

KIỂM CHỨNG VÀ ƯỚC LƯỢNG GIẢ THUYẾT TƯƠNG ĐỒNG LÃI SUẤT Ở VIỆT NAM

Đặng Ngọc Tú^(*)

Giả thuyết tương đồng lãi suất vẫn được xem là “hòn đá tảng” của môn tài chính quốc tế; nó đã được nhiều nhà kinh tế nước ngoài quan tâm nghiên cứu từ nhiều năm nay. Tuy nhiên, các nghiên cứu thực nghiệm của họ chủ yếu lấy đối tượng là các nước phát triển có cơ chế thị trường đã hoàn thiện nên nhiều kết quả nghiên cứu của họ chưa chắc đã áp dụng được cho các nước đang phát triển, nhất là những nước đang chuyển đổi từ cơ chế kế hoạch hóa tập trung sang cơ chế thị trường như Việt Nam. Chúng ta cũng đã có nhiều bài viết liên quan đến giả thuyết tương đồng lãi suất nhưng hầu hết đều áp dụng giả thuyết này mà không kiểm chứng xem mối quan hệ đó có thực sự tồn tại trong điều kiện của Việt Nam hay không. Do mối quan hệ lượng - chất mà nhiều khi các kết luận định tính cần phải dựa trên các nghiên cứu định lượng. Chính vì vậy, việc kiểm chứng và ước lượng thuyết tương đồng lãi suất ở Việt Nam có cả ý nghĩa lý luận lẫn ý nghĩa thực tiễn.

1. Giả thuyết tương đồng lãi suất

Giả thuyết tương đồng lãi suất phát biểu dựa trên điều kiện các dòng vốn được di chuyển tự do và việc nắm giữ tài sản

trong và ngoài nước có độ rủi ro như nhau. Có thể biểu diễn giả thuyết này dưới dạng phương trình như sau:

$$1 + i_t = (1 + i_t^*) \frac{S_{t+1}^e}{S_t} \quad (1)$$

trong đó, i và i^* là lãi suất danh nghĩa trong và ngoài nước, S_t là tỷ giá giao ngay kì này, S_{t+1}^e là tỷ giá kì vọng cho kì tới. Tỷ giá được niêm yết theo giá của ngoại tệ tính theo nội tệ.

Nội dung kinh tế của giả thuyết tương đồng lãi suất là: Nếu lãi suất trong nước cao hơn lãi suất nước ngoài, nó sẽ thu hút luồng vốn từ ngoài chảy vào và nội tệ lập tức lên giá. Nhưng trong tương lai đồng nội tệ sẽ phải trở về giá trị cân bằng dài hạn của nó và dân chúng trông đợi vào sự mất giá của đồng tiền. Bất kì ai khi đầu tư vào tài sản nội tệ sẽ thu được lãi suất danh nghĩa i , còn nếu đầu tư vào tài sản ngoại tệ sẽ thu được lãi suất danh nghĩa i^* cộng với mức lên giá của ngoại tệ. Theo lý thuyết lượng cầu tài sản tỷ lệ mất giá kì vọng của nội tệ phải bằng chi phí cơ hội cho việc nắm giữ ngoại tệ, đó chính là mức chênh lệch lãi suất nội - ngoại tệ⁽¹⁾

^(*) Th.S., Viện Khoa học Tài chính.

(1) Nếu việc nắm giữ tài sản trong và ngoài nước có độ rủi ro khác nhau thì nhà đầu tư còn yêu cầu thêm một mức bù rủi ro: đây được gọi là phương trình tương đồng lãi suất có rủi ro (covered interest parity).

2. Kiểm chứng và ước lượng giả thuyết tương đồng lãi suất

Để kiểm chứng giả thuyết tương đồng lãi suất ta sẽ sử dụng phương pháp kiểm định của Flood & Rose. Theo phương pháp này *phương trình 1* sẽ được biến đổi thành phương trình lô-ga-rit sau:

$$s_{t+1}^e - s_t = i_t - i_t^* \quad (2)$$

trong đó:

s_{t+1}^e = lô-ga-rit của tỷ giá kì vọng cho kì tới

s_t = lô-ga-rit của tỷ giá kì này

$s_{t+1}^e - s_t$ = tỷ lệ mất giá kì vọng

$i \approx \ln(1 + i_t)$ do i_t rất nhỏ so với 1.

Trở ngại lớn nhất khi kiểm định *phương trình 2* là việc mô hình hóa cách thức kì vọng của dân chúng về tỷ giá, nhất là khi Việt Nam chưa có *thị trường kì hạn* (forward market) cho ngoại tệ. Một trong những mô hình hay được sử dụng là mô hình *kì vọng hợp lý* (rational expectation). Theo đó, dân chúng có thể không biết được chính xác tỷ giá trong tương lai và dự tính của họ có thể cao hơn hay thấp hơn tỷ giá thực tế, nhưng tính trung bình các sai số trong dự báo của họ bằng 0. Tức là sai số giữa tỷ giá kì vọng cho kì tới s_{t+1}^e và tỷ giá thực tế của kì tới s_{t+1} một là *nhiễu trắng* (white noise) ε_t :

$$s_{t+1}^e = s_t + \varepsilon_t$$

Dựa trên mô hình kì vọng hợp lý, giả thuyết tương đồng lãi suất sẽ được kiểm định bằng cách xác định xem hệ số C(1) có bằng 0 và hệ số C(2) có ý nghĩa (khác 0) trong phương trình dưới đây hay không:

$$s_{t+1} - s_t = C(1) + C(2)(i_t - i_t^*) + \varepsilon_t$$

$$\Delta s_{t+1} = C(1) + C(2)(i_t - i_t^*) + \varepsilon_t \quad (3)$$

Ta nói rằng giả thuyết tương đồng lãi suất phù hợp một cách tuyệt đối nếu C(1) bằng 0 và C(2) bằng 1.

Việc kiểm định sẽ được thực hiện với số liệu hàng năm (cuối kì) về lãi suất tiết kiệm cá nhân VND kì hạn 3 tháng và lãi suất chứng nhận tiền gửi (CD) của các ngân hàng Mỹ kì hạn 3 tháng. Các lãi suất tháng (i_m) được chuyển đổi thành lãi suất năm theo công thức:

$$i = (1 + i_m)^{12} - 1$$

Kết quả ước lượng *phương trình 3* bằng phương pháp OLS cho thấy chỉ có hệ số C(2) có ý nghĩa (khác 0) và mang dấu dương.

$$\Delta s_{t+1} = 0.427(i_t - i_t^*)$$

$$T = (5.35)$$

$$P = (0.008)$$

Bảng 1: Ước lượng phương trình tương đồng lãi suấtDependent Variable: Δs

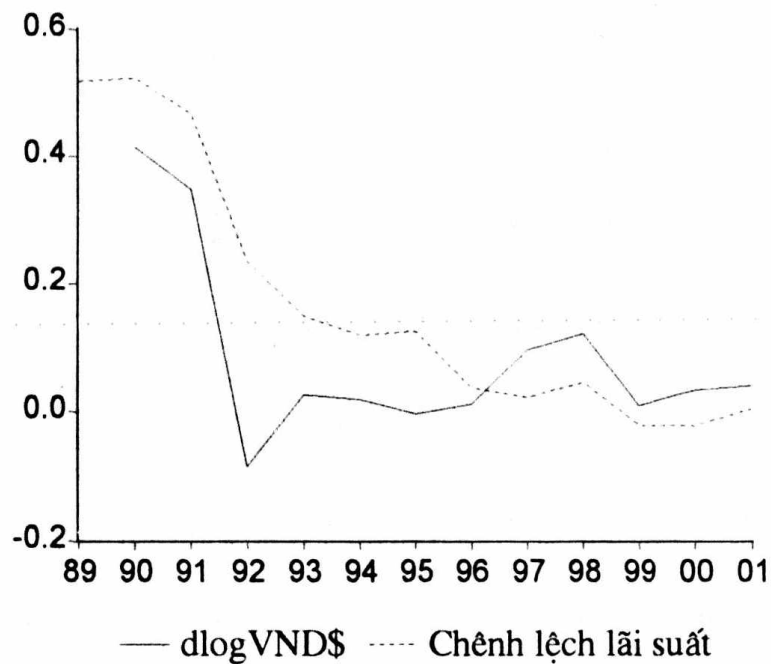
Method: Least Squares

Date: 10/12/02 Time: 09:38

Sample: 1990 2001

Included observations: 12

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
$i(-1) - i^*(-1)$	0.426551	0.132769	3.212719	0.0083
R-squared	0.290899	Mean dependent var		0.086188
Adjusted R-squared	0.290899	S.D. dependent var		0.147108
S.E. of regression	0.123877	Akaike info criterion		-1.259405
Sum squared resid	0.168800	Schwarz criterion		-1.218996
Log likelihood	8.556431	Durbin-Watson stat		1.482642

**Hình: Thay đổi về tỷ giá (tính theo lô-ga-rit) tương ứng với chênh lệch lãi suất**

Như vậy, giả thuyết tương đồng lãi suất là có ý nghĩa thống kê đối với quan hệ hàng năm giữa lãi suất và tỷ giá hối đoái của Việt Nam. Nói cách khác, có bằng chứng về số liệu thống kê để khẳng định quan hệ giữa lãi suất và tỷ giá hối đoái tuân theo giả thuyết tương đồng lãi suất.

Tuy nhiên, xét về mức độ thì giả thuyết tương đồng lãi suất chỉ có ý nghĩa tương đối vì hệ số $C(2)$ trong phương trình 3 được kiểm định là không bằng 1 (xem bảng 2) mà nhỏ hơn 1. Tức là khi lãi suất trong nước cao hơn lãi suất nước ngoài 1%, đáng lẽ đồng VND lập tức phải lên giá 1% nhưng thực tế chỉ là 0.427%. Điều này có thể được giải thích bởi một số lý do sau.

Thứ nhất, việc kiểm chứng dựa trên lãi suất tiết kiệm nội tệ và lãi suất giấy chứng nhận tiền gửi của các ngân hàng Mỹ, trong khi các chứng nhận tiền gửi có tính lỏng cao hơn tài khoản tiết kiệm do nó có thể

mua bán lại và được hoàn trả trước kì hạn. Sự khác nhau về tính lỏng đòi hỏi tài sản nội tệ một phần bù lãi suất.

Thứ hai, các tài sản nội tệ có độ rủi ro cao hơn các tài sản ngoại tệ do sự không chắc chắn về tốc độ lạm phát. Tốc độ lạm phát không ổn định sẽ dẫn tới sự không chắc chắn của thu nhập thực tế từ tài sản. Mặc dù trong vài năm trở lại đây chúng ta đã duy trì được tốc độ lạm phát thấp và tương đối ổn định nhưng tâm lý của dân chúng vẫn chịu ảnh hưởng của thời kì siêu lạm phát 1980-1990.

Thứ ba, chi phí liên quan đến việc chuyển đổi giữa tiền gửi nội tệ và tiền gửi ngoại tệ, do chênh lệch giữa giá mua vào và bán ra ngoại tệ của các ngân hàng.

Thứ tư, những biện pháp kiểm soát ngoại hối từ phía Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã hạn chế khả năng tự do dịch chuyển của các luồng vốn.

Bảng 2: Kiểm định giá trị hệ số ước lượng trong phương trình tương đồng lãi suất

Kiểm định Wald			
Giả thiết $H_0: C(2) = 1$			
F-statistic	18.65493	Probability	0.001216
Chi-square	18.65493	Probability	0.000016

3. Áp dụng lý thuyết tương đồng lãi suất trong điều hành tỷ giá

Trước năm 1986, với cơ chế kế hoạch hoá tập trung quan liêu bao cấp, ở nước ta đã tồn tại một chính sách lãi suất hầu như cố định qua các thời kỳ với những mức lãi suất được ấn định trước theo kế hoạch một cách chủ quan tách rời quan hệ thị trường. Nhưng kể từ khi có chủ trương đổi mới nền kinh tế, chính sách lãi suất đã ngày càng linh hoạt hơn. Trong những năm đầu đổi

mới, quan điểm điều hành tương quan lãi suất nội - ngoại tệ là từng bước khép dần chênh lệch lãi suất giữa hai khu vực này. Theo thuyết tương đồng lãi suất thì chủ trương này đồng nghĩa với việc cố định tỷ giá. Tuy nhiên, trong những năm gần đây, thay đổi quan điểm và cơ chế điều hành chính sách tỷ giá theo hướng linh hoạt đã dẫn tới việc chênh lệch lãi suất được điều chỉnh linh hoạt hơn.

Tuy nhiên, hiệu quả của công cụ lãi suất đối với chính sách tỷ giá đến đâu còn

phụ thuộc vào độ linh hoạt của các dòng vốn. Khi các luồng vốn càng được tự do di chuyển thì chính sách tiền tệ lại càng hiệu quả vì nó có thể gây ảnh hưởng đến tỷ giá một cách trực tiếp lẫn gián tiếp. Theo cách trực tiếp, với sự cắt giảm của lãi suất, tỷ giá sẽ lập tức tăng lên khi dân chúng chuyển đổi cơ cấu tài sản từ ngoại tệ sang nội tệ. Theo cách gián tiếp, chính sách tiền tệ sẽ làm tăng sản lượng và giá cả, giá cả gia tăng lại đòi hỏi tỷ giá tăng theo để phản ánh *quy luật ngang giá sức mua* (PPP). Cũng chính vì vậy, chính sách tiền tệ được xem là có hiệu quả hơn biện pháp can thiệp trong trường hợp NHNN phải ổn định tỷ giá [3].

Về chế độ tỷ giá ở Việt Nam vào thời điểm hiện tại có nhiều tranh cãi. Một số nhà kinh tế khi đề nghị phá giá mạnh VND sau đó giữ ổn định trong vài năm đã có ngụ ý rằng chế độ tỷ giá của ta thiên về cố định có điều chỉnh. Nhưng nếu căn cứ vào tuyên bố của NHNN thì tỷ giá của VND lại được xác định bằng quan hệ cung cầu trên thị trường với sự điều tiết của Nhà nước, nói cách khác đó là chế độ thả nổi có quản lý. Còn theo kết quả nghiên cứu thực nghiệm của tác giả thì hiện nay chế độ tỷ giá của ta đang thiên về cố định hơn là thả nổi [11].

Nhưng cho dù chế độ tỷ giá cố định hướng đến sự cân bằng giữa lãi suất nội tệ và ngoại tệ thì tỷ giá chưa chắc đã được duy trì cố định. Thuyết tương đồng lãi suất đã cho thấy ngoài lãi suất ra tỷ giá còn chịu sự chi phối của yếu tố kì vọng tỷ giá. Cho dù hoàn toàn chủ động trong điều chỉnh lãi suất, NHNN vẫn có thể mất khả

năng kiểm soát tỷ giá nếu không xác định được tỷ giá kì vọng. Trong phương trình tương đồng lãi suất:

$$s_{t+1}^e - s_t = i_t - i_t^*$$

khi tỷ giá kì vọng tăng lên, NHNN chỉ có hai cách lựa chọn hoặc là tăng lãi suất (tăng i), mà điều này sẽ làm suy giảm tốc độ tăng trưởng, hoặc là phá giá tiền tệ (tăng s). Do đó, trong điều hành tỷ giá rất cần thiết duy trì lòng tin của dân chúng vào chính sách của Chính phủ, một khi dân chúng mất lòng tin thì khủng hoảng về tỷ giá có thể xảy ra ngay khi nền kinh tế không trong tình trạng yếu kém.

Hơn nữa, thuyết tương đồng lãi suất với giả thiết kì vọng hợp lý còn cho thấy công cụ tiền tệ chỉ phát huy hiệu quả đối với tỷ giá trong ngắn hạn, với mục đích ổn định hóa. Điều đó có nghĩa là không thể nhờ duy trì một mức chênh lệch cao giữa lãi suất nội tệ và ngoại tệ để giữ cho đồng tiền mãi ở mức cao hơn giá trị thực tế của nó. Trước khi khủng hoảng xảy ra, với mục tiêu thu hút vốn đầu tư nước ngoài, Thái Lan đã chủ trương duy trì lãi suất luôn ở mức cao nhằm duy trì giá trị giả tạo của đồng *baht*. Nhưng chính sách này đã khuyến khích các ngân hàng và các công ty tài chính đua nhau vay vốn nước ngoài. Điều này đã tạo ra một thực trạng khá nguy hiểm cho nền kinh tế là hầu như toàn bộ sự thâm hụt của tài khoản vãng lai đã được tài trợ bằng các nguồn vốn vay ngắn hạn [1]. Với tốc độ tăng trưởng chậm lại do sự suy giảm trong hoạt động xuất khẩu, nền kinh tế không thể trả được những khoản nợ nước ngoài và khủng hoảng là điều khó có thể tránh khỏi.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Vũ Tuấn Anh, *Những cơn rùng lâm bệnh, Khủng hoảng tài chính ở các nước Đông Nam Á*, NXB Khoa học Xã hội, tr45, 2000.
2. R. P. Flood, A. K. Rose, Uncovered Interest Parity in Crisis, *Staffs Paper*, Vol.49, No.2(2002).
3. Ch. Freedman, "Exchange Rate Policy", *Monetary Policy Instruments for Developing Countries*, World Bank Symposium, 1991.
4. D. Gujarati, *Essentials of Econometrics*, McGraw-Hill, Inc, 1992.
5. Nguyễn Thị Hải Hà, *Chiến lược tài chính với vấn đề đổi mới chính sách tiền tệ và phát triển hệ thống ngân hàng giai đoạn 2001-2010, Đề tài nghiên cứu cấp cơ sở*, Viện Khoa học Tài chính, 1999.
6. *International Monetary Fund*, International Financial Statistics Yearbook 2001.
7. F. S. Mishkin, *Tiền tệ, ngân hàng và thị trường tài chính*, NXB Khoa học & Kỹ thuật, 2001.
8. C. Nicolaie, *Uncovered interest parity and deviation from uncovered interest parity*, Doctoral School of Finance and Banking, Academy of Economic Studies Bucharest, 2001.
9. K. Pilbeam, *International Finance*, McMilan, 1992.
10. C. P. Simon, L. Blume, *Mathematics for Economists*, W. W. Norton & Company, Inc., 1994.
11. Đặng Ngọc Tú, *Phân tích mối quan hệ giữa lãi suất, tốc độ lạm phát và tỷ giá hối đoái làm cơ sở xác định chế độ tỷ giá hợp lý ở Việt Nam, Đề tài nghiên cứu cấp cơ sở*, Viện Khoa học Tài chính, 2002.
12. www.cba.uiuc.edu/gpinteri/lecture_15_notes.ppt
13. www.forecasts.org

Phụ lục

Bảng 3: Số liệu được sử dụng để kiểm định và ước lượng

Năm	VND\$ ¹	VNRATE ²	USRATE ³
1989	5,375	0.601	0.083
1990	8,125	0.601	0.078
1991	11,500	0.511	0.045
1992	10,565	0.268	0.035
1993	10,843	0.182	0.033
1994	11,051	0.182	0.063
1995	11,015	0.182	0.056
1996	11,149	0.091	0.054
1997	12,292	0.081	0.058
1998	13,890	0.097	0.051
1999	14,028	0.040	0.061
2000	14,514	0.043	0.065
2001	15,120	0.024	0.018

Chú thích: Tất cả các số liệu đều lấy cuối kì

1. Tỷ giá VND/\$ trên thị trường tự do
2. Lãi suất tiết kiệm VND kì hạn 3 tháng cho các cá nhân (năm)
3. Lãi suất chứng nhận tiền gửi kì hạn 3 tháng của các ngân hàng Mỹ (năm)

Nguồn: (1) IMF, (2) NHNN Việt Nam, và (3) HD Thống đốc Cục dự trữ Liên bang Mỹ

VNU. JOURNAL OF SCIENCE, ECONOMICS - LAW, T.XIX, N_o3, 2003

TESTING AND ESTIMATING THE INTEREST PARITY CONDITION FOR VIETNAM

Dang Ngoc Tu, Economic Master

Institute of Finance Science

In most of papers, interest parity condition (IPC) is admitted without testing meanwhile ICP is just a theoretical assumption. By the empirical method of ordinary least square (OLS) estimation I tested if IPC was significant in the case of Vietnam. Empirical analysis has been made using annual data from 1989 to 2001 for market exchange rate, VND deposit interest rate, interest rate for 3-month CDs in USA. In the equation of IPC, expected exchange rate was assumed rational expectation. In testing IPC I specified the regression according to Flood and Rose (1994) and found that IPC was statistically significant. However the IPC is not entirely significant because of data sources, risk premium, transaction cost and capital controls. The tested IPC has some implications for foreign exchange rate policy in Vietnam.