

# Những dấu hiệu khủng hoảng tỷ giá và một số giải pháp phòng chống

NGUYỄN THANH BÌNH

**T**rong những năm gần đây nền kinh tế Việt Nam có mức tăng trưởng cao, các chỉ số kinh tế vĩ mô cũng biến động mạnh theo hướng phát triển của nền kinh tế tăng trưởng nóng. Thị trường chứng khoán khởi sắc năm 2006 làm gia tăng làn sóng đầu tư nước ngoài, thúc đẩy sự gia tăng mạnh của luồng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài (FII). Luồng vốn FII đã góp phần cải thiện cán cân tổng thể của Việt Nam, tài trợ cho thâm hụt thương mại và thể hiện sự hấp dẫn của nền kinh tế với nhà đầu tư nước ngoài. Tuy nhiên, luồng vốn FII cũng gây ra những khó khăn trong quản lý ngoại hối, tạo nguy cơ bất ổn tỷ giá, là tác nhân gây khủng hoảng tiền tệ. Do vậy, việc theo dõi các dấu hiệu khủng hoảng tỷ giá, thực hiện các giải pháp phòng chống khủng hoảng cần được quan tâm đặc biệt ngay khi dòng vốn FII gia tăng.

## 1. Dấu hiệu khủng hoảng tỷ giá

Khủng hoảng tỷ giá xảy ra do sự mất cân đối cung cầu ngoại tệ trong nền kinh tế và

dự trữ ngoại hối, vay nợ của Chính phủ không đủ đáp ứng nhu cầu ngoại tệ trong nước dẫn đến mất khả năng kiểm soát tỷ giá và buộc phải thả nổi tỷ giá. Khủng hoảng tỷ giá làm đồng nội tệ bị mất giá mạnh trong thời gian rất ngắn và quốc gia phải trả giá đắt để khắc phục hậu quả. Khủng hoảng tỷ giá xảy ra đối với các quốc gia bị thâm hụt vãng lai lớn, lạm phát cao và có chính sách kiểm chế tỷ giá, thường cố định tỷ giá với một đồng ngoại tệ trong một thời gian dài.

Số liệu thống kê cho thấy từ năm 2004 đến nay cán cân vãng lai, cán cân thương mại liên tục thâm hụt cao, kéo dài (xem bảng 1). Thâm hụt thương mại được tài trợ bằng các dòng vốn nước ngoài vào Việt Nam, dòng vốn này đã tăng đột biến từ năm 2007 đến đầu năm 2008. Mức lạm phát cao, tỷ giá ít được điều chỉnh trong thời gian dài, động thái các dòng ngoại tệ vào và ra khỏi quốc gia đã làm tích tụ những nguy cơ khủng hoảng tỷ giá, những nguy cơ này bao gồm:

**BẢNG 1: Một số chỉ tiêu cơ bản của cán cân thanh toán quốc tế của Việt Nam**  
Đơn vị tính: % GDP

Cán cân thanh toán quốc tế	2004	2005	2006	2007	Q1.2008
Cán cân tổng thể	1,9	4	7,1	14,3	3,70
Cán cân vãng lai	(3,5)	(0,9)	(0,3)	(9,8)	(7,2)
Cán cân thương mại	(8,5)	(4,6)	(4,6)	(14,6)	(9,5)
Chuyển giao vãng lai ròng	6,8	6,4	6,6	9	3,5
Cán cân vốn	6	5,8	5,1	26,4	9,3
FDI	3,5	3,6	3,8	9,3	2
FII	-	1,6	2,2	10,4	1,8
Khác	2,5	0,6	(0,9)	6,7	5,4
Vay trung hạn (chủ yếu ODA)	2,6	1,7	1,7	2,9	0,9
Vay ngắn hạn	-	(1,1)	(2,6)	3,8	4,6
Sai số	(0,6)	(0,9)	2,3	(2,3)	1,6

Nguồn: Viện Nghiên cứu quản lý kinh tế trung ương (CIEM) và IMF (trích từ báo cáo nghiên cứu của JP Morgan về ASEAN tháng 5-2008).

Nguyễn Thanh Bình, Ths, Công ty cổ phần Chứng khoán An Thành.

## Những dấu hiệu ...

*Thứ nhất, đồng Việt Nam bị định giá cao do chính sách neo tỷ giá vào đồng đôla Mỹ*

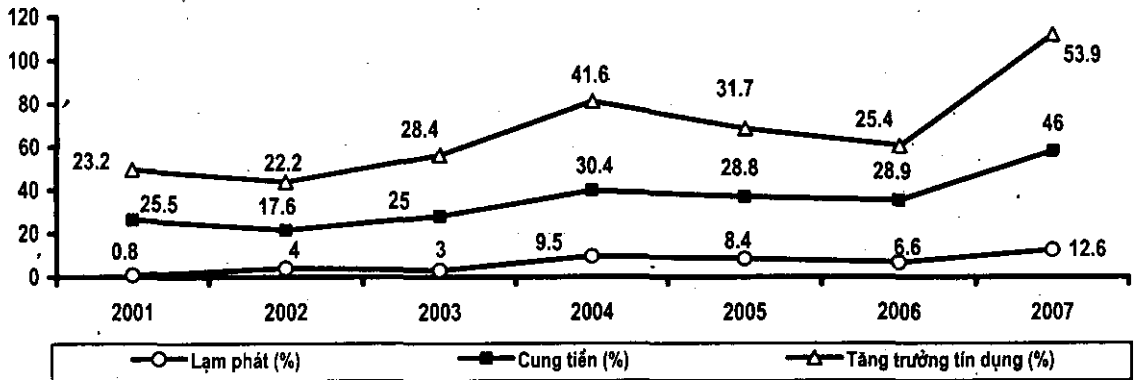
Tỷ giá thời điểm đầu năm 2004 là 15.660 đồng/USD so với thời điểm cuối 2007 là 16,060, trong 4 năm tỷ giá chỉ thay đổi 2,55%. Tính từ năm 2004 đến 2007 nền kinh tế Mỹ có mức lạm phát là 20,2% trong khi lạm phát giai đoạn này của Việt Nam là 53,8%. Như vậy, so với đầu năm 2004 tỷ giá thực tại thời điểm cuối năm 2007 đạt mức 19,973 đồng/USD, cao hơn tỷ giá danh nghĩa là 23%.

Với dòng ngoại tệ liên tục chảy vào Việt Nam trong những năm qua, neo tỷ giá sẽ mang lại lợi ích lớn cho nền kinh tế, nền kinh tế phải bỏ ra ít tiền đồng hơn để mua lượng ngoại tệ vào Việt Nam. Tuy nhiên, tỷ giá bị kiểm chế làm nội tệ bị định giá cao tạo ra nhiều tác động tiêu cực như: (i) hỗ trợ tích cực cho nhập khẩu, hạn chế xuất khẩu;

(ii) làm sai lệch quá trình phân bổ nguồn lực cho nên sản xuất nội địa; (iii) tăng thêm nguy cơ gây khủng hoảng tỷ giá.

*Thứ hai, lạm phát cao và tiếp tục gia tăng gây áp lực cho tỷ giá*

Từ năm 2001 đến năm 2006 nền kinh tế luôn có mức lạm phát một chữ số; tuy nhiên năm 2007 mức lạm phát đã tăng đến 12,6%. Lạm phát đạt mức kỷ lục trong năm 2008, chỉ số lạm phát tháng 5 năm 2008 tăng 25,4% so với cùng kỳ năm trước, chỉ trong năm tháng lạm phát cao hơn tỷ lệ này của cả năm 2007. Với mức lạm phát này, nếu tỷ giá tiếp tục neo giữ sẽ làm đồng nội tệ ngày càng bị định giá cao hơn tỷ giá thực, thâm hụt thương mại có khuynh hướng càng tăng cao và gây áp lực lại cho tỷ giá; nếu Chính phủ tiếp tục kiểm chế tỷ giá nguy cơ khủng hoảng càng được tích tụ.



*Thứ ba, thâm hụt thương mại lớn, trong thời gian dài tăng đột biến năm 2007.*

Thâm hụt thương mại liên tục diễn ra trong nhiều năm, khuynh hướng tăng giai đoạn 2004 -2007 và có xu hướng tiếp tục tăng cao trong năm 2008. Riêng 3 tháng đầu năm thâm hụt thương mại là 9,5% GDP; nếu tốc độ nhập khẩu không được hạn chế, năm 2008 có thể thâm hụt trên 25%. Đồng nội tệ được định giá cao càng khuyến khích nhập khẩu, hạn chế xuất khẩu càng làm gia tăng thâm hụt thương mại.

*Thứ tư, thâm hụt thương mại được tiếp sức bởi dòng vốn FII*

Trước năm 2005, thâm hụt thương mại được bù đắp bởi kiều hối và dòng vốn đầu tư FDI. Sau khi thị trường chứng khoán có bước đột phá năm 2006, dòng vốn FII tăng đột biến lên 10,4% GDP năm 2007 tương đương khoảng 7,38 tỷ USD và tiếp tục được tích lũy thêm 1,8% GDP trong quý 1 năm 2008. Cùng với dòng vốn FDI, dòng vốn FII là cấu thành chính của tài khoản vốn đang tài trợ cho cán cân vãng lai của Việt Nam.

Đặc điểm dòng vốn FII là rất linh hoạt, nhạy cảm với các biến số kinh tế vĩ mô, nếu dòng vốn FII đảo chiều, cộng hưởng với diễn biến vĩ mô xấu (lạm phát, lãi suất cao, tăng

## Những dấu hiệu ...

trường giảm...) sẽ gây áp lực lớn lên cán cân tổng thể và dễ dẫn tới khủng hoảng tỷ giá.

*Thứ năm, thâm hụt thương mại gia tăng cùng với mức tăng tiêu dùng tư nhân.*

Thâm hụt thương mại ở Việt Nam đang tăng mạnh, mức tăng này càng trở nên nguy hiểm và khó kiểm soát khi thâm hụt thương mại gia tăng cùng mức tăng chi tiêu tư nhân. Số liệu thống kê chi tiêu tư nhân cho thấy, mức độ tiêu dùng tư nhân có khuynh hướng gia tăng đột biến với mức tăng 7,2% năm 2006 và 13,2% năm 2007, trong khi mức tăng đầu tư là 8,6% và 12,2%. Nền kinh tế bị thâm hụt thương mại do tiêu dùng không tạo tiền đề để cải thiện cán cân thương mại và là nguy cơ gây mất ổn định trong tương lai.

*Thứ sáu, dòng vốn FDI hướng mạnh vào lĩnh vực bất động sản.*

Ngoài chứng khoán, nguồn vốn nước ngoài hướng mạnh đầu tư vào lĩnh vực bất động sản. Theo Thời báo Kinh tế Việt Nam (số 126, tr1), FDI đăng ký trong 5 tháng đầu năm 2008 là 15,3 tỷ USD trong đó 12,28 tỷ USD tập trung vào đầu tư bất động sản và khu vui chơi giải trí chiếm 83,4%, lĩnh vực công nghiệp chỉ chiếm 16,02% còn lại là lĩnh vực nông, lâm, ngư nghiệp, trong khi đó

đóng góp cho kim ngạch xuất khẩu được xếp hạng ngược lại.

Dòng vốn FDI hướng mạnh vào lĩnh vực bất động sản này sẽ thúc đẩy tiêu dùng trong nước và làm xấu thêm cán cân thương mại trong tương lai. Việc cho phép Việt kiều và người nước ngoài được mua nhà, căn hộ ở Việt Nam cũng chỉ làm tăng dòng vốn vào nền kinh tế trong ngắn hạn do tỷ trọng đầu cơ trong lĩnh vực này là khá cao.

*Thứ bảy, hiệu quả đầu tư thấp đặc biệt ở khu vực kinh tế quốc doanh.*

Trên quan điểm kinh tế, hiệu quả đầu tư đóng vai trò quyết định đối với sự bền vững của tăng trưởng, khả năng cạnh tranh của quốc gia và cán cân thanh toán quốc tế. Các biện pháp điều chỉnh vĩ mô sẽ không có ý nghĩa trong dài hạn nếu nền kinh tế phân bổ, sử dụng nguồn lực kém hiệu quả, lãng phí.

So sánh chỉ tiêu ICOR của Việt Nam và các nước trong khu vực Châu Á (bảng 2) cho thấy: hiệu quả đầu tư của Việt Nam khá thấp, chỉ cao hơn Malaixia giai đoạn 1981 - 1995. Ngoài các yếu kém của nền kinh tế đang phát triển, hiệu quả thấp một phần do nền kinh tế được bơm lượng vốn lớn trong thời gian ngắn làm giảm sự kiểm soát tính hiệu quả đầu tư gây lãng phí vốn.

**BẢNG 2 : Hiệu quả đầu tư của Việt Nam và một số nước Châu Á**

Nước	Giai đoạn	Tăng trưởng GDP (%/năm)	Tổng đầu tư (%GDP/năm)	ICOR
Hàn Quốc	1961 - 1980	7,9	23,3	3
Đài Loan	1961 - 1980	9,7	26,2	2,7
Indônêxia	1981 - 1995	6,9	25,7	3,7
Malaixia	1981 - 1995	7,2	32,9	4,6
Thái Lan	1981 - 1995	8,1	33,3	4,1
Trung Quốc	2001 - 2006	9,7	38,8	4
Việt Nam	2001 - 2006	7,6	33,5	4,4

*Nguồn: Báo cáo lựa chọn tăng trưởng - Đại học Havard.*

\* IMF, Báo cáo kinh tế khu vực Châu Á Thái Bình Dương, tháng 5-2008.

Hiệu quả đầu tư của các tập đoàn kinh tế nhà nước thấp hơn các khu vực kinh tế khác. Bằng chứng là các khoản vay nợ của các tổng công ty và các tập đoàn nhà nước chiếm 60% tổng mức tín dụng, các khoản vay của khu vực nhà nước và chiếm tới 70% tổng mức vay nợ nước ngoài, nhưng khu vực kinh tế quốc doanh chỉ tạo ra 40% GDP (theo Jonathan Pincus và Vũ Thành Tụ Anh, 5-2008, Vietnam: A Tiger in Turmoil, tạm dịch: Việt Nam: con hổ trong khủng hoảng).

Bảy nguyên nhân trên là triệu chứng của nền kinh tế bị khủng hoảng tiền tệ. Bài học khủng hoảng tài chính tiền tệ Thái Lan năm 1997 cho thấy, khi nguồn vốn FII đảo chiều cùng với nạn đầu cơ ngoại tệ, dự trữ ngân sách sẽ nhanh chóng bị cạn kiệt mặc dù Thái Lan có mức dự trữ không nhỏ. Quá trình điều chỉnh các chỉ số kinh tế vĩ mô và các chính sách kinh tế phòng chống nguy cơ khủng hoảng luôn phải được quan tâm, đặc biệt trong giai đoạn dòng vốn FII tăng trưởng mạnh.

### **2. Khủng hoảng tỷ giá chưa thể xảy ra trong ngắn hạn**

Nền kinh tế đang phải đối mặt với bất ổn vĩ mô lớn, các nguy cơ khủng hoảng tỷ giá đang dần trở nên nguy hiểm, nhưng Việt Nam vẫn có những tiền đề vững vàng để vượt qua khó khăn trong giai đoạn hiện nay:

*Thứ nhất*, Ngân hàng Nhà nước đã có mức dự trữ ngoại hối khá cao, ước tính khoảng 21,6 tỷ USD, mặt khác Việt Nam có thể được sự hỗ trợ ngoại hối từ các tổ chức tài chính quốc tế như IMF, WB, ADB... trong trường hợp khẩn cấp.

*Thứ hai*, quy mô dòng vốn giám tiếp còn thấp, dòng vốn FII mới vào Việt Nam được khoảng 3 năm với quy mô dưới 10 tỷ USD. So với mức độ dự trữ ngoại hối, quy mô dòng vốn FII chưa đạt 50%.

*Thứ ba*, dòng vốn nước ngoài vẫn tiếp tục gia tăng trong năm 2008 và chưa có dấu hiệu đảo chiều, thị trường chứng

khoán đã điều chỉnh sâu tạo sức hút với dòng vốn FII trong thời gian tới.

*Thứ tư*, chính sách quản lý ngoại hối vẫn khá chặt chẽ làm chậm quá trình rút vốn nước ngoài và hạn chế đầu cơ ngoại hối của doanh nghiệp trong nước khi tỷ giá biến động.

Trong ngắn hạn, khủng hoảng khó có thể xảy ra, tuy nhiên việc áp dụng các biện pháp phòng chống khủng hoảng, nâng cao hiệu quả đầu tư là cần thiết, cấp bách. Cùng với chính sách thắt chặt tài chính tiền tệ, dần dần nới lỏng tỷ giá phải được sớm thực hiện để tránh các hệ quả xấu trong tương lai.

### **3. Giải pháp phòng chống khủng hoảng tỷ giá**

Cùng với biến động của kinh tế thế giới, kinh tế Việt Nam đã xuất hiện bất ổn vĩ mô sau một chu kỳ tăng trưởng nóng. Từ đầu năm 2008, Ngân hàng Nhà nước và Chính phủ đã thực hiện một loạt các chính sách thắt chặt tài chính, tiền tệ với mục tiêu kiềm chế lạm phát; tuy nhiên chính sách kiềm chế lạm phát là chưa đủ. Để tạo sự ổn định vĩ mô cả bên trong và bên ngoài, đòi hỏi sự kết hợp đồng bộ các chính sách, trong đó chính sách tài chính, tiền tệ và tỷ giá đóng vai trò trung tâm. Trong ngắn hạn, những biện pháp phòng chống khủng hoảng tỷ giá có thể gia tăng lạm phát, nhưng chúng là biện pháp cần thiết để duy trì sự ổn định kinh tế vĩ mô:

*Giải pháp 1, nới lỏng tỷ giá theo hướng hỗ trợ xuất khẩu và giảm nhập khẩu.*

Điều chỉnh dần tỷ giá phù hợp với các chỉ số kinh tế vĩ mô khác như lạm phát, lãi suất là cần thiết để hạn chế thâm hụt thương mại và đề phòng khủng hoảng. Nới lỏng tỷ giá là biện pháp cần thiết và phù hợp với quy luật kinh tế. Mặc dù lạm phát có thể tăng thêm nhưng tiếp tục neo giữ đồng nội tệ lâu dài sẽ càng gây nhiều tác động tiêu cực cho nền kinh tế, bóp méo tỷ giá danh nghĩa làm cho các nguồn lực

phân bố sai lệch, lãng phí, thậm chí dẫn đến khủng hoảng, điều mà chúng ta sẽ phải trả giá đắt để khắc phục.

Khi điều chỉnh tỷ giá cần phải nghiên cứu định lượng mức độ co giãn của nhập khẩu, xuất khẩu với tỷ giá, đồng thời xem xét tác động tỷ giá với lạm phát và các biến số kinh tế vĩ mô khác. Điều chỉnh tỷ giá phải thực hiện linh hoạt, cần tránh gây những cú sốc mạnh về tỷ giá.

*Giải pháp 2, hạn chế nhập khẩu những mặt hàng tiêu dùng đắt tiền và hỗ trợ xuất khẩu.*

Xem xét cơ cấu nhập khẩu, hạn chế nhập khẩu những mặt hàng tiêu dùng đắt tiền. Cần áp dụng những biện pháp hạn chế tiêu dùng tư nhân; các trường hợp bị hạn chế bởi quy định thuế quan của WTO có thể sử dụng thuế tiêu thụ đặc biệt, thuế đăng ký, lưu hành (đối với ô tô)... Kết hợp với các chính sách tuyên truyền để hạn chế chi tiêu, tăng mức đầu tư phát triển kinh doanh.

Tăng cường các chính sách hỗ trợ các ngành hàng chế biến, công nghiệp phục vụ xuất khẩu mà Việt Nam có lợi thế và có sức cạnh tranh. Nghiên cứu các biện pháp hỗ trợ công nghệ, tìm kiếm thị trường, tín dụng, ưu đãi thuế... tạo đà phát triển ổn định cho các ngành hàng xuất khẩu.

*Giải pháp 3, hoạch định cơ chế hấp thụ, sử dụng hiệu quả dòng vốn FII.*

Dòng vốn FII thể hiện lòng tin của giới tài chính quốc tế với nền kinh tế Việt Nam, tuy nhiên, tính chất linh hoạt của dòng vốn này đòi hỏi phải có chiến lược hấp thụ vốn hiệu quả, hợp lý. Cần hoạch định chiến lược hấp thụ, cơ chế tích lũy, hàng hóa sử dụng dự trữ (vàng, ngoại tệ nào?) trong thời kỳ dòng vốn này tăng trưởng mạnh. Nếu có chiến lược dự trữ đúng đắn sẽ gia tăng hiệu quả kinh tế, tăng cường vai trò của Ngân hàng Nhà nước, tích lũy nguồn vốn ngoại tệ cần thiết để hạn chế bất ổn khi dòng vốn FII này đảo chiều.

*Giải pháp 4, tiếp tục thắt chặt tiền tệ, tài chính và kiểm soát tăng trưởng tín dụng.*

Kiểm chế lạm phát là ưu tiên hàng đầu của Việt Nam. Thắt chặt tiền tệ, tài chính có thể ảnh hưởng tăng trưởng, ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán, nhưng thắt chặt tiền tệ và ổn định hệ thống ngân hàng thương mại là biện pháp cấp bách phải thực hiện để ổn định kinh tế vĩ mô. Các biện pháp tiền tệ ban hành từ đầu năm 2008 tiếp tục được duy trì đến khi có tác động nhất định đến các chỉ số vĩ mô.

Hạn chế bội chi ngân sách cần tiếp tục được duy trì cùng với gia tăng kiểm soát đầu tư công cộng. Các dự án lớn cần được đánh giá hiệu quả sau khi đưa vào hoạt động, trường hợp cần thiết có thể thuê các tổ chức nghiên cứu nước ngoài cung cấp các dịch vụ này.

*Giải pháp 5, tăng cường hiệu quả sử dụng nguồn lực của các tập đoàn quốc doanh.*

Các tập đoàn quốc doanh vẫn đang chi phối nhiều ngành của nền kinh tế, việc nâng cao hiệu quả đầu tư của khối này đóng vai trò quyết định cho sự tăng trưởng và ổn định vĩ mô. Cần nghiên cứu hiệu quả của khu vực kinh tế này, tiếp tục tiến trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước, thúc đẩy tiến trình xã hội hóa các lĩnh vực cung ứng dịch vụ công cộng nhà nước đang nắm tỷ trọng chi phối.

*Giải pháp 6, hạn chế đầu tư bất động sản.*

Trong dài hạn, nếu dòng vốn nước ngoài và vốn đầu tư trong nước tập trung quá nhiều vào lĩnh vực bất động sản cao cấp sẽ lãng phí vốn, mất ổn định vĩ mô. Bất động sản là nhu cầu thiết yếu của dân cư, nhưng bất động sản phục vụ tiêu dùng không tạo ra sản phẩm vật chất trong khi lượng vốn đầu tư cao, dễ gây lãng phí, thậm chí gây khủng hoảng tín dụng. Do vậy, cần nghiên cứu nhu cầu bất động sản

để định hướng đầu tư hợp lý, đảm bảo hiệu quả đầu tư. Duy trì kiểm soát tín dụng bất động sản để hạn chế hiệu ứng đầu cơ do được tiếp sức bởi tín dụng.

*Giải pháp 7, tiếp tục chế độ quản lý ngoại hối chặt chẽ.*

Bãi bỏ kiểm soát ngoại hối có thể thu hút thêm các nguồn vốn nước ngoài nhưng dễ gây nguy cơ khủng hoảng tài chính do quy mô nền kinh tế nhỏ, sức mạnh của Ngân hàng Nhà nước chưa cao. Pháp lệnh ngoại hối không cho phép các doanh nghiệp trong nước được trực tiếp vay vốn nước ngoài. Hơn nữa quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp chưa lớn, dòng vốn FII tập trung đầu tư vào công cụ vốn nên sẽ hạn chế sự tháo lui (nếu có) của dòng vốn này.

Quản lý ngoại hối chặt chẽ sẽ giảm bớt hiện tượng đầu cơ ngoại tệ khi thị trường có biến động, do các doanh nghiệp không

được phép sử dụng tiền đồng để mua ngoại tệ làm giảm cầu ngoại tệ. Do vậy, công tác thanh tra, kiểm tra và xử lý mạnh tay các vi phạm pháp lệnh ngoại hối cần phải đẩy mạnh./.

### TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Business Mornitor International (BMI), Q2/2008, The Vietnam business forecast report (Báo cáo dự báo kinh doanh ở Việt Nam).
2. IMF, Regional Economic Outlook, Asia and Pacific (Viễn cảnh kinh tế khu vực Châu Á Thái Bình Dương), tháng 4-2008.
3. JP Morgan, 23-5-2008, ASEAN: Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, Thailand, Vietnam.
4. Nguyễn Văn Tiến, 2003, Tài chính quốc tế trong nền kinh tế mở, tái bản lần 2, Nxb Thống kê.
5. Stanley Fisher and Rudiger Donrnbusch, 1994, Macroeconomic (Kinh tế vĩ mô), Xuất bản lần thứ 6, Nxb Mc Graw-Hill.
6. WB, 2008, East Asian testing time ahead (Đông Á thời điểm thử thách ở phía trước).