

ÁP LỰC THỊ TRƯỜNG NGOẠI HỐI VÀ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

TS. Bùi Duy Hưng *

Tóm tắt:

Bài viết sử dụng cách tiếp cận tiền tệ đối với tỷ giá để phân tích các yếu tố tác động đến áp lực trên thị trường ngoại hối. Kết quả ước lượng từ mô hình ARDL cho thấy, khi có áp lực trên thị trường ngoại hối, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) sẽ can thiệp bằng việc giảm dự trữ ngoại hối để ổn định tỷ giá. Ngoài ra, sự thay đổi tín dụng trong nước so với tiền cơ bản và GDP thực tế cũng gây ra áp lực làm tăng tỷ giá trên thị trường ngoại hối.

Từ khóa: Chính sách tiền tệ, tỷ giá, áp lực thị trường ngoại hối, tiền cơ bản, số nhân tiền, GDP thực tế.

1. Giới thiệu

NHNN với vai trò là Ngân hàng Trung ương (NHTW) của Việt Nam, khi điều hành chính sách tiền tệ, chính sách tỷ giá được thực hiện với mục tiêu khuyến khích xuất khẩu, hạn chế nhập khẩu và gia tăng dự trữ ngoại hối, góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Trước năm 2016, với chính sách tỷ giá thả nổi có quản lý, NHNN công bố mức tỷ giá chính thức và biên độ giao dịch làm cơ sở cho các tổ chức, cá nhân xác định mức tỷ giá kinh doanh cho ngày giao dịch. Tỷ giá chính thức được NHNN tính toán hằng ngày dựa trên tỷ giá bình quân liên ngân hàng của ngày giao dịch trước đó và diễn biến cung cầu ngoại tệ trên thị trường. Từ năm 2016, thay vì công bố tỷ giá chính thức, NHNN công bố tỷ giá trung tâm là tỷ giá được tính dựa trên tỷ giá của 08 nước có quan hệ thương mại lớn với Việt Nam và diễn biến tình hình kinh tế vĩ mô. Việc chuyển từ tỷ giá chính thức sang

tỷ giá trung tâm, cơ chế tỷ giá của Việt Nam được đánh giá là mang tính thị trường hơn.

Cùng với công bố tỷ giá chính thức/tỷ giá trung tâm và biên độ giao dịch, NHNN cũng thường xuyên thực hiện các hoạt động trên thị trường ngoại hối để đảm bảo tỷ giá ở mức phù hợp. Tuy nhiên, can thiệp trên thị trường ngoại hối sẽ ảnh hưởng đến việc thực hiện chính sách tiền tệ của NHNN. Có những giai đoạn, để đảm bảo đồng tiền Việt Nam (VND) không tăng giá quá mức khi có luồng vốn lớn chảy vào Việt Nam, NHNN đã tích cực mua ngoại tệ trên thị trường ngoại hối điều này đã dẫn đến tăng cung tiền và lạm phát. Bên cạnh đó, NHNN cũng điều chỉnh tỷ giá chính thức/tỷ giá trung tâm hoặc biên độ giao dịch. Tuy nhiên, hình thức can thiệp này không được sử dụng thường xuyên, đặc biệt khi Việt Nam ký kết các hiệp định thương mại tự do lớn như CPTPP (Hiệp định Đối tác Toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương)

hay EVFTA (Hiệp định Thương mại tự do giữa Việt Nam - EU).

Để phân tích các yếu tố tác động đến áp lực trên thị trường ngoại hối, cũng như việc thực hiện chính sách tiền tệ của NHNN khi phải can thiệp trên thị trường ngoại hối để đảm bảo ổn định tỷ giá, bài viết này sử dụng cách tiếp cận tiền tệ đối với tỷ giá và áp lực thị trường ngoại hối. Bài viết có kết cấu như sau: Sau phần 1 giới thiệu là phần 2 tóm tắt chính sách tỷ giá của Việt Nam; phần 3 sẽ giới thiệu lý thuyết về áp lực thị trường ngoại hối; phần 4 là những phân tích định lượng, kết luận và hàm ý chính sách sẽ được thực hiện ở phần 5.

2. Chính sách tỷ giá của Việt Nam

2.1. Diễn biến tỷ giá

Việt Nam thực hiện chính sách mở cửa nền kinh tế từ năm 1986, tuy nhiên, cho đến năm 1989, tỷ giá VND chủ yếu vẫn được cố định với đồng tiền của các nước xã hội chủ nghĩa (XHGN) và tỷ giá được xác định thông qua các

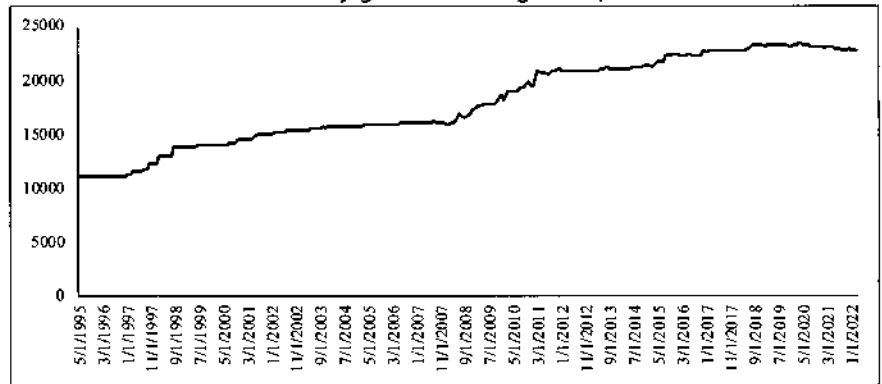
* Khoa Kinh tế, Học viện Ngân hàng

hiệp định song phương. Hệ thống ngân hàng hai cấp được hình thành từ năm 1990, tỷ giá được xác định dựa trên một số yếu tố như lạm phát, lãi suất, cung và cầu ngoại tệ trên thị trường. Mặc dù tỷ giá có xu hướng tăng nhưng được duy trì tương đối ổn định từ năm 1989 đến năm 1997, khi bắt đầu cuộc khủng hoảng tài chính châu Á. Hình 1 cho thấy, tỷ giá giữa VND và USD tương đối ổn định theo hướng VND mất giá.

Cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ châu Á năm 1997 đã có những tác động tiêu cực đến nền kinh tế Việt Nam và VND chịu áp lực giảm giá mạnh. Để ổn định tỷ giá, NHNN đã liên tục điều chỉnh biên độ giao dịch từ 1% lên 5% rồi 10% và cùng với đó, tỷ giá chính thức cũng được điều chỉnh tăng lên sát với mức tỷ giá được giao dịch trên thị trường. Mặc dù tỷ giá được điều chỉnh tăng khá mạnh, tuy nhiên, so với một số đồng tiền của các quốc gia khác trong khu vực thì giá VND vẫn còn ở mức khá cao.

Từ năm 1999 đến năm 2007, tỷ giá USD/VND tương đối ổn định trên thị trường tự do và theo sát tỷ giá chính thức. Đây có thể coi là khoảng thời gian tương đối dài tỷ giá được duy trì ổn định. Trong khoảng thời gian này, NHNN duy trì biên độ giao dịch hẹp từ +/-0,25% đến +/-0,5% và không điều chỉnh tỷ giá chính thức. Sau khi gia nhập Tổ chức Thương mại thế giới (WTO) năm 2005, năm 2007 Việt Nam tiếp nhận luồng vốn khổng lồ chảy vào, nguồn cung USD tăng mạnh đã làm tăng giá VND trong giai đoạn 2008 - 2009. Tuy nhiên, cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008 đã tác động tiêu cực đến nền kinh tế, VND biến động mạnh và một lần nữa lại chịu áp lực giảm giá lớn. Trong bối cảnh đó,

Hình 1: Diễn biến tỷ giá USD/VND giai đoạn 1995 - 2021



Nguồn: NHNN

NHNN đã chủ động điều chỉnh biên độ và tỷ giá chính thức giúp giảm áp lực giảm giá của VND.

Từ năm 2012 đến năm 2015, tỷ giá ổn định với tốc độ mất giá của VND khoảng 2% mỗi năm nhờ chính sách ổn định tỷ giá và chủ động can thiệp của NHNN. Nửa cuối năm 2015 là giai đoạn nhiều biến động và thách thức trong điều hành tỷ giá khi NHTW Trung Quốc bất ngờ phá giá đồng Nhân dân tệ (CNY) vào ngày 11/8/2015. Trước tình hình đó, NHNN đã điều chỉnh biên độ tỷ giá giữa VND và USD tăng từ +/-1% lên +/-2% và lên +/-3%, đồng thời, NHNN cũng điều chỉnh tỷ giá chính thức tăng 1%. Đến cuối năm 2015, NHNN đã thay đổi cơ chế điều hành tỷ giá. Theo đó, tỷ giá chính thức được thay thế bằng tỷ giá trung tâm với cách tính phù hợp hơn với cơ chế thị trường.

Với cơ chế tỷ giá mới thực hiện từ năm 2016, NHNN điều hành tỷ giá chủ động, linh hoạt, phù hợp với cân đối vĩ mô và diễn biến thị trường. Nhờ đó mà tỷ giá giữa VND và USD diễn biến ổn định, chỉ tăng, giảm trong biên độ nhỏ.

2.2. Chính sách tỷ giá của NHNN

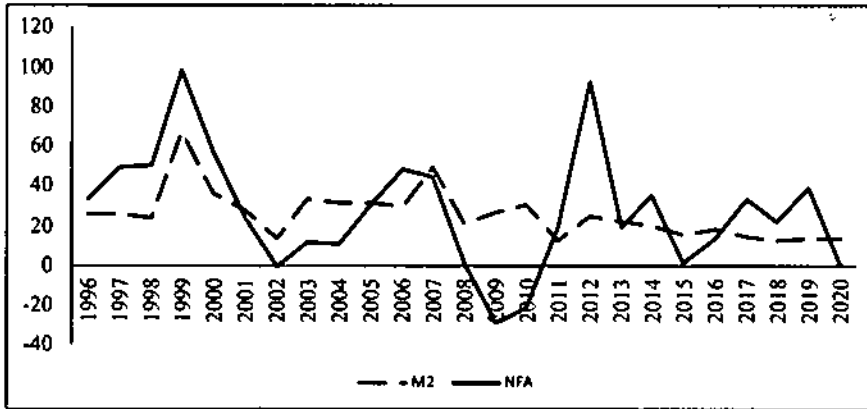
NHNN thực hiện chính sách tỷ giá linh hoạt, chủ động, đảm bảo ổn định tỷ giá giúp thúc đẩy xuất

khẩu, góp phần vào tăng trưởng kinh tế. Khi tỷ giá có biến động lớn tác động tiêu cực đến tình hình kinh tế vĩ mô, NHNN sẽ thực hiện can thiệp trên thị trường ngoại hối để ổn định tỷ giá. Can thiệp vào thị trường ngoại hối có thể được hiểu là các giao dịch ngoại hối của cơ quan quản lý tiền tệ nhằm mục đích làm giảm sự biến động của tỷ giá hối đoái, cung cấp thanh khoản cho thị trường ngoại hối hoặc tác động đến mức dự trữ ngoại hối (BIS số 24). Để can thiệp vào thị trường ngoại hối, NHNN đã có một số công cụ bao gồm mua bán ngoại hối, nới rộng, thu hẹp biên độ giao dịch, điều chỉnh tỷ giá chính thức/tỷ giá trung tâm. Các công cụ can thiệp sẽ được phân tích chi tiết hơn dưới đây.

Mua bán ngoại tệ trên thị trường ngoại hối

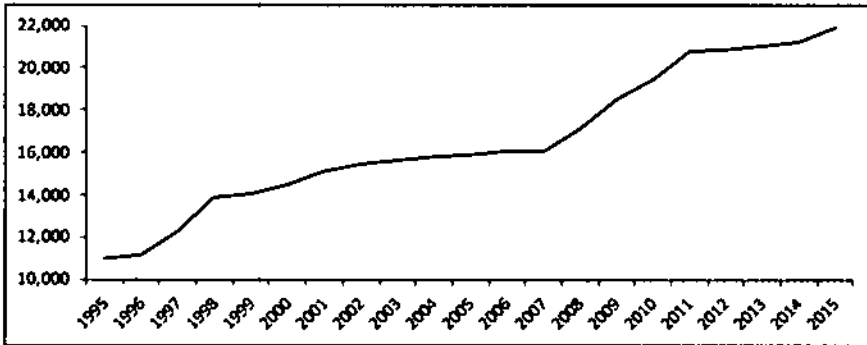
Kể từ khi thị trường ngoại hối được thành lập, NHNN đã tham gia tích cực vào hoạt động mua bán ngoại tệ trên thị trường này. Hoạt động này của NHNN không chỉ nhằm ổn định tỷ giá, tăng dự trữ quốc tế mà còn đáp ứng kịp thời nhu cầu về VND, ngoại tệ cũng như hạn chế rủi ro kinh doanh của các NHTM. Tuy nhiên, việc mua bán ngoại tệ trên thị trường ngoại hối của NHNN sẽ tác động đến cung tiền, từ đó, tác động đến hiệu quả của chính sách

Hình 2: Cung tiền (M_2) và tài sản nước ngoài ròng (NFA)



Nguồn: Ngân hàng Thế giới (WB)

Hình 3: Tỷ giá chính thức USD/VND



Nguồn: NHNN

tiền tệ. Để hạn chế việc tác động đến cung tiền, NHNN thường thực hiện các biện pháp can thiệp trung hòa (là hoạt động trên thị trường mở nhằm triệt tiêu lượng tăng, giảm cung tiền do NHNN mua, bán ngoại tệ trên thị trường ngoại hối), tuy nhiên, ở một số giai đoạn hoạt động trung hòa của NHNN chưa thực sự hiệu quả, làm cung tiền tăng nhanh.

Hình 2 cho thấy, cung tiền và tài sản nước ngoài ròng của NHNN biến động cùng chiều, cung tiền tăng khi NHNN mua ngoại tệ trên thị trường ngoại hối. Để đảo ngược tác động của hoạt

động ngoại hối đối với cung tiền, NHNN đã sử dụng nghiệp vụ thị trường mở để bán trái phiếu trong nước. Tuy nhiên, các hoạt động trung hòa của NHNN vẫn chưa đủ để triệt tiêu hoàn toàn lượng cung tiền tăng lên, và điều này đã tác động làm tăng lạm phát.

Điều chỉnh tỷ giá hối đoái chính thức

Ngoài việc mua, bán ngoại tệ và điều chỉnh biên độ giao dịch, NHNN còn tính toán và công bố hằng ngày một mức tỷ giá được sử dụng như tỷ giá tham chiếu cho các giao dịch ngoại hối. Trước năm 2016, tỷ giá này được gọi là

tỷ giá chính thức được tính toán từ tỷ giá giao dịch bình quân trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng của ngày giao dịch hôm trước. Tuy nhiên, tỷ giá chính thức tương đối ổn định (Hình 3) và chỉ biến động một chiều theo hướng tăng tỷ giá. Trong suốt giai đoạn từ năm 1995 đến năm 2015, NHNN chỉ điều chỉnh tỷ giá chính thức 07 lần vào những giai đoạn nền kinh tế Việt Nam bị tác động tiêu cực từ kinh tế nước ngoài như khủng hoảng châu Á năm 1997 và khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008.

Nhìn chung, NHNN cố gắng giữ ổn định tỷ giá chính thức và ở một mức độ nào đó khi NHNN điều chỉnh tăng tỷ giá chính thức có thể coi là tín hiệu của NHNN điều chỉnh giảm giá VND. Do đó, công cụ can thiệp này chỉ được sử dụng khi VND có áp lực giảm giá lớn và việc thay đổi biên độ giao dịch không thể giảm bớt áp lực giảm giá VND.

Từ năm 2016, NHNN thay đổi cơ chế điều hành tỷ giá, từ đó, tỷ giá chính thức được thay thế bằng tỷ giá trung tâm. Theo đó, tỷ giá trung tâm được tính toán hằng ngày dựa trên tỷ giá của 08 quốc gia có quan hệ thương mại lớn với Việt Nam và diễn biến của kinh tế vĩ mô. Khác với tỷ giá chính thức trước đó, tỷ giá trung tâm được NHNN điều chỉnh hằng ngày. Vì vậy, có thể nói, với tỷ giá trung tâm, NHNN đã thực hiện chính sách tỷ giá linh hoạt và theo cơ chế thị trường hơn so với tỷ giá

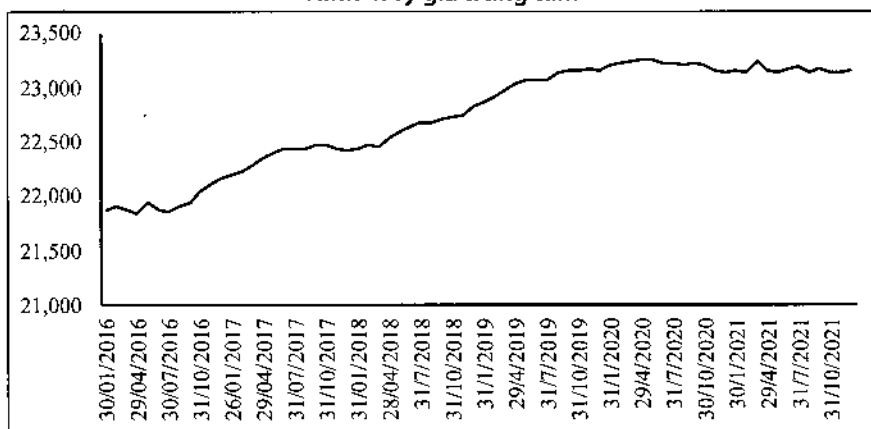
chính thức. Tỷ giá trung tâm được NHNN điều chỉnh biến động tăng giảm theo diễn biến của nền kinh tế chứ không chỉ một chiều tăng như đối với tỷ giá chính thức. (Hình 4)

Điều chỉnh biên độ giao dịch ngoại hối

Cùng với việc công bố tỷ giá hối đoái chính thức, tỷ giá trung tâm, NHNN cũng công bố biên độ giao dịch. Biên độ giao dịch này là mức tối đa và tối thiểu đối với tỷ giá giao dịch trên thị trường ngoại hối của các cá nhân, tổ chức kinh doanh ngoại tệ. Khác với can thiệp bằng mua hoặc bán ngoại tệ, việc điều chỉnh biên độ giao dịch đã giảm bớt áp lực lên dự trữ ngoại hối của NHNN, đồng thời, giữ cho tỷ giá hối đoái ổn định. Việc NHNN điều chỉnh biên độ giao dịch là một tín hiệu giảm giá hoặc tăng giá từ các cơ quan chức năng đối với thị trường ngoại hối. Trên thực tế, bất cứ khi nào, NHNN điều chỉnh biên độ giao dịch, tỷ giá lập tức tăng gần với mức tỷ giá tối đa. Hình 5 cho thấy, tỷ giá thường được giao dịch gần với mức cao nhất cho phép, và thực tế trong một số giai đoạn (1997 - 1998 và 2007 - 2010), tỷ giá giao dịch thậm chí còn cao hơn trần tỷ giá được quy định.

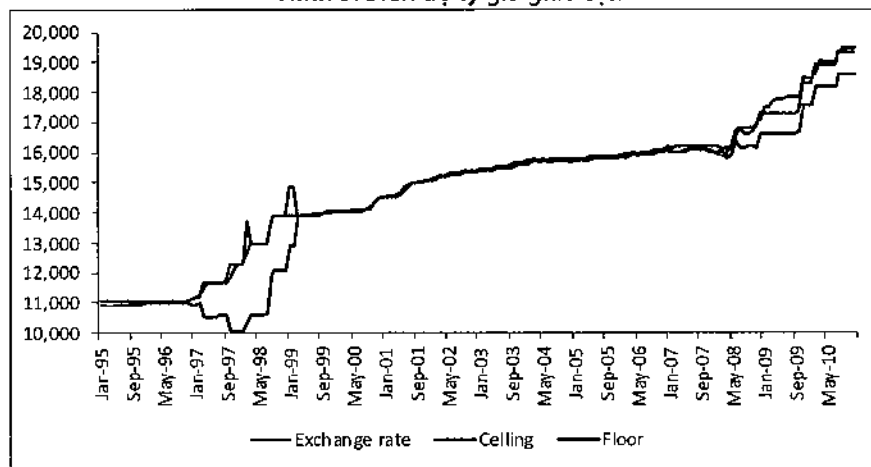
Việc điều chỉnh biên độ giao dịch được NHNN thực hiện nhằm mục đích ổn định tỷ giá, đảm bảo cung cầu ngoại tệ trên thị trường và phù hợp với diễn biến kinh tế. Có thể thấy, NHNN duy trì biên độ giao dịch hẹp và ít điều chỉnh khi nền kinh tế không bị tác động tiêu cực từ bên ngoài, như trong giai đoạn từ năm 1991 đến tháng 02/1997 biên độ được duy trì ở mức thấp từ 0,1% đến 1%. (Bảng 1) Tuy nhiên, khi cuộc khủng hoảng

Hình 4: Tỷ giá trung tâm



Nguồn: NHNN

Hình 5. Biên độ tỷ giá giao dịch



Nguồn: NHNN

tài chính châu Á xảy ra năm 1997, đối mặt với dòng vốn chảy ra nhiều và áp lực tăng tỷ giá, NHNN đã ba lần điều chỉnh biên độ giao dịch từ 0,5% năm 1996 lên 1,5% và lên đến 10% vào năm 1997. Sau đó, biên độ được điều chỉnh giảm 04 lần (trong 10 năm) và duy trì ở mức thấp từ 0,1% đến 0,75% cho đến tháng 12/2007. Do tác động của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, chỉ trong 02 năm từ tháng 12/2007 đến tháng 11/2009, NHNN đã 05 lần điều chỉnh biên độ. Trong giai đoạn từ năm 2009 đến tháng 8/2015, không có nhiều tác động tiêu cực đến nền kinh tế nên NHNN đã duy trì biên độ tương đối ổn định chỉ với 01 lần điều chỉnh. Tuy nhiên, chỉ trong tháng 8/2015, với sự điều chỉnh tỷ giá mạnh của Trung Quốc, NHNN

đã 02 lần liên tiếp điều chỉnh biên độ từ 1% lên 2% ngày 12/8/2015, sau đó là 3% ngày 19/8/2015 và duy trì mức biên độ này cho đến nay. Có thể thấy, NHNN đã chủ động điều chỉnh biên độ giao dịch trong những giai đoạn nền kinh tế chịu nhiều tác động tiêu cực từ kinh tế thế giới và duy trì biên độ giao dịch ổn định vào các thời điểm khác.

3. Lý thuyết áp lực thị trường ngoại hối (Exchange Market Pressure - EMP)

3.1. Lý thuyết EMP

Việc can thiệp trên thị trường ngoại hối để tác động đến tỷ giá không chỉ được thực hiện ở những nước thực hiện chế độ tỷ giá cố định hay thả nổi có quản lý, mà cho dù chế độ tỷ giá nào,

Bảng 1: Biên độ giao dịch tỷ giá

Mốc thời gian	Biên độ	Mốc thời gian	Biên độ
3/1989	± 5,00%	02/01/2007	± 0,50%
16/8/1991	± 0,50%	24/12/2007	± 0,75%
02/7/1994	± 0,10%	10/3/2008	± 1,00%
3/10/1994	± 0,50%	27/6/2008	± 2,00%
21/11/1996	± 1,00%	7/11/2008	± 3,00%
27/02/1997	± 5,00%	24/3/2009	± 5,00%
13/10/1997	± 10,00%	25/11/2009	± 3%
10/01/1998	± 10,00%	11/02/2011	± 1%
06/8/1998	± 7,00%	12/8/2015	± 2%
25/02/1999	± 0,10%	19/8/2015 - nay	± 3%
01/7/2002	± 0,25%		

Nguồn: NHNN

NHTW cũng sẽ can thiệp vào thị trường ngoại hối để điều chỉnh tỷ giá bất cứ khi nào những thay đổi của tỷ giá có ảnh hưởng đến diễn biến kinh tế vĩ mô. Ở các nước thực hiện chính sách tỷ giá thả nổi, NHTW sẽ can thiệp vào thị trường ngoại hối một cách gián tiếp thông qua lãi suất hoặc các biện pháp kiểm soát khác. Ở các quốc gia thực hiện chế độ tỷ giá cố định hay thả nổi có quản lý, NHTW sẽ can thiệp trực tiếp bằng cách điều chỉnh tỷ giá chính thức và biên độ giao dịch.

Để phân tích sự can thiệp của NHTW vào thị trường ngoại hối, Girton and Roper (1977) đã phát triển một lý thuyết trên cách tiếp cận tiền tệ đối với tỷ giá (MAER), trong đó lần đầu tiên, khái niệm EMP được định nghĩa. Mô hình được phát triển dựa trên thị trường tiền tệ trong và ngoài nước, bao gồm các phương trình sau:

$$m^d = kPY \quad (1)$$

$$m^s = A(D + R) \quad (2)$$

$$P = EP^* \quad (3)$$

$$m^d = m^s \quad (4)$$

Phương trình (1) thể hiện cầu tiền trong nước là một hàm phụ thuộc thu nhập (Y) và mức giá (P). Phương trình (2) là cung tiền bao gồm tín dụng trong nước (D) và tài sản nước ngoài ròng (R), A là số nhân tiền được tính bằng tỷ lệ của cung tiền (M2) và tiền cơ bản. Phương trình (3) thể hiện điều kiện ngang giá sức mua, trong đó, E là tỷ giá hối đoái danh nghĩa, P* là mức giá ở Mỹ. Phương trình (4) thể hiện sự cân bằng trên thị trường tiền tệ với cung tiền bằng cầu tiền.

Thay (1), (2) vào (4) ta được:

$$kPY = A(D+R) \quad (5)$$

Thay (3) vào (5) ta được:

$$kEP^* = A(D+R) \quad (6)$$

Biểu diễn phương trình (6) dưới dạng thay đổi % và chuyển về phương trình (6) có thể viết lại như sau:


$$r - e = -d + p^* + y - a \quad (7)$$

Trong đó: r là thay đổi tài sản nước ngoài ròng, e là thay đổi tỷ giá, d là thay đổi tín dụng trong nước, p* là thay đổi mức giá nước ngoài, y là thay đổi GDP thực tế, a là thay đổi số nhân tiền.

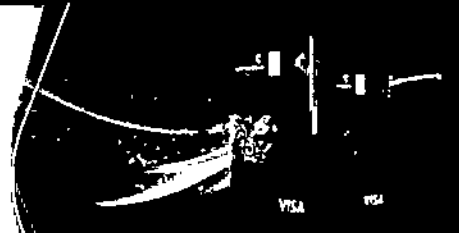
3.2. Các nghiên cứu về EMP

Các nghiên cứu đầu tiên về EMP được thực hiện bởi Girton and Roper (1977) và Weymark (1995) khi họ sử dụng mô hình về EMP để đánh giá tính độc lập về chính sách tiền tệ của NHTW Canada. Kết quả chỉ ra rằng, khi thực hiện chế độ tỷ giá hối đoái cố định, NHTW Canada có ít phạm vi theo đuổi một chính sách tiền tệ độc lập, do cần có sự can thiệp tích cực vào thị trường ngoại hối để giữ tỷ giá cố định. Ở một số quốc gia châu Mỹ khác như Brazil và Argentina, Connolly & Da Silveira (1979) và Modeste (1981) đã sử dụng mô hình của Girton và Roper, chỉ ra rằng EMP đã được giảm bớt nhờ sự kết hợp giữa thay đổi dự trữ và giảm giá đồng tiền. Việc để đồng tiền của mình giảm giá cũng là biện pháp được nhiều NHTW sử dụng khi đối mặt với áp lực trên thị trường ngoại hối (Aizenman & Hutchison, 2011; Baig, Narasimhan & Ramachandran, 2003). Bên cạnh đó, một số NHTW cũng lựa chọn cách can thiệp bằng việc mua hoặc bán ngoại tệ trên thị trường ngoại hối, điều này sẽ dẫn đến thay đổi dự trữ ngoại hối (Baig et al., 2003; Khalaf, 2018; Kim, 1985; Wohar, 1992).

Bên cạnh việc thay đổi dự trữ ngoại hối và tỷ giá, một số NHTW còn sử dụng công cụ lãi suất và chính sách tín dụng để làm giảm EMP, như trong các nghiên cứu của Eichengreen, Rose &



Vietcombank
PRIORITY



Thẻ tín dụng Quốc tế
Vietcombank Visa Signature

Việtcombank là ngân hàng quốc gia đầu tiên ở Việt Nam được cấp quyền ưu tiên

Wyplosz (1996); Pentecost, Van Hooydonk & Van Poeck (2001), Mody & Taylor (2007); Klaassen & Jager (2011), I. Patnaik & Shah (2012); Siklar & Akca (2020), Ratnasari & Widodo (2017); Gochoco-Bautista & Bautista (2005); Chin, Habibullah & Sheik Kyin (2013).

Các nghiên cứu không chỉ tập trung vào EMP và chính sách tiền tệ, một số nghiên cứu cũng cho thấy một số yếu tố kinh tế vĩ mô như sự không ổn định của chính sách kinh tế vĩ mô, chỉ số giá tiêu dùng, mở cửa thương mại, mở cửa tài chính, FDI, GDP, kiểm soát vốn đã có tác động đến EMP trong dài hạn (Akram & Byrne, 2015; Olanipekun, Olasehinde-Williams & Gungör 2019; Ila Patnaik & Pundit, 2019).

4. Kết quả phân tích

4.1. Mô hình và phương pháp ước lượng

Từ các nghiên cứu của Kim (1985), Thornton (1995) và Younus (2005), mô hình kinh tế lượng được sử dụng để phân tích có dạng như sau:

$$EMP_t = \beta_0 + \beta_1 DC_t + \beta_2 GDP_t + \beta_3 P_t^* + \beta_4 MM_t + \beta_5 Q_t$$

Trong đó: EMP_t là biến phụ thuộc, thể hiện áp lực trên thị ngoại hối. Các biến giải thích: DC_t - thể hiện những thay đổi tín dụng trong nước so với tiền cơ bản; GDP_t - tăng trưởng thu nhập thực tế; P_t^* - mức giá nước ngoài; MM_t - số nhân tiền; Q_t - phản ánh sự phản ứng của NHTW qua việc để đồng nội tệ mất giá hay thay đổi tài sản nước ngoài ròng.

Girton và Ropper (1997) sử dụng ước lượng hồi quy tuyến tính (OLS) cho nghiên cứu của mình. Tuy nhiên, do trong mô hình có mối quan hệ giữa tăng trưởng tín dụng trong nước và EMP, giữa chênh lệch lãi suất và tỷ giá nên mô hình xuất hiện biến nội sinh (Bielecki, 2005; Younus, 2005). Vì vậy, để tránh hiện tượng biến nội sinh trong nghiên cứu này, ước lượng VAR được sử dụng để thay thế cho ước lượng OLS. Bên cạnh đó, hàm phản ứng xung cũng được sử dụng để phân tích tác động của các biến nội sinh đến các biến khác trong mô hình.

Biến $Q = (e-1)/(r-1)$ được đưa vào mô hình ước lượng để phân tích phản ứng của NHTW đối với EMP bằng việc để mất giá đồng tiền hay thay đổi tài sản nước ngoài ròng. Hệ số ước lượng của biến Q dương và có ý nghĩa thể hiện việc hấp thụ EMP của NHTW thiên về hướng để đồng nội tệ mất giá. Nếu hệ số ước lượng của biến Q âm và có ý nghĩa cho thấy, NHTW

giảm tài sản nước ngoài ròng để hấp thụ EMP. Hệ số này không có ý nghĩa, thể hiện NHTW không phản ứng với những thay đổi về tỷ giá.

Một số mô hình khác nhau đã được sử dụng để phân tích mối quan hệ giữa EMP và chính sách tiền tệ. Đầu tiên là cách tiếp cận phương trình đơn của Girton & Roper (1977) với mô hình OLS. Connolly & Da Silveira (1979) sử dụng OLS để giải thích EMP ở Brazil trong giai đoạn 1955 - 1975. Bahmani - Oskooee & Shiva (1998) áp dụng mô hình OLS cho các kinh nghiệm của Iran với EMP của cả tỷ giá chính thức và tỷ giá hối đoái chợ đen trong giai đoạn 1959 - 1990. Ngoài ra, Al-Assaf (2017) áp dụng mô hình Logit đa thức để ước tính mối quan hệ giữa EMP và chính sách tiền tệ ở Jordan và Ai Cập trong giai đoạn 1980 - 2015.

Cách tiếp cận thứ hai là sử dụng mô hình VAR. Akcoraoglu (2000) sử dụng mô hình VAR để ước tính mối liên hệ giữa EMP và chính sách tiền tệ ở Thổ Nhĩ Kỳ, sử dụng dữ liệu hàng tháng cho giai đoạn 1990 - 1998. Garcia & Malet (2007) áp dụng mô hình VAR để ước tính mối quan hệ giữa chỉ số EMP và chính sách tiền tệ ở Argentina bằng cách sử dụng dữ liệu hàng năm trong giai đoạn 1993 - 2004. Tsedevsuren & Batsuuri (2010) áp dụng mô hình tự hồi quy véc-tơ cấu trúc (SVAR) để ước tính mối quan hệ giữa EMP và chính sách tiền tệ ở Mông Cổ trong giai đoạn 2000 - 2010.

Gần đây, một số nghiên cứu sử dụng mô hình ARDL, đây là mô hình được sử dụng phổ biến khi các biến thời gian trong mô hình hồi quy có sự khác biệt về thuộc tính. Adebisi (2007) ước tính tác động của việc can thiệp vào thị trường ngoại hối Nigeria bằng cách sử dụng cách tiếp cận mô hình ARDL. Feridun (2009) sử dụng mô hình ARDL để xem xét mối quan hệ giữa EMP và chính sách tiền tệ ở Thổ Nhĩ Kỳ. Ahmad, Shamsuddin & Treadgold (2012) cũng sử dụng mô hình ARDL để ước tính mối quan hệ giữa EMP và chính sách tiền tệ ở Fiji.

Để khắc phục hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến trong mô hình và sự khác nhau về thuộc tính của các biến, bài nghiên cứu này sử dụng mô hình ARDL để phân tích các yếu tố tác động đến EMP cũng như mối quan hệ giữa EMP và chính sách tiền tệ ở Việt Nam. Mô hình ARDL có dạng như sau:

$$\begin{aligned} \Delta EMP = & \alpha_0 - \sum_{i=1}^p \beta_1 \Delta EMP_{t-i} + \sum_{i=1}^p \beta_2 \Delta DC_{t-i} + \sum_{i=1}^p \beta_3 \Delta GDP_{t-i} + \sum_{i=1}^p \beta_4 \Delta P_{t-i}^* \\ & + \sum_{i=1}^p \beta_5 \Delta MM_{t-i} + \sum_{i=1}^p \beta_6 \Delta Q_{t-i} + \alpha_1 EMP_{t-1} + \alpha_2 DC_{t-1} + \alpha_3 GDP_{t-1} \\ & + \alpha_4 P_{t-1}^* + \alpha_5 MM_{t-1} + \alpha_6 Q_{t-1} + \mu_t \end{aligned}$$

Trong đó: Δ thể hiện sai phân bậc 1; a_0 là hệ số chặn; p là độ trễ tối đa; β là hệ số ước lượng trong ngắn hạn; α là hệ số ước lượng dài hạn; μ sai số.

4.2. Số liệu nghiên cứu

Bài viết sử dụng số liệu theo quý từ năm 1995 đến năm 2021 được thu thập từ NHNN, Quỹ Tiền tệ quốc tế, Ngân hàng Thế giới và Tổng cục Thống kê. Số liệu về tài sản nước ngoài ròng (NFA) được sử dụng để thay thế cho số liệu về dự trữ ngoại hối do số liệu về dự trữ ngoại hối của Việt Nam không được công bố từ năm 1995. Số liệu về lãi suất là lãi suất tín phiếu kho bạc.

4.3. Kết quả phân tích

Kiểm định tính dừng của các biến

Bảng 2 thể hiện kết quả kiểm định tính dừng của các biến cho thấy, các biến Q và biến MM dừng ở dạng nguyên $I(0)$, các biến còn lại dừng ở sai phân bậc 1, $I(1)$. Vì vậy, việc sử dụng mô hình ARDL là phù hợp.

Kiểm định đồng liên kết (Bound test)

Kết quả kiểm định đồng liên kết bằng kiểm định Bound test thể hiện tại Bảng 3 cho thấy, giá trị thống kê F là 7,32 cao hơn giá trị trên là 4,37 tại mức ý nghĩa 1%, vì vậy, giả thuyết không có mối quan hệ dài hạn giữa các biến trong mô hình bị bác bỏ. Điều này có nghĩa có mối quan hệ trong dài hạn giữa

Bảng 2: Kết quả kiểm định tính dừng các biến

Tên biến	Kiểm định ADF		Kiểm định PP	
	Dạng nguyên	Sai phân bậc 1	Dạng nguyên	Sai phân bậc 1
EMP	0.66	-4.771*	0.66	-4.762*
DC	-2.252	-3.139*	-2.052	-3.057*
GDP	-3.679	-3.939*	-3.582	-4.532*
P^*	1.220	-4.065*	1.301	-6.075*
MM	1.12*	-3.890	1.14*	-2.246
Q	-4.346*	-7.385	-6.647*	-4.487

Lưu ý: * dừng ở mức ý nghĩa 1%

Bảng 3: Kiểm định đồng liên kết bằng kiểm định Bounds test

Kiểm định Bounds test	Giả thuyết H_0 : Không có quan hệ đồng liên kết			
	Giá trị	Mức ý nghĩa	I(0)	I(1)
Thống kê F	7.32	10%	2.2	3.09
$k=4$		5%	2.56	3.49
		1%	3.29	4.37

Bảng 4: Hệ số ước lượng trong dài hạn

Biến	Hệ số ước lượng	S.E	Thống kê t	Prob.
C	9.070445	3.682386	2.463198	0.0255
ΔDC	0.015134	0.005261	2.876753	0.0110
ΔGDP	5.77253	1.257837	4.61354	0.0053
ΔMM	-2.688275	1.105026	2.432772	0.2371
ΔP^*	0.033686	0.680834	-0.049478	0.1388
ΔQ	0.010002	0.004966	2.014026	0.0311

EMP, DC, P^* , GDP và MM.

Mối quan hệ dài hạn giữa các biến trong mô hình cho phép ta ước lượng tác động của DC, GDP, P^* , MM, và Q lên EMP. Kết quả tại Bảng 4 cho thấy hệ số ước lượng Q có dấu dương và có ý nghĩa về mặt thống kê cho thấy, NHNN đã để VND mất giá khi có áp lực tăng tỷ giá. Điều này phù hợp với thực tế khi dự trữ ngoại hối của Việt Nam còn ở mức khiêm tốn đã không cho phép

NHNN sử dụng dự trữ ngoại hối để can thiệp ổn định tỷ giá một cách thường xuyên. Trên thực tế, NHNN thường mua ngoại tệ để tăng dự trữ ngoại hối và giảm áp lực tăng giá của VND.

Hệ số ước lượng của biến ΔDC , thay đổi tín dụng trong nước so với tiền cơ bản, mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê. Điều này có nghĩa khi NHNN thực hiện chế độ tỷ giá thả nổi có quản lý, ΔDC tăng sẽ dẫn tới gia tăng áp lực trên

Thẻ tín dụng Quốc tế Vietcombank Visa Signature

Sản phẩm thẻ đặc quyền dành cho Thành viên Vietcombank Priority

Việtcombank PRIVILEGE

VISA

Bảng 5: Kết quả ước lượng mô hình ECM

Biến	Hệ số	S.E	Thống kê t	Prob.
DEMP(-1)	0.2603	0.106	2.696	0.0158
DDC	0.0154	0.004	4.426	0.0004
ΔGDP	2.4325	0.741	3.41	0.0021
DP*	2.6275	0.579	5.004	0.4201
DMM	-0.0386	0.388	-0.064	0.9320
DQ	1.6803	0.453	3.674	0.0020
ECT(-1)	-0.1518	0.068	-7.398	0.0000
R ²	0.782323	Mean dependent var		0.132155
Adjusted R ²	0.730495	S.D. dependent var		0.237848
S.E. of regression	0.123476	Akaike info criterion		-1.152410
Sum squared residual	0.320173	Schwarz criterion		-0.864446
Log likelihood	21.55753	Hannan-Quinn criterion		-1.066783
Durbin-Watson statistic	2.462138			

của dự trữ ngoại hối và tăng giá VND 5,7%.

Thay đổi về số nhân tiền (*MM*) và mức giá nước ngoài (*P**) không ảnh hưởng đến chỉ số *EMP*, vì hệ số ước lượng của *MM* không có ý nghĩa thống kê. Điều này có thể do *MM* gần như ổn định trong giai đoạn nghiên cứu. Cùng với *MM*, hệ số ước lượng của *P** không có ý nghĩa thống kê cho thấy biến này không ảnh hưởng đến chỉ số *EMP* trong trường hợp của Việt Nam.

Tác động trong ngắn hạn

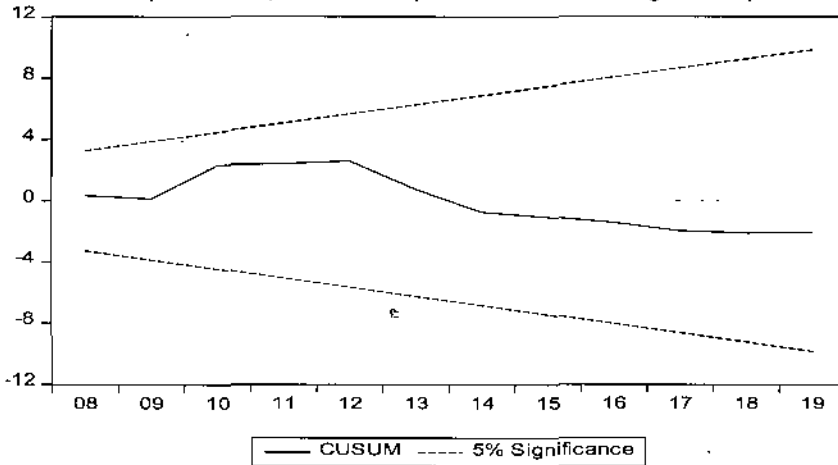
Bảng 5 thể hiện mối quan hệ của các biến của mô hình trong ngắn hạn qua mô hình ECM. Kết quả cho thấy, tác động của các biến đến *EMP* trong ngắn hạn cũng tương tự như trong dài hạn. Theo đó, *DC*, *GDP* thực tế, *Q* có tác động thuận chiều và có ý nghĩa thống kê đến *EMP*; *P** và *MM* không có tác động đến *EMP*. Bên cạnh đó, sự thay đổi của *EMP* ở kỳ trước cũng có tác động thuận chiều đến *EMP* ở kỳ hiện tại trong ngắn hạn.

Hệ số ước lượng của mô hình ECM, *ECT(-1)*, là (-0.1518) mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 1% cho biết những sai lệch khỏi cân bằng trong dài hạn sẽ được điều chỉnh với tốc độ 15,18% ở mỗi giai đoạn về mức cân bằng.

Kiểm định sự ổn định của mô hình

Tính ổn định của mô hình được kiểm tra bằng kiểm định CUSUM. Kết quả tại Hình 5 cho thấy, với mức ý nghĩa 5%, mô hình có sự tin cậy và ổn định, có thể sử dụng để đưa ra các gợi ý chính sách.

Hình 5: Kết quả kiểm định tính ổn định của mô hình bằng kiểm định Cusum



thị trường ngoại hối. Để đảm bảo tỷ giá ổn định, giảm áp lực trên thị trường ngoại hối NHNN thiên về hướng để VND mất giá. Như vậy, với việc kiểm soát tỷ giá, NHNN giảm khả năng tác động vào cung tiền thông qua thay đổi tín dụng trong nước của NHNN. Đặc biệt, NHNN cũng không thể thực hiện các biện pháp can thiệp trung hòa có hiệu quả thông qua thị trường mở để giảm tác động của việc thay đổi dự trữ ngoại hối. Hệ số ước lượng của biến ΔDC là 0,015

có nghĩa khi tín dụng tăng lên 1%, VND sẽ mất giá 0,015% hoặc dự trữ ngoại hối giảm 0,015% hoặc kết hợp giảm dự trữ ngoại hối và giảm giá VND 0,015%.

Hệ số ước lượng đối với GDP mang dấu dương và có ý nghĩa về thống kê. Kết quả này phù hợp với cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm trước đây. Theo đó, nếu GDP thực tế tăng trưởng 1%, tỷ lệ dự trữ ngoại hối so với tiền cơ bản tăng 5,7% hoặc VND tăng giá 5,7% hoặc là sự kết hợp

5. Kết luận và khuyến nghị chính sách

Bài nghiên cứu sử dụng cách tiếp cận tiền tệ với tỷ giá để phân tích áp lực trên thị trường ngoại hối mà NHNN đối mặt và tác động của nó đối với chính sách tiền tệ. Kết quả phân tích bằng mô hình ARDL cho thấy, trong cả ngắn hạn và dài hạn, MM, P* không có tác động đến EMP. Các biến khác trong mô hình như DC, GDP thực tế, và Q có tác động đến EMP. Kết quả cho thấy NHNN không hoàn toàn độc lập

khi thực hiện chính sách tiền tệ do phải đồng thời kiểm soát tỷ giá. Khi có sự gia tăng áp lực trên thị trường ngoại hối, NHNN có xu hướng giảm giá VND hơn là giảm dự trữ ngoại hối để giảm áp lực trên thị trường ngoại hối. Điều này cũng được nhiều NHTW ở các nước đang phát triển như Việt Nam thực hiện, do dự trữ ngoại hối ở các quốc gia này còn ở mức khiêm tốn.

Trong bối cảnh hội nhập kinh tế quốc tế ngày càng sâu rộng và dự trữ ngoại hối còn khiêm tốn, nghiên cứu này đã gợi ý chính

sách khác để làm giảm áp lực trên thị trường ngoại hối. Kết quả nghiên cứu cho thấy, tín dụng trong nước có tác động tới EMP, điều này cho phép NHNN có thể sử dụng công cụ tín dụng trong nước để làm giảm EMP bên cạnh các biện pháp thường được thực hiện là sử dụng dự trữ ngoại hối và để VND mất giá. Tuy nhiên, việc sử dụng tín dụng trong nước để giảm EMP cần có hoạt động can thiệp trung hòa để không tác động lớn đến cung tiền, điều đã được NHNN thực hiện trong quá khứ tương đối hiệu quả. ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Adebisi, M. A. (2007). *An Evaluation of Foreign Exchange Intervention and Monetary Aggregates in Nigeria (1986-2003)*. Retrieved from
2. Ahmad, S., Shamsuddin, A., & Treadgold, M. (2012). *A monetary analysis of foreign exchange market disequilibrium in Fiji*. *International Journal of Economic Policy in Emerging Economies*, 5(1), 66-81.
3. Aizenman, J., & Hutchison, M. (2011). *Exchange market pressure and absorption by international reserves: emerging markets and fear of reserve loss during the 2008-09 crisis*. *Journal of International Money and Finance*.
4. Akram, G. M., & Byrne, J. P. (2015). *Foreign exchange market pressure and capital controls*. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 37, 42-53.
5. Al-Assaf, G. (2017). *An early warning system for currency crisis: a comparative study for the case of Jordan and Egypt*. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(3), 43-50.
6. Bahmani-Oskooee, M., & Shiva, R. (1998). *A method of detecting whether a central bank engages in the black market for foreign exchange: Evidence from Iran*. *Economics Letters*, 60(1), 97-103.
7. Balg, M. A., Narasimhan, V., & Ramachandran, M. (2003). *Exchange market pressure and the Reserve Bank of India's intervention activity*. *Journal of Policy Modeling*, 25(8), 727-748.
8. Bielecki, S. (2005). *Exchange market pressure and domestic credit: evidence from Poland*. *The Poznan University of Economics Review*, 5(1), 20-36.
9. Chin, L., Habibullah, M. S., & Sheik Kyin, T. (2013). *Monetary Policy and Exchange Market Pressure in Malaysia*. Retrieved from
10. Connolly, M., & Da Silveira, J. D. (1979). *Exchange market pressure in postwar Brazil: an application of the Girton-Roper monetary model*. *The American Economic Review*, 69(3), 448-454.
11. Eichengreen, B., Rose, A. K., & Wyplosz, C. (1996). *Contagious currency crises*. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, No. w5681.
12. Feridun, M. (2009). *Determinants of exchange market pressure in Turkey: An econometric investigation*. *Emerging Markets Finance and Trade*, 45(2), 65-81.
13. Garcia, C., & Malet, N. (2007). *Exchange market pressure, monetary policy, and economic growth: Argentina, 1993-2004*. *The Developing Economies*, 45(3), 253-282.
14. Girton, L., & Roper, D. (1977). *A monetary model of exchange market pressure applied to the postwar Canadian experience*. *The American Economic Review*, 67(4), 537-548.
15. Gochoco-Bautista, M. S., & Bautista, C. C. (2005). *Monetary policy and exchange market pressure: The case of the Philippines*. *Journal of Macroeconomics*, 27(1), 153-168.
16. Khalaf, A. H. (2018). *Foreign exchange market pressure index and monetary policy in Iraq*. *Economic Annals*, 63(219), 61-82.
17. Kim, I. (1985). *Exchange market pressure in Korea: an application of the Girton-Roper monetary model: note*. *Journal of Money, Credit and Banking*, 258-263.
18. Klaassen, F., & Jager, H. (2011). *Definition-consistent measurement of exchange market pressure*. *Journal of International Money and Finance*, 30(1), 74-95.
19. Modeste, N. C. (1981). *Exchange market pressure during the 1970s in Argentina: an application of the Girton-Roper monetary model: a note*. *Journal of Money, Credit and Banking*, 13(2), 234-240.
20. Mody, A., & Taylor, M. P. (2007). *Regional vulnerability: the case of East Asia*. *Journal of International Money and Finance*, 26(8), 1292-1310.
21. Olanipekun, I. O., Olasehinde-Williams, G., & Gungör, H. (2019). *Impact of economic policy uncertainty on exchange market pressure*. *Sage Open*, 9(3), 2158244019876275.
22. Patnaik, I., & Pundit, M. (2019). *Financial shocks and exchange market pressure*. *Asian Development Bank Economics Working Paper Series*(581).
23. Patnaik, I., & Shah, A. (2012). *Improved measurement of exchange market pressure*.
24. Pentecost, E. J., Van Hooydonck, C., & Van Poeck, A. (2001). *Measuring and estimating exchange market pressure in the EU*. *Journal of International Money and Finance*, 20(3), 401-418.
25. Ratnasari, A., & Widoda, T. (2017). *Exchange Market Pressure and Monetary Policies in ASEAN5*. Retrieved from
26. Sıklar, I., & Akca, A. (2020). *Exchange Market Pressure and Monetary Policy: The Turkish Case*. *Ekonomika*, 99(1), 110-130.
27. Tsedevsuren, M., & Batsuri, D. (2010). *Measuring exchange market pressure in Mongolia: EMP index*. Retrieved from
28. Weymark, D. N. (1995). *Estimating exchange market pressure and the degree of exchange market intervention for Canada*. *Journal of International Economics*, 39(3-4), 273-295.
29. Wohar, M. E. (1992). *An application of the Girton-Roper monetary model of exchange market pressure: The Japanese experience, 1959-1991*. *Rivista Internazionale di Scienze Economiche e Commerciali*, 39, 993-993.
30. Younus, S. (2005). *Exchange market pressure and monetary policy*. *Bangladesh Journal of Political Economy*, 22(2), 441-468.