

HIỆU LỰC CỦA CHÍNH SÁCH AN TOÀN VĨ MÔ TỚI SỰ ỔN ĐỊNH CỦA THỊ TRƯỜNG NGOẠI HỐI TẠI VIỆT NAM

Phạm Thị Hoàng Anh
Học viện Ngân hàng
Email: anhpth@hvn.edu.vn

Ngày nhận: 16/4/2019
Ngày nhận bản sửa: 14/6/2019
Ngày duyệt đăng: 05/10/2019

Tóm tắt:

Nghiên cứu tập trung đánh giá hiệu lực của chính sách an toàn vĩ mô qua kênh các công cụ liên quan đến ngoại hối cho chuỗi dữ liệu theo tháng giai đoạn 2007-6/2018 tại Việt Nam. Mô hình hồi quy đơn cho thấy một số công cụ như quy định tỷ lệ trạng thái ngoại tệ mở trên vốn tự có, dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi ngoại tệ đã phát huy được hiệu lực truyền dẫn tới sự ổn định của thị trường ngoại hối Việt Nam. Trong khi đó, các công cụ hạn chế đối tượng cho vay ngoại tệ, kết hối ngoại tệ lại chưa phát huy được tính hiệu lực. Mặc dù vậy, nghiên cứu cũng tìm ra bằng chứng cho thấy kích hoạt đồng thời các công cụ sẽ làm tăng khả năng hỗ trợ trong nâng cao hiệu lực truyền dẫn chính sách an toàn vĩ mô tại Việt Nam.

Từ khóa: Hiệu lực, ngoại hối, chính sách an toàn vĩ mô, Việt Nam.

Mã JEL: E52, F31, E47.

The effectiveness of macroprudential policy in foreign exchange market stability: The case of Vietnam

Abstract:

The paper aims at assessing effectiveness of macroprudential policy (MaPP) through channels related to foreign exchange in Vietnam, based on the monthly data period 2007 - June 2018. The Ordinary least squares model suggested that MaPP instruments such as ratio of net open position in foreign exchange over equity and reserve requirements for foreign currency deposits were effective in stabilizing the foreign exchange market in Vietnam. On another hand, surrender requirements and restrictions to entities that could borrow foreign currency were found not to be effective during 2007-June 2018. However, the study provided empirical evidence that a comprehensive package of measures activated simultaneously could enhance the effectiveness of macroprudential policy in Vietnam.

Keywords: Effectiveness, foreign exchange, macroprudential policy, Vietnam.

JEL code: E52, F31, E47.

1. Giới thiệu

Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008-2009 cho thấy thị trường tài chính tiền tệ thế giới đang thiếu một khung chính sách cần thiết để giúp dự báo và ứng phó với những mất cân đối về tài chính bất ngờ xảy ra và gây ra những hậu quả kinh tế vĩ mô nghiêm trọng. Để duy trì sự ổn định của hệ thống, các tổ chức tài chính tiền tệ quốc tế và ngân hàng trung ương các nước phải xây dựng và ứng dụng khung chính sách an toàn vĩ mô phù hợp, đồng thời phải nâng cao tính hiệu lực của chúng để có thể giúp ổn định hệ thống tài chính.

Tại Việt Nam, tỷ giá đô la Mỹ trên đồng Việt Nam (USD/VND) là một biến số gây sự chú ý đặc biệt của các nhà hoạch định chính sách, các nhà nghiên cứu cũng như giới đầu tư khi liên tục có những biến động, gây nên những bất ổn về kinh tế vĩ mô, gây bất ổn thị trường. Để bình ổn tỷ giá và thị trường ngoại hối, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đã phải thực thi rất nhiều những công cụ trong đó có cả các công cụ chính sách tiền tệ, và các công cụ của chính sách an toàn vĩ mô. Do đó, tính hiệu lực của các công cụ đã được kích hoạt sẽ tác động như thế nào tới mục tiêu cuối cùng là ổn định tài chính vẫn là một câu hỏi cần được quan tâm và giải đáp.

Nghiên cứu tập trung đánh giá hiệu lực của chính sách an toàn vĩ mô qua kênh các công cụ liên quan đến ngoại hối cho chuỗi dữ liệu theo tháng giai đoạn 2007-6/2018 tại Việt Nam. Ngoài phần giới thiệu, bài nghiên cứu được kết cấu thành bốn phần như sau. Sau tổng quan nghiên cứu, tác giả tập trung giới thiệu mô hình và phương pháp nghiên cứu để đánh giá tính hiệu lực của chính sách an toàn vĩ mô qua kênh các công cụ liên quan đến ngoại hối. Dựa trên mô hình hồi quy đơn, phần bốn của nghiên cứu tập trung vào phân tích và nhận định các kết quả thu được từ chuỗi dữ liệu theo tháng giai đoạn 2007-2018 tại Việt Nam. Phần cuối của nghiên cứu là các khuyến nghị chính sách nhằm nâng cao tính hiệu lực của chính sách an toàn vĩ mô tới bình ổn thị trường ngoại hối tại Việt Nam.

2. Tổng quan nghiên cứu

Chính sách an toàn vĩ mô (Macprudential policies) được xem như việc xây dựng khuôn khổ và việc sử dụng các công cụ an toàn để hạn chế rủi ro hệ thống tài chính nhằm đạt được mục tiêu cuối cùng là ổn định tài chính. Kể từ sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, chính sách an toàn vĩ mô

ngày càng được các nhà hoạch định chính sách, các nhà khoa học quan tâm, chú ý hơn. Cụ thể, ngân hàng trung ương nhiều quốc gia đã kích hoạt nhiều nhóm công cụ khác nhau, trong đó tập trung vào nhóm các công cụ về tiêu chuẩn tín dụng và tiêu chuẩn vốn. Tuy nhiên, đối với các nền kinh tế có dư nợ vay ngoại tệ và thị trường ngoại hối nhiều biến động thì ngân hàng trung ương có xu hướng sử dụng thêm các công cụ liên quan đến ngoại hối như tại các nền kinh tế mới nổi châu Á, châu Mỹ La tinh hoặc các nền kinh tế chuyển đổi tại Đông – Trung Âu. Đó là các công cụ: (i) Hạn chế đối với các thể chế có thể vay các khoản vay bằng ngoại tệ từ các ngân hàng (ví dụ như các thể chế có doanh thu là ngoại tệ); (ii) Áp dụng tỷ lệ dự trữ bắt buộc phân chu kỳ và đối với tiền gửi ngoại tệ; (iii) Giới hạn về chênh lệch tiền tệ trên toàn hệ thống, (iv) Giới hạn về trạng thái ngoại tệ mở trên vốn tự có; (v) Kết hối ngoại tệ. (Glocker & Towbin, 2012; Tobal, 2014; Brozoza-Brzezina & cộng sự, 2015; Terrier & cộng sự, 2011; Tovar & cộng sự, 2012; Lim & cộng sự, 2013; Aguirre & Repetton, 2017; Claessens & cộng sự, 2013; Fendoglu, 2017).

Vấn đề quan trọng nhất khi kích hoạt các công cụ đó chính là đánh giá hiệu lực truyền dẫn của các công cụ này tới mục tiêu cuối cùng đó chính là giảm thiểu nguy cơ rủi ro hệ thống, qua đó ổn định hệ thống tài chính. Tuy nhiên, có thể thấy hiện có khá ít các nghiên cứu đánh giá hiệu lực của chính sách an toàn vĩ mô, đặc biệt là hiệu lực qua kênh công cụ liên quan đến ngoại hối. Trên thực tế, khi đánh giá tác động của nhóm công cụ chính sách an toàn vĩ mô liên quan đến ngoại hối tới mục tiêu rủi ro hệ thống, các nghiên cứu trước đây thường được kiểm chứng thông qua tác động tới hai mục tiêu trung gian đó là (i) tác động tới tỷ giá (Glocker & Towbin, 2012; Tobal, 2014; Brozoza-Brzezina & cộng sự, 2015); (ii) tác động đến tăng trưởng tín dụng, đặc biệt là tín dụng ngoại tệ (Terrier & cộng sự, 2011; Tovar & cộng sự, 2012; Lim & cộng sự, 2013; Aguirre & Repetton, 2017; Claessens & cộng sự, 2013; Fendoglu, 2017).

Các nghiên cứu trước đây tìm ra được các kết luận tương đối khác nhau về tác động của các công cụ này đối với mục tiêu trung gian thứ nhất. Cụ thể, nghiên cứu của Tobal (2014) đã tổng hợp tất cả các công cụ chính sách an toàn vĩ mô liên quan đến ngoại hối tại các quốc gia Mỹ La tinh. Nghiên cứu cho rằng giảm chênh lệch về các loại tiền trong bảng

tổng kết tài sản của các ngân hàng thương mại đóng vai trò quan trọng trong việc bình ổn tỷ giá trên thị trường ngoại hối. Ngoài ra, các công cụ khác như giảm chênh lệch kì hạn giữa các loại tiền, giảm thiểu thâm hụt cán cân vãng lai,... có tác động khá tích cực đến thị trường ngoại hối tại các quốc gia Mỹ La Tinh. Trong khi đó, nghiên cứu của Brozoza-Brzezina & cộng sự (2015) tìm ra bằng chứng thực nghiệm cho thấy tính hiệu lực trong thực thi chính sách giám sát an toàn vĩ mô trong giai đoạn 2000-2012 tại Ba Lan là khá yếu tới sự ổn định của tỷ giá cũng như lãi suất. Sử dụng số liệu của hệ thống ngân hàng thương mại tại Brazil, nghiên cứu của Glocker & Towbin (2012) đã phân tích tác động của việc nới lỏng/thắt chặt tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với cả tiền gửi nội tệ và ngoại tệ tới giảm thiểu rủi ro hệ thống trong cả dài hạn và ngắn hạn. Thông qua mô hình SVAR (Mô hình tự hồi quy véctơ dạng cấu trúc), nghiên cứu đã tìm ra bằng chứng cho thấy khi ngân hàng trung ương nâng tỷ lệ dự trữ bắt buộc sẽ giảm áp lực tới tỷ giá trên thị trường ngoại hối.

Đối với mục tiêu trung gian thứ hai, nghiên cứu của Aguirre & Repetton (2017) dựa trên dữ liệu tín dụng của hệ thống ngân hàng tại Argentina trong giai đoạn 2009-2014 đã đi một kết luận đó là khi kích hoạt hoặc thắt chặt giới hạn tỷ lệ trạng thái ngoại tệ trên vốn tự có sẽ có tác động tích cực tới chu kì tín dụng cũng như tăng trưởng tín dụng tại quốc gia này. Nghiên cứu của Tovar & cộng sự (2012) cho rằng việc giới hạn tỷ lệ trạng thái ngoại tệ mở trên vốn tự có tại các ngân hàng thương mại đã kiềm chế tăng trưởng tín dụng tại năm quốc gia châu Mỹ La Tinh, trong giai đoạn tháng 1/2003 đến tháng 4/2011. Trước đó, nghiên cứu của Lim & cộng sự (2013) cũng đã áp dụng mô hình dữ liệu bảng cho giai đoạn 2000-2010 cho các nhóm quốc gia khác nhau và tìm ra bằng chứng thực nghiệm cho thấy công cụ hạn chế sự bùng nổ của tín dụng ngoại tệ, và tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi ngoại tệ đã góp phần hạn chế chu kì tín dụng cũng như đòn bẩy trong hệ thống ngân hàng. Kết luận tương tự được chứng minh trong các nghiên cứu của Claessens & cộng sự (2013), Fendoglu (2017).

Nghiên cứu này có một số điểm mới so với các nghiên cứu trước đây như sau. *Thứ nhất*, theo hiểu biết của tôi, đây là nghiên cứu đầu tiên tại Việt Nam đánh giá tính hiệu lực của chính sách an toàn vĩ mô tại Việt Nam qua kênh các công cụ liên quan đến ngoại hối trong giai đoạn 2007-6/2018. *Thứ hai*,

khác với các nghiên cứu trên thế giới trước đây, nghiên cứu này sử dụng chỉ số áp lực trên thị trường ngoại hối (Exchange Market Pressure - EMP) để đo lường sự ổn định của thị trường ngoại hối tại Việt Nam – được coi là biến số phụ thuộc trong mô hình định lượng. Biến chênh lệch tỷ giá chính thức và tỷ giá tự do được sử dụng để đo lường tính nhất quán và tin cậy của mô hình lựa chọn. *Thứ ba*, do các công cụ liên quan đến ngoại hối được kích hoạt tại Việt Nam là khá đa dạng và được ít quốc gia trên thế giới sử dụng như hạn chế đối tượng vay ngoại tệ, kết hối ngoại tệ, và áp lãi suất trần đối với tiền gửi ngoại tệ. Chính vì vậy, nghiên cứu này đóng góp thêm bằng chứng thực nghiệm đối với tổng quan nghiên cứu về tính hiệu lực của các công cụ liên quan đến ngoại hối tại các nền kinh tế mới nổi châu Á như Việt Nam.

3. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

Để đánh giá tác động của chính sách an toàn vĩ mô tới sự ổn định của thị trường ngoại hối tại Việt Nam, dựa trên nghiên cứu của Eichengreen & cộng sự (1996) và Weymark (1997), Cerutti và cộng sự (2015), nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy đơn dựa trên khung đánh giá cụ thể như sau:

Chính sách an toàn vĩ mô có liên quan đến ngoại hối bị thắt chặt → Sẽ làm giảm cầu ngoại tệ và tăng cung ngoại tệ trong nền kinh tế → Giảm áp lực giảm giá nội tệ → Giảm nguy cơ bất ổn/rủi ro hệ thống, đặc biệt là những biến động trên thị trường ngoại hối. Vì vậy, mô hình được mô tả dưới dạng đơn giản như sau (Zhang & Zoli, 2014):

$$Y_t = \alpha + \beta_1 Y_{t-1} + \beta_2 CPI_t + \beta_3 DELTA R_t + \beta_4 TB_t + \beta_5 RES_t + \beta_6 MAPP1_t + \beta_7 MAPP2_t + \beta_8 MAPP3_t + \beta_9 MAPP4_t + \beta_9 MAPP5_t + u_t \quad (1)$$

$$Y_t = \alpha + \beta_1 Y_{t-1} + \beta_2 CPI_t + \beta_3 DELTA R_t + \beta_4 TB_t + \beta_5 RES_t + \beta_6 MAPPIndex_t + u_t \quad (2)$$

Các số liệu trong mô hình được thu thập theo tháng cho giai đoạn từ tháng 1/2007 đến tháng 6 năm 2018 – tổng cộng 138 quan sát. Các nguồn dữ liệu bao gồm: Tổng cục Thống kê, Thống kê Tài chính quốc tế, www.vietcombank.com.vn (tỷ giá tại các ngân hàng thương mại), tỷ giá trên thị trường tự do, tỷ giá bình quân trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng (từ tháng 1/2016 là tỷ giá trung tâm), các văn bản pháp lý của Ngân hàng Nhà nước (thu thập từ www.sbv.gov.vn).

Trong đó:

- Sự ổn định của thị trường ngoại hối (Y) được đo

lường bằng 2 biến số đại diện:

+ *Chỉ số áp lực trên thị trường ngoại hối - EMP* (Exchange market pressure): Chỉ số áp lực thị trường ngoại hối đo lường mức chênh lệch giữa cung cầu của một tiền tệ trên thị trường ngoại hối. Mức chênh lệch cung cầu đối với tiền tệ của một quốc gia trên thị trường quốc tế chính bằng chênh lệch giữa tổng giá trị xuất khẩu và nhập khẩu của chính quốc gia đó. Sự mất cân đối cung cầu tiền tệ trên thị trường ngoại hối sẽ bị loại trừ thông qua sự biến động của tỷ giá hối đoái ($\Delta \log H_t$) và sự thay đổi trong dự trữ ngoại hối quốc gia ($\Delta \log RES_t$ hoặc $\Delta RES_t/MS_{t-1}$). Chỉ số EMP được xác định dựa vào công thức của Eichengreen & cộng sự (1996) và Weymark (1997):

$$EMP_t = \Delta E_t - \frac{SD(\Delta E_t)}{SD(\Delta RES_t)} \Delta RES_t + \frac{SD(\Delta E_t)}{SD(i_t - i_t^*)} (i_t - i_t^*) \quad (3)$$

Chỉ số áp lực trên thị trường ngoại hối được xác định cho 5 chuỗi số liệu tỷ giá: tỷ giá trung tâm, tỷ giá mua-bán tại các ngân hàng thương mại, tỷ giá mua-bán trên thị trường tự do.

+ *Chênh lệch tỷ giá thị trường chính thức và thị trường tự do - PMP* (Parallel market premium tỷ lệ % – đây là biến số đại diện cho mức độ biến

động của thị trường ngoại hối): Chỉ số này được sử dụng trong các nghiên cứu Eichengreen & cộng sự (1996), Takagi & Phạm (2011) để đo lường mức độ ổn định của thị trường ngoại hối. Chênh lệch được xác định bằng cách lấy chênh lệch giữa tỷ giá trên thị trường tự do (lấy số liệu tỷ giá bán trên thị trường tự do Hà Nội) và tỷ giá trên thị trường chính thức (số liệu thu thập theo quý từ trang web của Ngân hàng Nhà nước). Biến số này được tính áp dụng cho hai chuỗi số liệu theo đó tỷ giá chính thức là (i) tỷ giá trung tâm của Ngân hàng Nhà nước, (ii) là tỷ giá bán tại ngân hàng thương mại.

$$PMP = \frac{\text{Tỷ giá bán trên thị trường tự do} - \text{Tỷ giá chính thức}}{\text{Tỷ giá chính thức}} * 100\% \quad (4)$$

Tác giả sử dụng 2 nhóm biến đại diện này để đánh giá tính nhất quán của kết quả nghiên cứu.

- *Tỷ lệ lạm phát (% month on month) - CPI*

- *Chênh lệch lãi suất* $DELTA_{R} = (i_t - i_t^*)$: chênh lệch giữa lãi suất đồng Việt Nam (VND) tiền gửi 3 tháng (i_t) và lãi suất đô la Mỹ (USD) 3 tháng của tín phiếu kho bạc Mỹ (i_t^*).

- *Dự trữ ngoại hối - RES*: được đo lường bằng tỷ lệ dự trữ ngoại hối theo tuần nhập khẩu.

Bảng 1: Tổng hợp thời điểm kích hoạt các công cụ MaPP liên quan đến ngoại hối của Việt Nam

Biến	Nội dung	Thời điểm kích hoạt
MaPP1	Quy định hạn chế đối tượng cho vay ngoại tệ ¹	- Thông tư 07/2011 của Ngân hàng Nhà nước (2011a). - Thông tư 24/2015 của Ngân hàng Nhà nước (2016) và các Thông tư sửa đổi sau đó.
MaPP2	Quy định về trạng thái ngoại tệ	- Quyết định số 1081/2002 của Thống đốc Ngân hàng Nhà nước (2002). - Quyết định số 1168/2003 của Thống đốc Ngân hàng Nhà nước (2003a) về việc sửa đổi Điều 1 Quyết định 1081/2002/QĐ-NHNN. - Thông tư 07/2012 của Ngân hàng Nhà nước (2012).
MaPP3	Quy định về kết hối ngoại tệ	- Thông tư 13/2011 của Ngân hàng Nhà nước (2011b).
MaPP4	Biến liên quan đến áp tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi ngoại tệ	- Quyết định số 581/2003/QĐ-NHNN của Thống đốc Ngân hàng Nhà nước (2003b). - Tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc từ 4% lên 6% (9/4/2011); và 7% (ngày 1 tháng 6 năm 2011).
MaPP5	Quy định tỷ lệ trần lãi suất đối với tiền gửi ngoại tệ	- Chính thức áp trần lãi suất huy động USD là 3% (ngày 9 tháng 4 năm 2011); 2% (ngày 2 tháng 6 năm 2011); 1,25% (ngày 28 tháng 6 năm 2013); 1% (ngày 18 tháng 3 năm 2014); 0,25% cho tổ chức kinh tế và 0,75% cho cá nhân (ngày 29 tháng 10 năm 2014); 0% cho tổ chức kinh tế và 0,25% cho cá nhân (ngày 29 tháng 9 năm 2015); 0% cho cả hai (ngày 17 tháng 12 năm 2015).

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp từ www.sbv.gov.vn.

Bảng 2: Hiệu lực của chính sách an toàn vĩ mô tới chỉ số áp lực trên thị trường ngoại hối (EMP)

Biến số	Tỷ giá trung tâm/Tỷ giá chính thức			
	Mô hình 1	Mô hình 2	Mô hình 3	Mô hình 4
C	-12,282	-15,333	17,447	-20,403
EMP1(-1)			0,321***	0,278***
Lạm phát	0,158		-0,152	
Chênh lệch LS	0,218*		0,297**	
Dự trữ	0,035		0,055	
Cán cân TM	-0,026		-0,023	
MAPPindex			-0,094**	
MAPPindex(-1)				-0,061
MAPP1	-0,141			
MAPP2	-1,926***			
MAPP3	1,152**			
MAPP4	-1,041*			
MAPP5	0,289*			
CRISIS	2,012***	1,676***		0,976***
Lạm phát (-1)		0,191		0,215
Chênh lệch LS(-1)		0,001		-0,053
Dự trữ (-1)		0,003		-0,008
Cán cân TM(-1)		-0,015		-0,011***
MAPP1(-1)		-0,051		
MAPP2B(-1)		-1,579**		
MAPP3(-1)		1,260**		
MAPP4(-1)		-1,241**		
MAPP5(-1)		0,182		

Ghi chú: ***, **, * thể hiện các hệ số có mức ý nghĩa thống kê ở mức 1%, 5% và 10%.

- *Cán cân thương mại - TB* (Trade balance): được đo lường bằng tỷ lệ % của chênh lệch xuất nhập khẩu trên tổng sản phẩm quốc nội (GDP).

- Vector các công cụ chính sách an toàn vĩ mô liên quan đến ngoại hối được mã hóa theo quy ước chung như sau:

(i) Mỗi khi các công cụ này được kích hoạt thì biến số đại diện cho công cụ đó nhận giá trị bằng 1. Sau đó, nếu công cụ này được thắt chặt thì lại được tăng thêm 1, hoặc nếu công cụ này nới lỏng thì sẽ giảm đi 1. (Tổng hợp các công cụ được kích hoạt trong giai đoạn 2007-2018 được thể hiện trong Bảng 1).

(ii) *Chỉ số MaPP - MaPPindex*: được tính bằng tổng đơn giản của các công cụ chính sách an toàn vĩ mô được kích hoạt trong giai đoạn đó.

4. Các kết quả và bình luận

Qua kiểm định nghiệm đơn vị, có 2 chuỗi số liệu DELTAR và RES_IM chỉ dừng sau khi đã lấy sai phân (I(1)). Kết quả thu được từ mô hình hồi quy đơn giản sau khi đã kiểm tra các khuyết tật (phương

sai sai số thay đổi, tự tương quan, đa cộng tuyến) của mô hình được thể hiện ở các Bảng 2, 3, 4. Kết quả với chênh lệch tỷ giá chính thức – tự do là biến phụ thuộc tương đối nhất quán với mô hình gốc sử dụng chỉ số áp lực thị trường ngoại hối. Một số kết luận chính rút ra như trong Bảng 2.

Thứ nhất, trong các công cụ được kích hoạt, việc quy định trạng thái ngoại tệ trên vốn tự có (MaPP2) được chứng minh có tác động tích cực ngay lập tức trong bình ổn thị trường ngoại hối tại Việt Nam, giai đoạn 2007-2018, với mức ý nghĩa 5%. Nói cách khác, khi Ngân hàng Nhà nước Việt Nam sử dụng công cụ này theo hướng thắt chặt (giảm tỷ lệ trạng thái ngoại tệ mở trên vốn tự có từ $\pm 30\%$ xuống $\pm 20\%$) đã giảm thiểu áp lực trên thị trường ngoại hối. Kết luận này được giải thích dựa vào 2 tác động kì vọng của việc áp dụng và thắt chặt tỷ lệ trạng thái ngoại tệ mở trên vốn tự có, đó là:

(i) Khi Ngân hàng Nhà nước Việt Nam giảm tỷ lệ trạng thái ngoại tệ mở sẽ làm giảm hiện tượng đầu cơ găm giữ ngoại tệ, đặc biệt là từ phía các ngân hàng thương mại, qua đó giảm áp lực tới tỷ giá cũng

Bảng 3: Hiệu lực của chính sách an toàn vĩ mô tới chỉ số áp lực trên thị trường ngoại hối (EMP)

Biến số	Tỷ giá tại ngân hàng thương mại			
	Mô hình 1	Mô hình 2	Mô hình 3	Mô hình 4
C	6,987	-27,157	1,753	-21,017
EMP3(-1)	0,220**	0,212**	0,307***	0,368***
Lạm phát	-0,042		-0,008	
Chênh lệch LS	0,257**		0,279**	
Dự trữ	-0,010*		-0,007	
Cán cân TM	-0,025		-0,027*	
MAPPindex			-0,034	
MAPPindex(-1)				-0,105***
MAPP1	0,109			
MAPP2	-1,314**			
MAPP3	0,761			
MAPP4	-0,661			
MAPP5	0,110			
CRISIS	1,299**	1,164**	1,030***	
Lạm phát (-1)		0,298		0,230
Chênh lệch LS(-1)		-0,032		-0,066
Dự trữ (-1)		0,027		0,021
Cán cân TM(-1)		-0,002		0,004
MAPP1(-1)		-0,157		
MAPP2B(-1)		-1,073		
MAPP3(-1)		0,692		
MAPP4(-1)		-0,702		
MAPP5(-1)		0,127		

Ghi chú: ***, **, * thể hiện các hệ số có mức ý nghĩa thống kê ở mức 1%, 5% và 10%.

như áp lực trên thị trường ngoại hối tại Việt Nam.

(ii) Thêm vào đó, thông qua việc giảm tỷ lệ trạng thái ngoại tệ mở sẽ giúp các ngân hàng thương mại hạn chế được nguy cơ rủi ro tỷ giá khi tỷ giá biến động bất thường. Điều này sẽ góp phần làm tăng cường sự lành mạnh, an toàn của cả hệ thống ngân hàng nói chung, và từng ngân hàng thương mại nói riêng.

Thứ hai, mô hình bình phương tối thiểu (OLS) cũng đưa đến một kết quả cho thấy tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi ngoại tệ góp phần làm giảm áp lực trên thị trường ngoại hối tại Việt Nam, giai đoạn 2007-2018, với mức ý nghĩa 10%. Dự trữ bắt buộc là một công cụ truyền thống trong điều hành chính sách tiền tệ của các ngân hàng trung ương trên thế giới (Mishkin, 2015). Theo nguyên lý, khi tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi ngoại tệ tăng lên sẽ làm tăng chi phí trong huy động tiền gửi ngoại tệ. Vì vậy các ngân hàng có thể sẽ chuyển hướng tìm các kênh huy động vốn khác rẻ hơn thay vì huy động bằng ngoại tệ. Do đó, các ngân hàng có thể sẽ hạ lãi suất huy động đối với tiền gửi ngoại tệ, khiến

cho tiền gửi ngoại tệ không còn hấp dẫn so với tiền gửi nội tệ với các nhà đầu tư/người gửi tiền, đẩy nội tệ lên giá trong ngắn hạn (Terrier & cộng sự, 2011; Tovar & cộng sự, 2012). Cộng với việc áp trần lãi suất tiền gửi ngoại tệ, thậm chí lãi suất huy động đối với tiền gửi ngoại tệ chỉ còn là 0% (đối với cả cá nhân và các tổ chức kinh tế), sẽ góp phần giảm mạnh tỷ lệ đô la hóa tiền gửi tại Việt Nam, tăng cường hiệu lực điều hành chính sách tiền tệ và chính sách an toàn vĩ mô. Kết luận này là nhất quán với kết luận thu được từ nghiên cứu của Glocker & Towbin (2012).

Như vậy, có thể thấy rằng hiện Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đang áp dụng các biện pháp tác động tới phía cung vốn ngoại tệ cho nền kinh tế thông qua tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc bằng ngoại tệ và quy định trần lãi suất tiền gửi ngoại tệ. Giải pháp này đang góp phần tích cực nhằm hướng tới chủ trương của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đó là “chuyển hoàn toàn từ quan hệ vay mượn ngoại tệ sang quan hệ mua bán ngoại tệ tại Việt Nam”. Tuy nhiên, khi xét riêng lẻ, hiệu lực của công cụ áp trần lãi suất trần đối với

Bảng 4: Hiệu lực của chính sách an toàn vĩ mô tới chỉ số áp lực trên thị trường ngoại hối (EMP)

Biến số	Tỷ giá trên thị trường ngoại tệ tự do			
	Mô hình 1	Mô hình 2	Mô hình 3	Mô hình 4
C	5,774	-4,006	-5,707	-4,523
EMP5(-1)	0,276***		0,331***	0,331**
Lạm phát	-0,026		0,069	0,217
Chênh lệch LS	0,301*		0,304	0,294
Dự trữ	0,031		0,032	0,002
Cán cân TM	-0,032		-0,033	-0,036
MAPPindex			-0,046	-0,343
MAPPindex(-1)				0,287
MAPP1	0,120			
MAPP2	-1,607*			
MAPP3	0,712			
MAPP4	-0,371			
MAPP5	0,034			
CRISIS	1,188*	1,578**	1,130**	1,117**
Lạm phát (-1)		0,087		-0,158
Chênh lệch LS(-1)		0,054		-0,004
Dự trữ (-1)		-0,043		-0,044
Cán cân TM(-1)		-0,017		0,010
MAPP1(-1)		-0,091		
MAPP2B(-1)		-2,065**		
MAPP3(-1)		0,840		
MAPP4(-1)		-0,583		
MAPP5(-1)		0,075		

Ghi chú: ***, **, * thể hiện các hệ số có mức ý nghĩa thống kê ở mức 1%, 5% và 10%.

tiền gửi ngoại tệ khá trái ngược trong các giai đoạn khác nhau. Cụ thể, nghiên cứu của Phạm Thị Hoàng Anh & cộng sự (2017) cho chuỗi số liệu đến 2016 cho thấy công cụ này có phát huy tác dụng trong bình ổn thị trường ngoại hối. Trong khi đó, nếu kéo dài thời gian nghiên cứu đến tháng 6 năm 2018 thì kết quả lại ngược lại. Đây là một kết quả khá thú vị và có thể giải thích như sau: Trong giai đoạn từ 2011, Ngân hàng Nhà nước liên tục giảm trần lãi suất tiền gửi ngoại tệ và chỉ còn 0% vào thời điểm tháng 12 năm 2015, hành động này đã góp phần tích cực trong bình ổn tỷ giá. Sau đó, do lãi suất đã xuống mức đáy, dư địa giảm lãi suất tiền gửi ngoại tệ không còn, nên hiệu lực tác động của nó tới tỷ giá là dường như không đáng kể.

Thứ ba, một kết quả khá ngạc nhiên là việc hạn chế đối tượng vay ngoại tệ (nếu để riêng lẻ) được chứng minh có tác động không mong muốn khi làm tăng áp lực trên thị trường ngoại hối tại Việt Nam, giai đoạn 2007-2018. Nói cách khác, việc quy định chỉ có những doanh nghiệp/tổ chức có nguồn thu ngoại tệ mới được phép vay bằng ngoại tệ vẫn là

nguyên nhân dẫn đến sự biến động trên thị trường ngoại hối cho dù đối tượng vay ngoại tệ có nguồn thu bằng ngoại tệ. Diễn biến này có thể bắt nguồn từ sự không cân xứng về thời điểm giữa dòng ngoại tệ vào và ra của khách hàng và ngân hàng, dẫn đến những thiếu hụt tạm thời về ngoại tệ. Trong bối cảnh đó, khách hàng vẫn bắt buộc phải tìm mua ngoại tệ để đáp ứng và có thể làm tăng cầu ngoại tệ, qua đó ảnh hưởng đến tỷ giá và thị trường ngoại hối. Kết luận này cho thấy, đến 1 thời điểm thích hợp, Ngân hàng Nhà nước cần chấm dứt hoàn toàn việc vay mượn bằng ngoại tệ. Từ đó hoàn tất định hướng chiến lược: chuyển hoàn toàn từ quan hệ vay mượn sang quan hệ mua bán ngoại tệ.

Thứ tư, mặc dù có một số công cụ riêng lẻ chưa phát huy được hiệu lực, tuy nhiên kết quả từ mô hình hồi quy đơn OLS cho thấy khi tất cả các công cụ được kích hoạt cùng một lúc thì có tác động tốt tới tỷ giá và thị trường ngoại hối Việt Nam trong giai đoạn 2007-2018 ở mức ý nghĩa 1% hoặc 5% tùy theo mô hình. Nói cách khác, các công cụ này bổ trợ cho nhau khi hướng tới mục tiêu điều hành chung của

Ngân hàng Nhà nước. Ví dụ, để triển khai tốt “Đề án chống đô la hóa nền kinh tế”, Ngân hàng Nhà nước đã tác động tới cả phía cung và cầu đối với vốn vay bằng ngoại tệ:

(i) Ở phía cung vốn vay bằng ngoại tệ: Ngân hàng Nhà nước áp dụng trần lãi suất đối với tiền gửi ngoại tệ cũng như tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc bằng ngoại tệ đã giúp giảm tỷ lệ tăng trưởng tiền gửi bằng ngoại tệ, cũng như giảm tỷ trọng tiền gửi ngoại tệ trên tổng tiền gửi tại các ngân hàng thương mại Việt Nam.

(ii) Ở phía cầu vốn vay ngoại tệ: Ngân hàng Nhà nước đã hạn chế đối tượng được phép vay bằng ngoại tệ, và nhóm đối tượng này dần bị thu hẹp. Theo Thông tư 42/2018, hoạt động vay ngoại tệ sẽ còn thu hẹp hơn nữa khi chỉ có doanh nghiệp vay ngoại tệ để sản xuất kinh doanh hàng xuất khẩu.

Thứ năm, trạng thái của cán cân thương mại là một trong những yếu tố có tác động ngược chiều chỉ số áp lực trên thị trường ngoại hối ở mức ý nghĩa 10% tại Việt Nam trong giai đoạn 2007-2018. Nói cách khác, khi cán cân thương mại thặng dư thì chỉ số áp lực trên thị trường ngoại hối sẽ giảm xuống, đồng nghĩa với sự ổn định của tỷ giá, và ngược lại. Kết quả này được giải thích như sau: Cán cân thương mại thâm hụt sẽ dẫn đến cầu ngoại tệ tăng vượt cung, gây áp lực tới tỷ giá. Tại Việt Nam, tỷ giá chính thức được điều hành bởi Ngân hàng Nhà nước theo hướng linh hoạt có quản lý, trong khi đó, tỷ giá thị trường tự do hoàn toàn chịu ảnh hưởng bởi quan hệ cung cầu cộng với các yếu tố mang tính tâm lý đầu cơ bầy đàn. Chính vì vậy, khi cầu ngoại tệ tăng mạnh, tỷ giá thị trường tự do sẽ tăng ngay lập tức, trong khi đó, tỷ giá chính thức không biến động quá nhiều. Diễn biến này sẽ làm gia tăng chênh lệch tỷ giá thị trường chính thức và thị trường tự do

Thứ sáu, dự trữ ngoại hối là yếu tố quan trọng góp phần bình ổn tỷ giá và thị trường ngoại hối tại Việt Nam, giai đoạn 2007-2012 với mức ý nghĩa 10%. Lý thuyết tài chính quốc tế cho thấy dự trữ ngoại hối chính là tài sản quan trọng giúp ngân hàng trung ương can thiệp vào thị trường ngoại hối nhằm bình ổn tỷ giá. Cụ thể, khi dự trữ ngoại hối tăng sẽ đồng nghĩa với (i) cân đối ngoại tệ trên thị trường ngoại hối rất tốt, (ii) có lượng ngoại tệ sẵn có để bán khi

thị trường cần. Nhờ đó, chỉ số áp lực trên thị trường ngoại hối sẽ giảm xuống.

5. Kết luận và khuyến nghị chính sách

Bài nghiên cứu tập trung đánh giá hiệu lực của chính sách giám sát an toàn vĩ mô qua kênh các công cụ liên quan đến ngoại hối cho chuỗi dữ liệu theo tháng giai đoạn từ 2007 đến tháng 6 năm 2018 tại Việt Nam. Trên cơ sở kết quả thu được từ mô hình hồi quy đơn giản, nghiên cứu rút ra một số kết luận chính và khuyến nghị chính sách như sau.

Thứ nhất, quy định về tỷ lệ trạng thái ngoại tệ mở trên vốn tự có tại các ngân hàng thương mại được chứng minh phát huy được hiệu lực trong giảm thiểu áp lực trên thị trường ngoại hối Việt Nam trong thời gian gần đây. Kết luận này cho thấy Ngân hàng Nhà nước Việt Nam cần tiếp tục duy trì công cụ mang tính hành chính này để giảm thiểu tâm lý đầu cơ găm giữ ngoại tệ của các thành viên tổ chức (institutional investors) trên thị trường ngoại hối, từ đó giúp bình ổn tỷ giá.

Thứ hai, một số công cụ chính sách an toàn vĩ mô khác như hạn chế đối tượng vay ngoại tệ, trần lãi suất ngoại tệ...chưa phát huy được hiệu lực truyền dẫn nhưng kết hợp kích hoạt các công cụ cùng một lúc (thể hiện thông qua chỉ số chính sách giám sát an toàn vĩ mô) lại cho thấy tác động tích cực đến sự ổn định của thị trường tài chính tại Việt Nam. Kết luận này hàm ý rằng đến một thời điểm thích hợp, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam cần chấm dứt hoàn toàn việc vay mượn bằng ngoại tệ, trên cơ sở đó có thể thực hiện triệt để định hướng chiến lược “chuyển hoàn toàn từ quan hệ đi vay và cho vay bằng ngoại tệ sang quan hệ mua bán ngoại tệ”. Không những thế, nghiên cứu cũng cho thấy Ngân hàng Nhà nước Việt Nam cần kích hoạt đồng thời nhiều công cụ để các công cụ này bổ trợ, hỗ trợ nhau trong truyền dẫn chính sách an toàn vĩ mô đến mục tiêu cuối cùng.

Thứ ba, kết quả thu được từ mô hình cho thấy Việt Nam cần ổn định kinh tế vĩ mô thông qua kiểm chế lạm phát, tăng dự trữ ngoại hối, và giảm thâm hụt cán cân thương mại. Đây được coi là những nền tảng quan trọng giúp Việt Nam có được sự ổn định về tài chính, tránh nguy cơ rủi ro hệ thống cho hệ thống tài chính nói chung, và hệ thống ngân hàng nói riêng.

Lời thừa nhận/cảm ơn: Nghiên cứu này được tài trợ bởi Quỹ Phát triển khoa học và công nghệ Quốc gia (NAFOSTED) trong đề tài mã số 502.99 - 2016.01.

Tài liệu tham khảo:

- Aguirre, H. & Repetton, G. (2017), 'Capital and currency based macroprudential policies: An evaluation using credit registry data', *BIS working paper No.672*, Monetary and Economic Department, BIS.
- Brzoza-Brzezina, M., Kolasa, M. & Makarski, K. (2015), 'Monetary and macroprudential policy with foreign currency loans', *Working Paper Series No. 1783*, European Central Bank.
- Cerutti, E., Claessens, S. & Laeven, L. (2015), 'The use and effectiveness of macroprudential policies: New evidence', *IMF working paper WP/15/61*, International Monetary Fund.
- Claessens, S., Ghosh, S. & Mihet, R. (2013), 'Macroprudential policies to mitigate financial system vulnerabilities', *Journal of International Money and Finance*, 39, 153-185.
- Eichengreen, Rose & Wyplosz (1996), 'Contagious currency crises', *NBER Working Paper No. w5681*, National Bureau of Economic Research.
- Fendoglu, Salih (2017), 'Credit cycles and capital flows: Effectiveness of the macroprudential policy framework in emerging market economies', *Working paper No 17/13*, Central bank of Republic of Turkey.
- Glocker, C. & Towbin, P. (2012), 'The macroeconomic effects of reserve requirements', *WIFO Working Paper No 420*, WIFO.
- Lim, C.H., Krznar, I., Lipinsky, F., Otani, A. & Wu, X. (2013), 'The macroprudential framework; policy responsiveness and institutional arrangements', *IMF Working Paper No 13/166*, International Monetary Fund.
- Mishkin, F.S. (2015), *The Economics of Money, Banking and Financial Market*, 11th edition, Pearson.
- Ngân hàng Nhà nước (2011a), *Thông tư số 07/2011/TT-NHNN về Quy định cho vay bằng ngoại tệ của tổ chức tín dụng đối với khách hàng vay là người cư trú*, ban hành ngày 24 tháng 03 năm 2011.
- Ngân hàng Nhà nước (2011b), *Thông tư số 13/2011/TT-NHNN về Quy định việc mua, bán ngoại tệ của tập đoàn kinh tế, tổng công ty nhà nước*, ban hành ngày 31 tháng 05 năm 2011.
- Ngân hàng Nhà nước (2012), *Thông tư số 07/2012/TT-NHNN về Quy định về trạng thái ngoại tệ của các tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài*, ban hành ngày 20 tháng 03 năm 2012.
- Ngân hàng Nhà nước (2016), *Thông tư số 24/2015/TT-NHNN về Quy định cho vay bằng ngoại tệ của tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài đối với khách hàng vay là người cư trú*, ban hành ngày 08 tháng 12 năm 2015.
- Ngân hàng Nhà nước (2018), *Thông tư số 42/2018/TT-NHNN về Sửa đổi, bổ sung một số điều của Thông tư số 24/2015/TT-NHNN ngày 08 tháng 12 năm 2015 của Thống đốc Ngân hàng Nhà nước Việt Nam quy định cho vay bằng ngoại tệ của tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài đối với khách hàng vay là người cư trú*, ban hành ngày 28 tháng 12 năm 2018.
- Phạm Thị Hoàng Anh & cộng sự (2017), 'Điều hành Chính sách Giám sát an toàn vĩ mô: kinh nghiệm quốc tế và khuyến nghị cho Việt Nam', *Đề tài nghiên cứu khoa học cấp ngành 2016*, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam.
- Takagi, S. & Phạm, T.H.A (2011), 'Responding to the global financial crisis: Vietnamese exchange rate policy, 2008-2009', *Journal of Asian Economics*, 22(6), 507-517.
- Terrier, G., Valdes, R., Tovar, C., Chan-Lau, J., Fernández-Valdovinos, C., García-Escribano, M., Medeiros, C., Tang, M., Martin, M.V. & Walker, C. (2011), 'Policy instruments to lean against the wind in Latin America', *IMF Working Paper 11/159*, International Monetary Fund.
- Thống đốc Ngân hàng Nhà nước (2002), *Quyết định số 1081/2002/QĐ-NHNN về Trạng thái ngoại tệ của các tổ chức tín dụng được phép hoạt động ngoại hối*, ban hành ngày 07 tháng 10 năm 2002.
- Thống đốc Ngân hàng Nhà nước (2003a), *Quyết định số 1168/2003/QĐ-NHNN về Việc sửa đổi Điều 1 Quyết định số 1081/2002/QĐ-NHNN ngày 7/10/2002 của Thống đốc Ngân hàng Nhà nước về trạng thái ngoại tệ của các tổ chức tín dụng được phép hoạt động ngoại hối*, ban hành ngày 02 tháng 10 năm 2003.
- Thống đốc Ngân hàng Nhà nước (2003b), *Quyết định số 581/2003/QĐ-NHNN về Việc ban hành quy chế dự trữ bắt buộc đối với các tổ chức tín dụng*, ban hành ngày 09 tháng 6 năm 2003.
- Tobal, M. (2014), 'Prudential regulation, currency mismatches, and exchange rate regimes in Latin America and the Caribbean', *Research Papers No.17*, CEMLA.
- Tovar, C., Garcia-Escribano, M. & Martin, M.V. (2012), 'Credit growth and the effectiveness of reserve requirements and other macroprudential instruments in Latin America', *IMF Working Paper 12/142*, International Monetary Fund.
- Weymark, Diana N. (1997), 'Measuring exchange market pressure and intervention in interdependent economies: A two-country model', *Review of International Economics*, 5(1), 72-82.
- Zhang, L. & Zoli, E. (2014), 'Leaning against the wind: Macroprudential policy in Asia', *IMF Working Paper No.14/22*, International Monetary Fund.