) vào đầu tư chiếm khoảng 80% tổng số biến đổi của sản lượng trước các cú sốc tiền tệ sau khoảng thời gian 3 năm. Ở các nền kinh tế mới nổi, trong những thập niên 1980s và 1990s đã có một số trở ngại cho sự hoạt động của kênh lãi suất. Sự kém phát triển của thị trường tiền tệ và trái phiếu cũng như sự chuyển dịch thường xuyên trong phần thường rủi ro là một trong những trở ngại như vậy. Trong một số trường hợp, những kiểm soát mang tính ràng buộc lãi suất kết hợp với cơ chế phi giá trong phân bổ tín dụng làm giảm khả năng truyền dẫn của lãi suất định hướng (lãi suất công cụ) sang các loại lãi suất khác. Tuy nhiên, những cản trở này dường như đã giảm bớt trong thập kỷ qua (Mohan-ty và Turner, 2008).

#### *Kênh tỷ giá hối đoái*

Tỷ giá là một biến số đặc biệt quan trọng trong lĩnh vực thương mại quốc tế nói chung và hoạt động xuất nhập khẩu nói riêng. Kênh tỷ giá thường được sử dụng khi ngân hàng trung ương muốn thông qua cán cân xuất nhập để tác động lên các biến số kinh tế vĩ mô. Ngoài những thay đổi trong lãi suất ngắn hạn, các cơ quan tiền tệ cũng có thể ảnh hưởng đến chuyển động tỷ giá hối đoái trong ngắn hạn bằng cách trực tiếp can thiệp vào thị trường ngoại hối. Các can thiệp không trung lập ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái bằng cách thay đổi cung tiền tương đối. Trong điều kiện giá cả hàng hóa không đổi, cung tiền tăng lên sẽ làm tỷ trọng giữa nội tệ và ngoại tệ trong nền kinh tế thay đổi theo chiều hướng làm cho đồng ngoại tệ trở nên có giá hơn trước, đẩy tỷ giá lên cao. Do ngắn hạn, giá cả chưa kịp thay đổi nên sự gia tăng trong tỷ giá danh nghĩa dẫn đến sự gia tăng tỷ giá thực tế. Điều này có xu hướng làm cho

giá cả hàng hóa trong nước trở nên rẻ hơn trong tương quan với hàng hóa nước ngoài, từ đó giảm thiểu nhập khẩu và thúc đẩy xuất khẩu. Xuất khẩu rộng cũng nhờ đó mà tăng lên, cuối cùng làm cho tổng sản lượng quốc gia tăng. Sarno và Taylor (2001) chỉ ra rằng các nghiên cứu vào những năm 1990s có xu hướng tập trung vào các biện pháp can thiệp có sử dụng ảnh hưởng của tỷ giá hối đoái.

Trong nền kinh tế nhỏ, mở cửa với hệ thống tỷ giá hối đoái linh hoạt, kênh tỷ giá hối đoái có thể là đặc biệt quan trọng bởi vì, khác với các kênh khác, nó ảnh hưởng không chỉ tổng cầu mà còn là tổng cung. Một sự nới lỏng chính sách tiền tệ, có thể dẫn đến sự mất giá của đồng nội tệ, sự gia tăng chi phí nhập khẩu nội tệ, và do đó làm cho các công ty phải tăng giá sản xuất trong nước của họ ngay cả trong trường hợp không có bất kỳ sự mở rộng của tổng cầu. Khi tỷ giá hối đoái cố định hoặc có sự quản lý nhiều, hiệu quả của chính sách tiền tệ bị giảm xuống nhưng không hoàn toàn loại bỏ. Sự chênh lệch lãi suất sẽ tồn tại khi tỷ giá hối đoái biến động. Hơn nữa, nếu tài sản trong và ngoài nước là thay thế không hoàn hảo, có một số phạm vi cho lãi suất trong nước đi chệch khỏi các mức lãi suất quốc tế. Thêm vào đó, ngay cả khi tỷ giá hối đoái danh nghĩa là cố định, chính sách tiền tệ có thể ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái thực tế bằng cách tác động vào mức giá. Theo cách này, chính sách tiền tệ vẫn giữ được khả năng ảnh hưởng đến xuất khẩu ròng, mặc dù ở một mức độ thấp hơn và với độ trễ dài hơn nhiều.

#### *Kênh giá chứng khoán*

Có thể kể ra hai kênh quan trọng liên quan đến giá chứng khoán trong cơ chế truyền dẫn tiền tệ. Đó là kênh giá trị vốn cổ phần, tức kênh truyền dẫn xuất phát từ học thuyết “Chỉ số q” của nhà kinh tế học James Tobin, và kênh truyền dẫn liên quan đến tác động của thu nhập lên tiêu dùng.

“Chỉ số q” đại diện cho giá trị vốn cổ phần của doanh nghiệp trên thị trường. Nếu chỉ số q cao, giá trị thị trường của doanh nghiệp sẽ cao hơn so với chi phí thay thế vốn của doanh nghiệp. Các doanh nghiệp, khi đó sẽ có thể phát hành cổ phiếu ra thị trường và huy động được lượng tiền lớn hơn chi phí cần thiết để đầu tư vào nhà xưởng và trang thiết bị. Do đó, đầu tư sẽ tăng lên vì doanh nghiệp có được lượng vốn dồi dào hơn. Như vậy, khi cung tiền tăng lên, dân chúng sở hữu nhiều tiền hơn sẽ tăng chi tiêu mạnh hơn. Một trong những kênh chỉ tiêu quan trọng là đầu tư vào thị trường cổ phiếu, do đó nhu

cầu về đầu tư cổ phiếu sẽ tăng. Cầu cổ phiếu tăng sẽ đẩy giá cổ phiếu của doanh nghiệp lên cao, làm tăng giá trị chỉ số q của doanh nghiệp, qua đó kích thích đầu tư thông qua cơ chế đã nêu trên. Và kết quả cuối cùng là làm tăng tổng sản lượng của nền kinh tế.

Kênh thu nhập được mô tả bằng những giải thích về ảnh hưởng của mức độ giàu có tới chi tiêu của công chúng. Sự giàu có ở đây bao gồm tài sản thực, vốn con người và các tài sản tài chính. Trong thành phần của tài sản tài chính có cả các cổ phiếu doanh nghiệp. Do đó, khi giá cổ phiếu tăng (theo cơ chế đã trình bày ở phần trên) dẫn tới giá trị của tài sản tài chính trong công chúng cũng tăng lên, do đó tăng sự giàu có của họ và kích thích tiêu dùng. Kết quả sau cùng của chính sách tiền tệ nới lỏng là làm tăng tổng cầu và tổng sản lượng quốc gia.

#### *Kênh tín dụng*

Cuối cùng, kênh tín dụng của chính sách tiền tệ cũng được xem là kênh quan trọng. Ở các quốc gia với hệ thống tài chính kém phát triển hoặc bị kiểm soát chặt chẽ, lãi suất khó di chuyển để cân bằng thị trường. Tổng cầu thường bị ảnh hưởng bởi *số lượng* tín dụng hơn là *giá cả* của nó. Ngay cả những nước có sự tự do hóa, thị trường phát triển cao, ngoài việc thay đổi lãi suất, hoạt động thay đổi lượng tín dụng cũng được xác định là yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến hoạt động kinh tế. Kênh này chủ yếu liên quan đến các vấn đề phát sinh từ thông tin bất cân xứng và quy định tồn kém của hợp đồng trong thị trường tài chính. Các kênh tín dụng hoạt động thông qua hai thành phần chính, bao gồm kênh cho vay ngân hàng và kênh bảng cân đối tài sản.

Lý thuyết về kênh cho vay ngân hàng được phát triển dựa vào luận điểm cơ bản rằng, trong hệ thống tài chính, ngân hàng là chủ thể có đủ các điều kiện tốt để giải quyết các vấn đề thông tin không cân xứng trong thị trường tín dụng. Chính sách tiền tệ nới lỏng làm tăng cung tiền cho nền kinh tế, dẫn tới tăng lượng tiết kiệm của dân chúng vào các tài khoản ngân hàng. Lượng vốn huy động dồi dào tạo điều kiện cho các ngân hàng tăng lượng dư nợ tín dụng của mình đối với các doanh nghiệp đi vay. Mặc dù cũng xuất phát từ sự bất cân xứng thông tin trên thị trường tín dụng, nhưng khác với kênh tín dụng ngân hàng, lý thuyết kênh bảng cân đối tài sản giải thích tác động của chính sách tiền tệ chủ yếu thông qua mối quan hệ giữa tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên bảng cân đối kế toán của doanh nghiệp với khả năng huy động vốn của doanh nghiệp đó trên thị

trường. Thu hẹp chính sách tiền tệ có thể làm giảm giá trị của tài sản và làm tăng chi phí kinh doanh thông qua lãi suất cao hơn, làm giảm giá trị ròng của các công ty. Do đó, giá trị mà người cho vay chấp nhận tài sản thế chấp cho các khoản cho vay của họ thấp hơn, làm nảy sinh các vấn đề lựa chọn bất lợi và giám cho vay đối với chi tiêu đầu tư (Mishkin, 1995).

Tại các quốc gia nơi mà các thị trường tín dụng tự nhiên là kém phát triển hoặc bị hạn chế hoạt động tự do do các quy định của chính phủ, chính sách tiền tệ có thể ảnh hưởng đến tổng cầu bằng cách thay đổi số lượng hay sự sẵn có của tín dụng hơn là thông qua các tác động trực tiếp hoặc gián tiếp của sự thay đổi trong giá tín dụng.

## **2.2. Những bằng chứng thực nghiệm về các kênh truyền dẫn tiền tệ**

Các nghiên cứu thực chứng về cơ chế truyền dẫn tiền tệ được thực hiện rất nhiều ở các nước trên thế giới và vẫn còn nhiều điểm chưa thống nhất. Hiệu quả của các kênh truyền dẫn tiền tệ là khác nhau giữa các quốc gia.

Taylor (1995) đã khảo sát các nghiên cứu thực chứng về kênh lãi suất và thấy rằng kênh lãi suất có ảnh hưởng đáng kể đối với tiêu dùng và đầu tư trong nền kinh tế. Nói cách khác, lãi suất là một kênh truyền tải chính sách tiền tệ tới nền kinh tế rất mạnh. Tuy nhiên, quan điểm của Taylor đang gây nhiều tranh cãi. Một số nhà nghiên cứu, như Bernanke và Gertler (1995), có một cái nhìn khác về kênh lãi suất, họ cho rằng các nghiên cứu thực chứng đã gặp khó khăn lớn trong việc xác định các tác động thực sự của lãi suất tới nền kinh tế thông qua chi phí vốn. Nhiều nhà nghiên cứu thực chứng cho thấy sự thất bại của kênh lãi suất trong một số nền kinh tế. Thực vậy, Chow (2004) khi nghiên cứu về Singapore đã sử dụng tỷ giá hối đoái thực đa phương như là một kênh truyền dẫn tiền tệ và tìm thấy rằng sản lượng phản ứng ngay lập tức và đáng kể trước một cú sốc chính sách tiền tệ thất chặt. Ông cũng nhận thấy rằng kênh tỷ giá hối đoái hiệu quả hơn kênh lãi suất trong việc truyền tải chính sách tiền tệ cho nền kinh tế Singapore. Kamin và các cộng sự (1998) điều tra vấn đề này cho các nền kinh tế thị trường mới nổi và thấy rằng ở nhiều nước, kênh lãi suất không hoạt động. Thời gian gần đây, các khuôn khổ của chính sách tiền tệ ở các nước này đã trở nên đáng tin cậy hơn và ngân hàng trung ương đã linh hoạt hơn trong hoạt động điều tiết nền kinh tế vì thế kênh lãi suất

đã được cải thiện (Mohanty và Turner, 2008).

Những nghiên cứu thực chứng ở các nền kinh tế chuyển đổi cho thấy rằng, mặc dù lãi suất là kênh truyền dẫn quan trọng nhất trong các nước công nghiệp có thị trường tài chính phát triển, kênh tỷ giá hối đoái lại là kênh chi phối trong truyền tải chính sách tiền tệ ở các nền kinh tế chuyển đổi (Ganev và các cộng sự, 2002; Egert và MacDonald, 2006; Dabla-Norris và Floerkemeier, 2006). Ganev và các cộng sự (2002) đã cố gắng tiến hành phân tích thực nghiệm cho 10 nền kinh tế chuyển đổi bằng cách sử dụng cùng một phương pháp cho cùng giai đoạn 1995-2000. Kiểm tra quan hệ nhân quả Granger cho thấy rằng thông thường đối với hầu hết các nước, kênh tỷ giá hối đoái ổn định hơn nhiều hơn so với kênh lãi suất. Sự thay đổi trong tỷ giá có ảnh hưởng thường xuyên tới sản lượng hơn so với những sự thay đổi của lãi suất. Những quan hệ dài hạn giữa các biến số vĩ mô được tìm thấy ở hầu hết các nước chuyển đổi, ngoại trừ E-xtô-ni-a và Slovenia. Ở hầu hết các nước, giảm giá đồng tiền có ảnh hưởng tích cực đến tăng trưởng kinh tế là quan hệ ổn định trong khi tác động của lãi suất tới sản lượng là không đáng kể. Khi nghiên cứu về các kênh truyền tải tiền tệ ở Armenia, Dabla-Norris and Floerkemeier (2006) thấy rằng kênh lãi suất vẫn rất yếu mặc dù có một vài bằng chứng cho thấy có sự truyền dẫn cú sốc của lãi suất repo tới lạm phát giá tiêu dùng. Cũng như trong nhiều nền kinh tế mới nổi và chuyển đổi có mức độ đô la hóa cao, kênh tỷ giá hối đoái có một tác động mạnh tới mức giá ở Armenia.

Trong các nền kinh tế đang phát triển, nơi mà hầu hết các dự án được tài trợ từ vốn vay ngân hàng, kênh tín dụng là hiệu quả hơn trong tác động tới sản lượng. Aleem (2010) xem xét ba kênh truyền dẫn tiền tệ ở Ấn Độ: kênh tín dụng, kênh giá tài sản và kênh tỷ giá hối đoái bằng cách sử dụng mô hình VAR. Đầu tiên, nghiên cứu đề xuất một mô hình chuẩn VAR để ước tính các phản ứng động của GDP, giá cả và lãi suất đối với cú sốc chính sách tiền tệ thất chặt. Sau đó, các kênh được thêm vào mô hình chuẩn để kiểm tra các kênh truyền của chính sách tiền tệ và kiểm tra tính hợp lý của các kết quả. Những ước lượng thực chứng cho thấy tầm quan trọng của kênh tín dụng ngân hàng trong việc truyền tải những cú sốc chính sách tiền tệ tới khu vực thực (real sector) trong khi đó kênh tỷ giá hối đoái và kênh giá tài sản không có vai trò quan trọng trong truyền dẫn chính sách tiền tệ ở Ấn Độ. Cũng sử dụng mô hình VAR, Tsangarides (2010) điều tra các

cơ chế truyền tải chính sách tiền tệ ở Mauritius và nhận thấy rằng các kênh truyền dẫn tiền tệ nhìn chung là yếu, đặc biệt là khả năng truyền dẫn tới sản lượng. Bằng chứng thực nghiệm cho thấy một cú sốc trong lãi suất repo (là công cụ chính sách chính) cũng như một cú sốc với hai biến số chính sách khác (tỷ giá hối đoái và cung tiền) dẫn đến một sự thay đổi có nghĩa thống kê tới chỉ số giá tiêu dùng. Đối với CPI lõi, các cú sốc cung tiền và tỷ giá hối đoái được truyền dẫn tới biến số này trong khi đó những cú sốc vào lãi suất repo lại không có ảnh hưởng. Kết quả này cho thấy nguyên nhân có thể xuất phát từ các quy luật chính sách tiền tệ khác nhau, phụ thuộc vào định hướng lạm phát tập trung vào CPI tổng thể hay CPI lõi mà kênh nào sẽ phát huy hiệu quả.

### 3. Phương pháp và số liệu nghiên cứu

Trong những năm gần đây, các phân tích dựa trên mô hình VAR đã được sử dụng rộng rãi để kiểm tra tác động của chính sách tiền tệ tới sản lượng và giá cả ở các nước đang phát triển và trong quá trình chuyển đổi (Ganev và cộng sự, 2002; Starr, 2005; Hericourt, 2005; Mohanty và Turner, 2008; Aleem, 2010). Như phần giới thiệu tổng quan nghiên cứu đã nêu rõ, cách tiếp cận theo mô hình tự hồi quy vectơ (VAR) rất hữu ích cho nghiên cứu tác động của chính sách tiền tệ và chính sách tỷ giá tới nền kinh tế. Phương pháp này cho phép nghiên cứu quan hệ qua lại giữa các biến số và do đó nhiều biến số trong mô hình được xem là các biến nội sinh. Với các nền kinh tế chuyển đổi, mô hình VAR là một phương pháp tiếp cận hữu ích với sức mạnh tiên đoán tốt cho các dự báo vĩ mô (Asel, 2008). Ngoài ra, kỹ thuật VAR cung cấp một công cụ hữu ích cho việc mô tả quan điểm vĩ mô rằng luôn có mối quan hệ qua lại giữa các kênh trong cơ chế truyền dẫn tiền tệ. Đặc biệt, phương pháp này cho phép phân tích các tác động của một cú sốc đối với một trong các biến số lên tất cả các biến số khác trong hệ thống đang xem xét thông qua hàm phản ứng của mô hình VAR. Và mô hình này cũng có thể đánh giá được vai trò của từng biến số trong mô hình đối với sự thay đổi của một biến số đang được quan tâm thông qua phân rã phương sai.

Chuỗi thời gian kinh tế vĩ mô  $x_t$  thường đặc trưng bởi tính lưu giữ (persistence) lớn. Thông thường được gọi là quá trình nghiệm đơn vị (unit root). Trong những trường hợp này, ít nhất tồn tại một số nhân tố có ảnh hưởng lâu dài lên  $x_t$ , tức là không dừng (nonstationary), và kết quả tiệm cận tiêu

chuẩn có thể không được áp dụng (Ender, 1995). Vì vậy, trước tiên tính dừng của các chuỗi biến số được xác định thông qua phương pháp của Augmented Dickey-Fuller (ADF). Nếu các chuỗi biến số không dừng cùng một bậc thì chúng ta phải thực hiện chuyển đổi mô hình. Nếu các chuỗi biến số này dừng cùng bậc với nhau thì sử dụng phương pháp của Johansen để đánh giá xem những chuỗi thời gian này có đồng tích hợp hay không (Johansen, 1991). Nếu có bằng chứng về mối quan hệ đồng tích hợp, quan hệ giữa các biến số có thể được ước lượng với mô hình VAR trên mức (level) hoặc mô hình hiệu chỉnh sai số. Với cách tiếp cận sau, các ràng buộc yêu cầu phải xác định và phù hợp hơn trong khám phá các mối quan hệ dài hạn. Vì cơ chế truyền dẫn tiền tệ là một hiện tượng ngắn hạn, giống như hầu hết các nghiên cứu, sử dụng VAR trên mức để xác định hàm phản ứng trong ngắn và trung hạn sẽ tốt hơn (Favero, 2001; Dabla-Norris và Floerke-meier, 2006; Tsangarides, 2010). Độ trễ mô hình VAR sẽ được lựa chọn trên cơ sở kiểm định LR có hiệu chỉnh cho mẫu nhỏ được đề xuất bởi Lutkepohl (1991).

Trên cơ sở mô hình VAR đã ước lượng, hàm phản ứng và phân rã phương sai sẽ được tính toán cho mỗi biến phụ thuộc. Như vậy, với việc sử dụng hàm phản ứng, chúng ta có thể thấy được chiều ảnh hưởng của các biến số khác nhau lên mỗi biến số và phân rã phương sai cho thấy mức độ quan trọng của các biến số trong sự thay đổi của mỗi biến số. Trong nghiên cứu này, cơ chế phân rã Choleski được áp dụng. Trước tiên, mô hình cơ bản (lõi) bao gồm sản lượng ( $IO$ ), giá cả ( $CPI$ ) và cung tiền ( $M2$ ) được sắp xếp theo thứ tự tương ứng. Sự sắp xếp này phản ánh thực tế rằng một sự thay đổi trong cung tiền sẽ ảnh hưởng đến sản lượng và giá cả thông qua các kênh truyền dẫn. Tuy nhiên, tác động của cung tiền trên sản lượng và giá cả không thể được thực hiện tại cùng một thời kỳ do độ trễ chính sách. Do đó một cú sốc cho cung tiền sẽ được chuyển đến các mức giá và sản lượng trong giai đoạn tiếp theo. Nghiên cứu sử dụng biến  $M2$  đại diện cho cú sốc chính sách tiền tệ bởi vì tốc độ tăng trưởng  $M2$  được coi như là một mục tiêu điều hành trong việc xây dựng và thực hiện chính sách tiền tệ tại Việt Nam (Le và Pfau, 2009). Sau đó, mô hình cơ bản được thêm vào các biến số (lãi suất, tỷ giá hối đoái, tài sản, và tín dụng) để xem xét tác động của từng kênh truyền dẫn. Các ước lượng dựa trên thứ tự biến số như sau:  $IO$ ,  $CPI$ ,  $M2$ , “Kênh truyền dẫn”.

Đối với kênh lãi suất, nghiên cứu sử dụng lãi suất cho vay thực tế (LR\_R) để điều tra tính hiệu quả của chính sách tiền tệ thông qua kênh lãi suất. Với mục đích khám phá những cơ chế lan truyền tiền tệ thông qua kênh tỷ giá, các nghiên cứu trước đây sử dụng cả hai biến tỷ giá hối đoái danh nghĩa và thực tế. Do đó, nghiên cứu này áp dụng cả tỷ giá hối đoái danh nghĩa và thực tế đa phương (NEER và REER). Đầu tiên, nghiên cứu điều tra kênh này mà không xem xét đến tác động của lãi suất đến sự thay đổi trong tỷ giá hối đoái bởi vì có sự tồn tại của kiểm soát dòng vốn tại Việt Nam. Sau đó, nghiên cứu xem xét lại kênh tỷ giá bằng cách kết hợp với lãi suất, lãi suất được xem như kênh truyền tải các tác động của cung tiền đến tỷ giá hối đoái để xem xét vai trò của lãi suất và đồng thời kiểm tra tính bền vững của kết quả nghiên cứu đối với kênh tỷ giá. Trong mô hình với NEER, nghiên cứu sử dụng lãi suất cho vay danh nghĩa (LR) trong khi đó lãi suất thực tế sẽ được đưa vào mô hình với REER được sử dụng. Sự gia tăng trong NEER và REER phản ánh sự lên giá danh nghĩa và thực tế của đồng nội tệ. Vai trò của kênh giá chứng khoán được điều tra thông qua chỉ số chứng khoán (VNI). Cuối cùng, mức tín dụng nội địa (CREDIT) được sử dụng để nhận ra vai trò truyền dẫn của kênh tín dụng trong nền kinh tế Việt Nam.

Các kênh truyền tải chính sách tiền tệ ở Việt Nam được điều tra bằng cách sử dụng dữ liệu hàng tháng cho giai đoạn từ tháng 1/1995 đến tháng 10/2009, riêng kênh giá chứng khoán được nghiên cứu bắt đầu từ tháng 7/2000 do đây là thời điểm thị trường chứng khoán bắt đầu đi vào hoạt động và kênh lãi suất từ tháng 1/1996. Dữ liệu sản lượng công nghiệp thực tế được thu thập từ Tổng cục Thống kê. Các số liệu khác được lấy từ IFS của IMF. Tỷ giá hối đoái danh nghĩa và thực tế đa phương được tính toán dựa

trên giá tương đối và tỷ trọng thương mại của Việt Nam với 20 đối tác thương mại lớn nhất. Dữ liệu cho việc tính tỷ giá đa phương được lấy từ IFS và DOT của IMF.

Tất cả các số liệu được mô tả dưới dạng logarit và điều chỉnh theo mùa, ngoại trừ lãi suất cho vay, là biến số đã được tính theo tỷ lệ phần trăm.

#### 4. Kết quả và thảo luận

##### Kiểm tra tính dừng

Tính chất của chuỗi thời gian được xác định thông qua phương pháp kiểm tra tính dừng ADF. Kết quả cho thấy, ở mức ý nghĩa 5%, tất cả các biến số đều không dừng trong cả trường hợp có xu thế (trend) và không có xu thế, ngoại trừ lãi suất cho vay<sup>1</sup>. Tuy nhiên, tất cả những chuỗi số liệu trong mô hình đều dừng khi lấy sai phân bậc 1. Nói cách khác, tất cả các biến số đều dừng tại bậc 1, tức là I(1). Vì thế, kiểm tra đồng tích hợp của Johansen sẽ được thực hiện để điều tra xem các biến số này có đồng tích hợp hay không.

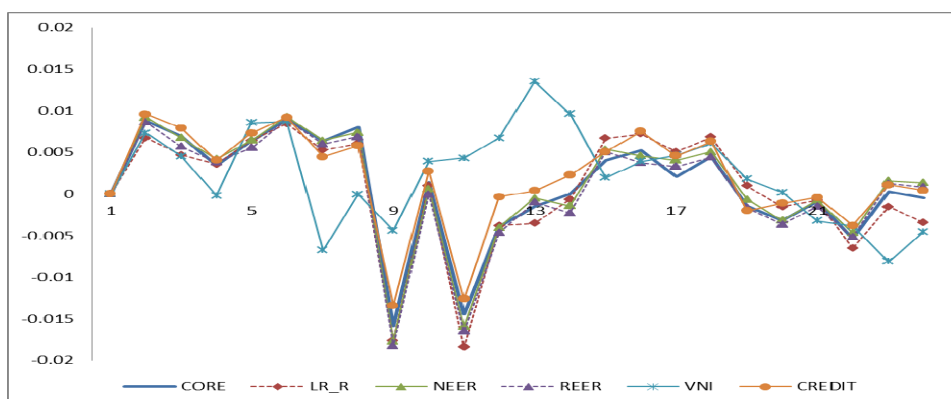
##### Kiểm tra đồng tích hợp

Kiểm tra đồng tích hợp cho thấy rằng các biến số trong mỗi mô hình đều đồng tích hợp. Có 1 véc tơ đồng tích hợp trong tất cả các mô hình ngoại trừ mô hình kiểm tra kênh tỷ giá hối đoái có tính đến khả năng truyền tải từ kênh lãi suất vào tỷ giá có nhiều hơn 1 véc tơ đồng tích hợp<sup>2</sup>. Kết quả này đưa ra gợi ý rằng có thể áp dụng mô hình VAR trên mức để xác định hàm phản ứng và phân rã phương sai.

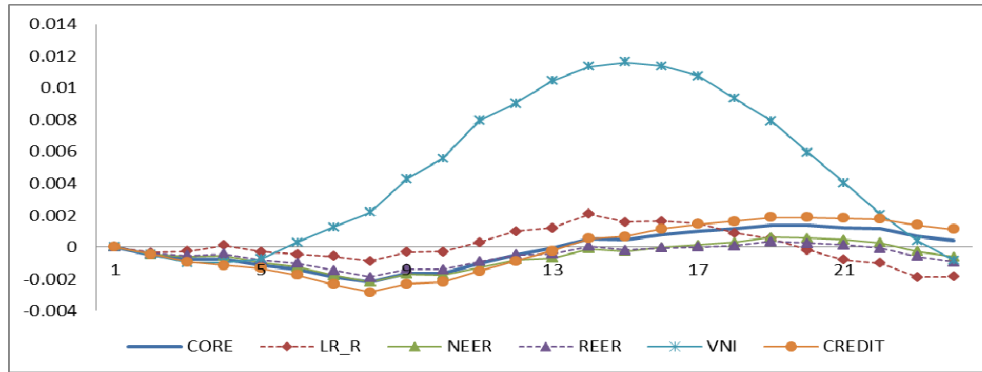
##### Hàm phản ứng

Hình 1 và Hình 2 mô tả phản ứng của sản lượng và giá cả trước các cú sốc về cung tiền trong mô hình cơ bản và mô hình có kênh truyền dẫn. Mô hình cơ bản cho thấy sự gia tăng cung tiền khuyến khích tăng trưởng kinh tế ngay sau đó và gây nên

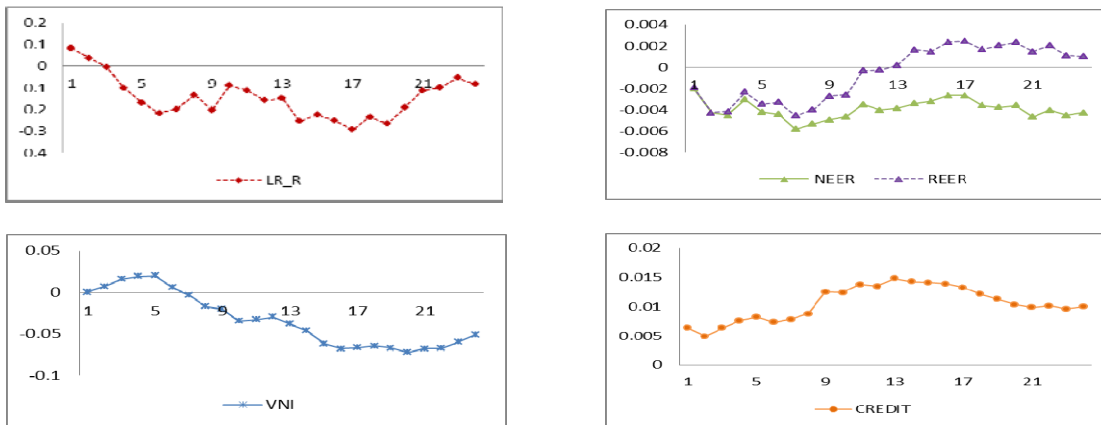
Hình 1: Phản ứng của sản lượng trước cú sốc tiền tệ



**Hình 2: Phản ứng của giá cả trước cú sốc tiền tệ**



**Hình 3: Phản ứng của các kênh truyền dẫn khi có cú sốc tiền tệ**



lạm phát sau 1 năm. Tác động tích cực của những cú sốc cung tiền tới sản lượng duy trì khoảng 8 tháng sau cú sốc ban đầu. Sau khi đưa các kênh truyền dẫn tiền tệ vào mô hình, nghiên cứu cho thấy tác động tích cực của những cú sốc cung tiền M2 tới sản lượng được tăng cường trong các mô hình với kênh tín dụng và các kênh tỷ giá hối đoái trong khi tác động trở nên yếu đi trong mô hình với kênh lãi suất. Sự gia tăng trong M2 tác động nhanh và mạnh hơn trong các mô hình có kênh truyền dẫn, ngoại trừ kênh tín dụng. Đối với kênh giá cổ phiếu, dường như tác động của M2 không thể truyền dẫn vào sản lượng trong khi đó lại làm phóng đại tác động vào lạm phát.

Hình 3 biểu diễn tác động của các cú sốc tiền tệ tới các kênh truyền dẫn. Cú sốc tăng cung tiền làm tăng giá chứng khoán, tăng tổng tín dụng nội địa và giảm giá danh nghĩa cũng như giá thực của đồng nội tệ. Tuy nhiên sau 5 tháng, tỷ giá thực có xu hướng tăng bởi sự tăng lên của mức giá chung. Phản ứng của lãi suất thực tế chậm hơn, phải mất 3 tháng thì lãi suất mới giảm xuống khi cung tiền tăng. Trong số các kênh truyền dẫn, tác động của cung tiền vào tổng tín dụng nội địa khá rõ ràng và ổn định.

Hình 4 mô tả tác động của mỗi kênh truyền dẫn tới sản lượng và giá cả. Như kỳ vọng, sự gia tăng của lãi suất cho vay hay sự lên giá của đồng nội tệ hay sự giảm xuống trong tín dụng sẽ kìm hãm tăng trưởng và làm giảm mức giá. Trong số các kênh truyền dẫn tác động của tỷ giá hối đoái tới sản lượng và giá cả là rất rõ ràng, tiếp theo là tác động của kênh tín dụng. Các cú sốc của lãi suất cho vay và giá chứng khoán tới sản lượng cũng như mức giá không rõ ràng và yếu. Tác động của giá chứng khoán tới cả sản lượng và giá cả dường như là một “nghịch lý”, tuy nhiên, tác động của nó không đáng kể. Phản ứng tăng của mức giá khi tăng giá cổ phiếu có độ trễ khoảng 1 năm.

Nhìn chung, kênh tín dụng và tỷ giá tốt hơn các kênh khác khi truyền dẫn tác động của cung tiền tới tăng trưởng kinh tế và mức giá. Kết quả phân tích hàm phản ứng cho thấy mặc dù kênh lãi suất không hiệu quả khi truyền dẫn mục tiêu chính sách tiền tệ tới sản lượng nhưng có vai trò quan trọng trong giai đoạn kiềm chế lạm phát. Truyền dẫn tiền tệ thông qua kênh giá chứng khoán là không hiệu quả và chứa đựng rủi ro tiềm ẩn vì ở Việt Nam thị trường chứng khoán vẫn còn sơ khai và truyền dẫn tiền tệ





**Bảng 1: Phân rã phương sai**

Biến số	Phân rã					
	Period	S.E.	IO	CPI	M2	Channel
<b>Mô hình cơ bản</b>						
IO	12	0.07	76.92	4.25	18.83	
	24	0.07	74.09	8.75	17.16	
CPI	12	0.04	0.14	98.81	1.06	
	24	0.06	3.64	95.55	0.82	
M2	12	0.09	7.59	17.91	74.50	
	24	0.12	9.61	16.09	74.30	
<b>Kênh lãi suất</b>						
IO	12	0.07	73.09	5.91	17.34	3.66
	24	0.09	61.72	16.09	15.95	6.24
CPI	12	0.04	1.12	98.00	0.18	0.70
	24	0.06	8.16	90.18	0.82	0.85
M2	12	0.07	13.99	22.04	63.12	0.84
	24	0.09	10.12	35.17	53.80	0.92
LR_R	12	3.26	1.22	89.16	2.22	7.39
	24	4.01	6.65	82.27	4.45	6.63
<b>Kênh tỷ giá</b>						
IO	12	0.07	61.66	5.84	20.72	11.78
	24	0.08	50.87	12.91	17.67	18.55
CPI	12	0.04	0.12	96.63	0.97	2.29
	24	0.06	1.51	95.14	0.57	2.79
M2	12	0.09	8.19	17.14	74.10	0.57
	24	0.12	9.09	16.01	74.44	0.46
NEER	12	0.04	1.46	0.83	2.97	94.74
	24	0.05	1.48	3.64	6.48	88.40
IO	12	0.07	59.92	5.99	20.47	13.62
	24	0.08	48.58	14.00	17.22	20.19
CPI	12	0.05	0.07	94.90	0.63	4.40
	24	0.06	1.46	93.66	0.38	4.50
M2	12	0.09	6.65	19.44	73.72	0.19
	24	0.12	6.84	18.71	73.09	1.36
REER	12	0.05	1.59	42.74	4.62	51.05
	24	0.06	1.42	57.80	4.34	36.44
<b>Kênh giá tài sản</b>						
IO	12	0.06	74.47	7.99	10.86	6.68
	24	0.07	62.42	11.24	17.52	8.82
CPI	12	0.02	3.00	56.62	39.80	0.58
	24	0.04	6.47	21.01	62.85	9.67
M2	12	0.04	6.80	4.47	78.37	10.36
	24	0.05	7.87	14.55	64.96	12.62
VNI	12	0.33	19.14	27.86	4.41	48.59
	24	0.45	16.19	28.47	24.99	30.35
<b>Kênh tín dụng</b>						
IO	12	0.07	73.55	4.41	15.26	6.78
	24	0.08	66.80	11.92	14.76	6.52
CPI	12	0.04	0.80	74.07	1.84	23.29
	24	0.06	1.39	74.80	1.52	22.29
M2	12	0.09	21.20	5.95	62.38	10.47
	24	0.13	27.11	3.28	52.68	16.93
CREDIT	12	0.06	18.85	5.96	31.29	43.89
	24	0.09	34.49	4.62	38.90	21.99

Sau một năm, những nguyên nhân từ cung tiền chiếm tới 31,29% sự thay đổi trong tổng tín dụng trong khi đó chỉ giải thích ở mức dưới 5% sự biến đổi của các kênh truyền dẫn tiền tệ khác. Vai trò của cung tiền trong biến đổi của lãi suất tăng lên nhưng với mức độ giải thích vẫn còn khiêm tốn là 4,5% sau 2 năm. Kết quả này chứng tỏ tác động của cung tiền lên lãi suất là chậm. Vì vậy, trong trường hợp khẩn cấp, sự can thiệp trực tiếp của ngân hàng trung ương đối với lãi suất là cần thiết để đạt được các mục tiêu

tiền tệ.

Nói chung, việc phân rã phương sai cho thấy rằng, trong ngắn hạn, nguồn cung tiền và tỷ giá hối đoái có vai trò quan trọng trong việc điều hành các mục tiêu tăng trưởng kinh tế. Trong những giai đoạn lạm phát cao, sự kiểm soát của ngân hàng trung ương về tín dụng trong nước cũng như cung tiền là cần thiết để đạt được các mục tiêu tiền tệ. Giá chứng khoán được xem như là một kênh tiềm năng của truyền dẫn tiền tệ trong tương lai.

### ***Xem xét lại kênh tỷ giá khi tính tới liên kết với lãi suất***

Như đã được giải thích ở phần phương pháp nghiên cứu, để điều tra vai trò của lãi suất trong truyền tải tiền tệ thông qua kênh tỷ giá cũng như để kiểm tra tính hợp lý và ổn định của các kết quả nghiên cứu cho kênh tỷ giá, nghiên cứu đã đưa thêm lãi suất vào mô hình kênh tỷ giá bởi lãi suất được xem như là một nhân tố truyền tác động của cung tiền tới biến động của tỷ giá.

Hàm phản ứng<sup>3</sup> của sản lượng và mức giá khi tăng cung tiền, lãi suất và tỷ giá khẳng định những nhận định đã được thảo luận ở trên về cú sốc của cung tiền và tỷ giá tới sản lượng và mức giá. Sự gia tăng trong cung tiền và giảm giá nội tệ thúc đẩy tăng trưởng nhưng gây nên lạm phát. Có sự tồn tại cơ chế truyền dẫn cung tiền tới lãi suất và từ lãi suất tới tỷ giá. Sự gia tăng cung tiền làm giảm lãi suất và kéo theo đồng nội tệ giảm giá. Tuy nhiên, bởi tồn tại sự kiểm soát dòng vốn và hiện tượng đô la hóa ở Việt Nam nên tác động của lãi suất vào tỷ giá không ổn định, do đó mặc dù lãi suất thực tế tăng lên nhưng có khi đồng nội tệ vẫn mất giá trên cả phương diện danh nghĩa lẫn thực tế do người dân có tâm lý muốn nắm giữ đô la hơn là VND.

Những ước lượng phân rã phương sai qua 24 tháng<sup>4</sup> của mô hình nghiên cứu có tính tới mối quan hệ giữa lãi suất và tỷ giá là tương đồng với những kết quả đã phân tích ở trên về vai trò của cung tiền và lãi suất đối với sự biến đổi trong sản lượng và mức giá. Và không có gì ngạc nhiên khi kết quả phân rã phương sai cho thấy rằng cung tiền có vai trò quan trọng hơn so với lãi suất trong giải thích sự biến động của tỷ giá hối đoái. Cung tiền chiếm tới 20% nguyên nhân gây nên sự thay đổi trong tỷ giá trong khi lãi suất chỉ chiếm khoảng 10% sự biến đổi của tỷ giá danh nghĩa. Kết quả này phản ánh một thực tế rằng ngân hàng Nhà nước Việt Nam đã trực tiếp can thiệp vào thị trường ngoại tệ liên ngân hàng và ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái bằng cách thay đổi lượng cung tiền tương đối giữa nội tệ và ngoại tệ để duy trì chế độ tỷ giá cố định.

### **5. Kết luận**

Nghiên cứu này điều tra cơ chế truyền dẫn tiền tệ

#### **Ghi chú:**

1. Kết quả sẽ được cung cấp nếu có yêu cầu.
2. Kết quả sẽ được cung cấp nếu có yêu cầu.
3. Kết quả sẽ được cung cấp khi có yêu cầu.

ở Việt Nam thông qua bốn kênh chính- kênh lãi suất, kênh tỷ giá hối đoái, kênh giá tài sản và kênh tín dụng- cho giai đoạn 1995-2009 với các dữ liệu tháng. Bởi vì có bằng chứng về mối quan hệ đồng tích hợp nên nghiên cứu áp dụng VAR trên mức đề ước lượng hàm phản ứng và phân rã phương sai.

Các kết quả thực nghiệm cho thấy rằng trong ngắn hạn những thay đổi trong cung tiền có tác động đến sản lượng hơn là mức giá. Tác động này được tăng cường thông qua kênh tỷ giá hối đoái và kênh tín dụng nhưng suy yếu thông qua kênh lãi suất. Tác động của chính sách tiền tệ có thể bị “méo mó” thông qua kênh giá tài sản vì sự kém phát triển của thị trường chứng khoán. Sự thay đổi trong cung tiền ảnh hưởng đến các kênh truyền dẫn tiền tệ như kỳ vọng, tuy nhiên tác động vẫn còn yếu, ngoại trừ kênh tỷ giá và tín dụng.

Nghiên cứu còn nhận thấy rằng tác động của các kênh truyền dẫn trên sản lượng và giá cả như dự kiến. Trong số đó, kênh tỷ giá hối đoái có tác động tới cả sản lượng và giá cả; nhưng tác động của nó tới sản lượng là lớn hơn. Mối liên hệ giữa cung tiền và tỷ giá được khẳng định sau khi xem xét lãi suất như một kênh truyền dẫn cung tiền tới tỷ giá. Mặc dù kiểm soát vốn vẫn còn tồn tại ở Việt Nam nhưng lại có hiện tượng đô la hóa trong nền kinh tế cho nên lãi suất vẫn có khả năng truyền tải tác động của cung tiền tới tỷ giá. Tuy nhiên, sự tồn tại đô la hóa dẫn đến mức độ chuyển tỷ giá hối đoái vào lạm phát cao hơn, làm giảm hiệu quả của kênh tỷ giá tới sản lượng do sự tăng giá của tỷ giá hối đoái thực. Chính vì vậy, các biện pháp chống đô la hóa vẫn cần thiết để nâng cao hiệu quả của kênh tỷ giá hối đoái.

Khác với kênh tỷ giá, các kênh truyền dẫn khác ảnh hưởng đến giá cả nhiều hơn đáng kể so với sản lượng, đặc biệt là kênh tín dụng. Vì vậy, trong thời kỳ lạm phát cao, kiểm soát tín dụng trong nước đóng vai trò quan trọng trong việc ổn định mức giá. Kênh lãi suất là không hiệu quả trong truyền dẫn chính sách tiền tệ, tuy nhiên sự gia tăng lãi suất sẽ góp phần kiểm soát lạm phát ở Việt Nam. Vì phản ứng của lãi suất đối với cú sốc tiền tệ là chậm do đó việc kiểm soát lãi suất trực tiếp là cần thiết trong trường hợp nền kinh tế có lạm phát cao. □

4. Kết quả sẽ được cung cấp khi có yêu cầu.

#### **Tài liệu tham khảo**

- Aleem, Abdul. (2010), 'Transmission Mechanism of Monetary Policy in India', *Journal of Asian Economics*, Vol. 21, No.2, pp. 186–197.
- Asel, Isakova. (2008), 'Monetary Policy Efficiency in the Economies of Central Asia', *Czech Journal of Economics and Finance*, Vol. 58, No.11-12, pp. 525-553.
- Bernanke, B., & Gertler, M (1995), 'Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission', *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, No.4, pp. 27–48.
- Chow, Hwee Kwan. (2004), 'A Var Analysis of Singapore's Monetary Transmission Mechanism', *Research Collection School of Economics*, Paper 792, Available at: [http://ink.library.smu.edu.sg/soe\\_research/792](http://ink.library.smu.edu.sg/soe_research/792).
- Dabla-Norris, Era, & Holger Floerkemeier (2006), 'Transmission Mechanisms of Monetary Policy in Armenia: Evidence from VAR Analysis', *IMF Working Paper* 06/248.
- Égert, Balázs, & Ronald MacDonald. (2006), 'Monetary Transmission Mechanism in Transition Economies: Surveying the Surveyable', *CESifo Working Paper* No. 1739.
- Ender, W. (1995), *Applied Econometrics Time Series*. John Wiley and Sons Inc, New York.
- European Central Bank [ECB] (2002), 'Recent Findings on Monetary Policy Transmission in the Euro Area', *Monthly Bulletin*, October.
- Favero, C.A. (2001), *Applied Macroeconometrics*, Oxford: University Press.
- Ganev, Georgy, Krisztina Molnar, Krzysztof Rybinski, & Przemyslaw Wozniak. (2002), 'Transmission Mechanism of Monetary Policy in Central and Eastern Europe', *CASE Report* Case No. 52.
- Héricourt, J. (2005), 'Monetary Policy Transmission in the CEECs: Revisited Results Using Alternative Econometrics', (Unpublished; Prais: University of Paris), Available at: <ftp://mse.univ-paris1.fr/pub/mse/cahiers2005/Bla05020.pdf>.
- Johansen, S. (1991), 'Estimation and Hypothesis Testing of Cointegration Vector in Gaussian Vector Autoregressive Models', *Econometrica*, Vol. 59, No.6, pp. 1551-1580.
- Kamin, S. B., P. Turner, & J. Van 't dack. (1998), 'The Transmission of Monetary Policy in Emerging Market Economies: An Overview', *BIS Policy Papers*, No. 3, Bank for International Settlements.
- Le, H. V., & W. D. Pfau. (2009), 'VAR Analysis of the Monetary Transmission Mechanism in Vietnam', *Applied Econometrics and International Development*, Vol. 9, No. 1, pp. 165-179.
- Lutkepohl, H. (1991), *Introduction to Multiple Time Series Analysis*, New York: Springer Verlag.
- Mishkin, F. (1995), 'Symposium on the Monetary Transmission Mechanism', *The Journal of Economic Perspectives*, Vol.9, No. 4, pp. 3-10.
- Mohanty, M.S., & P. Turner. (2008), 'Monetary Policy Transmission in Emerging Market Economies: What is New', *BIS Paper*, No. 35, pp. 1-59.
- Sarno, L., & M. P. Taylor. (2001), 'Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Is It Effective, and, If So, How Does it Work?', *CEPR Discussion Paper*, No. 2690.
- Starr, M. (2005), 'Does Money Matter in the CIS? Effects of Monetary Policy on Output and Prices', *Journal of Comparative Economics*, Vol. 33, No.3, pp. 441–461.
- Taylor, John B. (1995), 'The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework', *Journal of Economic Perspective*, Vol. 9, No. 4, pp. 11-26.
- Tsangarides, Charalambos. (2010), 'Monetary Policy Transmission in Mauritius Using a VAR Analysis', *IMF Work-*

---

#### **Thông tin tác giả:**

\***Nguyễn Thị Thùy Vinh**, Tiến sỹ

- Tổ chức tác giả công tác: Khoa Kinh tế quốc tế, Trường Đại học Ngoại thương

- Địa chỉ liên hệ: Địa chỉ Email: [vinhntt@ftu.edu.vn](mailto:vinhntt@ftu.edu.vn)