

Lựa chọn chính sách tỷ giá trong bối cảnh phục hồi kinh tế

Nguyễn Thị Thu Hằng, Đinh Tuấn Minh,

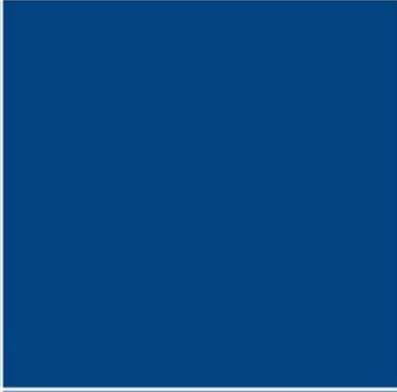
Tô Trung Thành, Lê Hồng Giang, Phạm Văn Hà



Vivid

Effective

Practical



Rigorous

Rigorous



Practical

Effective

Vivid



Rigorous

Effective

Lựa chọn chính sách tỷ giá trong bối cảnh phục hồi kinh tế¹

*Nguyễn Thị Thu Hằng, Đinh Tuấn Minh,
Tô Trung Thành, Lê Hồng Giang, Phạm Văn Hà*

Tóm tắt

Trên cơ sở xem xét chính sách tỷ giá của Việt Nam trong gần hai thập niên gần đây, trong bối cảnh thế giới có nhiều biến động gần đây, bài nghiên cứu này khuyến nghị rằng nhanh chóng dịch chuyển sang cơ chế tỷ giá thả nổi có quản lý là lựa chọn khôn ngoan cho Việt Nam trong thời gian tới. Việt Nam đã hội tụ đủ một số các điều kiện quan trọng như giá cả của hầu hết các loại hàng hóa đã vận hành theo cơ chế thị trường, và tuy có độ mở của nền kinh tế lớn nhưng Việt Nam không phụ thuộc quá nhiều vào một đối tác thương mại nào. Để chính sách tỷ giá thả nổi có kiểm soát thực sự phát huy tác dụng, làm nâng uy tín của VND, thì Việt Nam cần phải chuẩn bị thêm một số điều kiện khác như (i) xây dựng một ngân hàng trung ương hoạt động tương đối độc lập có nhiệm vụ chính là kiểm soát lạm phát theo mục tiêu và (ii) xây dựng thị trường ngoại hối hiện đại sao cho có nhiều sản phẩm phái sinh liên quan đến ngoại hối có tác dụng phòng ngừa và chia sẻ rủi ro cho nền kinh tế và hấp dẫn được nhiều tác nhân kinh tế tham gia.

Trong quá trình chuẩn bị các điều kiện còn thiếu để chuyển hẳn sang cơ chế tỷ giá thả nổi có quản lý, NHNN cũng cần có những biện pháp nhằm giảm bớt những hạn chế của cơ chế điều hành tỷ giá hiện tại. Công khai thường kỳ chính sách tỷ giá, áp dụng các chính sách lãi suất để nâng cao uy tín VND, và áp dụng một số biện pháp thuế quan ở mức hợp lý nhằm giảm áp lực giảm giá VND là các chính sách cần quan tâm trong thời gian tới.

¹ Một phiên bản của nghiên cứu này đã được xuất bản như là Chương 4 của *Báo cáo Thường niên Kinh tế Việt Nam 2010: Lựa chọn để tăng trưởng bền vững*, Nhà xuất bản Tri thức, Hà Nội, 6/2010

Các tác giả

TS. Lê Hồng Giang: nhận bằng Tiến sỹ Kinh tế tại Đại học Quốc gia Australia (ANU); chuyên gia kinh tế vĩ mô, tài chính quốc tế và mô hình hóa; hiện là Giám đốc Quỹ Ngoại hối của công ty đầu tư Tactical Global Management, Australia; cộng tác viên của VEPR.

TS. Phạm Văn Hà: nhận bằng Tiến sỹ Kinh tế tại Đại học Quốc gia Australia (ANU); chuyên gia kinh tế vĩ mô và mô hình hóa; hiện đang làm việc trong một dự án của UNDP; cộng tác viên của VEPR.

TS. Nguyễn Thị Thu Hằng: nhận bằng Tiến sỹ Kinh tế tại Đại học New York (NYU), Mỹ; chuyên gia kinh tế vĩ mô và kinh tế tài chính; giảng viên Khoa Kinh tế Phát triển, Đại học Kinh tế, ĐHQG HN, kiêm nghiên cứu viên cao cấp của VEPR.

ThS., NCS. Đinh Tuấn Minh: đang trong giai đoạn hoàn thành chương trình Tiến sỹ Kinh tế tại Viện MERIT, Đại học Maastricht, Hà Lan; chuyên gia kinh tế về tổ chức ngành và kinh tế học thể chế; từng tham gia nhóm tư vấn chính sách của Bộ tài chính; nghiên cứu viên cao cấp của VEPR.

TS. Tô Trung Thành: nhận bằng Tiến sỹ Kinh tế tại Đại học Birmingham, Vương Quốc Anh; giảng viên Khoa Kinh tế học, Đại học Kinh tế Quốc dân; chuyên gia kinh tế học, phân tích kinh tế lượng và các mô hình dự báo; cộng tác viên của VEPR.

Quan điểm được trình bày trong bài nghiên cứu này là của (các) tác giả và không nhất thiết phản ánh quan điểm của VEPR.

Mục lục

Dẫn nhập	5
Xu hướng áp dụng các chế độ tỉ giá trên thế giới	6
Xu hướng gần đây	6
Xu hướng 1: chuyển dịch mạnh từ chế độ hai (nhiều) tỉ giá (dual or multiple exchange rates) sang chế độ tỉ giá thống nhất (unified exchange rate)	6
Xu hướng 2: dịch chuyển về hai thái cực chế độ tỉ giá	10
Các xu hướng lớn về tỉ giá trên thế giới sau khủng hoảng 2007-2009	11
Cơ chế tỉ giá và diễn biến tỉ giá của Việt Nam từ 1989 tới nay	14
Cơ chế tỉ giá	14
Diễn biến tỉ giá	18
Tỉ giá thực: RE và REER	22
Dự báo tỉ giá	27
Lựa chọn chính sách tỉ giá	28
Chính sách ổn định tỉ giá và việc kiểm soát lạm phát	30
Chính sách tỉ giá và cán cân thương mại	33
Những lưu ý cuối cùng	38
Tài liệu tham khảo	40
Phụ lục bài nghiên cứu	42
Hộp 1. Phương pháp và kết quả dự báo tỉ giá ngắn hạn	42
Hộp 2. Một số phương pháp và kết quả dự báo tỉ giá các đồng tiền lớn của giới chuyên gia tài chính	43
Hộp 3. Các công cụ của một ngân hàng Trung ương hiện đại	45

Danh mục bảng

Bảng 1. Các cơ chế tỉ giá theo phân loại của IMF	8
Bảng 2. Cơ chế tỉ giá của Việt Nam theo thời gian, 1989-2009	16
Bảng 3. Chỉ số tỉ giá thực của các đồng tiền so với USD (năm 2000 là năm gốc)	24
Bảng 4. Dự báo tỉ giá VND/USD 2010	28

Danh mục hình

Hình 1. Tỷ lệ các nước sử dụng chế độ hai tỷ giá trên thực tế, 1973-2001	7
Hình 2. Phân loại các chế độ tỷ giá áp dụng trên thực tế của IMF, 1990-2001.....	11
Hình 3. Biên độ tỷ giá xung quanh tỷ giá chính thức, 03/1989 đến 12/2009	15
Hình 4. Tỷ giá danh nghĩa VND/USD trung bình năm, 1985-2009.....	19
Hình 5. Tỷ giá VND/USD và biên độ dao động, 2008-2009	21
Hình 6. Tỷ giá chính thức và tỷ giá thị trường tự do VND/USD, 2009	22
Hình 7. Tỷ giá thực tế và tỷ giá danh nghĩa VND/USD, 2000-2009 (năm 2000 là năm gốc) ..	23
Hình 8. Tỷ giá thực hữu hiệu ở Việt Nam (năm 2000 là năm gốc).....	26
Hình 9. Các ước lượng của tác giả, N&N và IMF về tỷ giá thực hữu hiệu của VND (năm 2000 là năm gốc).....	27
Hình 10. Lạm phát ở Việt Nam và tỷ giá danh nghĩa VND/USD, 1992-2009.....	30
Hình 11. Lạm phát của Việt Nam và một số nước đối tác, 2000-2009	32
Hình 12. Nhập siêu và tỷ giá VND/USD, 1992-2009	34
Hình 13. Xuất khẩu ròng (bên phải) và tỷ giá danh nghĩa VND/USD theo tháng, T1/2006-T12/2009.....	35

Dẫn nhập

Kể từ sau sự sụp đổ của các chế độ bản vị vàng (trước Thế chiến thứ Hai) và chế độ Bretton Woods² mà thời kỳ hoàng kim là giai đoạn 1958-1971, đã nhiều cơ chế tỉ giá xuất hiện trên thế giới. Một quốc gia lựa chọn một cơ chế tỉ giá nào đó không những phụ thuộc vào lợi ích mà cơ chế đó đem lại cho nền kinh tế tại thời điểm đó mà còn phụ thuộc vào việc liệu quốc gia đó có thể duy trì được cơ chế đó như nó đã hứa hay không. Chẳng hạn, nếu một quốc gia lựa chọn chính sách tỉ giá cố định thì vấn đề đặt ra là liệu quốc gia đó có khả năng duy trì được tỉ giá đã tuyên bố hay không trước các biến động bên ngoài. Và nếu quốc gia chọn cơ chế tỉ giá thả nổi thì liệu nền kinh tế có khả năng chấp nhận được sự dao động của tỉ giá theo thời gian hay sau đó lại phải quay trở lại các biện pháp can thiệp trực tiếp? Ngoài ra việc lựa chọn cơ chế tỉ giá còn phụ thuộc vào điều kiện kinh tế, vào khả năng quản trị hệ thống tài chính của ngân hàng của quốc gia, và vào thứ tự ưu tiên trong chính sách³.

Năm 2009 là năm đánh dấu nhiều biến động cả trên thị trường ngoại hối lẫn các phản ứng chính sách trước những biến động đó ở Việt Nam. Trên thế giới, xu hướng chuyển dịch tương quan giữa các đồng tiền dưới tác động của cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới có ảnh hưởng không nhỏ đối với cán cân thanh toán, các luồng đầu tư nước ngoài vào Việt Nam cũng như các chính sách vĩ mô của Việt Nam đặc biệt là các chính sách liên quan đến tăng trưởng và kiểm soát lạm phát. Ở trong nước, sự mất giá liên tục của tiền đồng và những thay đổi trong chính sách quản lí tỉ giá gây tâm lí lo ngại của người dân. Điều này dẫn đến nhu cầu cần xem xét lại cơ chế điều hành tỉ giá hiện nay của Việt Nam và liệu đã đến lúc Việt Nam cần chuyển sang một cơ chế điều hành khác.

Gần đây, ngày càng xuất hiện nhiều những nỗ lực nghiên cứu về cơ chế tỉ giá của Việt Nam. Đáng kể nhất trong số đó là các nghiên cứu của Võ Trí Thành *et al.* (2000), Ohno (2003), Nguyễn Trần Phúc và Nguyễn Đức Thọ (2009). Các nghiên cứu này đều chỉ ra rằng cơ chế tỉ giá của Việt Nam, một mặt cần được duy trì ổn định, nhưng mặt khác nên linh động hơn nữa theo tín hiệu thị trường. Võ Trí Thành *et al.* (2000) đề xuất Việt Nam nên theo cơ chế neo tỉ giá theo rổ tiền tệ với biên độ điều chỉnh dần (Band-Basket-Crawling) còn Ohno (2003) đề xuất Việt Nam nên theo cơ chế neo tỉ giá có điều chỉnh (crawling peg). Trên thực

² Hệ thống Bretton Woods được xây dựng trên nguyên tắc đồng tiền của tất cả các nước thành viên được cố định vào đồng USD và đồng tiền này được Mỹ, quốc gia có tiềm lực kinh tế duy nhất sau Thế chiến thứ Hai, đảm bảo bằng bản vị vàng.

³ Thuyết bộ ba bất khả thi (impossible trinity) (Mundell 1963; Fleming, 1962) chỉ ra rằng một quốc gia không thể đồng thời thực hiện được ba chính sách: (1) ổn định giá trị đồng bản tệ, (2) độc lập/tự chủ trong chính sách kinh tế/tiền tệ, và (3) hội nhập tài chính/tự do lưu chuyển vốn với các quốc gia khác.

tế, trong những năm vừa qua Việt Nam đã theo đuổi cơ chế neo tỉ giá có điều chỉnh như đề xuất của hai nghiên cứu trên. Nhưng hai nghiên cứu gần đây của Nguyễn Trần Phúc và Nguyễn Đức Thọ (2009) và Nguyễn Trần Phúc (2009) lại chỉ ra rằng cơ chế neo tỉ giá có điều chỉnh này không hoạt động hiệu quả, gây ra các bất ổn cho thị trường tài chính. Không những thế, nó còn ngăn cản sự phát triển của thị trường ngoại hối của Việt Nam.

Bài nghiên cứu này xem xét các xu hướng cơ chế tỉ giá trên thế giới trong những thập niên vừa qua, triển vọng trong thời gian tới, và đánh giá cơ chế tỉ giá hiện tại của Việt Nam. Tương tự Nguyễn Trần Phúc (2009), chúng tôi cho rằng cơ chế neo tỉ giá có điều chỉnh của Việt Nam hiện nay hoạt động không hiệu quả. Chúng tôi còn cho rằng Việt Nam đã ‘bơi’ đến giữa dòng của hai dải cơ chế tỉ giá và tốt hơn cả là Việt Nam nên ‘bơi nhanh hơn’ sang chế độ tỉ giá thả nổi có quản lí thay vì quay trở lại cơ chế neo tỉ giá như trong các giai đoạn sau khủng hoảng trước đây. Một số điều kiện cần đạt được để áp dụng hiệu quả cơ chế tỉ giá thả nổi có quản lí cũng sẽ được xem xét.

Xu hướng áp dụng các chế độ tỉ giá trên thế giới

Xu hướng gần đây

Kể từ sau sự sụp đổ của các chế độ bản vị vàng (trước Thế chiến thứ Hai) và chế độ Bretton Woods mà thời kỳ hoàng kim là giai đoạn 1958-1971, sự ổn định gần như tuyệt đối về tỉ giá trao đổi giữa các đồng tiền lớn đã biến mất. Các cường quốc trên thế giới lần lượt thả nổi tỉ giá của đồng tiền nước mình với USD. Tuy nhiên, cơ chế tỉ giá cố định không vì thế mà bị biến mất; nó vẫn tiếp tục hiện diện nhưng dưới những hình thức khác nhau. Bảng 1 mô tả tám chế độ tỉ giá theo phân loại của IMF. Số lượng các quốc gia áp dụng từng chế độ tỉ giá đó trên thực tế trong hai năm 1997 và 2008 cũng được thể hiện trong bảng.

Mặc dù có sự đa dạng trong việc lựa chọn các chế độ tỉ giá giữa các nước nhưng về cơ bản có hai xu hướng sau được hình thành khá rõ nét.

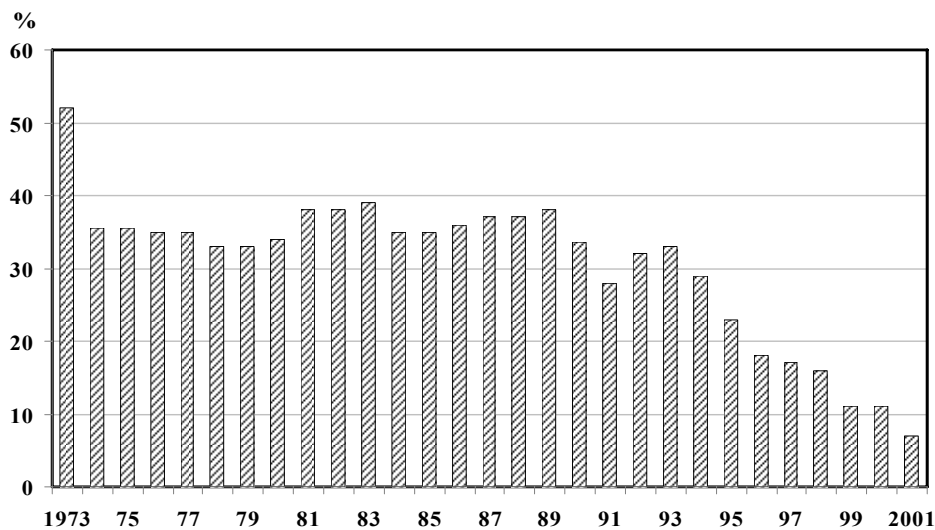
Xu hướng 1: chuyển dịch mạnh từ chế độ hai (nhiều) tỉ giá (dual or multiple exchange rates) sang chế độ tỉ giá thống nhất (unified exchange rate)

Kể từ những năm 1990 trở lại đây, xu hướng chuyển sang chế độ tỉ giá thống nhất đã trở thành xu hướng mang tính toàn cầu. Hình 1 thể hiện xu hướng này. Từ tỉ lệ 38% các nước trong danh mục quan sát của IMF áp dụng chế độ hai hoặc nhiều tỉ giá, con số này đã giảm xuống còn khoảng 7% vào năm 2001. Nghiên cứu của Rogoff *et al.* (2004) cho thấy rằng các chế độ hai tỉ giá là nguyên nhân khiến cho nền kinh tế bị méo mó nặng, kìm hãm sự tăng

trường kinh tế, và gây ra lạm phát cao. Các nhà nghiên cứu này chỉ ra rằng trong giai đoạn 1970-1999, nhóm các nước áp dụng chế độ hai tỉ giá có mức tăng trưởng kinh tế trên đầu người chỉ có 0,6%/năm, trong khi đó nhóm các nước áp dụng chế độ tỉ giá thống nhất, tỉ lệ này khoảng 1,8%. Tương tự, mức lạm phát hàng năm ở nhóm các quốc gia áp dụng chế độ hai tỉ giá thường rất cao, lên đến 175%; trong khi ở nhóm các quốc gia áp dụng chế độ tỉ giá thống nhất chỉ khoảng 22%.

Hình 1. Tỉ lệ các nước sử dụng chế độ hai tỉ giá trên thực tế, 1973-2001

Đơn vị tính: % các mẫu quan sát hàng năm



Nguồn: Rogoff et al. (2004) Hình 2.2

Bảng 1. Các cơ chế tỉ giá theo phân loại của IMF

	Cơ chế tỉ giá	Định nghĩa theo IMF	Số nước áp dụng		Các nước áp dụng tiêu biểu năm 2008
			1997	2008	
1	Không dùng đồng bản địa (no separate legal tender)	Không sử dụng đồng bản tệ riêng. Sử dụng đồng tiền của quốc gia khác.	6 (3,31%)	10 (5,32%)	Equador, El Savaldor
2	Neo cứng theo một đồng tiền mạnh (currency board)	Cam kết bằng luật đối với việc neo vào một đồng tiền khác theo một tỉ lệ cố định.	12 (6,63%)	13 (6,91%)	Hồng Kông, Brunei, Bulgaria
3	Neo cố định (Conventional fixed peg arrangements) - Với một đồng tiền (single currency) - Với một rổ đồng tiền (composite)	Neo tỉ giá trung tâm với đồng tiền khác theo một tỉ lệ cố định; dao động trong biên độ hẹp +/- 1% ít nhất trong 3 tháng; NHTW sẵn sàng can thiệp để duy trì tỉ giá này; NHTW có thể điều chỉnh tỉ giá trung tâm, nhưng không thường xuyên.	52 (28,73%)	68 (36,17%) (32,45%) (3,72%)	Nga, Qatar, Jordan
4	Neo trong biên độ (pegged exchange rate within horizontal bands)	Neo tỉ giá trung tâm với đồng tiền khác theo một tỉ lệ cố định; biên độ dao động lớn hơn +/-1%.	26 (14,36%)	3 (1,6%)	Seria
5	Neo tỉ giá có điều chỉnh (crawling peg)	Tỉ giá trung tâm được điều chỉnh thường xuyên với các bước nhỏ theo các chỉ số định	7 (3,87%)	8 (4,26%)	Trung Quốc, Việt Nam(*), Iraq

		lượng như lạm phát.			
6	Neo tỉ giá với biên độ điều chỉnh (crawling band)	Cho phép biên độ được thay đổi trên +/-1%; đồng thời tỉ giá trung tâm được điều chỉnh thường xuyên theo các chỉ số định lượng như lạm phát.	11 (6,08%)	2 (1,06%)	Costa Rica, Azerbaijan
7	Thả nổi có quản lí (managed floating)	Tỉ giá được xác định bởi thị trường, nghĩa là không có tỉ giá chính thức được công bố; NHTW chủ động can thiệp để làm mềm sự biến động của tỉ giá; chính phủ có một mức tỉ giá mục tiêu (target level) ngầm đối với tỉ giá.	23 (12,71%)	44 (23,4%)	Ấn Độ, Cambodia, Indonesia, Lào, Malaysia, Philippines, Singapore, Thái Lan
8	Thả nổi hoàn toàn (independently floating)	Tỉ giá được xác định hoàn toàn bởi thị trường; NHTW can thiệp ít và không có mức tỉ giá mục tiêu.	44 (24,31%)	40 (21,28%)	Anh, EU, Hàn Quốc, Mỹ, Nhật, Úc, New Zealand

Nguồn: IMF (2000) và IMF (2008)

Ghi chú: (*) cơ chế tỉ giá của Việt Nam đến tháng 4/2008 được IMF xếp vào nhóm Neo cố định. Tuy nhiên, theo chúng tôi, nếu xét một quá trình thì cơ chế tỉ giá của Việt Nam nên được xếp vào nhóm Neo tỉ giá có điều chỉnh.

Xu hướng 2: dịch chuyển về hai thái cực chế độ tỉ giá

Xu hướng lựa chọn chế độ tỉ giá thứ hai trong hai thập kỉ gần đây là việc các quốc gia có xu hướng dịch chuyển về hai cực chế độ tỉ giá: cố định và thả nổi. Xu hướng này củng cố giả thuyết “không có chỗ đứng bền vững cho các chế độ tỉ giá “đứng giữa”. Hình 2 cho thấy số lượng các nước đứng giữa hai thái cực có xu hướng giảm dần trong thập niên 1990. Đến 2008, số nước thuộc nhóm này chỉ chiếm chưa đến 7% (Bảng 1).

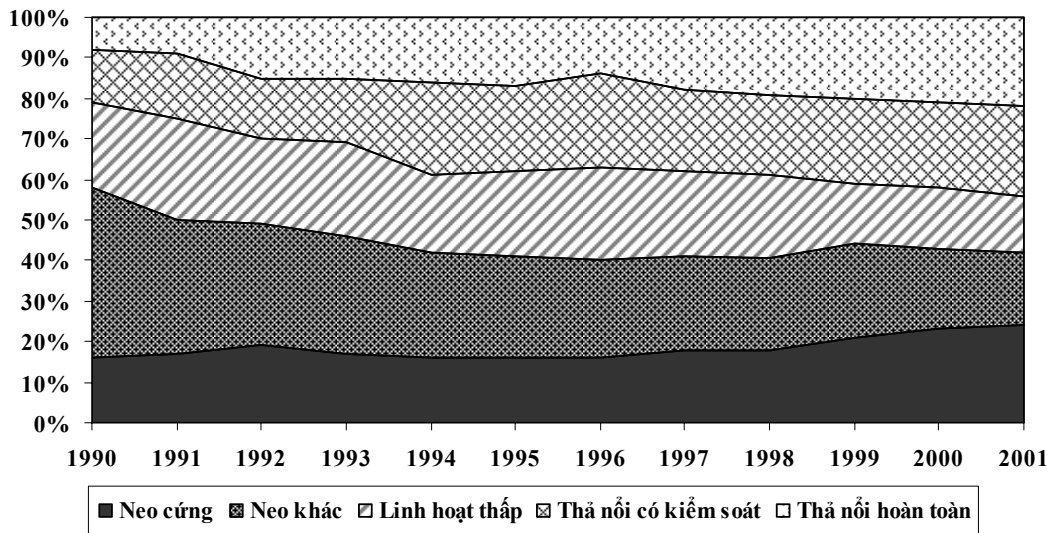
Cũng cần lưu ý là mặc dù có sự dịch chuyển sang hai thái cực nhưng xu hướng dịch về hướng cơ chế tỉ giá thả nổi tỏ ra mạnh hơn. Chế độ tỉ giá tương đối cố định dường như phù hợp cho các nước đang phát triển với độ mở của nền kinh tế thấp hoặc các nước có nền kinh tế nhỏ, phụ thuộc mạnh vào một quốc gia lớn. Chế độ tỉ giá này có thể giúp chính phủ của các quốc gia đang phát triển duy trì được tín nhiệm của mình, nhờ đó giúp nền kinh tế có được mức lạm phát thấp hơn với mức hi sinh tăng trưởng thấp hơn và ngăn chặn khủng hoảng tốt hơn (Rogoff *et al.*, 2004). Nó cũng được một số nước lớn có quỹ dự trữ ngoại hối lớn, như Trung Quốc trong những năm gần đây, áp dụng để thúc đẩy tăng trưởng thông qua xuất khẩu và thu hút đầu tư nước ngoài.

Tuy nhiên, đối với các nước mới nổi (emerging economies³), với độ mở của nền kinh tế lớn, chế độ tỉ giá cứng nhắc là nguyên nhân chính dẫn đến các cuộc khủng hoảng ngân hàng và khủng hoảng cán cân thanh toán (Rogoff *et al.*, 2004.). Hơn nữa chế độ tỉ giá cứng nhắc cũng không chứng tỏ được là có thể giúp cho nền kinh tế có lạm phát thấp và tăng trưởng cao. Đây là lí do chủ yếu khiến các nước mới nổi chuyển dịch sang chế độ tỉ giá linh hoạt hơn. Còn với các nước phát triển (advanced economies), chế độ tỉ giá thả nổi mang lại tăng trưởng và không gây ra lạm phát. Với hệ thống tài chính tương đối hoàn thiện, tỉ giá thả nổi đóng vai trò quan trọng trong việc giảm các tác động của các cú sốc kinh tế trong nước cũng như từ nước ngoài.

³ Các nước trong khu vực như Thái Lan, Philippines, Malaysia, Trung Quốc, Hàn Quốc được xếp vào nhóm 25 nước mới nổi. 30 nước phát triển. Còn lại là các nước đang phát triển (xem bảng A3.2 trong Rogger, 2004).

Hình 2. Phân loại các chế độ tỉ giá áp dụng trên thực tế của IMF, 1990-2001

Đơn vị tính: % mẫu quan sát hằng năm



Nguồn: Hình 2.6, Rogoff *et al.* (2004)

Ghi chú: Báo cáo của IMF giai đoạn trước 2004, xếp các nước trong khu vực đồng tiền chung châu Âu vào nhóm Linh hoạt thấp. Tuy nhiên, khu vực này đã được chuyển sang nhóm các nước có chế độ thả nổi từ năm 2008.

Sự dùng dằng của một số nước mới nổi khi chuyển từ chế độ neo tỉ giá sang chế độ tỉ giá thả nổi được quy cho cái gọi là “nỗi lo sợ thả nổi tỉ giá” (fear of floating). Calvo và Reinhart (2002) lập luận rằng nỗi lo sợ thả nổi tỉ giá xuất phát từ các lí do như lo lắng về việc mất tín nhiệm chính sách, lo sợ về hiệu ứng ‘bệnh Hà Lan’ (Dutch disease) nếu như đồng tiền tăng giá mạnh, và lo sợ về lạm phát và tăng nợ nước ngoài (currency mismatches) trong trường hợp đồng tiền mất giá mạnh. Việc áp dụng một số các biện pháp can thiệp như kiểm soát nguồn vốn, sử dụng quỹ dự trữ ngoại hối nhằm đạt mức tỉ giá mục tiêu (ngầm định) để hạn chế các tác động do thả nổi tỉ giá thường xuyên được các quốc gia mới nổi áp dụng khi dè dặt chế độ neo tỉ giá.

Các xu hướng lớn về tỉ giá trên thế giới sau khủng hoảng 2007-2009

Khủng hoảng kinh tế-tài chính toàn cầu 2007-2009 đã làm nảy sinh một số vấn đề mới trên phạm vi toàn cầu trong việc điều hành cơ chế tỉ giá của các quốc gia như khả năng can thiệp tỉ giá, đồng tiền dự trữ, và cơ chế tỉ giá của Trung Quốc.

Thứ nhất, cuộc khủng hoảng lần này cho thấy khả năng dự báo và can thiệp tỉ giá của các

quốc gia là cực kỳ khó khăn ngay cả khi tư tưởng kinh tế can thiệp của J.M. Keynes được khôi phục trở lại. Khi cuộc khủng hoảng bắt đầu mạnh mẽ từ tháng 8/2007, hàng loạt các tổ chức tài chính lớn trên thế giới bắt đầu quá trình bán tháo tài sản rủi ro và dịch chuyển dòng vốn vào các tài sản an toàn. Một điều cần nhấn mạnh là tổng giá trị ngoại tệ giao dịch trên thị trường ngoại hối quốc tế danh nghĩa lớn hơn gấp hàng chục lần lượng ngoại tệ thực tế⁴. Điều này làm cho việc dự báo tỉ giá trở nên hết sức khó khăn và khiến cho các chính sách/biện pháp can thiệp tỉ giá rất ít có tác dụng dài hạn vì chỉ như muối bỏ bể.

Thứ hai, đồng USD có xu hướng mất dần vị thế độc tôn của đồng tiền dự trữ quốc tế. Tuy nhiên, thế giới chưa rõ vai trò của các đồng tiền lớn như Euro, Yên Nhật, SDR, vàng, và các đồng tiền mạnh khác trong vị trí này như thế nào. Đồng Euro, mặc dù bao phủ một liên minh kinh tế lớn nhất thế giới và có xu hướng tiếp tục bành trướng, vẫn đối mặt với nhiều thách thức. Mặc dù khả năng liên minh tiền tệ châu Âu tan rã là rất thấp, cơ chế ràng buộc kinh tế hiện tại của liên minh này vẫn quá lỏng lẻo để các nước đặt niềm tin lâu dài vào các khoản dự trữ ngoại tệ bằng đồng Euro. Một điều kiện quan trọng để Liên minh châu Âu bước lên một tầm cao mới là sự hợp nhất tài khóa, điều mà không một nhà kinh tế nào tin rằng có thể thành hiện thực trong một thập kỉ tới.

Đồng Yên Nhật cách đây 20-30 năm đã từng được hi vọng trở thành một đối thủ cạnh tranh của đồng USD. Tuy nhiên nền kinh tế Nhật rơi vào một cuộc suy thoái dài từ thập kỉ 1990 đã ngăn cản sự phổ biến của đồng tiền này. Mặc dù bị suy thoái, Nhật vẫn tiếp tục là nước có thặng dư mậu dịch lớn và tiếp tục xuất khẩu vốn ra bên ngoài. Nhưng về lâu dài khi cơ cấu dân số quá già và nếu Nhật không có thay đổi lớn về chính sách nhập cư, cán cân thương mại có thể đổi chiều và đồng Yen sẽ suy yếu dần theo quy luật kinh tế chung.

Đồng Bảng Anh và Franc Thụy Sĩ là hai đồng tiền lớn tiếp theo sẽ ngày càng gắn chặt vào đồng Euro mặc dù hai nước này chưa cho thấy khả năng sẽ tham gia liên minh tiền tệ này. Các đồng tiền Bắc Âu cũng sẽ đi dần vào quỹ đạo của đồng Euro, thậm chí khả năng các nước này gia nhập liên minh tiền tệ châu Âu còn lớn hơn Anh và Thụy Sĩ. Đồng đôla Úc, New Zealand, và Canada sẽ tiếp tục là những đồng tiền "hàng hóa" (commodity currencies) vì phụ thuộc nhiều vào giá nguyên liệu thô thế giới. Nhưng với triển vọng kinh tế thế giới phát triển chậm lại và mất cân bằng quốc tế giảm đi, các đồng tiền này sẽ có xu hướng ổn định hơn và khó có những đột biến về tỉ giá.

⁴ Theo BIS, tính đến tháng 4/2007, tổng số giao dịch ngoại tệ trung bình một ngày trên toàn thế giới vào khoảng 3,2 nghìn tỉ USD, so với tổng kim ngạch xuất nhập khẩu của toàn thế giới theo thống kê của WTO cho cả năm 2007 là 14 nghìn tỉ USD.

Những nền kinh tế mới nổi như Trung Quốc, Hàn Quốc, Mexico, Brazil, Nga nhiều khả năng sẽ thấy đồng tiền của mình lên giá so với các đồng tiền lớn. Đây là điều tất yếu khi cán cân thương mại quốc tế cân bằng trở lại và các dòng chảy vốn quốc tế suy giảm. Đồng Nhân dân tệ (CNY) đã và đang chịu nhiều sức ép lên giá, cho dù Trung Quốc cố can thiệp trong ngắn hạn nhưng về lâu dài tỉ giá CNY cần phải được điều chỉnh để Trung Quốc cơ cấu lại nền kinh tế và điều chỉnh chiến lược tăng trưởng.

Và thứ ba, cơ chế tỉ giá cố định của Trung Quốc ngày càng bị Mỹ và các nước Phương Tây chỉ trích và gây sức ép chuyển đổi sang cơ chế tỉ giá linh hoạt hơn. Trung Quốc đã cố định tỉ giá 6,8 CNY/USD ngay khi USD bắt đầu lên giá vào giữa tháng 7/2008 cho đến thời điểm hiện tại. Trước đó đồng CNY đã tăng giá liên tục như Mỹ và hầu hết các tổ chức quốc tế mong muốn. Việc đồng CNY chấm dứt tăng giá khi khủng hoảng nổ ra phản ánh rất rõ bản chất chiến lược phát triển của Trung Quốc dựa vào xuất khẩu. Đối mặt với sự sụt giảm nhu cầu nhập khẩu của Mỹ và các nước phương Tây Trung Quốc đã lập tức chấm dứt quá trình tăng giá đồng CNY để trợ giúp xuất khẩu trong giai đoạn khó khăn.

Tuy nhiên, theo Paul Krugman, Trung Quốc đang bị rơi vào một cái bẫy đôla (dollar trap) khi theo đuổi chính sách phát triển dựa vào xuất khẩu, thắt chặt chi tiêu nội địa, tương tự Nhật Bản trong thập niên 1970-1980. Để giữ đồng CNY thấp hơn giá trị thực tế, Trung Quốc đã phải liên tục mua vào USD và sử dụng đồng tiền này để đầu tư vào các loại tài sản tài chính ở Mỹ. Trung Quốc rơi vào tình cảnh tiến thoái lưỡng nan vì bất kỳ động thái nào của Trung Quốc trong việc bán tháo tài sản bằng USD cũng sẽ làm những tài sản này mất giá và đồng thời làm USD bị sụt giá so với các đồng tiền khác. Điều này làm cho Trung Quốc bị thua lỗ nặng trong các khoản đầu tư ngoại tệ của mình bằng USD. Hơn nữa, để giữ cho đồng CNY không tăng giá so với USD, Trung Quốc vẫn phải tiếp tục mua và dự trữ đồng USD.

Để thoát khỏi bẫy đôla này Trung Quốc hiện nay đang theo đuổi các biện pháp nhằm giảm dần sự phụ thuộc của mình vào USD và đồng thời tăng ảnh hưởng của đồng CNY trên thế giới. Một mặt, Trung Quốc là một trong những quốc gia ủng hộ mạnh mẽ nhất việc khôi phục lại vị thế của đồng SDR trong hệ thống tiền tệ thế giới. Tuy nhiên, đây là một giải pháp rất khó thành công do tính thông dụng và tính thanh khoản của đồng tiền này. Vì thế, Trung Quốc đã tích cực khuyến khích các quốc gia sử dụng đồng CNY như là một đồng tiền thanh toán và dự trữ quốc tế. Trung Quốc đã tiến hành kí thỏa thuận hoán đổi tiền tệ với một số các quốc gia (Hàn Quốc, Nga, Indonesia, Malaysia, Brazil, Argentina) để cung cấp CNY cho các quốc gia này trong các thanh toán ngoại thương với Trung Quốc. Tuy nhiên, việc đưa đồng CNY trở thành một đồng tiền dự trữ trên thế giới là một chặng đường khó khăn và lâu dài,

chỉ ít cho đến chừng nào đồng CNY còn chưa được tự do chuyển đổi.

Cơ chế tỉ giá và diễn biến tỉ giá của Việt Nam từ 1989 tới nay

Cơ chế tỉ giá

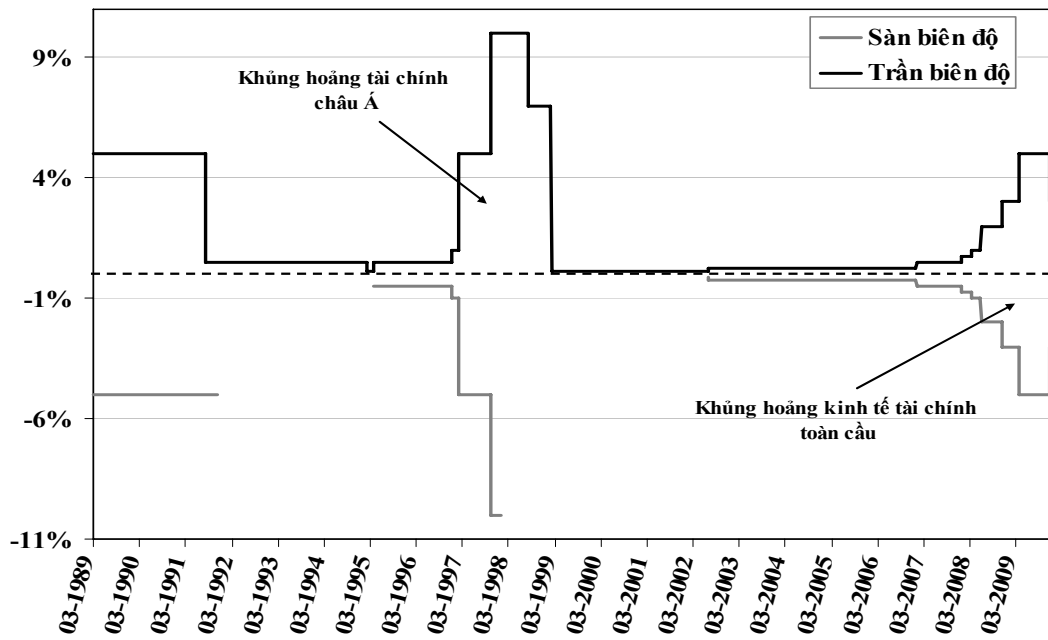
Việt Nam đã có nhiều điều chỉnh trong cơ chế tỉ giá kể từ khi đất nước chấm dứt cơ chế tập trung quan liêu bao cấp năm 1989. Tuy nhiên, xét về bản chất các thay đổi này đều xoay quanh chế độ neo tỉ giá. Ở Việt Nam, đồng USD gần như được mặc định là đồng tiền neo tỉ giá. Ngân hàng nhà nước Việt Nam (NHNN) là cơ quan công bố tỉ giá VND/USD⁵. Căn cứ vào tỉ giá quốc tế giữa USD và các đồng tiền ngoại tệ khác, các ngân hàng thương mại sẽ xác lập tỉ giá giữa các ngoại tệ đó với VND.

Bảng 2 tổng kết các cơ chế tỉ giá Việt Nam áp dụng kể từ 1989 tới nay. Phân loại này được thực hiện bởi nhóm tác giả theo chế độ tỉ giá áp dụng thực tế tại Việt Nam dựa trên hệ thống phân loại của IMF. Trên nền tảng chính sách neo tỉ giá, trong những giai đoạn nền kinh tế bị biến động mạnh do cải cách ở bên trong hoặc do tác động từ bên ngoài, NHNN đưa ra những điều chỉnh nhất định về biên độ tỉ giá cũng như tỉ giá trung tâm để thích nghi với những tác động đó. Sau khi các tác động chấm dứt, chế độ tỉ giá lại quay trở về cơ chế tỉ giá cố định hoặc neo tỉ giá có điều chỉnh. Cụ thể, Việt Nam đã có những điều chỉnh sang các cơ chế có biên độ rộng hơn trong các giai đoạn 1989-1991 khi Việt Nam dỡ bỏ cơ chế bao cấp, giai đoạn 1997-1999 khi khủng hoảng tài chính châu Á xảy ra, và giai đoạn 2008-2009 với khủng hoảng kinh tế-tài chính thế giới. Hình 3 thể hiện sự điều chỉnh biên độ tỉ giá từ tháng 3/1989 tới hết năm 2009.

Ngoài ra NHNN cũng thay đổi các biện pháp can thiệp: từ can thiệp trực tiếp (trước 1991) sang can thiệp gián tiếp qua sàn giao dịch (1991-1993) và qua tỉ giá liên ngân hàng (1994 tới nay). Tỉ giá trung tâm chính thức được NHNN công bố là tỉ giá liên ngân hàng trung bình ngày làm việc hôm trước. Đây là cơ chế được duy trì từ năm 1999 cho tới nay.

⁵ Tỉ giá sử dụng trong bài này là giá của một đồng ngoại tệ theo đồng nội tệ. Do đó tỉ giá tăng nghĩa là đồng nội tệ mất giá, đồng ngoại tệ lên giá và ngược lại.

Hình 3. Biên độ tỉ giá xung quanh tỉ giá chính thức, 03/1989 đến 12/2009



Nguồn: Nguyễn Trần Phúc (2009) và các quyết định của NHNN

Ghi chú: Không có sàn biên độ trong giai đoạn T8/1991 đến T9/1994 và T1/1998 đến T6/2002

Bảng 2. Cơ chế tỉ giá của Việt Nam theo thời gian, 1989-2009

Mốc thời gian	Cơ chế áp dụng	Đặc điểm chế độ tỉ giá thực tế (de facto)
Trước 1989	Cơ chế nhiều tỉ giá	<ul style="list-style-type: none"> - Ba tỉ giá chính thức. - Tỉ giá thị trường tự do tồn tại song song với các tỉ giá của nhà nước (cho tới thời điểm báo cáo).
1989-1990	Neo tỉ giá với biên độ được điều chỉnh (crawling bands)	<ul style="list-style-type: none"> - Tỉ giá chính thức được thống nhất (OER). - OER được NHNN điều chỉnh dựa trên các tín hiệu lạm phát, lãi suất, cán cân thanh toán, và tỉ giá thị trường tự do. - Các ngân hàng thương mại được phép thiết lập tỉ giá giao dịch trong biên độ +/-5%. - Việc sử dụng ngoại tệ được kiểm soát chặt chẽ.
1991-1993	Neo tỉ giá trong biên độ (pegged exchange rate within horizontal bands)	<ul style="list-style-type: none"> - Kiểm soát việc sử dụng ngoại tệ chặt chẽ hơn; hạn chế mang tiền ra khỏi biên giới. - Thành lập quỹ dự trữ ngoại tệ chính thức để ổn định tỉ giá. - Thành lập hai sàn giao dịch ngoại tệ ở Tp. HCM và Hà Nội. - OER được hình thành dựa trên các tỉ giá đầu thầu tại hai sàn; NHNN can thiệp mạnh vào giao dịch trên hai sàn. - Tỉ giá tại các ngân hàng thương mại dao động thấp hơn 0,5% OER công bố.
1994-1996	Cơ chế tỉ giá neo cố định (conventional fixed peg arrangement)	<ul style="list-style-type: none"> - Thị trường ngoại hối liên ngân hàng được hình thành thay thế cho hai sàn giao dịch tỉ giá; NHNN tiếp tục can thiệp mạnh vào giao dịch trên thị trường này. - OER được hình thành và công bố dựa trên tỉ giá liên ngân hàng. - Tỉ giá tại các ngân hàng thương mại dao động trong biên độ +/-0,5% OER công bố. Đến cuối năm 1996, biên độ được nới rộng từ thấp hơn +/-0,5% lên +/-1% (tháng 11/2006). - OER được giữ ổn định ở mức 11.100VND/USD.

1997-1998	Neo tỉ giá với biên độ được điều chỉnh (crawling bands)	<ul style="list-style-type: none"> - Biên độ tỉ giá tại các ngân hàng thương mại so với OER được nới rộng từ +/-1% lên +/-5% (02/1997) và từ +/-5% lên +/-10% (13/10/1997) và sau đó được điều chỉnh xuống không quá 7% (07/08/1998). - OER được điều chỉnh lên 11.800VND/USD (16/02/1998) và 12.998 VND/USD (07/08/1998).
1999-2000	Cơ chế tỉ giá neo cố định (conventional fixed peg arrangement)	<ul style="list-style-type: none"> - OER công bố là tỉ giá liên ngân hàng trung bình ngày làm việc hôm trước (28/02/1999) (cho tới thời điểm báo cáo). - Biên độ tỉ giá tại các ngân hàng thương mại giảm xuống không quá 0,1%. - OER được giữ ổn định ở mức 14.000VND/USD.
2001-2007	Cơ chế neo tỉ giá có điều chỉnh (crawling peg)	<ul style="list-style-type: none"> - OER được điều chỉnh dần từ mức 14.000VND/USD năm 2001 lên 16.100 VND/USD năm 2007. - Biên độ tỉ giá tại các ngân hàng thương mại được điều chỉnh lên mức +/-0,25% (từ 01/07/2002 đến 31/12/2006) và +/-0,5% năm 2007.
2008-2009	Neo tỉ giá với biên độ được điều chỉnh (crawling bands)	<ul style="list-style-type: none"> - OER được điều chỉnh dần từ mức khoảng 16.100VND/USD vào đầu năm 2008 lên 16.500 VND/USD (06/2008 đến 12/2008), 17.000 VND/USD (01/2009 đến 11/2009), 17.940 VND/USD (12/2009 đến 01/2010), 18.544 VND/USD (từ 02/2010 đến thời điểm viết báo cáo). - Biên độ tỉ giá tại các ngân hàng thương mại được điều chỉnh nhiều lần lên mức +/-0,75% (từ 23/12/2007 đến 09/03/2008), +/-1% (10/03/2008 đến 25/06/2008), +/-2% (26/05/2008 đến 05/11/2008), +/-3% (06/11/2008 đến 23/03/2009), +/-5% (24/03/2009 đến 25/11/2009), và +/-3% (26/11/2009 đến thời điểm viết báo cáo).

Nguồn: Võ Trí Thành *et al.* (2000), Nguyễn Trần Phúc (2009),
và các quyết định về tỉ giá của NHN

Một đặc điểm khác của cơ chế tỉ giá của Việt Nam là cơ chế hai tỉ giá. Mặc dù trên thực tế NHNN áp dụng chỉ một tỉ giá chính thức cho tất cả các giao dịch thương mại trên phạm vi cả nước nhưng tỉ giá thị trường tự do⁶ vẫn hiện diện song song với tỉ giá chính thức. Các cá nhân bị hạn chế tiếp cận nguồn ngoại tệ trong hệ thống ngân hàng. Trong thập kỉ 1990, do có sự phân biệt giữa doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp tư nhân trong vấn đề xuất khẩu, các doanh nghiệp tư nhân khó tiếp cận các nguồn ngoại tệ từ hệ thống ngân hàng. Hiện nay, sự phân biệt kiểu này đôi khi vẫn được các NHTM áp dụng đối với các doanh nghiệp hoặc cá nhân thuộc đối tượng "không khuyến khích" sử dụng ngoại tệ như dùng ngoại tệ để đi du lịch hoặc mua, nhập các loại hàng hóa xa xỉ hay loại hàng hóa trong nước có khả năng sản xuất được. Chính sự phân biệt này khiến cho thị trường ngoại tệ tự do vẫn tiếp tục phát triển với quy mô tương đối lớn ở Việt Nam.

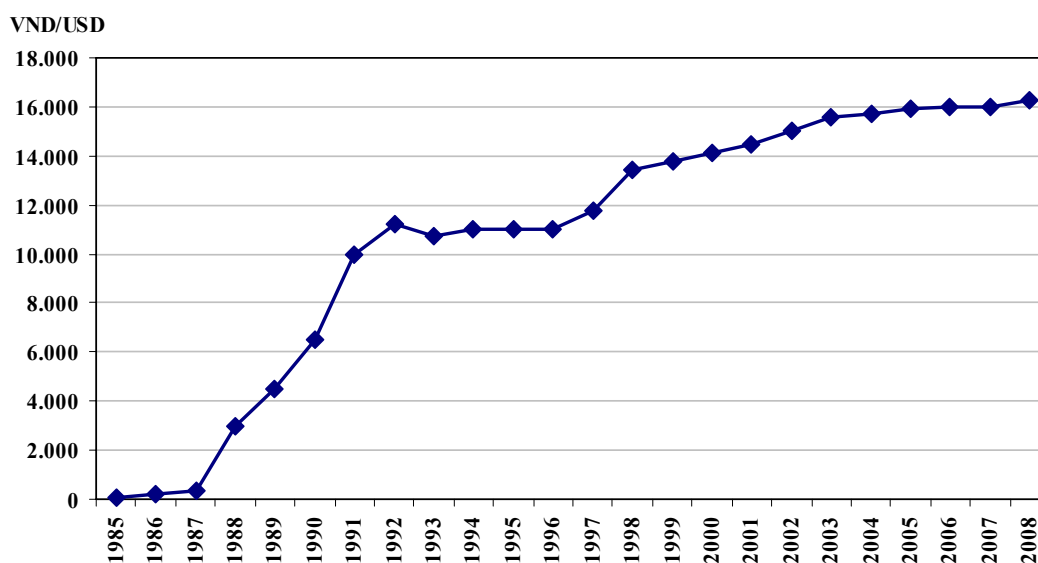
Diễn biến tỉ giá

Nhìn vào diễn biến của tỉ giá danh nghĩa từ năm 1989 đến nay (Hình 4) có thể thấy tỉ giá chính thức VND/USD⁷ có xu hướng đi theo một chu kỳ rõ rệt gồm hai giai đoạn: (i) trong giai đoạn suy thoái kinh tế hoặc khủng hoảng, VND mất giá khá mạnh; (ii) khi giai đoạn suy thoái kết thúc, nền kinh tế đi vào ổn định thì tỉ giá lại được neo giữ tương đối cứng nhắc theo đồng USD. Chu kỳ này đã được lặp lại hơn hai lần từ năm 1989 đến nay.

⁶ Tỉ giá thị trường tự do được quyết định bởi cung cầu trên thị trường tự do. Các nguồn cung và cầu trên thị trường tự do bao gồm: kiều hối, du lịch nước ngoài, buôn lậu và các doanh nghiệp không tiếp cận được nguồn ngoại tệ chính thức. Giao dịch tự do được thực hiện chủ yếu tại các tiệm vàng hoặc các đại lý thu đổi ngoại tệ không chính thức.

⁷ Tỉ giá chính thức là tỉ giá bình quân liên ngân hàng do Ngân hàng nhà nước (NHNN) công bố hằng ngày dựa trên tỉ giá giao dịch của ngày hôm trước giữa các ngân hàng thương mại (NHTM).

Hình 4. Tỷ giá danh nghĩa VND/USD trung bình năm, 1985-2009



Nguồn: Nguyễn Trần Phúc (2009) và các quyết định tỷ giá công bố của NHNN

Giai đoạn 1 của chu kỳ tương ứng với các giai đoạn nền kinh tế có sự biến động mạnh: (i) 1989-1992 với quá trình đổi mới toàn diện nền kinh tế Việt Nam nhằm thoát khỏi cơ chế tập trung bao cấp; (ii) 1997-2000 với ảnh hưởng mạnh mẽ của cuộc khủng hoảng tài chính châu Á; và (iii) 2008-2009 với cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu. Gắn liền với những giai đoạn biến động mạnh này là sự chênh lệch lớn giữa tỷ giá chính thức và tỷ giá thị trường tự do. Sức ép của thị trường đã buộc NHNN phải nới rộng biên độ tỷ giá hoặc chính thức phá giá, làm cho VND mất giá mạnh mẽ so với thời điểm trước đó.

Giai đoạn 2 của chu kỳ tương ứng với các thời kỳ nền kinh tế đi vào phát triển ổn định như giai đoạn 1993-1996 và giai đoạn 2001-2007. Gắn liền với các giai đoạn này là một cơ chế tỷ giá neo giữ theo đồng USD một cách tương đối cứng nhắc. Đây cũng là các giai đoạn mà tỷ giá trên thị trường tự do cũng ổn định và theo sát với tỷ giá chính thức. Nguyên nhân là do giai đoạn trước đó tỷ giá chính thức đã được tăng liên tục và đến cuối giai đoạn đã ngang bằng với tỷ giá thị trường tự do.

Để hiểu rõ hơn về xuất phát điểm và bối cảnh lựa chọn chính sách tỷ giá trong giai đoạn phục hồi kinh tế hiện nay, chúng tôi phân tích những biến động trong tỷ giá và chính sách trong hai năm gần đây.

Giai đoạn 2008-2009 đánh dấu sự biến động trong các phản ứng chính sách tỷ giá ở Việt Nam. Từ năm 2007, do sự gia tăng ồ ạt của luồng tiền đầu tư gián tiếp vào Việt Nam, nguồn cung USD đã tăng mạnh. Trên thực tế vào nửa đầu năm 2007 và từ tháng 10/2007 đến tháng

3/2008, thị trường ngoại hối Việt Nam đã có dư cung về USD khiến cho tỉ giá NHTM⁸ giảm xuống sàn biên độ. Đồng Việt Nam đã lên giá trong giai đoạn này.

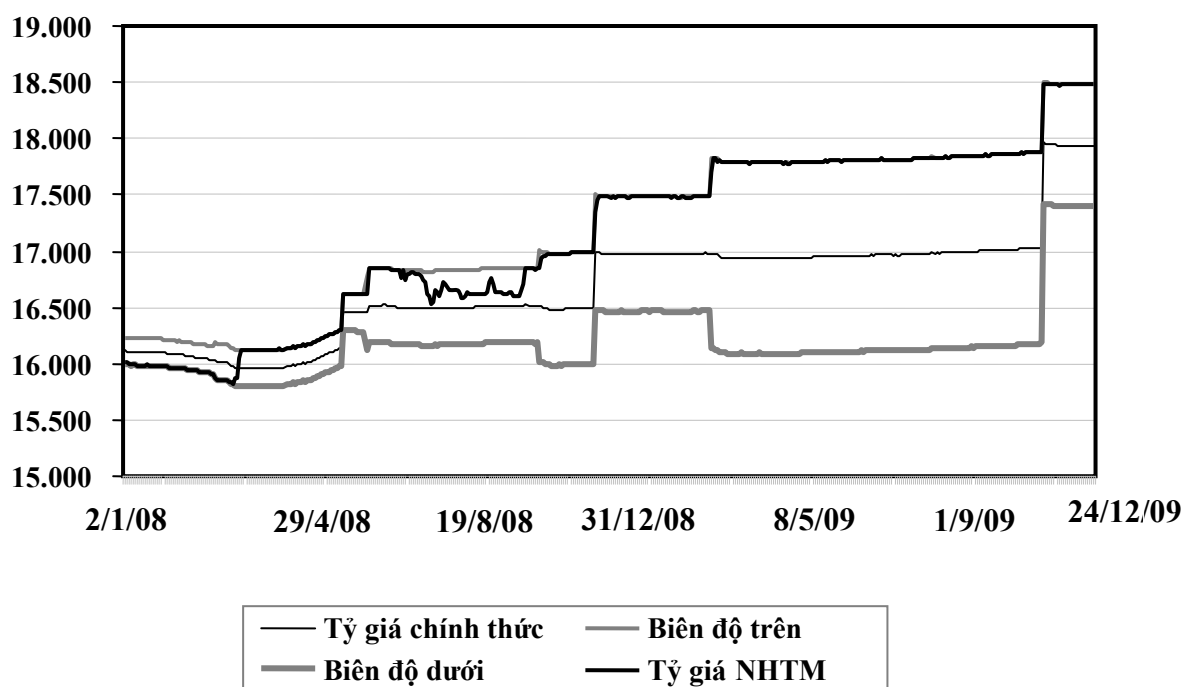
Hình 5 cho thấy tỉ giá đã có những biến động mạnh trong năm 2008 do lạm phát tăng cao trong nửa đầu năm và cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới đã bắt đầu tác động tới nền kinh tế Việt Nam vào nửa cuối năm 2008. Từ giữa năm 2008, cùng với sự suy thoái kinh tế, luồng đầu tư gián tiếp vào Việt Nam đã bắt đầu đảo chiều.

Xu hướng chung của năm 2009 là sự mất giá danh nghĩa của VND so với USD. Cho đến cuối năm 2009, tỉ giá chính thức VND/USD đã tăng 5,6% so với cuối năm 2008. Trong khi trong năm 2008, tỉ giá niêm yết tại các NHTM biến động liên tục, đầu năm còn có giai đoạn thấp hơn tỉ giá chính thức, thì năm 2009 lại là một năm mà tỉ giá NHTM luôn ở mức trần của biên độ dao động mà NHNN công bố.

Trong cả năm, áp lực về cung cầu trên thị trường cùng với áp lực tâm lí đã khiến tỉ giá trên thị trường tự do ngày càng rời xa tỉ giá chính thức. Mặc dù NHNN đã buộc phải mở rộng biên độ dao động của tỉ giá chính thức trong tháng 3 từ +/-3% lên +/-5% – biên độ lớn nhất trong vòng 10 năm qua nhưng các NHTM vẫn giao dịch ở mức tỉ giá trần. Tình trạng nhập siêu kéo dài và ngày càng tăng từ tháng 3 đến cuối năm. Giá trị nhập khẩu trong ba tháng cuối năm đã tăng mạnh so với ba tháng đầu năm, chiếm 30% tổng giá trị nhập khẩu cả năm 2009. Giá trị xuất khẩu trong cả năm giảm 10% so với năm 2008 chủ yếu do mất bằng giá xuất khẩu giảm đặc biệt là các mặt hàng xuất khẩu chủ lực của Việt Nam. Mặc dù xuất khẩu tăng vào cuối năm nhưng trong tháng 11, nhập siêu lên tới hơn 2 tỉ USD, mức lớn nhất trong cả năm.

⁸ Tỉ giá NHTM là tỉ giá giao dịch của các NHTM và phải nằm trong biên độ dao động do NHNN công bố.

Hình 5. Tỷ giá VND/USD và biên độ dao động, 2008-2009



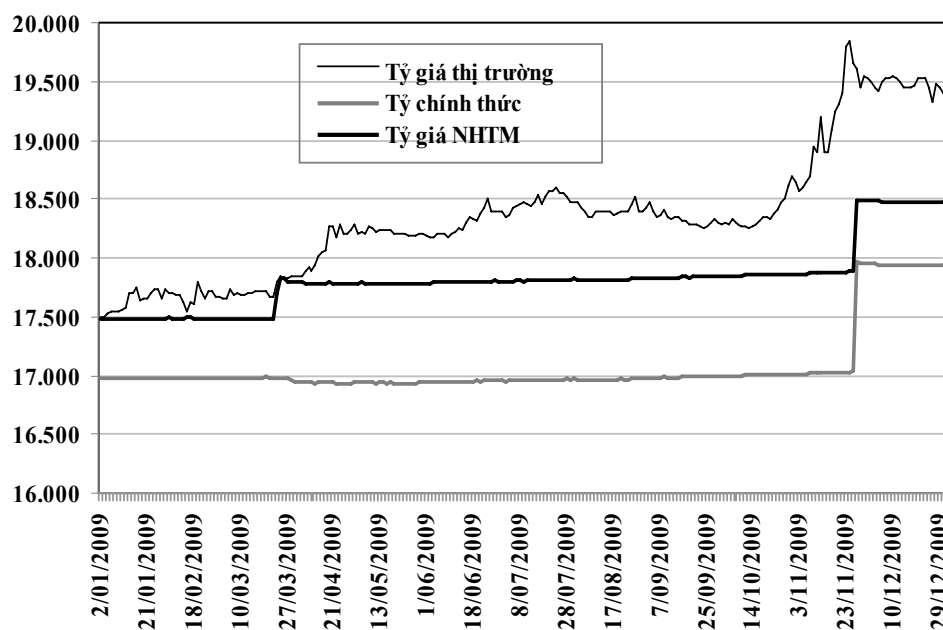
Nguồn: Ngân hàng Ngoại thương và Ngân hàng Nhà nước (2010)

Thêm vào đó, chênh lệch lớn giữa giá vàng trong nước và giá vàng quốc tế đã khiến cho nhu cầu về USD càng tăng để phục vụ việc nhập khẩu vàng. Giá vàng và giá USD đều đã tăng mạnh. Người dân đẩy mạnh mua ngoại tệ trên thị trường tự do, giá USD trên thị trường chợ đen tăng mạnh. Do khan hiếm nguồn cung USD, các doanh nghiệp cũng phải nhờ viện đến thị trường chợ đen hoặc phải cộng thêm phụ phí khi mua ngoại tệ tại các ngân hàng thương mại. Tâm lí hoang mang mất lòng tin vào VND làm tăng cầu và giảm cung về USD đã đẩy tỉ giá thị trường tự do tăng lên hằng ngày. Người dân lo ngại thực sự về khả năng phá giá tiền VND, sau khi một số báo cáo của các định chế tài chính được công bố.

Và đến 26/11/2009, NHNN đã buộc phải chính thức phá giá VND 5,4%, tỉ lệ phá giá cao nhất trong một ngày kể từ năm 1998 để chống đầu cơ tiền tệ⁹ và giảm áp lực thị trường, đồng thời thu hẹp biên độ dao động xuống còn +/-3%. Cùng với chính sách tỉ giá, vào thời điểm này NHNN đã nâng lãi suất cơ bản từ 7% lên 8%/năm. Các chính sách này được cho là hợp lí nhưng khá muộn màng. Đồng Việt Nam tiếp tục mất giá trên thị trường tự do thể hiện qua việc tỉ giá trên thị trường tự do vào thời điểm cuối năm 2009 vẫn đứng vững ở mức cao khoảng 19.400 VND cho 1 USD và các NHTM tiếp tục giao dịch ở mức trần.

⁹ Cuối tháng 12 năm 2008, NHNN đã phá giá VND 3%.

Hình 6. Tỷ giá chính thức và tỷ giá thị trường tự do VND/USD, 2009



Nguồn: Ngân hàng Ngoại thương, Ngân hàng Nhà nước và các nguồn khác (2010)

Tình hình thị trường ngoại hối trong năm 2009 có thể đã trầm trọng hơn nếu không có (i) sự sụt giảm nhu cầu ngoại tệ do thu nhập từ đầu tư do các doanh nghiệp có yếu tố nước ngoài chuyển ra khỏi Việt Nam giảm (trong năm 2009 ước đạt - 3 tỉ USD, so với -4,4 tỉ USD năm 2008) và (ii) sự gia tăng cung ngoại tệ do lượng kiều hối vẫn đứng vững ở con số khá tích cực hơn 6 tỉ USD. FDI giải ngân ước đạt 10 tỉ USD. Đầu tư gián tiếp nước ngoài chảy ra khỏi Việt Nam vào đầu năm nhưng cũng có dấu hiệu đảo chiều vào cuối năm.

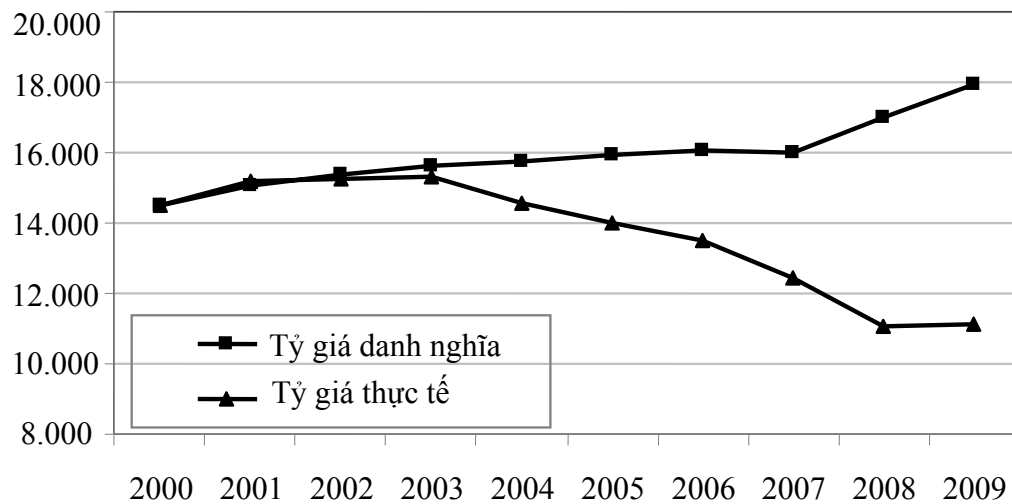
Rõ ràng, NHNN đã thể hiện sự lưỡng lự và không nhất quán trong chính sách tỉ giá. Việc sử dụng biên độ tỉ giá thay cho việc phá giá chính thức vào tháng 3/2009 cũng không có tác dụng như mong muốn. Trong cả năm, bất chấp các biện pháp hành chính (như yêu cầu các tổng công ty nhà nước bán ngoại tệ cho chính phủ) cũng như các công bố của lãnh đạo NHNN, NHNN đã không thể kéo tỉ giá thị trường tự do về sát với tỉ giá NHTM như mong muốn. Thêm vào đó, do phải giữ ổn định tỉ giá trong thời gian dài, NHNN đã phải bán ra hơn một lượng lớn USD làm giảm dự trữ ngoại hối. Vào cuối năm 2009, kì vọng mất giá của đồng tiền Việt Nam hiện vẫn còn khá lớn.

Tỉ giá thực: RE và REER

Để hiểu rõ xu hướng biến động của tỉ giá VND/USD và từ đó đánh giá mối quan hệ giữa tỉ giá và các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô khác cần xem xét tỉ giá thực tế trong thập niên qua. Tỉ giá thực tế (RE) là tỉ giá đã được điều chỉnh để loại trừ yếu tố lạm phát của hai nước liên quan. Tỉ giá danh

nghĩa là tỉ giá chính thức.

Hình 7. Tỉ giá thực tế và tỉ giá danh nghĩa VND/USD, 2000-2009
(năm 2000 là năm gốc)



Nguồn: Tính toán của tác giả theo số liệu của Ngân hàng Nhà nước và IFS (2010)

**Bảng 3. Chỉ số tỉ giá thực của các đồng tiền so với USD
(năm 2000 là năm gốc)**

Đơn vị tính: %

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Nhân dân tệ	100,00	101,67	104,95	104,11	104,07	103,85	100,64	91,90	84,30	84,87
Euro	100,00	105,12	88,56	73,50	68,70	80,51	72,30	65,32	68,45	66,56
Yên Nhật	100,00	118,75	111,19	101,61	101,73	120,05	123,32	122,18	97,60	102,48
Đôla Singapore	100,00	109,50	104,95	103,97	101,74	106,15	99,16	93,35	89,11	89,30
Đôla Đài Loan	100,00	109,64	111,24	110,66	105,35	110,18	110,61	111,18	108,92	107,96
Đôla Úc	100,00	108,49	96,87	72,80	70,50	75,53	69,31	62,90	84,35	65,14
Won Hàn Quốc	100,00	103,03	92,01	90,71	78,54	77,67	71,34	72,34	93,80	85,95
Baht Thái	100,00	105,00	103,27	95,10	93,96	96,88	84,86	79,26	82,63	77,91
Ringgit Malaysia	100,00	100,36	101,36	102,10	103,11	103,05	95,43	91,04	92,13	91,39
VND	100,00	104,57	105,24	105,68	100,13	96,29	93,02	85,84	76,40	76,63

Nguồn: Tính toán của tác giả theo số liệu của NHNN, WEO và IFS (2010)

Nếu nhìn lại tỉ giá của VND so với USD trong cả thập kỷ qua có thể thấy mặc dù tỉ giá danh nghĩa có xu hướng tăng lên rõ rệt đặc biệt là từ năm 2007. Tỉ giá thực tế lại hoàn toàn theo chiều ngược lại và khoảng cách giữa hai tỉ giá ngày càng mở rộng đặc biệt là hai năm 2008 và 2009. So với năm 2000, chỉ số CPI (đại diện cho mức độ lạm phát trong nền kinh tế) của Việt Nam trong năm 2009 đã tăng tới xấp xỉ 99,5%, của Mỹ tăng 23,7%, trong khi đó tỉ giá danh nghĩa đồng Việt Nam chỉ tăng xấp xỉ 23,6%. Như vậy, nếu lấy năm 2000 làm gốc thì đồng Việt Nam đã lên giá thực tế xấp xỉ 23,37%.

Ngoại trừ so với đồng Yên Nhật và đồng đôla Đài Loan, đồng USD cũng đã mất giá khá nhiều so với đồng tiền của các đối tác thương mại lớn của Việt Nam (xem Bảng 3). Nhưng mặc dù cùng lên giá theo chiều hướng chung, nhưng đồng Việt Nam vẫn lên giá nhiều hơn so với các đồng tiền đôla Singapore, Won Hàn Quốc, Ringgit Malaysia và Baht Thái. Sự lên giá thực của đồng Việt Nam làm giảm khả năng cạnh tranh của hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam trên thị trường thế giới.

Để có thể hình dung mức độ lên giá của đồng Việt Nam, chúng tôi ước tính thêm tỉ giá hữu hiệu (NEER) và tỉ giá thực hữu hiệu (REER) của đồng Việt Nam. Giỏ tiền tệ mà chúng tôi lựa chọn ở đây là 10 đồng tiền của các đối tác thương mại chính của Việt Nam, chiếm trung bình trên 80% tổng kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam. Tỉ giá thực của từng đồng tiền được tính với đồng Việt Nam sau đó quy về một năm gốc (năm 2000). Tỉ giá thực hữu hiệu là bình quân gia quyền với tỉ trọng là tỉ trọng thương mại với Việt Nam của từng nước có đồng tiền tương ứng. Theo cách tích này thì đến nay đồng tiền Việt Nam đã lên giá thực tế 12% so với đồng tiền của 10 đối tác thương mại chính của Việt Nam so với năm 2000.

Công thức được sử dụng để tính NEER và REER như sau:

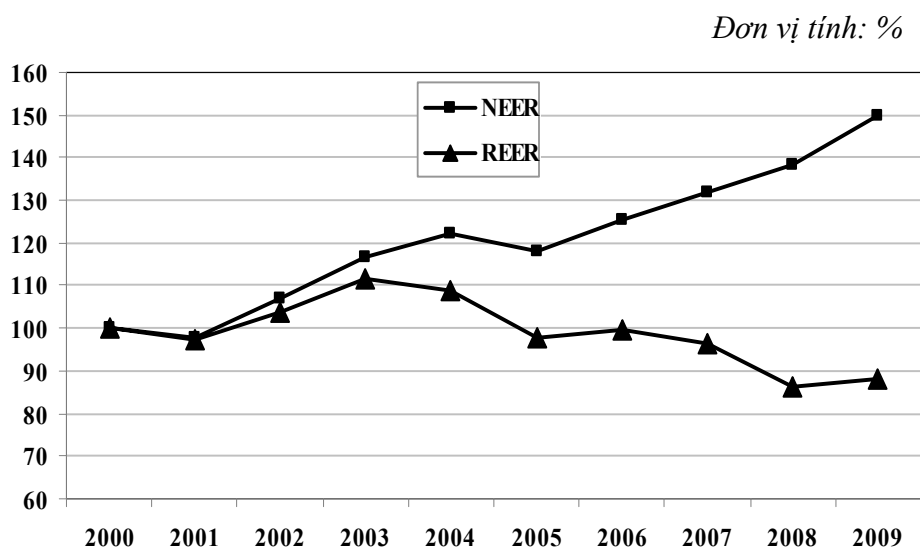
$$NEER_t = \prod_{j=1}^n (e_{jt})^{w_{jt}} \quad REER_t = \prod_{j=1}^n (e_{jt} \frac{P_{jt}}{P_t})^{w_{jt}}$$

Trong đó:

- t là thời gian theo năm
- $n=10$ là số lượng các đối tác thương mại chính của Việt Nam
- e_{jt} tỉ giá danh nghĩa của đồng tiền nước j so với VND tại năm t và được tính theo chỉ số. Lưu ý là tỉ giá ở đây cũng được tính là số VND cần để đổi lấy 1 đơn vị tiền tệ nước j

- P_t là chỉ số giá hàng hóa trong nước
- P_{jt} là chỉ số giá hàng hóa ở nước j

Hình 8. Tỷ giá thực hữu hiệu ở Việt Nam (năm 2000 là năm gốc)



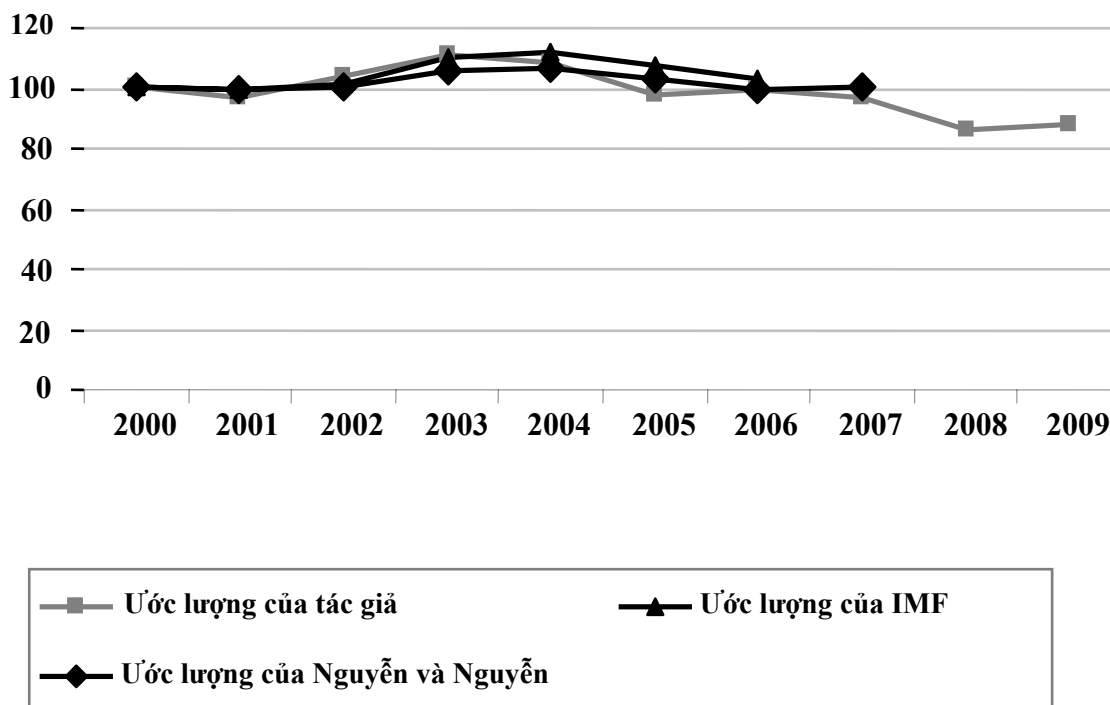
Nguồn: Tính toán của tác giả theo số liệu của NHNN, WEO và IFS (2010)

Hình 8 cũng cho thấy, vận động của tỷ giá hối đoái danh nghĩa giai đoạn 2000-2003 về cơ bản là đúng theo hướng khuyến khích xuất khẩu. Do cả NEER và REER đều tăng, tức VND đã mất giá làm hàng Việt Nam hấp dẫn hơn về giá so với hàng hóa của các nước khác. Rõ ràng chế độ tỷ giá này đã có tác dụng góp phần phục hồi nền kinh tế sau những tác động mạnh của cuộc khủng hoảng tài chính châu Á. Tuy nhiên, từ năm 2004 trở đi, do tốc độ lạm phát thường xuyên cao hơn rất nhiều so với tốc độ mất giá danh nghĩa của VND, tỷ giá chính thức đã dần rời xa tỷ giá thực, đồng Việt Nam lên giá thực tế khá mạnh khiến cho hàng Việt Nam kém hấp dẫn hơn về giá so với hàng hóa của các nước khác. Thực tế, nhập siêu lớn trong những năm gần đây là một minh chứng thuyết phục nhất cho những tác động của việc VND lên giá.

Hình 9 so sánh các ước lượng đã có về REER của IMF và Nguyễn Trần Phúc và Nguyễn Đức Thọ (2009) với ước lượng của chúng tôi. Có thể thấy, các ước lượng tương đối theo sát nhau và cùng phản ánh sự giảm giá của VND so với đồng tiền các đối tác thương mại của Việt Nam vào những năm đầu thập kỷ này và xu hướng tăng giá thực của VND trong những năm gần đây.

Hình 9. Các ước lượng của tác giả, N&N và IMF về tỉ giá thực hữu hiệu của VND (năm 2000 là năm gốc)

Đơn vị tính: %



Nguồn: Tính toán của tác giả theo số liệu của NHNN, WEO, IFS và Nguyễn Trần Phúc và Nguyễn Đức Thọ (2009)

Ghi chú: Nguyễn và Nguyễn (N&N) là Nguyễn Trần Phúc và Nguyễn Đức Thọ (2009).

Rõ ràng, trong giai đoạn 2004-2009 tỉ giá VND đã đi lệch quỹ đạo khuyến khích xuất khẩu và đã liên tục lên giá. Điều này sẽ tạo áp lực lớn lên chính sách tỉ giá trong bối cảnh khủng hoảng kinh tế, giá trị xuất khẩu giảm sút trong khi nguồn cung ngoại tệ qua đầu tư gián tiếp, trực tiếp cũng giảm.

Nỗ lực của NHNN trong việc giảm giá VND vào cuối năm 2009 đã giúp đảo chiều phần nào xu hướng lên giá của VND hiện nay. Tuy nhiên, chỉ số REER năm 2009 vẫn cho thấy so với năm 2000 thì VND vẫn lên giá nhiều so với các đồng tiền các nước bạn hàng. Điều này khiến cho hàng xuất khẩu của Việt Nam giảm sức cạnh tranh trên thị trường thế giới và kéo dài tình trạng nhập siêu lớn của Việt Nam đặc biệt là trong những năm gần đây.

Dự báo tỉ giá

Dự báo tỉ giá một cách chính xác là một việc rất khó. Tuy nhiên, dựa vào các mô hình kinh tế hiện có kết hợp với những dự báo về các biến động cung cầu ngoại hối ở Việt Nam,

chúng ta cũng có thể dự báo được trong ngắn hạn xu hướng biến động của tỉ giá trong năm 2010.

Trong ngắn hạn, áp lực nhập siêu vẫn còn nghiêm trọng do kinh tế thế giới mới chỉ vượt qua đáy khủng hoảng mà chưa có dấu hiệu hồi phục vững chắc, và cũng không loại trừ khả năng nguồn vốn FDI sẽ giảm bớt và các dòng vốn đầu tư gián tiếp đảo chiều nếu các chỉ số vĩ mô không được tiếp tục cải thiện trong năm 2010. Vì thế, tỉ giá có thể sẽ vẫn tiếp tục tăng trong những năm tới, với tỉ lệ mất giá ít nhất là ngang bằng năm 2009 (5.5%).

Từ mô hình VECM (xem Hộp 1 trong Phụ lục bài nghiên cứu), chúng tôi ước lượng tỉ giá danh nghĩa cho các quý năm 2010 như sau:

Như vậy theo dự báo, tỉ giá sẽ tiếp tục tăng trong các quý tiếp theo, theo đó, Quý I năm 2010, tỉ giá trung bình có thể đạt 18.341 đồng, các quý tiếp theo tăng dần và đến kỳ cuối năm 2010, tỉ giá trung bình dự báo là 18.941 đồng. Cần lưu ý đây là mức tỉ giá chính thức dự báo được cho là phù hợp trong những quý tiếp theo, nếu tỉ giá chính thức được gán với USD trong những điều kiện như hiện tại.

Bảng 4. Dự báo tỉ giá VND/USD 2010

Đơn vị tính: VND

Quý	Tỉ giá dự báo	Khoảng tin cậy 95%
Quý I/ 2010	18341	17813 - 18886
Quý II/ 2010	18539	17705 - 19412
Quý III/ 2010	18748	17668 - 19894
Quý IV/2010	18941	17645 - 20332

Nguồn: Tính toán của tác giả

Lựa chọn chính sách tỉ giá

Thực tiễn xu hướng vận động của các đồng tiền cũng như hệ thống tiền tệ thế giới cho thấy các nước trên thế giới có xu hướng chuyển dịch từ cơ chế tỉ giá cố định sang cơ chế tỉ giá thả nổi có quản lí. Điểm yếu của cơ chế tỉ giá cố định trong giai đoạn bản vị vàng (vào đầu thế kỷ 20), giai đoạn Bretton Woods (từ sau Đại chiến thế giới lần thứ 2) cũng như cơ chế “con rắn châu Âu” (European Snake) mà từ năm 1979 đến 1992 đã trở thành Hệ thống tiền tệ châu Âu (EMS) chính là việc dự trữ vàng/ngoại hối bị cạn kiệt cùng với lạm phát tăng cao khiến cho việc duy trì một tỉ giá cố định không thể kéo dài. Các đồng tiền lớn trên

thế giới đều lần lượt được thả nổi sau sự tan rã của các hệ thống tiền tệ thế giới này. Trong những thập kỷ gần đây, cơ chế tỉ giá cố định cũng bộc lộ những điểm yếu chết người ở các nước đang phát triển khi dòng vốn được tự do luân chuyển hơn. Điều này có liên quan mật thiết đến “bộ ba bất khả thi” (impossible trinity) và sẽ được bàn kỹ hơn ở phần sau. Một khi dự trữ vàng và ngoại hối bị giám sát mạnh mẽ thậm chí trở nên cạn kiệt, tâm lí lo ngại sự mất giá đồng tiền cùng với hoạt động đầu cơ dễ dàng gây ra khủng hoảng tiền tệ và tài chính tương tự như cuộc khủng hoảng tài chính châu Á 1997-1998 hay (trong một phạm vi hẹp hơn) cuộc khủng hoảng tiền tệ ở châu Mỹ Latin 2000-2001.

Tuy nhiên, nhiều nước đang phát triển vẫn cố gắng cố định tỉ giá của đồng tiền nước mình vào một đồng tiền lớn, mà chủ yếu là USD. Một thị trường ngoại hối biến động quá mức có hại cho xuất khẩu nếu đồng nội tệ lên giá và khiến cho nhập khẩu trở nên rất đắt đỏ khi đồng nội tệ mất giá quá mức. Đồng thời, biến động tỉ giá quá nhiều và quá nhanh sẽ gây ra rủi ro tỉ giá và làm tăng chi phí giao dịch (về tiền bạc và thời gian) do nhu cầu bảo hiểm chống rủi ro. Vì lí do này mà nhiều chính phủ vẫn đôi khi, thậm chí có chính phủ thường xuyên, can thiệp vào thị trường ngoại hối để giảm bớt những biến động quá mức. Đương nhiên, khi các chính phủ can thiệp tỉ giá họ còn do những lí do riêng liên quan đến việc sử dụng các công cụ điều tiết vĩ mô can thiệp vào nền kinh tế. Tuy nhiên, cần nói thêm rằng mức độ can thiệp của các chính phủ là rất khác nhau. Về nguyên tắc, chế độ tỉ giá thả nổi có quản lí (managed float) thường chỉ được sử dụng trong ngắn hạn để kiểm soát những dao động quá lớn quá nhanh trong tỉ giá. Việc kiểm soát tỉ giá trong thời gian dài hơn sẽ chỉ làm chậm lại chứ không thể ngăn chặn hoàn toàn những thay đổi tất yếu trong tỉ giá và thường đi liền với cái giá đắt là làm cạn kiệt dự trữ ngoại hối.

Các phân tích ở trên cho thấy trong quá khứ tỉ giá ở Việt Nam được điều hành theo hướng hạ giá VND trong thời kỳ bất ổn và quay trở lại chế độ neo tỉ giá khi giai đoạn kinh tế bất ổn qua đi. Hiện nay, trong giai đoạn phục hồi kinh tế, Việt Nam lại đứng trước sự lựa chọn quay trở lại chế độ neo tỉ giá như đã làm trong quá khứ hay chuyển hẳn sang chế độ tỉ giá thả nổi có quản lí như các quốc gia khác trong khu vực đã tiến hành sau khủng hoảng kinh tế tài chính 1997-1998.

Từ việc phân tích xu hướng lên giá của tỉ giá thực hữu hiệu ở trên có thể thấy rõ rằng NHNN Việt Nam đã duy trì việc kiểm soát tỉ giá trong thời gian quá dài và không linh hoạt dẫn đến nhiều tác hại về kinh tế. Tình hình biến động tỉ giá năm 2009 là một minh chứng. Sự cứng nhắc cũng như sự không nhất quán trong chính sách tỉ giá năm qua đã làm giảm sút lòng tin của người dân vào VND, làm trầm trọng thêm hiện tượng “đôla hóa” của nền kinh tế,

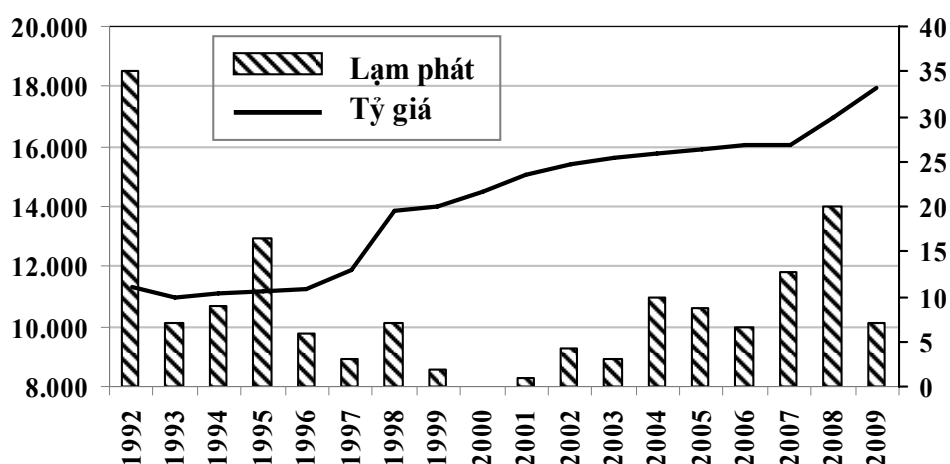
tăng hoạt động đầu cơ, đẩy tỉ giá thị trường tự do vượt xa tỉ giá chính thức và do đó gây căng thẳng trên thị trường ngoại hối. Do lo ngại về sự mất giá của VND, tình trạng phổ biến của năm 2009 là các doanh nghiệp xuất khẩu có USD muốn giữ USD và không muốn bán cho các ngân hàng còn các doanh nghiệp nhập khẩu cần USD thì không muốn vay mà chỉ muốn mua USD. Kết quả là thị trường ngoại hối luôn căng thẳng vì khan hiếm USD mặc dù tiền gửi bằng USD mà các ngân hàng nắm giữ là không nhỏ.

Trong các phần tiếp theo chúng tôi đánh giá tác động của cơ chế điều hành tỉ giá hiện tại đối với mục tiêu kiềm chế lạm phát và cân bằng cán cân thương mại của chính phủ. Đây là hai vấn đề được quan tâm nhất liên quan đến lựa chọn chính sách tỉ giá.

Chính sách ổn định tỉ giá và việc kiểm soát lạm phát

Trên lý thuyết, giữ ổn định tỉ giá có thể giúp tăng cường lòng tin vào đồng nội tệ, buộc chính phủ phải kiểm soát thâm hụt ngân sách và tốc độ tăng tín dụng và thông qua đó tăng cường mức độ tin cậy vào chính sách của chính phủ. Khi những yếu tố này được kiểm soát, lạm phát cũng sẽ giảm đi và dần ổn định. Đặc biệt, trong một nền kinh tế có mức độ “đôla hóa” cao như Việt Nam, khi nguy cơ lạm phát quay trở lại và niềm tin vào VND giảm sút, người dân sẽ quay lưng lại với đồng nội tệ và chuyển sang dự trữ vàng và USD để tiết kiệm và phòng thân. Do đó việc quản lí tỉ giá có ảnh hưởng tới việc kiểm soát lạm phát vì tỉ giá không chỉ ảnh hưởng tới hàng hóa xuất nhập khẩu mà còn tới các hàng hóa nội địa nếu giá của chúng thường được tính bằng USD. Đây là những nguyên nhân góp phần khiến NHNN ngân ngại trong việc tăng tỉ giá theo cung cầu thị trường trong nhiều năm qua.

Hình 10. Lạm phát ở Việt Nam và tỉ giá danh nghĩa VND/USD, 1992-2009



Nguồn: Tổng cục thống kê và NHNN (2010)

Hình 10 cho thấy biến động của lạm phát và tỉ giá danh nghĩa từ năm 1992 tới nay. Vào đầu thập kỷ 1990, sau khi đã chứng kiến những tác hại kinh tế to lớn của lạm phát phi mã, Việt Nam đã nỗ lực kiểm soát lạm phát nhằm ổn định tình hình kinh tế vĩ mô, khôi phục niềm tin của người dân vào tiền đồng. Lúc này, việc áp dụng một chính sách tỉ giá tương đối cố định là hợp lý. Lạm phát trong giai đoạn 1992-1996 đã được kiểm soát tốt.

Tuy nhiên, thành công này không được lặp lại ở các thời kỳ sau đó. Thời kỳ khủng hoảng và hậu khủng hoảng tài chính châu Á (1997-2003) gắn liền với việc mất giá danh nghĩa liên tục của VND nhưng giai đoạn lạm phát cao (khoảng 10%) lại không kéo dài và thậm chí thời kỳ này đã kết thúc bằng giai đoạn giảm phát 2000-2001. Việc áp dụng chính sách kiểm soát tỉ giá tương đối cứng nhắc trong giai đoạn 2004-2008 cũng không thành công với lạm phát tăng dần qua các năm và kết thúc bằng một thời kì lạm phát cao 2007-2008 (lên tới trên 20%).

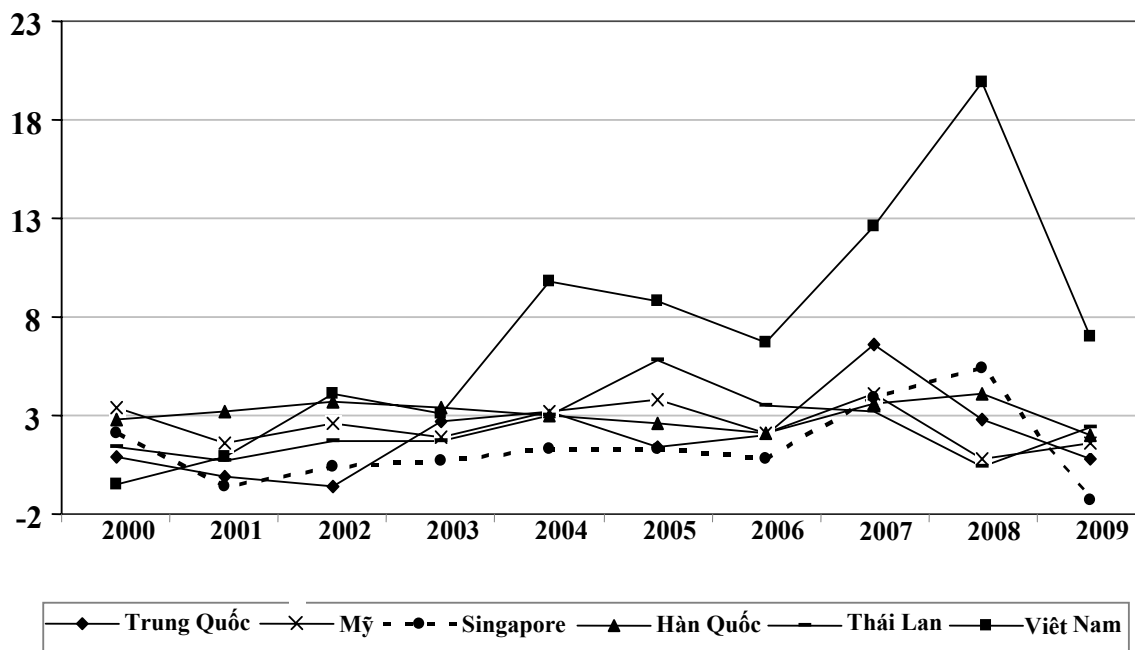
Tại sao cùng một chế độ tỉ giá mà tác động đến lạm phát trong các giai đoạn khác nhau lại khác nhau như vậy? Có hai nhóm nguyên nhân chính dẫn đến tình trạng này: (i) nhóm nguyên nhân liên quan đến nguồn gốc của lạm phát và (ii) nhóm nguyên nhân liên quan đến bối cảnh kinh tế của từng giai đoạn.

Những nghiên cứu của các tác giả khác như Võ Trí Thành *et al.* (2000), Camen (2006) và Nguyễn Đức Thành *et al.* (2009) đã cho thấy sự gia tăng cung tiền và tín dụng trong nền kinh tế là nguyên nhân chính dẫn đến những thời kỳ lạm phát cao ở Việt Nam trong thời gian qua. Chính sách tiền tệ nới lỏng cùng với kỳ vọng lạm phát thường dẫn đến lạm phát thực tế ở giai đoạn tiếp theo của chu kỳ kinh tế. Chính sách tỉ giá chỉ có tác động cộng hưởng cho các tác động của chính sách tiền tệ đến nền kinh tế chứ không có tác động mạnh mẽ trực tiếp đến lạm phát. Điều này lí giải tại sao trong giai đoạn 1992-1996 khi toàn bộ nền kinh tế đang được kiểm soát tốt, chính sách tỉ giá ổn định góp phần vào việc ổn định và giảm lạm phát. Đồng thời nó cũng lí giải tại sao từ năm 2004 đến 2008, lạm phát lại tăng trở lại mặc dù tỉ giá được giữ ổn định. Nguyên nhân chính của điều này chính là sự gia tăng mạnh mẽ của cung tiền và tín dụng trong nền kinh tế trong thời gian này.

Tuy nhiên cần phải nói thêm rằng sự gia tăng cung tiền và tín dụng lại không lí giải cho giai đoạn lạm phát thấp từ 1997-2003. Giai đoạn này lạm phát suy giảm chủ yếu do khủng hoảng kinh tế và sự sụt giảm của tổng cầu. Bởi vậy, sự phá giá mạnh của VND trong giai đoạn này (khoảng 36%) đã không kéo lạm phát trở lại. Tương tự như vậy, trong năm 2009, kinh tế toàn cầu suy giảm, giá thế giới giảm đã giúp giảm áp lực lạm phát ở Việt Nam xuống

còn 6,88%. Tuy nhiên tỉ lệ lạm phát như vậy vẫn là khá cao so với các nước trong khu vực và các nước đối tác thương mại.

Hình 11. Lạm phát của Việt Nam và một số nước đối tác, 2000-2009



Nguồn: NHNH, WEO và IFS (2010)

Nhóm nguyên nhân thứ hai lí giải cho sự khác nhau trong kết quả của chính sách ổn định tỉ giá với vấn đề kiểm soát lạm phát có liên quan đến các điều kiện kinh tế của từng giai đoạn. Nhóm nguyên nhân này liên quan trực tiếp đến “bộ ba bất khả thi”. “Bộ ba bất khả thi” có nghĩa là chúng ta không thể đạt được cùng một lúc: (i) tỉ giá hối đoái cố định; (ii) tự do hóa tài khoản vốn và (iii) sự độc lập của chính sách tiền tệ. Trước đây dưới thời kinh tế khép kín, chưa có tự do hóa tài khoản vốn thì việc giữ tỉ giá hối đoái tương đối cố định đồng thời với việc kiểm soát chính sách tiền tệ hạn chế lạm phát là có thể thực hiện được và trên thực tế chính sách này tương đối hiệu quả trong giai đoạn 1992-1996. Tuy nhiên, khi nền kinh tế ngày càng hội nhập, mặc dù chúng ta chưa hoàn toàn tự do hóa tài khoản vốn, sự dễ dàng hơn trong luân chuyển vốn đã đặt ra thách thức mới đối với việc điều hành chính sách “bộ ba bất khả thi”.

Cán cân tổng thể của Việt Nam cho thấy trong nhiều năm trước 2006 lượng ngoại tệ vào Việt Nam không lớn. Cho tới năm 2005 lượng ngoại tệ vào Việt Nam mới chỉ khoảng 9 tỉ USD (không kể lượng ngoại tệ vào bằng con đường không chính thức). Tuy nhiên, chỉ trong hai năm 2006-2007 lượng ngoại tệ vào ồ ạt thông qua đầu tư gián tiếp đã làm số tiền dự trữ

chính thức tăng thêm đã gấp 1,6 lần số ngoại tệ tích lũy từ trước đến nay cộng lại. Điều này đã đặt ra thách thức lớn trong điều hành chính sách tiền tệ trong năm 2007. Trong nửa đầu năm 2007, NHNN đã phải bỏ ra một lượng tiền đồng lớn (tương đương 9 tỉ USD) để mua ngoại tệ dự trữ (nhằm ổn định tỉ giá). Lượng tiền mặt dư thừa này đã không được trung hòa kịp thời cùng với việc giá nguyên liệu thế giới tăng mạnh khiến cho lạm phát bùng phát và lần đầu tiên trong thập kỉ vượt mức một con số. Tuy nhiên, ngay cả khi chúng ta tìm cách trung hòa thì lãi suất cũng không thể giữ nguyên được. Đây là bài toán khó và ở quy mô chưa có tiền lệ đối với NHNN. Có thể thấy rằng việc giữ ổn định tỉ giá trong giai đoạn 2005-2007 không những không giúp kiểm soát lạm phát mà còn góp phần gây ra áp lực tăng lạm phát do việc NHNN phải mua ngoại tệ. Rõ ràng, việc hội nhập kinh tế thế giới đã đặt ra những thách thức mới đối với NHNN nói chung và chính sách tỉ giá nói riêng.

Tóm lại, một mình chính sách tỉ giá không thể có hiệu quả trong chống lạm phát. Ổn định tỉ giá nếu không gắn với kiểm soát cung tiền và tốc độ tăng trưởng tín dụng cũng như các điều tiết vĩ mô nhằm kiểm soát tổng cầu thì cũng không thể giúp ngăn chặn và kiểm soát lạm phát đặc biệt trong bối cảnh dòng vốn luân chuyển tương đối tự do. Mặt khác, nếu tổng cầu và các chính sách tiền tệ được kiểm soát hợp lí thì việc điều chỉnh tỉ giá theo thị trường không nhất thiết sẽ gây ra lạm phát. Chính sự lưỡng lự, không rõ ràng, không nhất quán trong chính sách tỉ giá mới dễ gây ra kỳ vọng lạm phát và lạm phát thực tế ở kỳ sau nếu các chính sách kinh tế vĩ mô không đi theo hướng kiểm soát lạm phát.

Chính sách tỉ giá và cán cân thương mại

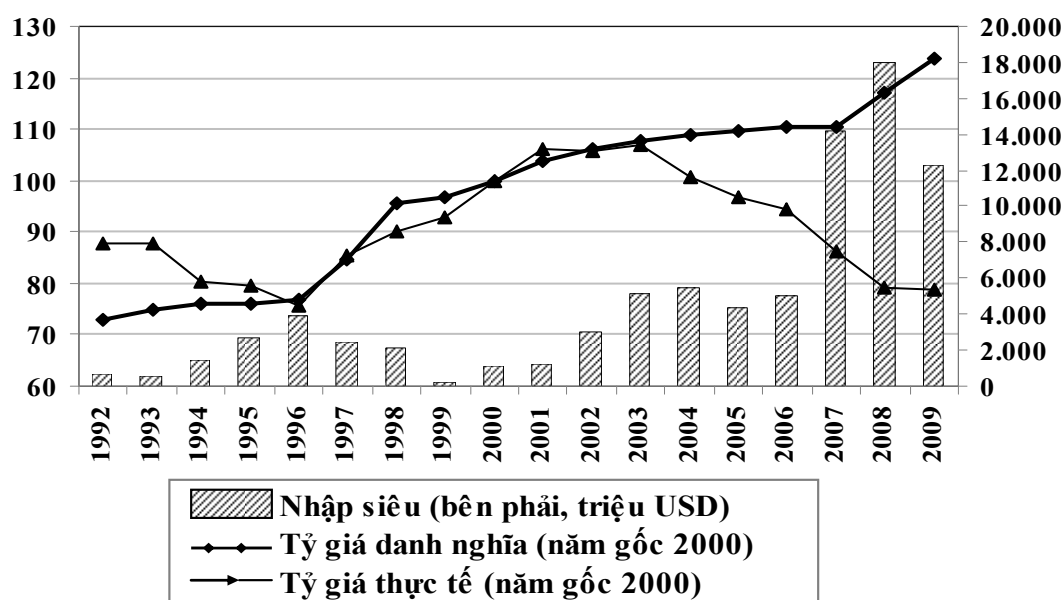
Những phân tích ở trên về xu hướng biến động của tỉ giá đã cho thấy sự lên giá thực của VND trong những năm qua và điều đó đã làm giảm khả năng cạnh tranh của hàng hóa Việt Nam trên thị trường thế giới đặc biệt là trong những năm gần đây. Điều này thể hiện rõ ở tình trạng thâm hụt thương mại lớn và kéo dài của Việt Nam kể từ đầu thập kỷ 90. Đặc biệt từ sau khi Việt Nam ra nhập WTO năm 2006, nhập siêu của Việt Nam đã tăng vọt lên tới 18 tỉ USD trong năm 2008. Riêng năm 2009, do kinh tế thế giới suy giảm và nhập khẩu giảm mạnh hơn tốc độ giảm của xuất khẩu, nhập siêu đã giảm xuống còn 12,3 tỉ USD¹⁰.

Nhập siêu tự bản thân nó không nhất thiết là điều xấu. Khi một nền kinh tế mở cửa hơn với thế giới và tăng trưởng mạnh, nhu cầu nhập khẩu sẽ tăng mạnh cùng với luồng đầu tư nước ngoài để phục vụ cho tăng trưởng kinh tế, đặc biệt là trong trường hợp của Việt Nam,

¹⁰ Số liệu nhập siêu được lấy từ Tổng cục thống kê, xuất khẩu tính bằng giá fob và nhập khẩu tính bằng giá cif.

khi khoảng 90% tổng giá trị nhập khẩu là hàng tư liệu sản xuất. Cũng cần phải nói thêm rằng, Việt Nam là một nước nhỏ nên xuất nhập khẩu phụ thuộc nhiều vào cung cầu và giá cả trên thị trường thế giới. Những biến động của giá nguyên vật liệu thế giới cũng như cầu giảm sút do khủng hoảng là những nhân tố làm ảnh hưởng đến tình trạng nhập siêu của Việt Nam.

Hình 12. Nhập siêu và tỉ giá VND/USD, 1992-2009



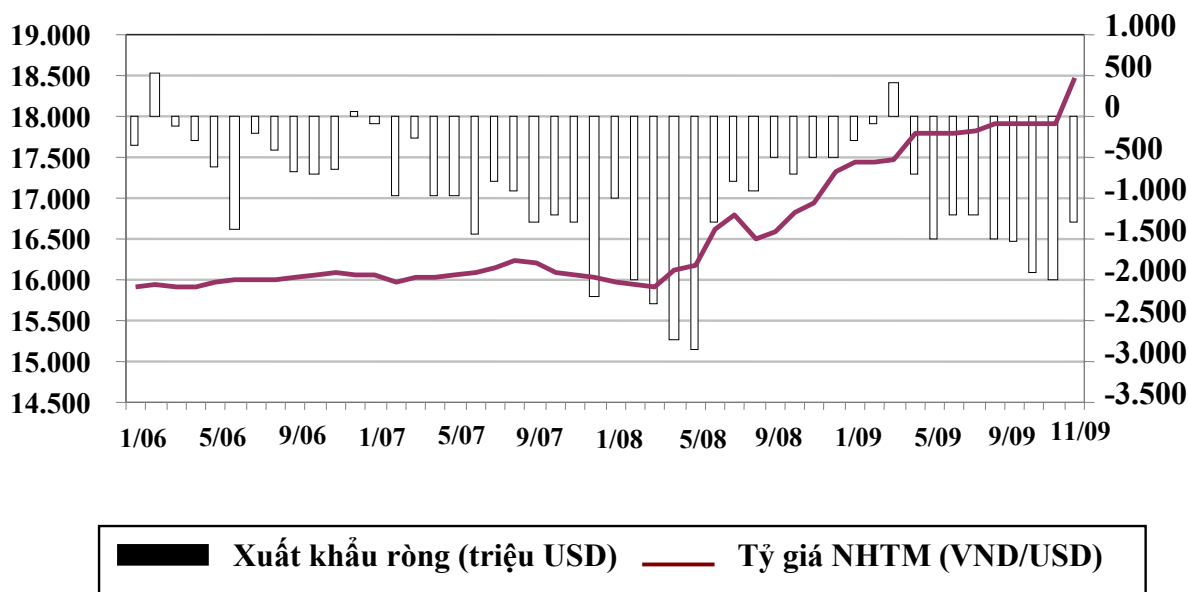
Nguồn: IMF, Tổng cục thống kê và tính toán của tác giả (2010)

Tuy nhiên, nếu chính sách tỉ giá cứng nhắc làm trầm trọng thêm tình trạng nhập siêu thì lại có tác động xấu đối với nền kinh tế. Hình 12 cho thấy tình hình nhập siêu của Việt Nam gắn kết khá chặt chẽ với biến động của tỉ giá thực tế. Giai đoạn 1992-1996 tuy tỉ giá danh nghĩa được giữ tương đối ổn định nhưng do lạm phát của Việt Nam vẫn cao hơn nhiều so với lạm phát ở Mỹ nên VND đã lên giá thực tế. Gắn với quá trình lên giá này là sự gia tăng liên tục của thâm hụt thương mại. Giai đoạn từ 1997-2003 là giai đoạn VND mất giá danh nghĩa và do lạm phát ở Việt Nam thấp, VND cũng mất giá thực tế và gần như theo sát giá trị danh nghĩa. Thâm hụt thương mại nhìn chung ở mức thấp nhưng bắt đầu tăng cao vào cuối giai đoạn khi tỉ giá thực tế bắt đầu ngừng tăng. Những năm gần đây, từ 2003 đến nay, đánh dấu sự lên giá thực tế mạnh mẽ của VND do tỉ giá danh nghĩa được giữ tương đối cứng nhắc và sự mất giá danh nghĩa vào cuối năm 2008 và 2009 không bù đắp được chênh lệch lớn về lạm phát giữa Việt Nam và Mỹ. Gắn liền với tình trạng lên giá thực tế này là mức nhập siêu ngày càng lớn và kéo dài.

Khi được quản lý theo cơ chế thị trường, tỉ giá danh nghĩa có tác động điều chỉnh cán cân thương mại trở về trạng thái cân bằng. Cơ sở cho việc này là khi tình trạng nhập siêu lớn và

kéo dài, nhu cầu ngoại tệ tăng cao sẽ khiến cho đồng nội tệ mất giá tương đối so với đồng ngoại tệ. Sự lên giá của đồng ngoại tệ khiến cho xuất khẩu được khuyến khích và nhập khẩu trở nên đắt đỏ. Cơ chế tỉ giá theo cung cầu của thị trường sẽ điều chỉnh tăng xuất khẩu, giảm nhập khẩu và do đó giảm thâm hụt thương mại.

Hình 13. Xuất khẩu ròng (bên phải) và tỉ giá danh nghĩa VND/USD theo tháng, T1/2006-T12/2009



Nguồn: Tổng cục thống kê và NHTM (2010)

Tuy nhiên, cơ chế tỉ giá ở Việt Nam không những đã không đạt được sự điều chỉnh này mà trong những năm gần đây còn làm trầm trọng hơn tình trạng thâm hụt của cán cân thương mại. Nhu cầu ngoại tệ tăng cao do nhập siêu lớn và kéo dài không được kịp thời đối trọng bởi sự mất giá của đồng nội tệ khiến cho thị trường ngoại hối luôn căng thẳng và hoạt động chợ đen cũng như đầu cơ tiền tệ trở nên mạnh mẽ. Hình 13 cho thấy sự chậm trễ trong phản ứng chính sách của NHNN trong những năm qua. Tỷ giá danh nghĩa đã được giữ cứng nhắc mặc dù tình trạng nhập siêu lớn đã kéo dài liên tục trong vòng nhiều tháng từ cuối năm 2006 đến đầu năm 2008. Điều tương tự cũng xảy ra trong năm 2009 từ tháng 3 đến cuối tháng 11. Ngược lại, từ giữa năm 2008 đến đầu năm 2009, khi nhập siêu đã giảm mạnh thì tiền đồng lại vẫn tiếp tục mất giá mạnh. Sự cứng nhắc và chậm trễ này góp phần gây ra tình trạng căng thẳng kéo dài trên thị trường ngoại hối, giảm sút niềm tin vào tiền đồng và gây ra tâm lí đầu cơ ngoại tệ.

Cũng cần nhấn mạnh thêm rằng với cơ chế quản lí tỉ giá hằng ngày như hiện tại (thay vì

quản lý theo cơ chế thị trường), NHNN sẽ luôn phải giải quyết bài toán về sự đánh đổi của chính sách. Cũng như tất cả các chính sách khác, khi quyết định giữ vững tỉ giá hay phá giá, NHNN đều phải cân nhắc giữa cái lợi và cái hại của quyết định này trong từng hoàn cảnh cụ thể. Lấy ví dụ, một quyết định phá giá sẽ có lợi cho xuất khẩu đặc biệt là những nhóm hàng xuất khẩu có hàm lượng nhập khẩu thấp (thậm chí bằng 0) như hàng nông lâm thủy hải sản và tài nguyên. Nhưng phá giá lại làm cho nhập khẩu trở nên đắt đỏ, ảnh hưởng xấu tới hoạt động nhập khẩu phục vụ phát triển trong nước và tới các nhóm hàng xuất khẩu có hàm lượng nhập khẩu cao như các mặt hàng Việt Nam chỉ gia công chế biến bằng nguyên liệu ngoại nhập. Đồng thời phá giá tạo nên kỳ vọng lạm phát và có thể trở thành lạm phát thực sự trong kỳ sau nếu các chính sách vĩ mô không nhất quán trong việc kiểm soát lạm phát. Đây là chưa kể tác động của việc phá giá đến các mặt hàng phi thương mại (sản xuất tiêu dùng nội địa) do tình trạng “đôla hóa” của nền kinh tế và thông qua các tương tác của các khu vực kinh tế thương mại và phi thương mại. Các vấn đề này còn trầm trọng hơn nếu quyết định phá giá mang tính giật cục, không nhất quán bởi vì nó còn tạo tâm lí đầu cơ ngoại tệ, giảm sút niềm tin vào động nội tệ cũng như mức độ tin cậy của chính sách và làm tăng chi phí giao dịch như đã bàn ở trên. Đây là một khó khăn mà NHNN rất khó giải quyết do áp lực của các nhóm lợi ích trong nền kinh tế đối với các chính sách của Chính phủ ngày càng lớn.

Những thách thức trong việc lựa chọn chính sách tỉ giá trong thời gian tới

Những phân tích trên đây của chúng tôi đã chỉ ra rằng: (i) xuất hiện hai xu hướng rõ nét trong việc lựa chọn cơ chế tỉ giá trên thế giới: đó là từ bỏ cơ chế hai tỉ giá và việc các nước mới mỗi ngày càng dịch chuyển mạnh sang các cơ chế tỉ giá thả nổi; (ii) cơ chế tỉ giá của Việt Nam về cơ bản là cơ chế neo tỉ giá, mặc dù có những điều chỉnh trong những giai đoạn kinh tế bất ổn; (iii) cơ chế tỉ giá hiện nay không giúp cho Việt Nam kiềm chế lạm phát và cũng không giúp cho Việt Nam kiềm chế nhập siêu; và (iv) đồng nội tệ VND vẫn tiếp tục chịu sức ép mất giá trong năm 2010.

Việt Nam hiện tại đang đứng giữa hai lựa chọn: quay trở lại cơ chế neo tỉ giá như các giai đoạn hậu bất ổn kinh tế như trước đây hay chuyển đổi mạnh sang cơ chế tỉ giá thả nổi. Căn cứ vào những phân tích trên đây, chúng tôi cho rằng Việt Nam nên xây dựng kế hoạch để chuyển sang cơ chế tỉ giá thả nổi có quản lý (managed floating) tương tự các nước trong khu vực. Có nghĩa là, NHNN không tuyên bố trước tỉ giá trung tâm; tỉ giá thương mại hằng ngày về cơ bản được xác lập hoàn toàn bởi các giao dịch theo cung cầu ngoại tệ trên thị trường; tuy nhiên, NHNN có thể dùng các biện pháp can thiệp như mua bán ngoại tệ trên thị trường liên ngân

hàng và/hoặc các biện pháp kiểm soát nguồn vốn ra vào Việt Nam để làm mềm dao động của tỉ giá.

Cần lưu ý thêm rằng chế độ tỉ giá thả nổi có quản lí khác với thả nổi tỉ giá không kiểm soát (free float). Trong thời điểm hiện tại, thả nổi hoàn toàn không phải là một lựa chọn tốt của Việt Nam vì độ mở của nền kinh tế Việt Nam rất cao trong khi hệ thống tài chính lại chưa hoàn chỉnh. Những biến động quá mức và quá nhanh của tỉ giá, đặc biệt là việc “nhập khẩu” lạm phát và các biến động tiêu cực của thị trường thế giới có thể làm gián đoạn các hoạt động kinh tế trong nước, gây thiệt hại lớn cho khu vực thương mại và gián tiếp cho khu vực phi thương mại thông qua những liên kết giữa các khu vực này. Những biến động này sẽ làm ảnh hưởng đến sự ổn định của cán cân thanh toán, sự ổn định về tài chính cũng như tăng trưởng của nền kinh tế. Chính vì lẽ đó, ngay cả ở các quốc gia được coi là thả nổi hoàn toàn như Canada, Anh, Úc, và New Zealand, dao động tỉ giá ngắn hạn vẫn được kiểm soát bằng cách này hay cách khác (Velasco, 2000).

Việt Nam hiện nay đã thỏa mãn được nhiều điều kiện khiến cho việc áp dụng cơ chế tỉ giá thả nổi có quản lí mang lại nhiều lợi ích hơn so với cơ chế tỉ giá cố định. Thứ nhất, giá cả của hầu hết các mặt hàng cũng như lương bổng của khu vực doanh nghiệp của Việt Nam được quyết định theo cơ chế thị trường. Việc thả nổi tỉ giá sẽ giúp sự biến động của giá cả của các mặt hàng trong nước cân bằng với sự biến động của giá cả các mặt hàng trên thế giới, qua đó giúp nền kinh tế phân bổ tối ưu hơn (Friedman, 1953). Thứ hai, độ mở kinh tế của Việt Nam lớn, nhưng lại không bị lệ thuộc mạnh vào một đối tác cụ thể nào, nên việc thả nổi tỉ giá sẽ không những không khiến Việt Nam bị tác động mạnh bởi các cú sốc từ thị trường tiền tệ bên ngoài, mà còn giúp Việt Nam ngăn chặn tốt các cú sốc từ thị trường hàng hóa quốc tế (Fleming, 1962; Mundell, 1963).

Tuy nhiên, để chính sách tỉ giá thả nổi có kiểm soát thực sự phát huy tác dụng, làm nâng uy tín của VND, thì Việt Nam cần phải chuẩn bị thêm một số điều kiện khác. Khi từ bỏ cơ chế neo tỉ giá NHNN buộc phải tìm một ‘mỏ neo’ khác để thực thi các chính sách tiền tệ. Có hai ‘mỏ neo’ mà NHTW các nước tìm đến: kiểm soát cung tiền và kiểm soát lạm phát theo mục tiêu định trước (inflation targets). Như Masson *et al.* (1997) chỉ ra, việc theo đuổi chính sách kiểm soát lạm phát mục tiêu đòi hỏi NHTW phải độc lập, tức một ngân hàng hoạt động dựa trên các nguyên tắc công khai, không bị tác động bởi các chính sách tài khóa và các tổ chức kinh tế, tài chính trên thị trường¹¹. Những công cụ hiện đại của một

¹¹ Có bốn tiêu chí để xác định tính độc lập của một ngân hàng trung ương (Walsh, 2005):

NHTW độc lập như liệt kê trong phần phụ lục 4.A3 cần được áp dụng minh bạch và phổ biến rộng rãi.

Một điều kiện khác để cơ chế tỉ giá thả nổi có thể vận hành một cách suôn sẻ, giúp nền kinh tế phân bổ nguồn lực hiệu quả, là cần phải hiện đại hóa thị trường ngoại hối. Ngoại tệ là một loại tài sản. Một khi được cho phép, tỉ giá thả nổi ngoại tệ sẽ được các chủ thể kinh tế tham gia thị trường mua bán trao đổi tương tự các sản phẩm tài chính khác như chứng khoán và vàng. Sự xuất hiện các công cụ phái sinh và các định chế tài chính trung gian liên quan đến tỉ giá sẽ giúp các chủ thể kinh tế hạn chế rủi ro. Như Nguyễn Trần Phúc (2009) chỉ ra, thị trường ngoại hối của Việt Nam vẫn chủ yếu là các giao dịch trực tiếp; các sản phẩm phái sinh liên quan đến ngoại hối hầu như chưa được đưa vào; tổng giá trị giao dịch ngoại hối vẫn ở mức rất thấp so với các nước trong khu vực; và trên thị trường liên ngân hàng, NHNN vẫn chiếm phần lớn các giao dịch trên thị trường. Đây sẽ là những vấn đề mà các cơ quan có thẩm quyền phải giải quyết nếu muốn có một thị trường ngoại hối sôi động và hiệu quả thực sự.

Những lưu ý cuối cùng

Như đã phân tích ở trên, hiện tại Việt Nam chưa hội đủ hết các điều kiện để chế độ tỉ giá thả nổi có quản lý phát huy được tác dụng. Xây dựng Ngân hàng Trung ương độc lập và thị trường ngoại hối hiện đại là những nhiệm vụ tuy có tính trung hạn nhưng không thể không bắt đầu ngay để chuyển sang chế độ tỉ giá mới hiệu quả hơn.

Tuy nhiên, trong quá trình chuẩn bị các điều kiện còn thiếu, trong ngắn hạn, NHNN cũng cần có những biện pháp nhằm giảm bớt những hạn chế của cơ chế điều hành tỉ giá hiện tại. Điều hành tỉ giá chỉ có tác động trong ngắn hạn. Bởi vậy, nếu không có các phản ứng linh hoạt theo thị trường thì việc can thiệp vào tỉ giá (như việc sử dụng công cụ biên độ thay cho việc nâng tỉ giá chính thức trước sức ép của thị trường vào tháng 3 năm 2009) chỉ làm nhiều và trầm trọng thêm các vấn đề của nền kinh tế. Trên thị trường ngoại hối, niềm tin và tâm lí rất quan trọng cho việc ổn định tỉ giá. Vì thế, NHNN nên công khai thường kỳ chính sách

- *Độc lập về mặt luật pháp*: ngân hàng trung ương cần có địa vị pháp lí rõ ràng trong mối quan hệ với chính phủ và quốc hội. Xác định về mặt luật pháp cơ quan (chính phủ hoặc quốc hội) cũng như các lĩnh vực cụ thể mà NHTW sẽ phải giải trình.

- *Độc lập về mục tiêu*: NHTW có toàn quyền quyết định các mục tiêu chính sách của mình: kiểm soát lạm phát, kiểm soát cung tiền, hay ổn định tỉ giá. Các mục tiêu này thường được NHTW công bố công khai và được theo đuổi một cách nhất quán.

- *Độc lập về sử dụng công cụ*: NHTW được toàn quyền lựa chọn các công cụ phù hợp để đạt được mục tiêu chính sách của mình.

- *Độc lập về quản lí*: NHTW được độc lập trong việc lựa chọn nhân sự và tổ chức bộ máy hành chính của mình mà không chịu sự chi phối của chính phủ.

điều chỉnh tỉ giá của mình cho công chúng và những nhà đầu tư, tăng cường hơn nữa tính minh bạch trong điều hành tỉ giá. Đồng thời điều chỉnh tỉ giá phải đi kèm với việc kiểm soát lạm phát, nếu không sẽ sa vào vòng xoáy điều chỉnh tỉ giá - lạm phát - điều chỉnh tỉ giá, không những không có tác dụng mà còn có hại cho nền kinh tế.

Đầu năm 2010, mặc dù NHNN đã thực hiện phá giá VND khoảng 3,3% trong Quý I, sức ép mất giá của VND còn khá lớn. Vào thời điểm hiện tại (tháng 4/2010), tỉ giá có xu hướng giảm do việc gia tăng cung ngoại tệ xuất phát từ chênh lệch lớn giữa lãi suất đồng ngoại tệ và lãi suất đồng nội tệ. Tuy nhiên, trong năm nay, áp lực mất giá của VND còn lớn hơn và sẽ đảo chiều xu hướng lên giá hiện tại do những nguyên nhân sau: (i) lãi suất đồng nội tệ sẽ giảm, dẫn đến giảm sức hấp dẫn từ chênh lệch lãi suất, (ii) chênh lệch giữa tỉ giá thực và tỉ giá thực hữu hiệu với tỉ giá danh nghĩa còn khá lớn (như tính toán ở phần trên), (iii) sự hồi phục của nền kinh tế Mỹ sẽ đi kèm với việc tăng lãi suất và đồng USD lại mạnh lên tương đối, (iv) thâm hụt cán cân vãng lai ít có khả năng được cải thiện mạnh, và (v) cuối năm sẽ là thời điểm đáo hạn nợ ngoại tệ của các khoản vay hiện tại và sẽ khiến cung ngoại tệ giảm sút. Cùng với tình trạng dự trữ ngoại hối giảm sút, năm yếu tố kể trên nếu xảy ra đồng thời có thể sẽ dẫn đến một cuộc khủng hoảng thanh khoản ngoại tệ nhỏ nếu chính sách tỉ giá không được điều hành một cách linh hoạt.

Việt Nam có thể vẫn cần điều chỉnh tỉ giá theo hướng làm đồng nội tệ yếu đi để khuyến khích xuất khẩu và hạn chế nhập khẩu. Các biện pháp can thiệp khác như hàng rào thuế quan, hàng rào kỹ thuật, kiểm soát các dòng ngoại tệ, sử dụng hiệu quả quỹ dự trữ ngoại hối v.v... vẫn cần tiếp tục sử dụng ở mức độ hợp lý để giảm bớt sức ép phá giá đồng nội tệ.

Tài liệu tham khảo

- Bank for International Settlements (2007), “Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2007 – Final Results,” December 2007.
- Calvo, G. và C. Reinhart (2002), “Fear of Floating,” *Quarterly Journal of Economics*, 117, pp. 379–408.
- Camen, U. (2006), “Monetary Policy in Vietnam: The Case of a Transition Country,” *BIS Working Paper No. 31*. Bank for International Settlement, Basel.
- Eichengreen B. (2009), “The dollar dilemma,” *Foreign Affairs*, September/October 2009.
- Fleming M. (1962), “Domestic Financial Policies under Fixed and Floating Exchange Rates,” *IMF Staff Papers* 9: 369–77.
- Friedman M. (1953), “The Case for Flexible Exchange Rates,” *Essays in Positive Economics*, University of Chicago, 157–201.
- IMF (2000). *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*.
- IMF (2008). *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*.
- IMF (2009a), “World Economic and Financial Surveys – World Economic Outlook Database,”.
- IMF (2009b), “World Economic Outlook – Sustaining the Recovery”.
- Krugman P. (2009), “China’s dollar trap”, *The New York Times*, April 2, 2009.
- Mai Thu Hiền (2007). “Solutions for Exchange Rate Policy of Transition Economy of Vietnam,” *Doctoral dissertation*, Martin Luther Universität.
- McKinnon M. (1963), “Optimum Currency Areas” *American Economic Review* 53: 717–25.
- Mundell R. (1961), “A Theory of Optimum Currency Areas,” *American Economic Review* 51: 657–65.
- Mundell, R. (1963), “Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates,” *Canadian Journal of Economics and Political Science* 29: 475–85.
- Nguyễn Đức Thành *et al.* (2009), *Báo cáo Kinh tế Thường niên 2008*, VEPR.
- Nguyễn Trần Phúc (2009), “Implications of Exchange Rate Policy for Foreign Exchange Market Development: Vietnam, 1986-2008,” Griffen University, Úc.

- Nguyễn Trần Phúc và Nguyễn Đức-Thọ, (2009), “Exchange Rate Policy in Vietnam, 1985-2008,” *ASEAN Economic Bulletin*, Vol. 26, No. 2, pp. 137-163.
- Rogoff K.S., A.M. Husain, A. Mody, R. Brooks, và N. Oomes (2004), *Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes*, IMF: Washington DC.
- Tổng cục thống kê (2009), *Số liệu thống kê*.
- Võ Trí Thành, Đinh Hiền Minh, Đỗ Xuân Trường, Hoàng Văn Thanh và Phạm Chí Quang (2000), “Exchange Rate Arrangement in Vietnam: Information Content and Policy Options,” *East Asian Development Network (EADN), Individual Research Project*.
- Walsh, C.E. (2005), “Central Bank Independence,” *New Palgrave Dictionary of Economics*.
- WTO (2009), *Statistics database*.

Phụ lục bài nghiên cứu

Hộp 1. Phương pháp và kết quả dự báo tỉ giá ngắn hạn

Chúng tôi dự báo tỉ giá trong ngắn hạn, dựa trên mô hình tiền tệ của tỉ giá có tính đến điều kiện ngang giá lãi suất không phòng ngừa (UIP) trong dài hạn. Xuất phát điểm là mô hình tiền tệ của tỉ giá, với giả định không có chi phí trong giao dịch thương mại quốc tế, thì điều kiện cân bằng sức mua (PPP) là: $vt = pt - p^*t$, trong đó pt , p^*t là log của chỉ số giá trong nước và chỉ số giá nước ngoài, vt là log của tỉ giá danh nghĩa. Tuy nhiên, thực tế giao thương mất chi phí nên điều kiện PPP không thể luôn được thỏa mãn, vì thế có khái niệm tỉ giá thực: $rt = vt - pt + p^*t$. Trong điều kiện PPP, tỉ giá thực sẽ có tính dừng và dao động quanh một giá trị cố định trong ngắn hạn. Tuy nhiên những cú sốc về lãi suất trong ngắn hạn có thể làm tỉ giá thực không tuân theo PPP trong một thời gian dài, và ở đây điều kiện UIP phát huy tác dụng.

Cụ thể, theo điều kiện UIP, sự chênh lệch lãi suất sẽ là dự báo tốt cho sự thay đổi tỉ giá: $\Delta v_{t+1}^* = i_t - i_t^*$, trong đó Δv_{t+1}^* là tỉ lệ mất giá dự kiến từ kỳ t đến kỳ $t+1$, i_t và i_t^* là lãi suất trong nước và nước ngoài.

Giả định trong dài hạn, tài khoản vãng lai (ca) phụ thuộc vào điều kiện PPP trong khi tài khoản vốn (ka) phụ thuộc vào điều kiện UIP. Theo đó cán cân thanh toán được xác định như sau: $ca_t + ka_t = \gamma (v_t + p^*_t - p_t) - \lambda (i_t - i_t^* - \Delta v_{t+1}^*) = 0$, trong đó γ là hệ số co giãn của xuất khẩu ròng theo năng lực cạnh tranh của nền kinh tế, λ thể hiện sự linh hoạt của các dòng vốn ra vào. Giả định trong dài hạn, $\Delta v_{t+1}^* = 0$, phương trình trên sẽ cho kết quả tỉ giá danh nghĩa dài hạn như sau: $vt = pt - p^*t - w (it - i^*t)$, trong đó $w = \gamma/\lambda$. Phương trình trên cho thấy tỉ giá danh nghĩa là một hàm số của chênh lệch mức giá và chênh lệch lãi suất giữa hai nước, với mức độ điều chỉnh theo chênh lệch lãi suất được xác định qua chỉ số w .

Trong bước thực nghiệm, chúng tôi giả định vector $z_t = (vt, pt, p^*t, it, i^*t)$ có thể được biểu diễn lại thông qua mô hình VECM. Các biến sử dụng trong phân tích này bao gồm log của tỉ giá danh nghĩa (VND/USD), log của chỉ số CPI của Việt Nam và Mỹ, và lãi suất trái phiếu (T-bill) của Việt Nam và Mỹ. Chúng tôi dùng số liệu theo quý từ Q1/1997 đến QIV/2009 (chiết xuất và tính toán từ IFS, SBV và các nguồn khác), và đã được điều chỉnh mùa theo phương pháp trung bình trượt. Kiểm định về tính dừng (ADF-test) cho thấy các chuỗi số liệu trên tuân theo I(1), và có mối quan hệ đồng liên kết (cointegration) trong dài hạn. Mô hình VAR với độ trễ là 4 sẽ được ước lượng (dựa trên tiêu chuẩn LR, FPE, và HQ), để xác định cân bằng dài hạn của tỉ giá, từ đó ước lượng mô hình VECM để dự báo ngắn hạn.

Hộp 2. Một số phương pháp và kết quả dự báo tỉ giá các đồng tiền lớn của giới chuyên gia tài chính

Giới đầu tư chuyên nghiệp thường sử dụng hai phương pháp dự báo tỉ giá chính. Phương pháp thứ nhất dùng các mô hình kinh tế và số liệu kinh tế (fundamental) để dự báo tỉ giá các đồng tiền chính theo xu hướng và diễn biến kinh tế vĩ mô của các nước. Phương pháp này thường đưa ra dự báo dài hạn, từ 3 tháng đến 3-5 năm, và có tính chất định hướng nhiều hơn là để quyết định đầu tư.

Phương pháp thứ hai dùng phân tích kỹ thuật (technical analysis) dự báo xu hướng tỉ giá dựa vào đồ thị và các chỉ số kỹ thuật của một đồng tiền trong quá khứ. Phương pháp này đưa ra dự báo ngắn hạn (dưới 1 tuần) và cả các mức giá tham chiếu (support/resistance) để giúp các nhà đầu tư đề ra chiến thuật ngắn hạn. Phân tích kỹ thuật không dựa vào các mô hình kinh tế mà dựa vào tâm lý và thói quen của thị trường. Theo một cuộc khảo sát của Citigroup, có khoảng 70-90% các nhân viên kinh doanh (trader) của các quỹ ngoại hối sử dụng phương pháp thứ hai. Tuy nhiên hầu hết các ngân hàng đầu tư lớn đều có mô hình tỉ giá theo phương pháp thứ nhất để tư vấn cho khách hàng. Sau đây là ba ví dụ thực tế về dự báo tỉ giá dựa vào hai phương pháp nói trên. Mô hình GSDEER của Goldman Sachs hoàn toàn dựa trên lý thuyết kinh tế, dự báo của FX360 hoàn toàn dựa trên phân tích kỹ thuật, và dự báo của UBS kết hợp cả hai phương pháp nói trên.

Mô hình GSDEER được xây dựng trên nguyên tắc xác định tỉ giá dựa vào các biến số về điều kiện thương mại (term of trade), năng suất lao động (productivity) và nguyên lý cân bằng sức mua (PPP). Mô hình này được áp dụng cho một tập hợp (panel) các đồng tiền quan trọng và ước lượng bằng kỹ thuật DOLS. Dự báo tỉ giá từ mô hình này có tính chất lý thuyết, nghĩa là tỉ giá phản ánh các yếu tố kinh tế dài hạn nên các dự báo không phản ánh được nhiều yếu tố tác động ngắn hạn. Đến thời điểm cuối tháng 9/2009, GSDEER đưa ra các dự báo sau cho một vài đồng tiền lớn:

	QIV/2009	QI/2010	QIV/2010
EUR	1,19	1,19	1,19
JPY	113,18	114	113,75
GBP	1,54	1,56	1,53
CNY	6,93	7,06	7

Phân tích kỹ thuật của các chuyên gia FX360 đưa ra các dự báo sau, chủ yếu cho ngắn hạn (dưới một tháng):

	Ngưỡng kháng cự	Ngưỡng chống đỡ
EUR	1,4703	1,4425
JPY	105,6	87,12
GBP	1,7331	1,5272

Phân tích tổng hợp của UBS, có tính đến các yếu tố kinh tế vĩ mô như mức độ chuộng rủi ro (risk appetite), nợ chính phủ (national debts), dòng vốn quốc tế (capital flow),... đưa ra một số dự báo như sau vào cuối tháng 9/2009:

	1 tháng	3 tháng	12 tháng
EUR	1,45	1,35	1,50
JPY	85	90	90
GBP	1,63	1,52	1,67

Hộp 3. Các công cụ của một ngân hàng Trung ương hiện đại

Công cụ thực thi chính sách tiền tệ:

- Lãi suất định hướng liên ngân hàng, được hiểu là lãi suất mà các NHTM cho vay lẫn nhau trên thị trường liên ngân hàng cho các khoản vay qua đêm. NHTW điều chỉnh lãi suất này thông qua các hoạt động thị trường mở dưới hình thức mua bán trực tiếp trái phiếu chính phủ và/hoặc tham gia vào các hợp đồng mua bán lại (repos) trái phiếu chính phủ với các Ngân hàng Thương mại.

- Lãi suất NHTW trả cho các khoản dự trữ (reserves) của các Ngân hàng Thương mại gửi trong tài khoản tại NHTW. Có thể phân biệt lãi suất cho dự trữ bắt buộc (required reserve) và lãi suất cho dự trữ tăng thêm (excess reserves).

- Lãi suất tái chiết khấu (discount rate) là lãi suất mà NHTW cho vay cho các Ngân hàng Thương mại và các tổ chức tài chính trong diện được vay từ NHTW. Gần đây một số NHTW cho các Ngân hàng Thương mại vay thanh khoản trong ngày với lãi suất rất thấp, có trường hợp bằng không, để tránh áp lực lên lãi suất định hướng và lãi suất tái chiết khấu.

- Định mức tỉ lệ dự trữ bắt buộc, nghĩa là tỉ lệ dự trữ bắt buộc trên tổng số tiền gửi của mỗi Ngân hàng Thương mại.

- Trái phiếu NHTW, nghĩa là các loại trái phiếu do NHTW phát hành cho mục đích điều hành thanh khoản.

- Các khoản cho vay đột xuất cho các tổ chức thương mại và phi thương mại trong điều kiện thị trường tài chính bị khủng hoảng.

Công cụ thực thi chính sách ngoại hối:

- Mua bán trực tiếp trên thị trường ngoại hối trong nước và quốc tế: spot và forward.

- Sử dụng repos để cung cấp thanh khoản ngoại tệ cho thị trường trong nước.

- Tham gia các hợp đồng swap ngoại tệ với các tổ chức tài chính trong nước.

- Mua bán trái phiếu Chính phủ Việt Nam định giá bằng ngoại tệ trong nước và quốc tế.

- Cho vay ngoại hối cho các tổ chức tín dụng trong nước.

- Hoán đổi ngoại tệ và SDR trong khuôn khổ IMF, đàm phán vay ngoại tệ trực tiếp từ IMF và các tổ chức tài chính quốc tế khác.

- Đàm phán và thực thi các hoạt động phối hợp quốc tế nhằm ổn định tỉ giá và hệ thống tài chính (swap lines, vay và cho vay giữa các NHTW như Chiangmai Initiative.)

Công cụ thực thi chính sách quản lí dự trữ ngoại hối:

- Mua bán trực tiếp trên thị trường ngoại hối trong nước và quốc tế: spot và forward.
- Mua bán các loại tài sản tài chính định giá bằng ngoại tệ (theo danh mục cho phép) trong nước và quốc tế.
- Mua bán vàng (spot và forward) trong nước và quốc tế.
- Mua bán các sản phẩm derivatives để quản lí rủi ro, tuy nhiên không được phép mua vì mục đích đầu cơ (zero leveraged).



TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU KINH TẾ VÀ CHÍNH SÁCH



TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ
ĐẠI HỌC QUỐC GIA HÀ NỘI

LIÊN HỆ

Trung tâm Nghiên cứu Kinh tế và Chính sách (VEPR)

Trường Đại học Kinh tế, Đại học Quốc Gia Hà Nội

Địa chỉ: Phòng 704, nhà E4
144 Xuân Thủy, Cầu Giấy
Hà Nội, Việt Nam

Tel: (84-4) 3 754 7506 (704)

Fax: (84-4) 3 754 9921

Email: info@vepr.org.vn

Website: www.vepr.org.vn

© 2010 Trung tâm Nghiên cứu Kinh tế và Chính sách

Trường Đại học Kinh tế, Đại học Quốc Gia Hà Nội