

Quản lý giá vàng nhìn từ góc độ kinh tế vĩ mô

PGS.TS. BÙI KIM YẾN

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM

THS. NGUYỄN KHÁNH HOÀNG

Ngân hàng thương mại cổ phần Á Châu - ACB

Sự biến động khó lường của giá vàng trong thời gian vừa qua đã gây ra nhiều tác động tiêu cực cho nền kinh tế, chính vì vậy vấn đề được đặt ra là phải nghiên cứu các giải pháp giúp hạn chế đến mức thấp nhất tác động tiêu cực của nó và góp phần bình ổn thị trường vàng VN. Nội dung nghiên cứu của bài báo này được đặt dưới góc nhìn của nhà quản lý đối với thị trường vàng trong nước. Thông qua việc xác định các nhân tố tác động đến giá vàng trong nước sẽ giúp đưa ra được các giải pháp quản lý sự biến động của giá vàng và đưa thị trường vàng đi vào hoạt động ổn định góp phần vào sự phát triển ổn định của thị trường tài chính VN. Bài nghiên cứu chủ yếu sử dụng phương pháp định tính, định lượng, thống kê so sánh tổng hợp để làm rõ vấn đề nghiên cứu. Đồng thời sử dụng mô hình VAR để kiểm định tác động của các nhân tố đến giá vàng. Phần mềm được sử dụng để chạy mô hình là Eviews 6.

Từ khóa : Chỉ số giá tiêu dùng CPI, Sở Giao dịch Vàng Quốc gia SGD.V, thuế giá trị gia tăng VAT, mô hình vector tự hồi quy VAR.

1. Giới thiệu

Tại VN, từ sau giai đoạn năm 1975 thị trường vàng phát triển mạnh mẽ không ngừng và đến nay sau nhiều biến cố thăng trầm nhưng thị trường vàng vẫn có sức hút rất mạnh mẽ đối với các nguồn lực của xã hội. Theo ước lượng của các tổ chức trong và ngoài nước, chỉ với lượng vàng đang được dự trữ trong dân là khoảng 400 tấn quy ra tương đương với 20 tỷ USD theo giá trị hiện tại chưa tính đến các nguồn vàng khác đã cho thấy quy mô thị trường vàng VN là không nhỏ chút nào. Điều này cho thấy tiềm năng của thị trường này là rất lớn, việc khơi thông nguồn vốn khổng lồ này sẽ giúp tạo đà phát triển cho cả

hệ thống tài chính nói riêng và cả nền kinh tế nói chung.

2. Cơ sở lý thuyết và phương pháp nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

Các nhân tố tác động đến giá vàng

Lạm phát:

Lạm phát xét về khái niệm là hiện tượng cung tiền tệ kéo dài làm cho mức giá cả chung của nền kinh tế tăng lên liên tục trong một thời gian nhất định. Xuất phát từ giá trị nội tại, vàng đã được sử dụng rộng rãi như là một loại tiền tệ từ rất lâu và do đó được cho là có hiệu quả phòng ngừa lạm phát và giảm phát. Sherman (1983) và Moore (1990) đã kết luận rằng giữa giá vàng và

lạm phát có mối quan hệ cùng chiều với nhau, và lạm phát có thể được sử dụng như là một chỉ báo quan trọng để dự báo giá vàng.

Tỷ giá hối đoái:

Khi giá trị đồng ngoại tệ thay đổi sẽ dẫn đến việc giá vàng được định giá theo ngoại tệ đó thay đổi theo. Hiện nay do USD là đồng tiền thanh toán mang tính toàn cầu nên các hàng hóa, giao dịch trên thế giới chủ yếu được định giá theo đồng USD trong đó bao gồm cả vàng. Cho nên bất cứ tác động nào tác động làm tăng giảm giá trị đồng USD cũng làm biến động đến giá vàng. Mặt khác, vàng cũng là một công cụ phòng ngừa phổ biến của các tổ chức lớn để phòng ngừa rủi

ro khi đồng USD mất giá. Khi đồng USD mất giá so với các loại tiền tệ còn lại thì vàng tăng giá và ngược lại nhưng điều này không phải lúc nào cũng đúng vì còn phải tính đến nhiều nhân tố tác động đến giá vàng khác.

Đối với thị trường vàng trong nước, giá vàng trong nước được quy đổi từ giá vàng thế giới theo công thức:

Giá vàng quy đổi (VND/lượng) = Giá vàng thế giới (USD/Oz) * 1.20556 * Tỷ giá USD/VND (Nguồn: www.acb.com.vn)

Như vậy từ trong công thức ta đã thấy được giá vàng và tỷ giá có mối quan hệ chặt chẽ như thế nào. Đặc biệt do đặc thù VN là nước nhập khẩu vàng là chính nên tỷ giá USD/VND biến động thì sẽ làm giá vàng trong nước biến động theo.

Lãi suất:

Giữa giá vàng và lãi suất có mối quan hệ chặt chẽ với nhau. Với tín hiệu giảm lãi suất của Ngân hàng Trung Ương sẽ dẫn đến việc tăng cung tiền cho nền kinh tế kéo theo hệ lụy sẽ làm cho lạm phát tăng qua đó làm tăng nhu cầu mua vàng để bảo toàn giá trị chống lại lạm phát nên kéo theo việc giá vàng cũng sẽ tăng theo.

2.2. Phương pháp nghiên cứu

* *Mô hình kiểm định các nhân tố tác động đến giá vàng*

Bài nghiên cứu sử dụng mô hình VAR gồm 6 biến để phân tích kiểm định các nhân tố tác động đến giá vàng VN giai đoạn 10 năm từ tháng 8.2003 đến 07.2013, đây là một hệ phương trình gồm 6 phương trình:

$$\begin{aligned}
 GIAVANGTRONGNUOC_t = & a_1 + \sum_{i=1}^k b_{1i} GIAVANGTRONGNUOC_{t-i} + \sum_{i=1}^k c_{1i} GIATG_{t-i} \\
 & + \sum_{i=1}^k d_{1i} TGLNH_{t-i} + \sum_{i=1}^k e_{1i} CPIMY_{t-i} + \sum_{i=1}^k f_{1i} CPIVN_{t-i} + \sum_{i=1}^k j_{1i} LSHD_{t-i} + w_{1t}
 \end{aligned} \quad (1)$$

Trong đó:

k: giá trị độ trễ

$\alpha, \beta, \gamma, \delta, \epsilon, \phi, \varphi$: ma trận hệ số vuông của hệ phương trình.

GIAVANGTRONGNUOC: Giá vàng trong nước

GIATG: Giá vàng giao ngay thế giới

TGLNH: Tỷ giá USD/VNĐ bình quân liên ngân hàng

CPIMY: Chỉ số giá tiêu dùng CPI của Mỹ

CPIVN: Chỉ số giá tiêu dùng của VN

LSHD: Lãi suất huy động bình quân trong nước.

w : sai số của mô hình

Phân phân tích định lượng sẽ đi theo các bước sau:

Bước 1: Từ số liệu thu thập được tiến hành nhập liệu vào phần mềm Eview 6 để xử lý và chạy mô hình

Bước 2: Kiểm tra tính dừng của các biến trong mô hình bằng việc kiểm định nghiệm đơn vị, qua đó xác định độ trễ thích hợp của mô hình

Bước 3: Kiểm tra tự tương quan trong phần dư của mô hình

Bước 4: Kiểm định quan hệ nhân quả giữa các biến

Bước 5: Phân tích tác động phản ứng đẩy giữa các biến

Bước 6: Phân tích phân rã phương sai

Kết luận rút ra từ mô hình

Giới hạn các biến nghiên cứu

Các biến trong mô hình	Ký hiệu	Nguồn số liệu
Giá vàng trong nước	GIAVANGTRONGNUOC	http://www.acb.com.vn/tygia/
Giá vàng thế giới	GIATG	http://www.reuters.com/
Tỷ giá bình quân liên ngân hàng	TGLNH	http://www.reuters.com/
Chỉ số giá tiêu dùng Mỹ	CPIMY	http://elibrary-data.imf.org/
Chỉ số giá tiêu dùng VN	CPIVN	http://elibrary-data.imf.org/
Lãi suất huy động bình quân	LSHD	http://elibrary-data.imf.org/

Trong phạm vi bài viết này, do còn gặp nhiều khó khăn trong việc thu thập số liệu nghiên cứu (các biến về chính sách) cũng như phương pháp xử lý định lượng (hành vi của nhà đầu tư) nên nghiên cứu chỉ tập trung vào sự tác động giữa các biến kinh tế như giá vàng thế

giới, lãi suất, CPI, tỷ giá đến giá vàng trong nước.

Phạm vi dữ liệu nghiên cứu: từ tháng 8/2003 đến tháng 7/2013 gồm 120 kỳ mỗi kỳ tương ứng với 1 tháng.

* *Kết quả và đánh giá*

Kiểm định mối tương quan giữa giá vàng thế giới và giá vàng trong nước

Nhìn chung VN là nước nhập khẩu 95% lượng vàng nguyên liệu từ thị trường bên ngoài nên giá vàng trong nước phụ thuộc rất nhiều vào giá vàng thế giới. Từ số liệu thu thập được trong giai đoạn nghiên cứu, ta thu

được kết quả chạy thống kê như sau về tính tương quan giữa giá vàng trong nước và giá vàng thế giới như sau:

Correlation	GIATG	GIAVANGTRONGNUOC
GIATG	1	0.990453753
GIAVANGTRONGNUOC	0.990453753	1

Có thể thấy mức độ tương quan 99.045% là rất cao và là tương quan cùng chiều với nhau. Khi giá thế giới tăng thì giá vàng trong nước cũng tăng theo và ngược lại.

Kiểm định tác động các nhân tố đến giá vàng trong nước

Mô hình VAR được thực hiện như sau:

Bước 1: Từ số liệu thu thập được tiến hành nhập liệu vào phần mềm Eview 6 để xử lý và chạy mô hình ta có mô hình gồm 2 nhóm biến:

Biến nội sinh: GIAVANGTRONGNUOC, CPIVN, LSHD, TGLNH

Biến ngoại sinh: GIATG, CPIMY

Bước 2: Kiểm định nghiệm đơn vị:

Đầu tiên ta phải kiểm tra xem các tập số liệu theo các biến theo chuỗi thời gian được thu thập trong bài nghiên cứu có tính dừng hay chưa bằng các sử dụng kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF). Thực hiện kiểm định trên với các biến ta thấy tất cả dữ liệu của các biến đều không có tính dừng. Nên ta xét tiếp đến sai phân của các biến trên, ta có kết quả sau:

Giả thiết Ho: D(CPIVN) không có tính dừng

Ngoại sinh: Hằng số

Chiều dài độ trễ: 0 (Tự động tính dựa trên giá trị của SIC, MAXLAG=12)

	Thống kê t	Xác suất
Kiểm định Augmented Dickey-Fuller	-5.135575	0.0000
Giá trị tra bảng:		
Mức 1%	-3.486551	
Mức 5%	-2.886074	
Mức 10%	-2.579931	

*Phương pháp MacKinnon (1996)

Ta thấy giá trị tuyệt đối t tính toán theo mô hình là 5.135575 lớn hơn giá trị tuyệt đối tra bảng là 3.486551; 2.886074; 2.579931 nên ta bác bỏ giả thiết Ho nghĩa là sai phân bậc 1 của CPIVN có tính dừng. Tương tự với các sai phân của các biến còn lại ta cũng có kết quả tương tự.

Kết quả sau khi chạy mô hình cho thấy hầu hết các biến đều là các chuỗi thời gian không dừng ở

Giả thiết Ho: D(CPIMY) không có tính dừng

Ngoại sinh: Hằng số

Chiều dài độ trễ: 1 (Tự động tính dựa trên giá trị của SIC, MAXLAG=12)

	Thống kê t	Prob.*
Kiểm định Augmented Dickey-Fuller	-6.918109	0.0000
Giá trị tra bảng:		
Mức 1%	-3.487046	
Mức 5%	-2.886290	
Mức 10%	-2.580046	

*Phương pháp MacKinnon (1996)

Giả thiết Ho: D(GIATG) không có tính dừng

Ngoại sinh: Hằng số

Chiều dài độ trễ: 0 (Tự động tính dựa trên giá trị của SIC, MAXLAG=12)

	Thống kê t	Xác suất
Kiểm định Augmented Dickey-Fuller	-13.17044	0.0000
Giá trị tra bảng:		
Mức 1%	-3.486551	
Mức 5%	-2.886074	
Mức 10%	-2.579931	

*Phương pháp MacKinnon (1996)

Giả thiết Ho: D(GIAVANGTRONGNUOC) không có tính dừng

Ngoại sinh: Hằng số

Chiều dài độ trễ: 0 (Tự động tính dựa trên giá trị của SIC, MAXLAG=12)

	Thống kê t	Xác suất
Kiểm định Augmented Dickey-Fuller	-10.66990	0.0000
Giá trị tra bảng:		
Mức 1%	-3.486551	
Mức 5%	-2.886074	
Mức 10%	-2.579931	

*Phương pháp MacKinnon (1996)

Giả thiết Ho: D(LSHD) không có tính dừng

Ngoại sinh: Hằng số

Chiều dài độ trễ: 1 (Tự động tính dựa trên giá trị của SIC, MAXLAG=12)

	Thống kê t	Xác suất
Kiểm định Augmented Dickey-Fuller	-4.507015	0.0003
Giá trị tra bảng:		
Mức 1%	-3.487046	
Mức 5%	-2.886290	
Mức 10%	-2.580046	

*Phương pháp MacKinnon (1996)

Giả thiết Ho: D(TGLNH) không có tính dừng

Ngoại sinh: Hằng số

Chiều dài độ trễ: 0 (Tự động tính dựa trên giá trị của SIC, MAXLAG=12)

	Thống kê t	Xác suất
Kiểm định Augmented Dickey-Fuller	-10.89549	0.0000
Giá trị tra bảng:		
Mức 1%	-3.486551	
Mức 5%	-2.886074	
Mức 10%	-2.579931	

*Phương pháp MacKinnon (1996)

kỳ gốc nhưng đều là các chuỗi dừng ở sai phân bậc 1 với mức ý nghĩa là 1%.

** Xác định độ trễ tối ưu cho các biến của mô hình:*

Mục đích là nhằm lựa chọn được số biến trễ đưa vào mô hình, tránh bỏ sót các biến giải thích quan trọng để tìm ra mô hình tối ưu nhất.

Tiêu chí lựa chọn độ trễ tối ưu của mô hình là căn cứ theo các tiêu chí mặc định của mô hình, độ trễ nào đạt được nhiều tiêu chí thì càng tốt nhưng phải đảm bảo thêm điều kiện về số bậc tự do trong mô hình

phải phù hợp với dữ liệu. Mặc dù tiêu chí độ trễ là 8 thỏa mãn nhiều nhất nhưng nếu chọn độ trễ là 8 thì ta phải điều chỉnh giảm $9 \times 4 + 2 = 38$ bậc tự do trong khi nghiên cứu chỉ có 120 quan sát nên ta chọn độ trễ phù hợp là 1.

Bước 3

Kiểm định tự tương quan phần dư của mô hình

Giả thiết Ho: không có tự tương quan trong độ trễ

Ngày: 08/23/13 Giờ: 15:37

Cỡ mẫu: 2003M08 2013M07

Tổng hợp biến quan sát: 118

Độ trễ	Kiểm định LM	Xác suất
1	100.9542	0.0000
2	20.07863	0.2167
3	15.24902	0.5065
4	14.88273	0.5332
5	33.10388	0.0072
6	52.65696	0.0000
7	13.37506	0.6452
8	11.49933	0.7777
9	20.07447	0.2169
10	28.32294	0.0289
11	24.60184	0.0772
12	24.89659	0.0717

Probs from chi-square with 16 df.

Tiêu chuẩn lựa chọn độ trễ mô hình

Biến nội sinh: D(GIAVANGTRONGNUOC) D(CPIVN) D(LSHD) D(TGLNH)

Biến ngoại sinh: C GIATG CPIMY

Ngày: 08/23/13 Giờ: 15:35

Cỡ mẫu: 2003M08 2013M07

Tổng hợp biến quan sát : 111

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-2757.883	NA	5.56e+16	49.90779	50.20072	50.02662
1	-2719.477	71.96645	3.71e+16	49.50410	50.18758*	49.78137*
2	-2706.840	22.77001	3.95e+16	49.56468	50.63873	50.00039
3	-2701.694	8.901049	4.83e+16	49.76025	51.22486	50.35440
4	-2691.494	16.90770	5.40e+16	49.86476	51.71994	50.61735
5	-2672.829	29.59564	5.20e+16	49.81674	52.06247	50.72777
6	-2639.686	50.16198	3.88e+16	49.50786	52.14416	50.57733
7	-2623.366	23.52438	3.94e+16	49.50209	52.52895	50.73000
8	-2602.241	28.92871*	3.69e+16*	49.40974*	52.82716	50.79609

* Tiêu chí lựa chọn độ trễ của mô hình

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Mô hình VAR

Ước lượng vector tự hồi quy

Ngày: 08/23/13 Giờ: 15:36

Cỡ mẫu đã điều chỉnh: 2003M10 2013M07

Tổng hợp số biến quan sát: 118 sau điều chỉnh

Sai số chuẩn là () & giá trị thống kê t là []

	D(GIAVANG TRONGNUOC)	D(CPIVN)	D(LSHD)	D(TGLNH)
D(GIAVANG TRONGNUOC(-1))	-0.041457 (0.09497) [-0.43651]	1.20E-07 (8.2E-08) [1.46778]	1.19E-07 (5.7E-08) [2.07102]	-7.29E-06 (1.4E-05) [-0.52938]
D(CPIVN(-1))	-40858.23 (104289.) [-0.39178]	0.548383 (0.08975) [6.11026]	0.198812 (0.06299) [3.15634]	24.39374 (15.1279) [1.61250]
D(LSHD(-1))	97722.74 (160620.) [0.60841]	0.082332 (0.13822) [0.59563]	0.232364 (0.09701) [2.39523]	-46.23157 (23.2991) [-1.98426]
D(TGLNH(-1))	-681.4367 (659.803) [-1.03279]	0.000468 (0.00057) [0.82476]	-0.000143 (0.00040) [-0.35799]	-0.000634 (0.09571) [-0.00663]
C	14344518 (4351911) [3.29614]	4.677452 (3.74514) [1.24894]	-0.310809 (2.62846) [-0.11825]	-419.3957 (631.278) [-0.66436]
GIATG	2661.932 (752.433) [3.53777]	0.001093 (0.00065) [1.68839]	-0.000415 (0.00045) [-0.91356]	-0.072099 (0.10915) [-0.66057]
CPIMY	-153045.7 (46327.2) [-3.30358]	-0.048409 (0.03987) [-1.21424]	0.003938 (0.02798) [0.14073]	4.693683 (6.72012) [0.69845]
R-squared	0.114746	0.438530	0.280702	0.047753
Adj. R-squared	0.066894	0.408181	0.241821	-0.003719
Sum sq. resids	1.69E+14	125.4056	61.77108	3563057.
S.E. equation	1235120.	1.062911	0.745987	179.1636
F-statistic	2.397956	14.44924	7.219507	0.927741
Log likelihood	-1818.975	-171.0260	-129.2470	-776.0460
Akaike AIC	30.94872	3.017390	2.309272	13.27197
Schwarz SC	31.11309	3.181752	2.473634	13.43633
Mean dependent	260423.7	1.209153	-0.025932	47.38136
S.D. dependent	1278627.	1.381664	0.856732	178.8314
Determinant resid covariance (dof adj.)	2.46E+16			
Determinant resid covariance	1.93E+16			
Log likelihood	-2882.064			
Akaike information criterion	49.32312			
Schwarz criterion	49.98057			

Bước 3: Kiểm tra tự tương quan trong phần dư của mô hình.

Ho: Mô hình không có hiện tượng tự tương quan trong phần dư.

Ta so sánh các giá trị p-value với 0.05

- Nếu p-value > 0.05: chấp nhận H_0 ; mô hình không có hiện tượng tự tương quan trong phần dư.

- Nếu p-value < 0.05: bác bỏ H_0 ; mô hình có hiện tượng tự tương quan trong phần dư.

Từ kết quả thu được, ta thấy nhìn chung không có một xu thế biến động giá trị p-value cụ thể rõ ràng nghĩa là về tổng thể mô hình không có sự tự tương quan giữa các phần dư trong mô hình.

Bước 4: Kiểm định mối quan hệ nhân quả giữa các biến.

Nguyên tắc là ta so sánh lần lượt các giá trị p-value thu được với 0.05: Nếu p-value < 0.05 thì biến đó có tác động đến biến đề cập, và ngược lại nếu p-value > 0.05 thì biến đó không có tác động đến biến đề cập.

Trong trường hợp biến đề cập là biến GIAVANGTRONGNUOC do các giá trị p-value đều lớn hơn 0.05 nên các biến CPIVN, LSHD, TGLNH là không tác động (hoặc tác động rất ít) đến GIAVANGTRONGNUOC đều này có thể giải thích là do giá vàng trong nước hiện nay biến động chủ yếu là do hoạt động đầu cơ cũng như chịu ảnh hưởng của chính sách điều tiết của Chính phủ nên có thể tác động của thay đổi CPI, lãi suất huy động của nền kinh tế cũng như tỷ giá lên giá vàng là không rõ ràng. Và trong 3 biến này thì tác động của biến tỷ giá lên giá vàng trong nước có mức độ cao hơn 2 biến còn lại.

Bước 4:

VAR: Kiểm định Granger /Kiểm định Wald Tests bỏ biến ngoại sinh

Ngày: 08/23/13 Giờ: 15:37

Cỡ mẫu: 2003M08 2013M07

Tổng hợp số quan sát: 118

Biến phụ thuộc: D(GIAVANGTRONGNUOC)

Biến tác động	Chi-sq	df	Prob.
D(CPIVN)	0.153492	1	0.6952
D(LSHD)	0.370164	1	0.5429
D(TGLNH)	1.066650	1	0.3017
All	1.366908	3	0.7133

Biến phụ thuộc: D(CPIVN)

Biến tác động	Chi-sq	df	Prob.
D(GIAVANGTRONGNUOC)	2.154377	1	0.1422
D(LSHD)	0.354781	1	0.5514
D(TGLNH)	0.680226	1	0.4095
All	3.937614	3	0.2683

Biến phụ thuộc: D(LSHD)

Biến tác động	Chi-sq	df	Prob.
D(GIAVANGTRONGNUOC)	4.289121	1	0.0384
D(CPIVN)	9.962453	1	0.0016
D(TGLNH)	0.128160	1	0.7203
All	16.46947	3	0.0009

Biến phụ thuộc: D(TGLNH)

Biến tác động	Chi-sq	df	Prob.
D(GIAVANGTRONGNUOC)	0.280240	1	0.5965
D(CPIVN)	2.600170	1	0.1069
D(LSHD)	3.937302	1	0.0472
All	4.525453	3	0.2100

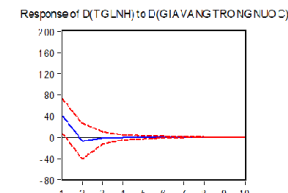
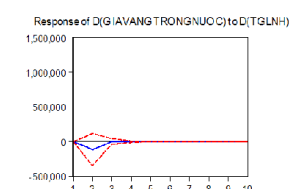
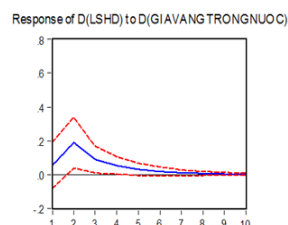
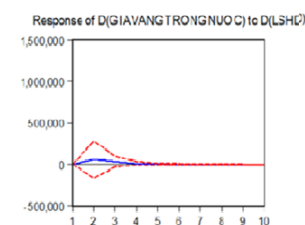
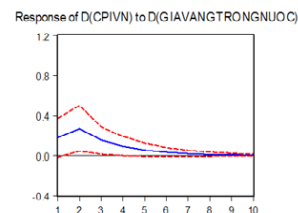
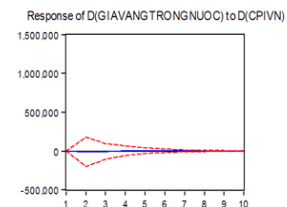
Tương tự tác động của 3 biến giá vàng trong nước, lãi suất và tỷ giá lên chỉ số CPI cũng không rõ ràng.

Đối với biến lãi suất huy động thì biến giá vàng trong nước và chỉ số CPI có tác động lên lãi suất huy động vì khi giá vàng và CPI tăng đồng nghĩa với việc lạm phát sẽ tăng, khi đó buộc lòng ngân hàng phải tăng lãi suất để kiềm chế lạm phát.

Đối với kiểm định nhân tố tác động đến tỷ giá, thì trong giai đoạn nghiên cứu ta thấy chỉ có biến lãi suất huy động là có tác động đến tỷ giá vì khi lãi suất VND tăng so với USD, người dân sẽ có khuynh hướng chuyển từ sở hữu USD sang VND làm cho cầu USD giảm, cầu VND tăng hay USD sẽ giảm giá so với VND tức là tỷ giá USD/VND sẽ giảm. Biến GIAVANGTRONGNUOC không tác động đến TGLNH.

Bước 5: Phân tích tác động phản ứng đẩy giữa các biến nhằm xác định các biến trong mô hình tác động lẫn nhau như thế nào.

Nhìn vào đồ thị, ta thấy biến CPIVN nhìn chung không có tác động đối với biến giá vàng trong nước



thể hiện bằng đường màu xanh nằm ngang gốc tọa độ. Trong khi đó ở chiều ngược lại tác động từ cú shock biến động giá vàng đối với CPIVN là khá mạnh ngay tức thì, đạt đỉnh ở chu kỳ thứ 2 sau đó trượt giảm dần đều và kết thúc sau 8 chu kỳ.

Đối với biến LSHD thì ta thấy nếu có cú shock xảy ra với lãi suất thì tác động với giá vàng trong nước là tức thời nhưng không mạnh và sẽ kết thúc sau 4 chu kỳ. Ngược lại đến phiên mình biến động về giá vàng sẽ có tác động tức thì đến lãi suất khiến lãi suất tăng mạnh ở chu kỳ thứ 2 sau đó giảm dần và ổn định khi kết thúc chu kỳ thứ 8.

Đối với cú shock về tỷ giá thì mọi biến động về tỷ giá cũng sẽ có tác động tức thì đối với giá vàng trong nước nhưng tác động là ngược chiều và khá yếu đối với giá vàng trong nước nhưng sau đó tăng dần và kết thúc sau 3 chu kỳ. Điều này có thể được giải thích là do khi chênh lệch giá vàng trong nước và thế giới tăng cao thì xuất hiện tình trạng gom ngoại tệ để nhập lậu vàng từ nước ngoài dẫn đến tỷ giá tăng cao. Lượng vàng nhập lậu sau khi được gia công sẽ làm tăng cung vàng trên thị trường dẫn đến giảm giá vàng. Sau đó tỷ giá khi được điều chỉnh giảm lại về mức ban đầu nhưng vẫn cần thời gian để tiêu thụ hết số lượng vàng này nên giá vàng vẫn duy trì ở mức thấp nhưng thời gian duy trì thường không kéo dài (theo như mô hình là 3 tháng).

Trong khi đó biến động giá vàng trong nước tác động tức thì đến tỷ giá nhưng giảm dần và bắt đầu ổn định ở chu kỳ thứ 2. Như vậy tác động của cú shock giá vàng trong nước đối với tỷ giá có thời gian tác động khá ngắn.

Phân tích phân rã đối với D(GIAVANGTRONGNUOC):

Kỳ hạn	S.E.	D(GIAVANG TRONGNUOC)	D(CPIVN)	D(LSHD)	D(TGLNH)
1	1235120.	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	1244706.	98.88783	0.009374	0.202373	0.900426
3	1245252.	98.81705	0.012372	0.270900	0.899674
4	1245285.	98.81245	0.012571	0.274221	0.900760
5	1245290.	98.81176	0.012796	0.274659	0.900784
6	1245292.	98.81158	0.012931	0.274706	0.900784
7	1245292.	98.81151	0.012989	0.274713	0.900783
8	1245292.	98.81149	0.013012	0.274715	0.900783
9	1245292.	98.81148	0.013020	0.274715	0.900783
10	1245292.	98.81148	0.013023	0.274715	0.900783

Bước 6: Phân tích phân rã phương sai

Xem một biến giải thích cho các biến khác bao nhiêu phần trăm.

Từ kết quả thu được ta thấy:

Biến CPIVN giải thích cho biến GIAVANGTRONGNUOC ở mức 0.013% là khá thấp.

Biến LSHD giải thích cho biến GIAVANGTRONGNUOC ở mức 0.27% là khá thấp.

Biến TGLNH giải thích cho biến GIAVANGTRONGNUOC ở mức 0.9% là khá thấp.

3. Kết quả và thảo luận

- Mô hình VAR trình bày ở trên không có hiện tượng tự tương quan giữa các phần dư, đảm bảo tính dừng của dữ liệu các biến ở sai phân bậc 1 với mức ý nghĩa 1% nên có ý nghĩa về mặt thống kê.

- Mô hình phù hợp với thực tế tại VN đó là các biến kinh tế như chỉ số CPI, tỷ giá, lãi suất thể hiện vai trò của nó đối với giá vàng trong nước rất thấp thể hiện ở tần suất tác động, độ mạnh tác động cũng như mức độ giải thích cho giá vàng trong nước đều khá thấp. Điều này có thể hiểu xuất phát từ thực tế đó là giá vàng trong nước chủ yếu phụ thuộc vào giá vàng

thế giới do VN là nước nhập khẩu trên 95% vàng nguyên liệu từ thị trường bên ngoài. Hơn nữa với đặc thù chênh lệch giá vàng trong nước và thế giới thường rất cao tạo môi trường thuận lợi cho hoạt động đầu cơ vàng phát triển mạnh nên giá vàng không phản ánh đúng bản chất cung cầu của thị trường. Một nguyên nhân nữa đó là do thị trường vàng chịu sự kiểm soát chặt chẽ của Ngân hàng Nhà nước nên giá vàng thường chịu ảnh hưởng mạnh của thay đổi về mặt chính sách cũng như sự điều tiết mang tính chất hành chính của cấp quản lý thị trường. Ba nguyên nhân kể trên là nhân tố chính khiến giá vàng tại VN mang tính đặc thù khác biệt với các thị trường khác và không phản ánh đúng đối với các thay đổi của biến kinh tế khác.

4. Kết luận và kiến nghị

4.1. Kết luận

Từ kết quả chạy ra của mô hình với phạm vi dữ liệu 10 năm (từ 08/2003 đến 07/2013) ta thấy được rằng giá vàng không phản ánh đầy đủ ảnh hưởng của các biến kinh tế như lãi suất, tỷ giá, CPI. Tác động của các biến này đến giá vàng là rất yếu. Các biến động xảy ra đối với



các biến trên tác động đến giá vàng tức thì nhưng thời gian kéo dài chỉ từ 2-3 tháng, trong khi đó tác động của biến động giá vàng trong nước lên các biến này lại khá mạnh và thường kéo dài có khi đến 8 tháng. Trong khi đó một thực tế là giá vàng trong nước chịu ảnh hưởng nhiều của chính sách quản lý điều tiết từ Chính phủ nên vấn đề đặt ra là việc quản lý thị trường vàng của Chính phủ cần mềm dẻo linh hoạt, chính sách ban hành cần nghiên cứu kỹ tác động đến thị trường. Cần tránh thay đổi chính sách đột ngột làm giá vàng biến động thất thường sẽ gây tác động mạnh và kéo dài ảnh hưởng đến sự ổn định vĩ mô của nền kinh tế. Bên cạnh đó việc cần làm ngay là phải giảm chênh lệch giá vàng trong và ngoài nước xuống mức cho phép để có thể hạn chế tình trạng đầu cơ gây biến động giá vàng trong thời gian qua.

4.2. Kiến nghị

4.2.1. Nhóm giải pháp nhằm kiểm soát tỷ giá

Thông qua mô hình nghiên cứu đối với 3 biến kinh tế kể trên trong mối quan hệ tác động với giá vàng trong nước thì biến tỷ giá có tác động lớn nhất, tiếp theo là lãi suất

và cuối cùng là lạm phát. Điều này được lý giải một phần là do tỷ giá được dùng để xác định giá vàng quy đổi trong nước từ giá vàng thế giới nên vai trò của tỷ giá là quan trọng hơn cả. Việc kiểm soát tỷ giá có ý nghĩa quan trọng không chỉ đối với việc ổn định giá vàng nói riêng mà còn có ý nghĩa cho cả nền kinh tế nói chung. Ở thị trường VN, từ kết quả nghiên cứu ta thấy được sự gia tăng trong tỷ giá có khuynh hướng làm giảm giá vàng trong nước và tác động này không xuất hiện kết quả ngay tức thì mà có chu kỳ là 3 tháng (dù là khá yếu). Nhóm giải pháp ổn định tỷ giá bao gồm:

- Tăng cường hơn nữa công tác kiểm tra, thanh tra, giám sát để kịp thời xử lý các hành vi đầu cơ, mua bán ngoại tệ trái phép trên thị trường đặc biệt là các định chế tài chính ngân hàng cần phải minh bạch hoạt động kinh doanh ngoại hối của đơn vị mình với vai trò là cầu nối giữa cung và cầu ngoại tệ trong nền kinh tế.

- Giảm ngay chênh lệch giá vàng trong và ngoài nước để tránh hiện tượng giới đầu cơ tiến hành thu gom ngoại tệ nhập lậu vàng kiếm lời làm mất cân bằng cung cầu ngoại tệ gây nên biến động đột

ngột về tỷ giá.

- Không ngừng cải thiện năng lực cạnh tranh cũng như môi trường kinh doanh của nền kinh tế nước nhà, nâng cao chất lượng dịch vụ kiều hối, du lịch... nhằm thu hút nhiều hơn nữa dòng vốn trực tiếp và gián tiếp đầu tư vào VN. Đây sẽ là một kênh cung cấp ngoại tệ hiệu quả cho dự trữ ngoại hối quốc gia để khi cần có nguồn can thiệp vào thị trường trong giai đoạn tỷ giá biến động bất lợi cho nền kinh tế.

- Ngân hàng Nhà nước cần can thiệp thị trường một cách linh hoạt điều chỉnh từng bước, không nên thay đổi chính sách quá đột ngột nhằm hạn chế tình trạng đầu cơ đón đầu chính sách kiếm lợi bất hợp pháp.

- Xây dựng niềm tin của người dân vào tiền đồng, vào sự phát triển ổn định của nền kinh tế qua đó hạn chế thói quen tích trữ ngoại tệ của người dân có như vậy mới giúp hạn chế được tình trạng đô la hóa giúp ổn định tỷ giá trên thị trường.

4.2.2. Nhóm giải pháp nhằm kiểm soát lãi suất:

Đối với mối quan hệ giữa lãi suất và giá vàng mô hình nghiên cứu cho thấy tác động của lãi suất đến giá vàng là khá yếu, cùng chiều

và có chu kỳ là 3 tháng. Nên cần theo dõi biến động của giá vàng trong chu kỳ 3 tháng này để đánh giá kết quả của chính sách về lãi suất khi cần. Đồng thời kiểm soát lãi suất cũng có vai trò quan trọng giúp ổn định giá vàng. Nhóm giải pháp nhằm kiểm soát lãi suất bao gồm:

- Ngân hàng Nhà nước cần theo dõi sát sao tình hình lãi suất huy động, cho vay trên thị trường để có chính sách điều tiết lãi suất linh hoạt theo diễn biến của hệ thống tài chính và của cả nền kinh tế. Giám sát quy định về trần lãi suất huy động VND và USD của các tổ chức tín dụng với khách hàng để xử lý kịp thời các trường hợp vi phạm. Tiến tới xây dựng trần lãi suất cho vay hợp lý để kích thích sản xuất tiêu dùng ổn định sản xuất.

- Chính sách về lãi suất ban hành không nên đột ngột mà phải linh hoạt từng bước để tránh dẫn đến phản ứng mạnh của thị trường vì theo kết quả mô hình thị trường của lãi suất có tác dụng tức thì đến giá vàng.

- Tăng cường hơn nữa chất lượng hoạt động của thị trường liên ngân hàng, tạo niềm tin trong giao dịch giữa các tổ chức tín dụng với nhau. Một khi lãi suất trên thị trường liên ngân hàng ổn định sẽ giúp cho lãi suất của cả nền kinh tế ít biến động đột ngột hơn.

4.2.3. Nhóm giải pháp nhằm kiểm chế lạm phát:

Tác động của lạm phát đến giá vàng trong nước từ kết quả của mô hình nghiên cứu là rất yếu gần như là bằng 0. Tuy nhiên trong điều kiện cả nước đang thực hiện chính sách lạm phát mục tiêu như hiện nay việc kiểm soát lạm phát không chỉ có ý nghĩa đối với sự ổn định của giá vàng và cả thị trường vàng

mà qua đó còn góp phần giúp cho sự phát triển ổn định của cả nền kinh tế, giữ vững thành quả tăng trưởng của đất nước. Nhóm giải pháp nhằm kiểm chế lạm phát bao gồm:

- Xây dựng cơ chế lãi suất linh hoạt theo kịp với diễn biến của thị trường tiền tệ, đồng thời điều chỉnh hoạt động tín dụng tập trung vào các lĩnh vực trọng điểm có hiệu quả cao trong việc kiểm chế lạm phát. Phối hợp hoạt động giữa các cơ quan ban ngành quản lý cũng như toàn hệ thống các định chế tài chính để đảm bảo thanh khoản tốt cho cả nền kinh tế.

- Về chính sách tài khóa: Cần cắt giảm đầu tư công một cách có chọn lọc đối với những công trình chưa thật cần thiết, giảm chi thường xuyên trong tổng chi ngân sách của nhà nước mục đích nhằm giảm cung tiền ra nền kinh tế, đảm bảo bổ sung kịp thời cho các nguồn chi thiết yếu khác bị ảnh hưởng bởi lạm phát.

- Đẩy mạnh xuất khẩu giảm nhập siêu, hỗ trợ sản xuất nông nghiệp, lương thực, thực phẩm ổn định cung cầu hàng hóa cho nền kinh tế, để ổn định giá cả tiến tới ổn định lạm phát.

- Theo dõi chặt chẽ diễn biến thị trường ngăn chặn kịp thời các hoạt động đầu cơ, lũng đoạn thị trường, thông tin không đúng sự thật nhằm tạo tâm lý bất ổn khiến giá cả biến động gây mất ổn định cho nền kinh tế●

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Baur & Lucey (2010), "Is Gold a Hedge or a Safe Haven? An Analysis of Stocks, Bonds and Gold", *The Financial Review*, School of Business and Institute for International Integration Studies, Trinity College Dublin.

Blose (2010), "Gold Prices, Cost Of Carry, And Expected Inflation", *Journal of*

Economics and Business, Grand Valley State University, United States.

Erste Group Research, *Gold Report 2012*, Erste Bank, Vienna, Austria

Gary O'Callaghan (1993), *The Structure And Operation Of The World Gold Market*, Occasional Paper, International Monetary Fund, Washington DC, USA

Jaffe (1989), "Gold and Gold Stocks as Investments for Institutional Portfolios", *Financial Analysts Journal*, CFA Institute.

Lê Đăng Yên Ngọc (2011), *Pháp luật về quản lý hoạt động kinh doanh vàng miếng*, Đề tài tốt nghiệp đại học, Đại học Luật TP.HCM.

Mahdavi & Zhou (1997), "Gold And Commodity Prices As Leading Indicators Of Inflation: Tests Of Long-Run Relationship And Predictive Performance", *Journal of Economics and Business*, The University of Texas at San Antonio, San Antonio, Texas USA.

Moore (1990), *Gold Prices and a Leading Index of Inflation*, M.E. Sharpe, USA

Nguyễn Thị Hồng Nhung (2011), *Ứng dụng mô hình Vector tự hồi quy VAR kiểm định và dự báo thực trạng lạm phát VN*, Đề tài nghiên cứu khoa học, trường Đại học Kinh tế Tp Hồ Chí Minh.

Sherman (1983), "A Gold Pricing Model", *The Journal of Portfolio Management*, USA.

Srivyal Vuyyuri và Ganesh Mani (2005), *Gold pricing in India – an Econometric Analysis*, Management consultants in Hyderabad India.

Thái Thị Hạnh Nhi (2011), *Mô hình dự báo giá vàng VN*, Luận văn thạc sĩ kinh tế, trường Đại học Kinh tế TP.HCM

Wei Fan, Sihai Fang và Tao Lu (2012), *Gold Pricing Model During The Financial Crisis*, School of Economics and Management, University of Electronic Science and Technology of China.

www.bloomberg.com; [cmegroup.com](http://www.cmegroup.com);

<http://elibrary-data.imf.org/>

www.gold.org; www.kitco.com

<http://www.reuters.com/>; www.acb.com.vn/

www.cafef.vn; www.giavang.net;

<http://sbv.gov.vn/>; www.sjc.com.vn