

PHÂN TÍCH HIỆU ỨNG LAN TỎA GIỮA CÁC THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH MỸ, CHÂU ÂU VÀ VIỆT NAM TRONG BỐI CẢNH CUỘC XUNG ĐỘT NGA - UKRAINE

● KIM HƯƠNG TRANG - LÊ PHƯƠNG UYÊN - VŨ HOÀNG LAN ANH
- TRẦN KHÁNH HUYỀN - ĐỖ NGỌC KHÁNH HẠ - ĐOÀN THỊ MINH THỦY

TÓM TẮT:

Bài nghiên cứu phân tích hiệu ứng lan tỏa giữa các thị trường tài chính Mỹ, châu Âu và Việt Nam trong bối cảnh cuộc xung đột Nga - Ukraine. Kết quả nghiên cứu cho thấy, khi cuộc xung đột Nga - Ukraine diễn ra, hiệu ứng lan tỏa giữa các thị trường Mỹ, châu Âu và Việt Nam là rất thấp. Bên cạnh đó, các thị trường này có tác động tích cực đến chính nó và phụ thuộc vào nhiều yếu tố khác hơn là biến động chính trị. Từ đó, nghiên cứu đề xuất một số giải pháp đến Chính phủ, doanh nghiệp và nhà đầu tư nhằm ứng phó với các biến động của thị trường do cuộc xung đột Nga - Ukraine gây ra, đồng thời tận dụng những cơ hội có được để ổn định và phát triển thị trường tài chính trong nước.

Từ khóa: hiệu ứng lan tỏa, thị trường tài chính, xung đột Nga - Ukraine.

1. Đặt vấn đề

Cuộc xung đột quân sự giữa Nga - Ukraine trong năm 2022 đã gây ảnh hưởng tới nền kinh tế toàn cầu. IMF đưa ra dự báo về sự sụt giảm 1% GDP toàn cầu do chiến tranh. Thị trường tài chính các nước trên thế giới cũng ghi nhận sự biến động bất thường. Các chỉ số chứng khoán lớn tại Mỹ và châu Âu đều có xu hướng sụt giảm mạnh. Thị trường chứng khoán Việt Nam cũng không ngoại lệ, giá vàng, lạm phát tăng cao, khiến chính sách tiền tệ của Việt Nam rơi vào khó khăn. Thị trường tài chính đóng vai trò quan trọng đối với sự phát triển kinh tế của mỗi quốc gia, đặc biệt là Mỹ và

châu Âu - những đối tác quan trọng của Việt Nam trong thương mại cũng như các lĩnh vực kinh tế.

Trước thực tế đó, nhóm nghiên cứu đã lựa chọn đề tài “Phân tích hiệu ứng lan tỏa giữa thị trường tài chính Mỹ, châu Âu và Việt Nam trong bối cảnh cuộc xung đột Nga - Ukraine”. Với mục tiêu nghiên cứu mức độ liên kết giữa các thị trường tài chính khi có cuộc xung đột xảy ra để có cái nhìn toàn diện hơn về nền kinh tế, tài chính thế giới, từ đó đề xuất các giải pháp lựa chọn các chính sách kinh tế, tài chính hợp lý của Việt Nam và giúp nhà đầu tư đo lường, hạn chế rủi ro khi có biến động tương tự xảy ra.

2. Cơ sở lý luận

Cơ sở lý thuyết nền tảng: Hiệu ứng lan tỏa (Spillover effect) là việc các sự kiện bất ngờ, không nằm trong tầm kiểm soát đột ngột xảy ra tại một khu vực mà gây ảnh hưởng tới tình hình của nhiều khu vực khác. Hiệu ứng lan tỏa trong phạm vi bài nghiên cứu có thể hiểu là mối quan hệ hoặc sự liên kết giữa các khu vực với nhau. Bài viết tập trung phân tích hiệu ứng lan tỏa là sự tác động giữa 3 thị trường tài chính Mỹ, châu Âu và Việt Nam với nhau trong bối cảnh diễn ra cuộc xung đột giữa Nga và Ukraine. Nghiên cứu cho thấy, trước bối cảnh về rủi ro địa chính trị căng thẳng, thị trường tài chính tại 3 khu vực này sẽ tác động mạnh mẽ lên nhau và có xu hướng gây ra những phản ứng tiêu cực. Bởi lẽ khi xu hướng toàn cầu hóa được chú trọng, thị trường tài chính, đặc biệt là thị trường chứng khoán toàn cầu luôn được kết nối, phản ánh một cách nhanh chóng các thông tin trên thị trường.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Nghiên cứu sử dụng số liệu thuộc dạng thông tin thứ cấp, dạng số liệu chuỗi thời gian (time series) trong khoảng thời gian từ ngày 01/01/2020 đến ngày 31/12/2022. Các số liệu thu thập bao gồm chỉ số thị trường chứng khoán Mỹ (MSCI USA) và chỉ số thị trường chứng khoán châu Âu (MSCI EU) từ website của Morgan Stanley Capital International; chỉ số thị trường chứng khoán Việt Nam (VN Index-30) trên trang web Investing.com. Dựa vào các lý thuyết và nghiên cứu trước đây, nhóm tác giả lựa chọn các biến trong mô hình như sau:

- Biến Chỉ số thị trường chứng khoán Mỹ MSCI USA. Được tính bằng công thức:

$$\frac{\text{Price Index Level USD}_t}{\text{Price Index Level USD}_{t-1}} = \frac{\text{Price Index Level USD}_t}{\text{Price Index Level USD}_{t-1}} * \left[\frac{\text{Index Adjusted Market Cap USD}_t}{\text{Index Initial Market Cap USD}_t} \right]$$

- Biến Chỉ số thị trường chứng khoán châu Âu MSCI EU được tính bằng công thức:

$$\frac{\text{Price Index Level EURO}_t}{\text{Price Index Level EURO}_{t-1}} = \frac{\text{Price Index Level EURO}_t}{\text{Price Index Level EURO}_{t-1}} * \left[\frac{\text{Index Adjusted Market Cap EURO}_t}{\text{Index Initial Market Cap EURO}_t} \right]$$

- Biến Chỉ số thị trường chứng khoán Việt Nam VN Index-30 được tính bằng công thức: **VN30 - Index = Giá trị vốn hóa thị trường hiện tại (CMV)/Giá trị vốn hóa thị trường cơ sở (BMV).**

Các biến được kỳ vọng có tác động tích cực (+) đến hiệu ứng lan tỏa.

3.2. Xây dựng mô hình nghiên cứu

Nhóm nghiên cứu sử dụng mô hình véc tơ tự hồi quy VAR (Vector Auto Regression) của Mohamed (2022) để kiểm tra mối quan hệ tác động qua lại các biến có trong mô hình. Vì vậy, mô hình VAR nhóm tác giả xem xét sẽ có nhiều phương trình cùng một lúc thay vì một phương trình như các phương pháp cổ điển đã làm:

$$\begin{aligned} \text{MSCI USA}_t &= c_{1t} + \sum \alpha_{1i} \text{MSCI USA}_{t-i} \\ &+ \sum \beta_{1i} \text{MSCI EURO}_{t-i} + \sum \delta_{1i} \text{VNINDEX}_{t-i} + \varepsilon_{1t} \\ \text{MSCI EURO}_t &= c_{2t} + \sum \alpha_{2i} \text{MSCI USA}_{t-i} \\ &+ \sum \beta_{2i} \text{MSCI EURO}_{t-i} + \sum \delta_{2i} \text{VNINDEX}_{t-i} + \varepsilon_{2t} \\ \text{VNINDEX}_t &= c_{3t} + \sum \alpha_{3i} \text{MSCI USA}_{t-i} \\ &+ \sum \beta_{3i} \text{MSCI EURO}_{t-i} + \sum \delta_{3i} \text{VNINDEX}_{t-i} + \varepsilon_{3t} \end{aligned}$$

3.3. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng mô hình véc tơ tự hồi quy VAR để phân tích dữ liệu bao gồm MSCI USA, MSCI EU và VN Index-30, với tổng số quan sát là 1096 (1096 ngày*1 chỉ số). Dữ liệu được phân tích thực hiện trên phần mềm Eview 8.0 theo thứ tự như sau: (i) sử dụng kiểm định Dickey - Fuller (DF) thông qua kiểm định đơn vị (Unit root test); (ii) lấy phân sai bậc 1 cho các biến chưa dừng; (iii) tìm độ trễ tối ưu cho mô hình dựa trên các tiêu chí Final prediction error (FPE), Schwarz (SC), Akaike (AIC), Likelihood Ratio (LR) và Hannan - Quinn information criterion (HQ); (iv) thông qua kiểm định nhân quả Granger, xác định sự tương quan hai chiều trong mối quan hệ giữa các biến kinh tế trong mô hình và biến MSCI USA; (v) phân tích và trình bày kết quả mô hình thông qua phân rã phương sai và hàm phản ứng

đẩy; (vi) tiến hành kiểm định phân phối chuẩn, tính ổn định, tính dừng của phần dư và tự tương quan trước khi ước lượng mô hình VAR.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Kết quả thống kê

Nghiên cứu đã sử dụng các số liệu thống kê chung mô tả tổng quát về các biến liên quan đến thị trường tài chính các nước được sử dụng trong mô hình VAR của nghiên cứu bao gồm biến MSCI USA, biến MSCI Europe, biến VNindex. Số liệu trong Bảng 1 cho thấy, các giá trị trung bình và sai số chuẩn của cả 3 biến đều mang giá trị dương. Các khoảng dao động của các biến cũng khá lớn, hầu hết các giá trị lớn nhất đều gấp 2 lần các giá trị nhỏ nhất cho thấy thị trường tài chính của 3 khu vực Mỹ, châu Âu và Việt Nam đều biến động mạnh trong khoảng thời gian từ năm 2020 đến năm 2022.

4.2. Kết quả ước lượng mô hình VAR và các kiểm định

Kết quả kiểm định DF trong Bảng 2 cho thấy, tất cả 3 biến bao gồm MSCI USA, MSCI Europe và VNindex ở chuỗi dữ liệu gốc đều không dừng do các giá trị p-value đều lớn hơn 5% nên bác bỏ

giả thuyết H_0 . Tuy nhiên, sau khi nhóm lấy sai phân bậc 1 cho các biến, các kết quả đều đã nhận giá trị dừng tại mức ý nghĩa 5%.

Kết quả lựa chọn độ trễ tối ưu cho mô hình (Bảng 3) cho thấy cả 5 gợi ý AIC, SC, HQ, LR, FPE đều lựa chọn độ trễ 1. Vì vậy, nhóm nghiên cứu quyết định lựa chọn độ trễ 1 để ước lượng mô hình VAR trong các bước tiếp theo.

Kết quả kiểm định nhân quả Granger (Bảng 4) cho thấy, biến chỉ số MSCI của USA cùng có tác động đến biến chỉ số MSCI của Europe và biến chỉ số VNindex của Việt Nam. Tuy nhiên, ở chiều hướng ngược lại, các biến này lại không có tác động đến các chỉ số MSCI của USA. Ngoài ra, số liệu trong nghiên cứu cũng không tìm thấy mối quan hệ tác động 2 chiều giữa chỉ số MSCI của Europe với chỉ số VN Index tại Việt Nam trong giai đoạn 2020 - 2022, đặc biệt là khi diễn ra cuộc xung đột giữa Nga và Ukraine.

Dựa trên kết quả kiểm định mô hình hồi quy VAR với độ trễ lựa chọn là 1, có thể thấy, cả 3 biến đều có tác động ngược chiều đến thị trường tài chính của Mỹ. Tuy nhiên, tại thị trường châu Âu, biến chỉ số MSCI của Mỹ tác động cùng chiều

Bảng 1. Bảng thống kê mô tả về mẫu

Biến (Variable)	Số quan sát (Obs)	Giá trị trung bình (Mean)	Sai số chuẩn (Std. Dev.)	Giá trị nhỏ nhất (Min)	Giá trị lớn nhất (Max)
MSCI USA	1.096	3719.666	539.9587	2128.066	4621.158
MSCI Europe	1.096	1782.627	219.417	1152.698	2117.178
VNindex	1.096	1152.282	229.2703	659.21	1528.57

Bảng 2. Kết quả kiểm định đơn vị Dickey - Fuller

Biến	Chuỗi gốc		Sai phân bậc một	
	Thống kê kiểm định (Test statistic)	P-value	Thống kê kiểm định (Test statistic)	P-value
MSCI USA	-1.501239	0.5328	-36.35775	0.0000
MSCI Europe	-1.523164	0.5217	-33.32408	0.0000
VNindex	-1.023330	0.7467	-34.05350	0.0000

Bảng 3. Bảng kết quả lựa chọn độ trễ tối ưu

Các biến lựa chọn: dMSCIUSA dMSCIEurope dVNindex30						
Mẫu: 01/01/2020 - 31/12/2022						
Số quan sát: 1093						
Độ trễ (Lag)	LogL	Kiểm định Likelihood (LR)	Lỗi dự báo cuối cùng (FPE)	Tiêu chuẩn Akaike (AIC)	Tiêu chuẩn Schwarz (SC)	Tiêu chuẩn Hannan Qiunn (HQ)
0	-14735.92	NA	1.04e+08	26.96966	26.98337	26.97485
1	-14675.67	120.0473*	94325145*	26.87589*	26.93075*	26.89665*
2	-14669.25	12.75534	94771755	26.88061	26.97661	26.91694

Bảng 4. Bảng kết quả kiểm định nhân quả Granger

Giả thuyết H0	Độ trễ	χ^2 (chi2)	P value (Prob>chi2)	Ý nghĩa
Chỉ số dMSCIEuro không có mối quan hệ nhân quả với chỉ số dMSCIUSA	1	2.235289	0.1349	Không có mối quan hệ
Chỉ số dMSCIUSA không có mối quan hệ nhân quả với chỉ số dMSCIEuro	1	47.64995	0.0000	Có mối quan hệ
Chỉ số dVNindex30 không có mối quan hệ nhân quả với chỉ số dMSCIUSA	1	0.470082	0.4929	Không có mối quan hệ
Chỉ số dMSCIUSA không có mối quan hệ nhân quả với chỉ số dVNindex30	1	13.01937	0.0003	Có mối quan hệ
Chỉ số dVNindex30 không có mối quan hệ nhân quả với chỉ số dMSCIEurope	1	0.012535	0.9109	Không có mối quan hệ
Chỉ số dMSCIEurope không có mối quan hệ nhân quả với chỉ số dVNindex30	1	1.345252	0.2461	Không có mối quan hệ
Bác bỏ giả thuyết H0 nếu p-value < 5%				

với thị trường này trong khi biến chỉ số VN Index lại mang lại tác động ngược chiều. Về thị trường Việt Nam, cả 2 biến chỉ số MSCI của Mỹ và châu Âu đều mang đến các tác động cùng chiều tới thị trường tại Việt Nam.

Kết quả kiểm định cho thấy, mô hình nghiên cứu là ổn định và không bị tự tương quan cho phần dư. Tuy nhiên, p-value tại 2 kiểm định còn lại đều nhỏ hơn 0,05 cho thấy, mô hình đã không phân phối chuẩn và mô hình bị phương sai sai số thay đổi.

Dựa trên kết quả phân rã phương sai, có thể thấy, hầu hết ba khu vực đều có những tác động đến thị trường tài chính của nhau, tuy nhiên mức độ này còn phụ thuộc vào nhiều yếu tố như quy mô của thị trường tài chính đó. Đặc biệt, dữ liệu không có sự thay đổi trong thời gian diễn ra xung đột giữa Nga và Ukraine vào năm 2022 đã chứng minh hiệu ứng lan tỏa về rủi ro hay thông tin giữa các thị trường này là không có sự khác biệt giữa thời điểm trước và trong khi chiến tranh diễn ra.

5. Kết luận và gợi ý chính sách

Bài nghiên cứu tập trung phân tích hiệu ứng lan tỏa giữa các thị trường tài chính Mỹ, châu Âu và Việt Nam trong bối cảnh cuộc xung đột Nga - Ukraine, đồng thời đánh giá mức độ ảnh hưởng đến thị trường tài chính Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy, 3 thị trường đều có sự tác động lẫn nhau, tuy nhiên mức độ lan tỏa còn phụ thuộc vào nhiều yếu tố khác như quy luật cung cầu, nền kinh tế thị trường, hay tình hình chính trị quốc gia. Đặc biệt, các chỉ số đại diện không có sự khác biệt giữa thời điểm trước và sau khi cuộc xung đột Nga - Ukraine diễn ra. Điều này phù hợp với các nghiên cứu đi trước cho rằng mối quan hệ giữa các thị trường tài chính trên thế giới không chịu tác động đáng kể bởi các sự kiện địa chính trị hay cuộc xung đột tương tự như Nga và Ukraine. Từ các kết quả có được, nghiên cứu đề ra các giải pháp cho Chính phủ, doanh nghiệp và nhà đầu tư ứng phó với rủi ro và tận dụng cơ hội để phát triển tiềm năng của thị trường tài chính,

phù hợp với tình hình thực tế của thế giới, cụ thể:

Thứ nhất, các bộ, ban, ngành cần theo dõi, nắm bắt thông tin về tình hình thế giới kịp thời và thường xuyên, từ đó có những điều chỉnh về chính sách kinh tế, thương mại, đầu tư phù hợp. Chính phủ cần đẩy mạnh và nâng cao quản lý giám sát thị trường tài chính, hoàn thiện thể chế, đồng thời có các chính sách hỗ trợ doanh nghiệp, nhà đầu tư như giảm thuế, cung cấp khoản vay với lãi suất ưu đãi, hay cải thiện nguồn nhân lực.

Thứ hai, các doanh nghiệp Việt Nam cần liên tục cập nhật diễn biến thị trường, đánh giá tình hình tài chính của công ty và có biện pháp khắc phục trước những biến động, phòng ngừa các rủi ro tài chính.

Thứ ba, các nhà đầu tư cần đánh giá lại danh mục đầu tư của mình và xây dựng chiến lược chặt chẽ. Nhà đầu tư cũng cần nâng cao hiểu biết về sản phẩm đầu tư và tình hình hoạt động của các doanh nghiệp để đánh giá rủi ro và tiềm năng lợi nhuận, tập trung vào đầu tư dài hạn ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Bùi Ngọc Sơn (2022). Nghiên cứu sự thay đổi của trật tự kinh tế thế giới kể từ cuộc chiến tranh Nga - Ukraine. *Tạp chí Khoa học Xã hội và Nhân văn*, 1, 45-56.
2. Nguyễn Chiến Thắng và nhóm tác giả (2022). Đánh giá tác động của cuộc chiến tranh Nga-Ukraine đến nền kinh tế thế giới và Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 3, 25-36.
3. Phạm Tiến Đạt (2022). Tác động của xung đột Nga-Ukraine đến kinh tế - tài chính Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế và Dự báo*, 2, 10-18.
4. Hải Anh (2022). Xung đột Nga - Ukraine khuấy đảo thị trường tài chính toàn cầu, Laodong.vn. Báo Lao động. Truy cập tại <https://laodong.vn/the-gioi/xung-dot-nga-ukraina-khuay-dao-thi-truong-tai-chinh-toan-cau-1084730.laod>
5. Lplresearch (2020). How stocks do during geopolitical events, LPL Financial Research. [Online] Available at <https://lplresearch.com/2020/01/08/how-stocks-do-during-geopolitical-events/>

Ngày nhận bài: 24/2/2023

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 18/3/2023

Ngày chấp nhận đăng bài: 15/4/2023

Thông tin tác giả:

1. PGS. TS. KIM HƯƠNG TRANG

2. LÊ PHƯƠNG UYÊN

3. VŨ HOÀNG LAN ANH

4. TRẦN KHÁNH HUYỀN

5. ĐỖ NGỌC KHÁNH HẠ

6. ĐOÀN THỊ MINH THỦY

Trường Đại học Ngoại thương

A STUDY ON THE SPILLOVER EFFECTS AMONG THE US, EUROPEAN AND VIETNAMESE FINANCIAL MARKETS IN THE CONTEXT OF THE RUSSIA-UKRAINE WAR

● Assoc.Prof. Ph.D **KIM HUONG TRANG**¹

● **LE PHUONG UYEN**¹

● **VU HOANG LAN ANH**¹

● **TRAN KHANH HUYEN**¹

● **DO NGOC KHANH HA**¹

● **DOAN THI MINH THUY**¹

¹Foreign Trade University

ABSTRACT:

This study analyzes the spillover effects among the US, European and Vietnamese financial markets in the context of the Russia-Ukraine war. The study finds out that when the the Russia-Ukraine war began, the spillover effect among the US, European and Vietnamese financial markets was very low. In addition, these financial markets have positive impacts on themselves and they are dependent on many factors other than the political volatility. Based on the study's findings, some solutions are proposed to the governments, businesses and investors in order to cope with market fluctuations caused by the Russia-Ukraine war, and also take advantage of rising opportunities to stabilize and develop domestic financial markets.

Keywords: spillovers, financial market, Russia-Ukraine war.