

# NGHIÊN CỨU TÁC ĐỘNG CỦA LÃI SUẤT TỚI TỶ GIÁ TẠI VIỆT NAM THEO MÔ HÌNH GIÁ CỨNG DORNBUSCH

Lê Thị Tuấn Nghĩa\*, Chu Khánh Lâm\*\*

*Bài viết nghiên cứu ảnh hưởng của lãi suất tới tỷ giá theo mô hình giá cứng của Dornbusch tại Việt Nam. Dựa trên cơ sở lý thuyết, nhóm tác giả áp dụng mô hình tự hồi quy vector cấu trúc SVAR với các biến số là các số liệu kinh tế vĩ mô trong giai đoạn từ năm 1998 đến 2012. Kết quả nghiên cứu cho thấy: (i) phản ứng của tỷ giá trước thay đổi của lãi suất thị trường tại Việt Nam phù hợp với mô hình giá cứng Dornbusch; (ii) ngoài lãi suất, tỷ giá còn chịu ảnh hưởng của nhiều yếu tố khác như cung tiền, lạm phát, và bản thân sự thay đổi tỷ giá. Nhóm tác giả khuyến nghị: (i) Ngân hàng Nhà nước Việt Nam có thể sử dụng chính sách lãi suất để tác động tới tỷ giá trong một số thời kỳ với điều kiện nhất định; (ii) những thay đổi trong yếu tố tiền tệ và tâm lý có tác động rất lớn tới tỷ giá nên việc ổn định tỷ giá trong dài hạn đòi hỏi chính sách tiền tệ phải được điều hành theo hướng nhất quán, ưu tiên ổn định giá trị đồng nội tệ.*

**Từ khóa:** Lãi suất, tỷ giá, hiệu ứng tăng vọt của tỷ giá, vector tự hồi quy cấu trúc

## 1. Giới thiệu

Tác động của lãi suất tới tỷ giá hối đoái đã được nghiên cứu bởi nhiều nhà kinh tế học trên thế giới như Mundell-Fleming, Dornbusch, Frankel... Những nghiên cứu này đã khẳng định mối quan hệ này có vai trò quan trọng trong công tác hoạch định chính sách tiền tệ (CSTT) của Ngân hàng Trung ương. Tuy nhiên, mức độ ảnh hưởng của lãi suất tới tỷ giá còn phụ thuộc vào nhiều yếu tố như cơ chế điều hành lãi suất, cơ chế tỷ giá, mức độ phát triển của thị trường tiền tệ, vị thế của đồng nội tệ... Trong thời gian qua, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) Việt Nam đã nhiều lần sử dụng lãi suất để điều chỉnh tỷ giá thị trường. Tuy nhiên, trên thực tế tại Việt Nam, chưa có nhiều công trình nghiên cứu đề cập sâu sắc về tác động của lãi suất đến tỷ giá. Vì vậy, cần thiết phải có một công trình nghiên cứu quá trình và mức độ tác động này trên cả cơ sở lý thuyết lẫn kiểm chứng thực tiễn thông qua mô hình kinh tế lượng. Kết quả nghiên cứu sẽ là cơ sở để nhóm tác giả đưa ra các khuyến nghị chính sách cho Chính phủ và NHNN Việt Nam trong điều hành chính sách lãi suất và chính sách tỷ giá trong thời gian tới.

## 2. Tác động của lãi suất tới tỷ giá hối đoái theo

## mô hình giá cứng Dornbusch

### 2.1. Cơ sở lý thuyết

Lý thuyết về ảnh hưởng của lãi suất đến tỷ giá hối đoái bao gồm các mô hình Mundell-Fleming, học thuyết ngang giá lãi suất, học thuyết tiền tệ và cân bằng danh mục đầu tư.

Theo học thuyết tiền tệ, do tỷ giá là giá cả so sánh các đồng tiền của các quốc gia nên tỷ giá biến động xuất phát từ sự thay đổi của những yếu tố tiền tệ trong và ngoài nước. Học thuyết tiền tệ tập trung vào sự hình thành mối liên hệ giữa sự biến động của tỷ giá và cân bằng của thị trường tiền tệ (tỷ giá biến động là kết quả của sự thay đổi trong cung cầu tiền tệ trong và ngoài nước). Học thuyết tiền tệ chia thành ba mô hình: mô hình giá linh hoạt, mô hình giá cứng của Rudiger Dornbusch (1976) và mô hình chênh lệch các mức lãi suất thực của Frankel (1979). Hai giả thuyết của học thuyết tiền tệ về tác động của lãi suất đến tỷ giá hối đoái như sau: (i) cung và cầu tiền trong và ngoài nước là những nhân tố quyết định chính cho sự thay đổi của tỷ giá; (ii) điều kiện ngang giá lãi suất không có bảo hiểm (uncovered interest parity) thỏa mãn, các tài sản tài chính trong và ngoài nước có mức độ rủi ro và lợi

nhuận như nhau.

Mô hình giá linh hoạt giả định giá cả hàng hóa có độ co giãn hoàn hảo (ngang giá sức mua được duy trì thường xuyên ngay cả trong ngắn hạn). Do vậy, nhược điểm cơ bản của mô hình này là không giải thích tại sao trong thực tế tỷ giá lại lệch khỏi ngang giá sức mua.

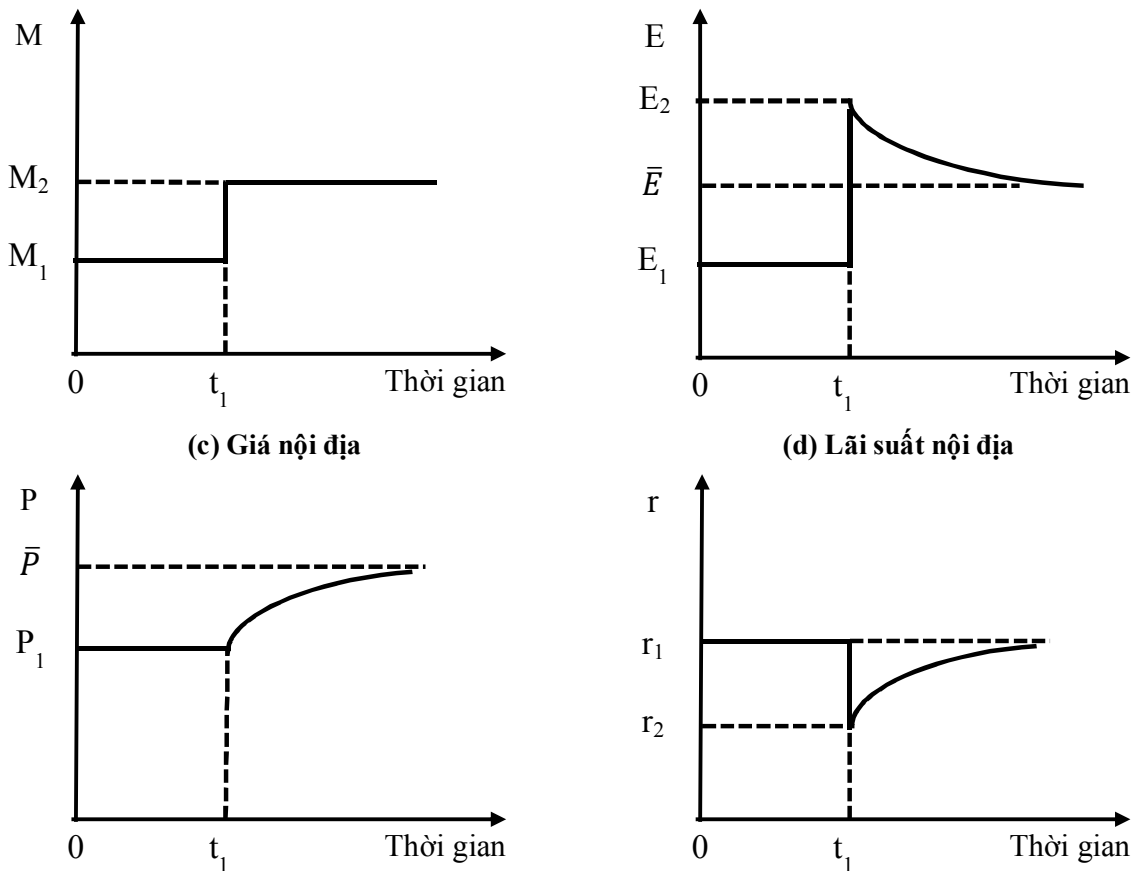
Mô hình giá cứng của Dornbusch dựa trên các giả thuyết: (i) giá cả hàng hóa và tiền lương là cứng nhắc trong ngắn hạn, chỉ thay đổi chậm chạp theo thời gian để phản ứng lại với những cú sốc; (ii) vốn tự do di chuyển giữa các quốc gia và các tài sản tài chính trong và ngoài nước có thể thay thế hoàn hảo cho nhau; (iii) tỷ giá linh hoạt, có thể thay đổi tăng hoặc giảm tức thời để phản ánh những thay đổi trong lãi suất; (iv) lãi suất linh hoạt trong ngắn hạn để phản ánh tức thời những thay đổi trong cung tiền. Mô hình cho phép giải thích được tại sao giữa tỷ giá và ngang giá sức mua lại có độ lệch kéo dài trong một thời gian nhất định. Trong mô hình Dornbusch, điều kiện ngang giá lãi suất không có bảo hiểm được giả định là liên tục thỏa mãn, tức là khi lãi suất trong

nước thấp hơn lãi suất ở nước ngoài thì sẽ xuất hiện kỳ vọng tăng giá của đồng nội tệ để bù đắp cho mức lãi suất thấp hơn. Ngược lại, thị trường hóa lại khá cứng nhắc khi tiền lương và giá cả điều chỉnh khá chậm chạp.

Giả sử nền kinh tế ban đầu ở trạng thái cân bằng với mức cung tiền  $M_1$ , mức giá cả  $P_1$ , lãi suất  $r_1$ , và mức tỷ giá  $E_1$  bảo đảm điều kiện ngang giá sức mua. Tại thời điểm  $t_1$ , Ngân hàng Trung ương can thiệp trên thị trường tiền tệ, tăng cung tiền trong nước từ  $M_1$  lên  $M_2$  (hình 1a). Trong dài hạn, khi giá cả không còn cứng nhắc như trong ngắn hạn thì giá cả sẽ tăng tương ứng với mức tăng cung tiền, từ  $P_1$  lên  $\bar{P}$  (hình 1c). Để duy trì PPP trong dài hạn, đồng nội tệ phải giảm giá từ  $E_1$  xuống  $\bar{E}$  (hình 1b).

Tuy nhiên, do giá cả là không linh hoạt trong ngắn hạn nên những diễn biến trong ngắn hạn trước sự thay đổi trong cung tiền không diễn ra như vậy. Khi cung tiền tăng, nhưng mức giá cả của nền kinh tế chưa thay đổi, cung tiền sẽ vượt quá mức cầu tiền mong muốn. Công chúng sẽ sử dụng lượng tiền dư thừa để đầu tư vào các tài sản tài chính, làm lãi suất

**Hình 1: Sự tăng vọt của tỷ giá trong mô hình giá cứng Dornbusch**  
(a) Cung tiền (b) Tỷ giá



Nguồn: Salvatore, D. (2009)

giảm từ  $r_1$  xuống mức  $r_2$  (hình 1d). Theo điều kiện ngang giá lãi suất không có bảo hiểm, đồng nội tệ sẽ được kỳ vọng lên giá trong tương lai. Để nội tệ lên giá từ  $E_2$  xuống  $\bar{E}$ , tỷ giá buộc phải phải tăng mạnh vượt quá giá trị cân bằng dài hạn lên  $E_2$  (hình 1b), để tạo sự tăng giá kỳ vọng của đồng nội tệ để bù đắp cho mức lãi suất trong nước thấp hơn.

Sau phản ứng tăng vọt của tỷ giá, nền kinh tế sẽ dần trở lại trạng thái cân bằng thông qua tác động của một số hiệu ứng. Lãi suất giảm sẽ có ảnh hưởng tích cực lên tổng cầu, làm mức giá cả trong nền kinh tế dần tăng lên. Kết hợp với cầu hàng hóa trong nước tăng, tỷ giá sẽ giảm từ mức  $E_2$  xuống  $\bar{E}$  (hình 1b). Đồng thời, mức lãi suất trong nền kinh tế cũng dịch chuyển dần về vị trí ban đầu  $r_1$  để duy trì điều kiện ngang giá lãi suất không có bảo hiểm. Như vậy, sự cân bằng trên cả thị trường tiền tệ lẫn hàng hóa đều đạt được.

### 2.2. Phương pháp nghiên cứu

Nhóm tác giả sử dụng mô hình tự hồi quy vector cấu trúc SVAR (Structural Vector Autoregression) để phân tích cơ chế truyền dẫn và tác động của các cú sốc tới tỷ giá tại Việt Nam. Giả sử nền kinh tế Việt Nam được mô tả bởi hệ các phương trình tuyến tính đồng thời, phản ánh sự tương tác giữa các biến số kinh tế vĩ mô. Mô hình giả định cho nền kinh tế Việt Nam được mô tả dưới dạng sau:  $Ay_t = C(L)y_{t-1} + B\mu_t$  (1)

Trong đó: A là ma trận vuông các hệ số mô tả mối quan hệ đồng thời giữa các biến trong mô hình;  $y_t$  là vector các biến nội sinh trong mô hình; C(L) là ma trận đa thức trễ có dạng:

$$C(L) = C_0 + C_1L + C_2L^2 + \dots + C_pL^p;$$

B là ma trận vuông mô tả mối quan hệ đồng thời giữa các cú sốc cơ cấu với các biến số trong mô hình;  $\mu_t$  là vector các cú sốc cơ cấu với  $E(\mu_t) = 0$ ,  $E(\mu_t \mu_t') = I_k$  với  $t = \tau$ , và  $E(\mu_t \mu_{\tau}') = 0$  với  $t \neq \tau$ .

Trong mô hình giá cứng của Dornbusch, biến động của tỷ giá được quyết định bởi sự thay đổi cung tiền, lãi suất, thu nhập ở cả trong lẫn ngoài nước. Ngoài ra, tỷ giá biến động nhanh hay chậm còn phụ thuộc vào tốc độ điều chỉnh giá của nền kinh tế. Nhóm tác giả sử dụng các biến số như lạm phát, cung tiền, và lãi suất để đại diện cho sự thay đổi của yếu tố tiền tệ trong nước. Cán cân thương mại được sử dụng thay cho thu nhập quốc dân do một phần thu nhập quốc dân được sử dụng để chi tiêu cho các hàng hóa nội địa, trong khi các khoản thu nhập từ xuất khẩu hàng hóa và chi tiêu cho hàng hóa nhập khẩu (ảnh hưởng trực tiếp tới tỷ giá) được

phản ánh chính xác hơn thông qua cán cân thương mại. Sử dụng mô hình SVAR, nhóm tác giả giả định cấu trúc tác động giữa các biến nội sinh trong mô hình thông qua cấu trúc ma trận như sau:

$$\begin{bmatrix} \varepsilon^{trb} \\ \varepsilon^{inf} \\ \varepsilon^{msd} \\ \varepsilon^{len} \\ \varepsilon^{exe} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ a_{21} & 1 & 0 & 0 & 0 \\ a_{31} & a_{32} & 1 & a_{34} & 0 \\ 0 & 0 & a_{43} & 1 & a_{45} \\ a_{51} & a_{52} & a_{53} & a_{54} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \mu^{trb} \\ \mu^{inf} \\ \mu^{msd} \\ \mu^{len} \\ \mu^{exe} \end{bmatrix}$$

Trong đó: TRB là tỷ lệ giá trị xuất khẩu trên nhập khẩu, INF là tỷ lệ lạm phát, MSD là cung tiền đã loại trừ tiền gửi ngoại tệ, LEN là lãi suất cho vay, EXE là tỷ giá USD/VND giao dịch của các NHTM.

Hai phương trình đầu mô tả sự phản ứng chậm chạp của tỷ lệ xuất nhập khẩu và lạm phát so với sự thay đổi của cung tiền, lãi suất và tỷ giá. Đối với phương trình đầu tiên, giá trị xuất nhập khẩu với mức giá đã được ký kết từ trước nên mức lạm phát trong nước không có ảnh hưởng cùng lúc với tỷ lệ này mà có độ trễ nhất định. Phương trình thứ ba là phương trình cầu tiền trong ngắn hạn với cầu tiền được cho phép phản ứng gần như đồng thời với các cú sốc trong tỷ lệ giá trị xuất nhập khẩu, lạm phát, và lãi suất. Phương trình thứ tư là phương trình phản ứng/điều hành của chính sách tiền tệ khi các giải pháp điều hành được ban hành trước các cú sốc về cầu tiền và tỷ giá nhưng không phản ứng đồng thời với cú sốc xuất nhập khẩu và lạm phát do dữ liệu về các biến vĩ mô này thường có độ trễ và NHNN thường có xu hướng chờ đợi xu hướng biến động rõ ràng của nền kinh tế trước khi điều chỉnh chính sách. Phương trình thứ năm mô tả tỷ giá hối đoái được NHNN và các TCTD điều chỉnh trước sự thay đổi trong các biến số nội sinh.

### 2.3. Nguồn số liệu và phương pháp xử lý số liệu

Các biến nội sinh được sử dụng trong mô hình bao gồm lạm phát (tính từ chỉ số giá tiêu dùng hàng quý và được quy đổi theo năm annualized), cung tiền (loại trừ thành phần là tiền gửi ngoại tệ tại hệ thống tổ chức tín dụng), lãi suất cho vay, tỷ lệ giá trị xuất khẩu trên giá trị nhập khẩu và tỷ giá cuối kỳ (hình 2). Trong khi đó, tỷ lệ lạm phát và lãi suất Fed fund rate của Mỹ được lựa chọn làm đại diện cho các cú sốc ngoại sinh từ bên ngoài vào nền kinh tế trong nước. Nhóm tác giả lựa chọn cung tiền sau khi đã loại trừ tiền gửi ngoại tệ tại hệ thống TCTD vì Việt Nam là quốc gia có tình trạng đô la hóa cao

khuyến cho Ngân hàng Nhà nước (NHNN) khó kiểm soát được mức cung tiền. Hơn nữa, việc loại bỏ tiền gửi ngoại tệ ra khỏi cung tiền giúp cho hàm phản ứng mô tả chính xác hơn sự thay đổi trong điều hành chính sách tiền tệ của NHNN khi tác động trực tiếp tới lượng cung tiền là nội tệ. Lãi suất cho vay được lựa chọn thay cho lãi suất huy động vì trong một số thời kỳ, lãi suất huy động của các TCTD tại Việt Nam không phản ánh được mặt bằng lãi suất thị trường. Điều này khắc phục được vấn đề NHNN quy định mức trần lãi suất của NHNN và thực trạng một số TCTD chi trả lãi vượt trần.

Số liệu lạm phát, xuất nhập khẩu được thu thập từ Tổng cục Thống kê; lãi suất cho vay, cung tiền và tỷ giá cuối kỳ được thu thập từ Thống kê tài chính quốc tế. Tỷ lệ lạm phát của Mỹ được thu thập từ Tổng cục Thống kê của Mỹ; Fed fund rates được thu thập từ dữ liệu của Federal Reserve. Số liệu được thu thập theo quý từ thời điểm quý 1 năm 1998 đến quý 3 năm 2012 và được logarit hóa trừ biến lãi suất và lạm phát.

Các biến số được loại bỏ tính mùa vụ bằng phương pháp Census X12. Kiểm định tính dừng Augumented Dickey – Fuller được thực hiện đối với tất cả các biến trong mô hình; các biến, ngoại trừ biến lạm phát và tỷ lệ giá trị xuất khẩu trên giá trị nhập khẩu, đều không dừng và dừng khi lấy sai phân bậc nhất (xem phụ lục).

Các tiêu chuẩn Sequential modified LR, Final

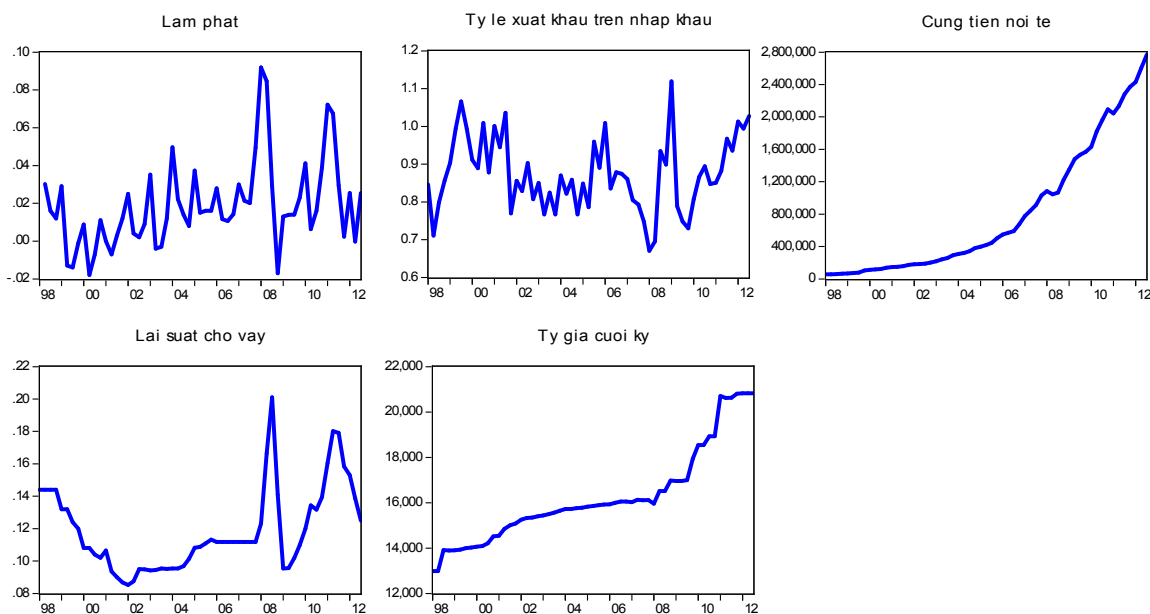
prediction error, Akaike information criterion, Schwarz information criterion và Hannan – Quinn information criterion được sử dụng để xác định độ trễ tối ưu cho mô hình. Nhóm tác giả lựa chọn độ trễ của mô hình là ba quý. Kiểm định nghiệm đơn vị cho các nghiệm đều nhỏ hơn một, đồng nghĩa với việc mô hình ổn định về mặt thống kê (xem phụ lục). Các khuyết tật tự tương quan, phương sai sai số thay đổi và tính dừng của phần dư được kiểm định thông qua kiểm định LM, White Heteroskedasticity và Augmented Dickey – Fuller. Kết quả kiểm định cho thấy mô hình không có hiện tượng tự tương quan, phương sai sai số thay đổi và các phần dư đều dừng ở mức ý nghĩa 1% (xem phụ lục).

#### 2.4. Kết quả và thảo luận

Thông qua hàm phản ứng – impulse response function của biến tỷ giá đối với cú sốc từ các biến nội sinh, kết quả của mô hình sẽ chỉ ra liệu các biến nội sinh khác trong mô hình có tác động tới tỷ giá và mức độ tác động là mạnh hay yếu. Nhóm tác giả sử dụng phương pháp phân rã cấu trúc (structural decomposition) trong khoảng thời gian 12 quý.

*Thứ nhất*, phản ứng của tỷ giá trước thay đổi của lãi suất là tỷ giá giảm tức thì trong quý đầu tiên, sau đó tăng lại trong quý hai và quý ba trước khi tác động của lãi suất trở nên mờ nhạt từ quý thứ tư trở đi (xem hình 3). Mặt bằng lãi suất nội tệ tăng khi NHNN thắt chặt chính sách tiền tệ thì phản ứng ban

**Hình 2: Các biến số vĩ mô sử dụng trong mô hình giai đoạn 1998 - 2012**



Nguồn: Tổng cục Thống kê, Thống kê tài chính quốc tế, và tính toán của nhóm tác giả

đầu của công chúng là chuyển từ việc nắm giữ ngoại tệ sang nắm giữ nội tệ nhằm hưởng mức sinh lời cao hơn. Công chúng có xu hướng bán ngoại tệ hoặc rút các khoản tiền gửi ngoại tệ tại hệ thống TCTD và bán lại cho các TCTD hoặc trên thị trường tự do. Thực tế thị trường tiền tệ cho thấy Việt Nam là quốc gia có tình trạng đô la hóa và thị trường ngoại tệ tự do được chấp nhận tồn tại song song với thị trường chính thức nên công chúng vẫn có thể thực hiện các giao dịch mua bán ngoại tệ trên thị trường ngoại tệ. Điều này khiến cho cung ngoại tệ tăng và làm tỷ giá giảm ngay trong quý đầu tiên. Tuy nhiên, sang quý thứ hai và thứ ba, tỷ giá bật tăng trở lại. Điều này hoàn toàn phù hợp với lý thuyết của mô hình tiền tệ giá cứng khi tỷ giá phản ứng mạnh và quá mức trong ngắn hạn sau đó mới điều chỉnh dần dần trong trung và dài hạn.

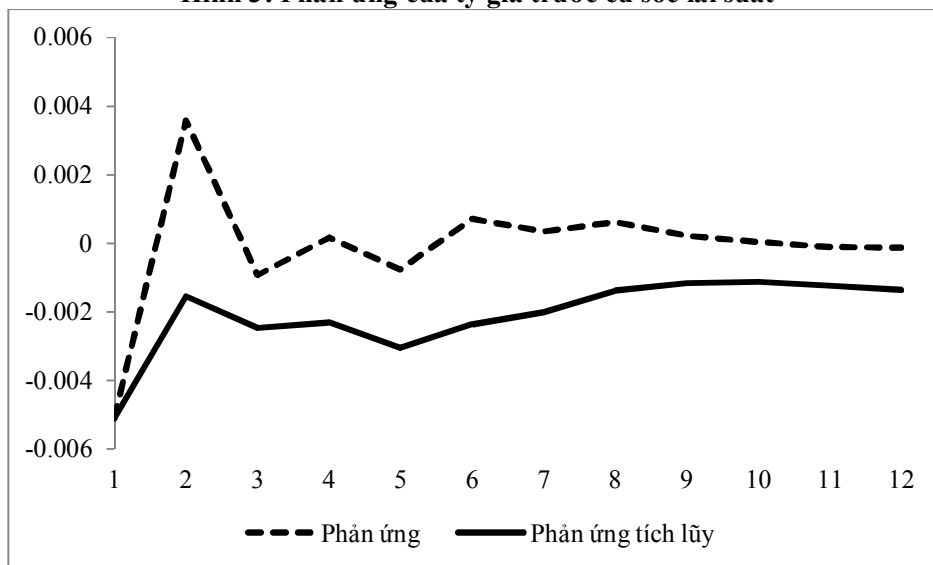
Ngoài việc lãi suất cao hơn dẫn tới kỳ vọng giảm giá của đồng nội tệ (tỷ giá tăng), tại Việt Nam còn một số nhân tố khác có tác dụng điều chỉnh tỷ giá về mức cân bằng trong dài hạn. *Một là*: tỷ giá đã giảm xuống mức đủ hấp dẫn giới đầu cơ gom ngoại tệ nhằm kiếm chênh lệch giá khi kỳ vọng tỷ giá sẽ tăng lại trong tương lai. Điều này thường xảy ra tại các quốc gia áp dụng chế độ tỷ giá thả nổi có điều tiết với đồng nội tệ thường bị định giá cao trong một thời gian dài, dẫn tới tâm lý chờ đợi những đợt điều chỉnh giảm giá nội tệ của Ngân hàng Trung ương (Goldfajn và Valdes, 1997). *Hai là*: sự khan hiếm ngoại tệ do chênh lệch cung cầu khiến các doanh nghiệp nhập khẩu có xu hướng mua vào ngoại tệ để đáp ứng các nhu cầu nhập khẩu trong tương lai. *Ba*

*là*: nếu các cú sốc về lãi suất không phải do NHNN thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt mà do nền kinh tế tăng trưởng nóng đã đẩy mặt bằng lãi suất lên thì cầu nhập khẩu, tức cầu về ngoại tệ, được dự báo tiếp tục tăng trong tương lai và dẫn tới kỳ vọng tỷ giá tăng. *Bốn là*: nếu mặt bằng lãi suất được điều chỉnh tăng lên do điều hành của NHNN nhằm kiểm soát hay kiềm chế lạm phát đang tăng, thì sau một quý, khi lạm phát trở nên rõ ràng hơn thì công chúng có xu hướng điều chỉnh lại hành vi của mình trong quá khứ. Lo ngại đồng nội tệ sẽ bị mất giá nên công chúng chuyển sang nắm giữ những tài sản có khả năng chống lại lạm phát như ngoại tệ và vàng khiến cho giá của hai loại tài sản này tăng lên nhanh chóng trong những quý sau. Sự bất ổn kinh tế vĩ mô làm giảm lòng tin của công chúng vào đồng nội tệ, khiến công chúng có xu hướng gia tăng việc nắm giữ ngoại tệ (do kỳ vọng vào lạm phát khó có thể được kiềm chế thành công trong ngắn hạn).

*Thứ hai*, ngoài chịu ảnh hưởng của lãi suất, tỷ giá còn chịu tác động từ các yếu tố tiền tệ khác như cung tiền, lạm phát, và bản thân từ chính sự thay đổi tỷ giá.

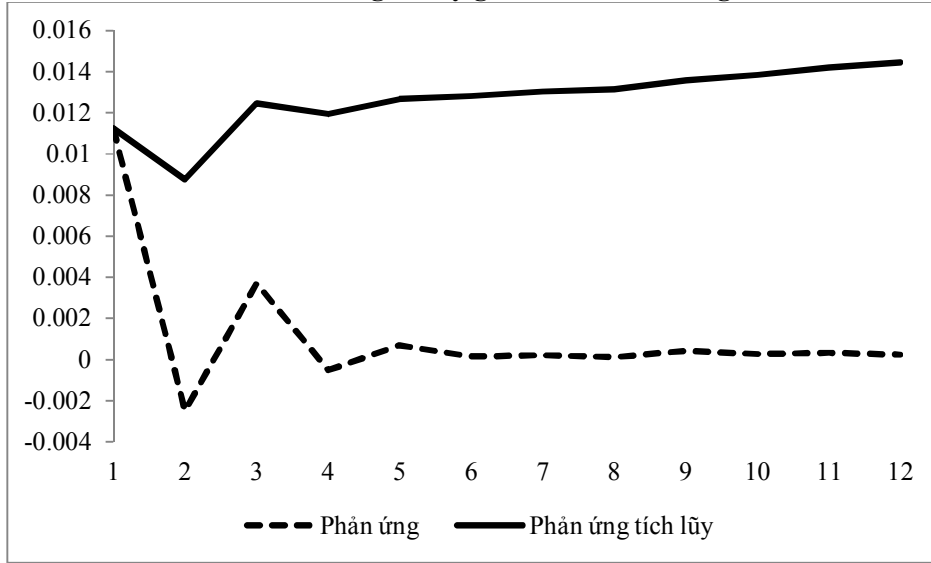
Hình 4 cho thấy khi cung tiền tăng thì phản ứng của tỷ giá là tăng ngay trong quý thứ nhất trước khi mức độ tác động giảm nhẹ trong quý hai. Sang quý thứ ba, tỷ giá bật tăng trở lại và các tác động kế tiếp của cú sốc trong cung tiền tới tỷ giá bị giảm dần theo thời gian. Khi NHNN can thiệp vào thị trường ngoại hối thông qua việc mua vào ngoại tệ và bán nội tệ cho các TCTD thì đồng nghĩa với việc cầu ngoại tệ và cung tiền nội tệ tăng, dẫn đến tăng tỷ giá.

**Hình 3: Phản ứng của tỷ giá trước cú sốc lãi suất**



Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Hình 4: Phản ứng của tỷ giá trước cú sốc cung tiền



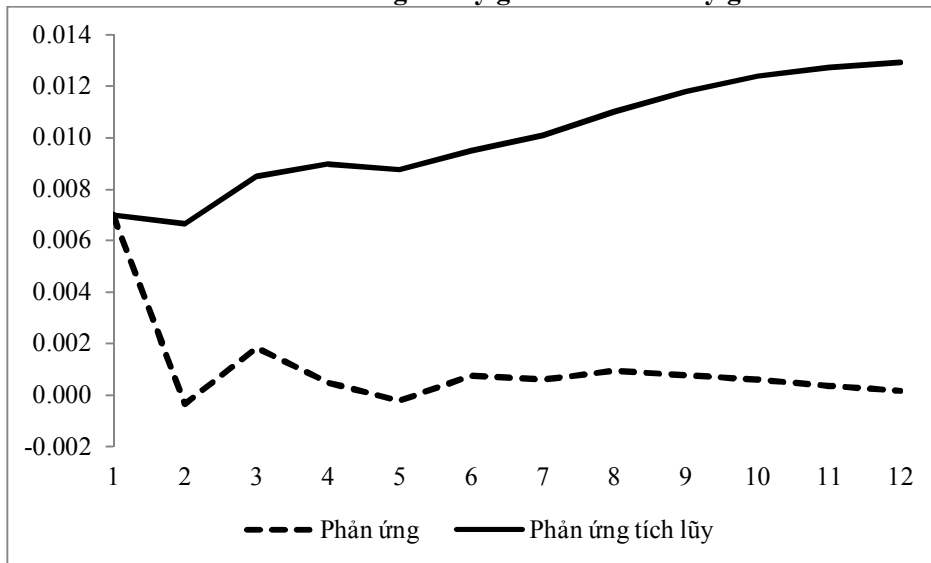
Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Quá trình điều chỉnh giảm trong quý hai là do việc tăng cung ngoại tệ từ các chủ thể trong nền kinh tế khi tăng cường bán ngoại tệ ra kiếm lời trước sự tăng giá của đồng ngoại tệ. Tuy nhiên, việc liên tục mua vào ngoại tệ nhưng không đi kèm với can thiệp trung hòa trên thị trường mở nhằm hút nội tệ sẽ khiến cho lạm phát hoặc lạm phát kỳ vọng tăng lên nhanh chóng. Cần chú ý rằng không nhất thiết NHNN phải mua bán ngoại tệ trong trường hợp này mà ngay cả hoạt động nghiệp vụ thị trường mở để mua giấy tờ có giá của các TCTD cũng sẽ có ảnh hưởng tương tự. Điều này khiến cho tỷ giá tăng trở lại trong quý thứ ba khi mà công chúng kỳ vọng vào lạm phát cao sẽ làm cho đồng nội tệ mất giá hơn

nữa. Một lý do khác giải thích cho việc tỷ giá tăng lên trong quý thứ ba là sự phản ứng của các doanh nghiệp nhập khẩu. Trước nguy cơ ngoại tệ tăng giá, các doanh nghiệp nhập khẩu có xu hướng mua ngoại tệ và gửi vào ngân hàng, với mục đích phòng ngừa rủi ro tỷ giá khi mà các công cụ phòng chống rủi ro tỷ giá tại Việt Nam chưa phát triển.

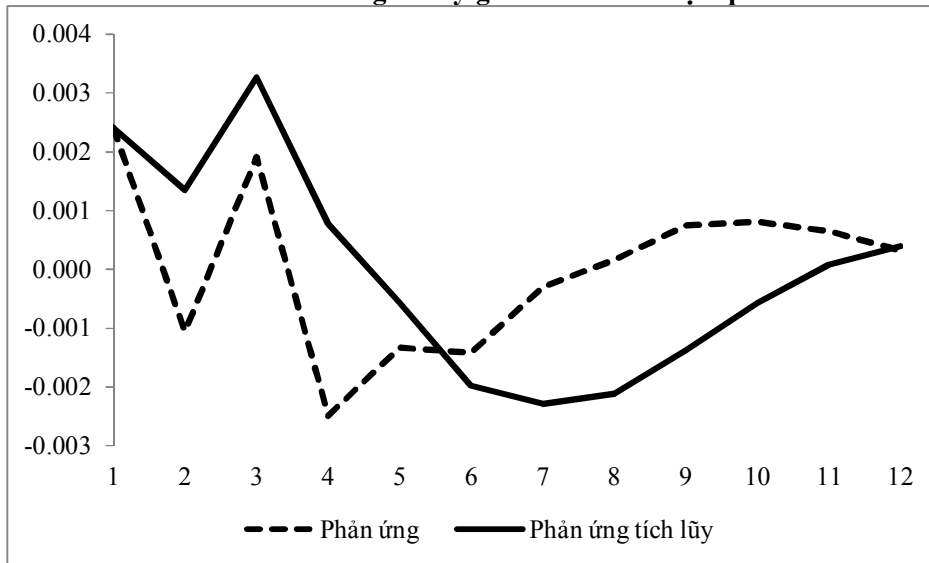
Hình 5 cho thấy tỷ giá trong quá khứ có tác động nhanh và mạnh tới tỷ giá trong kỳ hiện tại và tương lai, và tác động của cú sốc tỷ giá chỉ dừng lại sau gần một năm. Điều này chỉ ra rằng cú sốc tỷ giá không chỉ có ảnh hưởng ngay lập tức tới các biến số vĩ mô mà còn tới kỳ vọng của các chủ thể trong nền kinh tế về tỷ giá trong tương lai. Khi tỷ giá tăng,

Hình 5: Phản ứng của tỷ giá trước cú sốc tỷ giá



Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Hình 6: Phản ứng của tỷ giá trước cú sốc lạm phát



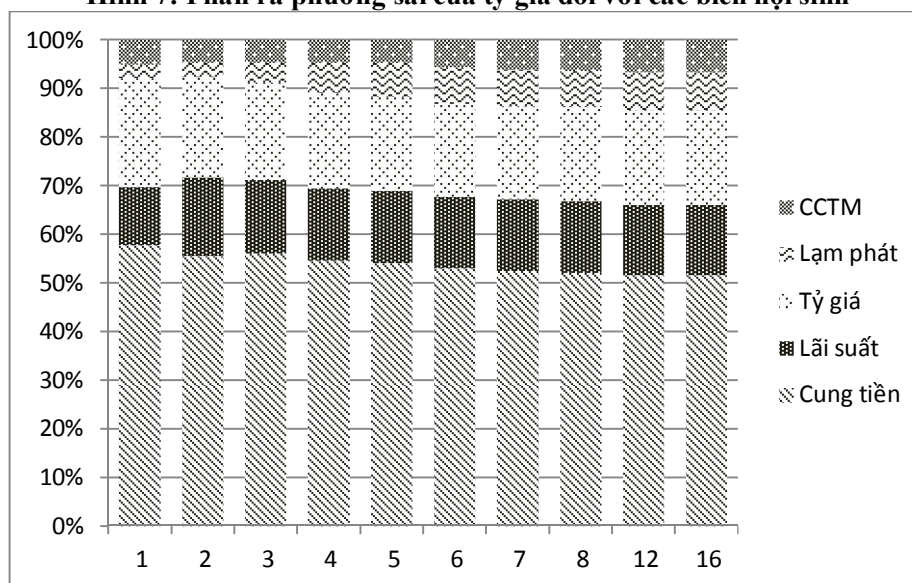
Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

công chúng có xu hướng mua vào ngoại tệ vì một số lý do. *Một là:* các cá nhân, doanh nghiệp có nhu cầu ngoại tệ trong tương lai sẽ phản ứng bằng cách mua vào ngoại tệ để phòng ngừa rủi ro tỷ giá có thể sẽ tăng hơn nữa. *Hai là:* các chủ thể đầu cơ ngoại tệ trên thị trường sẽ liên tục tăng lượng nắm giữ ngoại tệ với kỳ vọng đẩy tỷ giá lên cao hơn trước khi bán ra kiếm lời trong tương lai. Các giải thích này cũng cổ thêm nhận định tỷ giá tại Việt Nam chịu ảnh hưởng nhất định từ yếu tố tâm lý. *Ba là:* giá vàng và ngoại tệ có tương quan khá chặt chẽ tại Việt Nam; khi giá ngoại tệ và giá vàng tăng thì nhu cầu nhập lậu vàng để kiếm chênh lệch giá sẽ xảy ra. Việc các

chủ thể buôn vàng tiến hành thu gom ngoại tệ để nhập khẩu vàng khiến cho tỷ giá tiếp tục tăng trong các quý tiếp theo.

Phản ứng tích lũy của tỷ giá trước cú sốc của lạm phát là tỷ giá tăng ngay trong quý đầu tiên nhưng giảm xuống mức không trong vòng năm quý, và tiếp tục giảm dần trong các quý sau đó (hình 6). Sau khoảng thời gian hơn một năm, tác động của lạm phát tới tỷ giá là ngược chiều do nhu cầu nhập khẩu và tiêu dùng của nền kinh tế giảm xuống bắt nguồn từ hậu quả của lạm phát cao và các chính sách kiềm chế lạm phát quyết liệt của Chính phủ. Ngoài ra, trong các thời kỳ lạm phát cao, NHNN thường tiến

Hình 7: Phân rã phương sai của tỷ giá đối với các biến nội sinh



Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

hành giảm giá mạnh đồng nội tệ (tăng giá USD 9,3% vào thời điểm tháng 2/2011 và nói biên độ tỷ giá trong năm 2008), đưa mức tỷ giá trên thị trường về gần với mức cân bằng khiến cho các hoạt động đầu cơ trên thị trường ngoại hối giảm xuống.

Mặc dù hàm phản ứng cho biết mức độ truyền tải của các biến tới biến nội sinh trong mô hình nhưng không cho biết mức độ đóng góp của từng biến tới sự biến động của biến còn lại. Phương pháp phân rã phương sai – variance decomposition cho phép nhóm tác giả đánh giá được tầm quan trọng tương đối theo thời gian của các cú sốc với sự biến động của các biến nội sinh trong mô hình.

Hình 7 cho thấy về cơ bản sự biến động của tỷ giá do bản thân của chính cú sốc tỷ giá và cú sốc về cung tiền. Điều này thể hiện rất rõ sự tăng giảm của tỷ giá chịu ảnh hưởng từ các biện pháp điều hành chính sách tiền tệ của NHNN khi điều chỉnh tỷ giá thông qua thông báo tỷ giá bình quân liên ngân hàng, điều chỉnh biên độ, hay tác động vào lượng tiền trong nền kinh tế. Bản thân cú sốc tỷ giá đóng góp tới 22,4% vào sự biến động của tỷ giá ngay trong quý một nhưng giảm xuống còn 19,6% trong quý thứ tư cho thấy những sự biến động tỷ giá có ảnh hưởng rất lớn tới hoạt động đầu tư vào ngoại tệ của công chúng. Cú sốc về cung tiền đóng góp tới 57,9% trong quý đầu tiên và giảm dần nhưng vẫn chiếm tỷ lệ tới hơn 50% cho sự biến động của tỷ giá. Trong khi đó, tác động của cú sốc của lãi suất và lạm phát tăng lần lượt từ 11,9% và 2,6% lên 14,8% và 6,2% tương ứng sau một năm.

### 3. Kết luận và khuyến nghị chính sách

Xuất phát từ lý thuyết về tác động của lãi suất tới tỷ giá hối đoái theo mô hình giá cứng của Dornbusch, bài viết đã áp dụng mô hình SVAR để đo lường mức độ tác động này trong thời gian từ năm 1998 tới 2012 tại Việt Nam. Từ kết quả nghiên cứu, nhóm tác giả đưa ra một số nhận xét và khuyến nghị chính sách như sau:

*Thứ nhất*, ảnh hưởng của lãi suất tới tỷ giá tại Việt Nam là phù hợp với cơ sở lý thuyết của mô hình giá cứng, khi hiện tượng tăng vọt tỷ giá xảy ra trước cú sốc giảm lãi suất hoặc tăng cung tiền. Kết thúc phản ứng ban đầu này, tỷ giá quay trở lại trạng thái cân bằng trong dài hạn sau khoảng thời gian từ hai đến ba quý. Trong thời gian qua tại Việt Nam, NHNN đã nhiều lần tăng mặt bằng lãi suất trong nền kinh tế với mục tiêu kiểm soát lạm phát đồng thời tạo chênh lệch giữa lãi suất trong nước và nước ngoài, giữa lãi

suất nội tệ và ngoại tệ nhằm đạt được các mục tiêu về tỷ giá. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu định lượng cho thấy biến động của lãi suất và cung tiền giải thích tới 11,9% và 57,9% sự biến động của tỷ giá. Những kết quả đạt được trong việc sử dụng chính sách lãi suất tác động đến tỷ giá cho thấy NHNN Việt Nam cần tiếp tục xem xét khả năng và mức độ áp dụng giải pháp này trong thời gian tới. Điều này cho thấy, NHNN Việt Nam có thể sử dụng công cụ lãi suất để tác động tới tỷ giá sao cho phù hợp với các mục tiêu của chính sách tỷ giá trong cả ngắn hạn lẫn dài hạn. Tuy nhiên, điều hành lãi suất hướng tới mục tiêu của chính sách tỷ giá có thể làm giảm đi mức độ độc lập của chính sách tiền tệ. Cụ thể: (i) giảm lãi suất để giảm giá đồng nội tệ trong trung và dài hạn, từ đó góp phần cải thiện cán cân thương mại có thể dẫn tới hệ quả là lạm phát tăng cao, ảnh hưởng tới mục tiêu ổn định giá cả của chính sách tiền tệ, (ii) duy trì mặt bằng lãi suất tiền gửi đồng nội tệ ở mức cao hơn so với tiền gửi ngoại tệ sẽ hỗ trợ việc ổn định tỷ giá, đặc biệt là khi khả năng can thiệp trực tiếp trên thị trường ngoại tệ bị hạn chế.

*Thứ hai*, kết quả nghiên cứu cho thấy những thay đổi trong yếu tố tiền tệ và tâm lý có tác động rất lớn tới tỷ giá nên việc ổn định tỷ giá trong dài hạn đòi hỏi chính sách tiền tệ cần phải được điều hành theo hướng nhất quán, ưu tiên ổn định giá trị đồng nội tệ. Với việc công bố lựa chọn cơ chế tỷ giá thả nổi có điều tiết nhưng thực tế cho thấy tỷ giá thường chỉ được biến động trong phạm vi hẹp trong một thời gian dài nên Việt Nam cần phải duy trì một tỷ lệ lạm phát tương xứng với lạm phát của Mỹ nếu không tỷ giá cân bằng sẽ bị lệch ra khỏi mức tỷ giá mục tiêu của NHNN. Điều này nếu kéo dài sẽ dẫn tới sự biến động mạnh của tỷ giá, đặc biệt là trên thị trường ngoại tệ tự do. Lạm phát cao trong giai đoạn nửa đầu năm 2008 và 2011 cho thấy sự sụt giảm lòng tin của công chúng vào giá trị của đồng nội tệ sẽ dẫn tới sự biến động của tỷ giá trên thị trường tự do, và buộc NHNN phải tiến hành giảm giá đồng nội tệ. Do vậy, Việt Nam cần thực hiện một chính sách tiền tệ với mục tiêu ổn định giá trị đồng nội tệ, thể hiện ở tỷ lệ lạm phát thấp và ổn định. Về dài hạn, để tăng cường mức độ ảnh hưởng của chính sách lãi suất tới tỷ giá, việc áp dụng chế độ tỷ giá thả nổi có điều tiết với mức độ can thiệp giảm dần, sau đó là tiến đến thả nổi hoàn toàn trong dài hạn là điều cần thiết. □



**PHỤ LỤC**  
**Mô tả số liệu sử dụng trong mô hình**

	INF	TRB	LN(MSD)	LEN	LN(EXE)	INFUS	FEDR
Mean	0.018832	0.984451	13.01785	0.118163	9.692542	0.006221	0.026819
Median	0.014263	0.983844	12.98907	0.110495	9.672541	0.006776	0.019998
Maximum	0.081096	1.011358	14.82337	0.194290	9.954875	0.016756	0.065778
Minimum	-0.015354	0.958222	10.97299	0.086088	9.473547	-0.021582	0.000753
Std. Dev.	0.020239	0.011332	1.175369	0.025312	0.121719	0.005829	0.022002
Skewness	1.104487	-0.029188	-0.082891	1.032617	0.764422	-1.960069	0.233260
Kurtosis	4.296537	2.684430	1.757835	3.448777	2.900805	10.34049	1.506905
Jarque-Bera	15.85472	0.248898	3.795274	10.79426	5.672414	167.3549	5.913518
Probability	0.000361	0.882983	0.149922	0.004530	0.058648	0.000000	0.051987
Observations	58	58	58	58	58	58	58

*Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả*

**Kiểm định tính dừng các biến nội sinh và ngoại sinh trong mô hình**

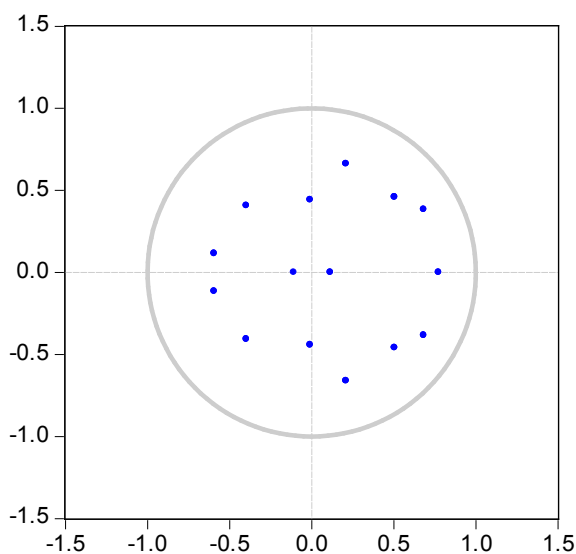
Biến	Trạng thái dừng	Biến	Trạng thái dừng
Lạm phát Việt Nam – inf	-4.275732***		
Tỷ lệ xuất nhập khẩu – trb	-3.357741**		
Cung tiền – msd	-1.384318	d(msd)	-4.851239***
Lãi suất cho vay – len	-2.313044	d(len)	-6.246683***
Tỷ giá VND/USD - exe	-2.631355	d(exe)	-8.693677***
Lạm phát Mỹ -influs	-6.391056***		
Fed fund rate -fedr	-2.328146	d(fedr)	-3.309392**

\*\*\*, \*\*: ý nghĩa thống kê ở mức 1%, 5%

*Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả*

**Kiểm định nghiệm đơn vị**

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



*Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả*



### Kiểm định tự tương quan

VAR Residual Serial Correlation LM Tests

Null Hypothesis: no serial correlation at lag order h

Sample: 1998Q1 2012Q3

Included observations: 55

Lags	LM-Stat	Prob
1	19.55366	0.7698
2	33.52476	0.1185
3	22.75451	0.5919
4	15.46299	0.9299
5	35.56718	0.0784
6	15.02109	0.9409
7	24.98560	0.4632
8	27.03568	0.3541

Probs from chi-square with 25 df.

*Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả*

### Kiểm định phương sai sai số thay đổi

VAR Residual Heteroskedasticity Tests: No Cross Terms (only levels and squares)

Sample: 1998Q1 2012Q3

Included observations: 55

Joint test:		
Chi-sq	df	Prob.
498.9769	525	0.7870

*Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả*

### Kiểm định tính dừng của phần dư

Biến	Trạng thái dừng
Residual phương trình 1	-7.124002***
Residual phương trình 2	-7.150622***
Residual phương trình 3	-7.296299***
Residual phương trình 4	-6.714890***
Residual phương trình 5	-7.097932***

*Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả*

**Tài liệu tham khảo:**

- Dornbusch, R. (1976), 'Expectations and exchange rate dynamics', *Journal of Political Economy* 84(6), pp. 1161—76.
- Frankel, J. A. (1979), 'On the mark: A theory of floating exchange rates based on real interest rate differentials', *American Economic Review*, 69(4), pp. 610—22.
- Goldfajn, I. and Valdes, R. O. (1997), 'Are currency crises predictable?' *IMF Working Paper*, WP/97/159.
- Salvatore, D. (2009), *International Economics*, Wiley, United State of America.

**The Dornbusch sticky price model: A research on impact of interest rate on exchange rate in Vietnam**

*Abstract*

*This paper researches the impact of interest rate on exchange rate in Vietnam following the Dornbusch sticky price monetarist model. Based on the theoretical basis, authors applied a structural vector autoregressive model with macroeconomic variables from 1998 to 2012. The results show that: (i) the response of exchange rate to the change of interest rate in Vietnam follows the Dornbusch model; (ii) apart from interest rate, exchange rate is affected by other factors such as money supply, inflation, and exchange rate fluctuation itself. The authors suggest some recommendations: (i) The State bank of Vietnam can use interest rate policy to manage exchange rate in some periods with several conditions; (ii) the strong influence of monetary factors and psychology on exchange rate implies that long run exchange rate stability requires a consistent management of monetary policy with stable price as a prior target.*

---

**Thông tin tác giả:**

\* **Lê Thị Tuấn Nghĩa**, Phó giáo sư, tiến sĩ, Nhà giáo ưu tú

- Nơi công tác: Viện Nghiên cứu khoa học Ngân hàng, Học viện Ngân hàng

- Lĩnh vực nghiên cứu chính: Chính sách tiền tệ, tỷ giá, hoạt động hệ thống ngân hàng

Email: tuannghia.hvnh@gmail.com

\*\* **Chu Khánh Lâm**, Thạc sĩ

- Nơi công tác: Viện Nghiên cứu khoa học Ngân hàng, Học viện Ngân hàng

Email: chukhanhlan.hvnh@gmail.com