

# Sự dao động của tỷ giá hối đoái và hoạt động kinh tế ở Việt Nam

Nguyễn Hoàng Oanh\*, Nguyễn Hồng Ngọc\*\*

Ngày nhận: 11/12/2015

Ngày nhận bản sửa: 03/02/2016

Ngày duyệt đăng: 25/5/2016

## Tóm tắt:

*Bài viết này xem xét tác động của sự dao động của tỷ giá hối đoái tới tăng trưởng sản lượng và mức giá ở Việt Nam. Sự dao động của tỷ giá được phân tách ra thành hai thành phần: dự kiến và ngoài dự kiến, và tác động tới nền kinh tế thông qua hai kênh: tổng cung và tổng cầu. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm với số liệu chuỗi thời gian theo năm giai đoạn 1990-2014 của Việt Nam cho thấy phá giá tiền tệ ngoài dự kiến hay các cú sốc dương đối với tỷ giá sẽ có tác động tích cực tới tăng trưởng sản lượng, trong khi đó sự gia tăng được dự đoán trước của tỷ giá lại có tác động tiêu cực khá rõ ràng tới sản lượng của nền kinh tế. Bên cạnh đó, sự giảm đi ngoài dự kiến hay các cú sốc âm của tỷ giá làm giảm lạm phát ở cả hiện tại và thời kỳ tiếp theo.*

**Từ khóa:** Dao động dự kiến và ngoài dự kiến; Kênh cung và cầu; Phá giá tiền tệ; Tỷ giá.

## Exchange rate fluctuations and economic activity in Vietnam

### Abstract:

*This paper examines the effects of exchange rate fluctuations on real output growth and price inflation in Vietnam. The movements in the exchange rate are theoretically decomposed into two components of anticipated and unanticipated ones, and affect the economy through both aggregate supply and aggregate demand channels. The results of the empirical investigation using the time series data for the period of 1990-2014 of Vietnam indicate that unanticipated exchange rate depreciation has a positive effect on output; meanwhile anticipated exchange rate depreciation has a relatively clearly negative effect on output. In addition, unanticipated exchange rate appreciation decreases inflation at present and in the following period.*

*Keywords:* Anticipated vs. unanticipated fluctuations; currency depreciation; exchange rate; supply vs. demand channels.

## 1. Giới thiệu

Lý thuyết kinh tế về nền kinh tế mở cho thấy tỷ giá hối đoái có vai trò rất quan trọng trong việc xác định trạng thái của cán cân thương mại, tổng cầu và tổng cung. Trong chế độ tỷ giá thả nổi, tỷ giá được xác định bởi cung và cầu về ngoại tệ. Khi thị trường ngoại hối có biến động, thì tỷ giá thay đổi, tức là

đồng nội tệ lên giá (appreciate) hay xuống giá (depreciate) tương đối so với đồng ngoại tệ. Trong khi đó, trong chế độ tỷ giá cố định, tỷ giá được xác định bởi ngân hàng trung ương thông qua nghiệp vụ thị trường ngoại hối. Ngân hàng trung ương mua ngoại tệ vào, tức là ngân hàng trung ương đã chủ động làm giảm giá đồng nội tệ (devalue) và ngược

lại, ngân hàng trung ương bán ngoại tệ ra, tức là ngân hàng trung ương đã chủ động làm tăng giá đồng nội tệ (revalue). Khi ngân hàng trung ương làm giảm giá mạnh đồng nội tệ, tức là ngân hàng đã phá giá đồng nội tệ.

Việc phá giá tiền tệ diễn ra ở các nền kinh tế lớn mở như Nhật Bản, EU, Nga và Trung Quốc trong thời gian gần đây đã tạo ra một hiệu ứng phá giá dây truyền tới các nền kinh tế mở nhỏ hơn. Trong khi đó, ở Việt Nam, cơ chế neo cố định đồng Việt Nam (VND) với đồng đô-la Mỹ (USD) tuy giữ ổn định được hoạt động của nền kinh tế trong thời kỳ suy thoái kinh tế vừa qua, nhưng lại không tạo được động lực phát triển cho đất nước trong thời kỳ hậu suy thoái, đặc biệt khi Việt Nam đang hội nhập sâu hơn vào nền kinh tế khu vực và thế giới. Đứng trước những áp lực này, Việt Nam buộc phải phá giá khá mạnh đồng tiền của mình.

Như vậy, sự dao động của tỷ giá ở Việt Nam là tổng của dao động dự kiến và dao động ngoài dự kiến (sốc tỷ giá). Do đó, để đo lường tác động của sự dao động của tỷ giá hối đoái tới hoạt động kinh tế ở Việt Nam, nhằm phục vụ cho công tác dự báo và hoạch định chính sách, chúng tôi phân tích sự dao động của tỷ giá thành hai phần: dự kiến và ngoài dự kiến, từ đó đánh giá tác động của chúng tới sản lượng thực tế và mức giá của nền kinh tế. Các tác động của tỷ giá được xác định thông qua hai kênh: tổng cầu và tổng cung. Phá giá tiền tệ làm tăng xuất khẩu ròng và tăng chi phí sản xuất. Tác động tổng hợp lên cả phía cung và phía cầu mới có thể cho biết kết quả cuối cùng của những dao động của tỷ giá lên sản lượng thực tế và mức giá, như kết luận của Gylfason và Schmidt (1983).

Bài viết này tập trung vào mối quan hệ giữa những dao động của tỷ giá hối đoái và hoạt động kinh tế ở Việt Nam. Bài viết được cấu trúc như sau: Mục 2 trình bày về mô hình lý thuyết; Mục 3 mô tả tóm tắt diễn biến tỷ giá ở Việt Nam; Mục 4 xác định các mô hình thực nghiệm và trình bày các kết quả; Mục 5 tóm tắt kết quả nghiên cứu và kết luận.

## 2. Cơ sở lý thuyết

Trong ngắn hạn, nền kinh tế thường xuyên có biến động. Nguyên nhân của các biến động thường do có các cú sốc đối với phía cầu hoặc/và phía cung của nền kinh tế. Sự dao động của tỷ giá đôi khi tạo ra các cú sốc cho nền kinh tế.

Theo quan điểm truyền thống, phá giá tiền tệ là

chính sách mở rộng. Phá giá đồng nội tệ có thể kích thích hoạt động kinh tế thông qua sự gia tăng ban đầu của giá hàng hóa nước ngoài so tương đối với hàng hóa trong nước, làm tăng tính cạnh tranh quốc tế của các ngành sản xuất trong nước.

Ngược với quan điểm truyền thống, quan điểm của trường phái cấu trúc luận mới lại nhấn mạnh một số tác động thu hẹp (thắt chặt) của phá giá tiền tệ. Theo Meade (1951), nếu điều kiện Marshall-Lerner không được thỏa mãn, thì phá giá tiền tệ có thể tạo ra tác động thu hẹp. Hirschman (1949) cho thấy phá giá tiền tệ với xuất phát điểm thâm hụt thương mại sẽ làm giảm thu nhập quốc dân thực và có thể dẫn tới giảm sút tổng cầu. Kamin & Rogers (2000) cho rằng nếu cơ cấu của nền kinh tế có tính cứng nhắc, tức là hoặc khu vực sản xuất hàng xuất khẩu không dễ dàng mở rộng sản xuất khi tỷ giá tăng, hoặc hàng hóa nhập khẩu không nhạy cảm đối với tỷ giá, thì phá giá tiền tệ chỉ làm cho cán cân thương mại thâm hụt đi, tổng cầu giảm và do đó sản lượng giảm. Thậm chí, nếu nền kinh tế có tỷ lệ nợ nước ngoài cao, thì phá giá tiền tệ sẽ làm tăng nợ nước ngoài của các doanh nghiệp, khiến các doanh nghiệp phải cơ cấu lại đầu tư để đảm bảo an toàn tài chính và dẫn tới giảm sản lượng của nền kinh tế. Van Wijnbergen (1989) khẳng định rằng ở các nước mà đầu vào sản xuất chủ yếu được nhập khẩu từ bên ngoài, thì tác động tiêu cực do chi phí đầu vào nhập khẩu cao có thể lấn át tác động kích thích sản xuất do giá tương đối của hàng hóa nội địa thấp. Nghiên cứu của Nguyễn Tú Anh & Nguyễn Thu Thủy (2013) đưa ra nhận định rằng phá giá để cải thiện cán cân thương mại ở Việt Nam giai đoạn 2001-2011 là không vững. Phá giá không chỉ làm lạm phát tăng lên mà còn tác động tiêu cực lên sản lượng.

Nghiên cứu này vận dụng mô hình lý thuyết trong các nghiên cứu của Agénor (1991), Kandil & Mirzaie (2002) và Kandil & cộng sự (2007) để phân tích tác động của các kênh cầu và cung lên sản lượng và giá cả trước những thay đổi của tỷ giá. Theo đó, tổng cầu chịu tác động bởi sự phá giá tiền tệ thông qua xuất khẩu, nhập khẩu và cầu nội tệ, và tổng cung chịu tác động thông qua chi phí mua hàng hóa trung gian nhập khẩu và dự báo của người sản xuất về sức cạnh tranh. Đặc biệt, mô hình sử dụng kỳ vọng hợp lý phân tách diễn biến dao động của tỷ giá thành dao động dự kiến và dao động ngoài dự kiến. Trong đó, các dao động dự kiến của tỷ giá tác

**Bảng 1: Tóm tắt diễn biến tỷ giá ở Việt Nam giai đoạn 1990-2014**

Thời gian	Chế độ tỷ giá	Chính sách điều hành tỷ giá
1989-1990	Neo tỷ giá với biên độ được điều chỉnh	Việt Nam bước sang cơ chế thị trường, biên độ dao động của tỷ giá được nới rộng dần với sự thận trọng, trong khoảng +/-1% đến +/-2%.
1991-1993	Neo tỷ giá trong biên độ	
1994-1996	Neo cố định	
1997-1998	Neo tỷ giá với biên độ được điều chỉnh	Việt Nam chịu tác động mạnh bởi cuộc khủng hoảng tài chính châu Á, biên độ dao động được nới rộng liên tục: từ +/-1% lên +/-5% vào tháng 02/1997 và lên +/-10% vào tháng 10/1997, sau đó lại điều chỉnh xuống 7% vào tháng 8/1998;
1999-2000	Neo cố định	
2001-2007	Neo tỷ giá có điều chỉnh	
2008-2014	Neo tỷ giá với biên độ được điều chỉnh	Giai đoạn 2008-2011, Việt Nam chịu ảnh hưởng bởi cuộc khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế toàn cầu do có sự thu hẹp của xuất khẩu và sự giảm sút của dòng kiều hối và đầu tư nước ngoài vào trong nước. Nền kinh tế đối mặt với tình trạng thâm hụt kép (thâm hụt thương mại và thâm hụt ngân sách) và khan hiếm ngoại tệ. Trước thực trạng đó, ngân hàng trung ương đã tiến hành phá giá liên tục VND: lần thứ nhất phá giá 5,5% và thu hẹp biên độ dao động từ +/-5% xuống +/-3% vào tháng 11/2009; lần thứ hai phá giá 3,3% vào tháng 02/2010; và lần thứ ba phá giá thêm 2,1% vào tháng 8/2010. Giai đoạn 2012-2014, thị trường ngoại hối ổn định.

*Nguồn: Tổng hợp của các tác giả.*

động tới chi phí sản xuất và dự báo của doanh nghiệp về tính cạnh tranh tương đối. Ngược lại, các dao động ngoài dự kiến của tỷ giá tác động tới các điều kiện kinh tế theo ba chiều: xuất khẩu ròng, cầu tiền, và sản lượng cung ứng.

Ở đây, những dao động được dự kiến trước của tỷ giá được giả định là sẽ biến thiên theo những quan sát của các tác nhân kinh tế về các biến số kinh tế vĩ mô cơ bản quyết định sự biến động của tỷ giá theo thời gian. Giá trị chênh lệch của tỷ giá hối đoái thực tế so với tỷ giá dự kiến chính là thành phần dao động ngoài dự kiến của tỷ giá (sốc). Các cú sốc dương đối với tỷ giá thực cho biết sự gia tăng ngoài dự kiến của giá trị thực của đồng ngoại tệ tính theo nội tệ, hay sự xuống giá ngoài dự kiến của đồng nội tệ.

### 3. Tóm tắt diễn biến tỷ giá ở Việt Nam giai đoạn 1990-2014

Kể từ năm 1990 cho đến nay, Việt Nam chuyển từ chế độ nhiều tỷ giá sang chế độ neo tỷ giá theo USD. Tỷ giá chính thức và biên độ dao động được điều chỉnh mạnh theo hướng phá giá đồng Việt Nam ở những giai đoạn nền kinh tế gặp các cú sốc, nhưng ngay khi tác động của các cú sốc chấm dứt, tỷ giá lại được neo cố định hoặc neo có điều chỉnh theo USD. Cơ chế điều hành tỷ giá ở Việt Nam luôn bám theo 3 mục tiêu quan trọng là ổn định tỷ giá, kiểm soát lạm phát và hỗ trợ cán cân thương mại. Bảng 1

tóm tắt diễn biến tỷ giá trong 25 năm qua.

### 4. Phân tích thực nghiệm

Quá trình phát triển kinh tế ở Việt Nam trong những thập kỷ qua cho thấy những thay đổi trong chính sách tỷ giá hối đoái có vai trò rất quan trọng trong việc điều hành vĩ mô đối với nền kinh tế. Trong nghiên cứu thực nghiệm này, chúng tôi phân tích toàn diện mối tương tác giữa những dao động của tỷ giá với tình hình kinh tế vĩ mô tại Việt Nam, trong đó xem xét cả phản ứng của giá và sản lượng trước các cú sốc tỷ giá.

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu chuỗi thời gian theo năm của sản lượng thực tế và mức giá chung ở Việt Nam trong giai đoạn 1990-2014, giai đoạn Việt Nam chuyển sang nền kinh tế định hướng thị trường. Cụ thể, các biến số được sử dụng trong phân tích thực nghiệm bao gồm:

1. *Sản lượng thực tế*: Giá trị GDP thực tế hàng năm.
2. *Mức giá*: Chỉ số điều chỉnh GDP.
3. *Giá năng lượng*: Giá dầu thô West Texas Intermediate (WTI) của Mỹ.
4. *Chỉ tiêu chính phủ*: Chỉ tiêu cho tiêu dùng cuối cùng của chính phủ tính theo giá cố định.
5. *Tỷ giá hối đoái thực tế*: Mức giá thực tế của 1 USD tính theo VND, được tính toán bằng cách nhân

giá trị danh nghĩa của 1 USD theo VND với mức giá chung của Mỹ và chia cho mức giá chung của Việt Nam. Tỷ giá hối đoái thực tế phản ánh sức cạnh tranh về giá cả giữa hàng hóa trong nước với hàng hóa nước ngoài.

6. *Cung tiền*: M2.

7. *Tỷ số của cán cân thương mại trên GDP*: Chênh lệch giữa giá trị xuất khẩu và nhập khẩu trên GDP.

8. *Mức độ mở cửa*: Tổng tỷ trọng của xuất khẩu và nhập khẩu trên GDP.

9. *Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI)*: tổng vốn đầu tư nước ngoài (dòng vốn chảy vào ròng).

Dữ liệu nguồn chủ yếu được trích xuất từ cơ sở dữ liệu của Ngân hàng Thế giới. Bên cạnh đó, số liệu về cung tiền (M2) được khai thác từ nguồn của Ngân hàng Phát triển châu Á và số liệu về giá dầu thô WTI được lấy từ trang thông tin điện tử của Cơ quan thông tin năng lượng Mỹ (EIA).

Mô hình thực nghiệm ở đây được thiết lập dựa trên mô hình lý thuyết của Kandil & Mirzaie (2002) và Kandil & cộng sự (2007) và được điều chỉnh, bổ sung thêm một số biến giải thích để phù hợp với bối cảnh và đặc thù của nền kinh tế Việt Nam. Theo đó, tăng trưởng của sản lượng thực tế và tỷ lệ lạm phát được giả định là biến động phụ thuộc vào các biến số kinh tế vĩ mô cơ bản của nền kinh tế trong nước và tỷ giá hối đoái thực. Với giả định về kỳ vọng hợp lý, các thay đổi trong tỷ giá hối đoái sẽ được phân tách ra thành các thành phần được dự đoán trước và không được dự đoán trước như đã được trình bày ở trên.

#### 4.1. *Mô hình thực nghiệm*

Nhằm đảm bảo các chuỗi số liệu của mô hình đều là các chuỗi dừng, dựa vào kết quả kiểm định nghiệm đơn vị ADF, chúng tôi đã lấy sai phân bậc nhất đối với tất cả các chuỗi số, ký hiệu là  $D(\cdot)$ , thể hiện tốc độ tăng trưởng của các biến này.

Trước hết, để xác định các thành phần dự kiến và

ngoài dự kiến của tỷ giá hối đoái, chúng tôi xây dựng mô hình với biến phụ thuộc là tỷ giá hối đoái thực, mô tả dự đoán của các tác nhân kinh tế về sự thay đổi của tỷ giá dựa trên những thông tin có sẵn ở các thời kỳ trước đó. Sử dụng số liệu theo năm, sự thay đổi của tỷ giá được hồi quy theo hai độ trễ của chính nó và của tất cả các biến có thể có liên quan tới biến động của tỷ giá theo lý thuyết, bao gồm tăng trưởng của lượng vốn FDI, cung tiền M2, chi tiêu chính phủ, giá dầu, tỷ số cán cân thương mại/GDP và mức độ mở cửa của nền kinh tế. Sau đó, chúng tôi kiểm định ý nghĩa thống kê của mỗi biến trễ này trong mô hình. Mô hình dự báo phù hợp cuối cùng chỉ đưa vào các biến trễ có ý nghĩa (xem Bảng 2). Ở đây,  $D_{lfdit}$ ,  $D_{lor}$ ,  $D_{lgt}$  lần lượt là sai phân bậc nhất của lượng vốn FDI, giá dầu thô WTI và chi tiêu chính phủ (đã log hóa) và  $d98$  là biến giả nhận giá trị bằng 1 ở năm 1998 và bằng 0 ở các năm khác.

Phần dư (sai số ngẫu nhiên) của phương trình trên chính là thành phần không được dự đoán trước của tỷ giá, hay là sốc tỷ giá. Sai số này thỏa mãn các giả thiết về tính phù hợp, nghĩa là nó không có tự tương quan theo thời gian và cũng không tương quan với tất cả các biến giải thích trong mô hình. Dấu của các tham số ước lượng cho biết sự gia tăng lượng vốn FDI sẽ làm tăng giá trị của đồng nội tệ; trong khi đó khi giá dầu hay chi tiêu chính phủ tăng lên thì đồng nội tệ sẽ giảm giá trị. Điều này phù hợp với các lý thuyết kinh tế. Điểm gián đoạn mang tính cấu trúc được thể hiện bởi biến giả bên vế phải, hàm ý sự gia tăng của tỷ giá thực năm 1998 không thể giải thích được bởi các biến giải thích trong mô hình. Cần nhớ lại rằng, 1997 là năm diễn ra cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ châu Á. Cuộc khủng hoảng này đã gây ra những hậu quả kinh tế vĩ mô vô cùng nghiêm trọng cho rất nhiều quốc gia trong các năm 1997-1998, trong đó đặc biệt phải kể đến là tình trạng mất giá của đồng nội tệ. Tuy Việt Nam không phải là quốc gia chịu ảnh hưởng quá nặng nề từ cuộc khủng

**Bảng 2: Mô hình dự báo tỷ giá hối đoái thực**

	Hằng số	$D_{lfdit-1}$	$D_{lor-2}$	$D_{lgt-1}$	$d98$
$D_{lrs_t}$	-0.023*** (0.005)	-0.063*** (0.012)	0.076* (0.037)	0.143** (0.057)	0.031* (0.018)
$R^2$	0.695				
$R^2$ hiệu chỉnh	0.628				

Ghi chú: \*\*\*  $p < 0,01$ , \*\*  $p < 0,05$ , \*  $p < 0,1$ .

Nguồn: Tính toán của các tác giả.



hoảng, nhưng tình hình kinh tế trong năm 1998 cũng bị tác động bởi cú sốc ngoại sinh này vì Việt Nam đã là thành viên chính thức của cộng đồng kinh tế ASEAN từ năm 1995.

Để phân tích những hiệu ứng đối xứng của các cú sốc tỷ giá tới các biến số vĩ mô, chúng tôi đã phân tách sốc tỷ giá thành các thành phần dương và âm, tương tự như Kandil và Mirzaie (2002) như sau:

$$neg_t = -0,5\{abs(shock) - shock\}$$

$$pos_t = 0,5\{abs(shock) + shock\}$$

Trong đó, *shock* là sốc tỷ giá hối đoái và  $pos_t$  và  $neg_t$  lần lượt là các thành phần sốc dương và sốc âm (xem Hình 1); *abs(.)* là phép lấy giá trị tuyệt đối.

Theo thời gian, giả định rằng tăng trưởng sản lượng thực tế và lạm phát phụ thuộc vào những thay đổi của các biến chính sách tài khóa, tiền tệ, các biến về lượng vốn FDI, giá năng lượng, độ mở của nền kinh tế, và các cú sốc tỷ giá.

Để thu được các ước lượng hiệu quả và đảm bảo các suy diễn thống kê là chính xác, các mô hình thực nghiệm được ước lượng đồng thời với phương trình mô tả dự đoán của các tác nhân kinh tế về tỷ giá. Để xem xét tính chất nội sinh của các biến số được dự báo trước, chúng tôi sử dụng các biến công cụ trong quá trình ước lượng các mô hình này.

Cụ thể, chúng tôi đã thiết lập mô hình đối với sản lượng thực tế như sau:

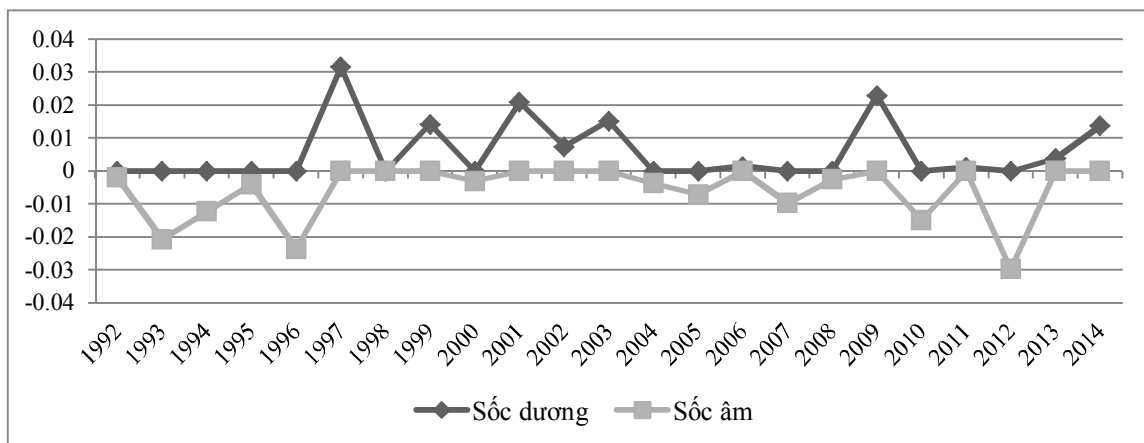
Ở đây, hai biến chính sách trong nước là  $lg_t$  và  $lm_t$ , lần lượt là giá trị đã log hóa của chi tiêu chính phủ và cung tiền, thể hiện những thay đổi trong tổng cầu.  $lo_t$  và  $lfdi_t$  tương ứng là log của giá dầu và lượng vốn FDI chảy vào ròng. Chỉ số cho biết mức độ mở cửa của nền kinh tế được ký hiệu là  $open_t$ .

Đối với Việt Nam, giá dầu tăng một mặt sẽ làm tăng chi phí sản xuất, do đó làm giảm tổng cung; mặt khác, lại làm gia tăng tổng cầu do dầu thô chiếm tỷ trọng đáng kể trong cơ cấu xuất khẩu, vì vậy tác động của nó lên sản lượng là không rõ ràng. Trong khi đó, tăng trưởng sản lượng được kỳ vọng là biến động cùng chiều với các biến chính sách trên đây cũng như các biến thể hiện lượng vốn FDI và mức độ mở cửa, do đó các hệ số từ  $A_1$  đến  $A_4$  và từ  $A_{13}$  đến  $A_{16}$  đều được kỳ vọng dương, còn dấu của hai hệ số  $A_5$  và  $A_6$  thì không xác định được.  $d08$  là biến giả nhận giá trị bằng 1 ở năm 2008 và bằng 0 ở các năm khác. 2008 là năm mà cuộc khủng hoảng tài chính ở Mỹ bùng nổ và lan rộng ra hầu khắp các quốc gia trên thế giới và Việt Nam chúng ta cũng đã phải chịu những tác động không hề nhỏ từ cú sốc lớn này.

Cuối cùng,  $lrs_t$  là log của tỷ giá thực và  $E_{t-1}D_{lrs}$  là những thay đổi được dự đoán trước của tỷ giá. Sự gia tăng được dự đoán trước của tỷ giá thực sẽ khiến

$$Dy_t = A_0 + A_1Dlgt + A_2Dlgt_{-1} + A_3Dlmt + A_4Dlmt_{-1} + A_5Dlo_t + A_6Dlo_{t-1} + A_7E_{t-1}Dlrs_t + A_8E_{t-2}Dlrs_{t-1} + A_9pos_t + A_{10}pos_{t-1} + A_{11}neg_t + A_{12}neg_{t-1} + A_{13}Dlfdi_t + A_{14}Dlfdi_{t-1} + A_{15}Dopen_t + A_{16}Dopen_{t-1} + A_{17}d08 + v_t^y \quad (1)$$

**Hình 1: Các cú sốc dương và âm đối với tỷ giá hối đoái thực tế ở Việt Nam**



Nguồn: Tính toán của các tác giả.

các nhà sản xuất kỳ vọng giá của các hàng hóa trung gian nhập khẩu tăng lên, và vì vậy họ sẽ giảm sản lượng cung ứng. Tuy nhiên, sức cạnh tranh cũng được kỳ vọng sẽ tăng lên, do đó dẫn tới tăng sản lượng sản xuất. Bên cạnh đó, những thay đổi không được dự đoán trước của tỷ giá hối đoái có thể quyết định cả tổng cầu và tổng cung. Sốc dương đối với tỷ giá, sẽ làm chi phí mua các hàng hóa trung gian trở nên đắt đỏ hơn, trong khi cũng làm tăng lượng xuất khẩu ròng và cầu đối với đồng nội tệ. Tác động cuối cùng đối với sản lượng là không xác định.

Để biểu diễn những biến động trong giá cả, mô hình thực nghiệm được xây dựng như công thức 2.

Trong đó,  $D_{ibt}$  là thay đổi của tỷ số cán cân

$$D_{pt} = B_0 + B_1 D_{lg_t} + B_2 D_{lg_{t-1}} + B_3 D_{lm_t} + B_4 D_{lm_{t-1}} + B_5 D_{lo_t} + B_6 D_{lo_{t-1}} + B_7 E_{t-1} D_{lrs_t} + B_8 E_{t-2} D_{lrs_{t-1}} + B_9 pos_t + B_{10} pos_{t-1} + B_{11} neg_t + B_{12} neg_{t-1} + B_{13} D_{lfdi_t} + B_{14} D_{lfdi_{t-1}} + B_{15} D_{tb_t} + B_{16} D_{tb_{t-1}} + B_{17} d11 + v_t^p \quad (2)$$

**Bảng 3: Kết quả ước lượng đối với sản lượng và mức giá**

Biến số	$D_{y_t}$	$D_{p_t}$
Hằng số	4,525 (1,184) **	1,442 (1,561)
$D_{lg_t}$	-22,120 (14,251)	18,683 (16,834)
$D_{lg_{t-1}}$	-14,066 (7,079) *	-32,488 (11,769) *
$D_{lm_t}$	-8,019 (6,843)	56,899 (10,291) ***
$D_{lm_{t-1}}$	3,800 (5,956)	7,700 (8,295)
$D_{lo_t}$	9,070 (4,294)	5,886 (6,285)
$D_{lo_{t-1}}$	-1,076 (3,344)	-9,797 (2,490) **
$E_{t-1} D_{lrs_t}$	-17,240 (31,660)	50,705 (58,223)
$E_{t-2} D_{lrs_{t-1}}$	-68,429 (22,798) **	-24,155 (31,411)
$pos_t$	52,642 (23,482) *	-160,080 (43,204) **
$pos_{t-1}$	34,370 (26,962)	38,851 (55,440)
$neg_t$	-83,895 (53,025)	-172,593 (41,224) **
$neg_{t-1}$	-13,034 (28,935)	-130,067 (46,519) **
$D_{lfdi_t}$	-1,025 (1,174)	-4,713 (1,951) *
$D_{lfdi_{t-1}}$	6,869 (2,470) **	14,992 (3,345) **
$D_{open_t}$	0,162 (0,051) **	
$D_{open_{t-1}}$	0,063 (0,045)	
$D_{tb_t}$		0,024 (0,087)
$D_{tb_{t-1}}$		-0,242 (0,088) *
$d08$	-6,939 (1,410) ***	
$d11$		16,750 (1,762) ***
$R^2$	0,966	0,997
$R^2$ hiệu chỉnh	0,821	0,982

Ghi chú: \*\*\*  $p < 0,01$ , \*\*  $p < 0,05$ , \*  $p < 0,1$ , giá trị trong ngoặc là sai số chuẩn ứng với các hệ số ước lượng.

Nguồn: Tính toán của các tác giả.

cao sức cạnh tranh) sản lượng cung cấp, và có thể làm tăng (hiệu ứng của xuất khẩu ròng) hoặc giảm (hiệu ứng của cầu nội tệ) tổng cầu. Sự giảm đi của cầu kết hợp với sự gia tăng của cung sẽ làm giảm lạm phát, trong khi các kênh còn lại sẽ làm lạm phát tăng lên. Các biến số còn lại trong mô hình đều tác động lên tổng cầu và đều được kỳ vọng mang dấu dương.

#### 4.2. Kết quả phân tích thực nghiệm

Để phân tích tác động đối xứng của các cú sốc tỷ giá đối với sản lượng và mức giá, chúng tôi đã ước lượng các mô hình thực nghiệm như trên và thu được các kết quả như được trình bày trong Bảng 3.

Có thể thấy hệ số xác định  $R^2$  và  $R^2$  hiệu chỉnh của hai mô hình này đều rất cao, cho thấy mức độ phù hợp và khả năng giải thích rất tốt của mô hình. Các kiểm định sau ước lượng đối với mỗi mô hình cũng cho thấy các mô hình không hề gặp phải các vấn đề ước lượng như tự tương quan hay phương sai sai số thay đổi. Vì vậy, có thể kết luận rằng các mô hình là phù hợp và các kết quả ước lượng ở đây là đáng tin cậy.

##### 4.2.1. Biến động của tăng trưởng sản lượng thực tế

Từ kết quả ước lượng phương trình (1), có thể thấy hệ số ước lượng tương ứng với biến  $pos_t$  mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 10%, cho thấy sự gia tăng ngoài dự kiến của tỷ giá hối đoái có tác động tích cực đối với tăng trưởng sản lượng. Bên cạnh đó, hệ số ước lượng của biến  $pos_{t-1}$  cũng mang dấu dương, còn hệ số của các biến  $neg_t$

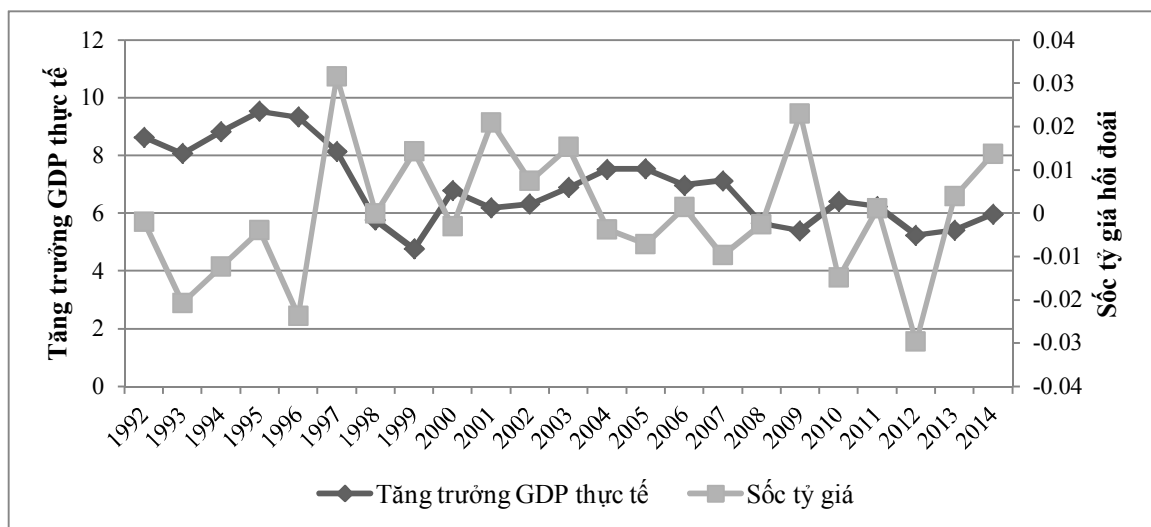
và  $neg_{t-1}$  đều âm, mặc dù các hệ số này không có ý nghĩa thống kê. Điều này hàm ý việc phá giá đồng nội tệ ngoài dự kiến do các cú sốc ngoại sinh sẽ mang lại những hiệu quả tích cực đối với nền kinh tế ngay trong thời kỳ có biến động và thậm chí cả thời kỳ liền sau đó, và ngược lại đối với tăng giá đồng nội tệ.

Như được minh họa ở Hình 2, các cú sốc dương của tỷ giá trong các giai đoạn 1993-1995, 2002-2003, và 2012-2014 đã kéo theo sự gia tăng trong tốc độ tăng trưởng của sản lượng thực tế tại Việt Nam.

Mặt khác, có thể thấy rằng, hệ số ước lượng cho biến trễ  $E_{t-2}D_{lrs-t-1}$  có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa cao hơn (5%) và đặc biệt là lại mang dấu âm, hàm ý nếu quyết định phá giá đã được dự kiến từ trước, thì sự gia tăng của tỷ giá gần như chắc chắn sẽ có tác động tiêu cực rõ ràng đối với tăng trưởng sản lượng ở Việt Nam.

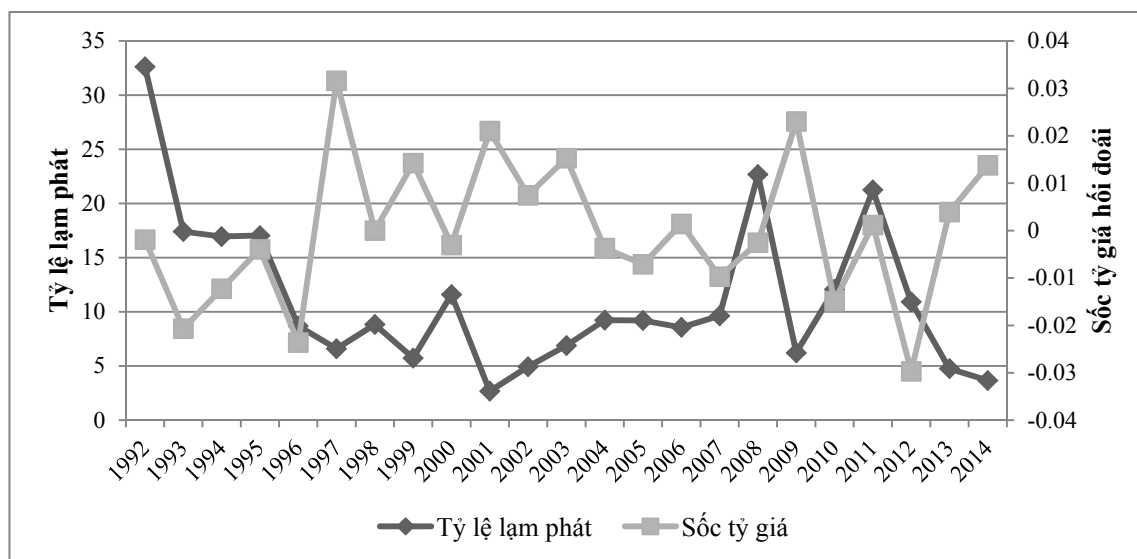
Bên cạnh đó, kết quả ước lượng cho thấy hệ số ứng với biến  $D_{lfdit}$  không có ý nghĩa thống kê, trong khi đó biến trễ một thời kỳ của biến này là  $D_{lfdit-1}$  có hệ số ước lượng dương và có ý nghĩa ở mức 5%. Kết quả này phù hợp với cả lý thuyết và thực tiễn, do vốn FDI đóng một vai trò rất quan trọng đối với quá trình tăng trưởng và phát triển kinh tế ở Việt Nam hiện nay, đặc biệt là đối với tăng trưởng của kim ngạch xuất khẩu, tuy nhiên tác động của mọi khoản đầu tư luôn có độ trễ nhất định đối với nền kinh tế. Bên cạnh đó, hệ số ước lượng cho biến  $D_{opent}$  cũng

Hình 2: Tăng trưởng sản lượng thực tế và các cú sốc tỷ giá thực



Nguồn: Tổng hợp và tính toán của các tác giả.

**Hình 3: Tỷ lệ lạm phát và các cú sốc tỷ giá thực tế**



Nguồn: Tổng hợp và tính toán của các tác giả.

mang dấu dương và có ý nghĩa ở mức 5%, cho thấy các chính sách mở cửa và hội nhập kinh tế quốc tế có ý nghĩa đáng kể đối với nền kinh tế nước ta. Biến giả  $D08$  trong phương trình về sản lượng có hệ số ước lượng âm và có ý nghĩa ở mức 1%, cho biết tăng trưởng sản lượng bị sụt giảm vào năm 2008 do tác động của cuộc khủng hoảng và suy thoái kinh tế toàn cầu bùng phát vào năm này.

#### 4.2.2. Biến động của lạm phát

Kết quả ước lượng đã chứng minh tác động dương của sự gia tăng cung tiền tới lạm phát, khi hệ số ước lượng của biến  $D_{lmt}$  trong mô hình (2) là dương và có độ lớn đáng kể, và có ý nghĩa ở mức ý nghĩa rất cao 1%.

Sự giảm đi ngoài dự kiến của tỷ giá sẽ làm giảm tốc độ lạm phát ở cả hiện tại lẫn thời kỳ tiếp theo. Điều này được minh chứng khi các hệ số ước lượng tương ứng với hai biến  $neg_t$  và  $neg_{t-1}$  đều mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5%. Các cú sốc âm sẽ làm giảm cầu đối với hàng hóa trong nước, đồng thời làm giảm chi phí của các đầu vào nhập khẩu, khiến tổng cung tăng lên. Hai kênh này đều giúp làm giảm tỷ lệ lạm phát trong nước.

Thống kê kiểm định Wald với giả thuyết  $H_0$  là hệ số của các biến sốc tỷ giá (dương và âm) đều bằng 0 là 11,578 và có giá trị P-value = 0,018, cho thấy với mức ý nghĩa 5%, tồn tại các hiệu ứng đối xứng của sự tăng và giảm tỷ giá ngoài dự đoán đối với lạm phát tại Việt Nam. Có thể thấy hầu như tất cả các cú sốc âm của tỷ giá ở Việt Nam trong giai đoạn

1990-2014 đều có tác động làm giảm tỷ lệ lạm phát ngay trong thời kỳ đó và/hoặc trong thời kỳ liền sau đó (xem Hình 3).

Ngoài ra,  $D_{lfdit-1}$  biến có hệ số ước lượng mang dấu dương và có ý nghĩa ở mức 5%. Biến giả  $d11$  có hệ số ước lượng dương và có ý nghĩa ở mức 1%, thể hiện sự tăng vọt của tỷ lệ lạm phát năm 2011. Ngoài những biến động của các biến giải thích trong mô hình, tình trạng phát triển quá nóng của các thị trường bất động sản, thị trường chứng khoán, tình trạng đô la hóa, vàng hóa nghiêm trọng cùng với mức lạm phát kỳ vọng quá cao là những nguyên nhân dẫn tới tỷ lệ lạm phát rất cao trong năm này.

### 5. Kết luận và kiến nghị

Bài viết này tập trung vào các ảnh hưởng của sự dao động của tỷ giá đối với hoạt động kinh tế của Việt Nam giai đoạn 1990-2014. Sau đây là một số điểm nhấn về kết quả của nghiên cứu này:

Thứ nhất, trong khi phá giá tiền tệ ngoài dự kiến góp phần thúc đẩy tăng trưởng sản lượng, thì phá giá tiền tệ theo dự kiến lại gần như chắc chắn có tác động tiêu cực đối với tăng trưởng. Kết luận này phù hợp với lý thuyết.

Thứ hai, dao động ngoài dự kiến của tỷ giá tác động mạnh lên giá cả trong nước từ cả phía cung và phía cầu. Các cú sốc âm của tỷ giá luôn làm giảm cầu đối với hàng hóa trong nước và làm giảm chi phí hàng trung gian nhập khẩu, do đó làm giá hàng hóa trong nước giảm xuống.

Thứ ba, bên cạnh tỷ giá, luồng vốn FDI, mức độ



mở cửa của nền kinh tế và cung tiền cũng là các biến quan trọng tác động lên sản lượng và mức giá ở Việt Nam trong giai đoạn nghiên cứu.

Kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho phép chúng tôi rút ra được bài học rằng, (i) chế độ neo cứng tỷ giá hiện không còn phù hợp trong bối cảnh nền kinh tế Việt Nam đang hội nhập sâu hơn vào nền kinh tế khu vực và thế giới như hiện nay; (ii) áp dụng lâu

dài chế độ neo tỷ giá có điều chỉnh theo hướng phá giá đồng nội tệ cũng sẽ không còn phù hợp không chỉ do tính phi thị trường mà còn do tác động cản trở tăng trưởng sản lượng của chính sách; và (iii) việc thiết kế một lộ trình cụ thể tiến tới áp dụng một chế độ tỷ giá linh hoạt hơn là rất cần thiết để tạo một chỗ đứng vững chắc hơn cho Việt Nam trong thế giới hội nhập trong tương lai gần. □

### Tài liệu tham khảo

- Agénor, P. (1991), 'Output, devaluation and the real exchange rate in developing countries', *Weltwirtschaftliches Archiv*, 127, 18-41.
- Gylfason, T. & Schmid, M. (1983), 'Does devaluation cause stagflation?', *Canadian Journal of Economics*, XVI.
- Hirschman, A.O. (1949), 'Devaluation and the trade balance: A note', *Review of Economics and Statistics*, 31, 50-53.
- Kamin, S.B. & Rogers, J.H. (2000), 'Output and the real exchange rate in developing countries: An application to Mexico', *Journal of Development Economics*, 61, 85-109.
- Kandil, M. & Mirzaie, I. (2002), 'Exchange rate fluctuations and disaggregated economic activity in the US: Theory and evidence', *Journal of International Money and Finance*, 21, 1-31.
- Kandil, M., Berument, H. & Dincer, N. (2007), 'The effects of exchange rate fluctuations on economic activity in Turkey', *Journal of Asian Economics*, 18, 466-489.
- Meade, J.E. (1951), *The Theory of International Economic Policy, I: The Balance of Payment*. Oxford University Press, Oxford.
- Nguyễn Tú Anh & Nguyễn Thu Thủy (2013), 'Mối quan hệ tương tác giữa tỷ giá, sản lượng và lạm phát tại Việt Nam giai đoạn 2001-2013', *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế*, 419, 3-12.
- Van Wijnbergen, S. (1989), 'Exchange rate management and stabilization policies in developing countries', *Journal of Development Economics*, 23, 227-247.

---

### Thông tin tác giả:

\* **Nguyễn Hoàng Oanh**, Tiến sỹ

- Tổ chức tác giả công tác: Khoa Kinh tế học, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

- Lĩnh vực nghiên cứu chính: Kinh tế vĩ mô, Tài chính công, Kinh tế học xanh

- Địa chỉ Email: oanhnh@neu.edu.vn

\*\* **Nguyễn Hồng Ngọc**

- Tổ chức tác giả công tác: Sinh viên chuyên ngành Kinh tế học, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân