

ĐÁNH GIÁ MỨC ĐỘ CAN THIỆP TRUNG HÒA CỦA NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC TRÊN THỊ TRƯỜNG NGOẠI HỐI BẰNG MÔ HÌNH TUYẾN TÍNH VÀ PHI TUYẾN TÍNH

TS. Phạm Thị Hoàng Anh, TS. Bùi Duy Phú *

Ngân hàng Trung ương (NHTW) là một thành viên đặc biệt quan trọng trên thị trường ngoại hối với tư cách bình ổn thị trường, ổn định tỷ giá thông qua việc sử dụng quỹ dự trữ ngoại hối quốc gia. Trong bài viết này, các tác giả sẽ phân tích và đánh giá mức độ can thiệp trung hòa của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) trên thị trường ngoại hối bằng mô hình tuyến tính và phi tuyến tính. Kết quả cho thấy, NHNN mới chỉ thực hiện được trung hòa một phần tác động của hoạt động can thiệp trên thị trường ngoại hối tới lượng tiền cung ứng.

1. Can thiệp chính thức của NHTW trên thị trường ngoại hối

Can thiệp chính thức của NHTW trên thị trường ngoại hối diễn ra khi NHTW mua hay bán ngoại tệ, đối ứng bằng nội tệ nhằm ảnh hưởng đến tỷ giá hay giá trị của nội tệ. Hoạt động can thiệp của NHTW trên thị trường ngoại hối nhằm đạt các mục tiêu quan trọng trước mắt bao gồm: (1) làm thay đổi tỷ giá; (2) hạn chế sự biến động của tỷ giá; (3) ảnh hưởng tới dự trữ ngoại hối của quốc gia. Tuy nhiên, NHTW thường tiến hành can thiệp trên thị trường ngoại

hối nhằm đạt các mục tiêu kinh tế vĩ mô lớn hơn như: (i) Kiểm soát lạm phát hay duy trì cân bằng bên trong nền kinh tế; (ii) Duy trì cân bằng bên ngoài và ngăn chặn sự phân bổ sai các nguồn lực hay nâng cao năng lực cạnh tranh và tăng trưởng kinh tế; (iii) Ngăn chặn và giải quyết những biến động bất ổn của thị trường hoặc các cuộc khủng hoảng.

Các nghiên cứu về hoạt động can thiệp chính thức của NHTW thường chia hoạt động này thành hai loại: can thiệp trung hòa (sterilized intervention) và can thiệp không trung hòa (non-sterilized intervention) (Lucio Sarno và Mark P. Taylor, 2001) (Richard T. Baillie, 1997). Một hoạt động can thiệp của NHTW sẽ được coi là can thiệp không trung hòa nếu như sau khi mua hoặc bán ngoại tệ (đối ứng bằng nội tệ) mà NHTW không tiến hành bất cứ một hành động nào làm triệt tiêu ảnh hưởng của sự can thiệp tới lượng cung tiền (hay khối lượng tiền cơ sở). Rõ ràng là, hoạt động can thiệp kiểu này của NHTW sẽ tác động trực tiếp tới lượng cung tiền trong nước, từ đó, tác động làm thay đổi lãi suất, lạm phát, cầu về hàng hóa và tài sản, sự kì vọng của thị trường và cuối cùng sẽ làm tỷ giá thay đổi. Như vậy, kênh truyền dẫn tác động của hoạt động can thiệp tới tỷ giá, từ đó, làm thay đổi tỷ giá chính là

kênh tiền tệ.

Trong khi đó, hoạt động can thiệp trung hòa diễn ra nếu như sau khi mua hoặc bán ngoại tệ (đối ứng bằng nội tệ) NHTW sẽ tiến hành đồng thời hoặc sau đó một giao dịch làm triệt tiêu tác động của hoạt động can thiệp đó tới khối lượng tiền cơ sở trong nước. Hiện nay, phần lớn các NHTW trên thế giới làm trung hòa tác động của hoạt động can thiệp thông qua các nghiệp vụ thị trường mở (Open Market Operations - OMO). Do đó, sau khi làm trung hòa hoàn toàn hoạt động can thiệp của NHTW:

$$\Delta NFA + \Delta NDA = 0$$

Trong đó: ΔNFA , thay đổi trong tài sản Có ngoại tệ ròng (Net Foreign Assets).

ΔNDA , thay đổi trong tài sản Có trong nước ròng (Net Domestic Assets).

Điều đó có nghĩa là, nếu tài sản Có ngoại tệ ròng tăng (giảm) bao nhiêu thì tài sản Có trong nước ròng sẽ giảm (tăng) bấy nhiêu, và khi đó, khối lượng tiền cơ sở (MB) sẽ không thay đổi. Paul R. Krugman, người đạt giải Nobel về kinh tế năm 2008, trong cuốn sách "Kinh tế quốc tế" của mình đã tổng kết và so sánh các tác động của hoạt động can thiệp trung hòa và không trung hòa trong bảng 1.

Do hoạt động can thiệp của NHTW trên thị trường ngoại hối sẽ không làm thay đổi khối lượng tiền cơ sở, và vì thế, nó không thể tác động làm thay đổi tỷ giá thông qua kênh tiền tệ. Tuy nhiên, theo lý thuyết thì hoạt động can thiệp trung hòa của NHTW có thể tác động làm thay đổi tỷ giá thông qua các kênh truyền dẫn sau:

(i) Kênh cân bằng danh mục đầu tư (Portfolio balance approach): thông qua sự thay đổi trong lượng cung trái phiếu trong nước và nước

* Học viện Ngân hàng



Bảng 1: Tác động của hoạt động can thiệp làm trung hòa và không làm trung hòa của NHTW

Can thiệp của NHTW trong nước	Lượng cung tiền trong nước	TSC trong nước ròng	TSC ngoại tệ ròng
Mua ngoại tệ và không trung hòa	Tăng	0	Tăng
Mua ngoại tệ và có trung hòa	0	Giảm	Tăng
Bán ngoại tệ và không trung hòa	Giảm	0	Giảm
Bán ngoại tệ và có trung hòa	0	Tăng	Giảm

Nguồn: (Krugman, Paul R. and Obstfeld, Maurice, 2006)

ngoài.

(ii) Kênh kì vọng (The expectation or signaling channel): tác động vào sự kì vọng về tỷ giá trong tương lai của các thành viên tham gia thị trường ngoại hối.

Các công cụ dùng để can thiệp trên thị trường ngoại hối bao gồm: giao dịch ngoại hối giao ngay; giao dịch kì hạn; giao dịch hoán đổi; giao dịch quyền chọn và phát hành các công cụ nợ. Trong đó, giao dịch giao ngay được coi là công cụ quan trọng nhất, chủ động nhất và được các NHTW sử dụng nhiều nhất khi can thiệp chính thức trên thị trường ngoại hối. (Hình 1)

2. Mô hình đánh giá mức độ can thiệp trung hòa của NHNN trên thị trường ngoại hối

2.1. Mô hình hồi quy tuyến tính

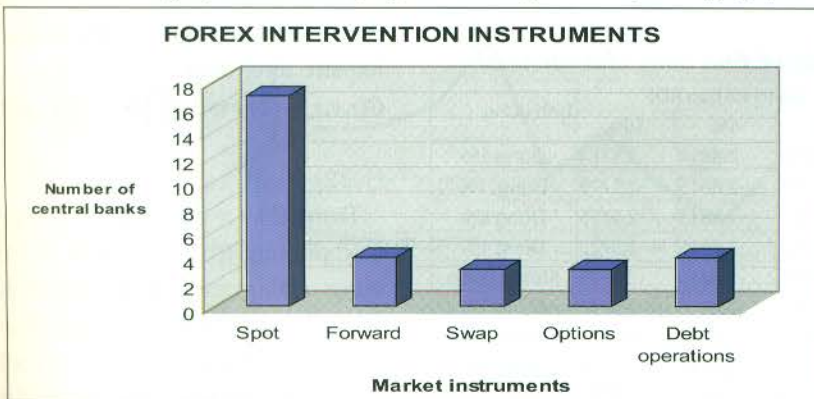
Để đánh giá mức độ can thiệp trung hòa của NHTW trên thị trường ngoại hối, các nghiên cứu thường sử dụng mô hình hồi quy tuyến tính OLS (Edison, J. Hali, 1993). Mô hình này còn có tên gọi khác là mô hình phản ứng chính sách tín dụng trong nước. Theo đó, mô hình này đưa ra giả thiết là: tín dụng trong nước sẽ phản ứng với sự thay đổi trong dự trữ ngoại hối quốc gia, tăng trưởng kinh tế và mức lạm phát. Tuy nhiên, mô hình nghiên cứu của chúng tôi có bổ sung thêm biến số lãi suất cho vay (LER-Lending Rate) - đây được coi là biến số có ảnh hưởng khá lớn tới tăng trưởng tín dụng tại Việt Nam. Vì vậy, nó có dạng như sau:

$$\Delta DC = \alpha_1 \Delta NFA + \alpha_2 GDP + \alpha_3 CPI + \alpha_4 LER + \alpha_5 WTO + u \quad (1)$$

Trong đó, DC: Tín dụng trong nước

NFA: Tài sản ngoại tệ ròng của hệ thống ngân hàng. Trong các nghiên

Hình 1: Các công cụ NHTW sử dụng để can thiệp trên thị trường ngoại hối



Nguồn: (David Archer, May 2005.)

cứu trước đây, dự trữ ngoại hối thường được sử dụng là biến độc lập. Tuy nhiên, do nền kinh tế Việt Nam ít nhiều đang bị tình trạng đô la hóa nên tài sản ròng bằng ngoại tệ - NFA của cả hệ thống ngân hàng được cho là biến đại diện phù hợp hơn trong mô hình xác định mức độ trung hòa trong can thiệp của NHNN trên thị trường ngoại hối.

GDP: Tăng trưởng kinh tế (%). Do số liệu tăng trưởng kinh tế không tồn tại theo tháng nên nhóm tác giả lựa chọn biến giá trị sản xuất công nghiệp (IPV) là biến đại diện cho tăng trưởng kinh tế. Biến số này được tính theo mức tăng trưởng so với cùng kì năm trước.

CPI: Tỷ lệ lạm phát được tính là chỉ số giá cả kì t so với kì (t-1)

LER: Lãi suất cho vay (%/năm)

WTO: là biến giả, theo đó, trước thời điểm 1/2007, biến WTO nhận giá trị 0, còn lại nhận giá trị 1.

α_1 : hệ số can thiệp của NHTW. Hệ số này bắt buộc phải là số âm và nằm trong khoảng $(-1, 0)$. Hệ số này sẽ có ý nghĩa như sau:

+ Nếu $\alpha_1 = -1$ có nghĩa là NHNN đã làm trung hòa hoàn toàn tác động của can thiệp chính thức trên thị trường ngoại hối tới lượng cung tiền MS.

+ Nếu $\alpha_1 = 0$ có nghĩa là NHNN đã không trung hòa tác động của can thiệp chính thức trên thị trường ngoại hối tới lượng cung tiền MS.

+ Nếu α_1 nằm trong khoảng $(-1, 0)$ có nghĩa là NHNN đã làm trung hòa một phần tác động của can thiệp chính thức trên thị trường ngoại hối tới lượng cung tiền MS.

Các số liệu của mô hình được thu thập theo tháng cho giai đoạn từ 8/2005 đến 9/2012 từ thống kê tài chính quốc tế của IMF, Tổng

cục Thống kê. Lý do mà nhóm tác giả sử dụng chuỗi số liệu từ tháng 8/2000¹ do đây là thời điểm hoạt động thị trường mở của NHNN chính thức đi vào hoạt động. Hoạt động thị trường mở là điều kiện bắt buộc để NHTW có thể thực hiện trung hòa tác động của hoạt động ngoại hối tới lượng cung tiền MB. Các số liệu được hiệu chỉnh theo mùa theo phương pháp CENSUS X12. Thống kê mô tả các biến số của mô hình được thể hiện tại bảng 2. Kết quả kiểm định tính dừng các biến được trình bày tại bảng 3. Ngoài ra, nhóm tác giả cũng thực hiện một số kiểm định khác để chứng minh sự ổn định và hợp lý của mô hình sử dụng. Kết quả cho thấy mô hình sử dụng là phù hợp.

2.2. Mô hình hồi quy phi tuyến tính

Mô hình hồi quy chuyển tiếp trơn (STR) là mô hình hồi quy phi tuyến, nó được xem là sự phát triển của

mô hình hồi quy hoán chuyển mà Quandt (1958) đã đưa ra. Dạng đơn biến của mô hình hồi quy hoán chuyển đã từ lâu được biết tới giống như mô hình tự hồi quy ngưỡng (Tong (1990)). Mô hình hồi quy hoán chuyển hai cơ chế với biến số hoán chuyển có thể quan sát được là một trường hợp đặc biệt của mô hình STR chuẩn, nhưng các mô hình hồi quy hoán chuyển có nhiều hơn hai cơ chế lại không nằm trong dạng mô hình STR chuẩn. Như vậy, mô hình tự hồi quy chuyển tiếp trơn đơn biến (STAR) bao hàm mô hình tự hồi quy ngưỡng hai cơ chế là một trường hợp đặc biệt. Mô hình STR có nguồn gốc là dạng khái quát của một mô hình hồi quy hoán chuyển trong nghiên cứu của Bacon và Watts (1971). Những tác giả này xem xét hai hướng hồi quy và xây dựng một mô hình trong đó việc chuyển tiếp từ hướng này sang hướng khác là trơn. Trong các nghiên cứu về chuỗi thời

gian, Chan và Tong (1986) đã đề xuất mô hình STAR đơn biến. Các tham khảo về kinh tế lượng là của Goldfeld và Quandt (1972), và Maddala (1977). Các nghiên cứu gần đây là của Granger và Teräsvirta (1993), Franses & van Dijk (2000)...

* Mô hình STR chuẩn dạng tổng quát

Mô hình STR chuẩn dạng tổng quát có dạng như sau

$$y_t = \varphi'z_t + \theta'z_t G(\gamma, c, s_t) + u_t \\ = \{\varphi + \theta G(\gamma, c, s_t)\}'z_t + u_t \quad t=1, 2, \dots$$

T (1.21)

Trong đó $z_t = (w_t', x_t')'$ là một vectơ các biến giải thích, $w_t = (1, y_{t-1}, \dots, y_{t-p})'$, và $x_t = (x_{1t}, \dots, x_{kt})'$ là một vectơ các biến ngoại sinh. Ngoài ra, $\phi = (\phi_0, \phi_1, \dots, \phi_m)'$ và $\theta = (\theta_0, \theta_1, \dots, \theta_m)'$ là vectơ tham số $((m+1) \times 1)$ và $u_t \sim iid(0, \sigma^2)$. Hàm chuyển tiếp $G(\gamma, c, s_t)$ là một hàm của biến chuyển tiếp liên tục s_t bị chặn, nó liên tục tại mọi vị trí trong không gian tham số với mọi giá trị của s_t , γ là tham số độ dốc, và $c = (c_1, \dots, c_k)'$ là vectơ các tham số vị trí, $c_1 \leq \dots \leq c_k$. Biểu thức cuối cùng trong (1.1) cho biết có thể coi mô hình là mô hình tuyến tính với các hệ số biến đổi theo thời gian ngẫu nhiên $\phi + \theta G(\gamma, c, s_t)$.

Hàm chuyển tiếp là hàm logistic tổng quát (LSTR)

Trong phần này, chúng ta giả định rằng hàm chuyển tiếp là hàm logistic tổng quát

$$G(\gamma, c, s_t) = \left(1 + \exp \left\{ -\gamma \prod_{k=1}^K (s_t - c_k) \right\} \right)^{-1}, \quad \gamma > 0$$

(1.22)

Trong đó $\gamma > 0$ là một ràng buộc. Các phương trình (2.15) và (2.16) cùng nhau xác định mô hình STR logistic (LSTR). Các lựa chọn phổ biến nhất của K là K = 1 và K = 2. Đối với K = 1, các tham số $\phi + \theta G(\gamma, c, s_t)$ thay đổi đơn điệu và

Bảng 2: Các chỉ số thống kê cơ bản từ tháng 8- 2005 đến 9 - 2012

	DC	NFA	CPI	IPV	LER
Mean	1113588.	226976.9	100.6754	17.95310	11.64359
Median	663583.5	220848.5	100.5000	14.76921	11.13750
Maximum	3206544.	436160.0	103.9100	67.71751	20.25000
Minimum	130069.0	67013.32	97.90000	-18.61885	8.460000
Std. Dev.	985299.7	107756.6	0.974984	16.08165	2.767852
Skewness	0.842011	0.389474	0.801211	0.795870	1.387492
Kurtosis	2.261108	1.727359	4.282731	4.064759	4.191901
Sum Sq. Dev.	1.41E+14	1.68E+12	137.8360	37499.83	1110.846
Observations	146	146	146	146	146

Bảng 3: Kiểm định Dicker - Fuller về tính dừng cho các biến

Biến	Mức độ	Độ trễ	Giá trị KF	Giá trị tới hạn ADF			Tính dừng
				1%	5%	10%	
CPI	CPI	1	-6.2553	-3.4758	-2.8814	-2.5774	Dừng 1%
	D(1)	1	-16.7335	-3.4761	-2.8815	-2.5775	Dừng 1%
DC	DC	1	3.3344	-3.4761	-2.8815	-2.5775	Dừng 5%
	D(1)	1	-7.4335	-3.4761	-2.8815	-2.5775	Dừng 1%
NFA	NFA	1	-0.09577	-3.4761	-2.8815	-2.5775	Không dừng
	D(1)	1	-5.4379	-3.4764	-2.8816	-2.5776	Dừng 1%
LER	LER	1	-2.5437	-3.4761	-2.8815	-2.5775	Không dừng
	D(1)	1	-5.3048	-3.4764	-2.8816	-2.5776	Dừng 1%
IPV	IPV	1	-5.3792	-3.4761	-2.8815	-2.5775	Dừng 1%
	D(1)	1	-15.6639	-3.4764	-2.8816	-2.5776	Dừng 1%



là một hàm của s_t từ ϕ tới $\phi + \theta$. Đối với $K = 2$, chúng thay đổi đơn điệu xung quanh điểm giữa $(c_1 + c_2)/2$, tại đó hàm logistic đạt giá trị cực tiểu. Giá trị cực tiểu nằm giữa 0 và 1/2. Nó đạt giá trị 0 khi $\gamma \rightarrow \infty$ và bằng 1/2 khi $c_1 = c_2$ và $\gamma < \infty$. Tham số độ dốc γ sẽ kiểm soát độ dốc và vị trí c_1 và c_2 của hàm chuyển tiếp. Hàm chuyển tiếp (2.16) với $K = 1$ là hàm do Maddala đưa ra.

Mô hình LSTR1 và LSTR2

Mô hình LSTR với $K = 1$ (LSTR 1) có thể mô hình hóa hành vi bất đối xứng. Ví dụ s_t đo lường các giai đoạn trong chu kỳ kinh doanh. Khi đó mô hình LSTR 1 có thể mô tả những giai đoạn mà tính chất động của chúng trong miền tăng trưởng khác với tính chất động trong miền suy thoái, và chuyển tiếp từ thái cực này sang thái cực kia là trơn. Mặt khác, mô hình LSTR 2 ($K = 2$) phù hợp trong những trường hợp mà tính chất động cục bộ của quá

trình tương tự nhau ứng với giá trị lớn và nhỏ của s_t nhưng lại khác khi nó nhận giá trị trung bình ở giữa. Để biết thêm về việc tham số hóa quá trình chuyển tiếp trong STR, xem Ocal và Osborn (2000) và van Dijk và Franses (1999).

3. Kết quả thu được từ các mô hình đánh giá mức độ can thiệp trung hòa

3.1. Mô hình hồi quy tuyến tính

Mô hình hồi quy (1) thu được kết quả như sau: (Bảng 4)

Thứ nhất, về mức độ trung hòa tác động can thiệp của NHNN trên thị trường ngoại hối.

Mô hình hồi quy cho thấy, hệ số tác động của NFA tại thời kỳ t và thời kỳ $(t-1)$ tới tín dụng nội địa có giá trị và dấu đúng với kì vọng lý thuyết nhưng chỉ có biến trễ mới có ý nghĩa thống kê. Cụ thể, nếu giá trị tài sản Có ngoại tệ ròng tăng 1% thì tín dụng nội địa ngay lập tức giảm 0,137% (không có ý nghĩa

thống kê), nhưng tín dụng nội địa giảm tới 0,415% sau đó 1 tháng tại mức ý nghĩa 5%. Hệ số can thiệp cho thấy, hoạt động can thiệp của NHNN trên thị trường ngoại hối mới chỉ dừng lại ở mức trung hòa một phần. Nói cách khác, NHNN mới chỉ làm triệt tiêu được một phần tác động của hoạt động can thiệp lên lượng cung tiền MB. Kết luận này hoàn toàn giống với kết luận thu được từ nghiên cứu của (Võ Trí Thành và cộng sự, 2000), và (Ulrich Camen, 2005) về mức độ trung hòa tác động hoạt động can thiệp chính thức của NHNN trên thị trường ngoại hối Việt Nam.

Để có thể hình dung ra lý do tại sao NHNN chỉ có thể trung hòa được một phần tác động của hoạt động can thiệp chính thức của NHNN trên thị trường ngoại hối tới lượng tiền cung ứng MB và độ trễ của tác động này, chúng ta cùng xem lại những diễn biến trên thị trường tài chính tiền tệ Việt Nam trong giai đoạn từ 2000 đến nay.

Từ năm 2000-2006, trong khi USD bị mất giá so với một loạt đồng tiền chủ chốt khác như GBP, EUR, JPY và thậm chí là THB, thì VND vẫn tiếp tục giảm giá dần dần so với USD. Lý do cho sự giảm giá liên tục của VND trong giai đoạn này đó là Việt Nam vẫn tiếp tục theo đuổi chính sách khuyến khích xuất khẩu. Tuy nhiên, do NHNN thực thi chính sách tiền tệ nới lỏng nhằm đáp ứng nhu cầu tăng trưởng kinh tế nên cả NFA và NDA đều tăng và tăng rất nhanh, dẫn đến tổng phương tiện thanh toán (M2) cũng tăng lên không ngừng. Trong đó, mức độ tăng của M2 là cao hơn rất nhiều so với mức độ tăng trưởng kinh tế và tỷ lệ lạm phát (Hình 2).

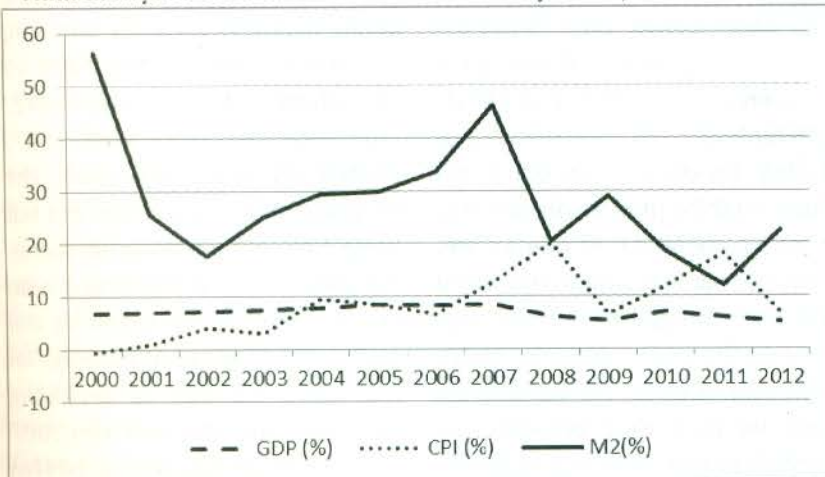
Kể từ khi gia nhập Tổ chức

Bảng 4: Kết quả mô hình hồi quy xác định mức độ trung hòa trong can thiệp của NHNN Việt Nam trên thị trường ngoại hối

Biến số	Hệ số	Std. Error	t-Statistic	P-value
DNFA	-0.137	0.205	-0.666	0.5062
DNFA(-1)	-0.415**	0.205	-2.0242	0.0449
CPI	402.15***	102.98	3.904	0.0001
IPV	-74.57	138.30	-0.539	0.5906
LER	-2991.35***	996.43	-3.002	0.0032
WTO	38189.39***	5396.42	7.076	0.0000

Ghi chú: ***, ** cho biết hệ số có mức ý nghĩa tương ứng 1% và 5%.

Hình 2: Một số chỉ tiêu kinh tế vĩ mô của Việt Nam, 2000-2012



Nguồn: Tổng cục Thống kê và IMF

thương mại quốc tế WTO vào tháng 1/2007, Việt Nam đã dần dần thực hiện tự do hóa các thị trường theo đúng cam kết về mở cửa kinh tế. Sự bùng nổ của thị trường chứng khoán cuối năm 2006 và năm 2007 đã khiến cho Việt Nam được coi là một điểm đến vô cùng hấp dẫn đối với các nhà đầu tư nước ngoài. Thời điểm đầu năm 2007 diễn ra một hiện tượng khó quên đối với các nhà đầu tư chứng khoán khi mà họ có thể kiếm tiền một cách vô cùng dễ dàng. Dù cho các nhà đầu tư có mua loại chứng khoán nào đi chăng nữa thì họ vẫn được lợi; tất cả các loại cổ phiếu từ niêm yết đến OTC đều được săn đuổi, tìm kiếm. Cũng trong năm 2007, lượng vốn đầu tư trực tiếp, đầu tư gián tiếp cũng như kiều hối đều đạt mức kỷ lục dẫn đến hiện tượng “tiền tệ tràn ngập trên thị trường chứng khoán”. Chính điều này đã làm cho cung USD vượt quá cầu USD của nền kinh tế, gây áp lực tăng giá VND vào cuối năm 2007 và đầu năm 2008.

Vào thời điểm giữa và cuối năm 2007, USD vẫn tiếp tục giảm giá so với các ngoại tệ mạnh trên thế giới, trong khi đó, NHNN vẫn tiếp tục neo VND vào USD đã gây áp lực tăng giá VND. Thực tế cho thấy, tỷ giá USD/VND trên thị trường tự do giảm dần, và các ngân hàng thương mại (NHTM) cũng bắt đầu giảm tỷ giá kinh doanh của mình sát với, thậm chí thấp hơn tỷ giá bình quân liên ngân hàng. Tại thời điểm đó, doanh nghiệp cũng như người dân tìm cách bán USD để lấy VND cả trên thị trường tự do lẫn tại các NHTM. Đây là những lần hiếm hoi mà các NHTM Việt Nam có trạng thái ngoại tệ dương, dư thừa USD và khan hiếm VND. Tuy nhiên, do quy định của NHNN về trạng thái ngoại tệ cuối ngày, cuối

tháng của NHTM nên các NHTM cũng không thể mua vượt quá tỷ lệ do NHNN quy định. Chính vì vậy, để hạn chế luồng USD chảy vào, các NHTM công bố tỷ giá kinh doanh của mình ở mức thấp hơn so tỷ giá bình quân liên ngân hàng. Trên thị trường tự do, nhiều đại lý thu đổi ngoại tệ ép giá để mua USD với giá rất thấp, có thời điểm tỷ giá trên thị trường tự do chỉ còn 1 USD = 15.500 VND.

Với mục đích ngăn ngừa sự tăng giá của VND có thể gây ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động xuất khẩu, trong năm 2007, NHNN đã tiến hành mua hơn 9 tỷ USD nhằm can thiệp vào thị trường ngoại hối. Rõ ràng là, NHNN đã cố gắng làm triệt tiêu ảnh hưởng của hoạt động can thiệp này tới lượng cung tiền trong lưu thông thông qua việc phát hành tín phiếu, trái phiếu, cũng như 2 lần tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với các NHTM từ 5% - 10% - 11% đối với VND và 8%-10%-11% đối với ngoại tệ. Thêm vào đó, thực hiện Nghị quyết số 02/2008 của Chính phủ (09/01/2008) về những giải pháp chủ yếu thực hiện kế hoạch phát triển KT-XH năm 2008 và Văn bản số 75/TTg-KTTH (15/01/2008) về biện pháp kiểm chế lạm phát, kiểm soát tăng giá năm 2008, NHNN đã ban hành Quyết định 346/QĐ-NHNN (13/2/2008) về việc phát hành tín phiếu NHNN bằng VND dưới hình thức bắt buộc đối với các tổ chức tín dụng. Tổng giá trị tín phiếu NHNN phát hành đợt này là 20.330 tỷ VND, kì hạn là 364 ngày, lãi suất 7,8%/năm, thời điểm phát hành là ngày 17/3/2008. Mục tiêu của đợt phát hành này nhằm kiểm soát quy mô, tốc độ tăng tín dụng và tăng tổng phương tiện thanh toán một cách hợp lý, nhằm đảm bảo ổn định giá trị VND, góp

phần thực hiện được mục tiêu tăng trưởng kinh tế ở mức cao, nhưng đồng thời, đảm bảo mục tiêu kiềm chế lạm phát dưới mức tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, có thể nói rằng, trong giai đoạn 2007-2008, những nỗ lực của NHNN trong việc làm trung hòa tác động của hoạt động can thiệp trên thị trường ngoại hối đã không thành công khi mà tổng phương tiện thanh toán tăng cao kỷ lục lên tới trên 46% trong năm 2007 làm cho lạm phát của Việt Nam gia tăng nhanh không kém, lãi suất tăng cao và VND bị áp lực giảm giá mạnh.

Với những phân tích trên, chúng ta có thể thấy rằng, hoạt động can thiệp của NHNN trên thị trường ngoại hối trong thời gian qua, đặc biệt là trong giai đoạn 2007-2009 chưa đạt được hiệu quả như mong đợi do một số lý do sau:

(i) Trong năm 2007, NHNN mới chỉ thực hiện trung hòa một phần ảnh hưởng của hoạt động can thiệp của mình trên thị trường ngoại hối với lý do là lượng cung USD dư thừa giữa năm 2007 chỉ là tạm thời, và nó sẽ trở lại cân bằng vào thời điểm cuối năm khi nhu cầu nhập khẩu tăng cao. Tuy nhiên, điều này đã không diễn ra khi mà luồng vốn đầu tư vẫn tiếp tục đổ vào Việt Nam làm lượng cung USD vẫn tăng không ngừng và tác động làm tăng tài sản Có ngoại tệ ròng (NFA) và tổng phương tiện thanh toán – M2.

(ii) Mặc dù, trong năm 2007, NHNN đã phát hành nhiều đợt tín phiếu, trái phiếu nhằm thu hút lượng tiền dư thừa trong lưu thông. Tuy nhiên, các NHTM không mặn mà lắm với các tín phiếu và trái phiếu do NHNN phát hành do lãi suất không hấp dẫn, kì hạn không linh hoạt. Hơn nữa, cuối năm 2007 đầu năm 2008, hầu hết các NHTM Việt Nam đều trong tình trạng khan



hiếm VND nên NHNN đã không đạt được mục tiêu đề ra. Đến khi, NHNN bắt buộc các NHTM phải mua tín phiếu NHNN thì lại khiến các nhà đầu tư chứng khoán lo ngại. Đây có thể được coi là một trong những nguyên nhân dẫn đến sự sụt giảm của thị trường chứng khoán đầu năm 2008.

(iii) Trong năm 2007, các NHTM vẫn duy trì mức tăng trưởng tín dụng khá cao chủ yếu ở các lĩnh vực như chứng khoán, bất động sản cũng góp phần làm lượng tiền trong lưu thông tăng cao;

(iv) Trong một nền kinh tế có tỷ lệ đô la hóa khá cao như Việt Nam, thì một lượng lớn luồng vốn đầu tư cá nhân chảy vào nhiều thời điểm cuối năm 2007 cũng làm cho lượng tiền cung ứng M2 tăng cao.

Trong suốt giai đoạn từ 2009-2011, thị trường ngoại hối Việt Nam luôn trong tình trạng dư cầu khiến nó luôn luôn rơi vào tình trạng bất ổn. Bên cạnh những biện pháp khác, NHNN đã phải sử dụng nguồn dự trữ ngoại hối để can thiệp khiến cho dự trữ ngoại hối luôn suy giảm đe dọa nghiêm trọng đến an ninh tài chính quốc gia. Sau một thời gian dài suy kiệt, dự trữ ngoại hối của Việt Nam bắt đầu tăng dần trở lại trong năm 2012 nhờ các điều kiện khách quan thuận lợi và chính sách tiền tệ phù hợp của NHNN. Theo số liệu của IMF, dự trữ ngoại hối của Việt Nam cuối năm 2012 đã tăng khoảng 10 tỷ USD so với thời điểm đầu năm 2012, đạt mức trên 23 tỷ USD. Mặc dù, mua số lượng ngoại tệ khá lớn, nhưng do kiên định mục tiêu kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô nên NHNN đã thực hiện khá linh hoạt hoạt động thị trường mở nhằm trung hòa tác động của can thiệp trên thị trường ngoại hối đến lượng tiền MB. Nhờ đó, lạm phát của năm 2012 chỉ ở mức 6,81%, một con số khá thấp so với nhiều năm trước. Đây có thể coi là thành công đáng ghi nhận đối với hoạt động điều hành chính sách tiền tệ của NHNN trong năm 2012.

Thứ hai, về tác động của lãi suất cho vay tới tín dụng trong nước: Mô hình hồi quy cho thấy, lãi suất cho vay có tác động tỷ lệ nghịch tới tăng trưởng của tín dụng trong nước tại mức ý nghĩa 1%. Nói một cách khác, khi lãi suất cho vay tăng thì tăng trưởng tín dụng trong nước giảm và ngược lại. Kết luận này hoàn toàn phù hợp với lý thuyết tài chính tiền tệ nói chung, và thực tiễn của Việt Nam nói riêng.

Thứ ba, về tác động của sự kiện Việt Nam gia nhập WTO tới tăng trưởng tín dụng nội địa ở Việt Nam: Số liệu thu được từ bảng 3 cho thấy, việc gia nhập WTO đã làm gia tăng niềm tin của các doanh nghiệp, các nhà đầu tư về tiềm năng tăng trưởng kinh tế của Việt

Nam với mức ý nghĩa 1%. Chính vì vậy, các doanh nghiệp đã đẩy mạnh vay vốn từ nhiều nguồn trong đó có nguồn tín dụng từ hệ thống ngân hàng.

3.2. Mô hình hồi quy phi tuyến tính

Thực hiện hồi quy mô hình phi tuyến bằng phương pháp chuyển tiếp trơn LSTR1, biến phụ thuộc là DDC sai phân của lượng tín dụng nội địa, các biến độc lập là sai phân của NFA, LER, IPV, CPI và các biến trễ của chúng. Biến chuyển tiếp trơn được lựa chọn là DDC(t-1). Loại bỏ các biến không có ý nghĩa thống kê khỏi mô hình thu được kết quả sau

$$DDC = 10898,524 - 0,53914\Delta NFA(t-1)$$

$$(T) \quad (2,98)^* \quad (-1,70)^*$$

$$[54495,242 - 0,77212\Delta NFA(t-2)] \times \{1 + \exp[-11,308(DDC(t-1) - 27577,23)]\}^{-1}$$

$$(4,12)^* \quad (-2,197)^*$$

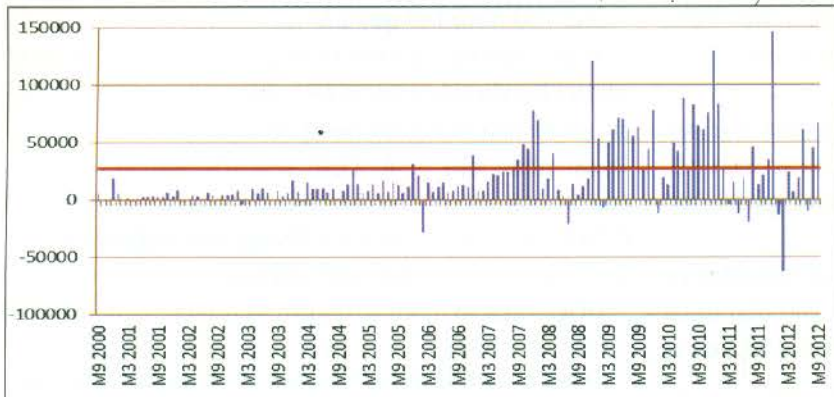
$$R^2 = 0,395 \quad c_1 = 27577,23 \quad g = 11,308$$

Kết quả thu được từ mô hình phi tuyến tính cho thấy:

Thứ nhất, giá trị của hệ số ΔNFA không có ý nghĩa thống kê. Điều này phù hợp với kết quả hồi quy dạng tuyến tính đã thu ở phần trên. Nói một cách khác, hành động can thiệp trung hòa của NHNN tác động tới lượng tiền cung ứng không diễn ra ngay được mà phải có độ trễ khoảng 1 tháng.

Thứ hai, giá trị của hệ số $\Delta NFA(t-1)$ là $-0,53914$ nằm trong khoảng $(-1;0)$ tương đồng với kết quả hồi quy tuyến tính cũng như các kết quả của các công trình nghiên cứu trước đây. Giá trị $-0,53914$ cho thấy, NHTW đã can thiệp đáng kể đến vấn đề trung hòa trong thị trường ngoại hối. Khi giá trị tài sản Có ngoại tệ ròng tăng 1% thì tín dụng nội địa giảm tới $-0,53914\%$ sau đó 1 tháng với mức ý nghĩa 5%. Hoạt động can thiệp của NHNN trên thị trường ngoại hối mới chỉ dừng lại ở mức trung hòa một phần.

Thứ ba, kết quả phân phi tuyến với biến chuyển tiếp trơn là DDC(t-1) cho thấy ảnh hưởng lớn của sự gia tăng tín dụng đến mức độ can thiệp trên thị trường ngoại hối. Kết quả từ mô hình phi tuyến cho thấy, nếu mức gia tăng của tín dụng trong nước 1 tháng trước vượt qua ngưỡng 27577,23 tỷ VND, thì NHNN có thể sẽ khó trung hòa hoàn toàn được hoạt động can thiệp trên thị trường ngoại hối ngay lập tức. Nói cách khác, NHNN có thể sẽ phải mất thời gian dài hơn để hấp thụ lượng vốn “thừa” ra do tác động của can thiệp trên thị trường ngoại hối. Giá trị hệ số của $\Delta NFA(t-2)$ là $-0,77212$ cho thấy, ảnh hưởng trễ rất lớn của NFA. Còn nếu mức gia tăng của tín dụng trong nước 1 tháng trước đó không vượt qua ngưỡng, hệ số trung hòa chỉ chịu tác động của NFA(t-1). Như vậy, nếu trước đó tín dụng trong nước tăng mạnh vượt ngưỡng 27577,23

Hình 3: Mức tăng tín dụng nội địa tháng t so với (t-1) và mức ngưỡng an toàn*(đơn vị tính: tỷ VND)**Nguồn: Thống kê tài chính quốc tế IMF và tính toán của nhóm tác giả*

tỷ VND thì NHNN cần phải can thiệp trung hòa trong khoảng thời gian dài hơn. Kết quả này là phù hợp với các công trình đã nghiên cứu trước đây về chính sách tiền tệ và kinh tế: *Các biến vĩ mô của nền kinh tế Việt Nam luôn có tác động trễ khá lớn.*

Hình 3 cho thấy, từ năm 2007 đến nay, mức tăng của tín dụng trong nước luôn vượt qua ngưỡng 27577,23 tỷ VND. Điều đó cho thấy, nếu NHNN can thiệp trung hòa thì NHNN cần phải tiến hành trung hòa lâu hơn cần thiết. Nếu thời gian trung hòa quá ngắn sẽ khiến cho lượng tiền cung ứng tăng mạnh, gây tác động tiêu cực đến lạm phát tại Việt Nam.

4. Kết luận

Thông qua các kết quả thu được từ mô hình hồi quy tuyến tính và phi tuyến tính, chúng ta có thể rút ra một số kết luận sau về hoạt động can thiệp trên thị trường ngoại hối của NHNN giai đoạn 2000 - nay:

Thứ nhất, các kết quả thu được từ mô hình hồi quy tuyến tính và phi tuyến tính đều cho thấy, hoạt động can thiệp của NHNN diễn ra liên tục (đặc biệt giai đoạn 2007-2008) và NHNN luôn quan tâm

đến trung hòa tác động của hoạt động can thiệp này. Tuy nhiên, do nhiều nguyên nhân (cả khách quan và chủ quan), NHNN mới chỉ làm trung hòa được một phần tác động của hoạt động can thiệp trên thị trường ngoại hối tới khối lượng tiền cơ sở. Đây có thể được coi là một trong những nguyên nhân khiến cho lạm phát tại Việt Nam luôn cao trong thời gian gần đây. Tuy nhiên, NHNN đã có nhiều nỗ lực trong hoạt động trung hòa can thiệp trong năm 2012 mặc dù đây là năm kỷ lục về số lượng ngoại tệ mua bổ sung vào dự trữ ngoại hối. Nhờ đó lạm phát năm 2012 chỉ là 6,81%.

Thứ hai, tăng trưởng tín dụng nội địa tăng cao một phần là do hoạt động can thiệp của NHNN, nhưng các mô hình cũng cho thấy, sự kiện Việt Nam gia nhập WTO cũng là nhân tố tác động rất lớn đến tăng trưởng tín dụng do các nhà đầu tư tin tưởng vào tiềm năng tăng trưởng kinh tế của Việt Nam sau khi hội nhập vào nền kinh tế toàn cầu.

Thứ ba, hoạt động làm trung hòa tác động của can thiệp NHNN trên thị trường ngoại hối luôn có độ trễ nhất định, thường là 1 tháng. Tuy nhiên, kết quả thu được từ mô hình

hồi quy phi tuyến tính cho thấy, nếu trước đó, tín dụng trong nước tăng mạnh vượt ngưỡng 27577,23 tỷ VND thì NHNN có thể sẽ phải phải can thiệp trung hòa trong khoảng thời gian dài hơn.

Thứ tư, NHNN đã sử dụng các giao dịch ngoại hối giao ngay và hoán đổi như là các công cụ để can thiệp trực tiếp trên thị trường ngoại hối. Ngoài ra, NHNN cũng sử dụng các biện pháp can thiệp mang tính hành chính, và các biện pháp gián tiếp khác nhằm ổn định tỷ giá USD/VND.

Thứ năm, ở Việt Nam, trong các kênh ảnh hưởng đến tỷ giá thông qua hoạt động can thiệp, thì có lẽ kênh tác động tới sự kì vọng của các nhà đầu tư là có hiệu quả nhất. ■

¹Xem Quyết định số 85/2000/QĐ-NHNN14 về Quy chế Nghiệp vụ thị trường mở và Quyết định 608/2000/QĐ-SGD về quy trình thực hiện nghiệp vụ thị trường mở.

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

- Bùi Duy Phú (2009), Phân tích định lượng về tác động của chính sách tiền tệ tới một số nhân tố vĩ mô của Việt Nam trong thời kỳ đổi mới, Luận án tiến sĩ.
- David Archer. (May 2005.). Foreign exchange market intervention: methods and tactics. BIS Papers No 24.
- Edison, J. Hali. (1993). The effectiveness of central bank intervention: a survey of the literature after 1982. Special papers in international economics, No.18.
- Krugman, Paul R. and Obstfeld, Maurice. (2006). International Economics: Theory and Policy, 7th edition. Pearson Addison Wesley.
- Lucio Sarno và Mark P. Taylor. (2001). Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Is It Effective and, If so, How Does It Work? Journal of Economic Literature, Vol. 39, No. 3.
- Richard T. Baillie. (1997). Why do central banks intervene? Journal of International Money and Finance, Volume 16, No 6.
- Ulrich Camen. (2005). Monetary policy in Vietnam: the case of a transition country. BIS working paper No 31.
- Võ Trí Thành và cộng sự. (2000). Exchange rate arrangement in Vietnam: Information content and policy options, East Asian development network. Individual research project.