

*LTS: Tỷ giá hối đoái và thị trường ngoại hối đóng vai trò quan trọng đối với sự phát triển và ổn định kinh tế tài chính tiền tệ vĩ mô của mỗi quốc gia, nhất là đối với một nước có độ mở nền kinh tế lớn như Việt Nam. Trong bối cảnh khủng hoảng kinh tế toàn cầu và sự hồi sinh mạnh mẽ của chủ nghĩa bảo hộ như hiện nay, việc điều chỉnh chính sách tỷ giá hối đoái trở thành một vấn đề rất nhạy cảm. Đứng trước bối cảnh quốc tế mới, chịu ảnh hưởng sâu sắc của khủng hoảng kinh tế tài chính toàn cầu, vấn đề quan trọng hiện nay là cần có những điều chỉnh quan trọng, cả trong ngắn hạn, trung hạn và dài hạn trong hoạch định và điều hành các chính sách kinh tế vĩ mô, trong đó có chính sách tỷ giá hối đoái. Chuyên mục TCVM kỳ này sẽ cùng nhìn nhận và đánh giá về vấn đề: Lựa chọn điều chỉnh tỷ giá hối đoái ở Việt Nam.*

# Chính sách tỷ giá với tăng trưởng và ổn định kinh tế vĩ mô

**TS. NGUYỄN THỊ KIM THANH**

Viện trưởng Viện Chiến lược Phát triển ngân hàng

*Việc lựa chọn chính sách tỷ giá hối đoái phù hợp nhằm ổn định thị trường tài chính và nâng cao năng lực cạnh tranh của hàng hoá trong nước so với hàng hoá nước ngoài được các quốc gia trên thế giới rất chú trọng. Đối với Việt Nam, việc lựa chọn một chính sách tỷ giá hối đoái thích hợp cũng đã và đang là vấn đề đáng được quan tâm, đặc biệt trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế có nhiều dấu hiệu chưa bền vững và tình hình lạm phát gia tăng.*

**T**

ừ năm 2007, Việt Nam chính thức trở thành thành viên của WTO. Một biểu hiện rõ nét nhất ngay sau khi hội nhập là dòng vốn nước ngoài chảy vào nhiều, áp lực lạm phát gia tăng. Cũng như hầu hết các nước khi mở cửa hội nhập, Việt Nam đang phải đối mặt với hiện tượng “bộ ba bất khả thi”- tức là, với một tài khoản vốn mở, một quốc gia không thể đạt được cùng một lúc 2 mục tiêu ổn định lạm phát và ổn định tỷ giá (tỷ giá mục tiêu). Đó là khi dòng vốn nước ngoài vào nhiều, để ổn định tỷ giá, NHNN mua ngoại tệ, qua đó gây áp lực lạm phát. Các nỗ lực tăng lãi suất để làm giảm áp lực lạm phát đồng thời cũng làm tăng khả năng hút các nguồn vốn từ bên ngoài, vì vậy, tỷ giá

lại được nâng lên. Tác động hai chiều ngược nhau của chính sách này đã có ảnh hưởng mạnh trong môi trường hiện tại. Đối với các thị trường mới nổi, nơi mà thị trường tài chính và tiền tệ còn kém phát triển, thì hiện tượng “bộ ba bất khả thi” là vấn đề đặc biệt nghiêm trọng. Để giải quyết hợp lý 3 mục tiêu vĩ mô này, mỗi quốc gia có cách phản ứng khác nhau. Ví dụ như Thái Lan và Colombia đã lựa chọn áp dụng kiểm soát các nguồn vốn đi vào các nước này (tức là bỏ mục tiêu thứ 3 trong “bộ ba bất khả thi”). Trong khi đó thì Nga lại cho phép nâng giá đồng Rúp để làm giảm áp lực về lạm phát. Cho đến gần đây, hầu hết các nước châu Á đã nói lòng hơn mục tiêu về tỷ giá để đạt được

mục tiêu lạm phát.

Vấn đề đặt ra lúc này đối với Việt Nam là phải lựa chọn mục tiêu theo đuổi trong quản lý kinh tế vĩ mô để đảm bảo kinh tế tăng trưởng bền vững. Trong ba mục tiêu trên, kiểm soát lạm phát là mục tiêu số 1 không thể loại bỏ, còn vấn đề tỷ giá và kiểm soát dòng vốn cần có sự lựa chọn cho phù hợp để hạn chế đến mức thấp nhất ảnh hưởng của “bộ ba bất khả thi”.

Vậy cơ chế điều hành tỷ giá nào phù hợp với tình hình kinh tế và mức độ phát triển thị trường tài chính hiện nay của Việt Nam? Việc nghiên cứu các tác động của chính sách tỷ giá đối với nền kinh tế thời gian qua sẽ cho phép chúng ta tìm được câu trả lời phù hợp.



### Đánh giá tác động của chính sách tỷ giá

Có hai vấn đề quan trọng cần được xem xét khi lựa chọn cơ chế điều hành tỷ giá, đó là tác động của chính sách tỷ giá trên khía cạnh vĩ mô và vi mô. Xét về khía cạnh vĩ mô, một chính sách tỷ giá cần phải đảm bảo ổn định mức giá trong nước và ổn định thị trường tài chính. Về khía cạnh vi mô, chính sách tỷ giá cần phải duy trì khả năng cạnh tranh quốc tế của nền kinh tế, đảm bảo một vị thế cân cân thanh toán mạnh, theo đó chính sách tỷ giá gắn với các biến số kinh tế thực.

### Tác động vi mô

#### Tác động đến thị trường tiền tệ:

Diễn biến tỷ giá giai đoạn từ 1990 đến nay cho thấy bình ổn tỷ giá có tác động ổn định thị trường tiền tệ. Trong những giai đoạn tỷ giá không ổn định, có xu hướng lên hoặc xuống; lãi suất VND và USD ngược chiều thì xuất hiện những hiện tượng bất ổn thị trường tiền tệ, cụ thể như sau:

- Năm 1997 - nền kinh tế bị tác động bởi khủng hoảng tài chính của khu vực Đông Nam Á, Việt Nam buộc phải phá giá VND để hạn chế những tác động tiêu cực của cuộc khủng hoảng đến nền kinh tế Việt Nam. Đồng thời, để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, lãi suất VND có xu hướng giảm, cộng thêm lãi suất trên thị trường quốc tế có xu

hướng tăng nên đã xảy ra hiện tượng chuyển dịch từ VND sang USD, tỷ lệ tiền gửi USD/tổng tiền gửi tăng từ mức 33% năm 1997 lên mức 36,6% năm 2000 và 41% năm 2001. Ngược lại, các khoản vay bằng ngoại tệ/tổng dư nợ lại có xu hướng giảm từ mức 31,3% năm 1997, xuống 25,4% năm 1998, 16,1% năm 1999 20,6% năm 2000 và 21% năm 2001. Điều này có thể sẽ gây mất cân đối giữa nguồn vốn với sử dụng vốn của các NHTM, gây mất an toàn hoạt động của các NHTM.

- Ngược lại, trong năm 2007 và quý I/2008, VND có xu hướng lên giá do dòng vốn nước ngoài vào nhiều, lãi suất VND tăng cao bởi tác động của yếu tố cung cầu và lạm phát, và lãi suất USD có xu hướng giảm do ảnh hưởng của lãi suất thế giới, lúc này lại diễn ra hiện tượng chuyển dịch từ tiền gửi ngoại tệ sang VND: Tỷ trọng tiền gửi ngoại tệ/tổng tiền gửi từ mức 25,9% năm 2006 xuống 21,7% vào tháng 2/2008, trong khi đó cho vay bằng ngoại tệ/tổng dư nợ lại tăng mạnh từ mức 21% năm 2006 lên 23% vào tháng 2/2008.

Hiện nay, việc vay bằng ngoại tệ so với tổng nguồn huy động trên thị trường đang có dấu hiệu dư thừa nguồn ngoại tệ huy động (ngược với xu hướng của năm 2008), cần có những biện pháp để đẩy mạnh tín dụng ngoại tệ, nhằm giảm áp lực về thiếu nguồn ngoại tệ các doanh nghiệp nhập mua đáp ứng nhu

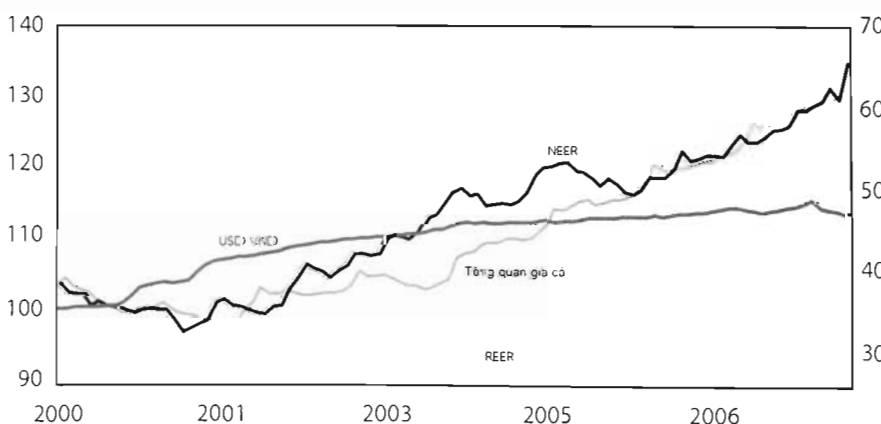
cầu thanh toán ( thay việc mua ngoại tệ bằng việc vay ngoại tệ). Trên thực tế NHNN đã đưa ra giải pháp để các NHTM hạ lãi suất huy động và cho vay ngoại tệ để khuyến khích các doanh nghiệp vay ngoại tệ, giảm áp lực giảm giá VND. Trước những biện pháp chính sách đó dư nợ cho vay bằng ngoại tệ trong tháng 5,6 và 7 đã có xu hướng tăng hơn so với các tháng trước, nhưng nguồn vốn huy động bằng ngoại tệ vẫn dư thừa so với mức cho vay. Vẫn biết rằng tín dụng ngoại tệ tăng, giảm chịu tác động của nhiều yếu tố, trong đó có nhu cầu nhập khẩu, nhưng nếu xem xét mối quan hệ giữa tăng trưởng tín dụng, tỷ giá, lãi suất và nhập khẩu trong cả giai đoạn từ năm 1992- tháng 6/2009 thì thấy yếu tố tác động mạnh nhất đến tăng, giảm dư nợ cho vay bằng ngoại tệ là tỷ giá trong mối quan hệ với lãi suất ngoại tệ và lãi suất VND.

Diễn biến trên cũng cho thấy, đối với Việt Nam, theo đuổi chính sách ổn định tỷ giá trong mối quan hệ với lãi suất có tác động ổn định thị trường tiền tệ. Ở đây cũng cần nói thêm là ổn định tỷ giá không có nghĩa là cố định tỷ giá danh nghĩa, mà là sự giao động của tỷ giá danh nghĩa xoay quanh giá trị thực của nó.

#### Tác động đến lạm phát:

Xét về phương diện lý thuyết, đối với nền kinh tế không bị đôla hoá, khi dòng vốn vào nhiều, nếu NHTW can thiệp để giữ ổn định tỷ giá danh nghĩa thì sẽ làm tăng cung tiền, gây áp lực lạm phát. Do vậy, để giảm áp lực lạm phát, NHTW không can thiệp, tỷ giá danh nghĩa được điều chỉnh theo quan hệ cung cầu, đồng bản tệ lên giá, lãi suất tự điều chỉnh tăng đến mức tạo sự cân bằng trên thị trường. Trường hợp Việt Nam, nền kinh tế bị đôla hoá, cho dù NHNN không can thiệp mua ngoại tệ thì áp lực tăng khối lượng tiền trong nền kinh tế vẫn cao, do trong phương tiện thanh toán của Việt Nam có cả ngoại tệ, khi không chuyển đổi ra VND thì ngoại tệ vẫn là nguồn cho vay

BIỂU ĐỒ 1: DIỄN BIẾN CỦA TỈ GIÁ THỰC, TỶ GIÁ DANH NGHĨA VÀ XUẤT NHẬP KHẨU



để tạo tiền tăng tổng phương tiện thanh toán. Thực tế trong năm 2007, NHNN thực hiện hút tiền về để trung hoà lượng tiền mua ngoại tệ, nhưng tổng phương tiện thanh toán vẫn cao và quý I/2008, NHNN hạn chế mua ngoại tệ, nhưng tín dụng vẫn tăng cao, nhất là tín dụng ngoại tệ tăng cao cũng có áp lực tăng tổng phương tiện thanh toán. Điều đó cho thấy rằng tác động của chính sách tỷ giá theo hướng để VND lên giá theo quan hệ cung cầu không có sự can thiệp của NHNN thì hiệu quả kiểm chế lạm phát không cao. Bên cạnh đó sự bất ổn định thị trường tài chính có thể xảy ra trước khi lạm phát được kiểm chế. Kết quả nghiên cứu qua mô hình kinh tế lượng của IMF từ năm 2004-2006 về tác động của tỷ giá thực hiệu quả đến lạm phát cho thấy: 1% giảm tỷ giá thực hiệu quả thì có tác động làm tăng lạm phát 0,12%. Nếu mô hình này đúng thì tác động của tỷ giá đến lạm phát là rất thấp.

#### Tác động vi mô:

Trên phương diện vi mô, ảnh hưởng của tỷ giá đến tăng trưởng kinh tế, thông qua mức tăng trưởng thương mại quốc tế của Việt Nam từ năm 2000 đến nay tỏ ra chưa rõ nét.

Biểu đồ 1 cho thấy, VND hiện đang được định giá cao hơn giá trị thực của nó do lạm phát của Việt Nam cao hơn lạm phát của 17 đối tác thương mại chính. Trong trường hợp này, về nguyên lý thì nhập khẩu sẽ tăng mạnh trong khi xuất khẩu sẽ không tăng, nhưng trên thực tế, xuất nhập khẩu của Việt Nam đều tăng mạnh qua các năm. Điều này cho thấy tác động của tỷ giá đến tăng trưởng là yếu. Sở dĩ như vậy là vì:

- Xuất khẩu của Việt Nam cũng như các nước khác chịu tác động rất nhiều của các yếu tố như: Thuế xuất khẩu, mức giá cả hàng hoá trong nước và nước ngoài, năng suất lao động của ngành hàng xuất khẩu, cơ cấu hàng xuất, chất lượng và mức độ đa dạng hoá chủng loại, công tác

tiếp thị, xúc tiến thương mại... Trong cơ cấu hàng xuất khẩu của Việt Nam thì dầu thô, hàng dệt may và gạo chiếm tỷ trọng tương đối lớn (khoảng trên 40%), mà giá trị xuất khẩu của các mặt hàng này chủ yếu dựa vào kết quả của hoạt động sản xuất và khả năng chiếm lĩnh thị trường quốc tế hơn là tỷ giá hối đoái.

- Đối với nhập khẩu, nước ta nhập khẩu chủ yếu là máy móc thiết bị và nguyên, nhiên vật liệu cho sản xuất (chiếm trên 90% giá trị nhập khẩu). Vì vậy, việc tăng giá trị nhập khẩu sẽ phụ thuộc nhiều vào chu kỳ tăng trưởng

do mức độ tác động yếu của tỷ giá đến lạm phát và tăng trưởng kinh tế, nên lựa chọn cơ chế điều hành tỷ giá hướng tới bình ổn thị trường tài chính hơn là hướng tới kiểm chế lạm phát cũng như tăng trưởng kinh tế.

Phân tích trên cho thấy, ổn định tỷ giá trong bối cảnh hiện nay là phù hợp với Việt Nam. Việc ổn định tỷ giá trong bối cảnh khủng hoảng cũng đã được nhiều nước áp dụng thành công như Thái Lan (1997). Theo Bộ trưởng Tài chính Thái Lan thì lập luận của việc xác định ổn định tỷ giá như là mục tiêu hàng đầu

## Không thể lựa chọn cơ chế tỷ giá thả nổi ngay lập tức mà cần phải có lộ trình cụ thể để đảm bảo ổn định thị trường tài chính.

kinh tế hơn là tỷ giá hối đoái.

Tuy nhiên, phân tích từng lĩnh vực xuất nhập khẩu cụ thể, nếu VND lên giá thì một số lĩnh vực cũng bị ảnh hưởng, nhưng tác động không lớn. Chẳng hạn khối doanh nghiệp xuất khẩu hàng nông, lâm, thủy sản là nhóm hàng chủ yếu sản xuất ở trong nước sẽ chịu tác động bất lợi hơn so với các doanh nghiệp sản xuất hàng gia công chế biến, lắp ráp linh kiện điện tử. Khối khai thác dầu khí chịu bất lợi khi VND lên giá, nhưng do giá thế giới lên cao, nên tác động không lớn.

### Cơ chế nào là phù hợp?

Như vậy, trong bối cảnh hội nhập và lạm phát đang gia tăng như vừa qua ở Việt Nam, việc lựa chọn cơ chế điều hành tỷ giá để đạt được mục tiêu kiểm chế lạm phát và ổn định thị trường tiền tệ là không đơn giản vì tình trạng đòla hoá. Điều đó cũng cho thấy không thể lựa chọn cơ chế tỷ giá thả nổi ngay lập tức mà cần phải có lộ trình cụ thể để đảm bảo ổn định thị trường tài chính. Mặc dù lạm phát là mục tiêu quan trọng hàng đầu, song

cho khôi phục kinh tế khi khủng hoảng kinh tế xảy ra là:

(1) Tỷ giá thiếu ổn định sẽ ảnh hưởng xấu tới hoạt động thương mại và đầu tư, đặc biệt đối với một nền kinh tế mở nhưng lại thiếu các công cụ phòng ngừa rủi ro tỷ giá hối đoái;

(2) Đồng tiền mất giá hơn nữa sẽ khiến các chủ nợ quốc tế ngại trong việc gia hạn các khoản cho vay;

(3) Đồng tiền mất giá cũng ảnh hưởng tới niềm tin của người dân đối với đồng nội tệ, và do đó càng làm gia tăng các cuộc tranh chấp về vốn;

(4) Đồng tiền mất giá còn ảnh hưởng tới lạm phát trong nước, giảm chất lượng sống do giá hàng nhập khẩu tăng mạnh. Điều này tăng áp lực lên xã hội, hạn chế khả năng phục hồi đầu tư và tiêu dùng nội địa.

Tuy nhiên, để lựa chọn một cơ chế điều hành tỷ giá trong trung hạn cần nghiên cứu đầy đủ hơn các yếu tố kinh tế vi mô và đặc điểm của nền kinh tế cũng như mức độ mở của thị trường tài chính trong từng thời kỳ phát triển. ❀