

LỜI CẢM ƠN

Lời đầu tiên, nghiên cứu sinh xin được bày tỏ lòng biết ơn chân thành và sâu sắc tới PGS.TS. Nguyễn Thị Thu Thảo và TS. Ngô Chung về sự hướng dẫn tận tâm của Thầy, Cô với những định hướng, góp ý xác đáng cho nội dung của luận án, về sự động viên tinh thần Thầy và Cô đã dành cho nghiên cứu sinh trong suốt bốn năm qua.

Nghiên cứu sinh xin được gửi lời cảm ơn chân thành tới các Thầy, Cô Viện Ngân hàng – Tài chính, Đại học Kinh tế quốc dân; Thầy, Cô trong Hội đồng bảo vệ cấp cơ sở; và hai nhà phản biện độc lập. Sự quan tâm, những ý kiến đóng góp, những lời phê bình nghiêm khắc của Thầy, Cô đã trở thành nguồn động lực giúp nghiên cứu sinh khắc phục những nhược điểm để hoàn thiện đề tài nghiên cứu.

Xin được gửi lời tri ân tới TS. Lương Thái Bảo, Ths. Trần Chung Thủy, TS. Nguyễn Thị Minh và PGS.TS. Nguyễn Văn Thắng, những người Thầy đã đồng hành cùng nghiên cứu sinh trong suốt quá trình thực hiện luận án. Nghiên cứu sinh đã nhận được sự chỉ dẫn hết sức nhiệt tình về phương pháp nghiên cứu và sự hỗ trợ quý báu về nguồn tài liệu tham khảo nước ngoài từ Thầy, Cô.

Xin được bày tỏ lòng biết ơn tới Thầy, Cô Viện Sau Đại học, ĐHKQTĐ, những người đã luôn nhiệt tình và tạo điều kiện tốt nhất giúp nghiên cứu sinh hoàn thành luận án theo đúng quy định của Bộ Giáo dục và Đào tạo.

Lời cảm ơn vô cùng sâu sắc xin được gửi tới gia đình, những người đã hết lòng chăm sóc các cháu nhỏ để nghiên cứu sinh yên tâm hoàn thành luận án đúng hạn. Xin gửi lời cảm ơn tới bạn bè đồng nghiệp đã luôn động viên, chia sẻ; tới những người bạn đang làm việc tại NHNN Việt Nam và Tổng cục Thống kê đã hỗ trợ nhiệt tình giúp nghiên cứu sinh thu thập số liệu cho luận án.

LỜI CAM ĐOAN

Tôi xin cam đoan luận án là công trình nghiên cứu độc lập, nghiêm túc của riêng tôi. Luận án được thực hiện với nguồn số liệu và tài liệu tham khảo đã được công bố đầy đủ. Nội dung của luận án là trung thực, đảm bảo tính mới, tính cập nhật trên cơ sở phân tích số liệu độc lập.

Tôi xin chịu trách nhiệm hoàn toàn về lời cam đoan của mình!

Hà Nội, tháng 12 năm 2012

Nghiên cứu sinh

Ths. Hoàng Thị Lan Hương

MỤC LỤC

DANH MỤC CHỮ VIẾT TẮT	
DANH MỤC BẢNG, HÌNH VẼ	
DANH MỤC BIỂU ĐỒ, SƠ ĐỒ	
LỜI MỞ ĐẦU	1

CHƯƠNG 1: TIẾP CẬN NGHIÊN CỨU CHÍNH SÁCH TỶ GIÁ	8
1.1. Giới thiệu tổng quan tình hình nghiên cứu về chính sách tỷ giá.....	8
1.1.1. Nghiên cứu về lựa chọn chế độ tỷ giá.....	8
1.1.2. Nghiên cứu về hiệu ứng tác động của tỷ giá tới dự trữ ngoại hối trong Bảng cân đối tiền tệ của NHTW	12
1.1.3. Nghiên cứu về chính sách phá giá tiền tệ, hệ số co giãn của cầu xuất nhập khẩu, tỷ giá thực đa phương và các nhân tố tác động	15
1.2. Phương pháp nghiên cứu.....	20
1.2.1. Phương pháp định tính - Tham khảo ý kiến chuyên gia	20
1.2.2. Phương pháp định lượng	20
CHƯƠNG 2: LÝ LUẬN CƠ BẢN VỀ CHÍNH SÁCH TỶ GIÁ.....	29
2.1. Tổng quan về tỷ giá.....	29
2.1.1. Khái niệm tỷ giá	29
2.1.2. Phân loại tỷ giá.....	30
2.1.3. Tác động của tỷ giá tới nền kinh tế.....	33
2.1.4. Nhân tố tác động tới tỷ giá	38
2.2. Chính sách tỷ giá	39
2.2.1. Khái niệm và mục tiêu của chính sách tỷ giá	39
2.2.2. Nội dung của chính sách tỷ giá	52
2.3. Chính sách tỷ giá hoàn thiện	69
2.3.1. Quan niệm về chính sách tỷ giá hoàn thiện.....	69
2.3.2. Chỉ tiêu phản ánh mức độ hoàn thiện chính sách tỷ giá	69
2.3.3. Điều kiện đảm bảo sự hoàn thiện của chính sách tỷ giá	70
CHƯƠNG 3: KINH NGHIỆM HOÀN THIỆN CHÍNH SÁCH TỶ GIÁ CỦA MỘT SỐ QUỐC GIA CHÂU Á.....	72
3.1. Chế độ tỷ giá áp dụng tại các nước Châu Á	72
3.2. Kinh nghiệm hoàn thiện chính sách tỷ giá của Trung Quốc	74
3.2.1. Diễn biến tỷ giá ở Trung Quốc	74
3.2.2. Bài học rút ra từ kinh nghiệm của Trung Quốc	79

3.3 Kinh nghiệm hoàn thiện chính sách tỷ giá của Singapore.....	81
3.3.1. <i>Diễn biến tỷ giá ở Singapore</i>	81
3.3.2. <i>Bài học rút ra từ kinh nghiệm của Singapore</i>	84
3.4. Kinh nghiệm hoàn thiện chính sách tỷ giá của Thái Lan	85
3.4.1. <i>Diễn biến tỷ giá ở Thái Lan</i>	85
3.4.2. <i>Bài học rút ra từ kinh nghiệm của Thái Lan</i>	86
3.5. Kinh nghiệm hoàn thiện chính sách tỷ giá của Malaysia.....	88
3.5.1. <i>Diễn biến tỷ giá ở Malaysia</i>	88
3.5.2. <i>Bài học rút ra từ kinh nghiệm của Malaysia</i>	89
3.6. Kinh nghiệm hoàn thiện chính sách tỷ giá của Ấn Độ.....	90
3.6.1. <i>Diễn biến tỷ giá ở Ấn Độ</i>	90
3.6.2. <i>Bài học rút ra từ kinh nghiệm của Ấn Độ</i>	92
CHƯƠNG 4: THỰC TRẠNG CHÍNH SÁCH TỶ GIÁ Ở VIỆT NAM	93
4.1. Diễn biến chính sách tỷ giá ở Việt Nam từ 1989 đến nay	93
4.1.1. <i>Giai đoạn 1 (1989 đến 1995, sau khi thị trường ngoại tệ liên ngân hàng được thành lập)</i>	93
4.1.2. <i>Giai đoạn 2 (1995 đến 2000)</i>	96
4.1.3. <i>Giai đoạn 3 (2000 đến 2006, khi thị trường chứng khoán Việt Nam bắt đầu hoạt động)</i>	99
4.1.4. <i>Giai đoạn 4 (2006 đến nay)</i>	101
4.2. Thực trạng chính sách tỷ giá của Việt Nam thông qua kiểm định mô hình kinh tế lượng	111
4.2.1. <i>Hiệu ứng trung chuyển của tỷ giá và các nhân tố tác động</i>	111
4.2.2. <i>Kiểm định hệ số co giãn của cầu xuất nhập khẩu đối với tỷ giá</i>	118
4.3. Kết quả và hạn chế của chính sách tỷ giá ở Việt Nam	125
4.3.1. <i>Kết quả đã đạt được</i>	125
4.3.2. <i>Hạn chế và nguyên nhân</i>	126
CHƯƠNG 5: HOÀN THIỆN CHÍNH SÁCH TỶ GIÁ Ở VIỆT NAM GIAI ĐOẠN 2010-2020.....	130
5.1. Định hướng chính sách tỷ giá ở Việt Nam đến 2020	131
5.2. Các phương án cho chính sách tỷ giá của Việt Nam.....	133
5.2.1. <i>Phương án 1 – Phá giá nội tệ (VND)</i>	133
5.2.2. <i>Phương án 2 – Không phá giá nội tệ, giá dầu thế giới tăng</i>	135
5.2.3. <i>Phương án 3 – Không phá giá nội tệ, nhưng tác động tăng lãi suất</i>	136

5.2.4. Phương án 4 – Không phá giá nội tệ, giảm lãi suất để khuyến khích doanh nghiệp vay vốn, đẩy mạnh xuất khẩu	136
5.3. Đề xuất với NHNN nhằm hoàn thiện chính sách tỷ giá ở Việt Nam giai đoạn 2010-2020	137
5.3.1. Lựa chọn chế độ tỷ giá cân thận trọng.....	137
5.3.2. Không phá giá tiền tệ với mục đích cải thiện cán cân vãng lai	144
5.3.3. Nới rộng biên độ dao động tỷ giá	145
5.3.4. NHNN dừng việc hạ lãi suất huy động vốn ngắn hạn VND ở mức 8% trong quý 3/2012	146
5.4. Đề xuất với Quốc hội, Chính phủ và các bộ ngành	147
5.4.1. Đề xuất với Quốc hội và Chính phủ	147
5.4.2. Đề xuất với Bộ Công thương	150
KẾT LUẬN	155
DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO	
A. Phần tiếng Việt	
B. Phần tiếng Anh	
DANH MỤC CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ	
PHỤ LỤC	

DANH MỤC VIẾT TẮT

ADB	Ngân hàng Phát triển Châu Á
CCVL	Cán cân vãng lai
CSTG	Chính sách tỷ giá
CCTT	Chính sách tiền tệ
CNY	Đồng Nhân dân tệ (Trung Quốc)
JPY	Đồng Yên (Nhật Bản)
MYR	Đồng Ringgit (Malaysia)
NBER	Chỉ số tỷ giá danh nghĩa song phương
NEER	Chỉ số tỷ giá danh nghĩa đa phương
NHNN	Ngân hàng Nhà nước
NHTM	Ngân hàng thương mại
NHTW	Ngân hàng Trung ương
SGD	Đồng Đôla (Singapore)
TCTD	Tổ chức tín dụng
THB	Đồng Bạt (Thái Lan)
RBER	Chỉ số tỷ giá thực song phương
REER	Chỉ số tỷ giá thực đa phương
USD	Đồng Đôla (Mỹ)
VND	Việt Nam Đồng

DANH MỤC BẢNG, HÌNH VẼ

Hình A. Mối quan hệ giữa 3 chính sách: tỷ giá, quản lý ngoại hối, và lãi suất	4
Hình 2.1. Bộ ba bất khả thi [77 – trang 89]	48
Hình 2.2. Hiệu ứng tuyến J	66
Bảng 1.1. Danh mục các chỉ tiêu tính hệ số co giãn cầu xuất nhập khẩu	24
Bảng 1.2. Danh mục mặt hàng để tính chỉ số giá xuất nhập khẩu của Việt Nam.....	25
Bảng 1.3: Đóng góp của 16 quốc gia vào xuất khẩu của Việt Nam	26
Bảng 2.1. Bảng cân đối tiền tệ của NHTW	34
Bảng 2.2. Độ lệch chuẩn của các mô hình dự báo tỷ giá	51
Bảng 2.3. Phân loại chế độ tỷ giá (không chính thức)	55
Bảng 2.4. Ưu, nhược điểm của từng chế độ tỷ giá.....	58
Bảng 2.5. Tóm tắt nội dung chính sách tỷ giá hoàn thiện.....	69
Bảng 3.1. Diễn biến chế độ tỷ giá và biến số kinh tế vĩ mô của Trung Quốc	78
Bảng 3.2. Diễn biến chế độ tỷ giá và biến số kinh tế vĩ mô của Singapore.....	84
Bảng 3.3. Diễn biến chế độ tỷ giá và biến số kinh tế vĩ mô của Thái Lan	86
Bảng 3.4. Chế độ tỷ giá và biến số kinh tế vĩ mô của Malaysia	89
Bảng 3.5. Diễn biến chế độ tỷ giá và biến số kinh tế vĩ mô của Indonexia.....	91
Bảng 4.1. Các biến số kinh tế trong các mô hình nghiên cứu.....	112
Bảng 4.2. Tương quan NER với các biến của hàm cầu XNK.....	119
Bảng 4.3. Kiểm định tự tương quan.....	120
Bảng 4.4. Hệ số co giãn cầu nhập khẩu đối với tỷ giá.....	121
Bảng 4.5. Hệ số co giãn cầu xuất khẩu đối với tỷ giá.....	122
Bảng 5.1. Tóm tắt chính sách tỷ giá của Việt Nam	130
Bảng 5.2. Dấu hiệu khủng hoảng và các chỉ tiêu đo lường	149

DANH MỤC BIỂU ĐỒ, SƠ ĐỒ

Biểu đồ 1.1: Tỷ trọng thương mại của 11 nước thuộc OECD với Việt Nam	23
Biểu đồ 1.2: Tỷ trọng thương mại của 9 nước không thuộc OECD với Việt Nam	23
Biểu đồ 2.1. Biểu đồ Swan (1955)	42
Biểu đồ 2.2. Mô hình Mundell-Fleming	44
Biểu đồ 2.3. Chế độ tỷ giá cố định trong điều kiện di chuyển vốn tự do.....	45
Biểu đồ 2.4. Chế độ tỷ giá thả nổi trong điều kiện di chuyển vốn tự do	47
Biểu đồ 3.1. Tỷ lệ phá giá danh nghĩa đồng Nhân dân tệ	74
Biểu đồ 3.2. Tỷ giá USD/CNY và tình hình kinh tế vĩ mô của Trung Quốc.....	76
Biểu đồ 3.3: Chỉ số tỷ giá danh nghĩa và thực đa phương của CNY (2005=100)	80
Biểu đồ 3.4. Tỷ giá đồng Đôla Singapore với lạm phát và CCVL (1990-1997)	83
Biểu đồ 3.5. Tỷ trọng dòng vốn vào Thái Lan qua các giai đoạn	87
Biểu đồ 3.6. Tỷ lệ an toàn vốn và tỷ lệ nợ xấu NHTM Thái Lan (2004 vs. 2009)...	88
Biểu đồ 4.1. Lạm phát của Việt Nam giai đoạn 1985-1992	93
Biểu đồ 4.2. Chỉ số tỷ giá danh nghĩa VND và các đồng tiền Châu Á (1995=1)	96
Biểu đồ 4.3. Tỷ giá thực và danh nghĩa USD/VND (1995-2000)	97
Biểu đồ 4.4. Kinh tế Việt Nam giai đoạn 1995-2000	98
Biểu đồ 4.5. Tỷ giá thực và danh nghĩa USD/VND (2000-2006)	99
Biểu đồ 4.6. Kinh tế Việt Nam giai đoạn 2000-2006	100
Biểu đồ 4.7. Kinh tế Việt Nam giai đoạn 2006-2011	102
Biểu đồ 4.8. Chỉ số tỷ giá thực và danh nghĩa USD/VND 2006-2012	103
Biểu đồ 4.9. Diễn biến nợ nước ngoài của Việt Nam	104
Biểu đồ 4.10. Tỷ lệ nợ nước ngoài/TS nước ngoài trên BCĐTT của NHNN, tỷ giá và tăng trưởng GDP của Việt Nam (1995-2010)	104
Biểu đồ 4.11. Diễn biến biên độ dao động tỷ giá USD/VND	106
Biểu đồ 4.12. Tốc độ tăng trưởng GDP, Lạm phát, Cán cân vãng lai của Việt Nam	107
Biểu đồ 4.13. Thâm hụt ngân sách và thâm hụt thương mại của Việt Nam	108
Biểu đồ 4.14. Tỷ giá với FDI, FPI của Việt Nam	109
Biểu đồ 4.15. Tỷ giá và dự trữ ngoại hối của Việt Nam	110
Biểu đồ 4.16. Tỷ trọng xuất khẩu của các nước vào Việt Nam (1995-2011)	114
Biểu đồ 4.17. Tỷ giá, xuất khẩu và nhập khẩu của Việt Nam (2000-2011)	123
Biểu đồ 4.18. Lạm phát ở Mỹ (2000-2012)	124

Biểu đồ 4.19. Lạm phát ở Việt Nam (2000-2012)	124
Biểu đồ 4.20. Chỉ số tỷ giá danh nghĩa, thực song phương và đa phương	125
Biểu đồ 4.21. Diễn biến tỷ giá và chỉ số giá tiêu dùng của Việt Nam (2005-2012).....	127
Biểu đồ 5.1. Phản ứng của tăng trưởng, giá NK và giá tiêu dùng trước biến động của tỷ giá.....	134
Biểu đồ 5.2. Phản ứng của tăng trưởng trước thay đổi của lạm phát.....	135
Biểu đồ 5.3. Mức độ mở cửa tài khoản vốn các nước thuộc G20 (2008).....	142
Biểu đồ 5.4. Tỷ lệ dự trữ ngoại hối của Trung Quốc và Việt Nam (%GDP)	142
Biểu đồ 5.5. So sánh CPI Trung Quốc và Việt Nam (2000=100)	143
Biểu đồ 5.6. Tốc độ tăng CPI của Việt Nam (2010 - 2012)	147
Biểu đồ 5.7. Xuất khẩu – nhập khẩu sản phẩm thô của Việt Nam (1995-2010)	151
Biểu đồ 5.8. Xuất khẩu – nhập khẩu sản phẩm chế biến của Việt Nam (1995-2010). 151	
Biểu đồ 5.9. Cơ cấu xuất khẩu của Việt Nam (1995-2010).....	152
Biểu đồ 5.10. Cơ cấu nhập khẩu của Việt Nam (1995-2010).....	153
Biểu đồ 5.11. Tỷ giá thực song phương VND với Nhân dân tệ (TQ), đồng Bạt (Thái Lan) và Ringgit (Malaysia)	154
Sơ đồ 4.1. Quan hệ nhân quả giữa tỷ giá và các biến vĩ mô (độ trễ =2).....	117
Sơ đồ 4.2. Quan hệ nhân quả giữa tỷ giá với các biến vĩ mô (độ trễ =4)	117

LỜI MỞ ĐẦU

A. Tính cấp thiết của đề tài

Trong Chiến lược phát triển kinh tế - xã hội 10 năm 2001-2010, một trong những mục tiêu quan trọng được đề ra, đó là ***“Đưa GDP năm 2010 lên ít nhất gấp đôi năm 2000”***. Trên thực tế, Việt nam đã đạt được mục tiêu trên, với GDP năm 2010 là hơn 550 nghìn tỷ đồng, gấp hơn hai lần GDP năm 2000 (270 nghìn tỷ đồng). Điều này ngoài việc chứng tỏ được sự phát triển của nền kinh tế Việt Nam, còn cho thấy công tác dự báo đã phát huy tác dụng.

Tiếp đó, tại Đại hội Đảng lần thứ XI, trong báo cáo chính trị của Ban chấp hành Trung ương khóa 10, mục tiêu phát triển đất nước 5 năm (2011-2015) đã được cụ thể hóa thành các chỉ tiêu, trong đó có một nhiệm vụ quan trọng ***“kim ngạch xuất khẩu tăng bình quân 12%/năm, giảm nhập siêu, phấn đấu đến năm 2020 cân bằng được xuất nhập khẩu”***. [4]

Điều kiện tiên quyết để Việt Nam có thể thực hiện được nhiệm vụ nêu trên là phải đảm bảo sự phối hợp đồng bộ giữa các chính sách kinh tế vĩ mô, trong đó có chính sách tỷ giá.

Tỷ giá là một biến số quan trọng của nền kinh tế mở. Nó có mối liên hệ tác động qua lại với các chỉ số vĩ mô như lãi suất, tỷ lệ lạm phát, tăng trưởng kinh tế, và cán cân thanh toán quốc tế. Đặc biệt, ở những quốc gia đang áp dụng chế độ tỷ giá cố định, hay thả nổi có điều tiết, hoặc neo đậu với một đồng tiền (trong đó có Việt Nam), sự tác động qua lại lẫn nhau giữa các biến số này càng sâu sắc hơn cả.

Với mục tiêu giữ vững sự ổn định sức mua của đồng tiền và đảm bảo sự cân bằng của cán cân vãng lai, NHNN Việt nam được giao nhiệm vụ là cơ quan điều hành, thực thi chính sách tỷ giá quốc gia với hai nhiệm vụ cơ bản là

- i, xác định chế độ tỷ giá phù hợp, và*
- ii, điều tiết tỷ giá.*

Nhìn lại 20 năm qua, kể từ cuối những năm 80 của thế kỷ này cho đến nay, chính sách tỷ giá của Việt nam từ chỗ cứng nhắc, mang nặng tính chủ quan đã trở

nên linh hoạt hơn, theo sát diễn biến của thị trường. Tuy nhiên, dường như chúng ta vẫn chưa tìm ra được hướng điều hành tỷ giá thực sự chủ động, nhất là trong bối cảnh thế giới có nhiều biến động, tác động đa chiều tới nền kinh tế trong nước. Số liệu thống kê về thâm hụt cán cân thương mại cũng như tốc độ tăng trưởng của Việt nam trong vài năm trở lại đây cho thấy sự bấp bênh, không ổn định. Năm 2010 và 2011 đã chứng kiến sự lặp lại tình trạng của năm 2008, khi càng về cuối năm, lạm phát càng tiến nhanh tới mức hai con số (gần 12% năm 2010 và gần 19% năm 2011), vượt xa mục tiêu mà Quốc hội đã đặt ra từ đầu năm. Bình luận về vấn đề này, có ý kiến cho rằng việc áp dụng chính sách tỷ giá có quản lý với sự can thiệp chủ yếu mang tính chất hành chính của NHNN đã bóp méo thị trường và là nguyên nhân chính gây nên tình trạng bất ổn của thị trường ngoại hối. Bài toán cho việc cân bằng *tỷ giá, lãi suất, lạm phát và cán cân thanh toán quốc tế* của Việt nam vẫn chưa có lời giải thuyết phục.

Tỷ giá và chính sách tỷ giá không phải là đề tài mới, nhưng diễn biến của tỷ giá thì luôn luôn mới, và chừng nào nền kinh tế mở còn tồn tại thì tỷ giá vẫn luôn tác động tới toàn bộ đời sống kinh tế xã hội của một quốc gia. Chính sách tỷ giá có tầm ảnh hưởng mang tính chất trường tồn tới các biến số kinh tế vĩ mô. Trong điều kiện hiện tại cũng như trong khoảng 10 năm tới, chế độ tỷ giá của Việt Nam khó có thể chuyển sang thả nổi. Chỉ khi nào áp dụng chế độ tỷ giá thả nổi, Chính phủ mới tập trung vào chính sách tiền tệ với công cụ chủ yếu là ***lãi suất***. Hiện tại, tỷ giá vẫn là một trong số các công cụ quan trọng của NHNN Việt Nam.

Sự phức tạp cũng như thú vị của tỷ giá và chính sách tỷ giá đã thôi thúc nghiên cứu sinh tìm hiểu và khám phá. Đề tài ***“Hoàn thiện chính sách tỷ giá ở Việt Nam giai đoạn 2010-2020”*** đã được nghiên cứu sinh lựa chọn cho luận án khoa học của mình với lý do như vậy.

B. Mục đích nghiên cứu của luận án

Thứ nhất, phát triển lý luận về hiệu ứng của tỷ giá tới Bảng cân đối tiền tệ (BCĐTT) của NHTW ở Việt Nam, trả lời các câu hỏi: *sự cân bằng hay mất cân bằng giữa tài sản nước ngoài với nợ nước ngoài trong Bảng cân đối tiền tệ của*

NHTW, và sự biến động của tỷ giá có liên hệ với khủng hoảng hay không?, nhằm đưa ra khuyến nghị với Chính phủ cần quan tâm tới gánh nặng của NHNN Việt Nam hiện nay, tránh một cuộc khủng hoảng mà các nước Châu Á đã gặp phải cách đây 15 năm.

Thứ hai, đề xuất giải pháp giải quyết các vấn đề của chính sách tỷ giá: lựa chọn chế độ tỷ giá và sử dụng công cụ trong điều tiết tỷ giá, đặc biệt công cụ giảm giá đồng nội tệ.

Câu hỏi quản lý

Chính sách tỷ giá của Việt Nam hiện nay đã phù hợp hay chưa? Bằng cách nào nhà hoạch định chính sách có thể hoàn thiện chính sách tỷ giá?

Câu hỏi nghiên cứu

Với câu hỏi quản lý như trên, luận án tập trung vào trả lời ba (03) câu hỏi nghiên cứu sau đây:

- Tỷ giá cần được kiểm soát như thế nào trong mối quan hệ với các biến số vĩ mô như giá dầu, lạm phát, và cán cân thanh toán quốc tế?

- Những phương án hành động nào cần được xây dựng, để từ đó các nhà hoạch định chính sách hình dung được những tác động có thể có khi thực hiện chính sách phá giá nội tệ?

- Cùng với chính sách tỷ giá, chính sách hỗ trợ nào cần được đưa ra?

C. Vấn đề nghiên cứu

Xuất phát từ các câu hỏi nghiên cứu trên, nghiên cứu sinh lựa chọn các vấn đề nghiên cứu sau đây:

- Trong điều kiện hiện tại, Việt Nam nên lựa chọn chế độ tỷ giá nào cho phù hợp. Nếu quyết định chuyển đổi chế độ tỷ giá cần chuẩn bị những gì?

- Bảng cân đối tiền tệ của NHNN Việt Nam đang trong tình trạng nào và việc VND giảm giá có đặt gánh nặng lên vai NHNN Việt Nam không?

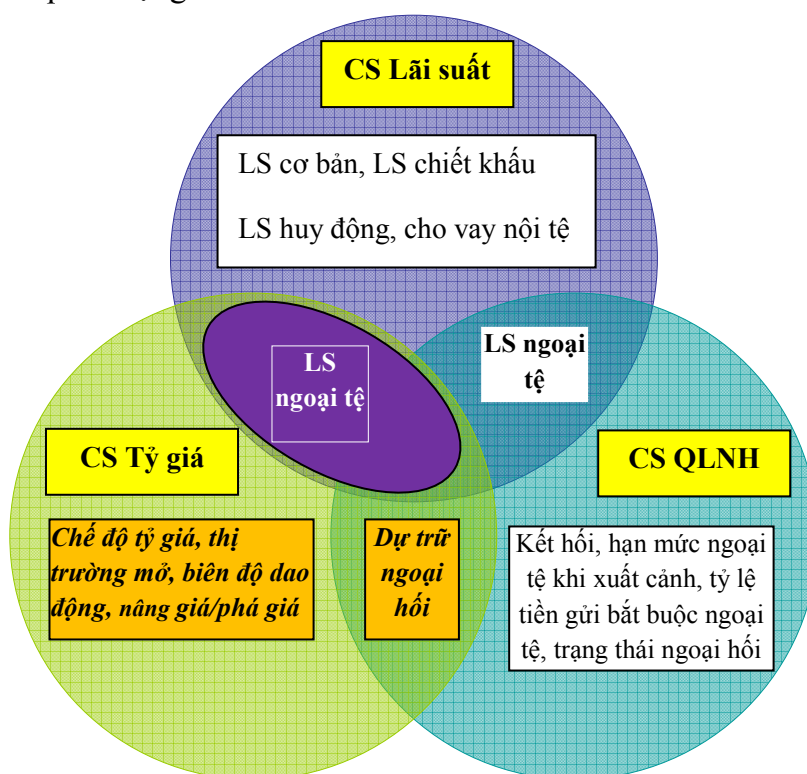
- Đánh giá chính sách phá giá nội tệ của Việt Nam (khi VND bị giảm giá một cách có chủ định bởi NHNN) và các nhân tố tác động, bao gồm giá dầu, tăng trưởng sản xuất, giá hàng hóa nhập khẩu, giá hàng hóa tiêu dùng, và lãi suất. Để

làm rõ hơn vấn đề, hệ số co giãn của cầu xuất nhập khẩu trước biến động của tỷ giá đã được tập trung nghiên cứu.

D. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

Đối tượng và phạm vi nghiên cứu của luận án là chính sách tỷ giá ở Việt Nam giai đoạn 2000-2011. Đề tài được nghiên cứu trên góc độ của một nhà nghiên cứu độc lập.

Nội dung của chính sách tỷ giá (sẽ được đề cập cụ thể trong chương Cơ sở lý luận về chính sách tỷ giá hoàn thiện) gồm hai phần chính là **lựa chọn chế độ tỷ giá** và **điều tiết tỷ giá**. Trong phần điều tiết tỷ giá có nhiều công cụ khác nhau của NHTW như phá giá nội tệ, biên độ dao động, nghiệp vụ thị trường mở, lãi suất, và quỹ dự trữ ngoại hối. Tuy nhiên, luận án tập trung vào nghiên cứu **chế độ tỷ giá** và công cụ **giảm giá nội tệ** của chính sách tỷ giá trong mối quan hệ với **giá cả hàng hóa** và **dự trữ ngoại hối** trong **Bảng cân đối tiền tệ của NHTW**, cũng như với các biến số vĩ mô quan trọng khác của nền kinh tế.



(Nguồn: Tác giả)

Hình A. Mối quan hệ giữa 3 chính sách: tỷ giá, quản lý ngoại hối, và lãi suất

Hình trên biểu diễn mối quan hệ giữa ba chính sách quan trọng thuộc chính sách tiền tệ của một quốc gia: ***chính sách tỷ giá, chính sách lãi suất, và chính sách quản lý ngoại hối***. Cùng hướng tới mục tiêu “Ổn định giá trị đồng nội tệ” và “Đảm bảo cân bằng cán cân thanh toán quốc tế”, ba chính sách này có sự giao thoa nhất định, cụ thể lãi suất huy động và cho vay ngoại tệ ảnh hưởng tới cung cầu ngoại tệ trên thị trường và tác động tới tỷ giá. Tuy nhiên, trong phạm vi luận án, nghiên cứu sinh không đặt trọng tâm nghiên cứu vào chính sách lãi suất, do chính sách này mang tính phức tạp, đa chiều, cần một sự đầu tư nghiên cứu đáng kể. Nghiên cứu sinh hy vọng sẽ tiếp tục tìm hiểu về chính sách lãi suất trong nghiên cứu độc lập sau này của mình.

Số liệu của Việt Nam và một số quốc gia tham chiếu được thu thập từ quý 1/2000 đến cuối 2011. Sau khi nhận được ý kiến phản biện và góp ý của Thầy Cô, nghiên cứu sinh đã tiến hành bổ sung một số thông tin được cập nhật tới quý 3 năm 2012. Riêng về cân đối ngân sách của Việt Nam, Bộ Tài chính mới chỉ công bố số liệu quyết toán đến 2010.

E. Đóng góp mới của luận án

Như đã đề cập ở phần Mục đích nghiên cứu, luận án được thực hiện với những đóng góp sau đây:

1. Luận án đưa ra quan điểm mới về một chính sách tỉ giá (CSTG) ***hoàn thiện***: đó là khi CSTG đạt mục tiêu đảm bảo cân bằng nội, cân bằng ngoại, kết quả dự báo sát với thực tế, quyết định đưa ra chủ động, thống nhất, có căn cứ.

2. Áp dụng phương pháp phân chia ***chế độ tỷ giá*** thành các giai đoạn và sử dụng các chỉ số kinh tế vĩ mô chính để phân tích, luận án so sánh CSTG của Việt Nam với Trung Quốc, Thái Lan, Indonexia, Malaysia, và Singapore. Phương pháp này cho phép nghiên cứu toàn diện hơn những thành công, thất bại trong việc thực hiện CSTG của các nước.

3. Khác với các nghiên cứu trong nước trước đây, luận án bổ sung biến “**Chỉ số giá hàng hóa nhập khẩu**” vào mô hình phân tích. Điều này cho phép phản ánh rõ nét hơn tác động của tỷ giá tới giá cả hàng hóa ở thị trường nội địa.

Trong mô hình kiểm định hiệu ứng trung chuyển của tỷ giá tới giá hàng hóa, khác với nhóm nghiên cứu của Viện Nghiên cứu quản lý kinh tế Trung ương (nghiên cứu giai đoạn tháng 1/2005 đến tháng 3/2009), nghiên cứu sinh đưa vào biến nội sinh giá hàng hóa nhập khẩu, bởi lẽ trong cơ cấu hàng nhập khẩu của Việt Nam không chỉ bao gồm hàng hóa tiêu dùng (thể hiện ở chỉ tiêu CPI) mà còn có yếu tố đầu vào phục vụ cho sản xuất. Hơn nữa, mô hình VAR cho kết quả chính xác nếu số quan sát càng nhiều. Chuỗi số liệu trong luận án được thu thập từ tháng 1/2000 tới tháng 9/2011. Với số quan sát này, nghiên cứu sinh hy vọng có thể khẳng định kết quả nghiên cứu và ủng hộ các đề xuất của nhóm tác giả đối với chính sách tiền tệ nói chung và chính sách tỷ giá nói riêng.

4. Trong tính toán tỷ giá thực đa phương, khác với một số nghiên cứu trước (lấy 1999 là năm gốc, số quốc gia được lựa chọn là 19 hoặc ít hơn), luận án lấy **2005** làm năm gốc, đưa **20** quốc gia lựa chọn vào rổ tiền tệ trong đó bổ sung **Singapore, Hàn Quốc và Thái Lan**, do đây là ba đối tác ngày càng đóng vai trò quan trọng trong quan hệ thương mại với Việt Nam. Với tỷ trọng thương mại thay đổi theo từng quý, không cố định theo năm gốc, phương pháp tính tỷ giá thực như vậy cho phép cập nhật và phản ánh trung thực hơn tình hình thực tế.

5. Luận án điều chỉnh hệ số co giãn cầu xuất nhập khẩu (XNK) với số liệu cập nhật (**năm gốc là 2005** thay vì 1999 như các nghiên cứu trước đây). Ngoài biến độc lập “tỷ giá”, hàm cầu XNK được bổ sung “chỉ số giá XNK” và “thu nhập thực tế”, giúp phản ánh rõ nét hơn những tác động ngoài tỷ giá tới quy mô XNK.

6. Luận án phát triển lý luận về **Bảng cân đối tiền tệ của ngân hàng trung ương** với trọng tâm là mối quan hệ tài sản nước ngoài – nợ nước ngoài. Theo tìm hiểu của nghiên cứu sinh, cho tới thời điểm này, ở Việt Nam chưa có nghiên cứu nào được thực hiện một cách có hệ thống về vấn đề này. Mặc dù phần này trong

luận án chỉ đề cập tới hai cấu phần quan trọng của Bảng cân đối tiền tệ của NHNN Việt Nam (dự trữ ngoại hối và nợ nước ngoài), chưa phải toàn bộ các yếu tố trong Bảng cân đối tiền tệ (do số liệu rất khó thu thập), nghiên cứu sinh hy vọng luận án của mình có thể nhận được sự quan tâm của NHNN và các nhà nghiên cứu.

F. Bố cục luận án

Ngoài lời mở đầu và phần kết luận, danh mục luận án được trình bày theo năm (5) chương:

Chương 1: Tiếp cận nghiên cứu chính sách tỷ giá;

Chương 2: Lý luận cơ bản về chính sách tỷ giá;

Chương 3: Kinh nghiệm hoàn thiện chính sách tỷ giá của một số quốc gia Châu Á;

Chương 4: Thực trạng chính sách tỷ giá của Việt Nam;

Chương 5: Hoàn thiện chính sách tỷ giá ở Việt Nam giai đoạn 2010-2020.

CHƯƠNG 1

TIẾP CẬN NGHIÊN CỨU CHÍNH SÁCH TỶ GIÁ

1.1. Giới thiệu tổng quan tình hình nghiên cứu về chính sách tỷ giá

1.1.1. Nghiên cứu về lựa chọn chế độ tỷ giá

1.1.1.1. Trên thế giới

Trong nghiên cứu của Jeffrey A. Frankel, (1999), “*No single currency regime is right for all countries or at all times*” [51], tác giả đã khẳng định không thể tồn tại một chế độ tỷ giá phù hợp với mọi quốc gia, và không có một chế độ tỷ giá nào phù hợp với một quốc gia mãi mãi. Điều quan trọng nhất để trả lời câu hỏi một quốc gia nên áp dụng chế độ tỷ giá cố định hay thả nổi là phải xem xét quy mô và mức độ mở cửa của quốc gia đó.

Cũng trong một nghiên cứu năm 2003 của mình, “**A proposed monetary regime for small commodity exporters: Peg to the Export Price (PEP)**” (*Đề xuất chế độ tỷ giá đối với các nước xuất khẩu nhỏ: Neo với giá của hàng xuất khẩu*), Jeffrey A. Frankel [52] đã nêu lên một ý tưởng, một quan điểm mới. Ông đã liệt kê những sự lựa chọn của một quốc gia nhỏ với nền kinh tế mở và đồng thời nêu rõ những bất cập của từng sự lựa chọn. Chẳng hạn, nếu thả nổi tỷ giá và NHTW thực thi chính sách tiền tệ độc lập, nền kinh tế nhỏ không có khả năng chống đỡ được những cú sốc về thương mại; nếu neo với USD, sẽ nguy hiểm khi USD tăng giá; nếu nhằm mục tiêu kiềm chế lạm phát, sẽ không khả thi nếu gặp cú sốc về giá hàng hóa nhập khẩu; nếu quay trở lại chế độ bản vị vàng, sẽ thất bại nếu giá vàng thế giới biến động mạnh. Từ đó, Frankel đã đưa ra đề xuất rất mới: chế độ tỷ giá neo với giá của mặt hàng xuất khẩu chủ lực (PEP) sẽ phù hợp với những nước chuyên môn hóa sản xuất một mặt hàng nông sản hoặc khoáng sản đặc thù, tất nhiên với điều kiện giá của mặt hàng đó tính bằng nội tệ là cố định. Tác giả đã quan sát và đưa vào phân tích của mình một số quốc gia, để từ đó kết luận rằng Argentina nên neo tỷ giá với giá lúa mì; Indonexia, Ecuador, Mexico, Venezuela: giá dầu mỏ; Chile: kim loại đồng; Ghana: giá vàng....Có thể nói đây là một ý tưởng rất mới, rất

riêng, đáng để suy nghĩ. Tuy nhiên, với trường hợp của Việt Nam, điều này sẽ khó thực hiện, dù chúng ta xuất khẩu nhiều mặt hàng nhưng chưa có mặt hàng xuất khẩu chủ lực nào đủ sức mạnh để trở thành cái neo ổn định cho tỷ giá, kể cả dầu thô.

Bài nghiên cứu của Nguyen Tran Phuc and Nguyen Duc Tho, (2009), “*Exchange Rate Policy in Vietnam, 1985-2008*”, ASEAN Economic Bulletin, Vol.26, No. 2, August 2009 [75] đã có những lập luận khá thú vị khi cho rằng chế độ tỷ giá tại Việt Nam hiện không phải là “thả nổi có quản lý” (managed float) như NHNN Việt Nam và người dân vẫn thường nói. Theo nghiên cứu của hai tác giả, Chính phủ và NHNN Việt Nam hiện đang duy trì việc “quản lý” nhiều hơn là “thả nổi” đối với tỷ giá. Hơn nữa, Chính phủ chưa xác định rõ mục tiêu nào là quan trọng nhất cho từng thời kỳ: Tỷ giá ổn định? Lạm phát trong tầm kiểm soát? Hay giảm thâm hụt cán cân thanh toán? Điều đó đã dẫn tới sự lúng túng, bị động khi nền kinh tế thế giới và trong nước có nhiều xáo trộn. Bài nghiên cứu đã rất quan tâm tới tỷ giá thực đa phương (REER) và cho rằng sự thay đổi của chỉ số này cần phải được theo dõi sát sao.

1.1.1.2. Tại Việt Nam

Trong luận án của mình **“*Đổi mới và hoàn thiện chính sách quản lý ngoại hối ở Việt Nam trong giai đoạn hiện nay*” (1995)**, tác giả Nguyễn Thị Thu Thảo [18] đã đề cập tới tỷ giá và chế độ tỷ giá. Trong đó, tác giả đã phân tích lợi thế cũng như hạn chế của chế độ tỷ giá cố định Bretton Woods và chế độ tỷ giá linh hoạt, từ đó khẳng định “chế độ tỷ giá hỗn hợp phù hợp và đạt hiệu quả tối ưu hơn cả”. Nhật Bản, Hàn Quốc và Trung Quốc là 3 quốc gia Châu Á được viện dẫn trong luận án nhằm khẳng định việc áp dụng chế độ tỷ giá thả nổi có quản lý của Nhà nước một cách mềm dẻo, linh hoạt, khi thắt chặt, lúc nới lỏng phù hợp với từng giai đoạn đã tạo điều kiện cho nền kinh tế các nước này phát triển không ngừng. Ở Việt Nam, tại thời điểm 1995, cơ chế 2 tỷ giá cố định, cứng nhắc đã được thay thế bằng việc Ngân hàng Nhà nước công bố 1 tỷ giá chính thức và biên độ dao động so với tỷ giá chính thức. Dù luận án đã được thực hiện cách đây 16 năm, một khoảng thời gian đủ dài để mang tới nhiều thay đổi cho nền kinh tế thế giới và Việt Nam, điều chúng ta

không thể phủ nhận là những lập luận của tác giả sẽ trở thành nguồn tham khảo hữu ích cho các nghiên cứu tiếp theo về tỷ giá.

Trong luận án “***Hoàn thiện cơ chế điều hành tỷ giá nhằm nâng cao hiệu quả chính sách tiền tệ ở Việt Nam***”(2004), tác giả Lê Thị Tuấn Nghĩa [14] đã kết hợp nghiên cứu hai nội dung quan trọng là *cơ chế điều hành tỷ giá* và *hiệu quả của CSTT*, đồng thời dành một thời lượng khá lớn để phân tích các công cụ của CSTT như nghiệp vụ thị trường mở, dự trữ bắt buộc, lãi suất, hạn mức tín dụng, tỷ giá.... Kinh nghiệm từ các nước Mỹ, Hàn Quốc, và Trung Quốc đã được giới thiệu với trọng tâm là ba (03) công cụ: nghiệp vụ thị trường mở, lãi suất tái chiết khấu, và dự trữ bắt buộc. Tác giả đã đề cập tới điều kiện Marshall-Lerner và mô hình của Mundell-Flemming trong phần cơ sở lý luận, tuy nhiên chưa tiến hành kiểm định với thực tế Việt Nam. Như đã trình bày trong Lời mở đầu, phạm vi nghiên cứu được nghiên cứu sinh xác định rõ là ***chính sách tỷ giá*** (không phải là chính sách tiền tệ, mặc dù chính sách tỷ giá là một bộ phận của chính sách tiền tệ), bao gồm việc lựa chọn ***chế độ tỷ giá*** và ***điều tiết tỷ giá*** thông qua công cụ phá giá tiền tệ, biên độ dao động và dự trữ ngoại hối. Đồng thời, nghiên cứu sinh đã tiến hành thu thập số liệu để kiểm định điều kiện Marshall-Lerner ở Việt Nam. Như vậy, công trình nghiên cứu của nghiên cứu sinh không có sự trùng lặp với đề tài luận án của tác giả Lê Thị Tuấn Nghĩa.

Tác giả Dương Thị Thanh Mai [12], trong luận án “***Vận dụng mô hình phân tích chính sách tỷ giá ở Việt Nam***”(2002) đã thu thập kinh nghiệm về điều hành tỷ giá tại ba quốc gia Venezuela, Thái Lan và Trung Quốc (không phân chia thành các giai đoạn của các chế độ tỷ giá), đồng thời tiến hành kiểm định điều kiện Marshall – Lerner với trường hợp Việt Nam với năm gốc 1992 (kết quả kiểm định cho thấy tổng hệ số co giãn của cầu xuất nhập khẩu đối với tỷ giá danh nghĩa là 0,581, không thỏa mãn điều kiện Marshall – Lerner). Trong luận án của mình, nghiên cứu sinh tiến hành phân tích các biến số kinh tế vĩ mô quan trọng theo từng giai đoạn của chế độ tỷ giá, đồng thời không chỉ so sánh Việt Nam với Thái Lan và Trung Quốc mà còn với ba quốc gia láng giềng Đông Nam Á khác. Tuy nhiên, điểm khác biệt lớn nhất giữa hai nghiên cứu lại nằm ở hệ số co giãn cầu xuất nhập khẩu

của Việt Nam đối với tỷ giá (kết quả kiểm định của nghiên cứu sinh thỏa mãn điều kiện Marshall – Lerner). Phải chăng sự khác biệt này là do hai nghiên cứu được tiến hành trong hai thời kỳ khác nhau (1989-2000 và 2000-2011)? Để có thể lý giải được câu hỏi quan trọng này đòi hỏi phải có một sự nghiên cứu sâu sắc hơn.

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, Vụ Quản lý Ngoại hối, đã thực hiện một đề tài nghiên cứu khoa học cấp ngành, **“Cơ chế điều hành tỷ giá hối đoái phù hợp trong điều kiện hiện nay” (2009)**, với sự tham gia của Thạc sỹ Nguyễn Quang Huy (Chủ nhiệm đề tài) và các thành viên Ths. Đào Xuân Tuấn, Phí Đăng Minh, Nguyễn Thị Hồng, Nguyễn Thị Nhung, Ngô Thị Thu Trà, Hoàng Hải Lê, và Lê Thị Thanh Thủy [7]. Đề tài đã khẳng định cơ chế tỷ giá hiện nay của Việt Nam là cơ chế **linh hoạt có quản lý**, việc sử dụng công cụ tỷ giá bình quân liên ngân hàng và biên độ tỷ giá đã góp phần hạn chế tình trạng đầu cơ và tác động của biến động tỷ giá trên thị trường nước ngoài, hạn chế tình trạng nhập siêu, cải thiện cán cân thanh toán. Tuy nhiên, với những gì đã và đang diễn ra trong năm 2010-2011, có thể thấy chính sách tỷ giá của Việt Nam lại trở nên bị động và không phát huy được hiệu quả như vài năm trước đó. Điều đó chứng tỏ một mô hình phù hợp cho chính sách tỷ giá vẫn cần được tiếp tục nghiên cứu.

Các tác giả Nguyễn Thị Thu Hằng, Đinh Tuấn Minh, Tô Trung Thành, Lê Hồng Giang, Phạm Văn Hà [6] thuộc Trung tâm Nghiên cứu Kinh tế và Chính sách Trường Đại học Kinh tế, Đại học Quốc gia Hà nội đã có bài nghiên cứu **“Lựa chọn chính sách tỷ giá trong bối cảnh phục hồi kinh tế” (2010)**. Theo nhóm tác giả, Việt Nam đang theo đuổi cơ chế neo tỷ giá có điều chỉnh, và hiện nay cơ chế này hoạt động không hiệu quả. Cùng với việc so sánh tỷ giá chính thức và tỷ giá trị trường tự do trong năm 2009, tỷ giá thực tế và tỷ giá danh nghĩa giai đoạn 2000-2009, các tác giả cũng đã tính toán tỷ giá thực đa phương ở Việt Nam để đi đến kết luận: VND lên giá nhiều so với các đồng tiền của các nước đối tác. Đây là nguyên nhân của sự sụt giảm tính cạnh tranh của hàng hóa Việt Nam và sự gia tăng nhập siêu của nền kinh tế nội địa. Bài nghiên cứu đã có 3 đề xuất quan trọng, đó là *i*, Việt Nam chuyển sang cơ chế tỷ giá thả nổi có quản lý; *ii*, khi từ bỏ cơ chế neo tỷ giá, NHNN Việt Nam phải trở nên độc lập và *iii*, hiện đại hóa thị trường ngoại hối.

1.1.2. Nghiên cứu về hiệu ứng tác động của tỷ giá tới dự trữ ngoại hối trong Bảng cân đối tiền tệ của NHTW

1.1.2.1. Trên thế giới

Từ cuối thập kỷ 70 của thế kỷ trước, chủ đề “khủng hoảng tiền tệ” đã thu hút được sự quan tâm của rất nhiều nhà nghiên cứu. Các mô hình khủng hoảng thể hệ 1, 2, 3 đã trở nên nổi tiếng, bởi trong đó các nhà nghiên cứu đã dành nhiều công sức để giải thích nguyên nhân của các cuộc khủng hoảng này.

Paul Krugman (1979) là người đi tiên phong khi xây dựng mô hình “Khủng hoảng tiền tệ thể hệ 1”, trong đó ông cho rằng khủng hoảng xảy ra là tất yếu đối với một quốc gia áp dụng chế độ tỷ giá cố định, nếu thâm hụt ngân sách lại được bù đắp bằng việc mở rộng tín dụng nội địa, tức là Chính phủ bán trái phiếu cho chính NHTW. Sự gia tăng cung tiền đã khiến lãi suất giảm, dòng vốn chảy ra và tạo nên áp lực giảm giá cho đồng nội tệ. Trong hoàn cảnh đó, NHTW buộc phải tung dự trữ ngoại hối để bảo vệ chế độ tỷ giá cố định. Khi dự trữ ngoại hối cạn kiệt, phá giá là điều không tránh khỏi do nhà đầu tư tháo chạy khỏi đồng nội tệ, khủng hoảng là tất yếu.

20 năm sau, trong một nghiên cứu khác, Paul Krugman [65] lại tiếp tục liên hệ bảng cân đối tiền tệ và sự chuyển giao vốn với khủng hoảng tài chính. Hiệu ứng bảng cân đối tiền tệ và vấn đề chuyển giao vốn có thể tạo ra điểm cân bằng “có lợi” và điểm cân bằng “bất lợi”. Khi người cho vay kỳ vọng tỷ giá thấp (nội tệ tăng giá) và giá trị tài sản ròng của doanh nghiệp cao, họ có xu hướng cho vay với quy mô lớn. Doanh nghiệp sẽ có vốn để đầu tư vào sản xuất kinh doanh cho tới khi nào tỷ suất lợi nhuận bằng với lãi suất đi vay. Ngược lại, khi kỳ vọng của người cho vay là tỷ giá sẽ tăng (nội tệ giảm giá), trong khi giá trị tài sản ròng của doanh nghiệp thấp, sẽ không có khoản vay nào được thực hiện. Khi đó doanh nghiệp không thể tiếp cận được vốn vay, đầu tư giảm sút, dẫn tới khủng hoảng do sụt giảm sản lượng. Krugman đã chỉ ra rằng hai nguyên nhân chính khiến một quốc gia có thể gặp rủi ro là: do ***đòn bẩy tài chính cao*** và do ***xu hướng nhập khẩu ít***.

Sau khi quan sát các cuộc khủng hoảng Châu Á, Nga và Châu Mỹ Latinh, Felipe Farah Schwartzman [50] nhận thấy rằng trước khi khủng hoảng xảy ra, các

nước Hàn Quốc, Thái Lan, Argentina, Nga đều có mức tăng trưởng âm (5%-11%), trong khi đó Braxin vẫn đạt tốc độ tăng trưởng 1%, mặc dù tỷ lệ nợ nước ngoài trên GDP của nước này cũng giống của Hàn Quốc và Nga, vào khoảng 30%. Từ đó tác giả đã cố gắng đi tìm câu trả lời cho câu hỏi “tại sao tăng trưởng của Braxin lại không chịu ảnh hưởng của hiệu ứng bảng cân đối kế toán như vậy?”. Với việc áp dụng mô hình VAR và phân tích chủ yếu trên giác độ kinh tế học vi mô, tác giả đã đưa ra kết luận về nguyên nhân dẫn đến sự mất ổn định tài chính của một quốc gia là: *i*, nợ nước ngoài cao, kéo dài; *ii*, kim ngạch nhập khẩu thấp; và *iii*, đòn bẩy tài chính (đo bằng tỉ lệ nợ/vốn của chủ) cao. Với riêng trường hợp Braxin, tác giả cho rằng hiệu ứng bảng cân đối tiền tệ đã không gây ảnh hưởng lớn do quốc gia này có mức độ đòn bẩy tài chính thấp.

Với câu hỏi được đặt ra “Liệu có tồn tại mối quan hệ tỷ lệ nghịch giữa phần bù rủi ro quốc gia với giá trị tài sản ròng hay không?”, sau khi nhận thấy rằng giữa các mô hình kinh tế mở cổ điển (điển hình là mô hình Mundel-Fleming) với các lý thuyết hiện đại về thắt chặt tín dụng và hiệu ứng bảng cân đối tiền tệ có những quan điểm trái chiều, Juan Carlos Berganza, Roberto Chang và Alicia García Herrero [61] đã tiến hành một nghiên cứu mang tính thực nghiệm với 27 quốc gia (bao gồm 6 nước Châu Âu, 6 nước Châu Á, 6 nước Châu Phi, và 9 nước Mỹ Latinh). Cách tiếp cận của nhóm tác giả là đi tìm câu trả lời cho câu hỏi “Khi giá trị nợ nước ngoài của một quốc gia mới nổi thay đổi do sự thay đổi của tỷ giá thực, hiệu ứng bảng cân đối tiền tệ làm gia tăng rủi ro quốc gia hay không?”. Nghiên cứu đã cho kết quả: hiệu ứng bảng cân đối tiền tệ là nguyên nhân chính làm gia tăng rủi ro của một quốc gia. Đặc biệt, hiệu ứng của việc phá giá tới bảng cân đối tiền tệ là mạnh nhất khi một quốc gia đang trong giai đoạn khủng hoảng.

Trong một nghiên cứu riêng của mình, Alicia García Herrero [35] đã tập trung vào xem xét ba nhân tố ngoại lai tác động tới mức độ rủi ro của một quốc gia mới nổi: hiệu ứng bảng cân đối tiền tệ, xu hướng không ưa thích mạo hiểm, và sự lan tỏa quốc tế. Theo tác giả và các cộng sự, tỷ giá thực giảm gây nên hiệu ứng bảng cân đối tiền tệ, từ đó làm gia tăng mức độ rủi ro quốc gia. Các biện pháp để giảm thiểu hiệu ứng này (ví dụ: tích lũy dự trữ ngoại hối, duy trì tỷ giá ổn định, giảm những

xung đột về tài chính) vừa khó thực hiện vừa tốn kém do nền kinh tế đang còn trong giai đoạn chuyển tiếp, chưa thực sự phát triển.

Yin-Wong Cheung và Hiro Ito [83] chú trọng nghiên cứu của mình vào các nhân tố ảnh hưởng tới quy mô dự trữ ngoại hối mà một quốc gia nắm giữ. Đặc biệt, các tác giả đã tiến hành tìm hiểu và so sánh thực tế và nhu cầu nắm giữ dự trữ ngoại hối giữa hai khu vực Châu Á (gồm 12 quốc gia, không có Việt Nam) và Châu Mỹ Latin (gồm 20 quốc gia). Kết quả cho thấy các nền kinh tế thuộc Châu Á có xu hướng duy trì dự trữ ngoại hối cao hơn so với nền kinh tế Mỹ Latin. Điều này không chịu ảnh hưởng nhiều từ các nhân tố tài chính, thể chế hay các yếu tố kinh tế vĩ mô (bao gồm mức độ mở cửa của nền kinh tế), mà phụ thuộc nhiều vào việc quốc gia đó lựa chọn mô hình nào (của nền kinh tế đã phát triển hay đang phát triển) làm tiêu chuẩn áp dụng. Tuy nhiên, tác giả cho rằng dự trữ ngoại hối của một quốc gia chịu tác động bởi các yếu tố tài chính (nợ nước ngoài) và thể chế (ví dụ chế độ tỷ giá).

Như vậy, có thể thấy rằng ban đầu, khi thuật ngữ “Hiệu ứng Bảng cân đối tiền tệ” (tiếng Anh: Balance Sheet Effects) ra đời, nó được nhìn nhận và nghiên cứu trên góc độ kinh tế học vĩ mô, nghĩa là mối tương quan giữa việc vay nợ với giá trị tài sản ròng của doanh nghiệp có thể ảnh hưởng tới nền kinh tế như thế nào.

Về sau này, “Hiệu ứng Bảng cân đối tiền tệ” cũng đã được nghiên cứu trên góc độ vĩ mô, tức là mối quan hệ giữa Bảng cân đối tiền tệ của NHTW với khủng hoảng kinh tế, nói cách khác là cơ cấu nợ/tài sản ngoại tệ của NHTW có thể gây nguy cơ khủng hoảng đến đâu khi tỷ giá biến động.

1.1.2.2. Tại Việt Nam

Nghiên cứu sinh nhận thấy đây là khoảng trống nghiên cứu ở Việt Nam, tuy nhiên, do quá trình thu thập số liệu về Bảng cân đối tiền tệ của NHNN Việt Nam gặp rất nhiều khó khăn, luận án sẽ dựa hoàn toàn vào thông tin được công bố bởi IMF. Đặc điểm của những số liệu này là mức độ cập nhật chưa cao (chỉ tới quý 1 năm 2010) và không cho thấy được toàn bộ cơ cấu chi tiết của Bảng cân đối tiền tệ của NHNN Việt Nam. Nghiên cứu sinh giới hạn phạm vi nghiên cứu vào việc tìm hiểu nợ nước ngoài so với dự trữ ngoại hối được thể hiện trên bảng cân đối tiền tệ của NHNN Việt Nam, không áp dụng mô hình kinh tế lượng.

1.1.3. Nghiên cứu về chính sách phá giá tiền tệ, hệ số co giãn của cầu xuất nhập khẩu, tỷ giá thực đa phương và các nhân tố tác động

1.1.3.1. Trên thế giới

Trong nghiên cứu “Tỷ giá và giá cả” (*“Exchange rates and prices”*, American Economic Review, 77, 93-106), Dornbusch [46] đã chứng minh rằng đối với các doanh nghiệp hoạt động trong điều kiện cạnh tranh không hoàn hảo, hiệu ứng trung chuyển của tỷ giá là **không toàn phần** và nó tỷ lệ nghịch với tỷ lệ số lượng doanh nghiệp nội địa trên số lượng doanh nghiệp nước ngoài cùng cung cấp một loại hàng hóa (tức là áp lực cạnh tranh mà doanh nghiệp trong nước phải đối mặt càng lớn thì hiệu ứng trung chuyển của tỷ giá lên giá cả trong nước càng cao).

Knetter (1993), trong *“International Comparisons of Pricing-to-Market Behavior”* [64], từ quan sát sự khác biệt giữa một số ngành công nghiệp chủ chốt đã kết luận hiệu ứng trung chuyển của tỷ giá lên giá cả của các ngành là khác nhau. Chẳng hạn, xuất khẩu của các ngành sản xuất ô tô hay đồ uống giải khát có hiệu ứng trung chuyển thấp hơn. Sau này, phần lớn các nghiên cứu đều đi tới một điểm thống nhất rằng hiệu ứng trung chuyển của tỷ giá lên các sản phẩm chế tạo là thấp hơn so với các sản phẩm nông nghiệp. Tuy nhiên, trong phạm vi luận án, do hạn chế trong việc thu thập số liệu, nghiên cứu sinh sẽ không đi sâu vào nghiên cứu hiệu ứng trung chuyển của tỷ giá lên từng ngành nghề, lĩnh vực.

Một số học giả đã mở rộng phạm vi nghiên cứu bằng cách so sánh giữa các quốc gia, khu vực với nhau. Quan điểm của McCarthy [69] là hiệu ứng trung chuyển của tỷ giá ở các quốc gia mới nổi cao hơn so với những nền kinh tế đã phát triển. Đây được cho là nguyên nhân vì sao các quốc gia mới nổi mang một tâm lý e ngại đối với việc chuyển sang chế độ tỷ giá thả nổi.

Giả thuyết được Taylor [81] đưa ra là sự phản ứng của mức giá trước sự biến động của tỷ giá tỷ lệ thuận với mức lạm phát. Điều đó có nghĩa là lạm phát càng kéo dài, các doanh nghiệp càng nhận thức được rằng biến động tỷ giá không thể là nhất thời và do đó họ sẽ điều chỉnh mức giá.

Giả thuyết của Taylor (2000) cũng được Douglas Steel và Alan King [47] kiểm định với riêng trường hợp New Zealand và đã cho kết quả ngược lại: khi lạm

phát giảm hiệu ứng trung chuyển của tỷ giá lên giá cả đã không giảm theo. Tuy nhiên, hai tác giả đã đồng tình với một giả thuyết khác về mối quan hệ giữa chế độ tỷ giá và hiệu ứng trung chuyển của tỷ giá qua việc chứng minh khi New Zealand chuyển sang chế độ tỷ giá thả nổi, hiệu ứng này giảm đi rõ rệt. Nhóm tác giả đã chia ra 3 giai đoạn để nghiên cứu: 1971-1985 khi New Zealand neo tỷ giá với đôla Mỹ, 1985-2001 khi đất nước này chuyển sang chế độ tỷ giá thả nổi, và 1989-2001 khi nền kinh tế trải qua một giai đoạn ổn định với mức lạm phát thấp. Trong chương 4, nghiên cứu sinh dự định sẽ một lần nữa kiểm định lại giả thuyết của Taylor áp dụng cho trường hợp của Việt Nam.

Với đối tượng nghiên cứu là 23 quốc gia thuộc OECD, trong đó tập trung vào các ngành công nghiệp chế tạo, Campa và Goldberg [43] đã tìm ra bằng chứng *i*, hiệu ứng trung chuyển của tỷ giá trong ngắn hạn là nhỏ; *ii*, những quốc gia mà tỷ giá không ổn định thường có hiệu ứng trung chuyển lớn, và *iii*, nhân tố quan trọng tác động tới hiệu ứng trung chuyển lại không thuộc về các biến số kinh tế vĩ mô mà thuộc về sự thay đổi cơ cấu mặt hàng nhập khẩu.

Trong khi nhiều nhà nghiên cứu trước đó chỉ quan tâm tới hiệu ứng tác động của tỷ giá tới chỉ số giá tiêu dùng, Frankel và cộng sự [53] lại hướng nghiên cứu của mình tới giá của tám mặt hàng nhập khẩu của 76 quốc gia, cụ thể: thuốc lá Marlboro (Mỹ sản xuất), Coca-Cola (Mỹ), rượu Cognac (Pháp), rượu Gin (Mỹ), Thời báo (Mỹ), phim màu Kodak (Mỹ), rượu mùi Cointreau (Pháp), và rượu vang trắng khai vị Martini & Rossi (Ý). Với việc áp dụng mô hình hiệu chỉnh sai số (ECM – Error Correction Model), các tác giả đã rút ra một số kết luận. Đó là: hệ số trung chuyển của tỷ giá tới giá cả hàng hóa nhập khẩu ở các nước đang phát triển cao hơn nhiều lần so với các nước giàu; hệ số này do các nhân tố sau đây tác động (xếp theo thứ tự từ quan trọng đến ít quan trọng): khoảng cách địa lý, thu nhập bình quân đầu người, sự ổn định của tiền tệ (tốc độ lạm phát).

Trong nghiên cứu của mình, Michele và các cộng sự [71] đã áp dụng mô hình VAR để nghiên cứu 3 khu vực Châu Á, Trung và Đông Âu, và Mỹ Latinh. Các biến số được đưa vào mô hình gồm có: tỷ giá, chỉ số giá nhập khẩu, chỉ số giá tiêu dùng,

lãi suất ngắn hạn, sản lượng, và chỉ số giá dầu lửa. Kết quả nghiên cứu cho thấy: *i*, hiệu ứng trung chuyển của tỷ giá ở những quốc gia mới nổi **cao** hơn so với các nước phát triển; *ii*, tại các quốc gia mới nổi luôn tồn tại mối quan hệ tỷ lệ thuận giữa hiệu ứng trung chuyển của tỷ giá với tỷ lệ lạm phát; và *iii*, mức độ mở cửa nền kinh tế không ảnh hưởng nhiều tới hiệu ứng này. Các quốc gia Châu Á được đưa vào nghiên cứu gồm Trung Quốc, Hàn Quốc, Singapore, Đài Loan, và Hồng Kông, chưa có Việt Nam. Trong luận án của mình, nghiên cứu sinh hy vọng sẽ bổ sung Việt Nam vào bức tranh phá giá tiền tệ và các tác động của khu vực Châu Á.

Lian An và Jian Wang [67] đã áp dụng mô hình tự hồi quy VAR để nghiên cứu tác động của tỷ giá lên 3 chỉ số giá trong giai đoạn 1980-2007 của 9 nước thuộc OECD: **chỉ số giá sản xuất, chỉ số giá nhập khẩu, và chỉ số giá tiêu dùng**. Chín quốc gia bao gồm: Canada, Phần Lan, Italia, Nhật Bản, Hàn Quốc, Tây Ban Nha, Thụy Điển, Anh, và Mỹ. Kết quả nghiên cứu cho thấy hiệu ứng trung chuyển của tỷ giá nhỏ hơn 1 cả trong ngắn hạn và dài hạn. Trong đó, hiệu ứng trung chuyển của tỷ giá lên chỉ số giá nhập khẩu là lớn nhất và chỉ số giá tiêu dùng là nhỏ nhất. Đồng thời, các tác giả cũng kết luận rằng đối với những nước có quy mô nhỏ, kim ngạch nhập khẩu lớn, chế độ tỷ giá cứng nhắc, chính sách tiền tệ không nhất quán, lạm phát cao, hiệu ứng trung chuyển của tỷ giá luôn lớn hơn. Điều này có đúng với Việt Nam hay không, nghiên cứu sinh hy vọng có thể làm rõ trong luận án.

1.1.3.2. Tại Việt Nam

Trong bài viết “**Biến động cán cân thanh toán và vấn đề nhập khẩu lạm phát ở Việt Nam**” (2011), tác giả Nguyễn Đình Thọ [20] đã phân tích một số nhân tố quyết định đến thành công của Chính phủ trong việc thực hiện mục tiêu kiềm chế lạm phát. Theo tác giả, ngoài sự tăng trưởng quá nóng của tín dụng, biến động giá cả hàng hóa thế giới và chính sách tỷ giá cũng như chính sách quản lý ngoại hối của Việt Nam đã là nguyên nhân dẫn tới nhập khẩu lạm phát và làm cho lạm phát của Việt Nam cao gấp 2 lần so với các nước khác trong khu vực. Tác giả cũng đã sử dụng số liệu khảo sát của mình để chứng minh khi giá hàng hóa tính theo VND tăng nhanh hơn biến động giá hàng hóa theo USD trên thế giới, lạm phát ở Việt Nam

biến động ngoài khả năng kiểm soát. Trong đề xuất của mình, tác giả Nguyễn Đình Thọ nhấn mạnh vai trò của chính sách tỷ giá, ủng hộ việc mở rộng biên độ dao động như thời gian qua, đồng thời nêu rõ tỷ giá nên được gắn với một rổ các đồng tiền tự do chuyển đổi gồm USD, EUR, JPY, GBP thay vì chỉ neo vào USD như hiện nay. Tuy nhiên, tác giả chưa lý giải tác động tích cực của công cụ “biên độ dao động” tới tình hình cung cầu ngoại tệ trên thị trường, cũng như lý do vì sao trong rổ tiền tệ không có sự xuất hiện của đồng Nhân dân tệ khi Trung Quốc đang là một trong số các đối tác thương mại lớn của Việt Nam.

Gần đây trên website của NHNN Việt Nam có đăng tải Phần 1 bài viết của hai tác giả Nhật Trung và Nguyễn Hồng Nga với tiêu đề ***“Hiệu ứng trung chuyển tác động của tỷ giá tới giá cả và lạm phát”*** [26]. Các tác giả đã giới thiệu các công trình nghiên cứu về vấn đề này được thực hiện bởi các nhà kinh tế học trên thế giới. Tuy nhiên, trong phần này, các tác giả chưa đề cập tới nghiên cứu của mình dành cho Việt Nam.

Bằng mô hình kiểm định VAR với sáu (6) biến số kinh tế giá dầu, cầu hàng hóa, tỷ giá, chỉ số giá nhập khẩu, chỉ số giá tiêu dùng, và cung tiền mở rộng (M2), Võ Văn Minh [82] đã đi đến 2 kết luận đáng chú ý: *i*, hiệu ứng trung chuyển của tỷ giá là toàn phần (≥ 1) sau khoảng 5-7 tháng kể từ khi có biến động tỷ giá, sau đó giảm dần; *ii*, hiệu ứng trung chuyển của tỷ giá tới giá tiêu dùng lớn hơn hiệu ứng tới giá nhập khẩu. Từ đó tác giả đề xuất: muốn kiềm chế lạm phát phải dừng ngay việc mở rộng cung tiền, dừng việc NHNN can thiệp vào tỷ giá trên thị trường, thay vào đó nên áp dụng một chế độ tỷ giá linh hoạt với biên độ dao động rộng hơn. Với quan điểm cho rằng biến động của cầu nội địa không phải là nguyên nhân gây nên lạm phát, tác giả đề xuất không nên thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt khi cầu nội địa gia tăng, thay vào đó nên nhân cơ hội này để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Đây là một trong những nhận định cần được kiểm định mà nghiên cứu sinh sẽ thực hiện trong chương 4.

Nguyễn Thị Thu Hằng và cộng sự [6] đã kết luận rằng Việt Nam Đồng vẫn cần phải yếu đi để khuyến khích xuất khẩu và hạn chế nhập khẩu, tuy nhiên các

biện pháp can thiệp khác như hàng rào thuế quan, hàng rào kỹ thuật cần tiếp tục được sử dụng để giảm bớt sức ép phá giá đồng nội tệ.

Trong một nghiên cứu khác, các tác giả Nguyễn Đình Minh Anh, Trần Mai Anh và Võ Trí Thành [74] cũng đã áp dụng mô hình VAR để kiểm định và kết quả cho thấy lạm phát trong giai đoạn 2005-2009 thay đổi 7% sau một khoảng thời gian hai tháng kể từ khi có biến động 1% của tỷ giá, và mối tương quan này hoàn toàn biến mất ở tháng thứ 3. Bài nghiên cứu cũng chỉ ra rằng nguyên nhân chủ yếu gây nên lạm phát cao ở Việt Nam trong những năm gần đây là do việc mở rộng cung tiền. Từ đó, nhóm nghiên cứu đề xuất cần phải kiểm soát chặt chẽ cung tiền, kết hợp với việc để thị trường quyết định tỷ giá và NHNN Việt Nam chỉ sử dụng duy nhất một công cụ lãi suất VND để kiểm chế lạm phát. Trong mô hình VAR do nhóm tác giả đề xuất có 7 biến nội sinh, tuy nhiên chưa có biến **giá hàng hóa nhập khẩu**. Việt Nam là nước nhập siêu, vì vậy nghiên cứu sinh cho rằng tác động của tỷ giá lên giá hàng hóa nhập khẩu sẽ lớn. Trong luận án, nghiên cứu sinh sẽ nghiên cứu thêm về chỉ số giá nhập khẩu của Việt Nam.

Trong luận án ***“Tác động tỷ giá thực tế đến cán cân thương mại Việt Nam trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế”*** (2011), tác giả Đặng Thị Huyền Anh [1] đã tính toán đồng thời hệ số co giãn của cầu xuất nhập khẩu trước thay đổi của tỷ giá và chỉ số tỷ giá thực đa phương. Tác giả đã chọn năm 1999 làm năm cơ sở và đưa vào nghiên cứu 5 quốc gia và khu vực Nhật Bản, Trung Quốc, Australia, Châu Âu và Hoa Kỳ. Tuy nhiên, kể từ 1999 đến nay, thế giới cũng như Việt Nam đã chứng kiến nhiều thay đổi, đặc biệt là sự kiện Việt Nam gia nhập Tổ chức thương mại quốc tế (WTO) cuối năm 2006 và trở thành thành viên chính thức thứ 150 của tổ chức này vào ngày 11.01.2007. Khu vực châu Á, điển hình là ba quốc gia Singapore, Hàn Quốc, và Thái Lan, hiện nay đã trở thành những đối tác thương mại quan trọng của Việt Nam. Tuy nhiên, tác giả luận án đã không đưa ba quốc gia này vào để tính toán chỉ số tỷ giá thực đa phương và hệ số co giãn cầu xuất nhập khẩu của Việt Nam.

1.2. Phương pháp nghiên cứu

1.2.1. Phương pháp định tính - Tham khảo ý kiến chuyên gia

Phương pháp này được áp dụng nhằm tìm hiểu thông tin và quan điểm của những chuyên gia làm việc trong lĩnh vực có liên quan tới chính sách tỷ giá nói riêng và chính sách tiền tệ nói chung.

1. Ths. Nguyễn Quang Huy, Vụ trưởng Vụ Quản lý ngoại hối, NHNN Việt Nam;
2. TS. Nguyễn Thị Hồng, Vụ trưởng, Vụ Chính sách tiền tệ, NHNN Việt Nam;
3. TS. Lê Xuân Nghĩa, Nguyên Phó Chủ tịch Ủy ban Giám sát Tài chính quốc gia, Thành viên Hội đồng tư vấn CSTT quốc gia.
4. TS. Võ Trí Thành, Viện Nghiên cứu Quản lý Kinh tế Trung ương.

Những ý kiến được tham khảo liên quan tới quan điểm và định hướng lựa chọn chế độ tỷ giá, sự độc lập tương đối của NHNN Việt Nam cũng như các công cụ có thể được áp dụng nhằm ổn định kinh tế vĩ mô ở Việt Nam trong thời gian tới.

1.2.2. Phương pháp định lượng

1.2.2.1. Mô hình tự hồi quy theo véc tơ (VAR)

Trên cơ sở tìm hiểu các nghiên cứu đã được thực hiện trước đó với nhiều mô hình khác nhau, sau khi xem xét, nghiên cứu sinh quyết định lựa chọn và áp dụng mô hình kinh tế lượng tự hồi quy (VAR – Vector Autoregression) để kiểm định giả thuyết hiệu ứng trung chuyển của tỷ giá tới giá cả hàng hóa và mối quan hệ giữa tỷ giá với các biến số vĩ mô quan trọng.

Nguồn dữ liệu

- Ngân hàng Nhà nước Việt Nam: lãi suất cho vay bình quân của các NHTM, chỉ số giá tiêu dùng.
- Trang thống kê tài chính (IFS) của Quỹ Tiền tệ quốc tế (IMF): giá dầu thô, tỷ giá song phương giữa các đồng tiền trong rổ tiền tệ với đô la Mỹ.
- Tổng cục Thống kê Việt Nam: chỉ số sản xuất công nghiệp thay cho GDP (do GDP chỉ được công bố theo quý), chỉ số giá nhập khẩu.

Phương pháp phân tích dữ liệu

Giống như mô hình nhiều phương trình, mô hình VAR xem xét đồng thời

một số biến nội sinh. Mỗi biến nội sinh được giải thích bằng một phương trình chứa các giá trị quá khứ (còn gọi là “giá trị trễ”) của tất cả các biến nội sinh khác và giá trị trễ của chính nó. Mô hình VAR được sử dụng để xem xét động thái và sự phụ thuộc lẫn nhau giữa một số biến kinh tế theo thời gian. Thông thường mô hình này không có biến ngoại sinh.

Khi sử dụng mô hình nhiều phương trình, người ta thường đưa ra một số phương trình dựa trên giả thiết nào đó. Còn khi sử dụng mô hình VAR, kết quả của mô hình sẽ cho biết các quan hệ nào là phù hợp và có ý nghĩa thống kê. Mô hình phương trình thông thường được xác lập dựa trên việc xác định một mối quan hệ kinh tế, vì vậy nó có thể phù hợp với quốc gia này mà không phù hợp với các quốc gia khác, phù hợp với giai đoạn này mà không phù hợp với giai đoạn khác. Trong khi đó, mô hình VAR có thể thay cho hệ phương trình, không cần phải áp đặt một lý thuyết nào trước đó.

Nếu tồn tại quan hệ đồng thời giữa một số biến thì các biến này hoàn toàn có vai trò như nhau, không có sự khác biệt nào giữa biến nội sinh và biến ngoại sinh. Như vậy, mô hình VAR phù hợp với việc nghiên cứu các tác động có tính nhân quả hai chiều, không thể áp đặt một số yếu tố là nguyên nhân và yếu tố còn lại là kết quả.

Để áp dụng mô hình hệ phương trình, cần phải định dạng ra một số phương trình. Đối với mô hình VAR, tất cả các biến được đưa vào theo chuỗi thời gian, và từ đó nhà nghiên cứu có thể xem xét tính động của các biến kinh tế theo thời gian.

Về phương pháp, mô hình VAR tồn tại dưới dạng một hệ phương trình đồng thời, trong mỗi phương trình biến độc lập là các biến nội sinh ở thời kỳ trễ. Mô hình VAR áp dụng phương pháp bình phương tối thiểu (OLS – Ordinary Least Square).

Về hạn chế của mô hình VAR, có thể tóm tắt như sau:

- VAR không phù hợp với phân tích chính sách, do nó không chỉ ra khung chính sách. VAR nhìn nhận các mối quan hệ qua lại trong tổng thể, vì vậy không chỉ rõ được tác động chính sách dựa trên việc tác động vào biến kinh tế nào. VAR chỉ có ích trong việc đưa ra khuyến nghị lựa chọn chính sách dựa trên tiêu chí định

tính, trong đó sẽ chỉ ra các kết quả theo hướng tác động chính sách này, đồng thời cũng chỉ ra những sự đánh đổi và thứ tự ưu tiên.

- VAR thích hợp khi các biến là dừng.

- Xác định độ dài của trễ là vấn đề khó khăn. Do sử dụng biến trễ nên số liệu theo thời gian càng dài càng tốt.

Thước đo biến số và độ tin cậy của các thước đo

Mô hình sử dụng thước đo là **hệ số tương quan** giữa tỷ giá với các biến số kinh tế vĩ mô của nền kinh tế như lạm phát, tăng trưởng, cán cân thương mại. Số liệu được xem xét và phân tích với độ tin cậy trên 95%.

1.2.2.2. Tính toán hệ số co giãn của cầu xuất nhập khẩu

Cơ sở chọn 2005 làm năm gốc

Căn cứ vào số liệu của Tổng cục Thống kê, nghiên cứu sinh nhận thấy có đủ căn cứ khi lựa chọn 2005 làm năm gốc để tính toán hệ số co giãn.

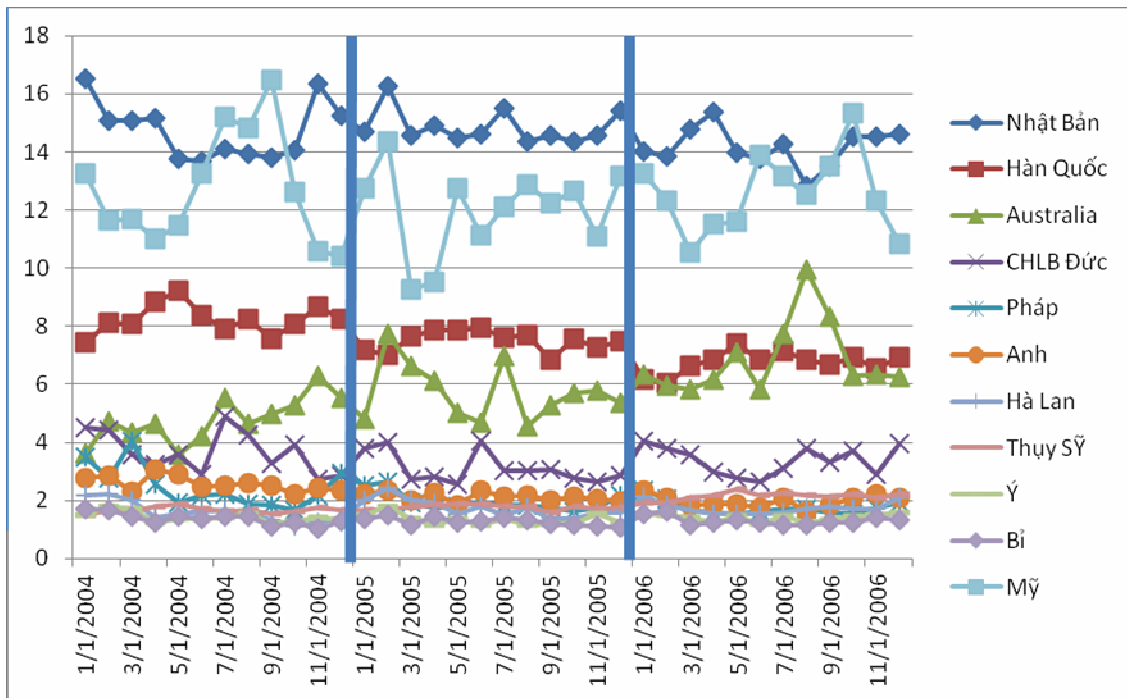
Thứ nhất, năm 2005 Việt Nam đạt tốc độ tăng trưởng 8,4%, mức tăng cao nhất trong vòng 9 năm kể từ 1997;

Thứ hai, chỉ số giá tiêu dùng năm 2005 là 8,4%, mặc dù vượt mức mục tiêu 6,5% nhưng thấp hơn mức 9,5% của 2004 (là mức cao nhất kể từ 1996);

Thứ ba, tỷ giá năm 2005 tương đối ổn định. Tính cả năm 2005 tỷ giá danh nghĩa chỉ tăng 0,9%.

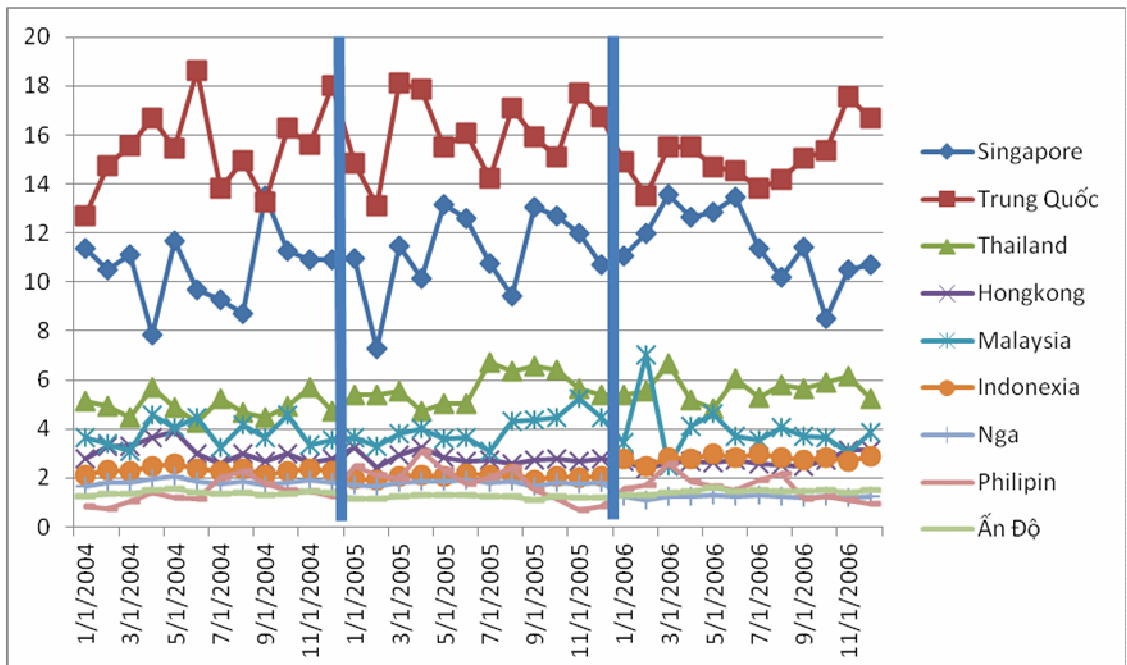
Thứ tư, thị trường xuất khẩu của Việt Nam cả năm 2005 phát triển tốt. Tổng kim ngạch xuất khẩu hàng hóa của Việt Nam tăng rất mạnh (21,6% so với 2004), đặc biệt ở những thị trường lớn như Hoa Kỳ (tăng 16,2%), Nhật Bản (26,9%), Australia (41,9%), Trung Quốc (8,8%), Singapore (28,5%). Về nhập khẩu, tốc độ tăng nhập khẩu năm 2005 đạt mức thấp nhất kể từ 2002 (tăng 15,4% so với 2004). Nhờ đó, thâm hụt cán cân vãng lai 2005 đạt mức thấp (-1,1% GDP), trong khi con số này của 2003 và 2004 lần lượt là -4,9% GDP và -2,1% GDP. Trừ 2006, các năm sau đó mức thâm hụt cao hơn rất nhiều (2007: -10%; 2008: -11,8%).

Tỷ trọng thương mại của Việt Nam và các nước tương đối ổn định, đặc biệt là từ quý 2 và với các đối tác chính như Nhật Bản, Hoa Kỳ, Australia, Singapore và Trung Quốc. Điều này được thể hiện qua biểu đồ 1.1 và 1.2 dưới đây.



(Nguồn: Tổng cục Thống kê)

**Biểu đồ 1.1: Tỷ trọng thương mại của 11 nước thuộc OECD với Việt Nam
(2004-2006)**



(Nguồn: Tổng cục Thống kê)

**Biểu đồ 1.2: Tỷ trọng thương mại của 9 nước không thuộc OECD với Việt Nam
(2004-2006)**

Thứ sáu, trong thống kê tài chính cập nhật nhất của Quỹ Tiền tệ quốc tế (IFS), các chỉ số của các quốc gia thành viên cũng được yết với năm gốc là 2005. Điều đó cho thấy việc lấy 2005 làm năm gốc để tính chỉ số tỷ giá và hệ số co giãn cũng là phù hợp với xu thế chung của thế giới.

Nguồn dữ liệu

Dữ liệu tính hệ số co giãn của cầu xuất nhập khẩu trước thay đổi của tỷ giá (sau đây gọi tắt là **hệ số co giãn**) được lấy từ nguồn của Tổng cục Thống kê (Việt Nam) và IFS (International Financial Statistics – IMF), theo quý, từ quý 1/2000 tới hết quý 4/2011, bao gồm các chuỗi số liệu sau:

Bảng 1.1. Danh mục các chỉ tiêu tính hệ số co giãn cầu xuất nhập khẩu

Việt Nam	Đối tác thương mại
<i>Tính hệ số co giãn với tỷ giá của cầu nhập khẩu của Việt Nam</i>	
- Khối lượng và giá trị nhập khẩu	
- GDP	
- Tỷ giá danh nghĩa USD/VND	
- Giá nội địa của các mặt hàng cạnh tranh hàng nhập khẩu	
- Chỉ số giá nhập khẩu	
<i>Tính hệ số co giãn với tỷ giá của cầu xuất khẩu của Việt Nam</i>	
- GDP	- GDP của 11 quốc gia là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam (chiếm khoảng 70% tổng kim ngạch XK của Việt Nam): Mỹ, Nhật Bản, Trung Quốc, Australia, Singapore, Đức, Anh, Hàn Quốc, Thụy Sĩ, Malaysia, và Hà Lan
- Khối lượng và giá trị xuất khẩu	
- Chỉ số giá xuất khẩu	- Chỉ số giá xuất khẩu của 11 đối tác là thị trường XK lớn nhất của Việt Nam
- Tỷ giá danh nghĩa USD/VND	

Do trong chỉ tiêu để tính hệ số co giãn yêu cầu phải có thông số “khối lượng” xuất khẩu và nhập khẩu, việc lấy toàn bộ các mặt hàng xuất nhập khẩu là không thể, ngay cả những mặt hàng xuất khẩu chủ lực của Việt Nam như dệt may, xăng dầu

các loại, giày dép các loại, máy vi tính, sản phẩm điện tử và linh kiện, thủy hải sản; hay một số mặt hàng có kim ngạch nhập khẩu lớn như máy móc, thiết bị, phụ tùng; máy vi tính, sản phẩm điện tử và linh kiện; vải và nguyên phụ liệu dệt may, da giày, hóa chất... Vì vậy, để tính được đơn giá xuất nhập khẩu (chỉ số giá đơn vị của nhập khẩu), nghiên cứu sinh đã sử dụng một số mặt hàng sau đây, là những mặt hàng chiếm giá trị tương đối lớn trong tổng kim ngạch xuất nhập khẩu:

Bảng 1.2. Danh mục mặt hàng để tính chỉ số giá xuất nhập khẩu của Việt Nam

Xuất khẩu		Nhập khẩu	
Mặt hàng	% kim ngạch XK 2011	Mặt hàng	% kim ngạch NK 2011
1. Dầu thô	7,5%	1. Xăng dầu	9,3%
2. Cao su	3,3%	2. Sắt thép	6%
3. Gạo	3,8%	3. Chất dẻo nguyên liệu	4,5%
4. Than đá	1,7%	4. Phân bón	1,7%
5. Cà phê	2,8%	5. Ô tô nguyên chiếc	1%
6. Hạt điều	1,5%		
7. Hạt tiêu	0,8%		
Tổng	21,4%	Tổng	22,1%

Nguồn: Tổng cục Thống kê

Trong quá trình thu thập số liệu để phục vụ cho việc tính hệ số cơ giãn, một số khó khăn đã nảy sinh liên quan tới thông số “khối lượng”, do trong từng mặt hàng lại có thể chia nhóm nhỏ hơn với các đơn giá có mức chênh lệch tương đối. Ví dụ ở nhóm hàng nhập khẩu, trong mặt hàng ô tô có loại xe khách trên 9 chỗ ngồi, dưới 9 chỗ ngồi, ô tô tải; xăng dầu có xăng, dầu DO, dầu FO, dầu hỏa; phân bón có U rê, NPK, Kali... Trong nhóm hàng xuất khẩu, hạt điều có hai loại điều hạt thô (có vỏ) và điều nhân (đã chế biến, không có vỏ) với giá xuất khẩu điều nhân thường gấp khoảng 4 lần giá điều thô; hạt tiêu gồm có loại xay nhỏ và loại tiêu hạt, trong tiêu hạt lại chia làm loại đã phơi khô và chưa phơi khô... Điều cần lưu ý hơn nữa, đó là trong dữ liệu qua các năm của Tổng cục Thống kê, chi tiết các loại của cùng một mặt hàng chỉ xuất hiện ở một vài năm, trong khi một số năm khác lại không phân chia nhóm cụ thể như vậy. Điều này khiến cho việc thu thập số liệu cụ thể, chính xác cho từng loại của từng mặt hàng gặp nhiều khó khăn.

Trong số 19 quốc gia là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam, Mỹ, Nhật Bản, Australia, Singapore, Đức, Anh, Hàn Quốc, Đài Loan, Pháp là những nước mà số liệu về chỉ số giá xuất khẩu có sẵn trên trang thông kê tài chính (IFS) của IMF. Đối với Thụy Sĩ, Hà Lan, Italia, Thái Lan, và Hồng Kông, chỉ số giá xuất khẩu được tính bằng cách lấy chỉ số giá trị xuất khẩu chia cho chỉ số khối lượng xuất khẩu. Phillipines, Indônêxia và Ấn Độ đều không có đầy đủ số liệu để tính chỉ số giá xuất khẩu: Phillipines chỉ có số liệu từ năm 2000 đến 2006, trong khi Indônêxia và Ấn Độ chỉ có số liệu về giá trị xuất khẩu mà không có chỉ tiêu số lượng. Hai quốc gia Châu Á là Trung Quốc và Malaysia đều không có số liệu về khối lượng xuất khẩu. Với Malaysia, IFS công bố chỉ số giá xuất khẩu của ba mặt hàng dầu cọ, cao su, và thiếc (Malaysia là một trong những nhà cung cấp lớn nhất thế giới về ba mặt hàng này). Tuy nhiên, xét trong tổng kim ngạch xuất khẩu của Malaysia thì chúng chỉ chiếm một tỷ trọng tương đối thấp 10%, không thể đại diện cho toàn bộ các mặt hàng xuất khẩu.

Sau khi cân nhắc, nghiên cứu sinh quyết định lấy 16 quốc gia với tỷ trọng khoảng 81% (2005) và 76% (2010) kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam để tính chỉ số giá xuất khẩu (Bảng 1.3).

Bảng 1.3: Đóng góp của 16 quốc gia vào xuất khẩu của Việt Nam

Tên nước	Tỷ trọng (% XK của Việt Nam 2005)	Tỷ trọng (% XK của Việt Nam 2010)	Tên nước	Tỷ trọng (% XK của Việt Nam 2005)	Tỷ trọng (% XK của Việt Nam 2010)
Mỹ	18,25	19,72	Malaysia	3,17	2,90
Nhật Bản	13,37	10,70	Hà Lan	2,03	2,34
Trung Quốc	9,95	10,12	Anh	3,13	2,33
Hàn Quốc	2,04	4,08	Hồng Kông	1,09	2,03
Australia	8,39	3,74	Đài Loan	2,88	2,00
Thụy Sĩ	0,32	3,67	Thái Lan	2,66	1,64
Đức	3,34	3,29	Pháp	2,01	1,51
Singapore	5,91	2,94	Italia	1,45	1,36
			Tổng	81,11	76

(Nguồn: Tổng cục Thống kê)

Đối với Trung Quốc và Malaysia, tác giả lựa chọn giải pháp tính chỉ số giá nhập khẩu của các thị trường xuất khẩu lớn nhất của hai quốc gia này (chiếm khoảng 70% kim ngạch xuất khẩu). Cụ thể, với Trung Quốc, 9 quốc gia được lựa chọn để tính chỉ số giá nhập khẩu là Mỹ, Hồng Kông, Nhật Bản, Hàn Quốc, Đức, Hà Lan, Anh, Singapore, và Italia; với Malaysia, 10 quốc gia được lựa chọn là Mỹ, Singapore, Nhật Bản, Thái Lan, Hồng Kông, Hà Lan, Australia, Đức, Pháp và Italia. Phương pháp phân tích dữ liệu

Phần mềm Eviews được sử dụng để tính toán hệ số co giãn của cầu xuất nhập khẩu trước thay đổi của tỷ giá. Do đơn vị tính khác nhau, các biến số được chuyển về cùng một đơn vị bằng phương pháp logarit.

Thước đo biến số và độ tin cậy của các thước đo

Hệ số co giãn của cầu xuất nhập khẩu trước thay đổi của tỷ giá được xác định bằng mô hình cầu nhập khẩu và cầu xuất khẩu theo công thức trong cuốn “**Các phương pháp phân tích và dự báo trong kinh tế**” của Nguyễn Khắc Minh [13].

Mối quan hệ giữa tỷ giá với cầu xuất khẩu và cầu nhập khẩu của Việt Nam được kiểm định với độ tin cậy từ 95% trở lên.

1.2.2.3. Tính toán chỉ số tỷ giá danh nghĩa và tỷ giá thực đa phương (NEER và REER)

Nguồn dữ liệu

Dữ liệu tính hai chỉ số tỷ giá được lấy từ nguồn Datastream, Thomson Financial.

Phương pháp tính toán và phân tích số liệu

Năm 2005 được nghiên cứu sinh lựa chọn làm năm gốc trong tính toán chỉ số tỷ giá danh nghĩa và tỷ giá thực đa phương bởi các lý do đã nêu ở trên.

Việc tính toán hai chỉ số tỷ giá được tiến hành theo các bước như sau:

- **Bước 1:** Thu thập tỷ giá danh nghĩa song phương giữa các đồng tiền với USD;
- **Bước 2:** Tính tỷ giá danh nghĩa song phương từng các đồng tiền trong rổ với VND theo phương pháp tỷ giá chéo;
- **Bước 3:** Tính chỉ số tỷ giá danh nghĩa song phương (NBER – Nominal Bilateral Exchange Rate), lấy năm gốc là 2005.

$$\text{Công thức: } NBER_{it} = \frac{ER_{it}}{ER_{t0}} \times 100 \quad (1.1)$$

Trong đó:

- ER_{it} : tỷ giá danh nghĩa song phương giữa VND với đồng tiền quốc gia i kỳ t (tính bằng số VND tương đương với 1 đơn vị ngoại tệ i)
- ER_{i0} : tỷ giá danh nghĩa song phương giữa VND với đồng tiền quốc gia i kỳ gốc (tính bằng số VND tương đương với 1 đơn vị ngoại tệ i)
- **Bước 4**: Tính chỉ số tỷ giá danh nghĩa đa phương (NEER – Nominal Effective Exchange Rate), năm gốc là 2005.

Công thức:
$$NEER_t = \prod_{i=1}^n NBER_{it}^{w(i)} \quad (1.2)$$

Tức là:
$$NEER_t = (NBER_{1t})^{1t} \times (NBER_{2t})^{2t} \times \dots \times (NBER_{3t})^{20t}$$

Trong đó:

- $NBER_{it}$: chỉ số tỷ giá danh nghĩa song phương của VND với đồng tiền nước i kỳ t .
- $w(i)$: tỷ trọng thương mại của quốc gia i trong tổng kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam.
- **Bước 5**: Tính chỉ số tỷ giá thực đa phương (REER – Real Effective Exchange Rate), năm gốc là 2005.

Công thức:
$$REER_t = NEER_t \times \frac{CPI_t}{\prod_{i=1}^n CPI_{it}^{w(i)}} \quad (1.3)$$

Trong đó:

- $NEER_t$: chỉ số tỷ giá danh nghĩa đa phương của VND kỳ t .
- CPI_t : Chỉ số giá tiêu dùng của Việt Nam kỳ t
- CPI_{it} : Chỉ số giá tiêu dùng của quốc gia i kỳ t

20 quốc gia được lựa chọn để đưa vào rô tiền tệ tính chỉ số tỷ giá thực đa phương bao gồm: **Nhật Bản, Singapore, Trung Quốc, Hàn Quốc, Mỹ, Thái Lan, Australia, Hồng Kông, Đức, Malaysia, Pháp, Indonexia, Anh, Hà Lan, LB Nga, Phillippines, Thụy Sĩ, Italia, Bỉ, và Ấn Độ**. Số liệu của Tổng cục Thống kê cho thấy 20 quốc gia này chiếm 80-82% tỷ trọng giao dịch thương mại (bao gồm cả xuất khẩu và nhập khẩu) của Việt Nam với thế giới trong suốt 10 năm qua.

CHƯƠNG 2

LÝ LUẬN CƠ BẢN VỀ CHÍNH SÁCH TỶ GIÁ

2.1. Tổng quan về tỷ giá

2.1.1. Khái niệm tỷ giá

Theo từ điển kinh tế học Routledge của Donald Rutherford [78], tỷ giá là giá của một đồng tiền tính bằng đồng tiền khác.

Theo Từ điển Thuật ngữ Tài chính (*Dictionary of Financial Terms*) [91], tỷ giá là mức giá tại đó đồng tiền của quốc gia này có thể được chuyển đổi sang đồng tiền của quốc gia khác.

Trong Từ điển Tài chính Farlex (*Farlex Financial Dictionary*) [92], tỷ giá được định nghĩa là tương quan sức mua/giá trị giữa hai đồng tiền.

Theo Từ điển Oxford (*Oxford Dictionaries*) [96], tỷ giá là giá trị của một đồng tiền khi chuyển đổi sang một đồng tiền khác.

Như vậy, có thể nói tỷ giá là ***“mức giá tại đó đồng tiền của một quốc gia/khu vực có thể được chuyển đổi sang đồng tiền của quốc gia/khu vực khác”***. Trong phạm vi luận án, tỷ giá được tính bằng số đơn vị nội tệ trên một đơn vị ngoại tệ (phương pháp yết giá trực tiếp). Khi tỷ giá giảm, đồng nội tệ lên giá, ngoại tệ giảm giá; và ngược lại, tỷ giá tăng đồng nghĩa với nội tệ giảm giá, ngoại tệ lên giá. Tỷ giá được yết theo thị trường giao dịch, có nghĩa là đồng tiền yết giá đứng trước, đồng tiền định giá đứng sau. Ví dụ, tỷ giá giữa VND và đôla Mỹ sẽ được yết USD/VND, hàm ý bao nhiêu đơn vị VND có thể đổi lấy một đơn vị USD.

Có thể nói trong nền kinh tế mở, sự biến động của tỷ giá tác động tới các chủ thể tham gia giao dịch trên thị trường ngoại hối, đó là các cá nhân, doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực xuất nhập khẩu, các công ty đa quốc gia, ngân hàng và các tổ chức phi ngân hàng, Ngân hàng Trung ương... và như vậy tỷ giá ảnh hưởng tới toàn bộ nền kinh tế. Khi tỷ giá thay đổi dẫn đến sự thay đổi cung và cầu ngoại tệ trên thị trường, từ đó tác động tới các biến số kinh tế vĩ mô quan trọng của tứ

giác kinh tế, đó là: thu nhập quốc dân, lạm phát, thất nghiệp và cán cân thanh toán quốc tế.

2.1.2. Phân loại tỷ giá

Tỷ giá được phân loại dựa trên các tiêu thức sau đây: theo nghiệp vụ giao dịch, theo kỳ hạn, theo mối quan hệ giữa các đồng tiền, theo mối quan hệ về khả năng cạnh tranh trong thương mại...

2.1.2.1. Theo nghiệp vụ giao dịch

- Tỷ giá mua (Bid): là mức giá tại đó chủ thể yết giá (NHTM và các tổ chức tài chính được phép kinh doanh ngoại tệ) sẵn sàng trả để mua vào một đơn vị đồng yết giá.

- Tỷ giá bán (Ask/Offer): là mức giá tại đó chủ thể yết giá sẵn sàng đổi một đơn vị đồng tiền yết giá để lấy đồng tiền định giá.

Ngoài tỷ giá mua bán giữa các ngân hàng và các doanh nghiệp, cá nhân, còn có tỷ giá mua bán giữa các NHTM với nhau (được gọi là tỷ giá liên ngân hàng).

2.1.2.2. Theo thị trường yết giá

- Tỷ giá chính thức (Official Rate): tỷ giá do cơ quan quản lý tiền tệ (NHTW) công bố áp dụng cho một thời kỳ nhất định.

- Tỷ giá thị trường (Market Rate): tỷ giá hình thành trên cơ sở cung cầu của thị trường.

Ở những quốc gia đang duy trì chế độ tỷ giá cố định, tỷ giá chính thức và tỷ giá thị trường tồn tại song hành. Trong đó, tỷ giá yết tại các NHTM lấy tỷ giá chính thức làm căn cứ, dao động quanh đó với một biên độ cho phép; còn tỷ giá trên thị trường tự do (black-market) không chịu sự kiểm soát của NHTW. Tùy vào từng giai đoạn và cơ chế điều tiết tỷ giá của từng quốc gia, tỷ giá chính thức có thể hoàn toàn độc lập với tỷ giá thị trường, nhưng cũng có thể lấy tỷ giá thị trường (ví dụ tỷ giá bình quân trên thị trường liên ngân hàng) làm tham chiếu.

Tại những nước áp dụng chế độ tỷ giá thả nổi, NHTW không công bố tỷ giá chính thức, tỷ giá hoàn toàn do thị trường quyết định.

2.1.2.3. Theo kỳ hạn

- Tỷ giá giao ngay: tỷ giá áp dụng cho những hợp đồng mua bán ngoại tệ được thực hiện sau hai ngày làm việc kể từ ngày giao dịch.

- Tỷ giá kỳ hạn: tỷ giá áp dụng cho các hợp đồng mua bán ngoại tệ được ký kết ngày hôm nay nhưng việc thực hiện giao dịch diễn ra tại một thời điểm xác định trong tương lai. Dù tỷ giá thị trường biến động như thế nào, đến thời điểm đáo hạn, tỷ giá thực hiện vẫn giữ nguyên theo hợp đồng đã ký kết.

2.1.2.4. Theo mối quan hệ giữa các đồng tiền

Đây là một tiêu thức phân loại quan trọng, áp dụng cho mục tiêu nghiên cứu khả năng cạnh tranh trong thương mại giữa các quốc gia. Mức tỷ giá giữa một đồng tiền với các đồng tiền khác là không giống nhau, chính vì vậy trong quá trình tìm hiểu sức cạnh tranh về giá giữa hàng hóa dịch vụ của quốc gia A so với quốc gia B, C, D..., thay vì sử dụng tỷ giá, các nhà nghiên cứu thường sử dụng **chỉ số tỷ giá** (quy về cùng một thời điểm gốc) để dễ so sánh. Các chỉ số tỷ giá bao gồm:

- *Chỉ số tỷ giá danh nghĩa song phương (Nominal Bilateral Exchange Rate – NBER)*: chỉ số này biểu thị sự thay đổi sức mua danh nghĩa của hai đồng tiền, chưa tính đến sự biến động mức giá cả hàng hóa ở hai quốc gia. Chỉ tiêu này tăng hay giảm không có nghĩa là quốc gia đó trở nên cạnh tranh hay kém cạnh tranh hơn trên thị trường quốc tế. Cùng với tỷ giá danh nghĩa, NBER có thể được tính toán và công bố hàng ngày.

- *Chỉ số tỷ giá thực song phương (Real Bilateral Exchange Rate – RBER)*: là tỷ giá danh nghĩa được điều chỉnh theo mức giá tương đối giữa hai quốc gia. Chính vì vậy, chỉ số tỷ giá thực, cũng giống như tỷ giá thực, phản ánh mức giá của hàng hóa nội địa so với hàng hóa nước ngoài. Công thức tính RBER:

$$RBER = NBER \times \frac{P_f}{P_d} \quad (2.1)$$

Trong đó: P_f là mức giá nước ngoài, P_d là mức giá trong nước.

Khác với NBER, RBER không được tính toán hàng ngày mà là hàng tháng, do phải căn cứ vào chỉ số giá cả từng tháng.

-*Chỉ số tỷ giá danh nghĩa đa phương (Nominal Effective Exchange Rate – NEER)*: tỷ giá danh nghĩa và thực song phương chỉ phản ánh tương quan sức mua của đồng tiền nước A so với nước B. Tuy nhiên, trong xu thế hội nhập kinh tế quốc tế ngày càng sâu sắc, một quốc gia không chỉ thiết lập quan hệ thương mại với duy nhất một đối tác nước ngoài. Ngoài B, A còn tiến hành hoạt động thương mại với nước C, D, E, F, G, H..., vậy tương quan sức mua đồng tiền A so với cả rổ tiền tệ B, C, D, E, F, G, H được phản ánh như thế nào? Chỉ số tỷ giá danh nghĩa song phương là một trong hai chỉ tiêu đáp ứng được yêu cầu này. NEER được tính trên cơ sở bình quân có trọng số các tỷ giá danh nghĩa song phương của một đồng tiền so với các đồng tiền của các đối tác thương mại. Nhìn vào chỉ tiêu này có thể thấy được mức thay đổi tương đối giá giữa một đồng tiền với đồng tiền của các đối tác so với thời điểm gốc. Tuy nhiên, NEER không phản ánh thay đổi mức giá cả tương đối giữa nước quan sát với các nước trong rổ tiền tệ. Ở những quốc gia mà cơ quan thực thi CSTT còn duy trì việc công bố tỷ giá chính thức (một cách chủ quan hoặc dựa trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng), NEER là một chỉ tiêu thường xuyên được sử dụng để đánh giá tác động của chính sách tỷ giá tới diễn biến của cán cân vãng lai.

-*Chỉ số tỷ giá thực đa phương (Real Effective Exchange Rate – REER)*: chỉ số này đo lường sự thay đổi giá trị thực đồng tiền của một quốc gia so với một rổ tiền tệ của các đối tác thương mại của quốc gia đó, được tính bằng bình quân có trọng số các tỷ giá thực song phương giữa đồng tiền của quốc gia đó và đồng tiền của các đối tác. Chỉ số này được sử dụng phổ biến trong lý luận và nghiên cứu kinh tế học ứng dụng cũng như trong phân tích chính sách như đánh giá giá trị cân bằng của một đồng tiền; khả năng cạnh tranh về giá, chi phí; các tác động gây nên sự thay đổi cấu trúc thương mại của một quốc gia... Với quy ước về cách yết giá đã trình bày ở trên, khi chỉ số tỷ giá thực đa phương tăng, điều đó có nghĩa là đồng nội tệ

giảm giá thực tương đối so với đồng tiền của các đối tác thương mại, hàng hóa nội địa có khả năng cạnh tranh hơn so với hàng hóa nước ngoài, và ngược lại.

Các công thức tính tỷ giá danh nghĩa và tỷ giá thực đa phương đã được trình bày trong chương 1, phần *Phương pháp nghiên cứu*.

2.1.3. Tác động của tỷ giá tới nền kinh tế

2.1.3.1. Tỷ giá tác động tới cán cân thương mại

Trong một nền kinh tế mở, tỷ giá (cụ thể là tỷ giá thực) phản ánh mức giá tương đối giữa hàng hóa nội địa với hàng hóa cạnh tranh của nước ngoài. Trong điều kiện mức giá bán là không đổi, khi tỷ giá tăng (nội tệ giảm giá), hàng hóa xuất khẩu trở nên rẻ tương đối và hàng hóa nhập khẩu trở nên đắt tương đối so với hàng hóa nước ngoài. Xuất khẩu được khuyến khích và nhập khẩu bị hạn chế, cán cân thương mại có xu hướng từ thâm hụt trở về cân bằng hoặc thặng dư. Ngược lại, khi tỷ giá giảm (nội tệ lên giá), số ngoại tệ mà nhà xuất khẩu thu được khi chuyển về nội tệ sẽ được một lượng ít hơn, trong khi nhà nhập khẩu phải trả ít nội tệ hơn cho một số lượng ngoại tệ thanh toán cho đối tác nước ngoài. Xu hướng nhập khẩu nhiều hơn trong khi xuất khẩu giảm khiến cán cân thương mại có thể từ trạng thái thặng dư trở về cân bằng hoặc thâm hụt.

2.1.3.2. Tỷ giá tác động tới lạm phát

Tỷ giá tác động tới lạm phát qua hai kênh. *Thứ nhất*, tỷ giá thay đổi sẽ ảnh hưởng tới giá tính bằng nội tệ của hàng hóa nhập khẩu. Giá này được tính vào chỉ số giá tiêu dùng, chỉ tiêu chủ yếu đo lường mức độ lạm phát. *Thứ hai*, như đã nêu ở trên, tỷ giá thực tác động tới mức giá tương đối giữa hàng hóa sản xuất trong nước với hàng hóa sản xuất ở nước ngoài. Mức giá tương đối này ảnh hưởng tới cầu trong nước và cầu ngoài nước đối với hàng hóa sản xuất trong một quốc gia. Tổng cầu bị ảnh hưởng tất yếu sẽ ảnh hưởng tới lạm phát, cụ thể khi tổng cầu tăng, lạm phát sẽ tăng, và ngược lại.

2.1.3.3. Tỷ giá tác động tới Bảng cân đối tiền tệ của NHTW

Về mặt lý luận, tác động này của tỷ giá chưa được bàn luận nhiều ở Việt Nam. Với mong muốn phát triển lý luận về ảnh hưởng của tỷ giá tới Bảng cân đối tiền tệ của NHTW, do nhận thấy tỷ giá có mối liên hệ tới khả năng thanh khoản và

an toàn tài chính quốc gia, nghiên cứu sinh xin dành một thời lượng lớn hơn để trình bày vấn đề này.

NHTW là cơ quan điều hành và thực thi chính sách tiền tệ của một quốc gia. Bảng cân đối tiền tệ của NHTW được xây dựng trên cơ sở phân tổ các tài khoản trên Bảng cân đối kế toán của các đơn vị thuộc NHTW theo phương pháp thống kê tiền tệ, do Quỹ Tiền tệ quốc tế (IMF) nghiên cứu và thiết kế.

Bảng cân đối tiền tệ của một NHTW thường xoay quanh 3 chức năng cơ bản của cơ quan này:

- i*, phát hành tiền;
- ii*, Ngân hàng của Chính phủ; và
- iii*, Ngân hàng của các ngân hàng.

NHTW là chủ thể nắm trong tay quyền lực phát hành tiền và như vậy có thể ảnh hưởng trực tiếp đến sự tăng hay giảm giá của đồng nội tệ, vì vậy, Bảng cân đối tiền tệ của NHTW có ý nghĩa rất quan trọng.

Theo IMF, bảng cân đối tiền tệ của NHTW có cấu trúc như sau:

Bảng 2.1. Bảng cân đối tiền tệ của NHTW

Tài sản	Nợ và Vốn của chủ
- Tài sản nước ngoài + Dự trữ do NHTW nắm giữ + Công cụ tài chính sử dụng trong giao dịch với người không cư trú	- Tiền dự trữ (Tiền cơ sở) + Tiền mặt trong lưu thông + Tiền gửi của TCTD tại NHTW
- Cho Chính phủ vay + Trái phiếu Chính phủ do NHTW nắm giữ + Khoản Chính phủ nợ NHTW + Khoản NHTW thay mặt Chính phủ vay nước ngoài, chuyển cho KBNN quản lý	- Nợ nước ngoài + Tiền gửi của Chính phủ, NHTW, ngân hàng nước ngoài, các tổ chức tài chính quốc tế + Tiền gửi của các tổ chức, cá nhân không cư trú + Chứng khoán và giấy tờ có giá phát hành cho tổ chức, cá nhân không cư trú + Vay nước ngoài + Nợ khác đối với người không cư trú
- Cho Tổ chức tín dụng vay	- Tiền gửi của Chính phủ

- Tài sản khác	- Vốn và các quỹ
	- Nợ khác

Nguồn: Quỹ Tiền tệ quốc tế

Như vậy, Bảng cân đối tiền tệ của NHTW cho biết khối lượng tiền dự trữ của NHTW tại một thời điểm nhất định, bao gồm toàn bộ số tiền mà dân chúng, tổ chức kinh tế, tổ chức tín dụng nắm giữ dưới dạng tiền mặt và số tiền tổ chức tín dụng đang gửi tại NHTW. Bảng cân đối tiền tệ của NHTW còn là căn cứ để xác định lượng dự trữ ngoại hối nhà nước do NHTW đang quản lý tại một thời điểm nhất định, là chỉ tiêu quan trọng để lập cán cân thanh toán quốc tế. Hãy cùng xem xét một số khoản mục quan trọng trong cơ cấu tài sản-nợ của Bảng cân đối tiền tệ của NHTW.

Tài sản nước ngoài: tài sản nước ngoài của NHTW thể hiện ở dự trữ ngoại hối, thường bao gồm vàng, SDR, và ngoại tệ. Dự trữ luôn đóng một vai trò quan trọng vì nó thể hiện sức mạnh tài chính, khả năng thanh khoản của Chính phủ một quốc gia, đồng thời là phương tiện để NHTW có thể can thiệp trên thị trường ngoại hối để bảo vệ đồng nội tệ. Quy mô dự trữ của NHTW giữa các quốc gia khác nhau là khác nhau. So với các nước phát triển, NHTW của các quốc gia mới nổi thường duy trì một khối lượng dự trữ lớn hơn, do các nước này không có đủ sức mạnh tài chính để bảo vệ cho bảng cân đối tiền tệ của chính mình.

Cho vay và ứng trước: NHTW cho Chính phủ và các tổ chức tín dụng vay nhằm thực hiện chức năng điều hành thị trường tiền tệ và quản lý thanh khoản trong hệ thống ngân hàng. Trên thế giới, đa số các NHTW không được phép cho Chính phủ vay, ví dụ ở Braxin, Chile, Peru, Ba Lan luật nghiêm cấm điều này. Ở các nước đang phát triển, trong đó có Việt Nam, việc Chính phủ vay từ NHTW vẫn diễn ra, với lý do khu vực tài chính trong nước còn rất nhỏ bé. Nếu Chính phủ không vay được từ NHTW, điều đó có nghĩa là Chính phủ sẽ không thể có khả năng bù đắp được khoảng trống giữa các khoản thu (thường là thuế) và chi (đầu tư công rất lớn).

Tiền trong lưu thông: phát hành tiền là chức năng của hầu hết các NHTW trên thế giới. Khối lượng tiền trong lưu thông là bao nhiêu là do nhu cầu của công

chúng quyết định. Tiền trong lưu thông bao gồm tiền xu, tiền giấy do công chúng nắm giữ, tiền cất trữ trong ngân hàng thương mại và tiền do NHTW nắm giữ.

Tiền gửi của Chính phủ: Với vai trò truyền thống là ngân hàng của Chính phủ, NHTW cũng nhận tiền gửi từ Chính phủ. Chính phủ quyết định gửi tiền vào NHTW thay vì gửi tiền vào NHTM vì những lý do sau: việc Chính phủ gửi tiền vào một ngân hàng nào đó có thể khiến các đối thủ cạnh tranh là các ngân hàng khác cảm thấy họ không nhận được sự ưu ái; hơn nữa, Chính phủ biết rằng gửi tiền vào NHTW tránh được rủi ro tín dụng do NHTW sẽ không bao giờ rơi vào tình trạng phá sản. Sự thay đổi lượng tiền gửi của Chính phủ vào NHTW sẽ ảnh hưởng tới mức cung tiền và có thể trở thành một công cụ hữu hiệu để NHTW thực thi chính sách tiền tệ. Trước khủng hoảng tiền tệ 1997, khi dòng vốn chảy ào ạt vào Châu Á, lượng tiền gửi tăng lên của Chính phủ vào NHTW đã giúp trung hòa một phần dự trữ ngoại hối. Tuy nhiên, trong một hoàn cảnh nào đó thì tiền gửi của Chính phủ có thể trở thành một khoản mục đầy biến động, gây nên rủi ro thanh khoản.

Tiền gửi của các TCTD: các NHTM duy trì số dư tiền gửi tại NHTW nhằm mục tiêu đáp ứng yêu cầu dự trữ bắt buộc và thực hiện các giao dịch liên ngân hàng.

Trên thế giới, phần lớn các NHTW là cơ quan trực thuộc Chính phủ, với tỷ lệ cổ phần của Chính phủ luôn chiếm ưu thế, cho dù cổ phiếu của NHTW được giao dịch trên thị trường. Công tác phát hành tiền của NHTW thường là do Nhà nước và Chính phủ điều phối. NHTW hoạt động với tư cách là ngân hàng của Chính phủ. Vì vậy, NHTW cũng có thể được coi là nhà quản lý nợ công của một quốc gia.

Bảng cân đối tiền tệ của một NHTW thường được phân tích đồng thời từ hai góc độ: *một*, khả năng phát hành tiền và *hai*, khả năng đạt được mục tiêu ổn định giá cả và tăng trưởng. Trong bảng cân đối này, các cơ quan hoạch định chính sách tiền tệ thường quan tâm tới khả năng thanh khoản thể hiện trên hai khoản mục sau:

1. Tiền dự trữ, bao gồm tiền trong lưu thông và số dư tiền gửi của các ngân hàng tại NHTW: đây là nguồn để tạo ra cung tiền thông qua quá trình tạo tiền theo cấp số nhân.
2. Tiền dự trữ vượt mức: chỉ tiêu này đo khả năng thanh khoản của ngân hàng.

Các công cụ của NHTW trong điều hành chính sách tiền tệ bao gồm: nghiệp vụ thị trường mở, tỷ lệ dự trữ bắt buộc (nhằm điều chỉnh khả năng thanh khoản); và chính sách lãi suất (nhằm thay đổi giá của tiền cơ sở). Quy mô khối lượng tiền tệ của NHTW phụ thuộc vào điều kiện kinh tế vĩ mô cụ thể của từng quốc gia. Tuy nhiên, nhìn chung thì quy mô Bảng cân đối tiền tệ của một NHTW thể hiện mối quan hệ chặt chẽ với sự phát triển về mặt tài chính. Ví dụ, một nền kinh tế có sự phát triển sâu về tài chính sẽ bớt phụ thuộc vào lượng tiền mặt, và như vậy quy mô tiền mặt sẽ nhỏ đi.

Khi giá trị tài sản trên Bảng cân đối tiền tệ tăng mạnh, điều này chưa phải đã tốt, vì như vậy cũng đồng nghĩa với việc gia tăng một khối lượng nợ tương ứng (do Bảng cân đối tiền tệ luôn luôn cân bằng), tức là càng có nhiều tiền được lưu thông trong nền kinh tế. Như vậy, giá trị tài sản – nợ của NHTW cùng gia tăng mạnh, vượt quá mức tăng cầu tiền của nền kinh tế từ mức tăng trưởng GDP là dấu hiệu của chính sách tiền tệ mở rộng, nếu kéo dài sẽ gây ra lạm phát.

Trong cơ cấu tài sản của NHTW bao gồm cả tài sản ngoại tệ (tồn tại dưới dạng dự trữ quốc tế) và tài sản nội tệ (trái phiếu Chính phủ và tiền gửi tại các ngân hàng). Việc hoán đổi hai loại tài sản này có tầm ảnh hưởng lớn tới tỷ giá. Chính sách tiền tệ thường được thực hiện thông qua việc mua bán các tài sản bằng nội tệ.

Kể từ khi các NHTW ra đời cho đến nay, vai trò của các tổ chức này không còn đơn thuần chỉ là cơ quan “in tiền” nữa mà cao hơn cả, đây là cơ quan có nhiệm vụ ***bảo vệ giá trị đồng nội tệ***. Chính vì vậy, Bảng cân đối tiền tệ của NHTW không chỉ thể hiện số lượng hay giá trị tiền tệ, mà ẩn sâu trong đó là mối quan hệ giữa một bên là Chính phủ với một bên là các ngân hàng và hệ thống tài chính của một quốc gia. Không có gì ngạc nhiên khi trên thế giới, vấn đề cân đối tiền tệ của NHTW luôn nhận được sự chú ý, quan tâm của không chỉ những người làm công tác kế toán mà của cả các nhà kinh tế học, và quan trọng hơn, của các nhà hoạch định chính sách. Hiệu ứng tác động của tỷ giá tới Bảng cân đối tiền tệ của NHTW không chỉ liên quan tới khả năng thanh khoản của NHTW và khả năng ứng phó với khủng hoảng, mà còn có mối liên hệ mật thiết với sự hoàn thiện của chính sách tỷ giá. Bởi

lẽ, dự trữ ngoại hối nằm trong cơ cấu tài sản của NHTW, và cùng với phá giá tiền tệ, dự trữ ngoại hối cũng là công cụ của chính sách tỷ giá.

Rõ ràng, tỷ giá là một biến số quan trọng tác động tới hầu hết các lĩnh vực của nền kinh tế mở. Vậy sự biến động của tỷ giá là do đâu?

2.1.4. Nhân tố tác động tới tỷ giá

Năm nhóm nhân tố chủ yếu tác động tới sự thay đổi của tỷ giá bao gồm:

- i*, chênh lệch tương đối về lạm phát,
- ii*, chênh lệch tương đối về lãi suất,
- iii*, chênh lệch tương đối về thu nhập giữa một quốc gia với các quốc gia khác, đặc biệt là với những nước đối tác thương mại quan trọng;
- iv*, sự thay đổi trong chính sách quản lý của nhà nước, và
- v*, thay đổi kỳ vọng của thị trường về tỷ giá trong tương lai.

Sau đây là ví dụ về tỷ giá giữa đôla Mỹ (USD) với đồng Yên Nhật (JPY).

Chênh lệch lạm phát

Giả sử trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, lạm phát của Nhật tăng cao đột ngột so với Mỹ. Do JPY mất giá, người dân Nhật sẽ có nhu cầu về USD hơn là JPY. Trong khi đó, hàng hóa Nhật xuất khẩu ra nước ngoài lại trở nên đắt hơn tương đối, người dân Mỹ sẽ giảm nhu cầu mua hàng của Nhật. Như vậy, cầu USD tăng và cung USD giảm gây áp lực khiến cho tỷ giá USD/JPY tăng, tức là USD lên giá.

Chênh lệch lãi suất

Giả sử trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, lãi suất đồng JPY tăng so với lãi suất USD. Trong khi nhà đầu tư Nhật sẽ đầu tư vào JPY thay vì USD (cầu USD giảm), nhà đầu tư Mỹ cũng chuyển việc nắm giữ USD sang đầu tư vào JPY (cung USD tăng). Kết quả là tỷ giá USD/JPY giảm, tức đồng Yên lên giá.

Chênh lệch thu nhập

Giả sử trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, mức thu nhập của Nhật Bản tăng tương đối so với Mỹ, thu nhập của người dân Mỹ không tăng. Người dân Nhật có thêm nhu cầu mua hàng hóa của Mỹ (cầu USD tăng). Như vậy, tỷ giá USD/JPY có xu hướng tăng, tức là JPY giảm giá.

Thay đổi chính sách quản lý

Trở lại với ví dụ lãi suất đồng Yên tăng tương đối so với lãi suất USD. Người dân và nhà đầu tư Mỹ có xu hướng tung USD ra để mua về JPY. Tỷ giá có xu hướng tăng. Trong tình huống đó, Chính phủ Mỹ có thể áp dụng biện pháp tăng thuế thu nhập đối với các khoản lãi từ đầu tư ra nước ngoài, nhằm giảm nhiệt việc đổi USD lấy JPY, từ đó giảm tỷ giá.

Thay đổi kỳ vọng về tỷ giá

Giả sử trước thông tin rằng lạm phát của Nhật sẽ gia tăng, hoặc Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (FED) chuẩn bị tăng lãi suất, nhà đầu tư sẽ có nhu cầu nắm giữ USD nhiều hơn, khiến cho đồng Yên bị giảm giá.

Trên đây mới chỉ là phần trình bày hết sức sơ lược và cơ bản về các nhân tố tác động tới tỷ giá. Khi các nhân tố trên cùng một lúc có thể thay đổi, tức là giả định “các yếu tố khác không đổi” không còn tồn tại (điều này thường xảy ra trong thực tế), sự vận động của tỷ giá trở nên phức tạp hơn. Điều này sẽ được kiểm định trong chương 4 của luận án.

2.2. Chính sách tỷ giá

2.2.1. Khái niệm và mục tiêu của chính sách tỷ giá

Chính sách tỷ giá là một thành phần thuộc chính sách tiền tệ quốc gia, bao gồm một **hệ thống các công cụ** (sẽ được trình bày trong phần “Nội dung của chính sách tỷ giá) được NHTW sử dụng để tác động vào cung cầu ngoại tệ trên thị trường nhằm đạt được những **mục tiêu** xác định.

NHTW điều tiết chính sách tỷ giá bởi những lý do sau:

- Nhằm ngăn ngừa, hạn chế những biến động đột ngột của tỷ giá, những tác động này có thể ảnh hưởng tiêu cực tới thị trường và gây nên sự mất ổn định kinh tế vĩ mô;
- Nhằm thiết lập một khung ngầm định cho tỷ giá; và
- Nhằm đối phó kịp thời với những bất ổn trong ngắn hạn (ví dụ khi có những cú sốc về giá dầu, giá vàng).

Mục tiêu của chính sách tỷ giá cũng giống với mục tiêu của chính sách tiền tệ quốc gia, đó là:

- Đảm bảo cân bằng nội: đảm bảo toàn dụng nhân công và kiềm chế lạm phát. Toàn dụng nhân công nghĩa là tỷ lệ thất nghiệp bằng tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên (là tỷ lệ giữa số người trong độ tuổi lao động tự nguyện thất nghiệp trên tổng số người trong độ tuổi lao động và có khả năng lao động).

- Đảm bảo cân bằng ngoại: đảm bảo cân bằng cán cân vãng lai. Trong cán cân vãng lai, cán cân thương mại liên quan tới hoạt động xuất nhập khẩu hàng hóa hữu hình đóng vai trò then chốt.

Cân bằng nội hàm ý toàn dụng nhân công với duy trì mức giá cả ổn định. Tuy nhiên, tăng trưởng kinh tế nhất định sẽ ảnh hưởng tới cán cân thanh toán, do việc gia tăng sản lượng và toàn dụng nhân công sẽ dẫn tới gia tăng chi tiêu, trong đó có tăng chi tiêu đối với hàng nhập khẩu. Kết quả là làm thâm hụt cán cân vãng lai. Hệ thống tiền tệ quốc tế từ năm 1948 tới 1973 là hệ thống của cơ chế tỷ giá cố định, trong đó các đồng tiền chủ chốt được neo với đồng đôla Mỹ. Theo đó, chỉ trong hoàn cảnh “mất cân bằng cơ bản”, các Chính phủ mới được phép nâng giá hoặc phá giá đồng nội tệ. Mục tiêu của các quốc gia khi áp dụng chế độ tỷ giá cố định là đảm bảo sự cân bằng của cán cân thanh toán, tức đảm bảo **cân bằng ngoại**.

Tóm lại, mục tiêu của chính sách tỷ giá là “**góp phần ổn định kinh tế vĩ mô thông qua**

i, Kiểm soát lạm phát và ổn định sức mua của tiền tệ;

ii, Khuyến khích xuất khẩu, hạn chế nhập khẩu, đảm bảo sự cân bằng cán cân vãng lai.”

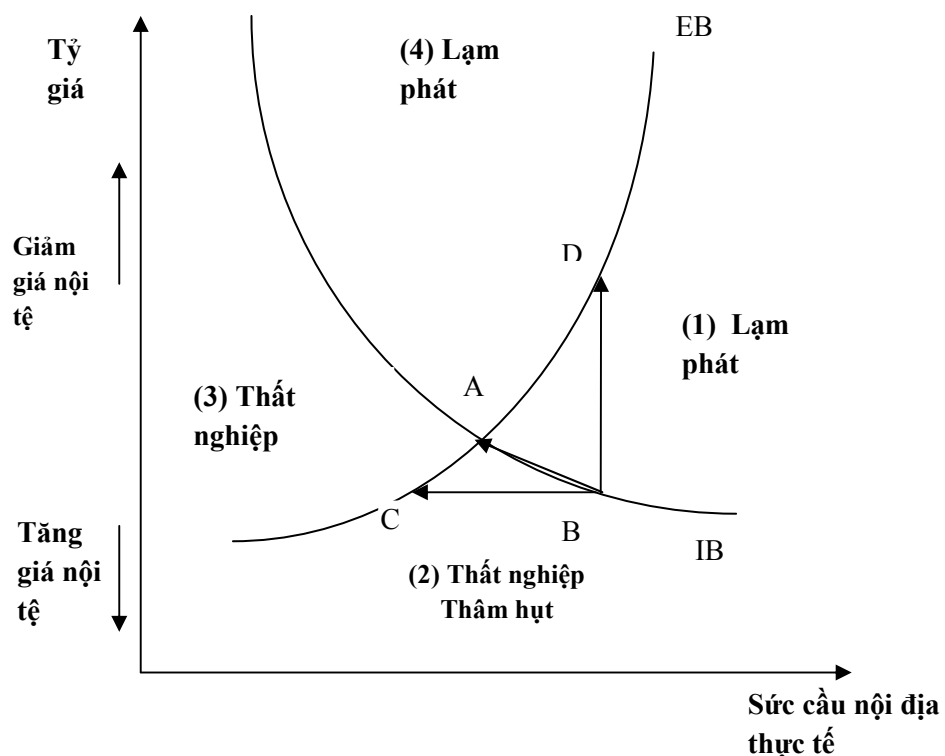
Việc nghiên cứu về mục tiêu cân bằng nội và cân bằng ngoại đã được các học giả tiếp cận từ những năm 50 của thế kỷ trước. Nhìn lại những nghiên cứu này sau 60 năm không phải là việc làm vô nghĩa, bởi lẽ nhờ đó ta có thể tìm ra những điểm vẫn còn phù hợp với tình hình hiện tại. Sau đây chúng ta sẽ tìm hiểu một số mô hình nghiên cứu từ đơn giản đến phức tạp.

Mô hình Swan

Travor Swan (1955) [77 – trang 89] đã nghiên cứu vấn đề làm thế nào đạt được cùng một lúc hai mục tiêu cân bằng bằng việc đưa ra biểu đồ nghiên cứu mang tên ông.

Trong biểu đồ Swan, trục tung thể hiện tỷ giá thực tế (tức bao nhiêu đồng nội tệ đổi được một đồng ngoại tệ) và trục hoành thể hiện khả năng chi tiêu thực tế của nền kinh tế, bao gồm tổng tiêu dùng, đầu tư và chi tiêu của Chính phủ. Đường IB (Internal Balance – Cân bằng nội) thể hiện mối quan hệ giữa tỷ giá với sức cầu nội địa của nền kinh tế trong điều kiện cân bằng nội, nghĩa là trong điều kiện toàn dụng nhân công và giá cả ổn định. Tỷ giá giảm (tăng giá đồng nội tệ) khiến xuất khẩu giảm, nhập khẩu tăng. Vì vậy, để duy trì toàn dụng nhân công, cần phải tăng chi tiêu nội địa. Phía bên phải của đường IB thể hiện tình trạng lạm phát cao, do chi tiêu nội địa lớn hơn mức yêu cầu. Ngược lại, phía bên trái của đường IB cho thấy nền kinh tế đang trong thời kỳ giảm phát do thiếu hụt nhu cầu chi tiêu.

Đường EB (External Balance – Cân bằng ngoại) biểu diễn mối quan hệ giữa tỷ giá với sức cầu nội địa trong điều kiện cân bằng ngoại, nghĩa là cán cân vãng lai ở trạng thái cân bằng. Tỷ giá tăng (giảm giá đồng nội tệ) dẫn đến gia tăng xuất khẩu và sụt giảm nhập khẩu. Vì vậy, để ngăn không cho cán cân vãng lai trở nên thặng dư, cần phải tăng chi tiêu nội địa để gia tăng nhập khẩu. Phía bên phải của đường EB thể hiện chi tiêu nội địa lớn hơn yêu cầu, điều này dẫn tới thâm hụt cán cân vãng lai. Ngược lại, phía bên trái đường EB thể hiện thặng dư cán cân vãng lai.



Biểu đồ 2.1. Biểu đồ Swan (1955)

Điểm A thể hiện nền kinh tế đang ở trong trạng thái cân bằng nội và cân bằng ngoại.

Vị trí B cho thấy nền kinh tế đang gặp áp lực lạm phát và thâm hụt cán cân vãng lai. Nếu Chính phủ vẫn muốn duy trì chế độ tỷ giá cố định và thực hiện cắt giảm chi tiêu nội địa để giảm thâm hụt cán cân vãng lai, nền kinh tế sẽ dịch chuyển tới C, tuy nhiên điều này rất có thể tiềm ẩn nguy cơ khủng hoảng và thất nghiệp gia tăng. Hoặc, Chính phủ có thể giảm thâm hụt bằng cách phá giá đồng nội tệ, đưa nền kinh tế dịch chuyển tới điểm D, tuy nhiên điều này có thể đẩy nền kinh tế vào tình thế lạm phát cao.

Như vậy, ưu điểm của mô hình Swan là nó đã mở ra một khung lý luận mới thu hút sự quan tâm của nhiều người. Đối với Việt Nam, mô hình vẫn chứa đựng những giá trị nhất định, do Việt Nam đang trải qua một giai đoạn dài thâm hụt cán cân vãng lai, và xung quanh vấn đề này đã có nhiều ý kiến trái chiều về giải pháp “phá giá nội tệ”.

Tuy nhiên, mô hình còn quá đơn giản khi cho rằng chỉ với 2 công cụ tỷ giá và chính sách tài khóa là có thể đạt được cả hai mục tiêu cân bằng nội và cân bằng ngoại. Swan đã bỏ qua vai trò của *di chuyển vốn quốc tế*. Điều này rất quan trọng đối với một nền kinh tế mở. Hơn nữa, mô hình Swan chưa tách bạch được nhiệm vụ của chính sách tài khóa với chính sách tiền tệ để làm rõ ảnh hưởng của từng chính sách với các công cụ của nó tới tổng cung và tổng cầu của nền kinh tế.

Mô hình Mundell-Fleming (1962-1963)

Mô hình này mang tên hai học giả James Fleming và Robert Mundell [58 – trang 65-102]. Hai ông đã khắc phục hạn chế của mô hình Swan, đó là đưa sự di chuyển vốn quốc tế vào trong mô hình kinh tế vĩ mô. Dựa trên lý thuyết IS-LM (Investment Savings - Liquidity Money, tức Tiết kiệm, Đầu tư và Lượng tiền khả dụng) của nhà kinh tế học John Maynard Keynes, mô hình kinh tế vĩ mô đã được bổ

sung yếu tố cân cân thanh toán quốc tế, trở thành lý thuyết IS-LM-BP (Balance of Payment).

Trong nền kinh tế mở chúng ta có:

$$Y = C + I + G + X - M \quad (2.2)$$

Trong đó Y là tổng thu nhập quốc dân, C: tiêu dùng nội địa, I: đầu tư nội địa, G: chi tiêu Chính phủ, X: xuất khẩu và M: nhập khẩu.

Vì $Y - C = S$, trong đó S là tiết kiệm, ta có:

$$S + M = I + G + X \text{ hay } S = S_a + sY \quad (2.3)$$

Ở đây, S_a là mức tiết kiệm tối thiểu, s là tỷ lệ tiết kiệm cận biên.

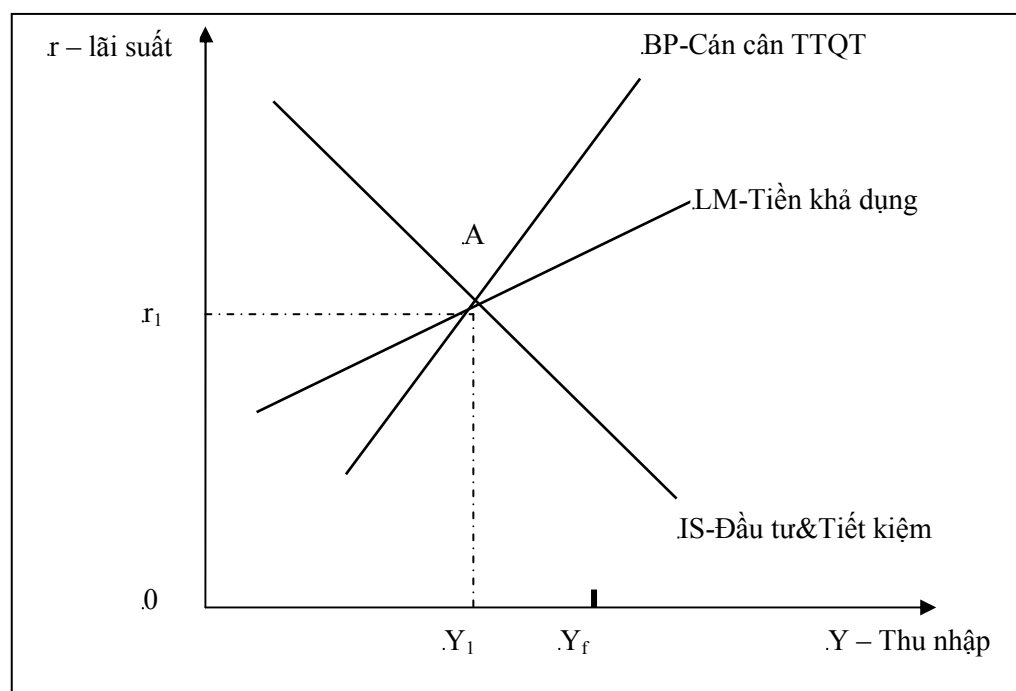
Khi lãi suất tăng, đầu tư giảm, trong khi đó chi tiêu Chính phủ và xuất khẩu độc lập với lãi suất.

Khi thu nhập tăng, tiết kiệm và nhập khẩu tăng, lãi suất có xu hướng giảm để khuyến khích đầu tư. Ngược lại, nếu thu nhập tăng, cầu về tiền cũng tăng, trong điều kiện mức cung tiền không đổi thì cần phải tăng lãi suất.

Với giả thiết xuất khẩu không phụ thuộc vào thu nhập quốc dân và lãi suất, trong khi nhập khẩu có mối quan hệ tỷ lệ thuận với thu nhập, ta có:

$$M = M_a + mY \quad (2.4)$$

Trong đó, M là tổng kim ngạch nhập khẩu, M_a là giá trị nhập khẩu tối thiểu, m là xu hướng nhập khẩu cận biên, Y là tổng thu nhập.



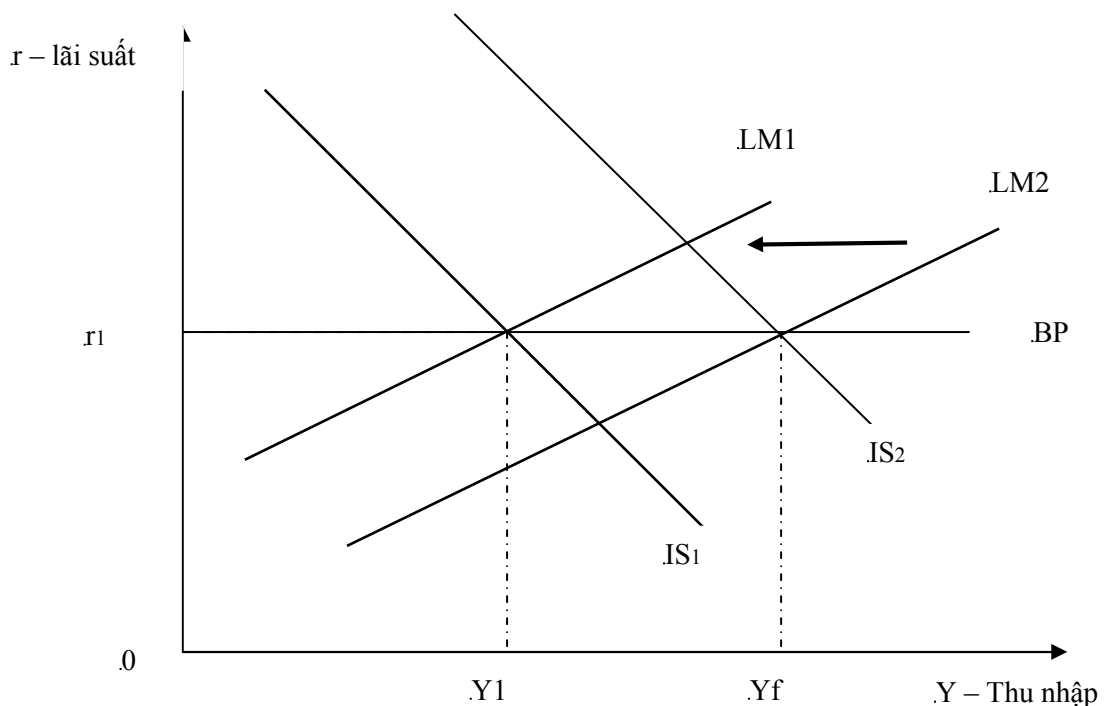
Biểu đồ 2.2. Mô hình Mundell-Fleming

Biểu đồ 2.2 được sử dụng để xem xét, theo *Mundell-Fleming*, sự thay đổi tỷ giá cũng như chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa có tác động như thế nào tới tiết kiệm và đầu tư, tới khối lượng tiền khả dụng và tới cán cân thanh toán.

Nếu đầu tư, hoặc chi tiêu Chính phủ, hoặc xuất khẩu tăng; và ngược lại nếu tiết kiệm hay nhập khẩu giảm; hoặc nếu tỷ giá tăng (nội tệ giảm giá), để duy trì trạng thái cân bằng, thu nhập quốc dân phải tăng lên. Có nghĩa là, đường IS sẽ dịch chuyển sang phải.

Nếu mức cung tiền tăng, thu nhập sẽ tăng lên, cầu về tiền cũng tăng, đường LM dịch chuyển sang phải. Khi tỷ giá tăng, giá cả hàng hóa nhập khẩu tăng, cầu về tiền giảm, đường LM dịch chuyển sang trái.

Nếu xuất khẩu tăng hoặc nhập khẩu giảm, cán cân vãng lai sẽ được cải thiện, đường BP dịch chuyển sang phải. Khi tỷ giá tăng, giá trị xuất khẩu tăng và giá trị nhập khẩu giảm, đường BP sẽ dịch chuyển sang phải. Như vậy, để duy trì trạng thái cân bằng của cán cân tổng thể, cần phải gia tăng thu nhập nội địa.



Biểu đồ 2.3. Chế độ tỷ giá cố định trong điều kiện di chuyển vốn tự do

Đối tượng nghiên cứu của Mundell và Flemming là những quốc gia nhỏ với khả năng di chuyển vốn cao nhưng không có khả năng tác động tới mặt bằng lãi suất quốc tế. Với một quốc gia như vậy, theo hai ông, việc lựa chọn chế độ tỷ giá có ảnh hưởng mạnh mẽ tới hiệu quả chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa của quốc gia đó.

Giả thiết của mô hình *Mundell-Fleming* về đối tượng nghiên cứu là một quốc gia nhỏ với khả năng di chuyển vốn cao. Khi lãi suất nội địa tăng, dòng vốn chảy vào mạnh, giá trái phiếu sẽ tăng cho tới khi lãi suất quay trở về mặt bằng lãi suất quốc tế. Ngược lại, khi lãi suất trong nước giảm, nhà đầu tư nước ngoài rút vốn để đầu tư vào nơi có lãi suất cao hơn. Như vậy, khi vốn được di chuyển một cách tự do tuyệt đối, đường BP trở thành đường thẳng ngang với lãi suất nội địa bằng lãi suất quốc tế.

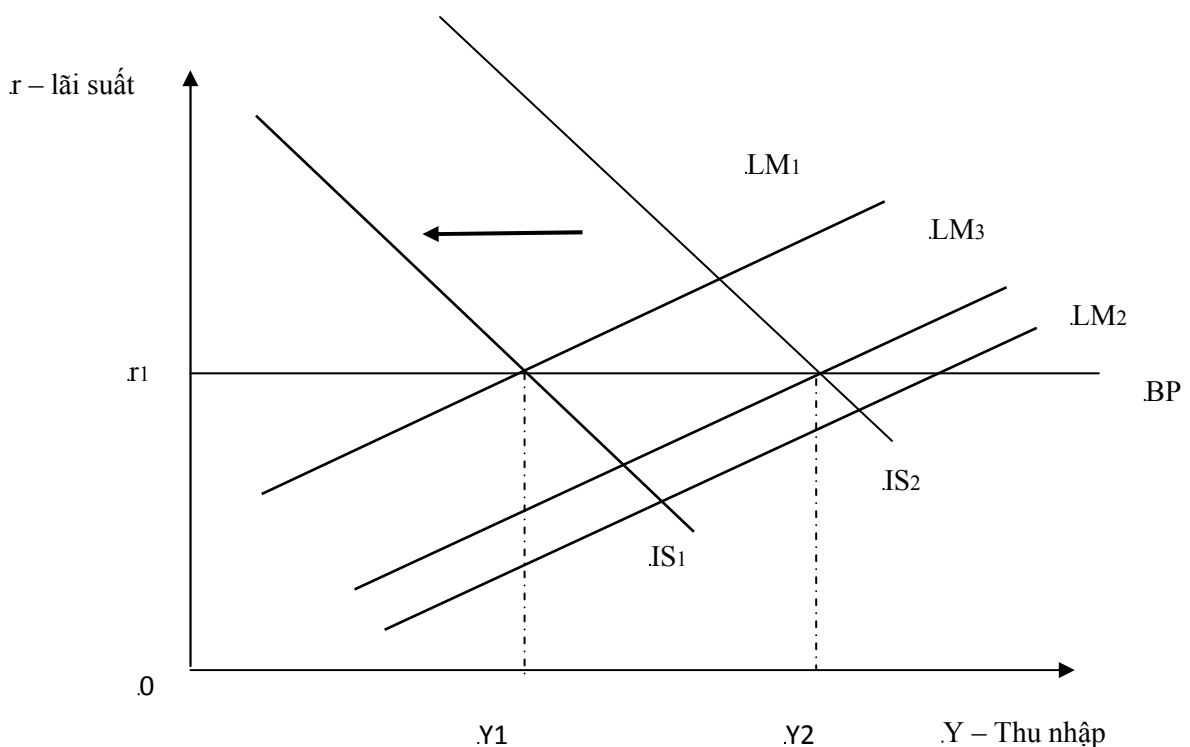
Biểu đồ 2.3 mô tả một nền kinh tế mở quy mô nhỏ dưới chế độ tỷ giá **cố định**. Mức thu nhập Y_1 phản ánh trạng thái hiện tại của nền kinh tế, thấp hơn mức thu nhập toàn dụng nhân công (Y_f). Nếu Chính phủ muốn tăng sản lượng bằng cách mở rộng lượng tiền cung ứng (ví dụ Chính phủ phát hành trái phiếu nội tệ), đường LM1 dịch chuyển sang phải thành LM2. Khi ấy lãi suất chịu áp lực giảm, làm gia tăng dòng vốn chảy ra, gây áp lực giảm giá đồng nội tệ. Trong tình hình đó, để duy trì tỷ giá cố định, Chính phủ buộc phải can thiệp vào thị trường ngoại hối, tung dự trữ ngoại hối để mua vào đồng nội tệ để giảm cung tiền, cho tới khi đường LM quay trở về vị trí ban đầu LM1, tức lãi suất nội địa trở về mức cân bằng với lãi suất quốc tế. Nỗ lực duy trì tỷ giá cố định dẫn tới hậu quả thâm hụt dự trữ ngoại hối, làm giảm cung tiền. Như vậy, ban đầu cung tiền tăng, sau đó lại giảm, chứng tỏ cung tiền không được kiểm soát trong chế độ tỷ giá cố định. Nói cách khác, ở một quốc gia áp

dụng chế độ tỷ giá cố định, trong điều kiện vốn di chuyển tự do, việc dựa vào chính sách tiền tệ nhằm tác động tới sản lượng là **không hiệu quả**.

Ngược lại, khi chính sách tài khóa nói lỏng được áp dụng, đường IS dịch chuyển sang phải, từ IS_1 sang IS_2 , tạo áp lực tăng lãi suất và gia tăng dòng vốn nóng chảy vào. Để tránh sự tăng giá của nội tệ, Chính phủ phải đẩy mạnh việc mua vào ngoại tệ. Cung nội tệ tăng, đường LM dịch chuyển sang phải, từ LM_1 sang LM_2 , cho tới khi LM gặp IS tại mức lãi suất ban đầu. Như vậy, với một chế độ tỷ giá cố định và di chuyển vốn tự do, một chính sách tài khóa chủ động bản thân nó có thể giúp đạt cả hai mục tiêu cân bằng nội và cân bằng ngoại.

Vậy trong chế độ tỷ giá thả nổi, liệu những điều trên còn đúng hay không? Chúng ta hãy theo dõi tiếp biểu đồ 2.4 dưới đây.

Trong biểu đồ 2.4, với chế độ tỷ giá **thả nổi**, điểm cân bằng ban đầu là Y_1 . Cung tiền tăng lên sẽ khiến đường LM dịch chuyển sang phải từ LM_1 sang LM_2 , lãi suất sẽ giảm khiến dòng vốn chảy ra và tỷ giá tăng sẽ làm gia tăng xuất khẩu và giảm nhập khẩu. Đường IS sẽ dịch chuyển sang phải và đường LM dịch sang trái, như vậy điểm cân bằng mới sẽ đạt tại mức thu nhập cao hơn là Y_2 . Như vậy, chỉ với chính sách tiền tệ nói lỏng, nền kinh tế có thể đạt được cả hai mục tiêu cân bằng nội và cân bằng ngoại.



Biểu đồ 2.4. Chế độ tỷ giá thả nổi trong điều kiện di chuyển vốn tự do

Giả sử, thay vì sử dụng chính sách tiền tệ, Chính phủ áp dụng chính sách tài khóa nới lỏng nhằm mục tiêu gia tăng sản lượng. Chi tiêu Chính phủ tăng $\rightarrow$ đường IS dịch chuyển sang phải từ IS1 sang IS2. Tuy nhiên, việc phát hành trái phiếu gây áp lực tăng lãi suất, tạo nên dòng vốn vào và khiến tỷ giá giảm, dẫn tới giảm xuất khẩu và gia tăng nhập khẩu, buộc đường IS phải trở lại vị trí ban đầu. Điều này có nghĩa là trong điều kiện áp dụng chế độ tỷ giá thả nổi cho một nền kinh tế tự do di chuyển vốn, dựa vào chính sách tài khóa để gia tăng sản lượng là **không hiệu quả**.

Tóm lại, với nghiên cứu của mình, Mundell và Flemming cho thấy việc cùng một lúc đạt được cả 3 mục tiêu:

- i*, độc lập về tiền tệ,
- ii*, duy trì tỷ giá cố định, và
- iii*, di chuyển tự do vốn quốc tế

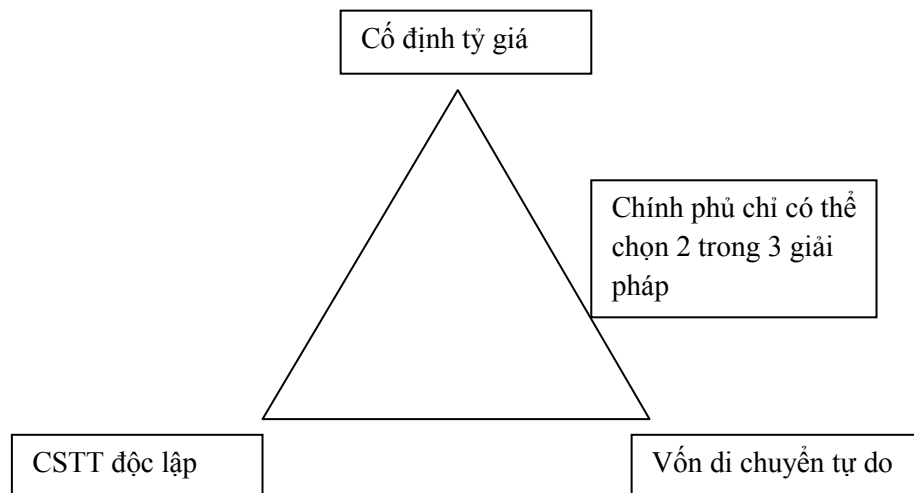
là không thể thực hiện được.

Vấn đề của các nhà hoạch định chính sách là phải quyết định lựa chọn công cụ nào cho mục tiêu nào. Mundell gợi ý rằng trong chế độ tỷ giá cố định, nên sử dụng chính sách tiền tệ cho mục tiêu cân bằng ngoại (cân bằng cán cân vãng lai) và chính sách tài khóa cho mục tiêu cân bằng nội (ổn định tiền tệ).

Có thể nói, mô hình IS-LM-BP đã có những đóng góp đáng kể cho việc hoạch định chính sách kinh tế vĩ mô trong những thập kỷ qua. Tuy nhiên, khi nền kinh tế thế giới đang có nhiều thay đổi, mô hình này đang bộc lộ một số hạn chế.

Thứ nhất, mô hình đã bỏ qua mối quan hệ giữa việc phát hành chứng khoán và dòng tiền. Theo mô hình, thâm hụt cán cân vãng lai có thể được bù đắp bởi dòng tiền từ ngoài vào. Tuy nhiên, điều này chỉ có thể đúng trong ngắn hạn. Trong dài hạn, dòng vốn vào làm gia tăng nợ nước ngoài và việc chi trả lãi sẽ gây bất lợi cho cán cân vãng lai.

Thứ hai, mô hình đã không xem xét tới yếu tố giới hạn chi tiêu ngân sách trong dài hạn. Chi tiêu của Chính phủ sẽ đi kèm với việc tăng thuế, trong khi chi tiêu của khu vực tư nhân sẽ chỉ được phép giới hạn trong thu nhập có thể sử dụng. Nói cách khác, trong dài hạn, cán cân vãng lai phải ở trạng thái cân bằng. Sự giới hạn của ngân sách hàm ý khu vực tư nhân sẽ gia tăng tiết kiệm vì họ biết trong tương lai Chính phủ sẽ tăng thuế. Điều đó khiến cho chính sách tài khóa không phát huy hiệu quả.



Hình 2.1. Bộ ba bất khả thi [77 – trang 89]

Thứ ba, trong khi tập trung quá nhiều vào yếu tố ‘cầu’, mô hình đã bỏ qua yếu tố ‘cung’ khi giả định rằng cung thay đổi theo cầu, khi tổng cầu tăng không làm tăng mức giá mà chỉ làm tăng sản lượng.

Thứ tư, liên quan tới dòng vốn. Mô hình đã đưa ra giả thiết rằng lãi suất nội địa tăng dẫn tới việc gia tăng dòng vốn từ ngoài vào. Trên thực tế điều này không hoàn toàn đúng, vì quyết định đầu tư không chỉ dựa trên lãi suất.

Thứ năm, liên quan tới tỷ giá. Mô hình đã dựa trên giả định rằng kỳ vọng về tỷ giá luôn ở trạng thái tĩnh, điều này không đúng với thực tế.

Mặc dù còn có những hạn chế như trên, chúng ta không thể phủ nhận đóng góp to lớn của **Mundell** và **Fleming**. Nghiên cứu của hai ông đã khẳng định việc điều hành chính sách là rất khó khăn, đặc biệt đã gợi mở cho ta thấy vai trò quan

trọng của dòng vốn quốc tế đối với hiệu quả chính sách kinh tế vĩ mô dưới chế độ tỷ giá cố định.

Bên cạnh mô hình Swan và Mundell-Fleming, các nhà kinh tế học trọng tiền cũng đã nghiên cứu và đưa ra 1 số mô hình tỷ giá phức tạp nhằm mục đích giải thích rõ hơn sự biến động của tỷ giá, với giả thiết ban đầu là trái phiếu nội địa và trái phiếu quốc tế hoàn toàn có thể thay thế được cho nhau. Điển hình là 3 mô hình: “Giá linh hoạt”, “Giá dính”, và “Chênh lệch lãi suất thực”.

Mô hình “Giá linh hoạt (Flexible-price)” [77 – trang 152]

Trong mô hình này, tỷ giá giao ngay phụ thuộc vào mức tăng giảm tương đối của cung tiền, thu nhập quốc dân, và lãi suất. Cụ thể:

- Cung nội tệ tăng làm giá cả tăng và nội tệ giảm giá, cung ngoại tệ tăng sẽ làm nội tệ tăng giá.
- Khi thu nhập nội địa tăng sẽ làm tăng cầu về tiền, giá cả giảm và nội tệ lên giá.
- Khi lãi suất nội địa tăng, nội tệ giảm giá.

Mặc dù còn hạn chế do đặt ra giả định rằng giá cả trong nền kinh tế là rất linh hoạt, và hoàn toàn dựa vào thuyết ngang giá sức mua PPP (cho rằng tại bất kỳ thời điểm nào trong ngắn hạn, PPP cũng được đảm bảo), mô hình “Giá linh hoạt” đã có sự bổ sung quan trọng vào cơ sở lý luận của tỷ giá.

Mô hình “Giá dính (Sticky-price)” của Rudiger Dornbusch (1976) [77 – trang 154]

Theo Dornbusch, giá cả hàng hóa và lao động là “dính” (sticky), tức “khó biến động”, “chậm thay đổi” khi cung tiền thay đổi. Trong khi đó, tỷ giá lại được xác định trong một môi trường “giá linh hoạt”, có thể ngay lập tức lên giá hoặc giảm giá khi có những thay đổi của thị trường. Do vậy, tỷ giá nên tách rời PPP. PPP chỉ có ý nghĩa trong dài hạn.

Đóng góp lớn nhất của mô hình “Giá dính” là nhấn mạnh tầm quan trọng của việc kinh doanh trên thị trường vốn so với thị trường hàng hóa, theo đó nhu cầu của nhà đầu tư vào chứng khoán quốc tế nhằm đạt được mức thu nhập kỳ vọng là nhân

tổ chính ảnh hưởng tới tỷ giá trong ngắn hạn. Việc kinh doanh trên thị trường hàng hóa chỉ tác động tới tỷ giá trong trung và dài hạn.

Tuy nhiên, hạn chế của mô hình này là đã bỏ qua yếu tố lạm phát kỳ vọng, điều này đã được Frankel (1979) nhận ra.

Mô hình “Chênh lệch lãi suất thực” của Frankel (1979) [77 – trang 164]

Thập kỷ 70 của thế kỷ 20 là thời kỳ lạm phát của chế độ tỷ giá thả nổi. Chính vì vậy, Frankel đã kết hợp cả hai mô hình “Giá linh hoạt” và “Giá dính”. Theo đó, nếu lãi suất thực không ở trạng thái cân bằng, tỷ giá sẽ lệch khỏi điểm cân bằng dài hạn của nó. Nếu lãi suất thực nội địa thấp hơn lãi suất thực quốc tế, đồng nội tệ sẽ bị đánh giá thấp đi, vì vậy cần phải tăng giá nội tệ để bù đắp.

Bài học rút ra được từ 3 mô hình nói trên: ***chính sách tiền tệ là công cụ hữu hiệu nhất để quản lý tỷ giá***. Chính phủ nên hướng việc điều tiết tỷ giá vào nhiệm vụ bình ổn giá cả nội địa. Chính phủ không nên dùng chính sách tiền tệ để bình ổn tỷ giá danh nghĩa, vì như vậy sẽ gây bất ổn cho giá cả trong nước, nhất là khi các quốc gia khác không theo đuổi một chính sách tiền tệ ổn định.

Kiểm chứng các mô hình tỷ giá hiện đại

Các mô hình trên đã được một số nhà nghiên cứu kiểm định. Trong số đó, Pilbeam [77] đã tiến hành một cuộc kiểm chứng toàn diện đối với cả 3 mô hình hiện đại nêu trên với cơ sở dữ liệu được thu thập theo quý từ quý 1/1979 tới quý 3/1988.

Để có thể đưa ra mức tỷ giá dự báo cho quý sau, Pilbeam đã sử dụng kỹ thuật hồi quy cuốn (rolling regression). Ví dụ, để dự đoán tỷ giá quý 1/1979, ông đã áp dụng hàm hồi quy cho giai đoạn từ quý 1/1973 tới quý 2/1978, trong đó sử dụng hệ số hồi quy (Coefficients) phù hợp với một lý thuyết nào đó. Sau đó, hệ số hồi quy ước lượng này sẽ được sử dụng để dự đoán tỷ giá quý 1/1979. Tiếp đó, để dự đoán tỷ giá của quý 2/1979, hàm hồi quy lại được thiết lập với dữ liệu từ quý 1/1973 tới quý 1/1979 để xác định lại hệ số hồi quy.

Nếu sắp xếp 3 mô hình trên về độ chính xác, có thể áp dụng chỉ tiêu sai số bình phương trung bình (MSE), ưu việt hơn là căn bậc hai của sai số bình phương trung bình (RMSE) (hiểu là độ lệch chuẩn), được trình bày trong bảng sau:

Bảng 2.2. Độ lệch chuẩn của các mô hình dự báo tỷ giá

Mô hình “Giá linh hoạt”	0.0806
Mô hình “Chênh lệch lãi suất thực”	0.0882
Mô hình “Danh mục đầu tư giá đỉnh”	0.0870
Mô hình “Phòng đoán ngẫu nhiên”	0.0769

Như vậy, điều thú vị ở đây là với độ lệch chuẩn càng thấp càng tốt, ta thấy mô hình “phòng đoán ngẫu nhiên”, rằng tỷ giá trong thời kỳ tới sẽ không khác so với hôm nay, dường như lại là mô hình dự báo chính xác nhất.

Không chỉ nghiên cứu của Pilbeam, các nghiên cứu kiểm chứng khác của Frankel (1984), Bakus (1984), Leventakis (1987), Hacche và Townend (1981), và MacDonald và Taylor (1993) đều cho thấy sự không chính xác của các mô hình dự báo. Điều này nói lên rằng việc dự báo tỷ giá là vô cùng khó khăn, vì tỷ giá không chỉ được quyết định bởi chính sách tiền tệ mà nó phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố phức tạp và khó hiểu, khi chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa có mối liên hệ mật thiết với nhau và với các chính sách của các quốc gia khác. Kể từ khi cơ chế tỷ giá thả nổi xuất hiện, tỷ giá không chỉ chịu ảnh hưởng của các vấn đề hiện tại nữa mà còn thay đổi theo những dự đoán về tương lai. Do vậy, tỷ giá càng trở nên khó dự đoán.

Tỷ giá biến động mạnh sẽ gây ra những tác động đa chiều tới hoạt động xuất nhập khẩu, tới dòng vốn quốc tế, tới cán cân thanh toán, đe dọa sự ổn định tiền tệ, từ đó gây nên bất ổn trong tâm lý người dân và có thể dẫn tới các ảnh hưởng mang tính chính trị, xã hội. Chính vì tính chất khó lường của tỷ giá trong bối cảnh kinh tế thế giới ngày càng phức tạp, để góp phần đạt được hai mục tiêu đảm bảo cân bằng nội và cân bằng ngoại, với chức năng là cơ quan ổn định thị trường ngoại hối và thị

trường tiền tệ, NHTW của các quốc gia cần phải có sự can thiệp vào điều hành chính sách tỷ giá.

2.2.2. Nội dung của chính sách tỷ giá

Chính sách tỷ giá bao gồm hai nội dung cơ bản, đó là:

- Lựa chọn chế độ tỷ giá, và
- Can thiệp và điều tiết tỷ giá bằng các công cụ.

2.2.2.1. Lựa chọn chế độ tỷ giá

a) Khái niệm chế độ tỷ giá

Chế độ tỷ giá là cách thức cơ quan quản lý tiền tệ của một quốc gia thực hiện để điều tiết, quản lý đồng tiền của quốc gia mình trong mối quan hệ với đồng tiền của quốc gia khác cũng như với thị trường ngoại hối.

b) Phân loại chế độ tỷ giá

Theo cách phân loại của Quỹ Tiền tệ quốc tế (IMF), kể từ ngày 31/07/2006, chế độ tỷ giá của các quốc gia được phân thành 07 nhóm như sau:

Nhóm 1: Hệ thống tiền tệ không có đồng tiền pháp định riêng (*Exchange arrangement with no separate legal tender*):

Đây là chế độ tỷ giá của những nước không sử dụng đồng tiền của quốc gia mình mà hoàn toàn sử dụng đồng tiền của quốc gia khác làm đồng tiền pháp định duy nhất (đôla hóa hoàn toàn). Những nước áp dụng chế độ tiền tệ này thường là thành viên của một liên minh tiền tệ, và chính sách tiền tệ của quốc gia đó hoàn toàn chịu sự kiểm soát của chính phủ quốc gia nơi phát hành đồng tiền pháp định đó.

Nhóm 2: Hội đồng tiền tệ (*Currency board*):

Thực chất là chế độ tỷ giá cố định, theo đó một quốc gia cam kết một cách công khai việc cố định tỷ giá giữa đồng nội tệ với một ngoại tệ nào đó, cơ quan phát hành tiền phải đảm bảo mức cung ứng tiền để giữ cho bằng được mức tỷ giá cố định. Điều này có nghĩa là tiền nội tệ chỉ được phát hành nếu có một lượng tài sản bằng ngoại tệ tương đương, NHTW không thực hiện vai trò truyền thống “người

cho vay cuối cùng” và hầu như không có quyền tự quyết định chính sách tiền tệ của quốc gia mình. Tất nhiên, tùy thuộc vào quy định của hội đồng tiền tệ, tỷ giá vẫn có thể được phép dao động.

Nhóm 3: Chế độ tỷ giá cố định truyền thống (*Other conventional fixed peg*)

Trong chế độ này, đồng tiền của quốc gia được neo với một hoặc một rổ tiền tệ (của các quốc gia là đối tác thương mại chủ yếu). Tỷ giá vẫn có thể dao động trong một biên độ hẹp dưới $\pm 1\%$ xung quanh tỷ giá trung tâm, hoặc chênh lệch giữa mức cao nhất và thấp nhất của tỷ giá phải nhỏ hơn 2% cho khoảng thời gian ít nhất là 3 tháng. Chính phủ sẵn sàng can thiệp trực tiếp để duy trì mức tỷ giá cố định, như mua bán ngoại tệ trên thị trường ngoại hối, hoặc can thiệp gián tiếp, như sử dụng chính sách lãi suất, ban hành quy định về quản lý ngoại hối... Như vậy, NHTW vẫn có thể thực hiện chức năng truyền thống “người cho vay cuối cùng” và có thể tự quyết định điều chỉnh tỷ giá, tất nhiên, một cách không thường xuyên.

Nhóm 4: Chế độ tỷ giá neo với biên độ hẹp (*Pegged exchange rates within horizontal bands*):

Tỷ giá được phép dao động ít nhất là $\pm 1\%$ quanh tỷ giá trung tâm, hoặc chênh lệch giữa mức cao nhất và thấp nhất của tỷ giá lớn hơn 2%.

Nhóm 5: Chế độ tỷ giá neo với biên độ điều chỉnh (*Crawling pegs*):

Đầu tiên tỷ giá được cố định sau đó đều đặn được điều chỉnh cho phù hợp với diễn biến của nền kinh tế, ví dụ chênh lệch lạm phát giữa các quốc gia là đối tác thương mại chính, chênh lệch giữa lạm phát mục tiêu và lạm phát kỳ vọng của các đối tác thương mại chính... Mức độ điều chỉnh tỷ giá phụ thuộc vào diễn biến của lạm phát thời gian trước đó, hoặc được công bố dựa trên chênh lệch kỳ vọng về lạm phát trong thời gian tới. Tương tự như chế độ tỷ giá cố định, với chế độ tỷ giá neo với biên độ điều chỉnh, chính sách tiền tệ cũng có những giới hạn nhất định.

Nhóm 6: Chế độ tỷ giá thả nổi có quản lý (*Managed floating with no predetermined path for the exchange rate*)

NHTW tác động vào tỷ giá mà không đặt ra mục tiêu cụ thể, thay vào đó, việc điều hành tỷ giá được dựa trên diễn biến của cán cân thanh toán, dự trữ ngoại hối, sự phát triển của các thị trường, có thể trực tiếp hoặc gián tiếp.

Nhóm 7: Chế độ tỷ giá thả nổi hoàn toàn (*Independently floating*)

Tỷ giá do thị trường tự quyết định. Sự can thiệp của cơ quan điều hành tiền tệ, nếu có, chỉ là nhằm điều tiết tỷ giá nhằm ngăn ngừa sự biến động đột ngột, chứ không phải là áp đặt một cách chủ quan mức tỷ giá cho thị trường.

Như vậy, so với cách phân loại chế độ tỷ giá được IMF công bố năm 2002, đã có sự điều chỉnh, theo đó số loại chế độ tỷ giá giảm từ 9 xuống còn 7. Chúng ta có thể nhìn thấy sự thay đổi qua bảng tóm tắt sau đây:

Bảng 2.3. Phân loại chế độ tỷ giá (không chính thức)

Phân loại năm 2002	Phân loại năm 2006
1. Sử dụng đồng tiền của quốc gia khác làm đồng tiền pháp định (Đôla hóa)	1. Không có đồng tiền pháp định riêng
2. Không có đồng tiền pháp định (Liên minh tiền tệ)	2. Hội đồng tiền tệ
3. Hội đồng tiền tệ	3. Neo cố định truyền thống
4. Neo cố định truyền thống	4. Neo với biên độ hẹp
5. Neo với biên độ điều chỉnh	5. Neo với biên độ điều chỉnh
6. Neo với biên độ hẹp	6. Thả nổi có quản lý
7. Neo với biên độ bờ trườn	7. Thả nổi hoàn toàn
8. Thả nổi có quản lý	
9. Thả nổi hoàn toàn	

Nguồn: Quỹ Tiền tệ quốc tế

Mỗi chế độ tỷ giá đều có những ưu điểm và nhược điểm nhất định. Trước hết, chúng ta nói về hai cực của chế độ tỷ giá: *cố định* và *thả nổi*. Với một quốc gia áp dụng chế độ tỷ giá cố định, Chính phủ luôn phải nỗ lực để điều tiết và duy trì tỷ giá ở một mức phù hợp. Đây là sự lựa chọn của những quốc gia đang phải đối mặt với những bất ổn. Với chế độ tỷ giá thả nổi, tỷ giá được quyết định trực tiếp bởi thị trường, tỷ giá thay đổi gắn liền với sự thay đổi của thị trường chứ không bởi sự can thiệp của nhà nước.

Hãy phác thảo hai kịch bản sau đây để minh họa.

Kịch bản 1: giả sử Việt Nam áp dụng chế độ thả nổi, và Việt Nam đồng (VND) là đồng tiền có khả năng chuyển đổi.

Chúng ta cùng xem các nhân tố tác động tới mối quan hệ giữa đôla Mỹ (USD) và Việt Nam đồng như thế nào. Để nhập khẩu hàng hóa từ Việt Nam hoặc để đầu tư vào thị trường Việt Nam, người Mỹ cần VND. Trên thị trường ngoại hối,

người Mỹ bán USD lấy VND. Như vậy, cầu VND do lượng xuất khẩu từ Việt Nam vào Mỹ và dòng vốn từ Mỹ vào Việt Nam quyết định.

Ở Việt Nam, ngược lại, cầu USD được quyết định bởi nhu cầu nhập khẩu hàng hóa của người Việt Nam từ Mỹ và bởi quyết định đầu tư của người Việt Nam vào Mỹ. Chúng ta mua đôla trả bằng VND. Như vậy, cung VND do lượng nhập khẩu của Việt Nam từ Mỹ và dòng vốn đầu tư sang Mỹ quyết định.

Tóm lại, cầu VND phản ánh lượng hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam và dòng vốn đầu tư từ nước ngoài vào, trong khi cung VND phản ánh lượng hàng hóa nhập khẩu của Việt Nam và lượng vốn chúng ta đầu tư ra nước ngoài. Giao dịch trên thị trường ngoại hối tác động tới cán cân thanh toán quốc tế, trong đó xuất nhập khẩu hàng hóa ảnh hưởng tới cán cân vãng lai và dòng vốn đầu tư tạo ra trạng thái của cán cân vốn. Đặc trưng của chế độ tỷ giá thả nổi là tỷ giá tự nó sẽ điều chỉnh tới mức cân bằng, tại đó cán cân vãng lai và cán cân vốn sẽ bù đắp cho nhau mà không cần sự can thiệp hành chính nào. Nhờ thế, Chính phủ sẽ tập trung được nhiều hơn cho mục tiêu đảm bảo cân bằng nội, đó là ổn định giá cả và toàn dụng nhân công.

Giả sử, nước Mỹ đang ở trong giai đoạn khủng hoảng, vì thế nhu cầu của người dân Mỹ đối với hàng hóa Việt Nam sẽ giảm, dẫn đến sự sụt giảm hoạt động sản xuất kinh doanh tại Việt Nam. Tuy nhiên, điều đó cũng có nghĩa VND sẽ giảm giá, điều này lại tạo động lực cho xuất khẩu, hạn chế nhập khẩu, gia tăng dòng vốn nước ngoài vào Việt Nam, giúp nền kinh tế Việt Nam tránh được khủng hoảng. (Tất nhiên, điều này chỉ đúng với điều kiện xuất khẩu của Việt Nam có tỷ lệ nội địa hóa cao và có khả năng thay đổi theo sát diễn biến của tỷ giá). Trong hoàn cảnh này, nếu Việt Nam đang theo đuổi chế độ tỷ giá cố định, Chính phủ mà đại diện là NHNN Việt Nam sẽ phải đối phó để giữ nguyên tỷ giá, ví dụ như tăng lãi suất, xuất quỹ dự trữ ngoại hối... Kết quả là sản xuất đình đốn vì chi phí đầu vào của doanh nghiệp tăng cao, dự trữ ngoại hối đã mỏng lại càng mỏng hơn nữa, đe dọa an ninh quốc gia, đặt đất nước trước nguy cơ khủng hoảng. Như vậy, có thể thấy rằng, chế độ tỷ giá linh hoạt hơn có thể giúp một quốc gia tránh khỏi tác động tiêu cực từ sự mất ổn định của bên ngoài.

Về phía chính sách tài khóa, khi thâm hụt ngân sách tăng cao, Chính phủ buộc phải tăng lãi suất. Điều này dẫn đến sự giảm giá của USD, hạn chế xuất khẩu, giảm dòng tiền từ nước ngoài vào Việt Nam. Sự sụt giảm của tổng cầu từ sự thay đổi tỷ giá này sẽ được bù đắp bởi chính sách tài khóa nới lỏng. Như vậy, đối với chế độ tỷ giá thả nổi, chính sách tài khóa lại trở nên kém hiệu quả.

Kịch bản 2: giả sử Việt Nam đang áp dụng chế độ tỷ giá cố định. Việc quản lý nhằm cân bằng cán cân thanh toán sẽ khiến Chính phủ rơi vào vòng xoáy của các mục tiêu cân bằng nội xung đột với nhau. Chẳng hạn, tỷ lệ thất nghiệp ở Việt Nam hiện đang cao. Để giảm thất nghiệp, NHNN Việt Nam sẽ áp dụng chính sách tiền tệ nới lỏng thông qua việc giảm lãi suất, điều này dẫn đến sự giảm giá của VND, tạo động lực cho các doanh nghiệp xuất khẩu, hạn chế nhập khẩu, thu hút thêm vốn đầu tư từ bên ngoài. Và rồi, để duy trì mức tỷ giá cố định, NHNN Việt Nam lại phải tìm mọi cách để nâng giá VND lên. Cứ như vậy, có thể thấy rằng việc duy trì chế độ tỷ giá cố định tất yếu làm mất đi sự độc lập của chính sách tiền tệ, làm cho nó trở nên kém hiệu quả.

Như vậy, chính sách tỷ giá cố định chỉ phù hợp với những quốc gia thường bị động trong kiềm chế lạm phát, chưa hội nhập sâu vào thị trường vốn quốc tế, có dự trữ ngoại hối đủ mạnh để trong hoàn cảnh khó khăn, NHTW có thể can thiệp kịp thời nhằm duy trì tỷ giá. Bên cạnh đó, đồng tiền mà tỷ giá neo đậu vào phải là đồng tiền của đối tác thương mại chính, khả năng đối mặt với những cú sốc của quốc gia và đối tác đó là tương đương nhau, đồng thời thị trường lao động phải khá linh hoạt để nếu gặp những biến động có lợi về giá cả hàng hóa xuất khẩu (được giá hàng xuất khẩu), lực lượng lao động có thể giúp giành lại vị thế cạnh tranh.

Trên cơ sở tham khảo ý kiến của các nhà nghiên cứu và từ nghiên cứu thực tiễn một số quốc gia, tác giả luận án tổng hợp ưu và nhược điểm của các chế độ tỷ giá trong bảng 2.4 dưới đây.

Bảng 2.4. Ưu, nhược điểm của từng chế độ tỷ giá

Chế độ tỷ giá	Ưu điểm	Nhược điểm
Không có đồng tiền pháp định	Không phải chịu rủi ro nội tệ giảm giá → không phải tăng lãi suất nhằm tăng giá trị đồng nội tệ	NHTW không có vai trò “Người cho vay cuối cùng”; CSTT phụ thuộc vào quốc gia in và sở hữu đồng ngoại tệ
Hội đồng tiền tệ	Bảo đảm giá cả ổn định; Cân cân thanh toán quốc tế luôn được điều chỉnh (khi thâm hụt dự trữ → thắt chặt tiền tệ → tăng lãi suất → ổn định)	Yêu cầu dự trữ ngoại hối phải đủ lớn, chi tiêu công chặt chẽ, hệ thống tài chính phải mạnh và được giám sát chặt chẽ. CSTT mất đi sự độc lập. Nền kinh tế mất khả năng tự điều chỉnh trước những cú sốc về giá.
Neo cố định	Giảm chi phí giao dịch và rủi ro tỷ giá; phù hợp với các quốc gia nhỏ, hội nhập sâu và có mức lạm phát cao; thương mại quốc tế phụ thuộc vào một đối tác quan trọng; chưa thực hiện tự do hóa tài khoản vốn; chính sách tiền tệ ổn định và tin cậy	Dễ tổn thương khi xuất hiện đầu cơ; NHTW không còn giữ vai trò “người cho vay cuối cùng”
Neo với biên độ hẹp		
Neo với biên độ điều chỉnh		
Thả nổi có quản lý	Kết hợp ưu điểm của chế độ tỷ giá cố định và thả nổi: - Khi nền kinh tế ổn định, NHTW ít can thiệp, CSTT tương đối độc lập. Khi kinh tế bất ổn, phải có sự can thiệp của NHTW, CSTT mất đi sự độc lập do phải sử dụng cung tiền để giảm bớt sự biến động trên thị trường ngoại hối.	Phức tạp, không công khai tỷ giá trung tâm và biên độ dao động Khó xác định thời điểm nào là bất ổn và NHTW cần phải can thiệp (ví dụ: tỷ giá biến động bao nhiêu phần trăm?). Nếu can thiệp quá sớm, có thể ảnh hưởng tới dòng vốn đầu tư nước ngoài và thu hẹp thương mại quốc tế. Nếu can thiệp quá muộn, có thể phá vỡ thể cân bằng của quốc gia trong thương mại và đầu tư.
Thả nổi hoàn toàn	Không bị tác động bởi các cuộc đầu cơ; chống đỡ tốt với khủng hoảng và các cú sốc; cho phép NHTW thực hiện CSTT độc lập	Dòng tiền ngắn hạn có thể dao động mạnh; nếu nợ nước ngoài bằng ngoại tệ lớn → nguy hiểm nếu ngoại tệ tăng giá → khủng hoảng thanh khoản

c) Nhân tố quyết định tới việc lựa chọn chế độ tỷ giá

Việc lựa chọn chế độ tỷ giá phụ thuộc vào:

- Quy mô, mức độ mở cửa của nền kinh tế đối với hoạt động thương mại và dòng vốn quốc tế

Những quốc gia mở cửa tài khoản vãng lai và giao lưu thương mại rộng khắp với nhiều quốc gia có xu hướng lựa chọn chế độ tỷ giá thả nổi hơn là cố định, do họ không phải gắng gượng để bảo vệ tỷ giá cố định nếu xuất hiện các cú sốc từ bên ngoài. Dưới chế độ tỷ giá cố định, nếu không có biện pháp bảo vệ, những cú sốc này có thể phá vỡ thế cân bằng của cán cân vãng lai.

Thực tiễn đã cho thấy vào thời điểm xảy ra các cú sốc (điển hình là khủng hoảng tài chính tiền tệ), các quốc gia bị ảnh hưởng trực tiếp buộc phải rà soát lại một cách toàn diện các mô hình phát triển của mình, trong đó có việc điều chỉnh chính sách tiền tệ và chuyển đổi chế độ tỷ giá.

- Cơ cấu xuất khẩu

Nếu trong cơ cấu hàng xuất khẩu của một quốc gia, tỷ trọng các mặt hàng được sản xuất, chế biến từ nguyên nhiên vật liệu trong nước cao, với điều kiện các yếu tố khác đều thuận lợi, chế độ tỷ giá cố định vẫn có thể được lựa chọn. Tuy nhiên, nếu một quốc gia nhập khẩu nhiều các yếu tố đầu vào cho sản phẩm xuất khẩu của mình, sự phụ thuộc vào môi trường bên ngoài trở nên lớn hơn, việc duy trì chế độ tỷ giá cố định lại có thể khiến cho nền kinh tế dễ bị tổn thương khi gặp các cú sốc.

- Dự trữ ngoại hối

Như đã đề cập ở phần trên, với một quốc gia đang áp dụng chế độ tỷ giá neo cố định hoặc neo với biên độ điều chỉnh, hoặc neo với biên độ hẹp, khi nền kinh tế có triển vọng phát triển, một lượng vốn lớn từ nước ngoài sẽ chảy vào. Tín dụng gia tăng, giá tài sản không ổn định. Kết quả là, cộng với hệ thống giám sát yếu, dòng vốn vào ngày nào sẽ nhanh chóng tháo chạy, dự trữ ngoại hối giảm, Nếu dự trữ ngoại hối mỏng, không còn cứu cánh cuối cùng, NHTW không thể tiếp tục bảo vệ chế độ tỷ giá cố định, sự sụp đổ của hệ thống tỷ giá này là tất yếu.

- Sự vững mạnh hay yếu kém của hệ thống tài chính

Hệ thống tài chính, bao gồm các NHTM và các tổ chức tài chính như Công ty tài chính, Quỹ đầu tư, luôn được coi là “huyết mạch” của nền kinh tế. Khi hệ

thống này yếu kém, khó chống đỡ được những cú sốc hay làn sóng đầu cơ, nhất là khi NHTW duy trì chế độ tỷ giá cố định.

- *Tình hình lạm phát*

Lạm phát có thể được coi là một trong số những chỉ tiêu cốt lõi đánh giá sự ổn định hay bất ổn của một quốc gia. Không còn nghi ngờ gì, lạm phát cao sẽ đe dọa tới tăng trưởng. Trong một chừng mực nào đó, chế độ tỷ giá cố định có thể giúp kiểm soát lạm phát nhanh. Nhưng tới một thời điểm, khi những nỗ lực duy trì tỷ giá phá vỡ những nguyên lý cơ bản của thị trường, sẽ dẫn tới khủng hoảng tiền tệ.

- *Tình trạng nợ nước ngoài*

Nếu một quốc gia áp dụng chế độ tỷ giá thả nổi, sẽ rất nguy hiểm nếu nợ nước ngoài lớn. Bởi khi ngoại tệ tăng giá, dòng vốn đầu tư sẽ ồ ạt chảy ra, đồng nội tệ sẽ sụt giá mạnh, lạm phát gia tăng. Khả năng tự điều chỉnh lại trạng thái cân bằng như cũ là vô cùng khó khăn.

- *Điều kiện chính trị*

Khi các vấn đề chính trị và thể chế bị kiểm soát chặt chẽ, tính tự do, dân chủ thấp, quốc gia có xu hướng lựa chọn chế độ tỷ giá cố định.

- *Sự tin cậy và ổn định của chính sách cũng như sự nhất quán của nhà hoạch định chính sách; khả năng ứng phó trước những cú sốc từ bên ngoài và bên trong*

Nếu áp dụng chế độ tỷ giá thả nổi, chính sách tiền tệ trở nên độc lập với chính sách tài khóa. Tuy nhiên, nếu Chính phủ và NHTW lạm dụng quyền tự do và không thể giữ lạm phát ở mức thấp, rất khó để người dân có thể đặt niềm tin vào bất kỳ chính sách nào của hai cơ quan này trong tương lai.

Nếu áp dụng chế độ tỷ giá cố định, chính sách tiền tệ dường như đáng tin cậy hơn. Ví dụ, để thúc đẩy tăng trưởng, Chính phủ và NHTW có thể thực hiện chính sách tiền tệ và tài khóa nới lỏng. Khi ấy, cung nội tệ tăng, nội tệ có khả năng mất giá. Để bảo vệ tỷ giá cố định, NHTW sẽ phải sử dụng tới dự trữ ngoại hối. Tuy nhiên, khi dự trữ ngoại hối cạn kiệt, chế độ tỷ giá cố định có nguy cơ sụp đổ, khi ấy,

chi phí do mất niềm tin không thể đo lường được, và khủng hoảng là điều không thể tránh khỏi.

Để có thể điều hành chính sách tỷ giá thành công, ngoài việc nghiên cứu lựa chọn chế độ tỷ giá phù hợp với điều kiện của quốc gia mình, NHTW cần nắm chắc trong tay các công cụ điều tiết tỷ giá thuộc thẩm quyền của mình.

2.2.2.2. Công cụ của NHTW trong thực thi chính sách tỷ giá

a) Nghiệp vụ thị trường ngoại hối

NHTW có thể thực hiện mua bán các đồng tiền trên thị trường ngoại hối. Trở lại với ví dụ tỷ giá USD/JPY, khi muốn tỷ giá tăng (tức là JPY giảm giá), NHTW Nhật Bản có thể xuất ra JPY để mua vào USD từ thị trường. Khi đó, dự trữ ngoại hối của Nhật tăng, đồng thời cung tiền cũng tăng theo. Ngược lại, khi muốn tỷ giá USD/JPY giảm, NHTW Nhật Bản có thể xuất dự trữ ngoại hối bán ra USD, cung tiền khi ấy cũng giảm. Như vậy khả năng can thiệp trực tiếp của NHTW tỷ lệ thuận với quy mô dự trữ của cơ quan này. Biện pháp can thiệp này ảnh hưởng tới cung tiền nội địa, do xét trong Bảng cân đối tiền tệ của NHTW thì cung tiền bằng dự trữ cộng với tín dụng ròng.

Nếu không muốn ảnh hưởng tới cung tiền, NHTW có thể thực hiện biện pháp can thiệp trung hòa. Trong ví dụ trên, khi muốn JPY giảm giá nhưng không làm tăng cung tiền, NHTW Nhật Bản phát hành trái phiếu có mệnh giá bằng USD.

Sự can thiệp trực tiếp trên thị trường ngoại hối có thể mang lại hiệu ứng ngay lập tức cho thay đổi cung/cầu ngoại tệ trên thị trường, tuy nhiên biện pháp này chỉ phát huy hiệu quả khi các NHTW cùng nỗ lực phối hợp với nhau. Nếu tại cùng một thời điểm, tất cả các NHTW đều khẳng quyết muốn gia tăng hoặc giảm sức mua của đồng tiền quốc gia mình, điều đó đồng nghĩa với việc họ tự gia tăng áp lực lên đồng nội tệ.

b) Điều chỉnh Lãi suất

Lãi suất được coi là công cụ gián tiếp nhưng hữu ích mà NHTW có thể sử dụng để tác động tới tỷ giá. Ví dụ, khi dòng vốn chảy ra khỏi một quốc gia tăng nhanh, tất yếu sẽ gây áp lực giảm giá nội tệ, gây nguy cơ lạm phát, NHTW sẽ can thiệp bằng cách tăng lãi suất. Tuy nhiên, sự điều chỉnh tăng lãi suất, dù là nhằm thu

hút các nhà đầu tư nước ngoài mang vốn đầu tư vào trong nước, không thể không làm tổn thương những tổ chức, cá nhân là người đi vay vì chi phí của họ trở nên quá đắt đỏ. Hệ quả có thể xảy ra là nền kinh tế trở nên suy yếu. Chính vì những tác động ngược chiều của lãi suất tới các chủ thể khác nhau của nền kinh tế nên công cụ này được gọi là “con dao hai lưỡi”, đòi hỏi NHTW phải rất thận trọng trước khi công bố tăng hay giảm lãi suất.

c) *Biên độ dao động của tỷ giá*

Công cụ này được áp dụng phổ biến ở những quốc gia theo đuổi chế độ tỷ giá nghiêng về cố định. Cùng với việc công bố tỷ giá chính thức, NHTW thường áp một biên độ dao động cho từng thời kỳ, cho phép tỷ giá trên thị trường liên ngân hàng cũng như tỷ giá mua bán giữa ngân hàng và khách hàng dao động trong phạm vi biên độ. Một mức biên độ hẹp cho thấy nền kinh tế đang trong tình trạng căng thẳng về cung cầu ngoại tệ và NHTW cần phải giám sát chặt chẽ hoạt động của thị trường ngoại hối. Việc nới lỏng biên độ dao động thường được thực hiện khi thị trường đã trở nên ổn định, hoặc khi dự trữ ngoại hối của quốc gia đã đủ mạnh. Biên độ dao động là công cụ được các quốc gia sử dụng thường xuyên hơn so với biện pháp nâng giá/phá giá tiền tệ được trình bày dưới đây.

d) *Biện pháp phá giá/nâng giá nội tệ*

- Phá giá nội tệ:

Phá giá nội tệ trong tiếng Anh là “devaluation”. Tại Việt Nam, hiện nay vẫn có những quan điểm khác nhau về thuật ngữ này. Có ý kiến cho rằng ở Việt Nam, NHNN mới chỉ thực hiện “điều chỉnh tỷ giá” theo hướng giảm sức mua của Việt nam đồng, trong khi một số ý kiến khác lại cho rằng trong thời gian qua đồng nội tệ đã bị phá giá.

Theo từ điển kinh tế học Routledge [78], phá giá là ***việc làm giảm giá trị của đồng nội tệ nhằm mục tiêu cải thiện cán cân vãng lai***. Tương tự, một số từ điển chuyên ngành trực tuyến cũng đưa ra định nghĩa cho cụm từ này. Theo Từ điển Thuật ngữ Tài chính (*Dictionary of Financial Terms*) [92], phá giá là ***quyết định mang tính hành chính của Chính phủ hoặc NHTW nhằm giảm giá trị của đồng***

nội tệ so với đồng tiền của các quốc gia khác. Ngân hàng Dự trữ Liên Bang New York [93] định nghĩa phá giá là *sự điều chỉnh có chủ định bằng cách giảm giá chính thức đồng nội tệ (dưới chế độ tỷ giá cố định).* Trong Từ điển QFinance [94], phá giá là *sự giảm xuống của tỷ giá chính thức (đồng nội tệ giảm giá).* Còn tại Investorwords.com [95], phá giá là *sự giảm đột ngột giá trị của một đồng tiền so với vàng hoặc với đồng tiền của quốc gia khác.*

Trên thế giới, chưa có một con số cụ thể (giảm giá bao nhiêu phần trăm) được đưa ra làm ranh giới giữa *phá giá* và *điều chỉnh giảm giá* đồng nội tệ. Tuy nhiên, hầu hết các định nghĩa đều phản ánh chung một đặc điểm của “devaluation”, đó là việc làm giảm sức mua của đồng nội tệ một cách có chủ định bởi ngân hàng trung ương. Khi đó, tỷ giá chính thức tăng (đối với quốc gia áp dụng phương pháp yết giá trực tiếp) hoặc giảm (đối với quốc gia áp dụng phương pháp yết giá gián tiếp).

Theo quan điểm cá nhân, nghiên cứu sinh cho rằng thuật ngữ “phá giá nội tệ” có thể được áp dụng cho Việt Nam:

“Phá giá nội tệ là hành động của ngân hàng trung ương tác động vào tỷ giá chính thức (nominal official exchange rate) theo hướng làm giảm sức mua của đồng nội tệ so với ngoại tệ, cho dù tác động đó là từ từ hay đột ngột, nhằm mục đích cải thiện cán cân vãng lai. Giảm giá thực, tức tỷ giá thực tăng (hàng hóa trở nên rẻ hơn, có tính cạnh tranh hơn) không phải là phá giá nội tệ, mà là hệ quả của phá giá nội tệ.”

Tuy nhiên, trong khi góp phần giúp hàng xuất khẩu trở nên hấp dẫn hơn đối với người mua nước ngoài (về giá), phá giá lại có mặt trái là làm giá hàng nhập khẩu tăng tương đối, gây nguy cơ lạm phát. Ngoài ra, xét trên giác độ tâm lý, phá giá tiền tệ là thừa nhận sự sụt giảm sức mua của đồng nội tệ, là dấu hiệu của suy thoái kinh tế, điều này có thể khiến người dân mất lòng tin vào các chính sách vĩ mô của nhà nước. Một nguy cơ nữa rất dễ xảy ra, đó là tình trạng phá giá nối tiếp nhau giữa các quốc gia bởi quốc gia nào cũng không muốn hàng hóa của nước mình bị

đánh giá là “đắt đỏ” trong con mắt người tiêu dùng nước ngoài. Nếu cuộc chiến cạnh tranh về giá kéo dài, giá trị thực của tiền tệ bị bóp méo, thị trường sẽ sụp đổ.

Khi nói tới vấn đề “phá giá nội tệ”, không thể không đề cập tới hai học thuyết nổi tiếng: **điều kiện Marshall-Lerner** [58 – trang 28] và **hiệu ứng tuyến J** [58 – trang 29].

Nghiên cứu của hai tác giả Alfred Marshall (1923) và Abba Lerner (1944) chỉ ra hai hiệu ứng trực tiếp có thể có của việc phá giá đồng nội tệ lên cán cân thanh toán: hoặc làm *giảm thâm hụt cán cân*, hoặc làm *trầm trọng thêm tình trạng thâm hụt*. Nếu diễn đạt cán cân thanh toán bằng đồng nội tệ ta có:

$$CA = P \times X - S \times P^* \times M \quad (2.5)$$

Trong đó:

CA: cán cân vãng lai

P: mức giá hàng hóa trong nước (hàng xuất khẩu)

P*: mức giá hàng hóa nước ngoài (hàng nhập khẩu)

S: tỷ giá (bao nhiêu đồng nội tệ tương đương một ngoại tệ)

X: quy mô xuất khẩu

M: quy mô nhập khẩu

Nếu đặt X_v là giá trị hàng xuất khẩu tính bằng nội tệ, $X_v = P \times X$; M_v là giá trị hàng nhập khẩu tính bằng ngoại tệ, $M_v = P^* \times M$, ta sẽ có:

$$CA = X_v - S \times M_v \quad (2.6)$$

Khi đo sự thay đổi của cán cân ta dùng công thức vi phân :

$$dCA = dX_v - S \times dM_v - M_v \times dS \quad (2.7)$$

trong đó dS là sự thay đổi của tỷ giá. Chia cả hai vế cho dS ta có:

$$\frac{dCA}{dS} = \frac{dX_v}{dS} - S \frac{dM_v}{dS} - M_v \quad (2.8)$$

Nếu ký hiệu độ co giãn của cầu xuất khẩu là eX (elasticity of demand for exports), tức là tỷ lệ phần trăm thay đổi của cầu xuất khẩu trước 1% thay đổi của giá xuất khẩu, chính là thay đổi của tỷ giá, ta có:

$$eX = \frac{dX_v / X_v}{dS / S}, \text{ suy ra } dX_v = \frac{eX dS X_v}{S} \quad (2.9)$$

Tương tự với độ co giãn của cầu nhập khẩu eM , nhưng với chiều ngược lại do cầu nhập khẩu tỷ lệ nghịch với giá:

$$eM = -\frac{dM_v / M_v}{dS / S}, \text{ suy ra } dM_v = -\frac{eM dS M_v}{S} \quad (2.10)$$

Vậy ta có:

$$\begin{aligned} \frac{dCA}{dS} &= \frac{eXX_v}{S} + eMM_v - M_v, \text{ chia cả hai vế cho } M_v \text{ ta được:} \\ \frac{dCA}{dS} \times \frac{1}{M_v} &= \frac{eXX_v}{SM_v} + eM - 1 \end{aligned} \quad (2.11)$$

Giả sử ban đầu cán cân ở trạng thái cân bằng, tức là $X_v/SM_v = 1$, ta còn lại:

$$\frac{dCA}{dS} = M_v(eX + eM - 1) \quad (2.12)$$

Kết quả này được gọi là điều kiện Marshall-Lerner, hàm ý rằng với xuất phát điểm cân bằng của cán cân vãng lai, dCA/dS chỉ có thể >0 (tức là cán cân **thặng dư**) nếu **tổng giá trị tuyệt đối mức co giãn của cầu xuất khẩu và nhập khẩu lớn hơn 1**. Ngược lại, nếu tổng giá trị tuyệt đối của hai hệ số co giãn nhỏ hơn 1, một sự phá giá sẽ gây nên sự thâm hụt của cán cân vãng lai.

Như vậy, khi một đồng tiền bị giảm giá sẽ gây ra hai hiệu ứng:

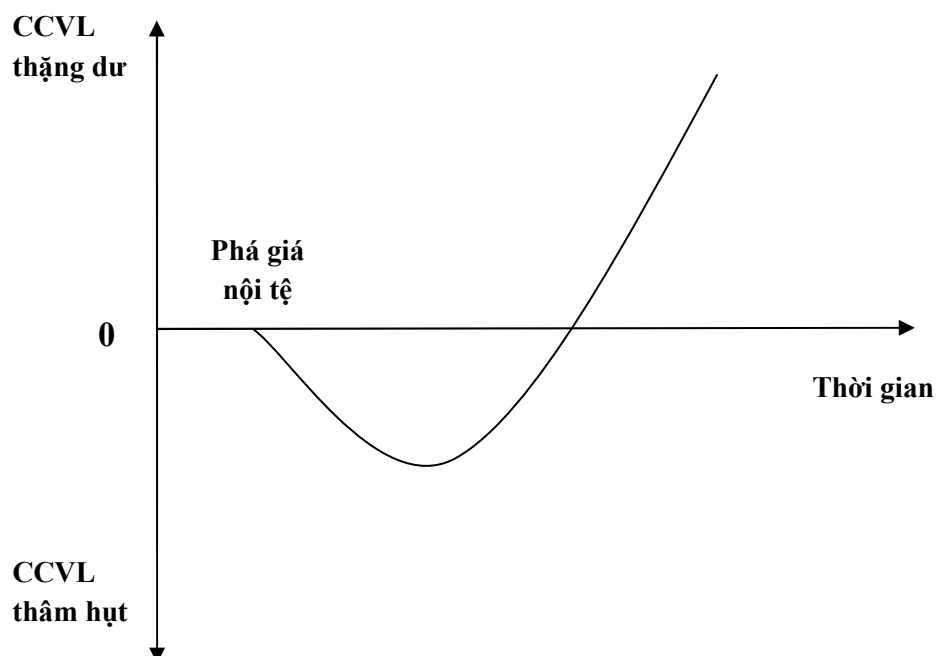
i, **Hiệu ứng về giá**: hàng hóa xuất khẩu trở nên rẻ hơn khi tính bằng ngoại tệ, trong khi giá hàng hóa nhập khẩu tính bằng nội tệ trở nên đắt hơn, điều này sẽ làm gia tăng thâm hụt cán cân vãng lai của quốc gia.

ii, **Hiệu ứng về quy mô**: khi giá hàng xuất khẩu tính về nội tệ trở nên hấp dẫn hơn sẽ có tác dụng khuyến khích xuất khẩu qua việc gia tăng quy mô xuất khẩu, và ngược lại quy mô nhập khẩu sẽ giảm do giá hàng nhập khẩu trở nên đắt hơn. Điều này giúp cải thiện cán cân vãng lai.

Tóm lại, kết quả của cán cân vãng lai sẽ phụ thuộc vào tác động ròng từ hai hiệu ứng. Điều kiện Marshall-Lerner mang đến cho chúng ta một điều rất căn bản, đó là việc phá giá nội tệ có thể mang lại thành công cho quốc gia này nhưng cũng có thể sẽ mang đến thất bại cho quốc gia khác.

Tuy nhiên, các cuộc nghiên cứu sau đó đã chỉ ra rằng điều kiện Marshall-Lerner chỉ phù hợp trong dài hạn. Điển hình là công trình nghiên cứu của Goldstein và Kahn [56], với kết luận rằng độ co giãn trong dài hạn thường gấp đôi độ co giãn trong ngắn hạn và lớn hơn 1, trong khi độ co giãn trong ngắn hạn luôn nhỏ hơn 1. Chính những nghiên cứu này đã làm nảy sinh một ý tưởng rất phổ biến có tên gọi Hiệu ứng tuyến J [58 – trang 29].

Hàm ý bên trong của Hiệu ứng tuyến J là trong ngắn hạn, quy mô xuất nhập khẩu của một quốc gia không thay đổi. Do đó, khi đồng nội tệ giảm giá, lượng ngoại tệ mà quốc gia nhận được về ít hơn và phải chi trả nhiều hơn cho nhập khẩu, kết quả là cán cân trở nên thâm hụt. Vì vậy, trong giai đoạn đầu, chính sách tiền tệ cần phải thắt chặt và NHTW cần đảm bảo một lượng dự trữ ngoại hối đủ mạnh để sẵn sàng can thiệp bình ổn tỷ giá khi thâm hụt của cán cân vãng lai gia tăng. Tuy nhiên, với một độ trễ nhất định, sau đó quy mô xuất khẩu bắt đầu gia tăng, quy mô nhập khẩu bắt đầu giảm, cán cân từ trạng thái thâm hụt trở về cân bằng rồi cuối cùng trở nên thặng dư.



Hình 2.2. Hiệu ứng tuyến J

Điều này đã được nhà kinh tế học nổi tiếng Paul Krugman (1991) chứng minh qua nghiên cứu thực trạng cán cân vãng lai của Mỹ trong giai đoạn đồng đôla giảm giá (1985-1987): ban đầu mức thâm hụt cán cân vãng lai tăng lên cả về quy mô lẫn tỷ trọng tính trên GDP của Mỹ, nhưng khoảng 2 năm sau tình hình đã được cải thiện do độ co giãn trong dài hạn của cầu đối với hàng hóa xuất nhập khẩu là 1,9, thỏa mãn điều kiện Marshall-Lerner.

Hãy cùng tìm hiểu các nguyên nhân gây nên “độ trễ” của quy mô xuất nhập khẩu của một quốc gia trước sự thay đổi của tỷ giá. Đó là do:

- *Độ trễ phản ứng của người tiêu dùng*: khi đồng tiền quốc gia bị phá giá, người tiêu dùng không phản ứng ngay bằng cách thay đổi hành vi tiêu dùng. Việc chuyển từ tiêu dùng hàng nhập ngoại sang tiêu dùng hàng trong nước sản xuất thường phải mất một khoảng thời gian, do người tiêu dùng quan tâm tới chất lượng của sản phẩm nhiều hơn là giá cả. Tương tự như vậy, ở nước ngoài, việc đồng tiền của nước xuất khẩu giảm giá cũng không phải ngay lập tức khiến cầu của người tiêu dùng nước ngoài đối với hàng hóa của nước đó tăng lên.

- *Độ trễ phản ứng của nhà sản xuất*: mặc dù phá giá nội tệ khiến cho hàng hóa của quốc gia trở nên cạnh tranh hơn, nhưng để các nhà sản xuất trong nước coi đó là động lực để gia tăng sản lượng xuất khẩu cũng cần phải có thời gian. Hơn nữa, để sản xuất các doanh nghiệp trong nước phải nhập khẩu các yếu tố đầu vào, đơn đặt hàng thường được gửi từ trước với mức giá cố định bằng ngoại tệ và khó có thể hủy bỏ chỉ vì sự thay đổi bất lợi của tỷ giá đối với nhập khẩu.

- *Môi trường cạnh tranh không hoàn hảo*: việc chiếm lĩnh thị trường xuất khẩu thường là một quá trình lâu dài, mất nhiều thời gian và chi phí. Chính vì vậy, ngay khi đồng tiền của một quốc gia bị giảm giá và người tiêu dùng trong nước có xu hướng giảm nhập khẩu do giá trở nên đắt hơn, các công ty xuất khẩu sẽ không chịu đánh mất thị phần của mình và sẽ tìm mọi cách duy trì, và một trong số các giải pháp tức thời là giảm giá bán hàng. Như vậy, quy mô nhập khẩu sẽ không bị suy giảm ngay lập tức khi đồng nội tệ bị phá giá.

Ban đầu chúng ta đã đề cập tới điều kiện Marshall-Lerner với giả thuyết rằng giá hàng hóa xuất nhập khẩu là không đổi, tức sự thay đổi của mức giá tương đối hoàn toàn do sự thay đổi của tỷ giá. Nói cách khác, khi đồng nội tệ bị giảm giá 1%

sẽ dẫn tới sự tăng giá 1% của giá hàng nhập khẩu. Tuy nhiên, hiệu ứng tuyến J và thực tế đã chứng minh giả thuyết trên không phải bao giờ cũng đúng. Khái niệm “hiệu ứng trung chuyển” của tỷ giá đã ra đời từ đây để phản ánh điều này.

Hai nghiên cứu trên đều đặt nền kinh tế ở trạng thái tĩnh (đặt ra giả thuyết mọi yếu tố khác trừ tỷ giá là không đổi) và chưa đưa ra được câu trả lời rõ ràng liệu phá giá tiền tệ có giúp cải thiện cán cân vãng lai hay không, nhưng rõ ràng là từ đây một thông điệp đã được gửi tới các nhà hoạch định chính sách về sự cần thiết phải cân nhắc trước khi quyết định phá giá đồng nội tệ. Điều này, cho đến tận hôm nay, vẫn là một câu hỏi lớn.

- Nâng giá nội tệ: xuất phát từ từ gốc tiếng Anh “revaluation”. Ngược lại với phá giá, nâng giá tiền tệ là hành động của Chính phủ hoặc NHTW tác động vào tỷ giá chính thức nhằm tăng giá trị của đồng nội tệ so với ngoại tệ. Biện pháp này được sử dụng trong điều kiện cán cân thương mại thặng dư, nền kinh tế đang phát triển quá nóng, do tỷ giá giảm (nội tệ lên giá) sẽ khuyến khích nhập khẩu (do hàng hóa nước ngoài trở nên rẻ tương đối) và hạn chế xuất khẩu (do hàng hóa xuất khẩu trở nên rẻ tương đối)

e) Sử dụng quỹ dự trữ ngoại hối

Dự trữ ngoại hối được coi là “tấm lá chắn” sau cùng mà cơ quan điều hành chính sách tiền tệ có thể sử dụng nhằm ngăn ngừa sự mất cân đối nghiêm trọng cung và cầu ngoại tệ trên thị trường. Khi xảy ra tình trạng thiếu hụt ngoại tệ phục vụ cho nhu cầu chính đáng của nền kinh tế (ví dụ các doanh nghiệp nhập khẩu thiếu ngoại tệ thanh toán cho nhà xuất khẩu), NHTW xuất quỹ dự trữ bằng cách bán ngoại tệ ra thị trường, thu nội tệ về. Ngược lại, trong điều kiện cung ngoại tệ trên thị trường dồi dào, NHTW đẩy mạnh mua vào ngoại tệ. Nếu một quốc gia duy trì lượng dự trữ ngoại hối mỏng, quốc gia đó sẽ không thể bảo vệ được giá trị của đồng nội tệ và sẽ bị vô hiệu hóa bởi áp lực của các lực lượng thị trường, điển hình là các nhà đầu cơ và nhà đầu tư với khối lượng lớn.

Cùng với sự phát triển của các nghiệp vụ ngoại hối, sử dụng dự trữ ngoại hối để can thiệp trong điều kiện bình thường sẽ không hiệu quả, vì vậy NHTW các quốc gia ngày càng ít sử dụng biện pháp can thiệp trực tiếp này.

2.3. Chính sách tỷ giá hoàn thiện

2.3.1. Quan niệm về chính sách tỷ giá hoàn thiện

Một chính sách tỷ giá được coi là hoàn thiện khi góp phần đạt được các mục tiêu đề ra, trong đó mục tiêu trung tâm là bảo đảm sự ổn định giá trị tiền tệ và sự cân bằng của cán cân vãng lai.

Thêm vào đó, chính sách tỷ giá hoàn thiện phải là chính sách tỷ giá chủ động, thống nhất. Đồng thời, mỗi một sự thay đổi trong chính sách đều cần phải có căn cứ thuyết phục, ví dụ vì sao giảm giá VND (tức là tăng tỷ giá chính thức) từ 20000 VND/1 USD lên 21000 VND/1 USD mà không phải là 22000 VND/1 USD?

2.3.2. Chỉ tiêu phản ánh mức độ hoàn thiện chính sách tỷ giá

Nội dung của chính sách tỷ giá gồm hai phần cơ bản. **Một là**, về mặt cơ chế, Chính phủ và NHTW quốc gia cần lựa chọn một chế độ tỷ giá phù hợp. **Hai là**, về điều tiết tỷ giá, NHTW có thể sử dụng những công cụ nào nhằm bình ổn tỷ giá, đảm bảo cân bằng nội và cân bằng ngoại. Bình ổn tỷ giá không có nghĩa là không có những sự thay đổi lớn. Nếu cần thiết, đôi khi chúng ta vẫn phải thực hiện sự thay đổi mang tính “cách mạng” để hướng tới sự ổn định lâu dài.

Nội dung chính sách hoàn thiện được tóm tắt trong Bảng dưới đây.

Bảng 2.5. Tóm tắt nội dung chính sách tỷ giá hoàn thiện

Mục tiêu CSTG	Đảm bảo cân bằng nội	Đảm bảo cân bằng ngoại	Chủ động, thống nhất			
Chỉ tiêu phản ánh	Lạm phát vừa phải (VD. Việt Nam: dưới 10%/năm), ổn định	Giảm thâm hụt CCVL (VD. Việt Nam: từ -4% (2010) xuống -3%(2012) và cân bằng (2018)	- Kết quả dự báo sát với thực tế; - NHNN có quyền thực thi CSTG nhằm kiềm chế lạm phát; - Quyết định mới được ban hành phải có căn cứ thuyết phục			
Hướng tới	CHÍNH SÁCH TỶ GIÁ HOÀN THIỆN					
Nội dung CSTG	Lựa chọn chế độ tỷ giá	Điều tiết tỷ giá bằng các công cụ				
		Dự trữ ngoại hối	Biên độ dao động	Nghiệp vụ TT mở	Lãi suất	Phá giá, nâng giá nội tệ

(Nguồn: Tác giả)

Như đã đề cập trong phần Phạm vi nghiên cứu, luận án tập trung vào các vấn đề chính thuộc nội dung của chính sách tỷ giá, đó là:

i, Lựa chọn chế độ tỷ giá;

ii, Phá giá tiền tệ trong mối quan hệ với giá cả hàng hóa, cán cân vãng lai và các biến số kinh tế vĩ mô, với dự trữ ngoại hối trong Bảng cân đối tiền tệ của NHTW; và

iii, Các công cụ điều tiết tỷ giá khác như biên độ dao động và lãi suất.

2.3.3. Điều kiện đảm bảo sự hoàn thiện của chính sách tỷ giá

Chính sách tỷ giá nằm trong một tổng thể các mối quan hệ, không chỉ bao gồm những vấn đề thuộc lĩnh vực tiền tệ, mà còn có mối liên hệ mật thiết tới chính sách thương mại, chính sách tài khóa. Chính vì vậy, để đảm bảo cho một chính sách tỷ giá vận hành có hiệu quả, đạt được hai mục tiêu cân bằng nội và cân bằng ngoại theo các chỉ tiêu như đã nêu ở trên, các điều kiện sau đây cần phải được thỏa mãn.

2.3.3.1. Sự độc lập tương đối của NHTW trong việc đưa ra các quyết định liên quan tới điều hành chính sách tỷ giá.

Độc lập không có nghĩa bắt buộc NHTW phải tách ra khỏi bộ máy của Chính phủ. Độc lập có nghĩa là NHTW được toàn quyền quyết định mà không bị níu kéo bởi trách nhiệm phát hành tiền chi trả cho các khoản nợ của Chính phủ. Để có thể làm được điều này thì trước tiên, tình hình tài chính của Chính phủ phải được đảm bảo ở mức cân bằng.

2.3.3.2. Chính sách tài khóa tin cậy

Nợ nước ngoài, đặc biệt là nợ ngắn hạn của Chính phủ và doanh nghiệp phải được kiểm soát chặt chẽ. Bởi nợ nước ngoài sẽ ảnh hưởng tới dự trữ ngoại hối do NHTW nắm giữ, nợ nước ngoài lớn đặc biệt gây khó khăn cho NHTW khi Chính phủ buộc phải dùng tới dự trữ để bù đắp cho thâm hụt ngân sách nhà nước.

2.3.3.3. Hệ thống NHTM và TCTD đảm bảo năng lực tài chính, vận hành lành mạnh

Hệ thống ngân hàng yếu kém là rào cản lớn nhất đối với chính sách tiền tệ và chính sách tỷ giá. Hoạt động trong một môi trường cạnh tranh khắc nghiệt, trước

những thay đổi trong chính sách cũng như trước những biến động của thị trường (về lãi suất, về tỷ giá...), những ngân hàng với vốn tự có nhỏ, năng lực tài chính và năng lực quản trị kém sẽ dễ bị tổn thương. Thậm chí, có khả năng những ngân hàng này bất chấp rủi ro, vi phạm nguyên tắc hoạt động ngân hàng, gây nên tổn thất không nhỏ không những cho bản thân mình mà còn gây hiệu ứng rủi ro toàn hệ thống.

2.3.3.4. Năng lực sản xuất trong nước luôn được tăng cường và củng cố

Tỷ giá tác động tới hoạt động xuất nhập khẩu, đây là điều không thể phủ nhận. Sự thay đổi của tỷ giá, đặc biệt là tỷ giá thực, có thể ảnh hưởng trực tiếp tới khả năng cạnh tranh của hàng hóa trong nước so với nước ngoài và ngược lại. NHTW và chính sách tỷ giá chỉ có thể phát huy được hiệu quả nếu mọi sự hỗ trợ về giá hàng hóa xuất nhập khẩu phải đi kèm với sự sẵn sàng của các doanh nghiệp, đặc biệt là năng lực sản xuất đáp ứng nhu cầu của doanh nghiệp xuất khẩu.

2.3.3.5. Năng lực dự báo những biến động của thị trường trong nước và quốc tế

Nền kinh tế thế giới luôn chứa đựng sự bất ổn. Sự bất ổn của mỗi quốc gia thành viên không những chỉ gây ảnh hưởng trong phạm vi quốc gia đó mà còn lan sang các nước khác trong và thậm chí ngoài khu vực. Một quốc gia càng hội nhập sâu càng có khả năng bị ảnh hưởng bởi các tác động bên ngoài. Điều này đặt ra yêu cầu cho mỗi quốc gia cần xây dựng hệ thống dự báo tốt, không chỉ về tình hình trong nước mà còn phải theo sát diễn biến tình hình thế giới, để có thể góp phần hạn chế rủi ro, tránh được nguy cơ khủng hoảng.

Tỷ giá là một biến số luôn biến động, và sự biến động của nó phức tạp do chịu tác động của nhiều nhân tố khác nhau. Do đó, chất lượng của công tác dự báo tỷ giá cũng như các biến số khác có liên quan như cán cân thanh toán, lạm phát, tăng trưởng... là một trong những điều kiện then chốt quyết định sự thành công hay thất bại của NHTW trong thực thi chính sách tiền tệ nói chung và chính sách tỷ giá nói riêng.

CHƯƠNG 3

KINH NGHIỆM HOÀN THIỆN CHÍNH SÁCH TỶ GIÁ CỦA MỘT SỐ QUỐC GIA CHÂU Á

3.1. Chế độ tỷ giá áp dụng tại các nước Châu Á

Trong chương 2, nghiên cứu sinh đã trình bày cách phân loại chế độ không chính thức của IMF. Trên thực tế, mỗi quốc gia đều có công bố chính thức về chế độ tỷ giá của mình. Trước khi đi sâu tìm hiểu Kinh nghiệm hoàn thiện chính sách tỷ giá của các nước, chúng ta sẽ cùng xem Trung Quốc và 5 nước Asean (Singapore, Thái Lan, Malaysia, Indonexia, Vietnam) công bố chế độ tỷ giá có gì khác biệt so với cách phân loại của IMF (*Nguồn: IMF*).

Trung Quốc: vào ngày 21/07/2005, Trung Quốc sau khi nâng giá đồng Nhân dân tệ (RMB) lên 2,1% đã tuyên bố áp dụng chế độ tỷ giá ***thả nổi có quản lý*** thay cho chế độ tỷ giá cố định neo với đôla Mỹ. Theo đó, tỷ giá gắn với một rổ tiền tệ và do cung cầu thị trường quyết định. Ban đầu, rổ tiền tệ chỉ có đôla Mỹ, Euro, yên Nhật, và đồng Won Hàn Quốc. Sau đó, NHTW Trung Quốc bổ sung đồng Ringgit (Malaysia), rúp (Nga), đôla Úc, бат (Thái Lan), đôla Canada, và bảng Anh vào rổ tiền tệ, tuy nhiên không công bố tỷ trọng của từng đồng tiền. Kể từ thời điểm đó, hệ thống tiền tệ đã vận hành tương đối ổn định. Tỷ giá song phương giữa đồng Renminbi với đồng đôla Mỹ lên xuống khá mạnh.

Singapore: Ủy ban tiền tệ Singapore (cơ quan điều hành chính sách tiền tệ, giống như NHTW của các quốc gia) áp dụng chế độ tỷ giá ***thả nổi có quản lý***, theo đó cho phép chỉ số tỷ giá theo tỷ trọng thương mại (TWI) được dao động với một mức biên độ không thông báo trước. Định kỳ biên độ dao động này được xem xét và điều chỉnh theo sát với diễn biến của các chỉ số kinh tế vĩ mô. Việc lấy tỷ giá làm mục tiêu trung gian của chính sách tiền tệ thể hiện cam kết của Ủy ban tiền tệ Singapore, theo đó Ủy ban tiền tệ sẽ từ bỏ việc kiểm soát lãi suất nội địa và cung tiền.

Thái Lan: Ngay sau khi trở thành quốc gia đầu tiên trong khu vực phải hứng chịu hậu quả của cơn bão khủng hoảng, vào ngày 2 tháng 7 năm 1997, Thái Lan tuyên bố bắt đầu áp dụng chế độ tỷ giá ***thả nổi có quản lý***, kết thúc sự tồn tại hơn một thập kỷ của chế độ tỷ giá cố định 25 бат/1 đôla Mỹ. Giá trị của đồng бат do các lực lượng thị trường trong và ngoài nước quyết định. NHTW Thái Lan chỉ can thiệp khi cần thiết, nhằm ngăn ngừa sự biến động đột ngột và đạt được mục tiêu của chính sách kinh tế. Với mục tiêu kiềm chế lạm phát, NHTW Thái Lan điều hành chính sách tiền tệ bằng công cụ lãi suất chủ chốt, hiện tại đó là lãi suất tái chiết khấu kỳ hạn 14 ngày.

Malaysia: Ngày 21/7/2005, Malaysia đã tiếp bước Trung Quốc khi tuyên bố từ bỏ chế độ tỷ giá cố định (USD/RM = 3,8) sang chế độ ***thả nổi có quản lý*** gắn với một rổ tiền tệ. NHTW Malaysia không quyết định tỷ giá phải ở mức nào mà chỉ can thiệp khi có sự biến động lớn. Đồng Ringgit được quyết định chủ yếu bởi các yếu tố thị trường.

Indonexia: Tháng 7 năm 2005, NHTW Indonexia đã chuyển chính sách tiền tệ sang mục tiêu ***kiềm chế lạm phát*** với bốn nội dung cơ bản. *Thứ nhất*, lãi suất do NHTW công bố được sử dụng làm tham chiếu trong kiểm soát tiền tệ. *Thứ hai*, việc ra quyết định chính sách tiền tệ phải là một quá trình có định hướng lâu dài. *Thứ ba*, thông tin phải minh bạch, công khai. Và *thứ tư*, tăng cường phối hợp chính sách với Chính phủ. Hàng ngày, tỷ giá đồng rupi được quyết định hoàn toàn bởi cung cầu thị trường. Tuy nhiên, NHTW vẫn có thể can thiệp trong trường hợp biến động tỷ giá bất thường.

Việt Nam: Tỷ giá ***neo với biên độ điều chỉnh*** là đặc điểm của chế độ tỷ giá ở Việt Nam, theo đó hàng ngày NHNN công bố tỷ giá chính thức, dựa vào đó các NHTM yết giá mua bán ngoại tệ trong phạm vi biên độ dao động khoảng 0,25%. Kể từ 2008 đến nay, biên độ dao động đã được mở rộng, mức thấp nhất là 1% và cao nhất là 5%. Hiện tại (2012), biên độ dao động vẫn đang được duy trì ở mức $\pm 1\%$. Vì vậy, có thể nói, chế độ tỷ giá của Việt Nam không còn là neo cố định theo như cách phân loại của IMF.

Sau đây chúng ta sẽ tìm hiểu kinh nghiệm của các quốc gia nêu trên trong thực thi và điều hành chính sách tỷ giá.

3.2. Kinh nghiệm hoàn thiện chính sách tỷ giá của Trung Quốc

3.2.1. Diễn biến tỷ giá ở Trung Quốc [97]

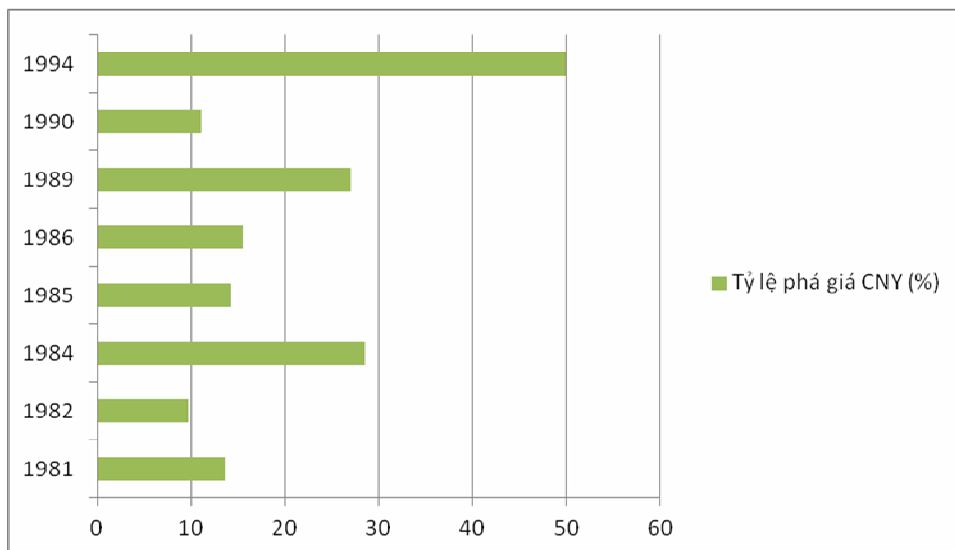
Lịch sử chế độ tỷ giá của Trung Quốc kể từ ngày thực hiện chính sách mở cửa (1979) có thể được chia làm 6 giai đoạn chính: 1979 – 1985, 1985 – 1993, 1994 – 1997, 1998 – 2005, 2005 – 2008, và 2008 đến nay.

Giai đoạn 1 (1979 -1985)

Sau nhiều năm áp dụng mô hình quản lý kinh tế kế hoạch hóa tập trung, Trung Quốc đã tiến hành một cuộc cải cách toàn diện, nổi bật nhất là chính sách mở cửa kinh tế vào năm 1979, ngay sau khi kết thúc chiến tranh. Trước đó, đồng Nhân dân tệ (RMB, ký hiệu quốc tế là CNY) được cố định với đôla Mỹ (USD) và được định giá cao. Trong thời gian này tồn tại đồng thời hai loại tỷ giá: *i*, tỷ giá chính thức và *ii*, tỷ giá kết toán nội bộ. Tỷ giá chính thức là 1,58, trong khi tỷ giá kết toán nội bộ là 2,80.

Giai đoạn 2 (1985 – 1993)

Kể từ 1984, RMB liên tục được phá giá trong một thời gian dài (*Biểu đồ 3.1*). Nếu năm 1979 tỷ giá chính thức USD/RMB là 1,58 thì tới năm 1993, qua 6 lần phá giá, con số này đã tăng lên là 5,80.



Nguồn: *International Financial Statistics* (5/1999)

Biểu đồ 3.1. Tỷ lệ phá giá danh nghĩa đồng Nhân dân tệ

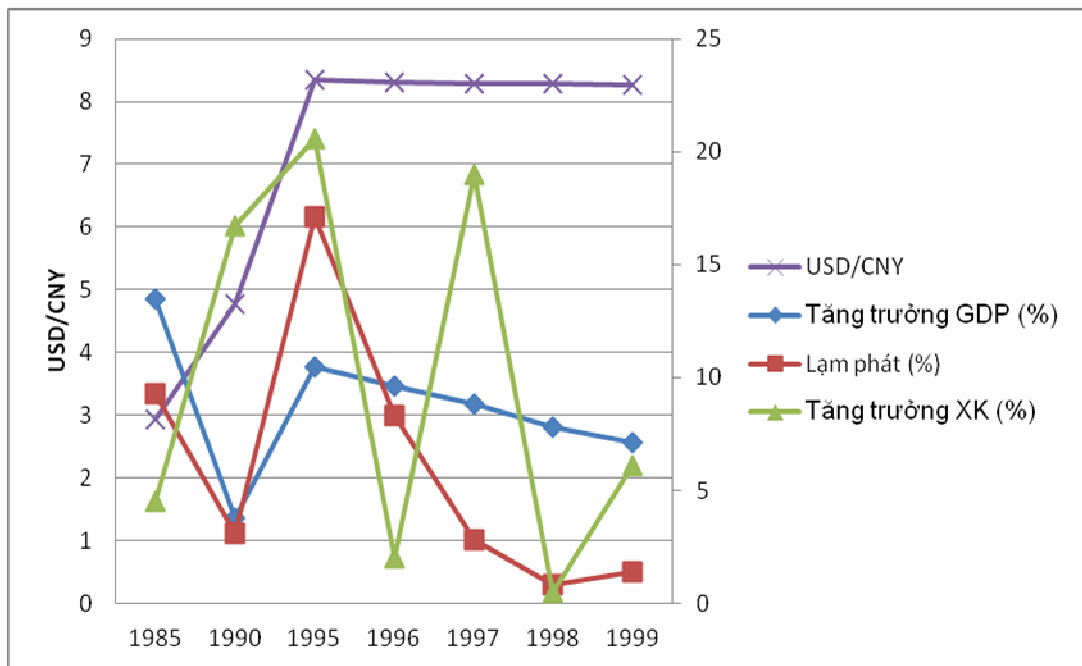
Tuy vẫn duy trì hệ thống tỷ giá kép, nhưng đã có sự thay đổi: tỷ giá chính thức được neo với biên độ điều chỉnh với USD, và tỷ giá kết toán nội bộ cố định đã được thay thế bởi tỷ giá hoán đổi ngoại tệ được thả nổi tự do cùng với chính sách kết hối (nghiệp vụ hoán đổi được đưa vào hoạt động từ 1990). Các doanh nghiệp xuất khẩu buộc phải bán lại toàn bộ số ngoại tệ thu được nhưng vẫn có thể mua lại khi cần thiết với thủ tục được đơn giản hóa.

Giai đoạn 3 (1994 – 1997)

Tỷ giá chính thức và tỷ giá hoán đổi ngoại tệ được hợp nhất kể từ sau phiên họp toàn thể lần thứ 3, kỳ họp thứ 14 của Ủy ban Trung ương Đảng cộng sản Trung Quốc. Đồng Nhân dân tệ mất giá 50%, là đợt mất giá cao nhất từ trước tới giờ (*Xem Biểu đồ 3.1*). Đây được coi là bước ngoặt mang tính chiến lược khi công tác quản lý ngoại hối đã chuyển từ hành chính trực tiếp sang định hướng thị trường. Chính sách kết hối ngoại tệ được xóa bỏ. Chế độ tỷ giá theo như công bố của NHTW đã được chuyển sang thả nổi có quản lý. Theo đó, chỉ còn lại một loại tỷ giá do thị trường quyết định, đó là tỷ giá liên ngân hàng. Trong thời gian sau đó, đồng Nhân dân tệ đã tăng giá khoảng 4,8%. Tuy nhiên, thực chất vẫn là chế độ tỷ giá **cố định**. Đây cũng là thời kỳ Trung Quốc bắt đầu thực hiện tự do hóa tài khoản vốn, cho phép các doanh nghiệp có vốn nước ngoài đầu tư vào trong nước, sau đó cho phép các doanh nghiệp nước ngoài được mua cổ phần của các doanh nghiệp Trung Quốc thuộc sở hữu nhà nước. Hệ quả là nền kinh tế phát triển với tốc độ chóng mặt, giá cả tăng cao, NHTW Trung Quốc buộc phải thắt chặt tiền tệ để đối phó với lạm phát. Cùng thời gian này, cán cân thanh toán của Trung Quốc đạt mức thặng dư lớn, nhằm duy trì tỷ giá không đổi, NHTW đã phải phát hành thêm tiền để mua vào lượng ngoại tệ dư thừa. Hành động này đã cản trở nỗ lực kiềm chế lạm phát của NHTW và đặt lên vai cơ quan này thêm một gánh nặng.

Giai đoạn 4 (1997 – 2005)

Trong suốt thời gian diễn ra khủng hoảng tài chính tiền tệ ở Châu Á, đồng Nhân dân tệ được kỳ vọng sẽ giảm giá. Tuy nhiên, Chính phủ Trung Quốc đã cam kết không phá giá, giữ nguyên tỷ giá USD/RMB ở mức 8,28.



Nguồn: *International Financial Statistics* (5/1999)

Biểu đồ 3.2. Tỷ giá USD/CNY và tình hình kinh tế vĩ mô của Trung Quốc (1995-1999)

Biểu đồ 3.2 cho ta thấy, sau một thời gian phát huy ưu thế và mang lại kết quả như tỷ giá ổn định, xuất khẩu tăng trưởng cao, lạm phát thấp, chế độ tỷ giá cố định neo với USD của Trung Quốc bắt đầu bộc lộ điểm yếu, đặc biệt từ 1996 khi các nước Châu Á đang phải đối mặt với khủng hoảng lớn nhất khu vực. Đồng USD lên giá mạnh so với các đồng Bath (Thái Lan), Rupiah (Indônêxia), Ringgit (Malaysia), Won (Hàn Quốc)... trong khi CNY được neo chặt với USD, chính vì vậy tỷ giá giữa đồng Nhân dân tệ với các đồng tiền này cũng biến động rất mạnh. Đứng trước thực trạng xuất khẩu giảm sút (1996-1998), Chính phủ Trung Quốc đã quyết định giảm thuế xuất khẩu. Biện pháp này, tuy khuyến khích được xuất khẩu và ổn định tỷ giá, đã đặt thêm gánh nặng cho ngân sách nhà nước.

Cuối năm 1998, Trung tâm hoán đổi ngoại tệ được thay thế bởi Trung tâm giao dịch ngoại hối với ba loại ngoại tệ được mua bán là đôla Mỹ, đôla Hồng Kông, và Yên Nhật. NHTW Trung Quốc quy định các NHTM nước ngoài phải bán ngoại hối khi các ngân hàng này vượt quá hạn mức cho phép. NHTM được phép mua lại 60% lượng ngoại hối đó, NHTW mua 28%, và ngân hàng nước ngoài chỉ được mua 12%.

Sau khi Trung Quốc gia nhập WTO ngày 11/12/2001, cam kết giữ ổn định tỷ giá của NHTW Trung Quốc này vẫn được giữ vững (và được duy trì cho đến tận 2005). Sự kiện gia nhập WTO buộc Trung Quốc phải chuẩn bị sẵn sàng cho việc tự do hóa tài khoản vốn như đã cam kết với tổ chức này. Trong khi giữ tỷ giá cố định với một biên độ dao động nhỏ ($\pm 0,3\%$), Trung Quốc đã từng bước tiến hành cải cách tài chính và xây dựng cơ sở hạ tầng, chuẩn bị cho sự áp dụng trở lại chế độ tỷ giá thả nổi. Do các tổ chức tài chính chưa thể hoàn tất công cuộc cải tổ và chưa sẵn sàng cho việc thay đổi tỷ giá, Chính phủ Trung Quốc đã tiến hành cải cách các NHTM quốc doanh có quy mô lớn trước, với mục tiêu đưa các định chế này trở thành lực lượng dẫn dắt thị trường.

Giai đoạn 5 (2005 – 2008)

Tới tháng 7/2005, cuộc cải cách các NHTM quốc doanh đã hoàn thành. Ngày 21/7/2005, NHTW Trung Quốc tuyên bố áp dụng chế độ tỷ giá ***thả nổi có quản lý***, với tỷ giá do cung cầu thị trường quyết định và được gắn với một rổ tiền tệ, biên độ dao động cho phép của RMB đối với USD là 0,3%. Tuy nhiên, thông tin về những đồng tiền nào được đưa vào danh mục và tỷ trọng từng đồng tiền là bao nhiêu đã không được công bố. Ngay trong ngày hôm đó, tỷ giá USD/RMB đã được điều chỉnh từ 8,28 lên 8,11.

Đến ngày 9/8/2005, Thống đốc NHTW Trung Quốc đã chính thức công bố tên 11 đồng tiền trong rổ tiền tệ, gồm có: *đôla Mỹ, Euro, Yên Nhật, Won Hàn Quốc, đôla Singapore, Bảng Anh, Ringgit Malaysia, rup Nga, đôla Úc, бат Thái, và đôla Canada*. Lý do lựa chọn các đồng tiền trên xuất phát từ ảnh hưởng lớn của các quốc gia này tới cán cân vãng lai của Trung Quốc. Tuy nhiên, không giống như SDR (Quyền rút vốn đặc biệt), tỷ trọng của từng đồng tiền cũng như tiêu chuẩn xác định tỷ trọng và tần suất thay đổi tỷ trọng là bao lâu một lần nữa đã không được công bố. Sau đó, Trung Quốc đã nỗ lực không ngừng để hình thành và phát triển các thị trường giao ngay, hoán đổi và kỳ hạn, mở rộng biên độ dao động từ 0,3% (2005) lên 0,5% (2007), nhằm tạo ra một cơ sở linh hoạt hơn hẳn, mang tính thị trường hơn hẳn cho tỷ giá hối đoái. Đồng Nhân dân tệ đã tăng giá đều đặn cho đến năm 2008, khi Chính phủ và NHTW quyết định quay trở lại chế độ ***neo tỷ giá***.

Giai đoạn 6 (2008 đến nay)

Bảng 3.1. Diễn biến chế độ tỷ giá và biến số kinh tế vĩ mô của Trung Quốc

Chỉ số	1979 - 1985	1985 -1993	1994 -1997	1997 – 2005	2005-2008	2008 đến nay
Chế độ tỷ giá	Tỷ giá kép cố định: <i>Tỷ giá chính thức</i> và <i>Tỷ giá kết toán nội bộ</i>	Tỷ giá kép: <i>Tỷ giá chính thức</i> : neo với biên độ điều chỉnh và <i>Tỷ giá thị trường</i> : thả nổi hoàn toàn	Công bố: Thả nổi có quản lý, nhưng thực chất vẫn là Neo với USD	Neo tỷ giá với USD, biên độ nhỏ	Thả nổi có quản lý, tỷ giá dựa trên một rổ tiền tệ	Neo tỷ giá, sau đó đến 2010 quay lại thả nổi có quản lý
Tăng trưởng GDP (%)	----	----	8,5	9,1	12	9,7
Lạm phát (%)	----	----	7,8	0,9	3,5	2,8
CC Vãng lai (% GDP)	----	----	2	3	8,4	6,5

Nguồn: Nghiên cứu sinh tổng hợp từ Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB) và Quỹ Tiền tệ quốc tế (IMF)

Tháng 7/2008, khi số liệu thống kê cho thấy xuất khẩu giảm 16%, hàng ngàn nhà máy sản xuất hàng xuất khẩu bị buộc phải đóng cửa, khoảng 20 triệu công nhân nước ngoài đang làm việc tại đây bị mất việc làm, tất cả đều do ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, Trung Quốc đã quyết định dừng đà tăng giá của RMB. Tỷ giá được giữ tương đối ổn định ở mức 6,8 RMB/1 USD. Ngày 19/6/2010, khi tình hình kinh tế trong nước và thế giới đã ổn định trở lại, NHTW Trung Quốc công bố tiếp tục chính sách tỷ giá linh hoạt bằng cách tăng giá đồng Nhân dân tệ, kết quả là RMB đã tăng giá 6% kể từ đó cho đến đầu tháng 8/2011.

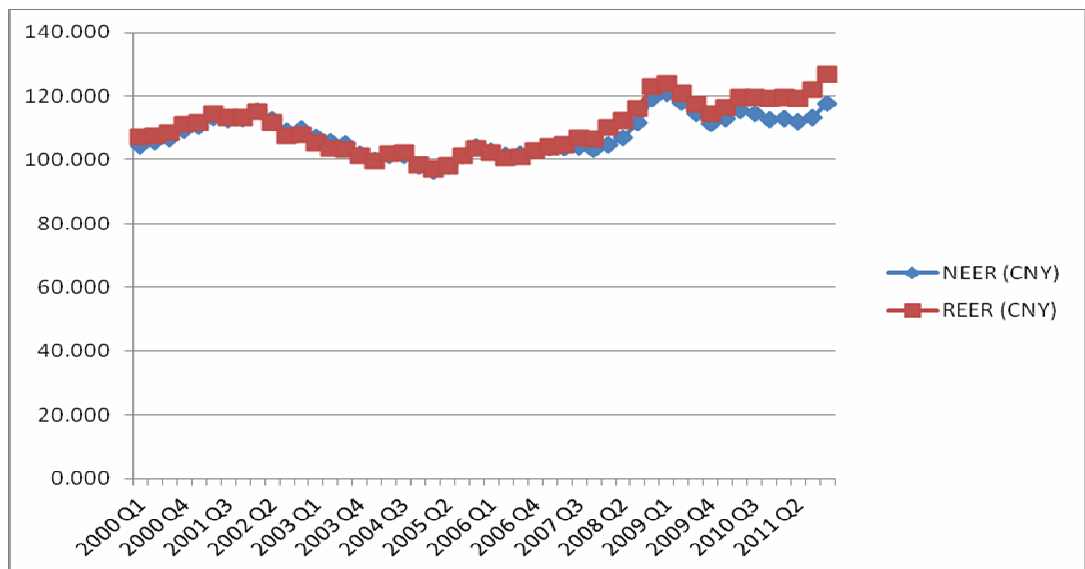
Nhìn vào Bảng 3.1 ở trên ta thấy, dường như giai đoạn 1997-2005 là thời kỳ nền kinh tế Trung Quốc phát triển mạnh và ổn định với tốc độ tăng trưởng bình quân 9% và lạm phát bình quân dưới 1%, cho dù NHTW Trung Quốc từ bỏ chế độ tỷ giá thả nổi có quản lý để chuyển sang chế độ neo cố định với đôla Mỹ. Tuy nhiên, đây là thời kỳ diễn ra khủng hoảng tài chính tiền tệ Châu Á. Chính vì vậy, để ngăn ngừa tác động của cuộc khủng hoảng, Chính phủ Trung Quốc đã cam kết giữ nguyên tỷ giá USD/RMB ở mức 8,3. Tiếp đó, sự cố khủng bố ngày 11/9/2001 đã đẩy kinh tế toàn cầu rơi vào giai đoạn bất ổn. Nhờ sự kịp thời và kiên định trong hoạch định chính sách, Chính phủ Trung Quốc đã giữ cho nền kinh tế không bị rơi vào vòng xoáy khủng hoảng.

3.2.2. Bài học rút ra từ kinh nghiệm của Trung Quốc

Việt Nam gia nhập WTO năm 2006, 5 năm sau Trung Quốc. Cũng như Trung Quốc, Việt Nam phải cam kết thực hiện tự do hóa tài khoản vốn, dỡ bỏ những rào cản hành chính về sự di chuyển vốn ra vào quốc gia. Tại thời điểm 2001, chế độ tỷ giá của Trung Quốc vẫn là neo cố định với đôla Mỹ. Chính phủ Trung Quốc đã tiến hành mở cửa tài khoản vốn khi *chưa* chuyển sang chế độ tỷ giá thả nổi. Nếu thả nổi tỷ giá vào thời điểm đó, NHTW Trung Quốc phải có đủ khả năng quản lý tốt chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa, kiểm soát được dòng vốn và để lãi suất (chứ không phải sự can thiệp trực tiếp của NHTW trên thị trường ngoại hối) quyết định tỷ giá. Nhìn lại tình hình Trung Quốc năm 2001, thị trường vốn trong nước chưa thực sự phát triển, các doanh nghiệp quốc doanh chủ yếu vẫn dựa vào nguồn vốn vay ngân hàng, thâm hụt ngân sách lên tới 247 tỷ Nhân dân tệ (gấp gần

17 lần so với mức thâm hụt năm 1990), thiếu cơ chế giám sát chặt chẽ, thiếu nguyên tắc kế toán chuẩn mực và minh bạch. Việc mở cửa tài khoản vốn trong điều kiện như vậy chắc chắn sẽ dẫn đất nước này lặp lại tình trạng của Thái Lan cách đó 4 năm (1997). Chính vì lý do trên, Chính phủ Trung Quốc đã lựa chọn cách mở cửa tài khoản vốn một cách từ từ trong khi vẫn duy trì chế độ tỷ giá cố định.

Tới năm 2005, Mỹ gây sức ép với Trung Quốc về việc đồng Nhân dân tệ bị định giá thấp gây ảnh hưởng xấu tới cán cân thương mại của quốc gia này, nhưng quan trọng hơn cả là sự bùng nổ làn sóng đầu tư vào Trung Quốc từ những năm 2003-2004 đã khiến cho tín dụng tăng trưởng với tốc độ chưa từng thấy dẫn đến nợ xấu tăng cao. Nhận thấy việc duy trì chế độ tỷ giá cố định đã cản trở sự độc lập của chính sách tiền tệ và gây nên những biến động vĩ mô, sau khi đã tiến hành một loạt các biện pháp thắt chặt tín dụng (tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc và tăng lãi suất), thanh khoản của hệ thống ngân hàng đã được cải thiện, Chính phủ Trung ương đã đồng ý cho NHTW công bố thả nổi tỷ giá, gắn với một rổ tiền tệ thay vì chỉ neo với USD như trước đây. Việc CNY lên giá ngay lập tức so với USD dường như đã xoa dịu tình hình căng thẳng giữa Trung Quốc và các đối tác thương mại quan trọng.



Nguồn: *International Financial Statistics (IFS)*

Biểu đồ 3.3: Chỉ số tỷ giá danh nghĩa và thực đa phương của CNY (2005=100)

Tuy nhiên, sau một khoảng thời gian tăng giá đều đặn, đồng Nhân dân tệ đã bắt đầu ảnh hưởng xấu tới hoạt động xuất khẩu (điển hình là đối với sản phẩm nông nghiệp). Đây có lẽ là nguyên nhân khiến Trung Quốc đã thay đổi chiến lược của mình trong mối quan hệ với thế giới. Nhìn vào Biểu đồ 3.1 ta thấy, kể từ giữa 2006 tỷ giá danh nghĩa và tỷ giá thực của đồng tiền Trung Quốc bắt đầu tăng mạnh. Rõ ràng, “thả nổi tỷ giá” chỉ là danh nghĩa, trên thực tế lời tuyên bố của NHTW Trung Quốc đã không mang lại nhiều sự thay đổi. Đồng Nhân dân tệ vẫn được neo rất chặt với USD. Hàng tháng, NHTW Trung Quốc vẫn can thiệp rất mạnh vào thị trường ngoại hối nhằm giữ tỷ giá ở mức mong muốn.

Sau cuộc “cải cách danh nghĩa” đối với tỷ giá tháng 7/2005 đó, thế giới chứng kiến những thay đổi thực sự trong cách thức kiểm soát vốn của Trung Quốc: cho phép người dân được nắm giữ số lượng ngoại tệ lớn hơn (20.000 USD thay vì 8.000 USD như trước), cho phép tổ chức kinh tế được phép mở tài khoản ngoại tệ tại NHTM, cho phép các công ty bảo hiểm đầu tư trên thị trường chứng khoán quốc tế, công dân Trung Quốc muốn đầu tư vào thị trường chứng khoán Hồng Kông được mua ngoại tệ với số lượng tùy ý, thành lập Công ty Đầu tư Trung Quốc là DNNN với số vốn ban đầu 200 tỷ USD thực hiện đầu tư ra nước ngoài.

Rõ ràng, Trung Quốc để lại bài học quý cho Việt Nam về sự chủ động nhưng cũng rất thận trọng trong điều hành chính sách tiền tệ và chính sách tỷ giá. Trên thực tế Trung Quốc đã tiến hành nói lỏng tài khoản vốn *trước* khi thực sự thả nổi tỷ giá (việc tuyên bố thả nổi vào 2005 chỉ mang tính tình thế và hình thức), với quan điểm cần phải có thị trường giao ngay và kỳ hạn thực sự tốt để NHTM và doanh nghiệp có khả năng tự phòng vệ khỏi rủi ro ngoại hối. Việt Nam có nên và có khả năng làm được như vậy không? Điều này sẽ được nghiên cứu sinh phân tích và lý giải trong chương 5 của luận án.

3.3 Kinh nghiệm hoàn thiện chính sách tỷ giá của Singapore [100]

3.3.1. Diễn biến tỷ giá ở Singapore

Singapore là thuộc địa của Anh, chính vì vậy, không có gì ngạc nhiên khi bắt đầu quá trình công nghiệp hóa vào những năm 1950, Anh tiếp tục là một trong

những đối tác thương mại lớn, và đồng đôla Singapore đã được gắn chặt chẽ với đồng Bảng (GBP).

Trong suốt thập kỷ 60 và sang tới đầu thập kỷ 70, hệ thống tỷ giá chuyển sang chế độ Hội đồng tiền tệ, tức là nội tệ chỉ được phát hành tương ứng với lượng ngoại tệ tăng thêm. Quyết định này thể hiện cam kết của Chính phủ nhằm hướng tới duy trì một đồng nội tệ có khả năng chuyển đổi. Năm 1971, khi đôla Mỹ bị phá giá, Singapore đã quay trở lại neo tỷ giá với Bảng Anh. Nhưng chỉ một năm sau, khi đồng Bảng bị buộc phải thả nổi do bị giới đầu cơ tấn công, đôla Singapore đã được chuyển sang neo với đôla Mỹ. Năm 1973, khi hệ thống Bretton Woods chính thức sụp đổ, Ủy ban tiền tệ Singapore quyết định rời bỏ hệ thống Hội đồng tiền tệ và tuyên bố *thả nổi tỷ giá*.

Chính sách tiền tệ lấy tỷ giá (thay vì cung tiền hay lãi suất) làm trung tâm đã được Singapore áp dụng vào đầu những năm 1980, nhằm thúc đẩy một nền kinh tế tăng trưởng bền vững và lạm phát thấp. Tỷ giá trở thành công cụ chủ chốt của chính sách tiền tệ, một sự thay đổi của tỷ giá sẽ ảnh hưởng rất lớn tới mức giá cả trong nước.

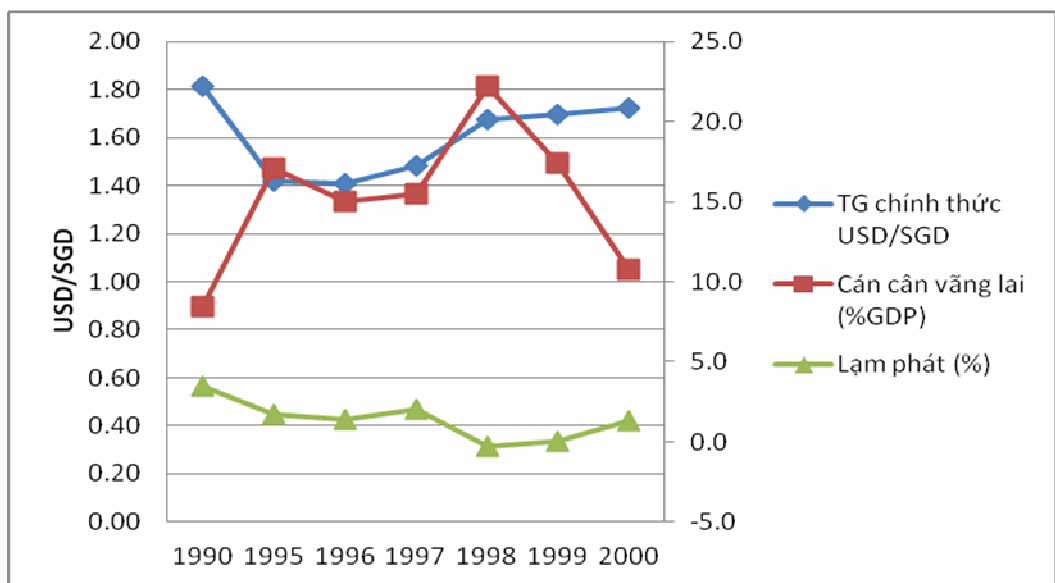
Vào năm 1981, với niềm tin chắc chắn rằng một đồng nội tệ yếu sẽ không giúp tăng khả năng cạnh tranh của hàng hóa xuất khẩu một cách bền vững, do nội tệ yếu sẽ là nguyên nhân khiến tiền lương và giá cả tăng, Singapore đã quyết định lựa chọn chính sách tỷ giá **“duy trì đồng SGD mạnh, neo với USD”**, nhằm đối phó với cuộc khủng hoảng dầu lửa và hiện tượng lạm phát nhập khẩu trong giai đoạn 1981-1982.

Từ năm 1981 đến 1984, đồng đôla Singapore tăng giá danh nghĩa mạnh (trên dưới 8%/năm) đẩy nền kinh tế nước này vào giai đoạn suy thoái do xuất khẩu giảm. Trong hai năm sau đó, Ủy ban tiền tệ Singapore đã cho phép tỷ giá USD/SGD tăng (đồng nội tệ giảm giá).

Cuộc khủng hoảng đầu tiên của Singapore xuất hiện vào khoảng năm 1985, khi khả năng cạnh tranh của hàng hóa xuất khẩu giảm sút nghiêm trọng, một số ngành quan trọng như điện tử, sửa chữa tàu thủy, du lịch, xây dựng... bước vào giai

đoạn suy thoái sau một thời kỳ phát triển quá nóng. Với một loạt các biện pháp cắt giảm chi phí, Chính phủ Singapore đã đưa nền kinh tế phục hồi nhanh chóng trở lại. Khi lạm phát bắt đầu có dấu hiệu gia tăng, Ủy ban tiền tệ Singapore đã cho phép đồng nội tệ tăng giá.

Tuy nhiên, trong giai đoạn 1990-1997, Singapore lại quay trở về với chính sách duy trì đồng nội tệ mạnh (trong khi vẫn đảm bảo *neo với một rổ tiền tệ* với biên độ dao động $\pm 2\%$) nhằm kiềm chế lạm phát (Xem Biểu đồ 3.4), mặc dù tỷ lệ lạm phát năm 1990 là 3,5% nhưng đã là cao đối với quốc gia này.



Nguồn: ADB

Biểu đồ 3.4. Tỷ giá đồng Đôla Singapore với lạm phát và CCVL (1990-1997)

Cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ 1997 một lần nữa lan tới Singapore. Ngay lập tức, Ủy ban tiền tệ đã tiến hành mở rộng biên độ dao động của tỷ giá, tạo điều kiện cho tỷ giá trở nên linh hoạt hơn. Đồng thời, đôla Singapore đã được phá giá một lần duy nhất 17% vào 1997. Kết quả là cán cân vãng lai được cải thiện đáng kể trong hai năm 1997-1998. Điều này đã giúp Singapore chống đỡ được cơn bão khủng hoảng khu vực.

Như vậy, có thể thấy, với quyết định thả nổi tỷ giá từ năm 1973, chính sách tiền tệ của Singapore đã dần tạo dựng được niềm tin bằng sự linh hoạt, điều chỉnh

kip thời trước những thay đổi của tình hình trong nước cũng như trước những biến động từ bên ngoài. Bảng 3.2 dưới đây cho thấy qua hơn 30 năm kể từ khi quyết định thả nổi tỷ giá, nền kinh tế của Singapore luôn giữ được lạm phát dưới 3% (trừ 1990 và 2008), thặng dư cán cân vãng lai tăng mạnh. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng GDP giảm so với trước đó dù so với các nước trong khu vực tỷ lệ này là vừa phải.

Bảng 3.2. Diễn biến chế độ tỷ giá và biến số kinh tế vĩ mô của Singapore

Chỉ số	Trước 1973	1973-1975	1975-1978	1978-1997	1997-2008	2008 đến nay
Chế độ tỷ giá	Neo cố định với GBP, rồi USD và vàng, sau đó neo với USD	Thả nổi có quản lý	Dựa vào 1 rổ tiền tệ nhưng không công bố danh mục	Thả nổi hoàn toàn	Thả nổi hoàn toàn	Thả nổi hoàn toàn
Tăng trưởng GDP (%)	11,6	7,6	6,5	7,9	5,5	5,1
Lạm phát (%)	3,3	15	2	2,8	1,3	3,3
Cán cân vãng lai (% GDP)	---	---	-7,4	3,7	18,3	18,6

Nguồn: Nghiên cứu sinh tổng hợp từ Ủy ban tiền tệ Singapore (MAS) và IMF

3.3.2. Bài học rút ra từ kinh nghiệm của Singapore

Có thể nói Singapore là nước duy nhất trong khu vực áp dụng chế độ tỷ giá neo với một rổ tiền tệ thực sự, đúng như công bố của quốc gia này với thế giới. Là một quốc gia nhỏ có nền kinh tế mở, Chính phủ Singapore xác định được lạm phát xảy ra xuất phát từ hai nguồn:

i, Lạm phát nhập khẩu từ nước ngoài, và

ii, Tiền lương tăng do kinh tế tăng trưởng nhanh trong hoàn cảnh thiếu hụt lao động.

Chính từ điều này, các nhà lãnh đạo Singapore đã thống nhất quan điểm rằng **tỷ giá** và **chính sách tiền lương** có mối liên hệ mật thiết tới sự ổn định kinh tế vĩ mô. Điều này được thể hiện rõ nét ở việc Ủy ban tiền lương quốc gia quyết định chính sách tiền lương trước, trên cơ sở đó Ủy ban tiền tệ Singapore mới thiết lập chính sách tỷ giá.

Singapore là một tấm gương về sự kiên định về điều hành chính sách tỷ giá. Đồng đôla Singapore chỉ tăng giá khi bắt đầu xảy ra ít nhất một trong các hiện tượng sau đây:

- Chi phí nhân công nước ngoài tăng;
- Lạm phát mục tiêu trong nước giảm; và
- Lạm phát của các nước mà từ đó Singapore nhập khẩu tăng.

Như vậy, sự điều chỉnh chính sách tỷ giá của Singapore chỉ được thực hiện sau khi đã có sự quan sát kỹ lưỡng, không chỉ căn cứ vào tình hình trong nước mà còn chủ động nhìn từ phía nước ngoài, nói cách khác đó là một sự “nhìn xa trông rộng”.

3.4. Kinh nghiệm hoàn thiện chính sách tỷ giá của Thái Lan [98]

3.4.1. Diễn biến tỷ giá ở Thái Lan

1997 là khoảng thời gian “nước sôi lửa bỏng” của Thái Lan, do đây là đất nước phải hứng chịu đầu tiên và nặng nề nhất hậu quả của cuộc khủng hoảng tài chính – tiền tệ Châu Á. Kể từ tháng 7/1997, Thái Lan đã áp dụng chế độ **thả nổi có quản lý** đi đôi với chính sách tiền tệ với mục tiêu “kiềm chế lạm phát”.

Năm 2000, Thái Lan đặt ra mục tiêu lạm phát cho giai đoạn 2000-2002 là từ 0 – 3,5%. Trong nửa đầu năm 2000, lạm phát ở mức thấp, Ủy ban chính sách tiền tệ Thái Lan đã quyết định giữ nguyên lãi suất tái chiết khấu ở mức 1,5%/năm. Bước vào quý 4 năm 2000, do giá dầu thô tăng trong khi đồng bạc Thái giảm giá, gây áp lực lạm phát và tăng trưởng, tuy nhiên CPI vẫn thấp hơn 3,5%. Vì vậy, lãi suất đã

được giữ nguyên ở mức 1,5% cho tới tháng 6/2001 chỉ số này đã được nâng lên 2,5%, do giá dầu tăng cao khiến lạm phát vượt qua ngưỡng 3,5%. Sau đó, tỷ giá USD/THB trên thị trường có một thời gian tương đối ổn định, dự trữ ngoại hối tăng, từ cuối năm 2001 đến cuối 2002 NHTW Thái Lan đã giảm dần mức lãi suất xuống 2,25% (25/12/2001), 2% (21/01/2002), và 1,75% (19/11/2002).

Bảng 3.3. Diễn biến chế độ tỷ giá và biến số kinh tế vĩ mô của Thái Lan

Chỉ số	1978-1984	1984-1987	1987-1989	1989-1997	1997-2000	2000 đến nay
Chế độ tỷ giá	Thả nổi có quản lý theo USD	Neo với rổ tiền tệ	Thả nổi có quản lý	Neo với rổ tiền tệ	Thả nổi hoàn toàn, sau đó thả nổi có quản lý	Thả nổi có quản lý, kiểm chế lạm phát 0-3,5%
Tăng trưởng GDP (%)	-	-	-	7,3	-0,7	3,8
Lạm phát (%)	-	-	-	5,2	3,9	2,5
Cán cân vãng lai (% GDP)	-	-	-	-6,2	7,1	2,7

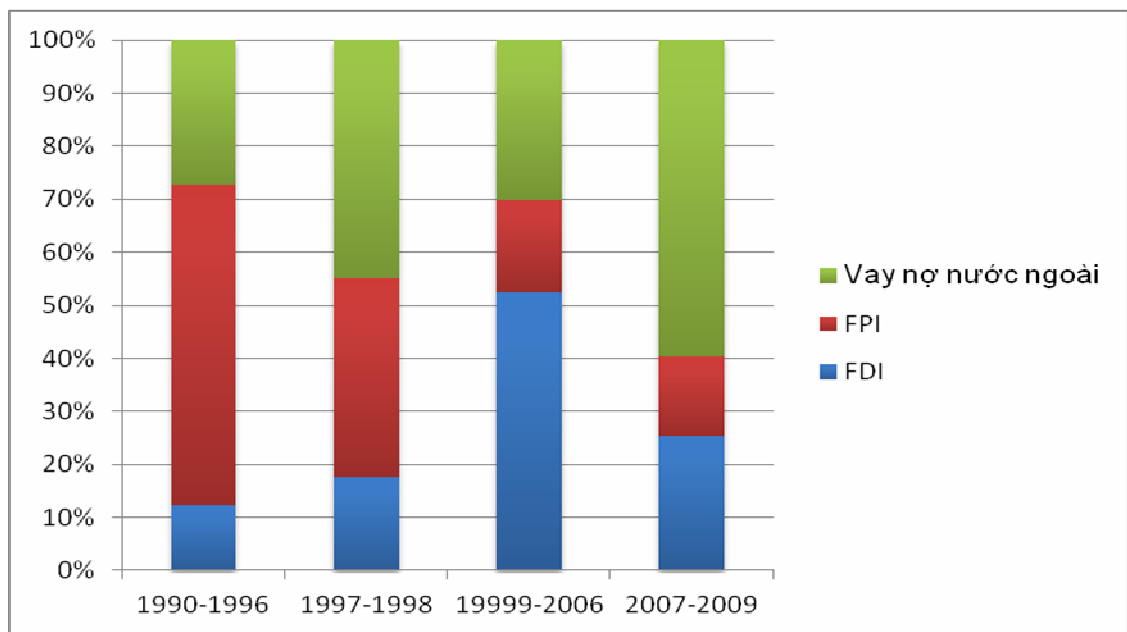
***Nguồn:** Nghiên cứu sinh tổng hợp từ NHTW Thái Lan (BOT) và ADB*

Như vậy, có thể thấy rằng, một khi đã công bố chế độ tỷ giá là **thả nổi có quản lý**, NHTW Thái Lan giữ đúng cam kết khi chỉ sử dụng duy nhất một công cụ của chính sách tiền tệ: **lãi suất**. Bảng 3.3 cho thấy chủ trương chuyển chế độ tỷ giá sang thả nổi giai đoạn sau khủng hoảng đã giúp nền kinh tế Thái Lan bắt đầu phục hồi và lạm phát được duy trì ổn định ở mức dưới 3,5%.

3.4.2. Bài học rút ra từ kinh nghiệm của Thái Lan

Sai lầm lớn nhất của Thái Lan, điều mà sau này trở thành bài học đáng giá cho không chỉ quốc gia này mà cả cho các nước đang phát triển, trong đó có Việt Nam, đó chính là quyết định tự do hóa tài chính ngay từ đầu thập kỷ 90 của thế kỷ trước, bắt đầu bằng việc xóa bỏ trần lãi suất, sau đó là nới lỏng kiểm soát vốn đối

với các dòng vốn nước ngoài, trong khi vẫn đang duy trì chế độ tỷ giá neo cố định với USD. Khi rào cản đối với các giao dịch trên tài khoản vốn bị dỡ bỏ, cộng với chênh lệch lãi suất nội tệ và ngoại tệ quá cao, một làn sóng vốn khổng lồ chảy vào quốc gia, trong đó các khoản vay nợ nước ngoài chiếm tỷ lệ chi phối tới 60,4% (Xem Biểu đồ 3.5). Năm 1996, rủi ro thanh khoản của các Công ty tài chính Thái Lan là rất lớn khi trong tổng số nợ nước ngoài của các công ty này, nợ ngắn hạn chiếm tới 95% tổng dư nợ và chủ yếu là bằng USD, trong khi dư nợ tín dụng dài hạn trên tổng dư nợ cho vay chỉ chiếm 40% và chủ yếu bằng nội tệ.



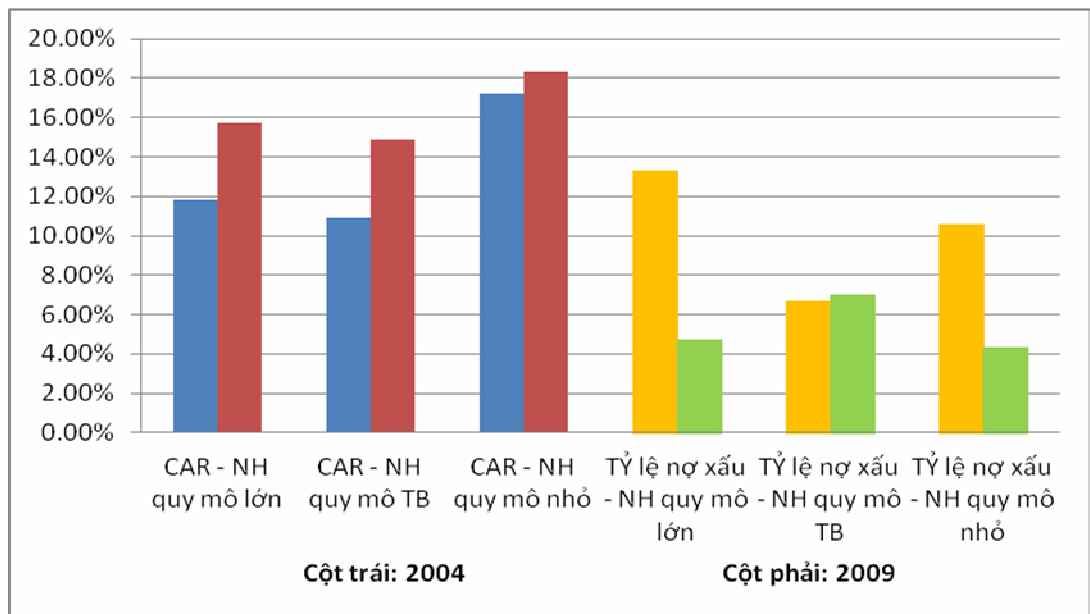
Nguồn: NHTW Thái Lan (2010)

Biểu đồ 3.5. Tỷ trọng dòng vốn vào Thái Lan qua các giai đoạn

Trong khi đó, cơ sở hạ tầng của hệ thống tài chính Thái Lan những năm đầu thập kỷ 90 còn lạc hậu và yếu kém: thị trường trái phiếu chưa phát triển để giúp NHTW Thái Lan có khả năng trung hòa dòng vốn nóng đang ồ ạt chảy vào, nợ xấu của hệ thống ngân hàng tăng cao (đặc biệt là các công ty tài chính và NHTM quốc doanh), chiếm tới 45% tổng giá trị tài sản. Khi các dòng vốn bắt đầu đảo chiều, đồng Bạt giảm giá mạnh so với USD khi chế độ tỷ giá cố định với USD vẫn được duy trì, rủi ro tỷ giá trở nên nghiêm trọng, đẩy hệ thống tài chính Thái Lan vào cơn bão khủng hoảng.

Những gì Chính phủ Thái Lan đã làm sau khủng hoảng là một bài học nữa cho Việt Nam. Thái Lan đã áp dụng các chuẩn mực kế toán quốc tế vào hệ thống

ngân hàng; thực hiện tái cấu trúc hệ thống này theo hướng nâng cao tỷ lệ an toàn vốn, yêu cầu nghiêm ngặt công tác quản trị rủi ro và thực hiện kiểm soát nội bộ. Nhờ đó, tỷ lệ vốn chủ sở hữu/tài sản có được phân chia theo mức độ rủi ro của các ngân hàng Thái Lan đã được cải thiện và tỷ lệ nợ xấu giảm đáng kể, đặc biệt các ngân hàng quy mô lớn và nhỏ (*Biểu đồ 3.6*). Đây là một trong những điều kiện quan trọng giúp ổn định chính sách tiền tệ và chính sách tỷ giá của Thái Lan thời gian vừa qua.



Nguồn: NHTW Thái Lan (2010)

Biểu đồ 3.6. Tỷ lệ an toàn vốn và tỷ lệ nợ xấu NHTM Thái Lan (2004 vs. 2009)

3.5. Kinh nghiệm hoàn thiện chính sách tỷ giá của Malaysia [101]

3.5.1. Diễn biến tỷ giá ở Malaysia

Trước 1975, đồng Ringgit của Malaysia được gắn với đồng Bảng Anh, sau đó là đồng đôla Mỹ. Chế độ tỷ giá kể từ 1973 là **thả nổi có quản lý theo đồng đôla**, theo đó NHTW chỉ can thiệp nhằm duy trì trật tự của thị trường, tránh sự biến động đột ngột của đồng Ringgit so với đồng tiền của các đối tác thương mại.

Năm 1975, Chính phủ Malaysia đã quyết định chuyển sang chế độ tỷ giá **gắn với một rổ tiền tệ** là các đồng tiền của các đối tác thương mại chính. Theo công bố chính thức của NHTW Malaysia thì chế độ tỷ giá là neo với biên độ $\pm 2\%$, tuy nhiên

trên thực tế thì đồng Ringgit được neo với biên độ trượt. Chế độ này được duy trì khá lâu, cho tới khi khủng hoảng tài chính – tiền tệ Châu Á xảy ra.

Kể từ ngày 1 tháng 9 năm 1998, do ảnh hưởng của khủng hoảng khu vực và sau một thời gian tăng trưởng âm, Malaysia đã quyết định chuyển đổi chế độ tỷ giá từ thả nổi có quản lý sang **cố định** (neo với USD) sau khi đã không kêu gọi sự hỗ trợ của IMF giống như Thái Lan và Indônêxia. Đây có thể coi là sự thay đổi lớn nhất trong số các nền kinh tế châu Á vào thời điểm sau khủng hoảng khu vực 1997.

Trong giai đoạn 1998-2005, đồng Ringgit khá ổn định và nền kinh tế của Malaysia bắt đầu phục hồi. Tới 2005, chỉ một giờ sau quyết định thả nổi tỷ giá của Trung Quốc, Malaysia cũng tuyên bố quay trở lại chế độ tỷ giá **thả nổi có quản lý**, tuy nhiên NHTW vẫn được quyền can thiệp vào thị trường ngoại hối. Thông tin ở bảng 3.4 cho thấy với việc chuyển sang chế độ tỷ giá thả nổi có quản lý, tình hình kinh tế của Malaysia có những chuyển biến tích cực, mặc dù tốc độ tăng trưởng không cao bằng thời kỳ trước khủng hoảng nhưng lạm phát thấp, ổn định và đặc biệt cán cân vãng lai thặng dư lớn.

Bảng 3.4. Chế độ tỷ giá và biến số kinh tế vĩ mô của Malaysia

Chỉ số	Trước 1990	1990 – 1997	1998 – 2005	2005 đến nay
Chế độ tỷ giá	Neo với biên độ điều chỉnh với USD, sau đó với rổ tiền tệ	Thả nổi có quản lý	Cố định, neo tỷ giá với USD	Thả nổi có quản lý
Tăng trưởng GDP (%)	-	9,2	4,1	4,7
Lạm phát (%)	-	3,6	2,3	2,7
Cán cân vãng lai (% GDP)	-	-5,8	9,7	15,5

Nguồn: Nghiên cứu sinh tổng hợp từ NHTW Malaysia và ADB

3.5.2. Bài học rút ra từ kinh nghiệm của Malaysia

Mặc dù con đường đi của Malaysia sau khủng hoảng 1997 không giống với Thái Lan và Indônêxia, nhưng NHTW nước này cũng can thiệp sâu và có hệ thống

vào thị trường ngoại hối bằng việc mua vào ngoại hối nhằm ngăn chặn sự lên giá của nội tệ và kiểm soát chặt chẽ dòng vốn.

Có thể nhận thấy NHTW Malaysia là một cơ quan điều hành chính sách tiền tệ khá chủ động (kiên quyết không kêu gọi sự giúp đỡ của IMF trong thời gian diễn ra khủng hoảng) và mạnh dạn, không chần chừ khi đã có những xử lý linh hoạt trước những thay đổi của thị trường trong nước, trong khu vực và trên thế giới.

3.6. Kinh nghiệm hoàn thiện chính sách tỷ giá của Indônêxia [99]

3.6.1. Diễn biến tỷ giá ở Indônêxia

Đầu thập kỷ 70 của thế kỷ 19, đất nước Indonexia áp dụng cơ chế *đa tỷ giá* gồm 3 loại: tỷ giá chung linh hoạt, tỷ giá tín dụng ngoại tệ linh hoạt, và tỷ giá xuất khẩu. Khi Chính phủ Mỹ quyết định thả nổi đồng đôla, đồng rupi của Indonexia liên tục giảm giá, buộc đất nước này phải tuyên bố từ bỏ tỷ giá tín dụng ngoại tệ và áp dụng tỷ giá thực *thả nổi có quản lý* vào năm 1978. Đồng rupi được gán với một rổ tiền tệ của các quốc gia là đối tác thương mại chính của Indonexia. Tuy nhiên, cho đến năm 1983, đồng tiền của quốc gia này vẫn tiếp tục giảm giá, NHTW Indonexia công bố tiếp tục chính sách tỷ giá thả nổi có điều tiết và cân nhắc việc mở rộng rổ tiền tệ trong xác định tỷ giá của đồng rupi.

Rupi tiếp tục giảm giá mạnh bất chấp nỗ lực giảm thuế xuất nhập khẩu của Chính phủ. Vì vậy, năm 1989, NHTW Indonexia quyết định xem xét lại chế độ tỷ giá, theo đó tỷ giá liên ngân hàng bắt đầu được áp dụng. Trong khoảng thời gian từ đó cho đến trước khi xảy ra cuộc khủng hoảng, hai công cụ được sử dụng thường xuyên là giới hạn về trạng thái ngoại hối và biên độ dao động. Riêng trong hai năm 1995-1996, biên độ dao động liên tục được mở rộng từ $\pm 2\%$ lên $\pm 3\%$, $\pm 5\%$, $\pm 8\%$, rồi lên $\pm 12\%$.

Những lần mở rộng biên độ đầu tiên đã giúp Indonexia bảo vệ được đồng rupi không bị giảm giá. Tuy nhiên, sau đó khi khủng hoảng tiền tệ Châu Á đã lộ diện, tình hình trở nên căng thẳng hơn, đồng rupi giảm giá ngay sau khi biên độ được mở rộng tới 12%. Kết quả là không chỉ nhà đầu tư nước ngoài có ngoại tệ bắt đầu tháo chạy khỏi thị trường mà người dân trong nước cũng ồ ạt đi mua đôla, tẩy chay đồng nội tệ. Tỷ giá giao ngay vượt ra khỏi biên độ 12%, và vào ngày 14/8/1997, chế độ tỷ giá thả nổi có điều tiết của Indonexia đã không còn duy trì được nữa và đồng rupi bị buộc phải *thả nổi*.

Tuy nhiên, về cuối năm 1997 và sang 1998 tình hình càng trở nên xấu hơn khi đồng rupi vẫn tiếp tục giảm giá tới 70% kể từ tháng 7, buộc Chính phủ phải cầu cứu Quỹ Tiền tệ Quốc tế. Tình hình bắt đầu trở lại ổn định hơn kể từ 1999, tuy nhiên cho đến khi xảy ra cuộc khủng hoảng tài chính tiếp theo 2007-2008, đồng rupi lại rơi vào chu kỳ giảm giá. Sang năm 2011, đồng nội tệ của Indonexia trở thành một trong số các đồng tiền yếu nhất thế giới với tỷ giá 9000 rupi/1 USD.

Có thể nói sau Thái Lan, Indonexia là quốc gia Đông Nam Á chịu tác động rất nặng nề của cuộc khủng hoảng tài chính khu vực. Tuy nhiên, mặc dù trải qua một giai đoạn thăng trầm không chỉ về kinh tế mà còn về chính trị (dưới thời Tổng thống Aroyko), Indonexia đã thích nghi được với tình hình mới. Kể từ khi công bố thả nổi tỷ giá cho tới trước khi cuộc khủng hoảng thế giới xảy ra 2007-2008, nền kinh tế đất nước này đã chứng kiến sự ổn định hơn nhiều về giá trị đồng tiền, tuy có sự sụt giảm về xuất khẩu trong mối tương quan với nhập khẩu (Bảng 3.5)

Bảng 3.5. Diễn biến chế độ tỷ giá và biến số kinh tế vĩ mô của Indonexia

Chỉ số	Trước 1978	1978-1989	1989-1997	1997-1999	1999-2008	2008 đến nay
Chế độ tỷ giá	Đa tỷ giá, neo cố định với USD ở 415 rupi/USD, cả khi lạm phát cao 40% (1974)	Giá dầu và dự trữ ngoại hối giảm → Rupì giảm giá 33% → Thả nổi có điều tiết	Thả nổi có điều tiết , bổ sung tỷ giá liên ngân hàng	Khủng hoảng khu vực → Tỷ giá vượt biên độ dao động, nội tệ mất giá liên tục → Thả nổi hoàn toàn	Tiếp tục chế độ thả nổi , tỷ giá tương đối ổn định	Khủng hoảng 2007-2008 → Đồng rupi mất giá
Tăng trưởng GDP(%)	---	---	7,4	-2,5	4,7	5,6
Lạm phát (%)	Trên 20%, cao nhất 40% (1974)	---	7,9	28,3 (cao nhất 60% -1998)	10,5	6,6
CCVL	---	---	-2,9	2	2,7	0,9

(%GDP)						
--------	--	--	--	--	--	--

Nguồn: Nghiên cứu sinh tổng hợp từ Ngân hàng phát triển Châu Á (ADB)

3.6.2. Bài học rút ra từ kinh nghiệm của Ấn Độ

Qua phân tích diễn biến tỷ giá cũng như chính sách tỷ giá của 5 quốc gia Châu Á, có thể thấy rằng giữa Ấn Độ, Thái Lan và Trung Quốc đều có một điểm chung, đó là NHTW từng tuyên bố chính thức đồng nội tệ được gắn với một rổ tiền tệ, nhưng trên thực tế chỉ neo với USD, và NHTW can thiệp rất sâu vào thị trường ngoại hối. Riêng Singapore là quốc gia duy nhất hành động theo đúng với tuyên bố của Ủy ban tiền tệ Singapore là áp dụng chế độ tỷ giá neo với một rổ tiền tệ (năm 1990), trước khi chuyển sang chế độ thả nổi có quản lý giống như Thái Lan và Ấn Độ (1997).

Điều nổi bật *thứ hai* từ kinh nghiệm thực tiễn của các nước là sự phụ thuộc quá nhiều vào dòng vốn nước ngoài, đặc biệt nợ ngắn hạn nước ngoài, chính là nguyên nhân căn bản khiến các nước đang duy trì chế độ neo tỷ giá với một đồng tiền (điển hình là Thái Lan) rơi vào khủng hoảng, khi dự trữ ngoại hối còn khiêm tốn.

Liên quan tới dự trữ ngoại hối, điều cần lưu ý *thứ ba*, đó là chỉ khi nào thiết lập được một lượng dự trữ dồi dào, vững chắc như Trung Quốc, một quốc gia mới có thể tiến hành tự do hóa tài khoản vốn *trước* khi chuyển đổi chế độ tỷ giá từ neo với biên độ hẹp sang thả nổi có quản lý.

CHƯƠNG 4

THỰC TRẠNG CHÍNH SÁCH TỶ GIÁ Ở VIỆT NAM

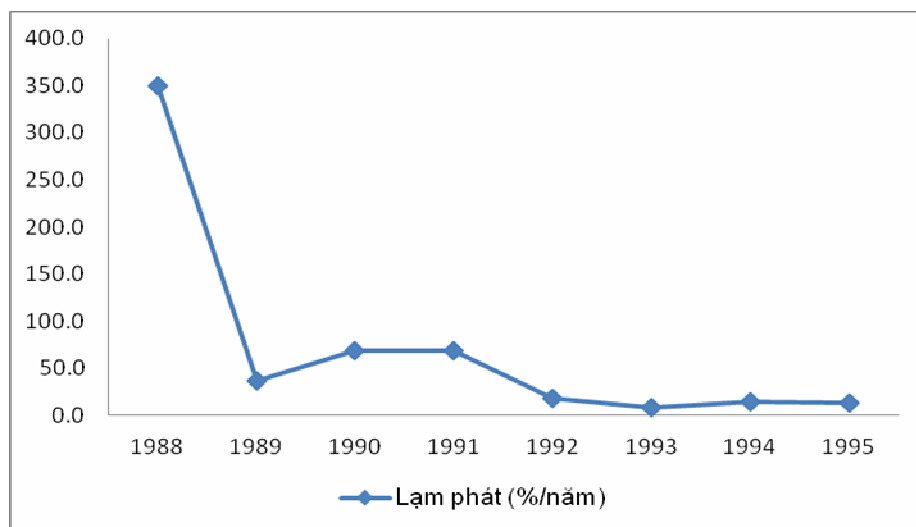
4.1. Diễn biến chính sách tỷ giá ở Việt Nam từ 1989 đến nay

Chính sách tiền tệ nói chung và chính sách tỷ giá nói riêng của Việt Nam từ 1989 đến nay có thể được chia làm bốn (04) giai đoạn chính như sau:

4.1.1. Giai đoạn 1 (1989 đến 1995, sau khi thị trường ngoại tệ liên ngân hàng được thành lập)

4.1.1.1. Bối cảnh kinh tế - chính trị

Trước 1989, nền kinh tế Việt Nam mang tính kế hoạch hóa, tập trung, bao cấp từ Nhà nước. Hệ thống ngân hàng của Việt Nam là hệ thống ngân hàng một cấp do Nhà nước hoàn toàn sở hữu và quản lý. Ngân hàng Nhà nước (NHNN) là cơ quan duy nhất cung cấp các dịch vụ ngân hàng nội địa, với nhiệm vụ đảm bảo các nguồn lực tài chính được phân bổ tới các đơn vị kinh tế theo kế hoạch của nhà nước. Chính vì vậy, NHNN hành động không gắn với các tiêu chuẩn ngân hàng, phân tích hay quản lý rủi ro tín dụng là một khái niệm hoàn toàn xa lạ. Siêu lạm phát giai đoạn 1986-1989 (*Biểu đồ 4.1*) đã trở thành động lực cho công cuộc đổi mới của Việt Nam năm 1989, bắt đầu với việc tổ chức hệ thống ngân hàng từ một cấp thành hai cấp.



Nguồn: NHNN

Biểu đồ 4.1. Lạm phát của Việt Nam giai đoạn 1985-1992

Hai chi nhánh của NHNN là Ngân hàng Ngoại thương và Ngân hàng Đầu tư & Phát triển đã được tách ra, cùng với sự ra đời của Ngân hàng Công thương và Ngân hàng Nông Nghiệp, trở thành 4 ngân hàng thương mại quốc doanh, 4 trụ cột của hệ thống tài chính. NHNN không còn đảm đương cùng một lúc hai vai trò: vừa là nhà quản lý, vừa cung cấp các dịch vụ ngân hàng. Trách nhiệm chính của cơ quan này là **quản lý nhà nước** đối với hệ thống ngân hàng thương mại (NHTM). Các NHTM (chính là 4 NHTM quốc doanh kể trên) tự vận hành và kiểm soát tình hình tài chính của mình cũng như bình đẳng với nhau trong hoạt động ngân hàng quốc tế.

Đây cũng là thời kỳ quan hệ thương mại truyền thống giữa Việt Nam với Liên Xô và các nước XHCN ở Đông Âu rơi vào khủng hoảng do sự tan rã của hệ thống XHCN ở các nước này. Đất nước đứng trước một loạt các thử thách về chính trị - kinh tế, nhu cầu đổi mới là tất yếu.

Trong nước, thâm hụt ngân sách không còn được bù đắp bằng nguồn tiền do NHNN phát hành, mà bằng cách phát hành trái phiếu Chính phủ kỳ hạn dài (5 năm, 10 năm). Nhờ vậy, từ 1989 lạm phát đã giảm mạnh, không còn ở mức 3 chữ số như trước.

4.1.1.2. Diễn biến chính sách tỷ giá.

Cuộc cải tổ hệ thống ngân hàng được thực hiện song song với việc hợp nhất hai tỷ giá và phá giá mạnh đồng nội tệ, tăng lãi suất và kiểm soát tăng trưởng tín dụng. Cuộc cải tổ khá toàn diện này đã giúp hạ nhiệt lạm phát của Việt Nam. Với nguyên tắc của chính sách tiền tệ “hạn chế cung tiền, đảm bảo ổn định giá trị đồng nội tệ”, các công cụ được sử dụng bao gồm lãi suất (hạ lãi suất huy động và tăng lãi suất cho vay), kiểm soát tỷ giá, hạn mức tín dụng, tỷ lệ dự trữ bắt buộc. Trong giai đoạn này, hệ thống đa tỷ giá (tỷ giá mậu dịch/phi mậu dịch, tỷ giá kết toán nội bộ) được thay thế bằng chế độ **một tỷ giá**. Cơ chế kiểm soát tỷ giá được cải thiện đáng kể kể từ khi thị trường ngoại hối liên ngân hàng được thành lập năm 1994, kể từ đó tỷ giá phản ánh sát hơn cung cầu trên thị trường với biên độ dao động hẹp ($\pm 0,5\%$). Có thể nói đây là giai đoạn của **chế độ neo tỷ giá với biên độ hẹp**.

Cùng với những thay đổi căn bản trong chính sách tỷ giá, NHNN đã vận dụng các công cụ hỗ trợ tương đối hiệu quả (lãi suất, quỹ dự trữ ngoại tệ), điển hình là việc tăng lãi suất tiền gửi đã giúp thu hút số đôla Mỹ và vàng từ trong dân vào hệ thống ngân hàng. Nhờ đó, lạm phát đã hạ nhiệt.

4.1.1.3. Nhận xét

Có thể nói, việc áp dụng chế độ tỷ giá neo với biên độ hẹp trong giai đoạn này là phù hợp với bối cảnh kinh tế - chính trị trong nước giai đoạn đầu của quá trình đổi mới. Việc Nhà nước kiểm soát (nghe nhiều về biện pháp hành chính) mọi lĩnh vực nhằm ổn định và phát triển kinh tế, đưa đất nước vượt qua thời kỳ khó khăn là điều có thể hiểu được.

Tuy nhiên, trong những năm tiếp theo, cách quản lý vẫn mang nặng tính áp đặt và chưa tuân thủ quy luật cung cầu, đặc biệt do sự bất cập trong quản lý ngoại hối, thị trường ngoại hối chưa phát triển, đã dẫn đến những thời điểm tỷ giá biến động ngoài sự kiểm soát của NHNN. Với biên độ dao động hẹp, tỷ giá danh nghĩa dường như là cố định trong thời gian dài, trong điều kiện lạm phát của Việt Nam đã tương đối thấp và ổn định trong giai đoạn 1992-1995, tỷ giá thực USD/VND giảm (VND lên giá) đã là một trong những nguyên nhân gây nên thâm hụt cán cân thương mại (Nhập siêu năm 1993: 0,5 tỷ USD; 1994: 1,8 tỷ USD; 1995: 2,6 tỷ USD. *Nguồn: NHNN*). Xuất khẩu bị kìm hãm, nhập siêu tăng mạnh đã khiến cho doanh nghiệp trong nước điêu đứng. Việc thành lập hai Trung tâm giao dịch ngoại tệ ở Hà Nội và TP Hồ Chí Minh là giải pháp được lựa chọn nhằm khơi thông dòng vận động của ngoại tệ trên thị trường. Đồng thời, lãi suất ngoại tệ được tăng lên, nhờ đó giảm bớt sức ép lên giá của đồng nội tệ, tăng dự trữ ngoại tệ cho hệ thống ngân hàng.

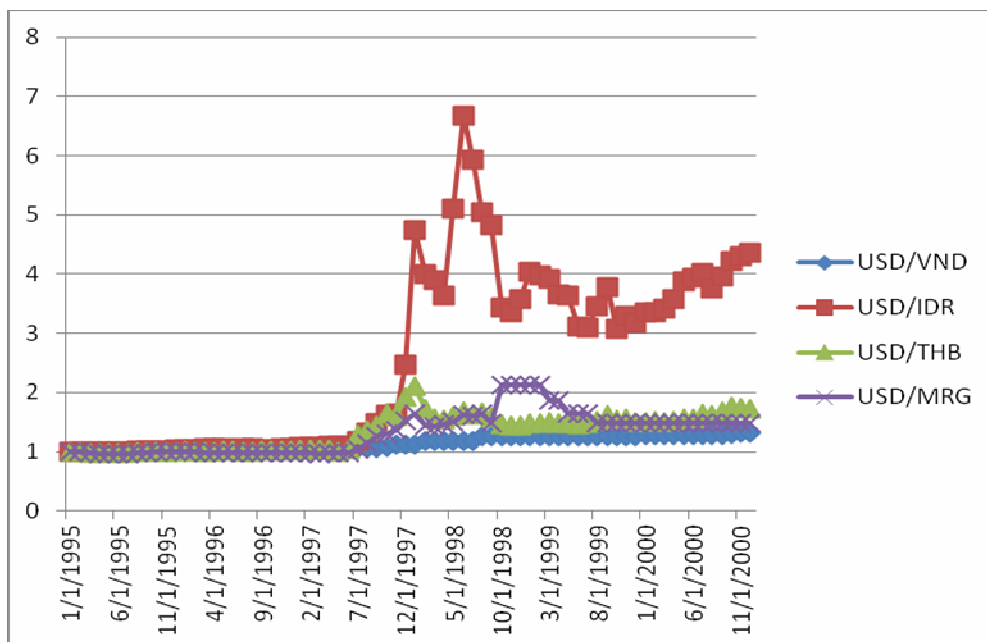
Việc hình thành thị trường ngoại tệ ngân hàng thay thế cho hai trung tâm giao dịch cũng như xóa bỏ cách điều hành tỷ giá theo hướng áp đặt chủ quan của NHNN đã góp phần giữ cho tỷ giá USD/VND tương đối ổn định trong khoảng thời gian sau đó. Tuy nhiên, cơ chế neo với đồng đôla của Việt Nam cũng như một số

quốc gia Châu Á, trong điều kiện dự trữ ngoại hối mỏng, hệ thống ngân hàng còn lạc hậu đã dần bộc lộ nhiều nhược điểm trong giai đoạn sau.

4.1.2. Giai đoạn 2 (1995 đến 2000)

4.1.2.1. Bối cảnh kinh tế - chính trị

Đây là khoảng thời gian diễn ra khủng hoảng tài chính tiền tệ Châu Á. Việt Nam tuy không nằm trong “tâm bão” nhưng ít nhiều cũng chịu ảnh hưởng. VND cũng giống các đồng tiền của Thái Lan, Indônêxia, Malaysia...giảm giá mạnh so với USD (Biểu đồ 4.2).

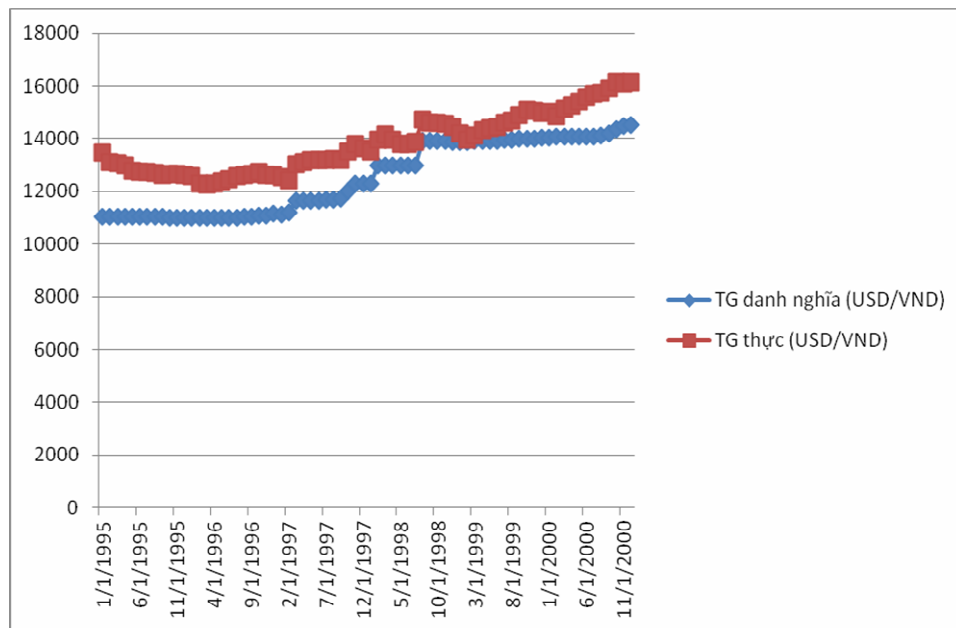


Nguồn: Datastream, Thomson Financial

Biểu đồ 4.2. Chỉ số tỷ giá danh nghĩa VND và các đồng tiền Châu Á (1995=1)

4.1.2.2. Diễn biến chính sách tỷ giá

Nhìn vào biểu đồ trên ta thấy trong hai năm 1997-1998, Rupí Indônêxia là đồng tiền mất giá danh nghĩa nhiều nhất so với đôla Mỹ, tiếp đó là Ringgit Malaysia và đến đồng Bạc Thái Lan. Là hai quốc gia chịu nhiều thiệt hại nhất từ cuộc khủng hoảng, Indônêxia và Thái Lan đã buộc phải tuyên bố thả nổi tỷ giá sau một thời gian phát triển thần kỳ với chế độ tỷ giá cố định. Sau một thời gian lên giá nhẹ, năm 1997 VND bắt đầu giảm giá so với USD, tuy nhiên so với 3 đồng tiền trên thì mức độ giảm giá thấp hơn cả và không có biến động đột ngột.



Nguồn: Datastream, Thomson Financial

Biểu đồ 4.3. Tỷ giá thực và danh nghĩa USD/VND (1995-2000)

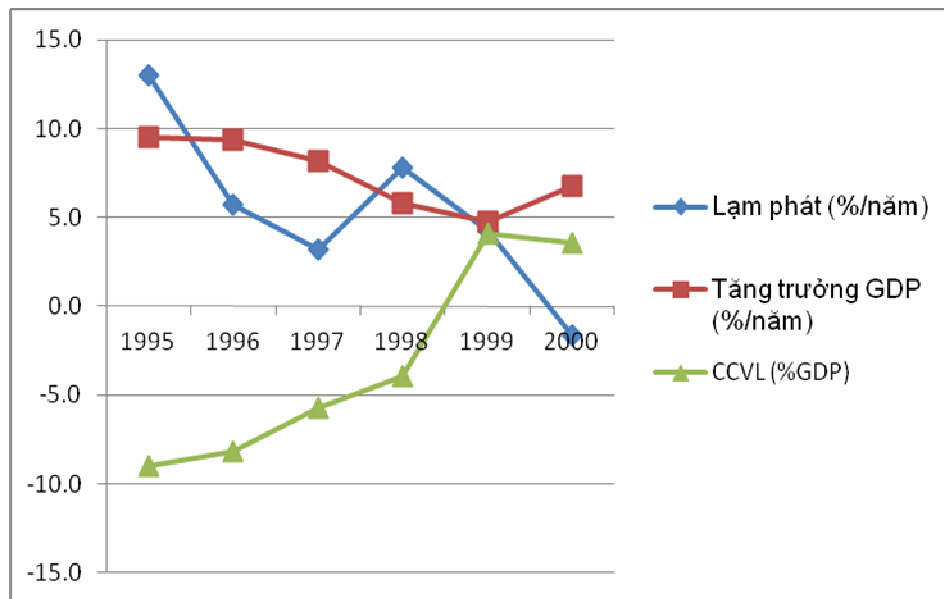
Kết hợp Biểu đồ 4.2 và 4.3 ta thấy sau một thời gian dài neo với USD với một biên độ dao động rất hẹp, VND lên giá thực so với USD cũng như với các đồng tiền khác trong khu vực, đe dọa khả năng cạnh tranh của hàng hóa xuất khẩu Việt Nam.

Vì vậy, mục tiêu của chính sách tiền tệ giai đoạn này là thắt chặt tiền tệ, ổn định giá trị đồng tiền, tăng dự trữ ngoại hối, ổn định lãi suất, kiểm soát tỷ giá để khuyến khích xuất khẩu, hạn chế nhập khẩu.

Trong hai năm 1997-1998, tỷ giá chính thức USD/VND được điều chỉnh tăng từ 11.175 lên 11.800, sau đó lên 12.988, với những thay đổi trong biên độ dao động: tăng lên $\pm 10\%$, giảm xuống $\pm 7\%$. Tuy nhiên, biến động tỷ giá trên thị trường chợ đen là yếu tố gây bất ổn trên thị trường ngoại hối của Việt Nam trong giai đoạn này (chênh lệch với tỷ giá chính thức khoảng 8% năm 1997).

Năm 1999, Việt Nam trải qua hai quý đầu giảm phát, chính vì vậy chính sách tiền tệ đã được nới lỏng. Trần lãi suất cho vay được thiết lập và sau đó được điều chỉnh theo sát những thay đổi của tỷ giá. NHNN Việt Nam đã quyết định hạ thấp giá đồng nội tệ một cách từ từ nhằm đẩy mạnh xuất khẩu trong bối cảnh khủng

hoảng khu vực. Từ tháng 2 năm 1999, chính sách tỷ giá đã có sự thay đổi lớn khi được chuyển từ cơ chế quản lý hành chính sang hệ thống tỷ giá theo định hướng thị trường. Thay vì áp đặt tỷ giá chính thức với biên độ dao động, NHNN Việt Nam bắt đầu công bố tỷ giá bình quân liên ngân hàng làm tham chiếu cho thị trường với biên độ dao động $\pm 0,1\%$. Như vậy trong thời gian này, chế độ tỷ giá của Việt Nam là ***sự pha trộn giữa neo cố định và neo với biên độ điều chỉnh***.



Nguồn: NHNN, ADB

Biểu đồ 4.4. Kinh tế Việt Nam giai đoạn 1995-2000

4.1.2.3. Nhận xét

Có thể nhận thấy rằng tỷ giá được điều chỉnh nhằm đáp ứng yêu cầu của nền kinh tế đã phản ánh sự thay đổi trong quan điểm điều hành của NHNN theo hướng linh hoạt hơn so với trước đây. Thông tin trên biểu đồ 4.4 cho thấy sự cải thiện của cán cân vãng lai với tỷ lệ lạm phát giảm dần từ 1995 đến 1999.

Tuy nhiên, do chưa có chiến lược và tầm nhìn tổng thể, cách điều hành tỷ giá của NHNN chưa mang tính chủ động, chưa phối hợp các công cụ để hỗ trợ cho sự thành công như mong muốn của chính sách tỷ giá. Điều này được minh chứng qua sự tồn tại 3 mức tỷ giá khác nhau (tỷ giá chính thức trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng, tỷ giá giao dịch giữa NHTM với khách hàng, và tỷ giá trên thị trường tự do). Thực chất sự điều chỉnh tỷ giá chính thức là bị động nhằm “xoa dịu” sự mất

cân bằng cung cầu ngoại tệ trên thị trường, chứ chưa đủ tầm để dẫn dắt thị trường. Giữa NHNN và dân chúng, doanh nghiệp luôn có sự cách biệt, thông tin trên thị trường về những động thái và quyết tâm của NHNN đều chỉ là phỏng đoán, không chính thức. Điều này đã dẫn đến hệ quả là sang năm 2000, lạm phát và thâm hụt cán cân vãng lai lại bắt đầu gia tăng.

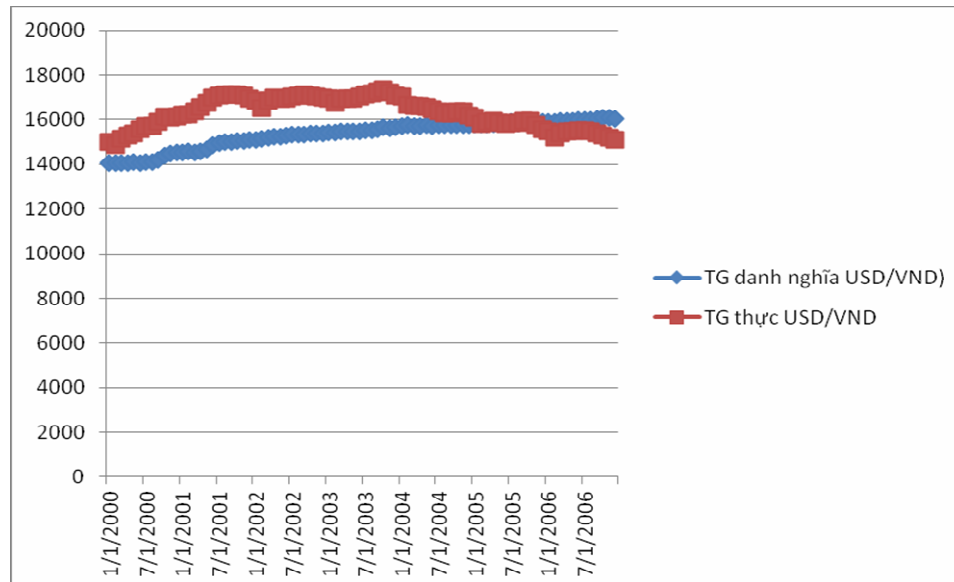
4.1.3. Giai đoạn 3 (2000 đến 2006, khi thị trường chứng khoán Việt Nam bắt đầu hoạt động)

4.1.3.1. Bối cảnh kinh tế - chính trị

Đây là thời kỳ khu vực Châu Á bắt đầu khôi phục kinh tế sau khủng hoảng. Ở Việt Nam, thị trường chứng khoán Việt Nam bắt đầu đi vào hoạt động đã nóng lên rất nhanh và thu hút một lượng vốn khổng lồ từ dân chúng và các nhà đầu tư.

4.1.3.2. Diễn biến chính sách tỷ giá

Khi cơn bão khủng hoảng đã đi qua, Việt Nam chuyển sang thực hiện chính sách tiền tệ nói lỏng với mục tiêu ổn định tiền tệ, kiểm soát lạm phát và duy trì ở mức dưới 5%, góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và ổn định hệ thống ngân hàng.

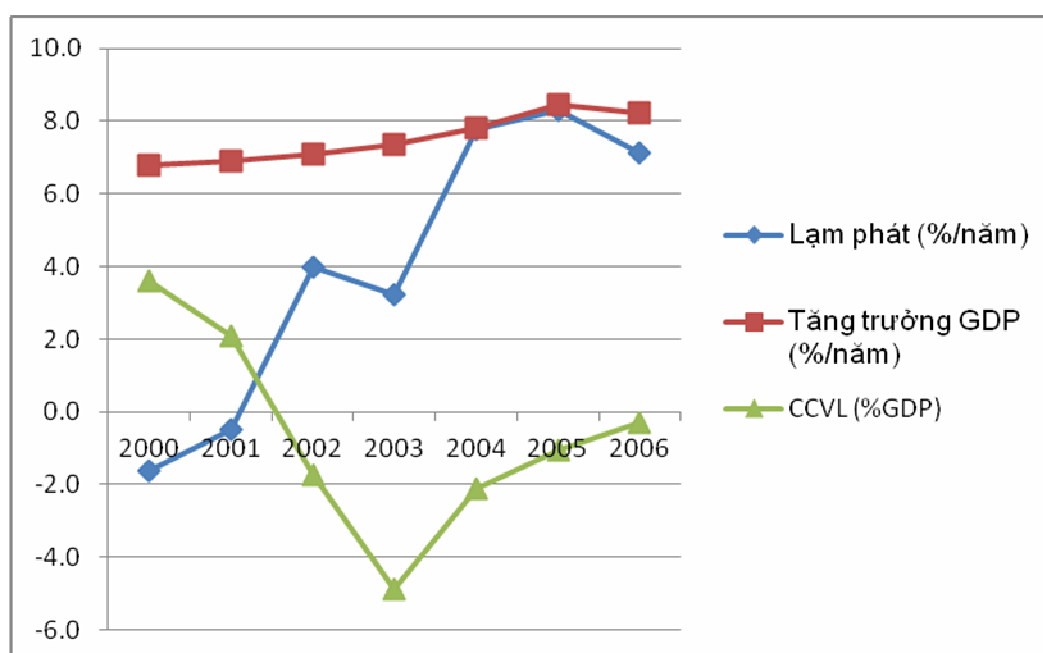


Nguồn: Datastream, Thomson Financial

Biểu đồ 4.5. Tỷ giá thực và danh nghĩa USD/VND (2000-2006)

Tháng 8/2000, trần lãi suất đã được thay thế bởi lãi suất cơ bản. Trong giai đoạn 2002 đến 2006 biên độ dao động tỷ giá được điều chỉnh tăng và duy trì ở mức $\pm 0,25\%$. Có thể nói đây là giai đoạn của chế độ tỷ giá *neo với biên độ hẹp, gần như cố định*.

Kết hợp Biểu đồ 4.5 và 4.6 ta thấy, sau một vài năm tỷ giá thực USD/VND cao hơn so với tỷ giá danh nghĩa (do Việt Nam trải qua giai đoạn lạm phát thấp, thậm chí giảm phát), tương quan này đã thay đổi hoàn toàn kể từ 2005 do lạm phát của Việt Nam bắt đầu tăng cao trở lại. Tỷ giá thực giảm gây khó khăn cho xuất khẩu của Việt Nam, điều này được chứng minh qua sự gia tăng thâm hụt của cán cân vãng lai trong những năm sau đó.



Nguồn: NHNN, ADB

Biểu đồ 4.6. Kinh tế Việt Nam giai đoạn 2000-2006

4.1.3.3. Nhận xét

Có thể nói đây là giai đoạn nền kinh tế Việt Nam đang dồn mọi nguồn lực và sự chú ý cho thị trường chứng khoán mới ra đời, mang lại tỷ suất lợi nhuận rất cao cho các nhà đầu tư. Tỷ giá danh nghĩa không có sự lên xuống thất thường, NHNN không có sự can thiệp đột xuất nào vào tỷ giá.

4.1.4. Giai đoạn 4 (2006 đến nay)

4.1.4.1. Bối cảnh kinh tế - chính trị

Đây là giai đoạn nền kinh tế toàn cầu rơi vào giai đoạn suy thoái kéo dài với hai cuộc khủng hoảng bắt nguồn từ hai trung tâm lớn nhất của thế giới: Mỹ (khủng hoảng tài chính) và Châu Âu (khủng hoảng nợ công).

Trong nước, 2006-2007 là khoảng thời gian phát triển mạnh mẽ, thậm chí quá nóng của thị trường chứng khoán Việt Nam. Việt Nam trở thành một điểm đến vô cùng hấp dẫn đối với các nhà đầu tư nước ngoài. Kết quả là lượng ngoại tệ từ nước ngoài vào Việt Nam tăng mạnh, giá USD trên thị trường giảm, khiến cho nhập khẩu tăng trong khi xuất khẩu bị kìm hãm. Thâm hụt cán cân thương mại tăng gấp 5 lần, từ 2700 triệu USD năm 2006 lên hơn 10 tỷ USD năm 2007. NHNN Việt Nam đã tung VND để mua vào USD nhằm tăng cường dự trữ ngoại hối lúc bấy giờ chỉ tương đương 9 tuần nhập khẩu. Hành động mở rộng cung tiền này đã mang đến một kết quả không như mong muốn: lạm phát tăng trở lại và năm 2008 đạt mức cao nhất trong vòng 20 năm trở lại đây (trên 20%).

4.1.4.2. Diễn biến chính sách tỷ giá

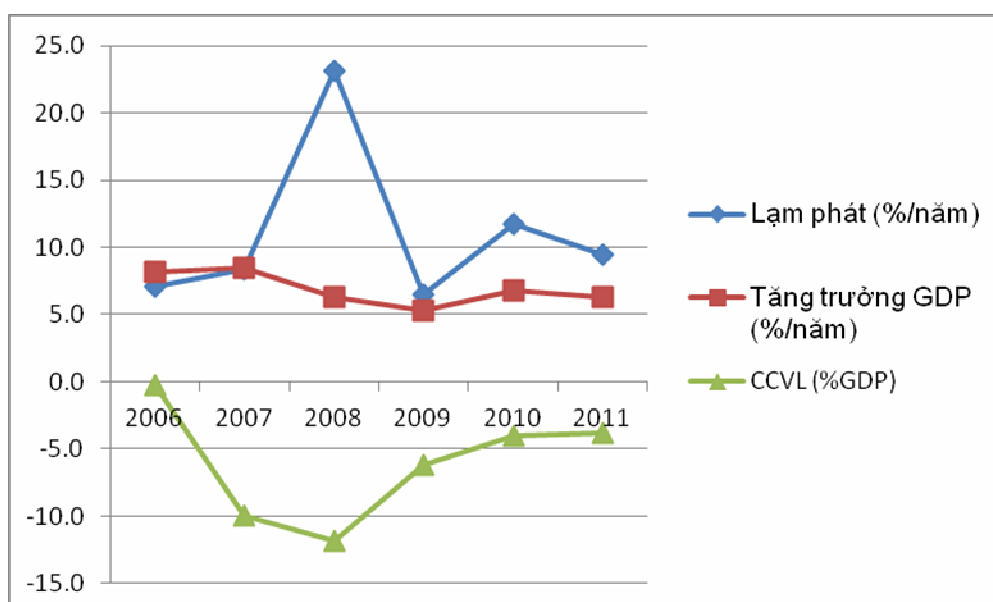
Từ cuối 2006, công cụ biên độ dao động bắt đầu được điều chỉnh với tần suất cao hơn và với chiều hướng gia tăng cho đến đầu năm 2009. Sau đó, từ tháng 11/2009 biên độ dao động bắt đầu giảm xuống $\pm 3\%$ rồi $\pm 1\%$ vào năm 2011.

Ngoài ra, khá nhiều các công cụ khác, bao gồm cả trực tiếp và gián tiếp, được NHNN Việt Nam áp dụng trong thời gian này nhằm đối phó với tình hình lạm phát tăng cao, không ổn định, như tỷ lệ dự trữ bắt buộc bằng ngoại tệ; giảm giá đồng nội tệ; lãi suất huy động tối đa đối với ngoại tệ; hạn mức cho vay ngoại tệ; kết hối ngoại tệ đối với các tập đoàn, Tổng công ty lớn.... Như vậy, chế độ tỷ giá hiện tại của Việt Nam vẫn đang là ***neo với biên độ điều chỉnh***.

2010 là khoảng thời gian hết sức khó khăn của nền kinh tế Việt Nam khi lạm phát đã tăng cao trở lại (11,8%), tăng trưởng tín dụng cao (trên 30%), dự trữ ngoại hối sụt giảm (12,4 tỷ USD, chỉ tương đương 1,5 tháng nhập khẩu). Vì vậy, ngay từ đầu năm 2011, Thông tư số 11 đã được ban hành theo hướng thắt chặt tài khóa và tiền tệ bằng một loạt các biện pháp: tăng lãi suất, tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc bằng

ngoại tệ (gấp đôi đối với tiền gửi ngoại tệ ngắn hạn và gấp ba đối với tiền gửi dài hạn), phá giá VND 9,3% nhằm đẩy mạnh xuất khẩu, giảm biên độ dao động của tỷ giá từ $\pm 3\%$ xuống còn $\pm 1\%$. Khi lạm phát hạ nhiệt, lãi suất thực đã tăng lên nhưng vẫn âm, đó là lý do khiến các NHTM tăng lãi suất huy động, có lúc lên tới 20%/năm. Sau khi NHNN quyết định giảm lãi suất huy động ngoại tệ, chênh lệch lãi suất VND và USD tăng cao, tất yếu dẫn đến hệ quả là tỷ lệ cho vay bằng ngoại tệ/tổng dư nợ tăng lên 22% (cuối 2011), trong khi tỷ lệ tiền gửi ngoại tệ/tổng tiền gửi chỉ ở mức 19%. Các NHTM rơi vào rủi ro thanh khoản và VND chịu sức ép giảm giá.

Đầu năm 2012, Thống đốc NHNN đã gửi thông điệp tới thị trường rằng tỷ giá USD/VND sẽ không biến động quá 3% cho đến cuối năm. Các NHTM đã bán USD lại cho NHNN để thu về VND. Tuy nhiên, khi lãi suất VND liên tục bị hạ, các ngân hàng này vay VND trên thị trường liên ngân hàng để mua lại ngoại tệ nhằm tránh rủi ro tỷ giá khi nhu cầu ngoại tệ sẽ tăng về cuối năm. Cho đến thời điểm giữa 2012, tỷ giá USD/VND nhìn chung là khá ổn định, gần đây có tăng nhẹ do nhu cầu mua vào của các ngân hàng khi lãi suất VND giảm mạnh.

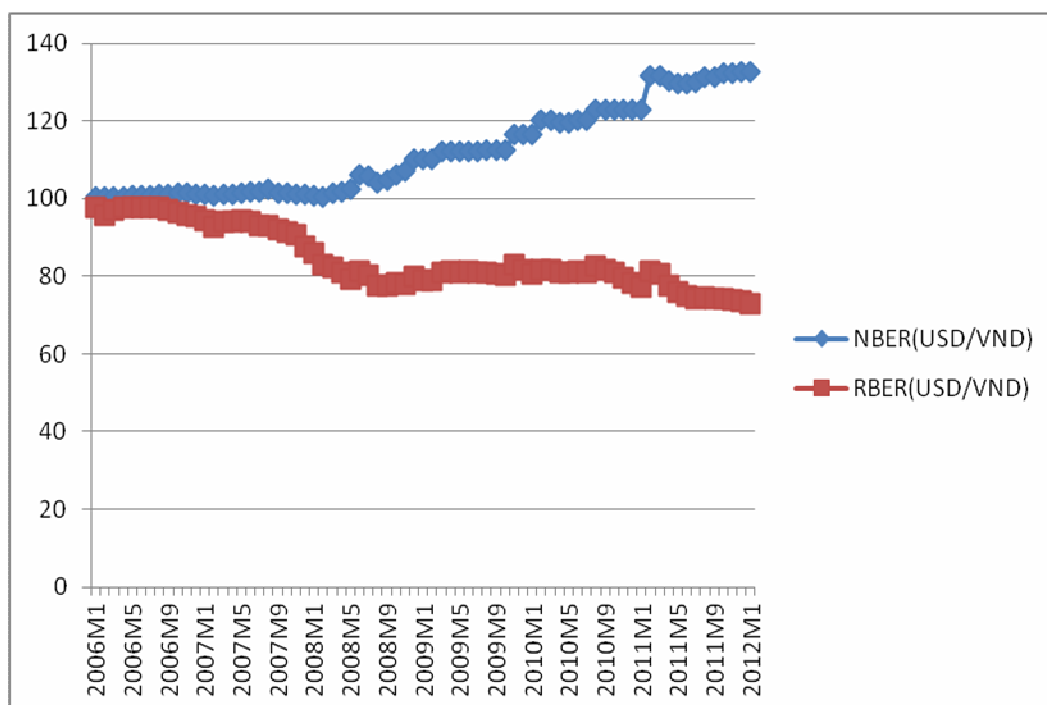


Nguồn: NHNN, ADB

Biểu đồ 4.7. Kinh tế Việt Nam giai đoạn 2006-2011

4.1.4.3. Nhận xét

Biểu đồ 4.8 phản ánh khoảng cách giữa tỷ giá danh nghĩa và tỷ giá thực song phương USD/VND ngày càng lớn, đặc biệt kể từ 2007. Nguyên nhân chủ yếu là do lạm phát thời kỳ 2007-2008 của Việt Nam tăng rất cao, mặc dù NHNN đã thực hiện phá giá VND gần 10%, tuy nhiên tỷ giá thực USD/VND vẫn tiếp tục đi xuống, thể hiện sự suy giảm khả năng cạnh tranh của xuất khẩu Việt Nam. Có thể thấy rằng việc dồn trọng tâm chính sách tiền tệ vào một công cụ *phá giá nội tệ* trong năm 2011 đã không phát huy tác dụng giúp cải thiện cán cân thương mại của Việt Nam.



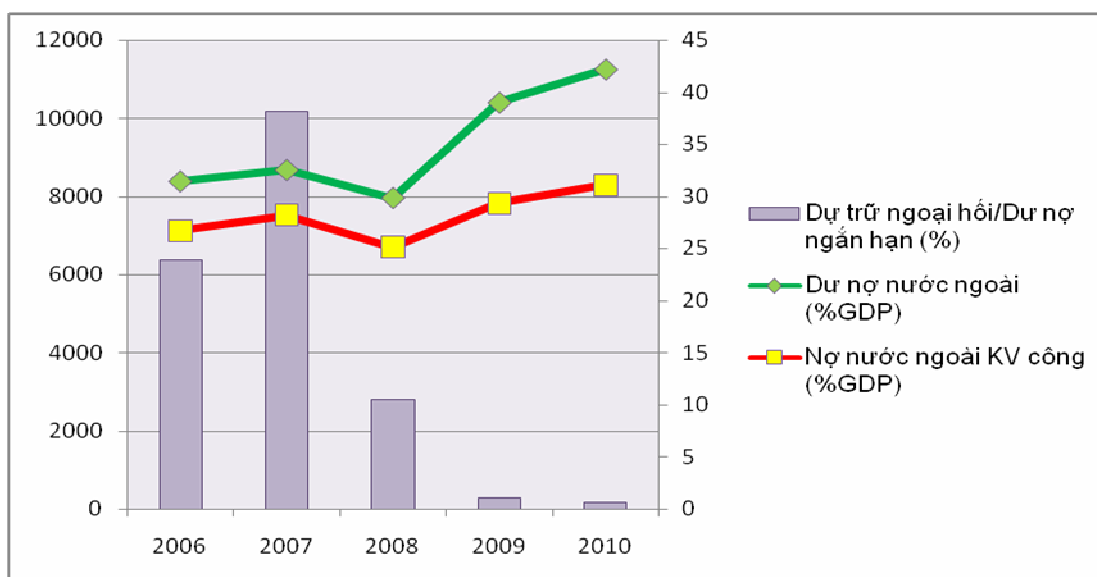
Nguồn: Datastream, Thomson Financial

Biểu đồ 4.8. Chỉ số tỷ giá thực và danh nghĩa USD/VND 2006-2012 (2005=100)

Hiệu ứng của phá giá tiền tệ cũng cần được xem xét trong mối tương quan tới nợ nước ngoài khu vực công của Việt Nam (thể hiện trên cân đối ngân sách), với dự trữ ngoại hối và nợ nước ngoài của NHNN (thể hiện trên bảng cân đối tiền tệ của NHNN).

Theo thống kê của Bộ Tài chính, trong giai đoạn 2006-2010, trừ năm 2008, các năm còn lại nợ nước ngoài của Việt Nam liên tục gia tăng (Biểu đồ 4.9). Hiện nay

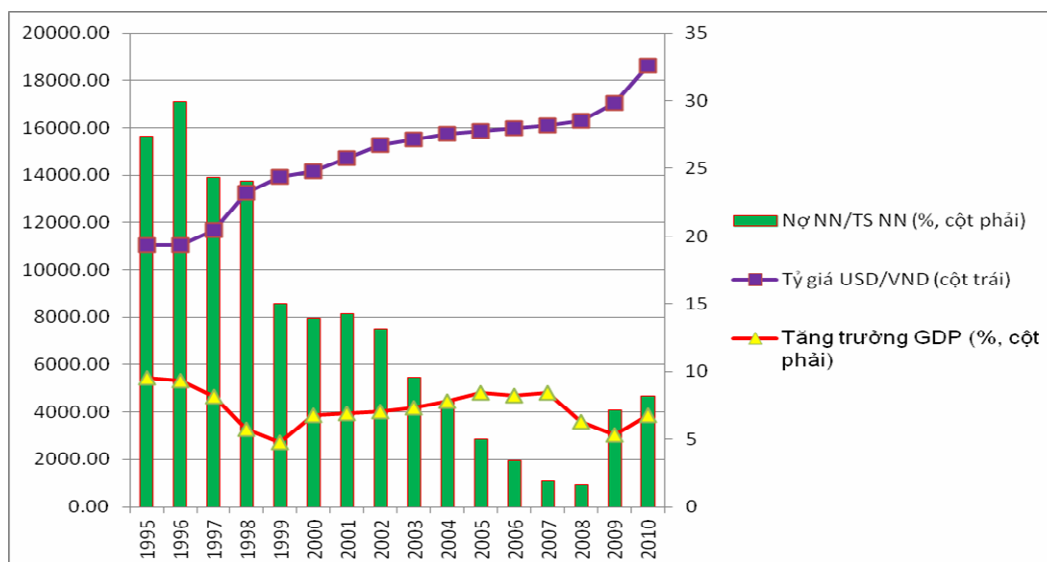
đư nợ nước ngoài của Việt Nam đã chiếm 42,2% GDP, trong đó nợ nước ngoài khu vực công đã chiếm 31,1% GDP. Đặc biệt, dự trữ ngoại hối sụt giảm mạnh kể từ 2008.



Biểu đồ 4.9. Diễn biến nợ nước ngoài của Việt Nam

(Nguồn: Bản tin Nợ nước ngoài số 07- Bộ Tài chính (Tháng 7/2011))

Tỷ lệ nợ nước ngoài/tài sản nước ngoài trên Bảng cân đối tiền tệ của NHNN Việt Nam bắt đầu gia tăng trở lại kể từ 2008 (Biểu đồ 4.10). Tỷ giá tăng, trong điều kiện dự trữ ngoại hối sụt giảm, sẽ gây ảnh hưởng xấu tới khả năng thanh khoản của NHNN.



Biểu đồ 4.10. Tỷ lệ nợ nước ngoài/TS nước ngoài trên BCDTT của NHNN, tỷ giá và tăng trưởng GDP của Việt Nam (1995-2010)

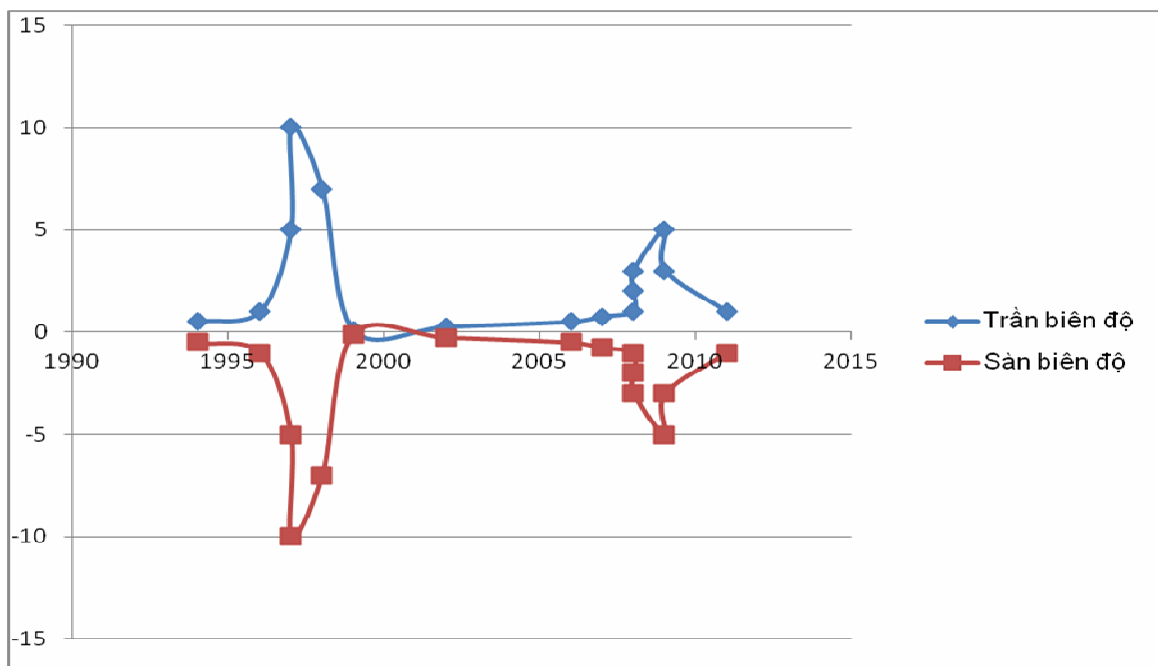
(Nguồn: IMF, ADB)

Như đã đề cập trong Chương 2, tại Mục 2.2.1, mô hình Mundell-Fleming cho thấy trong một nền kinh tế nhỏ đang áp dụng chế độ tỷ giá cố định, nếu Chính phủ muốn tăng trưởng tín dụng là nền tảng cho tăng trưởng kinh tế, lãi suất sẽ giảm. Điều này dẫn đến sự gia tăng dòng vốn chảy ra nước ngoài giá trị đồng nội tệ giảm. Nhằm duy trì tỷ giá, Chính phủ buộc phải tung dự trữ ngoại hối để mua vào nội tệ. Kết quả là cung tiền lại giảm. Đây là vấn đề chính của Việt Nam trong thời gian qua, khi việc tài trợ cho tăng trưởng được thực hiện bằng đầu tư từ ngân sách hoặc có thể qua một kênh khác (chưa có bằng chứng) là kênh in tiền bởi NHNN Việt Nam. Vì vậy, việc xem xét hiệu ứng Bảng cân đối tiền tệ của NHNN Việt Nam là một cách tìm hiểu tác động của mô hình Mundell-Fleming. Tuy nhiên, ở đây, luận án chỉ dừng lại ở việc đặt vấn đề cho những nghiên cứu sâu hơn sau này.

Trở lại với diễn biến tỷ giá ở Việt Nam, sang năm 2012, NHNN đã cam kết giữ tỷ giá biến động không quá 3% và tập trung vào công cụ lãi suất với chủ trương nới lỏng tiền tệ nhằm chặn đà suy giảm tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, dân chúng đã chịu lãi suất thực âm trong một thời gian dài kể từ 2007 đến nay, việc hạ lãi suất có thể sẽ khiến người dân tiếp tục chuyển từ nắm giữ VND gửi vào ngân hàng sang tích trữ ngoại tệ và vàng. Số liệu trên cán cân thanh toán quốc tế của Việt Nam cho thấy khoản mục “sai sót và nhầm lẫn” lên tới 18 tỷ USD (2009-2011) đã chứng tỏ một lượng lớn ngoại tệ và vàng đang nằm ngoài hệ thống ngân hàng. Việc hạ lãi suất quá nhanh trong nửa đầu năm 2012 trong khi chưa phát huy tác dụng tới đâu ra (cung cấp vốn cho doanh nghiệp đầu tư sản xuất, thúc đẩy tăng trưởng) đã ngay lập tức ảnh hưởng tới đầu vào (người dân thờ ơ với gửi tiền VND vào ngân hàng, chuyển sang đầu tư vào ngoại tệ và vàng), cùng với nhu cầu ngoại tệ để thanh toán tiền nhập khẩu sẽ tăng vào cuối năm, tất yếu sẽ gây áp lực VND giảm giá, lạm phát tăng, các nỗ lực ổn định kinh tế vĩ mô của Chính phủ và NHNN bị phá vỡ.

Tóm lại, qua phần điểm lại diễn biến chính sách tỷ giá nói riêng và chính sách tiền tệ nói chung, có thể nhận thấy chính sách tỷ giá được NHNN áp dụng trong những năm qua kết hợp với chính sách quản lý ngoại hối (tỷ lệ kết hối bằng 0) đã thể hiện sự tôn trọng đối với thị trường. Tuy nhiên, việc duy trì chế độ tỷ giá neo với USD quá lâu đã trở nên không còn phù hợp, nhất là khi tình hình thế giới luôn biến động phức tạp, thời điểm Việt Nam phải thực hiện các cam kết với WTO đã đến rất gần.

Biểu đồ 4.11 cho ta thấy bức tranh về một công cụ được NHNN Việt Nam sử dụng với tần suất có thể nói là cao nhất trong số các công cụ của mình để điều tiết tỷ giá: *biên độ dao động*, một công cụ mang tính chất hành chính nhiều hơn.

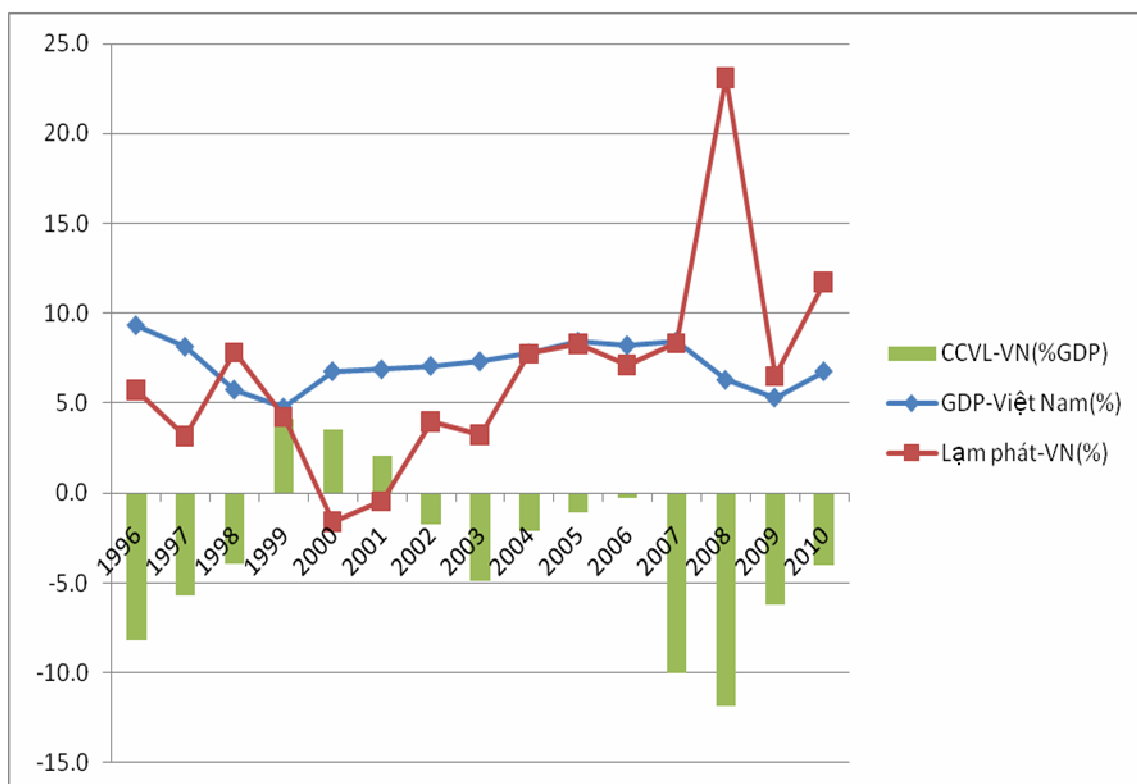


(Nguồn: NHNN)

Biểu đồ 4.11. Diễn biến biên độ dao động tỷ giá USD/VND

Biểu đồ 4.12 mô tả diễn biến của 3 biến số quan trọng của nền kinh tế Việt Nam trong suốt 15 năm qua: tăng trưởng kinh tế, lạm phát, và cán cân vãng lai. Có

thể nhận thấy rõ một sự phát triển không ổn định, đặc biệt là lạm phát luôn ở mức cao và cán cân vãng lai thâm hụt kéo dài.



Nguồn: NHNN và ADB

Biểu đồ 4.12. Tốc độ tăng trưởng GDP, Lạm phát, Cán cân vãng lai của Việt Nam

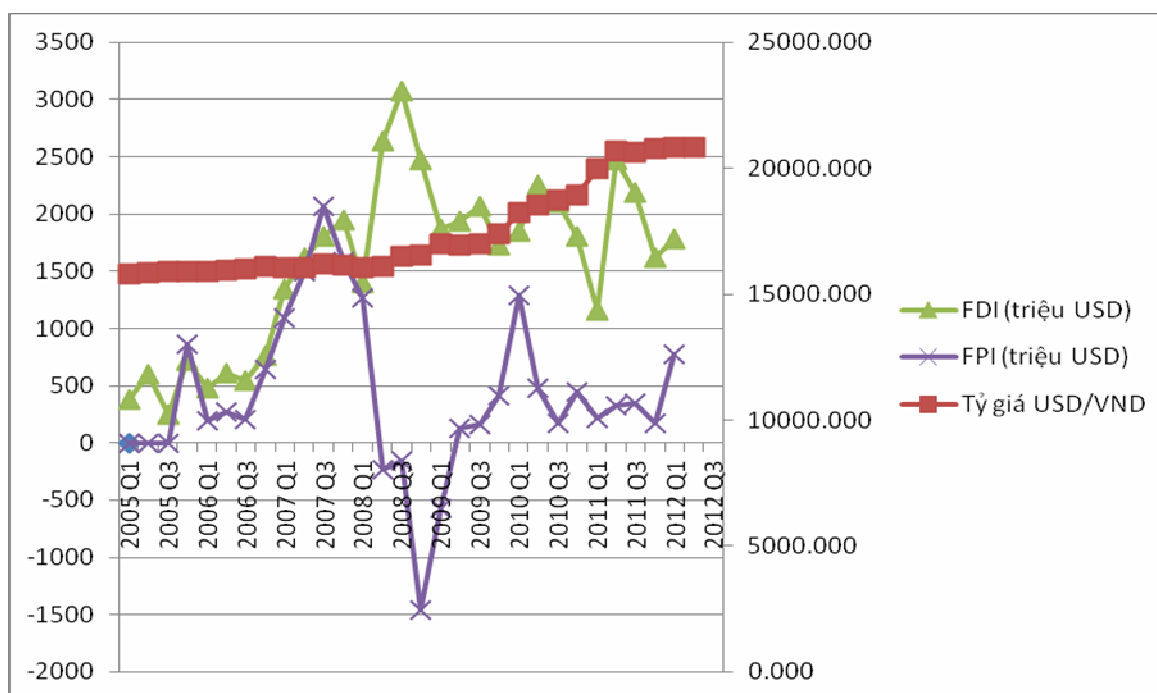
Trong Chương 2, nghiên cứu sinh đã đề cập đến mô hình của Frankel và Mundell-Fleming, với nội dung chính là mối quan hệ của chính sách tỷ giá với chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa. Với trường hợp của Việt Nam, các mối quan hệ này được phân tích bằng số liệu từ 2005 đến 2012 qua ba nhóm chỉ tiêu: *i*, mối quan hệ giữa thâm hụt ngân sách và thâm hụt cán cân thương mại; *ii*, mối quan hệ giữa biến động tỷ giá và biến động đầu tư trực tiếp và gián tiếp nước ngoài; và *iii*, ảnh hưởng của dự trữ ngoại hối tới tỷ giá. Kết quả được thể hiện qua các biểu đồ dưới đây (Riêng số liệu cân đối ngân sách mới chỉ cập nhật tới 2010. Đến thời điểm hiện tại, tháng 12/2012, Bộ Tài chính chưa công bố chính thức quyết toán ngân sách của năm 2011).



(Nguồn: Bộ Tài chính và IFS)

Biểu đồ 4.13. Thâm hụt ngân sách và thâm hụt thương mại của Việt Nam

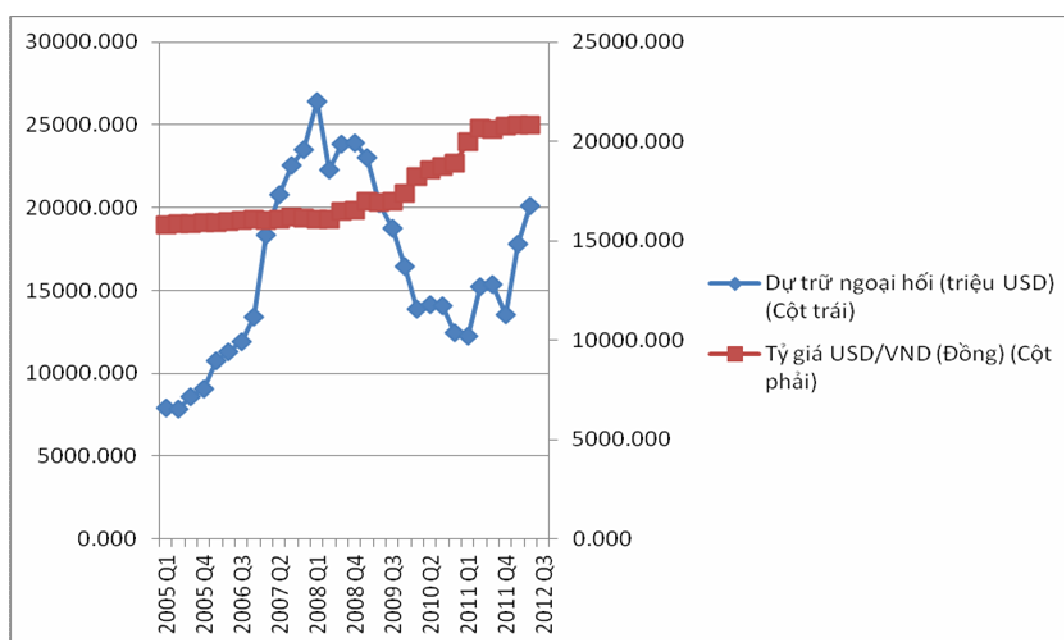
Biểu đồ 4.13 cho thấy trong khi lỗ hổng thương mại (thâm hụt thương mại) nhỏ đi đáng kể, đặc biệt từ 2007, lỗ hổng tiết kiệm (thâm hụt ngân sách) giảm không đáng kể. Việt Nam là quốc gia đang phát triển, vì vậy, chi tiêu ngân sách chủ yếu là nhằm tài trợ cho khu vực công. Trong đó, chưa kể đến khoản chi cho quốc phòng là khoản chi khó quan sát được, có thể nói đầu tư cho khu vực công ở Việt Nam lớn hơn rất nhiều đầu tư cho khu vực tư nhân. Điều này dẫn đến một thực tế là nhu cầu nhập khẩu luôn lớn, và trong điều kiện xuất khẩu không phát triển hoặc giảm sút, thâm hụt cán cân thương mại là tất yếu. Hệ quả là Việt Nam buộc phải vay nợ nước ngoài, đối mặt với nguy cơ rủi ro tỷ giá. Điều cần lưu ý ở đây là: đối tượng nghiên cứu của mô hình Mundell-Fleming là các quốc gia nhỏ với khả năng di chuyển vốn cao, trong khi Việt Nam là một nước nhỏ với độ mở của tài khoản vốn còn rất hạn chế, vì vậy luận án không thể nghiên cứu sâu hơn tác động của ngân sách tới tỷ giá ở Việt Nam.



(Nguồn: IFS)

Biểu đồ 4.14. Tỷ giá với FDI, FPI của Việt Nam

Trên lý thuyết, khi VND giảm giá (tỷ giá USD/VND tăng), cả FDI và FPI cũng tăng theo do cùng một lượng ngoại tệ mang vào Việt Nam quy đổi được nhiều nội tệ hơn. Tuy nhiên, qua biểu đồ 4.14 ta thấy, từ 2010 đến nay FDI có sự sụt giảm, xu thế này khác hẳn với giai đoạn 2005-2010. Đối với dòng vốn đầu tư gián tiếp FPI, sau khi đạt đỉnh vào quý 3/2007 đã bắt đầu sụt giảm mạnh vào đầu năm 2009, nhích lên vào đầu năm 2010 nhưng từ đó tới nay luôn ở mức thấp. Như vậy, rõ ràng với trường hợp Việt Nam, FDI và FPI ít chịu tác động của tỷ giá. Dòng vốn đầu tư trực tiếp chịu ảnh hưởng lớn nhất từ môi trường kinh doanh và chính sách thuế, trong khi động cơ chính của các nhà đầu tư vốn gián tiếp là lợi nhuận của doanh nghiệp.



(Nguồn: IFS)

Biểu đồ 4.15. Tỷ giá và dự trữ ngoại hối của Việt Nam

Về mối quan hệ giữa tỷ giá với dự trữ ngoại hối, có thể thấy rằng sau khi đạt mức cao nhất (trên 25 tỷ USD) vào quý 3/2007, dự trữ ngoại hối của Việt Nam bắt đầu chuỗi giảm liên tiếp. Kể từ quý 1/2011, quy mô tài sản này bắt đầu nhích lên và hiện giờ đạt hơn 20 tỷ USD (quý 2/2012). Như vậy, biến động của dự trữ ngoại hối chỉ chịu tác động một phần của tỷ giá và dòng vốn đầu tư nước ngoài. Nhân tố có ảnh hưởng lớn tới dự trữ ngoại hối là cán cân thương mại và chi tiêu của Chính phủ.

Qua phân tích diễn biến chính sách tỷ giá, mối quan hệ giữa chính sách tỷ giá với chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ của Việt Nam cũng như tìm hiểu kinh nghiệm của một số nước Châu Á, nghiên cứu sinh rút ra được những điểm đáng lưu ý sau đây:

- Chế độ tỷ giá của Việt Nam đã chuyển từ đa tỷ giá sang một tỷ giá chính thức là tỷ giá bình quân trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng, phản ánh rõ hơn tình hình cung cầu ngoại tệ trên thị trường.

- Tuy nhiên, cách thức điều hành tỷ giá cho thấy chế độ tỷ giá của Việt Nam vẫn là neo với một đồng tiền với biên độ nhỏ. Biên độ dao động và phá giá nội tệ là những công cụ được áp dụng phổ biến. Đặc biệt, VND đã giảm giá mạnh trong

2010-2011, tuy nhiên không giúp cải thiện cán cân thương mại và cán cân vãng lai. Kinh nghiệm từ các nước cho thấy kể từ khi áp dụng chế độ tỷ giá thả nổi có quản lý, NHTW giảm bớt sự phụ thuộc vào các công cụ biên độ dao động và phá giá nội tệ (là hai công cụ thể hiện sự can thiệp quá sâu mang tính chất tình thế), nền kinh tế các nước này phát triển tương đối ổn định.

-Trong nửa đầu năm 2012, NHNN chuyển tập trung vào công cụ lãi suất. Việc giảm mạnh lãi suất VND trong thời gian qua có thể gây sức ép lên tỷ giá và dẫn đến những bất ổn cho nền kinh tế trong hai quý còn lại.

-Cơ chế truyền dẫn tác động lẫn nhau của chính sách tỷ giá với chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ là rất phức tạp, không rõ ràng. Như đã phân tích ở trên, do cấu trúc nền kinh tế Việt Nam (vừa mở cửa vừa cải cách), nhu cầu nhập khẩu là rất lớn, độ thâm thâu của tỷ giá lên nền kinh tế là khá chậm.

4.2. Thực trạng chính sách tỷ giá của Việt Nam thông qua kiểm định mô hình kinh tế lượng

4.2.1. Hiệu ứng trung chuyển của tỷ giá và các nhân tố tác động

Như đã đề cập trong phần Tổng quan tình hình nghiên cứu (Chương 1), phần lớn các nghiên cứu trước đây trên thế giới và ở Việt Nam sử dụng mô hình VAR để kiểm định. Điển hình là 4 nghiên cứu sau đây của Michele Ca' Zorzi, Elke Hahn và Marcelo Sanschez (2007); Võ Văn Minh (2009); Nguyen Dinh Minh Anh, Tran Mai Anh, và Vo Tri Thanh (2010); và Lian An và Jian Wang (2011). Tuy nhiên, có đôi chút khác biệt về các biến được đưa vào mô hình ở 4 nghiên cứu này.

Những biến số kinh tế giống nhau trong cả 4 nghiên cứu gồm: ***sản lượng, chỉ số giá dầu thô, tỷ giá danh nghĩa đa phương, chỉ số giá tiêu dùng***.

Michele Ca' Zorzi và các cộng sự xây dựng mô hình VAR với sáu (6) biến kinh tế, ngoài 4 biến kể trên còn có biến *Chỉ số giá nhập khẩu* và *Lãi suất ngắn hạn*.

Nghiên cứu của Võ Văn Minh cũng xem xét sáu (6) biến kinh tế, ngoài 4 biến số trên có thêm hai biến là *Chỉ số giá nhập khẩu* và *Cung tiền mở rộng*.

Nghiên cứu của nhóm nghiên cứu sinh từ Viện Nghiên cứu Quản lý Kinh tế Trung ương (CIEM) bao gồm tám (8) biến kinh tế, ngoài 4 biến nói trên có thêm bốn biến số là *tiền gửi ngoại tệ (FCD – Foreign currency deposits)* và *tiền VND trong lưu thông, lãi suất VND và lãi suất đôla Mỹ*. Lãi suất VND được các nghiên cứu sinh sử dụng lãi suất huy động của Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BIDV).

Mô hình của hai nghiên cứu sinh Lian An và Jian Wang gồm có tám (8) biến kinh tế, ngoài 4 biến nói trên bổ sung 4 biến số là *lãi suất ngắn hạn, chỉ số giá xuất khẩu, chỉ số giá nhập khẩu, và chỉ số giá sản xuất*.

Để có thể có cái nhìn trực quan hơn, chúng ta hãy xem xét Bảng 4.1 dưới đây.

Bảng 4.1. Các biến số kinh tế trong các mô hình nghiên cứu

Biến số kinh tế trong mô hình VAR	Michele Ca' Zorzi và cộng sự	Võ Văn Minh	CIEM	Lian An và Jian Wang
Chỉ số giá dầu	X	X	X	X
GDP	X	X	X	X
Tỷ giá danh nghĩa (NEER)	X	X	X	X
Chỉ số giá nhập khẩu	X	X		X
Chỉ số giá tiêu dùng	X	X	X	X
Chỉ số giá xuất khẩu				X
Chỉ số giá sản xuất				X
Lãi suất ngắn hạn nội tệ	X		X	X
Lãi suất ngắn hạn USD			X	
Cung tiền (M2)		X	X	

(Nguồn: Tác giả tổng hợp từ các nghiên cứu nêu trên)

Như vậy, có thể thấy rằng, về đề tài tác động của tỷ giá tới giá cả đã có khá nhiều nghiên cứu với các mô hình kinh tế lượng được áp dụng để kiểm định các giả thuyết khoa học, tuy nhiên việc áp dụng các biến số kinh tế trong các mô hình không hoàn toàn giống nhau. Sau khi xem xét, nghiên cứu sinh quyết định lựa chọn

mô hình tự hồi quy theo vector với các biến kinh tế sau đây, đồng thời lý giải vì sao lựa chọn một số biến không giống như các nghiên cứu trước đó:

- *Về biến số thể hiện sự phản ứng của chính sách tiền tệ (intr)*: nghiên cứu sinh không chọn Cung tiền mở rộng (M2) bởi vì trong M2 bao gồm cả tiền gửi có kỳ hạn. Khi nghiên cứu hiệu ứng trung chuyển của tỷ giá tức là chúng ta nghiên cứu sau khi tỷ giá biến động sẽ ảnh hưởng tới cung cầu tiền tệ như thế nào, thời gian này có thể tính bằng quý, bằng tháng, thậm chí bằng tuần. Kết hợp từ các nghiên cứu trước nghiên cứu sinh nhận thấy tác động của tỷ giá lên biến số kinh tế xuất hiện sau khoảng từ 2 đến 7 tháng. Chính vì vậy, trong mô hình của mình, nghiên cứu sinh quyết định lấy lãi suất ngắn hạn, vì lãi suất tác động trực tiếp tới giá sản xuất và giá cả hàng hóa. Trong số các loại lãi suất ngắn hạn, nghiên cứu sinh không chọn lãi suất tín phiếu kho bạc (do lãi suất này nhiều khi chịu sức ép của NHNN) và lãi suất qua đêm (do lãi suất này liên quan tới tính thanh khoản nhiều hơn là giá sản xuất). Lý tưởng nhất là lãi suất cho vay ngắn hạn bình quân của các NHTM Việt Nam. Vì vậy, nghiên cứu sinh quyết định lựa chọn *lãi suất cho vay bình quân của các ngân hàng đối với khách hàng làm tham chiếu*.

- *Về giá dầu (oil)*: dầu thô là mặt hàng xuất khẩu chủ lực của Việt Nam với tỷ trọng 17% tổng kim ngạch xuất khẩu. Chỉ số giá dầu xuất khẩu của Việt Nam được lấy theo chỉ số giá dầu của thế giới với năm gốc là 2005, đây là chỉ số trung bình của 3 giá dầu giao ngay là Dated Brent, West Texas Intermediate, và Dubai Fateh. Đây có thể được coi là biến ngoại sinh quan trọng nhất do giá dầu ảnh hưởng tới tất cả các biến còn lại. Giá dầu là một trong những biến số được sử dụng để tính tỷ giá cân bằng (Fundamental Equilibrium Exchange Rate – FEER), trong đó giá dầu ảnh hưởng nhiều nhất tới cân bằng ngoại (tức cán cân vãng lai). Việt Nam xuất khẩu dầu thô trong khi lại nhập khẩu xăng dầu đã qua lọc, vì vậy mối quan hệ giữa giá dầu và tỷ giá chắc chắn tồn tại trong trung hạn, trong ngắn hạn mối tương quan này có thể chưa thể hiện rõ. (Nguồn: IMF)

- *Sản lượng (ipi)*: đo bằng tổng sản phẩm quốc nội GDP (đo bằng triệu đôla Mỹ). Tuy nhiên, số liệu GDP chỉ được tổng hợp theo quý, vì vậy có thể nghiên cứu sinh sẽ sử dụng chỉ tiêu giá trị sản xuất công nghiệp (theo tháng) để thay thế, do

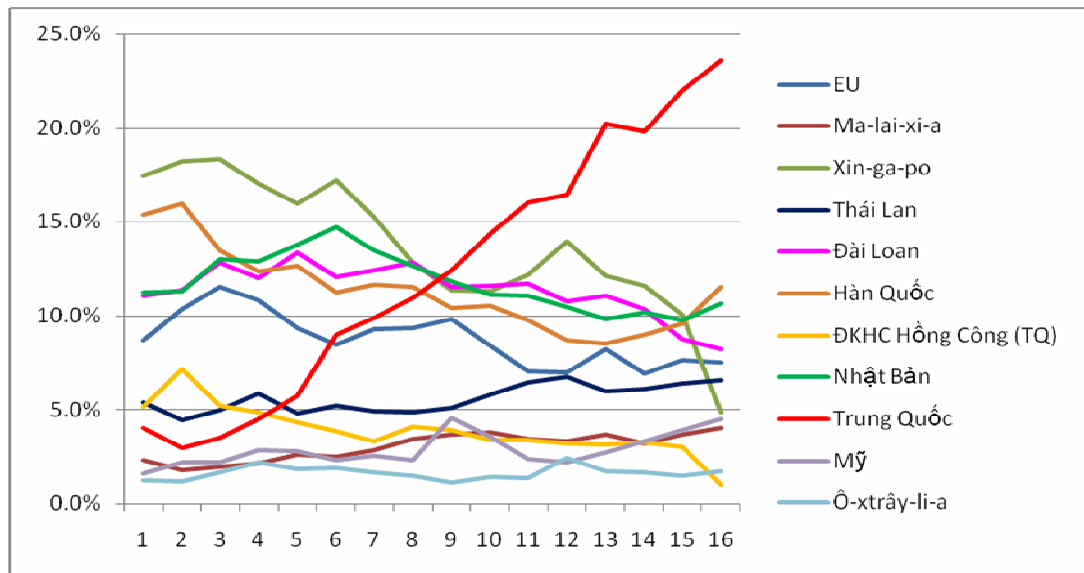
tỷ trọng của giá trị sản xuất công nghiệp trong tổng sản phẩm quốc nội khá ổn định qua thời gian.

- *Tỷ giá danh nghĩa đa phương (neer)*: lấy từ nguồn của Datastream, Thomson Financial, chỉ số tỷ giá danh nghĩa đa phương tiếp cận 20 quốc gia có quan hệ thương mại với Việt Nam: Nhật Bản, Singapore, Trung Quốc, Hàn Quốc, Mỹ, Thái Lan, Australia, Hongkong, Đức, Malaysia, Pháp, Indonexia, Anh, Hà Lan, Nga, Philippines, Thụy Sĩ, Italia, Bỉ, và Ấn Độ.

- *Chỉ số giá tiêu dùng (cpi)*: được lấy từ nguồn NHNN Việt Nam

- *Chỉ số giá nhập khẩu (impi)*: nghiên cứu sinh gặp nhiều khó khăn nhất trong việc thu thập chỉ số này. Ban đầu, nghiên cứu sinh dự định nếu không lấy được từ Tổng cục Thống kê, sẽ tự tính chỉ số giá nhập khẩu của Việt Nam dựa trên chỉ số giá xuất khẩu của các đối tác thương mại chính.

Biểu đồ dưới đây mô tả tỷ trọng hàng xuất khẩu vào Việt Nam của một số nước là đối tác thương mại chính (tổng giá trị xuất khẩu vào Việt Nam của 11 quốc gia này chiếm trên 83% tổng kim ngạch nhập khẩu của Việt Nam).



(Nguồn: Tổng cục Thống kê)

Biểu đồ 4.16. Tỷ trọng xuất khẩu của các nước vào Việt Nam (1995-2011)

Tuy nhiên, sau cùng, nghiên cứu sinh đã thu thập được chỉ số giá nhập khẩu theo tháng từ Tổng cục Thống kê.

Mô hình tự hồi quy theo vector (VAR) được sử dụng để phân tích hiệu ứng trung chuyển của tỷ giá có dạng như sau:

$$Y_t = c + \sum_{i=1}^p \phi_i Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (4.1)$$

Trong đó: Y_t là vector các biến nội sinh (tỷ giá, giá nhập khẩu, giá tiêu dùng, lãi suất...); c : hằng số; Φ_t : ma trận các hệ số hồi quy; và ε_t : phần dư (nhiều trắng).

Bộ số liệu

Số liệu để chạy mô hình bao gồm 06 chuỗi theo thời gian (từ tháng 1/2000 đến tháng 9/2011). 6 biến có đơn vị chưa đồng nhất, vì vậy, để đảm bảo mô hình thể hiện rõ mối tương quan giữa các biến, cần phải quy tất cả các biến về cùng một đơn vị bằng phương pháp logarit. 6 biến mới được thành lập bao gồm:

- Loil: giá dầu
- Lipi: giá trị sản xuất công nghiệp (đại diện cho tăng trưởng)
- Lneer: tỷ giá danh nghĩa đa phương
- Limpi: giá hàng hóa nhập khẩu
- Lcpi: giá hàng hóa tiêu dùng
- Lintr: lãi suất ngắn hạn

Bước tiếp theo, cần kiểm tra xem các chuỗi số liệu có phải là chuỗi dừng không (như đã trình bày ở trên, mô hình VAR chỉ phù hợp khi các biến là biến dừng). Nếu ban đầu chuỗi số liệu là không dừng, cần lấy sai phân bậc 1 để điều chỉnh chuỗi thành chuỗi dừng mà không ảnh hưởng tới bản chất biến động của chuỗi. (*Phụ lục 1*).

Sau khi kiểm định, chuỗi số liệu bộc lộ là chuỗi không dừng. Sai phân bậc 1 đã được áp dụng, và sau đó, chuỗi trở thành chuỗi dừng, sẵn sàng cho việc chạy mô hình kiểm định tự hồi quy VAR.

Chạy mô hình VAR

Kết quả chạy thử nghiệm hàm VAR với hai độ trễ bậc 2 (*Xem Phụ lục 2*) và 4 (*Phụ lục 3*) thể hiện các mối tương quan giữa các biến như sau:

- **Giá dầu** kỳ này (kỳ 1) tỷ lệ thuận với giá dầu, giá nhập khẩu, giá tiêu dùng, lãi suất của kỳ sau (kỳ 2); sang kỳ sau nữa tiếp tục tỷ lệ thuận với lãi suất nhưng tỷ lệ nghịch với lạm phát (kỳ 3).

- **Tăng trưởng sản xuất** kỳ 1 tỷ lệ thuận với giá dầu và chính nó ở kỳ 2; nhưng sau đó lại tỷ lệ nghịch với chính nó và tỷ lệ thuận với giá tiêu dùng ở kỳ 3; và sang kỳ 5 lại tỷ lệ nghịch với giá dầu.

- **Tỷ giá danh nghĩa** kỳ 1 tỷ lệ nghịch với giá nhập khẩu và giá tiêu dùng của kỳ 2; nhưng sang kỳ 3 tỷ lệ thuận với giá tiêu dùng; và sau đó tỷ lệ nghịch với giá dầu và với chính nó ở kỳ thứ 5. Đặc biệt ở kỳ thứ hai, tác động của tỷ giá lên giá nhập khẩu gần gấp đôi tác động của tỷ giá lên chỉ số giá tiêu dùng.

- **Giá nhập khẩu** kỳ 1 tỷ lệ thuận với giá dầu và giá nhập khẩu của kỳ 2; sang kỳ 3 tỷ lệ thuận với giá tiêu dùng nhưng tỷ lệ nghịch với chính nó; và sang kỳ thứ 5 lại tỷ lệ nghịch với giá dầu.

- **Lãi suất** kỳ 1 tỷ lệ thuận với tỷ giá danh nghĩa và giá nhập khẩu của kỳ 2; sang kỳ 3 tỷ lệ nghịch với giá dầu, tỷ lệ thuận với giá tiêu dùng; nhưng đến kỳ 4 tỷ lệ nghịch với giá tiêu dùng; và sang kỳ 5 tiếp tục tỷ lệ nghịch với giá dầu.

Từ quan sát trên chúng ta nhận thấy một số mối tương quan đã thay đổi chiều theo thời gian, đó là:

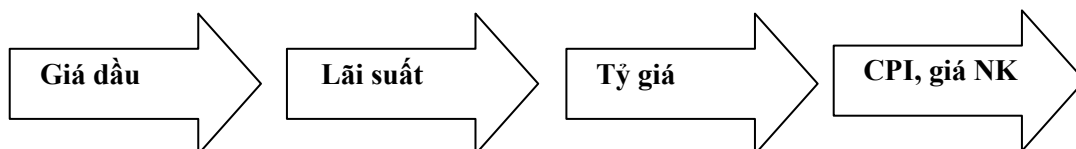
- Giá dầu với giá tiêu dùng.
- Tỷ giá danh nghĩa và giá tiêu dùng.
- Tăng trưởng sản xuất với giá dầu và với chính nó.
- Lãi suất với giá tiêu dùng.

Điều này được minh họa rõ nét hơn qua các đồ thị trong Phụ lục 6.

Kiểm định mối quan hệ nhân quả giữa các biến

Với độ trễ là 2 (xem Phụ lục 4)

Với độ trễ là 2, kiểm định mô hình VAR cho ta thấy giữa các biến số tồn tại mối quan hệ nhân - quả được thể hiện qua sơ đồ sau:

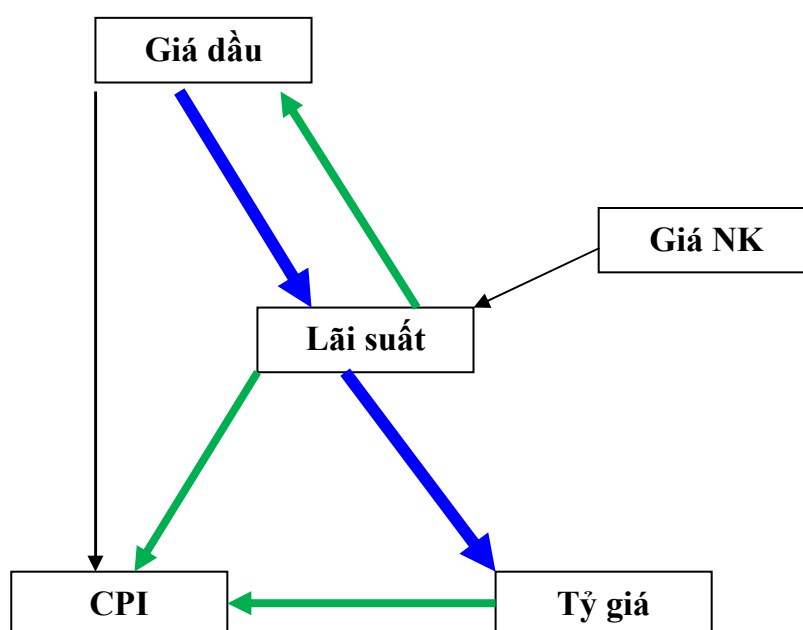


Nguồn: Theo kết quả tính toán ở trên

Sơ đồ 4.1. Quan hệ nhân quả giữa tỷ giá và các biến vĩ mô (độ trễ =2)

Với độ trễ là 4 (xem Phụ lục 5)

Với độ trễ là 4, kiểm định VAR cho thấy mối quan hệ nhân – quả giữa các biến như sau:



(Nguồn: Theo kết quả tính toán ở trên)

Sơ đồ 4.2. Quan hệ nhân quả giữa tỷ giá với các biến vĩ mô (độ trễ =4)

4.2.2. Kiểm định hệ số co giãn của cầu xuất nhập khẩu đối với tỷ giá

Hàm cầu nhập khẩu tổng quát có dạng:

$$\ln M_i = a + b \ln \left(\frac{P_M}{P_X} \right) + c \ln Y_i + d \ln \text{NER} + u_i \quad (4.2)$$

Trong đó:

- M : chỉ số khối lượng nhập khẩu của nhóm hàng hóa
- P_M : chỉ số giá nhập khẩu của nhóm hàng hóa
- Y : chỉ số GDP thực tế của Việt Nam
- WPI : chỉ số giá hàng nội địa cạnh tranh với hàng nhập khẩu
- NER : tỷ giá danh nghĩa USD/VND
- u : số hạng sai số
- b : độ co giãn của cầu nhập khẩu theo giá tương đối
- c : độ co giãn của cầu nhập khẩu theo thu nhập
- d : độ co giãn của cầu nhập khẩu theo tỷ giá

Hàm cầu xuất khẩu tổng quát có dạng:

$$\ln X_i = a + b \ln \left(\frac{P_X}{P_XW} \right) + c \ln YW_i + d \ln \text{NER} + u_i \quad (4.3)$$

Trong đó:

- X : chỉ số khối lượng xuất khẩu của nhóm hàng hóa
- P_X : chỉ số giá xuất khẩu của nhóm hàng hóa của Việt Nam
- P_XW : trung bình có trọng số chỉ số giá xuất khẩu của các nước bạn hàng
- YW : trung bình có trọng số của thu nhập thực tế (GDP) của các nước bạn hàng
- NER : tỷ giá danh nghĩa USD/VND
- u : số hạng nhiễu ngẫu nhiên
- b : độ co giãn của cầu xuất khẩu theo giá tương đối
- c : độ co giãn của cầu xuất khẩu theo thu nhập
- d : độ co giãn của cầu xuất khẩu theo tỷ giá

Biến *tỷ giá danh nghĩa* được tách riêng thành một biến độc lập trong hàm cầu xuất nhập khẩu với lý do sau đây:

Đối với hàm cầu nhập khẩu	Đối với hàm cầu xuất khẩu
Việt Nam vẫn là quốc gia có tình trạng đôla hóa cao (tính đến cuối 2011, tỷ lệ tiền gửi ngoại tệ/M2 xấp xỉ 15%, tỷ lệ tiền gửi ngoại tệ/tổng tiền gửi xấp xỉ 19%), có nghĩa là vẫn tồn tại các giao dịch thanh toán trực tiếp bằng ngoại tệ. Do vậy, giá nội địa của những mặt hàng cạnh tranh với hàng nhập khẩu (WPI) ít chịu ảnh hưởng của tỷ giá.	VND chưa phải là đồng tiền có khả năng chuyển đổi, giá hàng Việt Nam xuất khẩu thường được yết bằng USD, vì vậy P_X khá độc lập với tỷ giá.
Một số mặt hàng đã được sản xuất tại Việt Nam nhưng nguồn nguyên liệu đầu vào có nguồn gốc nhập khẩu. Do vậy, WPI vẫn liên quan tới giá nhập khẩu.	Chỉ số giá xuất khẩu của các nước bạn hàng (PXW) ít chịu tác động của tỷ giá USD/VND do các nước đó không chỉ xuất khẩu đi Việt nam mà còn đi nhiều quốc gia khác
Do yêu cầu của mô hình phải có thông số “khối lượng”, việc lấy tất cả các mặt hàng xuất nhập khẩu là không thể, vì vậy nhiều mặt hàng không có mặt để được phản ánh trong P_M và P_X . Do vậy, tách riêng tỷ giá là phù hợp.	

Để đảm bảo việc tách riêng biến tỷ giá không làm cho mô hình trở nên khuyết tật, nghiên cứu sinh đã tiến hành kiểm định mối tương quan giữa biến NER với các biến P_M và WPI (hàm cầu nhập khẩu), với P_X và PXW (hàm cầu xuất khẩu). Kết quả như sau:

Bảng 4.2. Tương quan NER với các biến của hàm cầu XNK

	NER	P_M	WPI		NER	P_X	PXW
NER	1,0	0,71	0,74	NER	1,0	0,31	0,78
P_M	0,71	1,0	0,95	P_X	0,31	1,0	0,30
WPI	0,74	0,95	1,0	PXW	0,78	0,30	1,0

Nguồn: Tính toán của tác giả

Các hệ số tương quan đều nhỏ hơn 0,8 trong bảng trên, cho thấy NER không có tương quan mật thiết với các biến giá cả, nói cách khác, NER không bị “dính” vào các biến giá cả trong mô hình. Như vậy, việc tách NER thành một biến độc lập không làm cho mô hình mất đi ý nghĩa thống kê.

Để kiểm định các phần dư có tự tương quan hay không (là một trong những nguyên nhân khiến cho mô hình trở nên không đảm bảo được ý nghĩa kinh tế), thủ tục trung bình trượt (moving average – ma(4)) và tự hồi quy (arima(1)) được đưa vào sử dụng. Thống kê Durbin-Watson cho kết quả bằng 1.86, có nghĩa không tồn tại hiện tượng tự tương quan của phần dư trong mô hình. Nói cách khác, ước lượng các biến là đúng.

Bảng 4.3. Kiểm định tự tương quan

Biến phụ thuộc: LM
 Phương pháp ước lượng bình quân nhỏ nhất
 Ngày: 06/18/12 Giờ: 22:54
 Mẫu (đã được hiệu chỉnh): 2000:2 2011:4
 Số quan sát: 47 sau khi đã hiệu chỉnh
 Hội tụ sau 13 vòng lặp

Biến độc lập	Hệ số	Sai số tiêu chuẩn	Thống kê t	Mức ý nghĩa
LNER	-2.813495	0.697301	-4.034833	0.0002
LPM	-0.255612	0.194605	-1.313494	0.1967
LY	0.086512	0.111989	0.772505	0.4445
LWPI	-0.299103	0.239273	-1.250049	0.2187
T	0.042998	0.009650	4.455897	0.0001
C	18.76071	3.646874	5.144327	0.0000
AR(1)	0.278587	0.170549	1.633470	0.1104
MA(4)	0.133696	0.184025	0.726507	0.4719
R-bình phương	0.790346	TB biến phụ thuộc		4.631654
R-bình phương điều chỉnh	0.752716	Sai số tiêu chuẩn của biến phụ thuộc		0.214731
Sai số tiêu chuẩn của hồi quy	0.106781	Chỉ số Akaike info		-1.482238
Tổng bình phương các phần dư	0.444683	Chỉ số Schwarz		-1.167320
Tỷ số hợp lý	42.83260	Thống kê F		21.00301
TK Durbin-Watson	1.860470	Mức ý nghĩa của F		0.000000

Sau khi thực hiện hiệu chỉnh các khuyết tật của mô hình ta thấy, các biến Y và WPI không có tác động tới khối lượng nhập khẩu. Khi bỏ hai biến đó ra khỏi mô hình, ta được kết quả sau đây:

Bảng 4.4. Hệ số co giãn cầu nhập khẩu đối với tỷ giá

Biến phụ thuộc: LM

Phương pháp ước lượng bình phương nhỏ nhất

Ngày: 06/18/12 Giờ: 22:54

Mẫu (đã điều chỉnh): 2000:2 2011:4

Số quan sát: 47 sau khi đã hiệu chỉnh

Hội tụ sau 11 vòng lặp

Biến độc lập	Hệ số	Sai số tiêu chuẩn	Thống kê t	Mức ý nghĩa
LNER	-2.544398	0.617654	-4.119457	0.0002
LPM	-0.401585	0.147257	-2.727111	0.0094
T	0.040702	0.007437	5.472759	0.0000
C	17.26224	3.129032	5.516799	0.0000
AR(1)	0.210241	0.165747	1.268446	0.2118
MA(4)	0.054254	0.171227	0.316855	0.7530
R-bình phương	0.779409	Trung bình biến phụ thuộc		4.631654
R-bình phương điều chỉnh	0.752507	Sai số tiêu chuẩn của biến phụ thuộc		0.214731
Sai số tiêu chuẩn của hồi quy	0.106826	Chỉ số Akaike info		-1.516490
Tổng bình phương phần dư	0.467882	Chỉ số Schwarz		-1.280301
Tỷ số hợp lý	41.63752	Thống kê F		28.97283
TK Durbin-Watson	1.902694	Mức ý nghĩa của F		0.000000

Như vậy, với độ tin cậy 99%, kiểm định cho ta kết quả hệ số co giãn cầu nhập khẩu đối với tỷ giá của Việt Nam là -2,544398, nghĩa là ***khi tỷ giá tăng 1% thì cầu nhập khẩu giảm 2,544398%***.

Hệ số co giãn của cầu xuất khẩu

Sau khi làm các thủ tục tương tự để hiệu chỉnh các khuyết tật của mô hình, ta thu được kết quả sau:

Bảng 4.5. Hệ số co giãn cầu xuất khẩu đối với tỷ giá

Biến phụ thuộc: LX

Phương pháp ước lượng bình phương nhỏ nhất

Ngày: 07/25/12 Giờ: 15:56

Mẫu: 2000:1 2011:4

Số quan sát: 48

Biến độc lập	Hệ số	Sai số tiêu chuẩn	Thống kê t	Mức ý nghĩa
LNER	0.557073	0.186850	2.981390	0.0047
LPXW	1.499857	0.285494	5.253548	0.0000
LYW	2.892789	0.259796	11.13487	0.0000
C	-18.19244	0.641344	-28.36613	0.0000
R-bình phương	0.991092	Trung bình biến phụ thuộc		4.666676
R-bình phương điều chỉnh	0.990484	Sai số tiêu chuẩn biến phụ thuộc		0.639368
Sai số tiêu chuẩn của hồi quy	0.062369	Chỉ số Akaike info		-2.631827
Tổng bình phương phần dư	0.171158	Chỉ số Schwarz		-2.475894
Tỷ số hợp lý	67.16385	Thống kê F		1631.729
TK Durbin-Watson	1.805551	Mức ý nghĩa của F		0.000000

Hệ số co giãn của cầu xuất khẩu đối với tỷ giá là 0,557073, nghĩa là ***khi tỷ giá danh nghĩa tăng 1%, cầu xuất khẩu của Việt Nam tăng 0,557073%.***

Như vậy, tổng trị giá tuyệt đối hệ số co giãn đối với tỷ giá của cầu xuất khẩu và cầu nhập khẩu bằng:

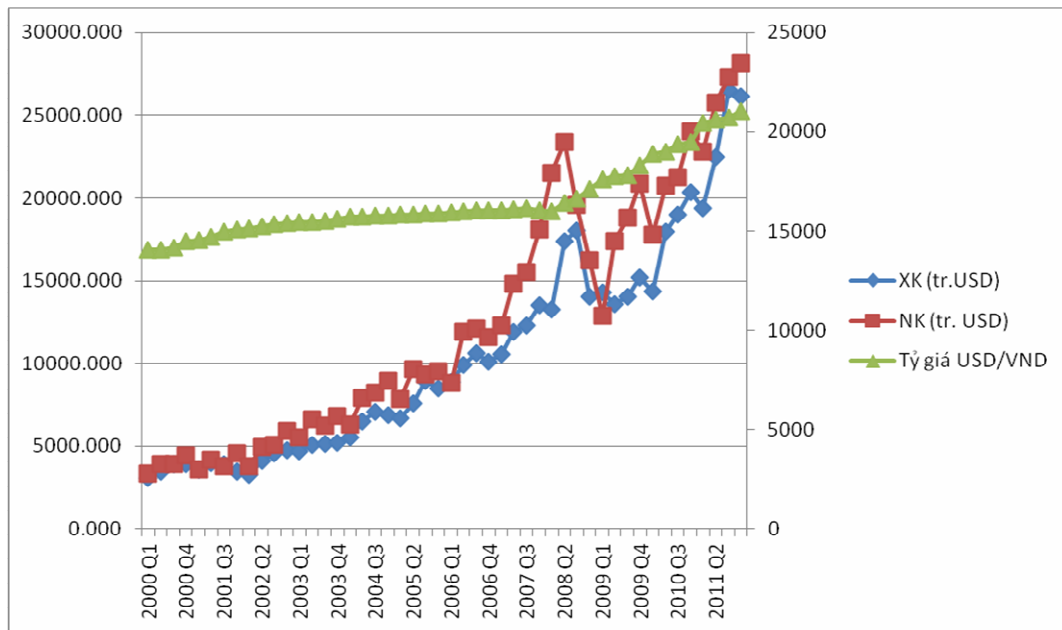
$$0,557073 + 2,544398 = \mathbf{3,101471 > 1}$$

Kết quả này thỏa mãn điều kiện Marshall-Lerner, hàm ý khi Việt Nam thực hiện phá giá VND, cán cân thương mại nói riêng và cán cân vãng lai nói chung sẽ được cải thiện.

Tuy nhiên, với số liệu nghiên cứu được thu thập qua hơn một thập kỷ, kết quả kiểm định cho thấy trên thực tế, khi VND giảm giá, cán cân thương mại của Việt Nam không những không được cải thiện mà còn thâm hụt sâu hơn. Điều này có thể được lý giải như sau:

- *Thứ nhất*, do cấu trúc của nền kinh tế Việt Nam. Trong bối cảnh vừa tiến hành mở cửa nền kinh tế vừa thực hiện cải cách, Việt Nam vẫn luôn là quốc gia nhập khẩu. Vì vậy, biện pháp phá giá nội tệ đã không phát huy được tác dụng để đạt mục tiêu cải thiện cán cân vãng lai. Độ thâm thấu của tỷ giá không tác động nhiều tới xuất khẩu bằng nhập khẩu, cụ thể là khi đồng nội tệ giảm giá, cầu nhập khẩu tăng mạnh hơn

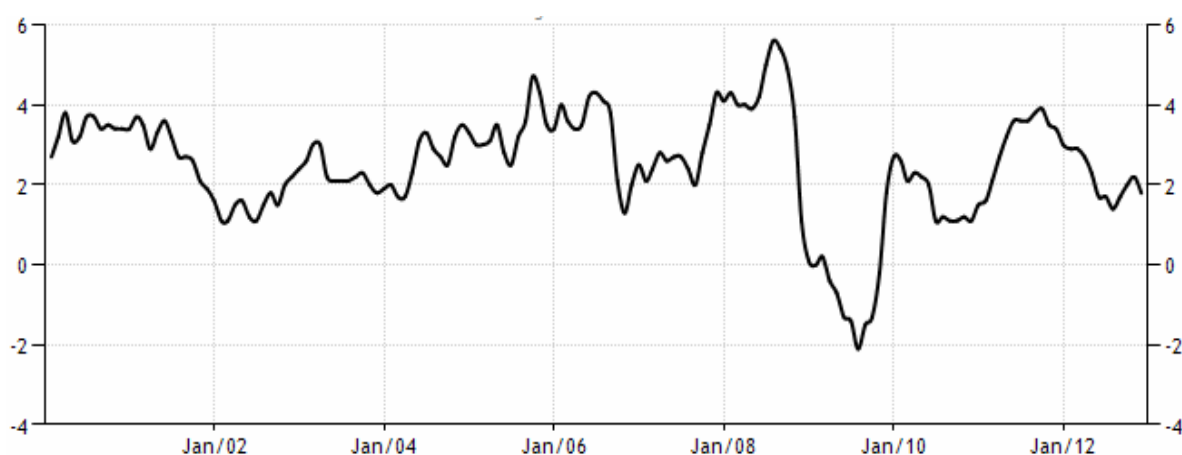
(Xem Biểu đồ 4.17). Việc phá giá có thể không phản ánh đầy đủ điều kiện Marshall-Lerner, tuy nhiên, có thể thấy phá giá cũng có thể có tác động làm thâm hụt cán cân vãng lai trở nên xấu hơn những gì đang được quan sát. Như vậy, vấn đề này cần tiếp tục được nghiên cứu sâu hơn, trong đó cần tập trung đánh giá liệu mức độ phá giá VND trước đây đã đủ lớn, đồng thời cần phải chỉ ra được thời điểm và cách thức phá giá có thể tác động như thế nào.



Nguồn: IFS

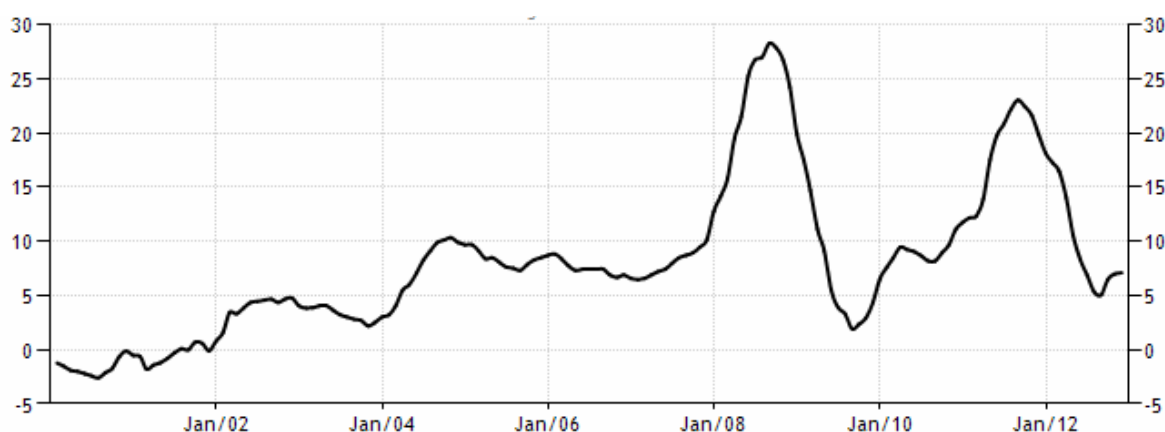
Biểu đồ 4.17. Tỷ giá, xuất khẩu và nhập khẩu của Việt Nam (2000-2011)

-*Thứ hai*, lạm phát của Việt Nam trong nhiều năm luôn cao hơn nhiều so với lạm phát của Mỹ. Biểu đồ 4.18 và 4.19 cho thấy qua hơn một thập kỷ (2000-2012) lạm phát ở Mỹ dao động từ -2% đến dưới 6%, trong khi ở Việt Nam chỉ tiêu này luôn lớn hơn một chữ số. Vì vậy, VND giảm giá danh nghĩa cũng không bù đắp nổi sự gia tăng của lạm phát. Cũng giống như ở trên, câu hỏi cần được tiếp tục nghiên cứu, đó là “xuất phát điểm của lạm phát ở Việt Nam là từ đâu?”. Tăng trưởng nóng, hay do chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa có vấn đề? Kết quả nghiên cứu trên đây của luận án mang tính chất hỗ trợ thông tin để nhà hoạch định chính sách có cái nhìn sâu sắc hơn về nguyên nhân của các vấn đề kinh tế: *tăng trưởng kinh tế do xuất khẩu sẽ mất ý nghĩa nếu nền kinh tế không giải quyết được vấn đề về cấu trúc – lạm phát*.



Nguồn: www.tradingeconomics.com

Biểu đồ 4.18. Lạm phát ở Mỹ (2000-2012)

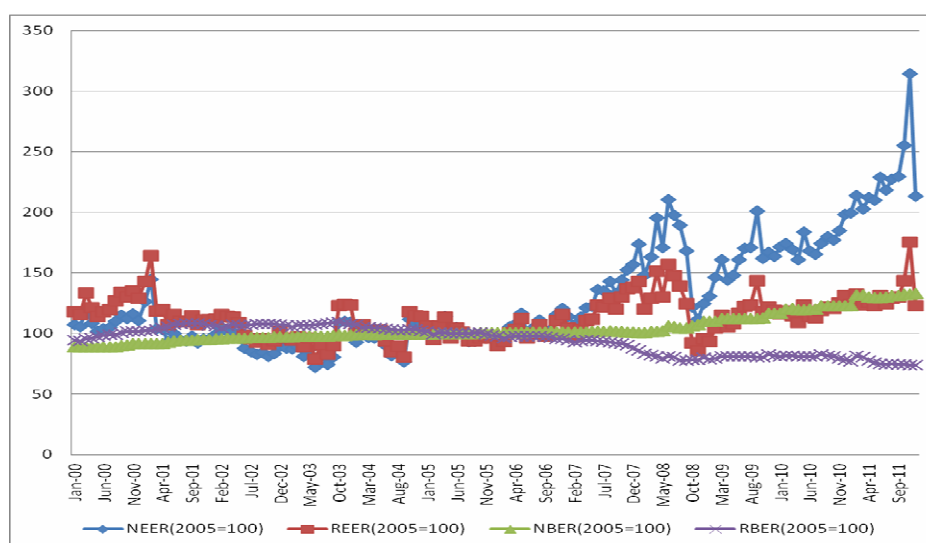


Nguồn: www.tradingeconomics.com

Biểu đồ 4.19. Lạm phát ở Việt Nam (2000-2012)

- *Thứ ba*, giả định của điều kiện Marshall-Lerner có điểm chưa sát với thực tế. Cụ thể là giá cả và thu nhập không thể cố định, do đó cầu luôn luôn thay đổi. Hơn nữa, khi cầu thay đổi, cung không thể là vô hạn do giá cả hàng hóa xuất khẩu tính bằng nội tệ hay giá hàng hóa nhập khẩu tính bằng ngoại tệ cũng thay đổi theo.

Để có thể hiểu rõ hơn về vấn đề này, nghiên cứu sinh đã tính toán các chỉ số tỷ giá danh nghĩa và tỷ giá thực song phương (giữa VND với USD) và đa phương (giữa VND với 20 đồng tiền của các đối tác thương mại quan trọng). Kết quả thu được thể hiện qua Biểu đồ 4.20 dưới đây.



Nguồn: Datastream, Thomson Financial

Biểu đồ 4.20. Chỉ số tỷ giá danh nghĩa, thực song phương và đa phương của VND (2005=100)

Ta nhận thấy trong giai đoạn 2000 đến 2006-2007, đường tỷ giá thực song phương và đa phương luôn nằm phía trên và theo sát đường tỷ giá danh nghĩa. Tuy nhiên, từ 2006 cho đến nay, tỷ giá danh nghĩa và tỷ giá thực ngày càng cách xa nhau. Cụ thể, chỉ số tỷ giá danh nghĩa USD/VND tăng mạnh trong năm 2010-2011, nhưng chỉ số tỷ giá thực USD/VND lại càng đi xuống dưới mức 100, nói cách khác trên thực tế VND đang bị định giá cao so với USD. Quan sát hai chỉ số tỷ giá đa phương (NEER và REER) ta thấy, tuy chỉ số tỷ giá thực REER nằm phía trên mức 100 nhưng vẫn thấp hơn nhiều so với tỷ giá danh nghĩa. Điều này đã góp phần lý giải vì sao VND được NHNN điều chỉnh giảm giá khá mạnh trong thời gian qua nhưng đã không giúp cải thiện xuất nhập khẩu.

4.3. Kết quả và hạn chế của chính sách tỷ giá ở Việt Nam

Qua đối chiếu với các chỉ tiêu phản ánh sự hoàn thiện của chính sách tỷ giá (đã được trình bày trong chương 2), nghiên cứu sinh tổng hợp những kết quả đã đạt được và những hạn chế của chính sách tỷ giá ở Việt nam trong thời gian qua.

4.3.1. Kết quả đã đạt được

- *Thâm hụt cán cân vãng lai giảm:* Tính đến cuối năm 2011, đầu 2012, mức thâm hụt cán cân vãng lai đã giảm từ hơn 6% GDP (2009) xuống còn khoảng 4% GDP. Có được kết quả này một phần là nhờ sự hỗ trợ của chính sách tỷ giá, sau một

giai đoạn VND giảm giá liên tục đã có sự ổn định, tạo động lực cho các doanh nghiệp xuất khẩu yên tâm về giá, tập trung nâng cao chất lượng sản phẩm.

- *Lạm phát giảm*: Tỷ lệ lạm phát cũng đã giảm từ 11,8% năm 2010 xuống còn 9,5% năm 2011. Đây là kết quả của sự kết hợp nhiều biện pháp của Chính phủ như thực hiện chương trình hỗ trợ, bình ổn giá, thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt nhằm thu hút nội tệ vào hệ thống ngân hàng như giảm lãi suất huy động ngoại tệ, phát hành Trái phiếu Chính phủ.

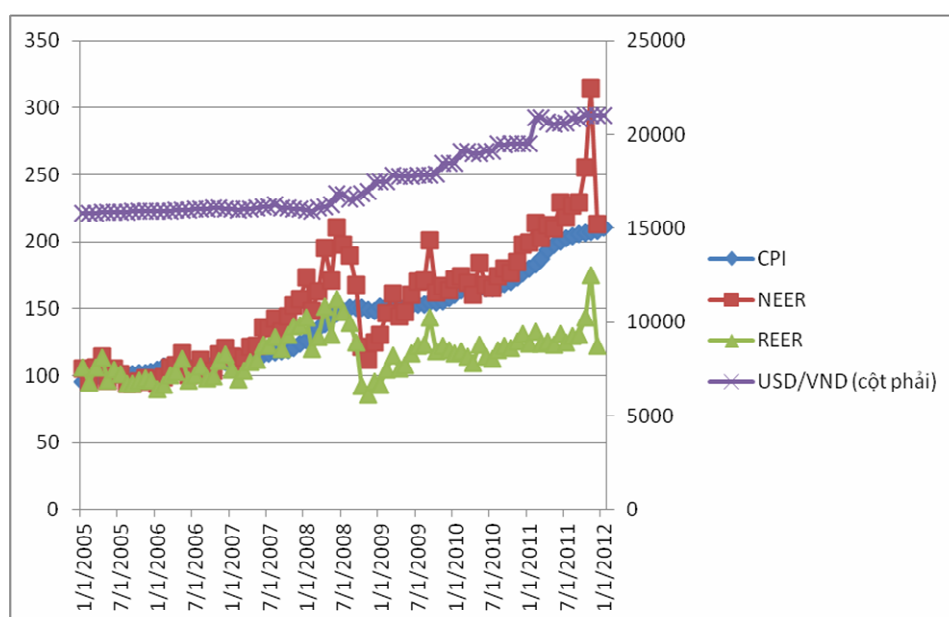
- *Sự quyết tâm và chủ động bước đầu của NHNN*: Tuyên bố của Thống đốc NHNN cam kết cho đến cuối năm 2012, tỷ giá chỉ dao động tối đa 3% đã là một tín hiệu cho thấy sự chủ động, quyết tâm của cơ quan điều hành chính sách tiền tệ quốc gia. Thực tế cho thấy trong những tháng đầu năm 2012, tỷ giá USD/VND khá ổn định. Đi cùng với tuyên bố trên, NHNN cũng chủ động công bố kế hoạch cắt giảm lãi suất khi lạm phát đã hạ nhiệt, nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

4.3.2. Hạn chế và nguyên nhân

4.3.2.1. Hạn chế

Chính sách tỷ giá ở Việt Nam được đánh giá là chưa hoàn thiện, cụ thể như sau:

- *Mục tiêu đảm bảo cân bằng nội chưa đạt được*: Mặc dù tỷ lệ lạm phát cũng đã giảm từ 11,8% năm 2010 xuống còn 9,5% năm 2011, chiều đi lên có thể nói là liên tục của chỉ số giá tiêu dùng cộng với diễn biến của tỷ giá VND so với USD cũng như so với các đối tác thương mại trong Biểu đồ 4.21 thể hiện rõ sự chưa ổn định của giá trị đồng nội tệ. Chính phủ mới đây đã công bố: qua 6 tháng đầu năm 2012 tốc độ tăng giá đã giảm, đạt mức 5,2%. Tuy nhiên, theo quan sát của các nhà nghiên cứu, giá cả giảm không phải do chi phí giảm (điều sẽ giúp hạ nhiệt lạm phát một cách bền vững) mà do hàng tồn kho nhiều, trong điều kiện kinh tế gặp nhiều khó khăn, các doanh nghiệp buộc phải bán hàng tồn kho giảm giá. Kịch bản của những năm trước đang lặp lại, tỷ giá về cuối năm 2012 có xu hướng tăng lên, sức ép giảm giá VND là rất lớn gây nguy cơ bất ổn trên thị trường ngoại hối, do nhu cầu mua ngoại tệ để thanh toán tiền nhập khẩu tăng mạnh, trong điều kiện cung đôla giảm (do tình hình kinh tế thế giới khó khăn, luồng vốn đầu tư trực tiếp và gián tiếp nước ngoài vào có xu hướng giảm, lượng kiều hối giảm mạnh một phần do lãi suất tiền gửi ngoại tệ ở Việt Nam không còn hấp dẫn).



Nguồn: Tác giả tính toán NEER, REER từ Datastream, Financial Thomson

Biểu đồ 4.21. Diễn biến tỷ giá và chỉ số giá tiêu dùng của Việt Nam (2005-2012)

- *Mục tiêu đảm bảo cân bằng ngoại chưa đạt được:* Mức giảm thâm hụt cán cân vãng lai chưa thực sự bền vững, do xuất khẩu gặp nhiều khó khăn. Ngân hàng HSBC đã hạ mức dự đoán tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam từ 20,6% xuống còn 14% trong năm 2012. Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB) cũng đã đưa ra dự đoán cho năm 2012 và 2013, theo đó tuy tăng trưởng GDP đạt 5,7% (2012) và 6,2% (2013), lạm phát cũng tăng lên 11,5% so với 9,5% của 2012, riêng thâm hụt cán cân vãng lai có chiều hướng gia tăng từ -1,5% GDP (2012) lên -2,2% (2013). Mặc dù tỷ giá danh nghĩa tăng nhưng tỷ giá thực lại thấp hơn nhiều khiến cho khả năng cạnh tranh của hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam trở nên kém đi. Lý do quan trọng hơn nữa, ngoài tỷ giá, đó là cơ cấu xuất khẩu của Việt Nam chưa thực sự được cải thiện.

- *NHNN Việt Nam chưa thực sự chủ động, thống nhất trong điều hành chính sách tỷ giá:* Tình hình hiện tại của thị trường cho thấy, đến cuối năm 2012 việc VND sẽ biến động không quá 3% như dự báo của NHNN là chưa chắc chắn. Quyết định giảm lãi suất nội tệ của NHNN mặc dù căn cứ vào tình hình thực tiễn (GDP giảm sút) nhưng chưa tạo ra được sự đồng thuận trong hệ thống ngân hàng, cụ thể chưa đủ sức thuyết phục để các ngân hàng tuân thủ nghiêm túc, bắt buộc NHNN đã phải sử dụng những biện pháp hành chính can thiệp.

Sự chưa hoàn thiện của chính sách tỷ giá ở Việt Nam còn được phản ánh ở việc duy trì chế độ tỷ giá neo với USD với biên độ hẹp trong một thời gian dài, trong điều kiện dự trữ ngoại hối mỏng, thị trường ngoại hối chưa phát triển và thiếu các công cụ phòng vệ rủi ro tỷ giá, lãi suất còn mang nặng tính áp đặt, và chính sách tỷ giá còn dựa nhiều vào công cụ phá giá nội tệ.

Tóm lại, chế độ tỷ giá neo với đồng đôla của Việt Nam trong thời gian qua **chưa** đạt được cả hai mục tiêu quan trọng là góp phần đảm bảo cân bằng nội và cân bằng ngoại.

4.3.2. Nguyên nhân của những hạn chế

Một là, nền kinh tế Việt nam đang trong giai đoạn phát triển, nhu cầu nhập khẩu là rất lớn (phần lớn giá trị nhập khẩu là cho máy móc, thiết bị và nguyên liệu đầu vào của sản xuất). Việc tăng hay giảm giá trị nhập khẩu phụ thuộc chủ yếu vào cơ cấu và chu kỳ kinh tế hơn là tỷ giá. Đối với xuất khẩu cũng vậy, giá trị xuất khẩu của hàng hóa Việt nam phụ thuộc nhiều vào kết quả sản xuất, khai thác (dầu thô, thủy hải sản, dệt may) và khả năng chiếm lĩnh thị trường quốc tế hơn là tỷ giá.

Hai là, thâm hụt ngân sách kéo dài đã khiến cho nợ nước ngoài gia tăng, nhất là trong điều kiện dự trữ ngoại hối của Việt Nam đang giảm sút.

Ba là, tình trạng đôla hóa vẫn còn phổ biến, NHNN không thể kiểm soát một lượng ngoại tệ lớn đang nằm ngoài hệ thống ngân hàng (điều này được chứng minh qua số liệu “nhầm lẫn và sai sót” trên cán cân thanh toán là rất lớn: từ 439 triệu USD (2007) lên 1045 triệu (2008), 9022 triệu (2009) và 3679 triệu (2010). *Nguồn: IMF*).

Bốn là, giữa NHNN và các cơ quan hữu quan như Bộ Tài chính, Ủy ban chứng khoán nhà nước, Bộ Công thương chưa có sự phối hợp chặt chẽ về thông tin và biện pháp giải quyết. Ảnh hưởng của tỷ giá không chỉ giới hạn trong phạm vi hệ thống ngân hàng mà còn liên quan tới nợ nước ngoài, dòng vốn đầu tư nước ngoài, và hoạt động xuất nhập khẩu. Một ví dụ minh họa cho nhận định này, đó là việc NHNN khó có thể kiểm soát được quy mô, cách thức dòng vốn đầu tư gián tiếp đảo chiều, vì vậy không thể nắm được chính xác tình hình cung cầu ngoại tệ phục vụ cho việc thanh toán vốn với nước ngoài. Cũng chính do sự phối hợp chưa đồng bộ

đã khiến công tác dự báo của Chính phủ chưa thực sự chính xác. Qua quan sát, nghiên cứu sinh nhận thấy hiện nay có một số đơn vị cùng thực hiện công tác dự báo về kinh tế, ví dụ Vụ Dự báo Thống kê Tiền tệ thuộc NHNN, Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia thuộc Chính phủ, Vụ Nghiên cứu Kinh tế và Quản lý Trung ương..., mỗi đơn vị áp dụng một phương pháp nghiên cứu và cách tiếp cận vấn đề riêng. Chính vì sự chưa thống nhất trong số liệu dự báo của các cơ quan này, hơn nữa một số chỉ tiêu nhạy cảm chỉ được công bố dưới dạng “khoảng chừng” (ví dụ dự trữ ngoại hối), người làm công tác nghiên cứu thường phải tiếp cận nguồn thông tin từ các tổ chức tài chính quốc tế như Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB), Quỹ Tiền tệ quốc tế (IMF).

Trên cơ sở phân tích và xác định những hạn chế và nguyên nhân gây nên sự thiếu hoàn thiện của chính sách tỷ giá, một số đề xuất và kiến nghị sẽ được nghiên cứu sinh đề cập trong chương 5 của luận án.

CHƯƠNG 5

HOÀN THIỆN CHÍNH SÁCH TỶ GIÁ Ở VIỆT NAM

GIAI ĐOẠN 2010-2020

Trước khi xây dựng nên các phương án và nêu lên đề xuất của mình, nghiên cứu sinh tổng hợp lại những nội dung cơ bản mà luận án đã và đang hướng tới.

Bảng 5.1. Tóm tắt chính sách tỷ giá của Việt Nam

Mục tiêu CSTG	Đảm bảo cân bằng nội	Đảm bảo cân bằng ngoại	Chủ động, thống nhất			
Tiêu chí phản ánh	Lạm phát vừa phải, ổn định	Giảm thâm hụt CCVL	- Kết quả dự báo sát với thực tế; - NHNN toàn quyền thực thi CSTG - Quyết định ban hành phải có căn cứ thuyết phục			
Hướng tới	CHÍNH SÁCH TỶ GIÁ HOÀN THIỆN					
Nội dung CSTG	Lựa chọn chế độ tỷ giá	Điều tiết tỷ giá bằng các công cụ				
		Quỹ dự trữ ngoại hối	Biên độ dao động	Nghiệp vụ TT mở	Lãi suất	Phá giá tiền tệ
Thực trạng	Neo với USD → không chủ động	Quy mô nhỏ, không phát huy được vai trò, CSTT trở nên bị động	Hẹp, ở mức ±1%	Quy mô nhỏ	Vẫn áp đặt trần lãi suất ngắn hạn	Không giúp cải thiện CCTM
Kết quả định lượng	Lạm phát cao, trên dưới 10%		CCVL thâm hụt triền miên, gần 4% GDP (2011)			

5.1. Định hướng chính sách tỷ giá ở Việt Nam đến 2020

Để trở thành thành viên của Tổ chức thương mại quốc tế WTO, Việt Nam đã cam kết tới 2018 sẽ thực hiện tự do hóa tài khoản vãng lai và tài khoản vốn. Chính vì vậy, Quốc hội đã đặt ra mục tiêu tới năm 2018 phải đổi mới chính sách tỷ giá. Khoảng thời gian 6 năm không phải là quá dài cho những thay đổi mang tính “cách mạng”.

Cho đến thời điểm này, có thể nói, tài khoản vãng lai của Việt Nam đã được tự do hóa một phần, thể hiện ở chính sách giảm thuế xuất nhập khẩu, cho phép các doanh nghiệp xuất khẩu được giữ lại ngoại tệ trên tài khoản. Riêng đối với tài khoản vốn, vấn đề “tự do hóa” đang đặt ra một thách thức lớn cho Việt Nam. Bài học từ Thái Lan (1997) cho thấy một quốc gia tiến hành tự do hóa tài khoản vốn khi vẫn duy trì chế độ tỷ giá cố định và hệ thống chính sách kinh tế vĩ mô không thống nhất sẽ nhanh chóng rơi vào khủng hoảng. Đối với trường hợp Việt Nam, trong điều kiện thiếu một hệ thống giám sát tài chính chặt chẽ, chính sách tài khóa không tin cậy, hệ thống ngân hàng yếu kém, tự do hóa tài khoản vốn một cách vội vàng sẽ gây ra hậu quả khôn lường. Cụ thể là tình trạng vay nợ nước ngoài diễn ra tràn lan, dòng vốn nước ngoài vào nhiều, không được giám sát, không được cảnh báo, không có cơ chế quản lý, không có công cụ phòng vệ khỏi rủi ro tỷ giá...tất yếu sẽ dẫn Việt Nam theo vết xe đổ của Thái Lan cách đây 15 năm.

Văn kiện Đại hội Đảng Cộng sản Việt Nam [4] lần thứ XI đã nêu rõ: tới 2020 Việt Nam sẽ trở thành nước công nghiệp với cán cân thương mại cân bằng. Ngày 28/12/2011, Thủ tướng Nguyễn Tấn Dũng đã ký quyết định số 2471/QĐ-TTg phê duyệt chiến lược xuất nhập khẩu hàng hóa thời kỳ 2011-2020, định hướng đến 2030. Theo đó, mục tiêu đến 2020 tổng kim ngạch xuất khẩu tăng gấp 3 lần so với 2010, và cán cân thương mại cân bằng. Trong khi đó, theo dự báo của Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB), sang năm 2013 thâm hụt cán cân vãng lai của Việt Nam lại tăng từ -1,5% GDP lên mức -2,2% GDP do giảm xuất khẩu. Đây quả là thách thức lớn cho xuất khẩu Việt Nam. Để đạt được mục tiêu rất cụ thể nói trên, xuất

khẩu phải được tăng cường theo hướng vừa mở rộng về quy mô, vừa chú trọng nâng cao giá trị gia tăng cho sản phẩm. Chính sách tỷ giá cũng là một trong những mối quan tâm của các doanh nghiệp xuất khẩu, do tỷ giá tác động phần nào tới tính cạnh tranh của hàng hóa. Trong điều kiện các yếu tố khác là như nhau, tỷ giá thực tăng (hàng Việt Nam trở nên rẻ tương đối) là động lực khuyến khích các doanh nghiệp xuất khẩu đẩy mạnh sản xuất kinh doanh, nâng cao chất lượng và khả năng cạnh tranh của hàng hóa trên thị trường quốc tế.

Mới đây, ngày 18/4/2012, “Chiến lược Tài chính đến 2020” đã được Thủ tướng ký phê duyệt trong quyết định số 450/QĐ-TTg. Theo đó, đến 2015, bội chi ngân sách nhà nước giảm xuống còn 4,5% GDP, con số này sẽ là 4% cho giai đoạn 2016-2020. Riêng nợ nước ngoài của quốc gia đến 2020 không vượt quá 50% GDP (hiện nay nợ nước ngoài của Việt Nam đang chiếm hơn 40% GDP. Trong điều kiện dự trữ ngoại hối mỏng (khoảng 12 tỷ đôla Mỹ, tương đương 1,5 tháng nhập khẩu), nếu tỷ giá biến động tăng (VND giảm giá) thì dường như có lợi cho xuất khẩu, nhưng gây sức ép cho việc trả nợ nước ngoài. Chính vì vậy, có thể nói, hoàn thiện chính sách tỷ giá là yêu cầu cấp thiết.

Kết quả của mô hình kiểm định trong chương 4 tuy mới chỉ dừng ở việc xem xét mối tương quan và quan hệ nhân – quả giữa tỷ giá với các biến số kinh tế quan trọng, nghiên cứu sinh có thể kết luận việc đồng Việt Nam giảm giá đã gây nên những phản ứng khác nhau của các biến số vĩ mô ở những giai đoạn khác nhau. Kết hợp hai sơ đồ với nhận định về mối tương quan ở trên ta nhận thấy quan hệ nhân - quả rõ nét nhất đó là: **giá dầu → lãi suất → tỷ giá → giá tiêu dùng**. Chiều của các mối quan hệ này (tỷ lệ thuận hay nghịch) tùy thuộc vào độ trễ thời gian. Chính vì vậy, đứng trên quan điểm của một nghiên cứu sinh độc lập, tác giả luận án nhận thấy đối với nhà hoạch định chính sách kinh tế vĩ mô, trong hoàn cảnh các mục tiêu có phần mâu thuẫn nhau, ví dụ tăng trưởng với ổn định tiền tệ, thúc đẩy xuất khẩu với sức ép nợ nước ngoài khi phá giá nội tệ..., việc xây dựng nên các phương án để từ đó có những lựa chọn phù hợp cho chính sách tỷ giá là rất cần thiết.

5.2. Các phương án cho chính sách tỷ giá của Việt Nam

5.2.1. Phương án 1 – Phá giá nội tệ (VND)

Xét trong mối quan hệ với lạm phát

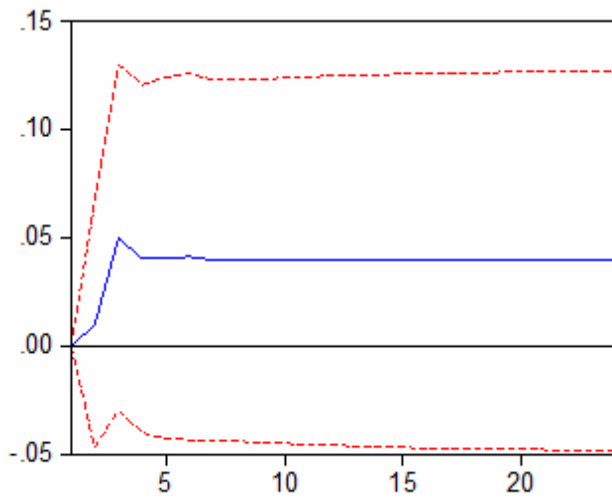
Biểu đồ 5.1 cho thấy khi tỷ giá danh nghĩa tăng, ban đầu chỉ số giá tiêu dùng không tăng mà lại giảm, nhưng sau đó bắt đầu tăng lên liên tục. Biểu đồ 5.2 còn cho thấy việc lạm phát (ở đây thể hiện qua biến số CPI) tăng hay giảm không ảnh hưởng tới tăng trưởng. Như vậy, dù mục tiêu cuối cùng của chúng ta là kiềm chế lạm phát hay đảm bảo tăng trưởng, NHNN đều không nên thực hiện phá giá nội tệ.

Nếu không phá giá, Việt Nam phải đánh đổi điều gì? Trong khoảng 3 tháng đầu, Việt Nam không được hưởng tác động giảm giá hàng hóa nhập khẩu. Tuy nhiên, xét về dài hạn VND vẫn không nên bị phá giá.

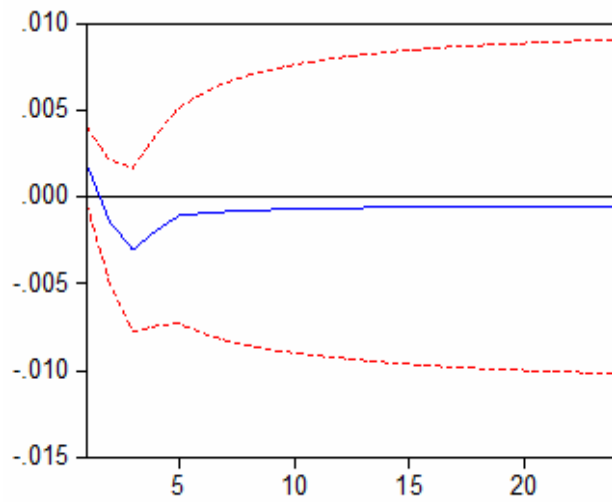
Xét trong mối quan hệ với cán cân thương mại của Việt Nam

Nếu không phá giá VND, trong điều kiện lạm phát cao như hiện nay (2011: gần 20%), tỷ giá thực sẽ giảm, khiến cho cán cân thương mại của Việt Nam tiếp tục thâm hụt. Nếu phá giá, tỷ giá thực chỉ có thể tăng nếu mức độ phá giá mạnh hơn tốc độ tăng của lạm phát. Như vậy, luôn có một sự đánh đổi giữa lạm phát và cán cân thương mại.

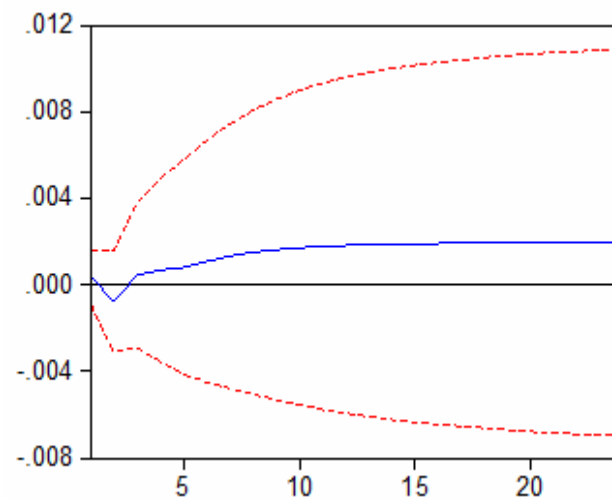
Biểu đồ 5.1 (phần phản ứng của giá nhập khẩu và giá tiêu dùng trước biến động tăng của tỷ giá danh nghĩa) minh họa rõ nét hơn điều này. Trong khoảng 3 tháng đầu sau khi phá giá, chỉ số giá nhập khẩu giảm, điều này có lợi cho cán cân thương mại. Nhưng sau đó, chỉ số giá tiêu dùng bắt đầu tăng lên và lạm phát sẽ kéo dài, tỷ giá thực giảm, cán cân thương mại quay trở về tình trạng thâm hụt. Như vậy, về dài hạn, việc phá giá VND không tốt cho cán cân thương mại của Việt Nam. Điều này đi ngược lại với hiệu ứng tuyến J (đã được đề cập trong chương 1). Rõ ràng là, trong vài năm gần đây, NHNN Việt Nam thực hiện phá giá VND là dựa trên mô hình Hiệu ứng tuyến J với hy vọng sau một thời gian cán cân thương mại sẽ được cải thiện. Trên thực tế, số liệu đã chứng minh: phá giá đã không giúp cải thiện cán cân thương mại của Việt Nam.



Phản ứng của tăng trưởng trước
thay đổi của tỷ giá danh nghĩa

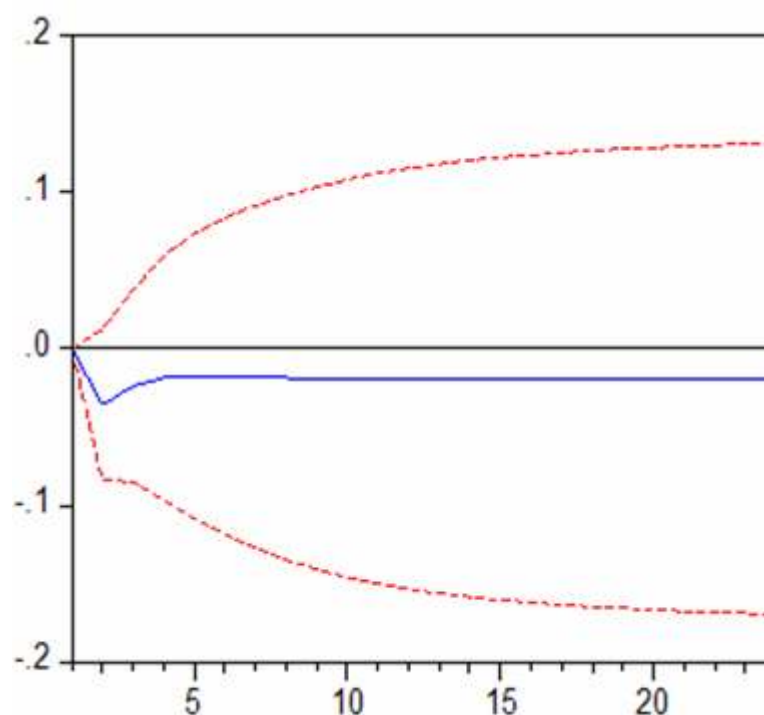


Phản ứng của giá NK trước
thay đổi của tỷ giá danh nghĩa



Phản ứng của giá tiêu dùng trước
thay đổi của tỷ giá danh nghĩa

**Biểu đồ 5.1. Phản ứng của tăng trưởng, giá NK và giá tiêu dùng trước biến
động của tỷ giá**



Biểu đồ 5.2. Phản ứng của tăng trưởng trước thay đổi của lạm phát

5.2.2. Phương án 2 – Không phá giá nội tệ, giá dầu thế giới tăng

Trong tình huống này, NHNN không phá giá VND, và giá dầu thế giới tăng cao. Phụ lục 6 cho ta thấy giá hàng hóa nhập khẩu ngay lập tức sẽ tăng, khiến cán cân thương mại của Việt Nam trở nên xấu đi. Giá hàng hóa tiêu dùng và lãi suất cũng tăng ngay sau đó, và khi lãi suất tăng thì tỷ giá cũng tăng theo, cái vòng luẩn quẩn với lạm phát cao điều không tránh khỏi.

Qua hai phương án trên ta thấy, lâu nay những quyết định thay đổi tỷ giá, lãi suất... của Chính phủ và NHNN đã không tác động tới tăng trưởng, nhưng đã gây ảnh hưởng tiêu cực tới lạm phát và cán cân thanh toán quốc tế. Khi những ảnh hưởng tiêu cực đó lớn dần lên gây nên sự xáo trộn, bất ổn của nền kinh tế, về dài hạn sẽ kìm hãm tăng trưởng của Việt Nam. Một lần nữa chúng ta cần khẳng định: không nên phá giá VND, đặc biệt khi lạm phát đang cao.

5.2.3. Phương án 3 – Không phá giá nội tệ, nhưng tác động tăng lãi suất

Kiểm định quan hệ nhân – quả ở trên đã cho ta thấy lãi suất tác động đến tỷ giá. Vì vậy, nghiên cứu sinh tiếp tục đề cập một phương án nữa: tăng lãi suất. Hệ quả của việc làm này là tỷ giá tăng. Nếu NHNN muốn tránh ảnh hưởng của tỷ giá tới tăng lạm phát, cần phải giữ cho tỷ giá đi xuống. Như vậy, NHNN buộc phải tung dự trữ ngoại hối ra thị trường để giảm áp lực tăng tỷ giá. Tuy nhiên, dự trữ ngoại hối giảm lại khiến cho nền kinh tế có nguy cơ bị tấn công tiền tệ, và khủng hoảng là rất gần. Dự trữ ngoại hối giảm cũng khiến rủi ro cán cân thanh toán gia tăng: nhập khẩu giảm sút, dẫn đến sản lượng giảm và kết quả là giảm tăng trưởng trong dài hạn.

Như vậy, nếu tình huống này xảy ra, NHNN cần giữ một biên độ dao động phù hợp để điều tiết tỷ giá, không nên giữ cố định tỷ giá hoặc áp dụng một biên độ quá hẹp.

5.2.4. Phương án 4 – Không phá giá nội tệ, giảm lãi suất để khuyến khích doanh nghiệp vay vốn, đẩy mạnh xuất khẩu

Đây chính là điều đang diễn ra ở Việt Nam, khi 6 tháng đầu năm 2012 GDP chỉ tăng 4,38%, là mức thấp so với cùng kỳ năm ngoái. Từ đầu năm đến nay, NHNN chưa thực hiện điều chỉnh tỷ giá lần nào, nhưng lãi suất đã được hạ 5 lần liên tiếp. Tuy nhiên, việc giảm lãi suất có thể khiến lạm phát tăng cao, đặc biệt khi càng về cuối năm. Các doanh nghiệp nhập khẩu đã vay ngoại tệ, nay lại vay VND với lãi suất giảm để mua ngoại tệ, trả nợ các khoản vay trước. Cầu ngoại tệ tăng sẽ gây áp lực giảm giá VND. Đồng thời, các doanh nghiệp xuất khẩu có ngoại tệ lại không bán ngoại tệ cho ngân hàng mà tận dụng lãi suất giảm để vay VND. Cung ngoại tệ giảm trong khi cầu ngoại tệ tăng càng tạo nên áp lực cho tỷ giá và lạm phát.

Tuy các phương án nêu ra trên đây chưa phản ánh hết tất cả các khả năng có thể xảy ra của nền kinh tế, đặc biệt trong bối cảnh tình hình kinh tế - chính trị - xã hội trong nước và trên thế giới đang hết sức phức tạp, nghiên cứu sinh nhận thấy có đủ cơ sở để đưa ra một số đề xuất với NHNN Việt Nam, cơ quan trực tiếp điều hành chính sách tỷ giá, và với Quốc hội, Chính phủ và các bộ ngành có liên quan.

5.3. Đề xuất với NHNN nhằm hoàn thiện chính sách tỷ giá ở Việt Nam giai đoạn 2010-2020

5.3.1. Lựa chọn chế độ tỷ giá cần thận trọng

Việc lựa chọn chế độ tỷ giá ở Việt Nam hiện nay cần thận trọng để phù hợp với xu thế phát triển của nền kinh tế trong từng giai đoạn

Như đã trình bày trong chương 2, chính sách neo tỷ giá chỉ phù hợp với những quốc gia:

- i*, thường bị động trong kiểm chế lạm phát;
- ii*, chưa hội nhập sâu vào thị trường vốn quốc tế;
- iii*, có dự trữ ngoại hối đủ mạnh;
- iv*, đồng tiền mà tỷ giá neo đậu vào phải là đồng tiền của đối tác thương mại chính;
- v*, khả năng đối mặt với những cú sốc của quốc gia và đối tác đó là tương đương nhau; và
- vi*, thị trường lao động phải khá linh hoạt để sẵn sàng phát huy lợi thế cạnh tranh trong xuất khẩu.

Xem xét tình hình của Việt Nam ta thấy, gần một nửa số điều kiện trên, lại là những điều kiện hết sức quan trọng, Việt Nam chưa thể đáp ứng. Dự trữ ngoại hối của Việt Nam là một vấn đề mà chúng ta thường né tránh. Mỹ, quốc gia mà đồng tiền được đồng Việt Nam neo vào suốt hai thập kỷ qua, là một trong số những đối tác quan trọng nhất của Việt Nam, tuy nhiên đó mới chỉ là xét trên góc độ kim ngạch xuất nhập khẩu. Đặc biệt, năng lực cạnh tranh của các doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam chưa đạt tới tầm để có thể xoay chuyển tình hình, làm lợi cho quốc gia khi giá hàng xuất khẩu biến động theo chiều hướng tích cực. Hơn thế nữa, thực tiễn đã cho thấy sự phát triển của nền kinh tế Việt Nam trong suốt một thời gian dài theo đuổi chế độ tỷ giá neo với biên độ điều chỉnh là sự phát triển bấp bênh, bị động và không bền vững. Lạm phát lên xuống thất thường và cán cân vãng lai thâm hụt triền miên. Sự thâm hụt của cán cân vãng lai được giải quyết bằng chính sách thu hút vốn đầu tư nước ngoài ồ ạt về mặt lượng nhưng yếu về mặt chất. Số liệu FDI

vào Việt Nam thể hiện trên cán cân thanh toán quốc tế của Việt Nam mới chỉ là con số tổng thể mà chưa bóc tách được bao nhiêu do nhà đầu tư nước ngoài góp vốn và bao nhiêu do huy động trong nước. Đó là chưa kể tới những hậu quả lâu dài về môi trường do nhiều dự án FDI mang lại. Luồng vốn đầu tư gián tiếp chứa đựng rủi ro rất lớn khi khả năng đảo chiều vào thời điểm thị trường bất lợi là rất cao. Khi ấy, với lượng dự trữ ngoại hối mỏng, để bù đắp cho sự thâm hụt của cán cân thanh toán, Chính phủ và NHNN Việt Nam đã áp dụng chính sách tỷ giá và quản lý ngoại hối, ngoại thương với nhiều công cụ hành chính như hạn ngạch xuất khẩu, kết hối ngoại tệ, và kiểm soát chặt chẽ việc chuyển vốn ra nước ngoài. Khi những biện pháp kể trên chỉ có tác dụng trong một thời gian ngắn và tình hình lại trở nên căng thẳng sau đó thì NHNN buộc phải sử dụng công cụ phá giá đồng nội tệ.

Ưu điểm của phá giá là hàng hóa xuất khẩu dường như trở nên cạnh tranh hơn vì mức giá so sánh thấp hơn, Chính phủ không cần vay ngoại tệ cũng như không cần bảo hộ khu vực kinh tế tư nhân khỏi thua lỗ, giảm nhu cầu vay nợ nước ngoài.

Nhưng phá giá tiền tệ có thể mang lại hậu quả nghiêm trọng: trên thực tế khả năng cạnh tranh của hàng hóa phải mất 1 thời gian dài mới đạt được, trong khi đó tác động ngược chiều của phá giá là trực tiếp, ngay lập tức, đặc biệt ở những quốc gia có nợ bằng ngoại tệ lớn. Đây chính là trường hợp của Đông Nam Á năm 1997.

Phá giá có thể dẫn tới kết cục tồi tệ, đó là khủng hoảng. Vậy tại sao các Chính phủ vẫn lựa chọn giải pháp này? Vì nếu không phá giá, tổn thất còn lớn hơn nhiều, bởi vì không thể cùng một lúc đạt được toàn dụng nhân công, tăng trưởng trong khi cán cân thanh toán lại bị thâm hụt. Nếu muốn đạt được các mục tiêu đó, đòi hỏi phải tăng khả năng cạnh tranh, và cách nhanh nhất là phá giá.

Tuy nhiên, đối với trường hợp của Việt Nam, phá giá khi lạm phát đang cao lại là một sai lầm rất lớn, vì phá giá chỉ khiến tỷ giá danh nghĩa tăng, còn tỷ giá thực không những không tăng mà còn có thể giảm. Điều này đã được kiểm chứng qua kết quả nghiên cứu định lượng trong chương 4.

5.3.1.1. Đề xuất 1: Thay vì chỉ neo với USD như hiện nay, NHNN thực hiện chuyển đổi sang mô hình tỷ giá neo với một rổ tiền tệ vào năm 2014.

Trong chương 2 chúng ta đã rút ra được bài học đối với những quốc gia đang neo tỷ giá với một đồng tiền, trong đó có Việt Nam, đó là nếu tất yếu phải từ bỏ chế độ neo tỷ giá do những nhược điểm của mô hình này, thì nên từ bỏ khi nền kinh tế đang trong giai đoạn phát triển tốt, tăng trưởng cao, dòng vốn vào gia tăng. Khi tình hình trở nên xấu đi, tăng trưởng chậm lại, nội tệ giảm giá, việc thay đổi chế độ tỷ giá phải trả một cái giá rất đắt. Khi ấy, Chính phủ, không còn cách nào khác buộc phải từ bỏ cam kết bảo vệ tỷ giá vốn luôn được neo với một ngoại tệ, gây giảm sút niềm tin, dẫn đến sự bất ổn. Riêng trường hợp của Việt Nam, lẽ ra việc thay đổi chế độ tỷ giá từ neo với USD sang thả nổi có quản lý nên được quyết định vào thời điểm 2006-2007. Trong giai đoạn hiện tại, khi lạm phát đang cao, cán cân vãng lai thặng dư chưa bền vững, đây chưa phải thời điểm phù hợp để Chính phủ và NHNN Việt Nam công bố chuyển sang chế độ tỷ giá mới.

Mục tiêu được đặt ra tới 2020, đó là Việt Nam sẽ trở thành nước công nghiệp với cán cân thương mại cân bằng [4]. Cũng theo cam kết với Tổ chức Thương mại Thế giới WTO, năm 2018 tài khoản vãng lai và tài khoản vốn của Việt Nam phải được tự do hóa. Chính phủ và Thủ tướng Nguyễn Tấn Dũng cũng đã cam kết trước Quốc hội phần đầu năm 2012 sẽ đưa mức lạm phát của Việt Nam xuống 1 con số, cụ thể là 9%. Trước yêu cầu cấp thiết này, nếu lạm phát giảm được kết hợp với sự cải thiện của cán cân vãng lai và dự trữ ngoại hối, NHNN cần chuẩn bị (trong 2013) phương án trình Quốc hội và Chính phủ để sang năm 2014 bắt đầu thực hiện chuyển đổi từ cơ chế tỷ giá neo với đồng đôla Mỹ sang mô hình tỷ giá neo với một rổ tiền tệ. Đây là bước đệm để khi dự trữ ngoại hối đã mạnh lên một cách bền vững (tức là dự trữ ngoại hối tăng do gia tăng xuất khẩu chứ không phải do dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài hay do NHNN tung VND mua vào ngoại tệ), chế độ tỷ giá của Việt Nam có thể chuyển sang thả nổi có quản lý vào năm 2018 theo mục tiêu đã đề ra của Quốc hội ***“năm 2018 phải đổi mới chính sách tỷ giá”***. Nghiên cứu sinh cho

rằng khoảng thời gian 5 năm là phù hợp để NHNN Việt Nam, với sự ủng hộ của Quốc hội và Chính phủ, biến quyết tâm của mình thành hiện thực.

Một điều quan trọng mà NHNN Việt Nam cần lưu ý khi lựa chọn các đồng tiền vào trong rổ tiền tệ để làm căn cứ tính toán tỷ giá, đó là phải xem xét nợ nước ngoài của Việt Nam và lạm phát nhập khẩu vào Việt Nam chủ yếu gắn với quốc gia nào, từ đó tập trung nghiên cứu và dự báo sự ổn định hay mất ổn định của quốc gia đó, chứ không chỉ nghiên cứu và đưa ra dự báo cho riêng Việt Nam. Một sự nghiên cứu và xem xét kỹ lưỡng sẽ góp phần hạn chế những tác động tiêu cực từ sự mất ổn định của đồng tiền trong rổ tiền tệ.

5.3.1.2. Đề xuất 2: Không thực hiện tự do hóa tài khoản vốn khi chưa thực hiện chuyển đổi chế độ tỷ giá

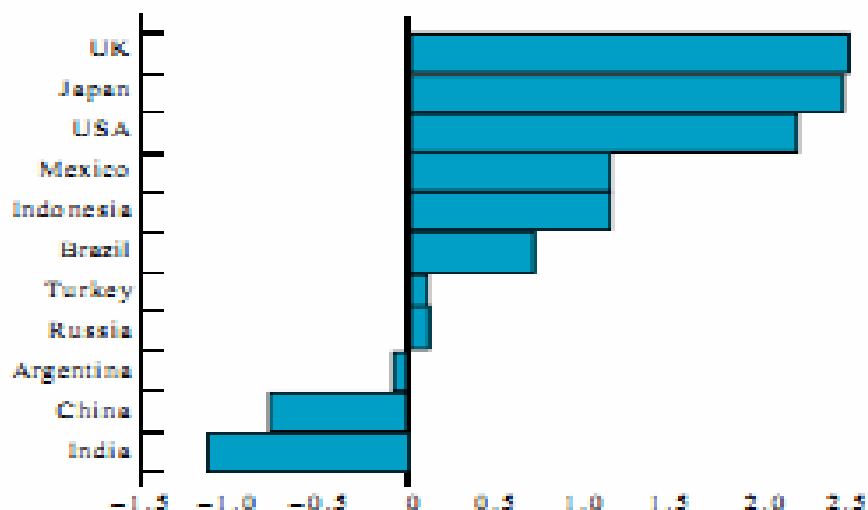
Giả sử, vào thời điểm thích hợp, nếu Việt Nam quyết định lựa chọn chuyển đổi mô hình tỷ giá từ neo với đồng USD sang thả nổi có quản lý, **tự do hóa tài khoản vốn** hay không là một vấn đề sẽ gây nhiều tranh cãi. Nhiều nhà kinh tế học cho rằng, tự do hóa tài khoản vốn là điều kiện tiên quyết để thực hiện chế độ tỷ giá linh hoạt hơn. Tuy nhiên, chế độ tỷ giá linh hoạt cần được xây dựng sao cho có thể đoán trước được khả năng đảo chiều của dòng vốn nước ngoài do tính chất dễ đảo chiều đầy rủi ro của loại vốn này. Nếu không, khi làn sóng đầu cơ xuất hiện, cam kết tự do hóa tài khoản vốn có thể phải từ bỏ để giữ lấy an ninh quốc gia. Kết quả là, niềm tin bị giảm sút do sự không vững vàng, thiếu nhất quán của Chính phủ và NHTW.

Tự do hóa tài khoản vốn cần được thực hiện **sau** khi quốc gia chính thức chuyển sang chế độ tỷ giá thả nổi có quản lý. Bởi vì, nếu tài khoản vốn được mở trước, và chế độ tỷ giá vẫn là neo với một đồng tiền, dòng vốn vào gia tăng, có nguy cơ gây bong bóng tín dụng dẫn đến lạm phát. Trong hoàn cảnh đó, chỉ còn dựa vào giải pháp nâng giá đồng nội tệ. Ngược lại, khi vốn bị rút ra ồ ạt, dự trữ sẽ cạn kiệt nếu NHTW không phá giá. Đây chính là bài học ‘nhân tiền’ từ các nước Thái Lan, Hàn Quốc, Indonexia, Brazil, Argentina ở thập kỷ 90 của thế kỷ trước, các quốc gia này đã thực hiện tự do hóa tài khoản vốn theo gợi ý của IMF mà chưa có sự chuẩn bị kỹ lưỡng. Với trường hợp của Việt Nam, tự do hóa tài khoản vốn trong thời điểm hiện

tại là nguy hiểm, bởi vì lãi suất ở Việt Nam đang cao hơn rất nhiều so với thế giới và các công cụ phòng ngừa rủi ro tỷ giá vẫn chưa phổ biến để có thể phát huy tác dụng.

Trung Quốc để lại một kinh nghiệm quý cho những nước đang trên con đường tiến tới mở cửa tài khoản vốn nhằm đáp ứng yêu cầu hội nhập kinh tế quốc tế. Quốc gia này đã tiến hành các bước một cách từ từ, có trình tự, bắt đầu bằng việc dịch chuyển kiểm soát vốn từ ngắn hạn sang dài hạn: đánh thuế đối với những dòng vốn vào Trung Quốc dưới một năm thì đảo chiều chạy ra nước ngoài. Năm 2010, Chính phủ Trung Quốc cho phép các công ty Trung Quốc sử dụng đồng Nhân dân tệ trong hầu hết các giao dịch thương mại quốc tế, là một bước để nâng cao vị thế của đồng RMB. Tuy nhiên, điều này lại dẫn đến một hệ quả là một khối lượng RMB chạy ra nước ngoài. Như vậy, nếu mở cửa tài khoản vốn vội vàng, rất có khả năng gây nên khủng hoảng. Để khắc phục, sắp tới đây Trung Quốc sẽ thiết lập khu vực thử nghiệm chuyển đổi tiền tệ đặc biệt tại Thâm Quyển, cửa ngõ giao thương quan trọng của quốc gia này với thế giới. Theo đó, không chỉ được phép cho vay đồng Nhân dân tệ đối với người Trung Quốc ở Hồng Kông như hiện nay, các ngân hàng Hồng Kông còn được phép cho vay trực tiếp Nhân dân tệ đối với người Trung Quốc ở Thâm Quyển. Kế hoạch này được đề xuất nhằm cho phép dòng vốn RMB ở nước ngoài quay trở lại Trung Quốc.

Biểu đồ dưới đây cho thấy mức độ mở cửa tài khoản vốn của Trung Quốc (đo bằng chỉ số) vào khoảng -0.7 , trong khi tại phần lớn các nước thuộc G-20 như Anh, Nhật Bản, Mỹ, thậm chí Indônêxia chỉ số này đều lớn hơn 1. Điều này cho thấy mặc dù đã gia nhập WTO cách đây hơn một thập kỷ, Trung Quốc vẫn rất thận trọng trong việc mở cửa tài khoản vốn. Việt Nam cũng không nên quá vội vàng khi chưa chuẩn bị tốt các điều kiện.

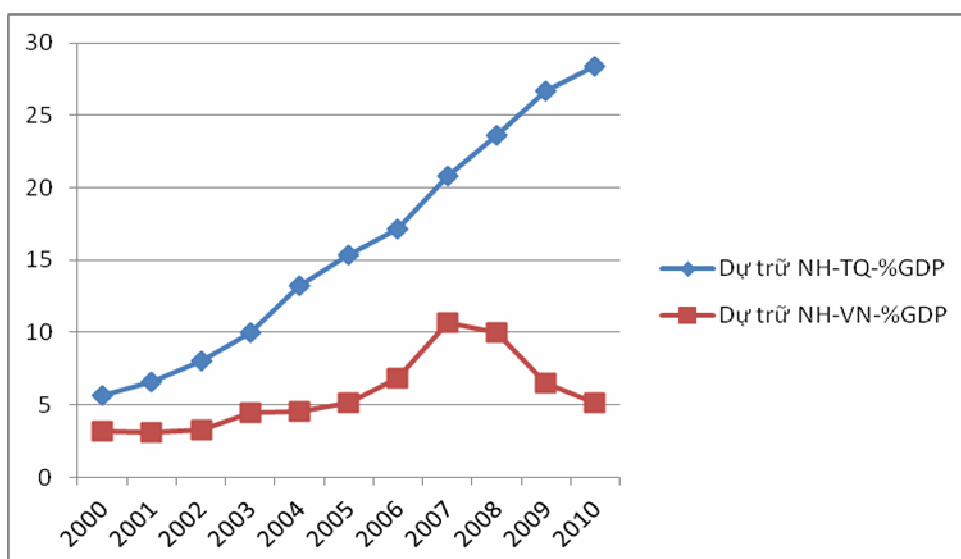


Nguồn: McKinnon [68]

Biểu đồ 5.3. Mức độ mở cửa tài khoản vốn các nước thuộc G20 (2008)

Khác với Việt Nam, Trung Quốc có thể thực hiện tự do hóa tài khoản vốn trước khi thực sự thả nổi tỷ giá là bởi hai lý do quan trọng:

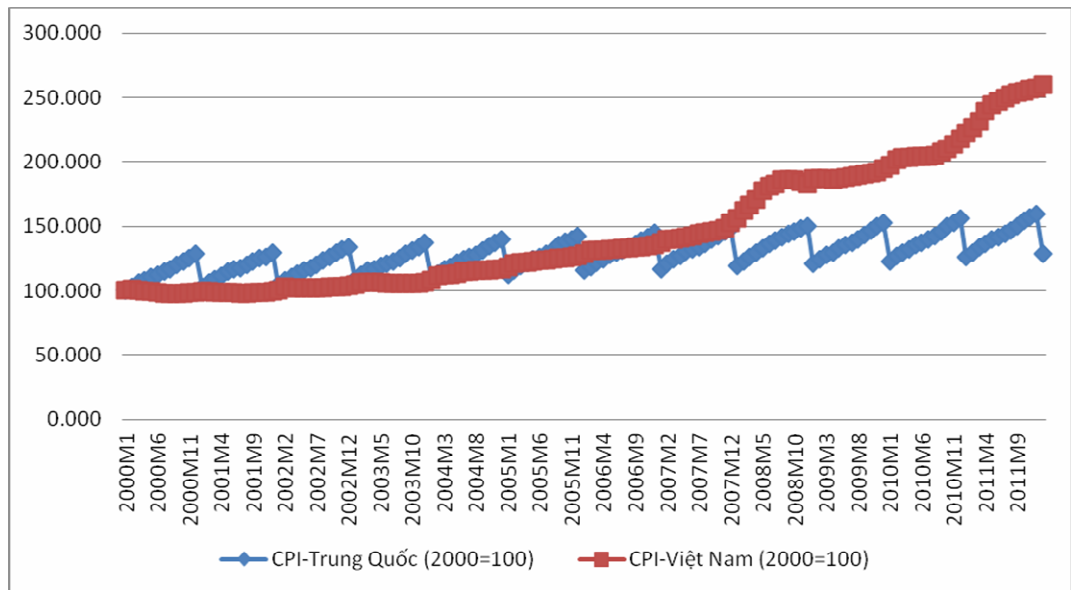
i, dự trữ ngoại hối lớn. Nhìn vào Biểu đồ 5.4 ta thấy rõ trong vòng 10 năm từ 2000, đã có một sự khác chênh lệch ngày càng lớn về tỷ lệ dự trữ ngoại hối trên tổng GDP giữa Trung Quốc và Việt Nam.



Nguồn: ADB

Biểu đồ 5.4. Tỷ lệ dự trữ ngoại hối của Trung Quốc và Việt Nam (%GDP)

ii, Lạm phát của Trung Quốc thấp hơn so với Việt Nam (Biểu đồ 5.5)



Nguồn: International Financial Statistics (IFS)

Biểu đồ 5.5. So sánh CPI Trung Quốc và Việt Nam (2000=100)

Rõ ràng, trong điều kiện như hiện nay, Việt Nam không thể hành động giống như Trung Quốc, mà cần chuẩn bị các điều kiện để chuyển đổi mô hình tỷ giá rồi mới mở cửa thị trường vốn một cách từ từ.

5.3.1.3. Đề xuất 3: củng cố hệ thống ngân hàng một cách **hiệu quả** trước khi chuyển đổi mô hình tỷ giá sang thả nổi có quản lý vào năm 2018

Không phải chỉ đến bây giờ Chính phủ và NHNN mới thực hiện “tái cấu trúc” hệ thống ngân hàng. Tuy nhiên, quá trình này chưa được thực hiện một cách chủ động, đều đặn, liên tục, có hệ thống, mà trong một số trường hợp thể hiện rõ sự bị động của NHNN buộc phải đối phó khi tình hình đã trở nên cấp bách.

Nếu chuyển đổi chế độ tỷ giá từ neo với biên độ điều chỉnh như hiện nay sang thả nổi có quản lý, một trong những điều kiện tiên quyết là Việt Nam phải củng cố hệ thống ngân hàng – tài chính. Việc NHNN công bố sẽ đảm bảo cho 100% các NHTM không bị phá sản, theo tác giả luận án, có thể dẫn đến tình trạng các ngân hàng (đặc biệt là các ngân hàng nhỏ, năng lực quản lý kém, không có chiến lược dài hạn) vì mục tiêu lợi nhuận đầu tư vào những lĩnh vực rủi ro, không chọn

lọc và không có biện pháp phòng vệ. Tác giả luận án đề xuất NHNN nên gửi thông điệp trực tiếp tới ban lãnh đạo của ngân hàng đang nằm trong nhóm “yếu kém” (không công bố trên các phương tiện thông tin đại chúng do sẽ gây hiệu ứng domino cho toàn hệ thống), theo đó cảnh báo những nguy cơ mà ngân hàng đang gặp phải, nếu trong một khoảng thời gian xác định các chỉ tiêu an toàn bắt đầu vượt quá mức quy định, NHNN cần kiên quyết giải thể hoặc sáp nhập với ngân hàng khác lành mạnh hơn. Đồng thời, phải cho phép các nghiệp vụ phái sinh được đưa vào sử dụng trở lại nhằm giúp giảm thiểu rủi ro tỷ giá cho các chủ thể tham gia thị trường. Tất nhiên, công cụ phái sinh phải đi kèm với khung pháp lý và hệ thống giám sát chặt chẽ chứ không thả lỏng như thời kỳ thí điểm trước đây.

5.3.2. Không phá giá tiền tệ với mục đích cải thiện cán cân vãng lai

Nếu mức thâm hụt vãng lai, đặc biệt là thâm hụt thương mại ngày càng gia tăng, trong điều kiện dự trữ ngoại hối giảm sút, tỷ lệ nợ/tài sản trong Bảng cân đối tiền tệ của NHNN tăng cao, NHNN không nên phá giá tiền tệ với mục đích cải thiện cán cân vãng lai.

Phân phân tích ở chương 4 đã cho chúng ta một bức tranh về cái vòng luẩn quẩn mà công cụ phá giá tiền tệ sẽ tạo ra. Liên quan tới Bảng cân đối tiền tệ của NHNN, việc VND giảm giá sẽ làm tăng giá trị nợ nước ngoài của NHNN. Trong điều kiện hiện tại với dự trữ ngoại hối mỏng, NHNN không thể có khả năng vừa trang trải cho các khoản nợ của chính mình vừa bù đắp cho thâm hụt của cán cân vãng lai. Để đảm bảo khả năng thanh khoản, NHNN bắt buộc phải chi VND để mua vào ngoại tệ. Điều này làm gia tăng cung tiền, đồng nghĩa với gia tăng lạm phát.

Bài toán đặt ra ở đây cho Việt Nam, cụ thể là NHNN Việt Nam, là phải tăng dự trữ ngoại hối. Tuy nhiên, cái khó của bài toán là ở chỗ chúng ta dễ rơi vào vòng luẩn quẩn như đã nói ở trên : tăng dự trữ bằng cách NHNN mua vào ngoại tệ, có nghĩa là NHNN phải xuất VND ra, điều này sẽ ảnh hưởng tới Bảng cân đối tiền tệ và dẫn đến lạm phát. Tình huống này đã xảy ra ở Việt Nam giai đoạn 2007-2008, khi hành động mua vào ngoại tệ của NHNN đã đẩy lạm phát năm 2008 lên mức kỷ lục 23%.

Trên cơ sở tìm hiểu vấn đề, nghiên cứu sinh đề xuất việc cần làm trước tiên, trước khi nói tới gia tăng dự trữ bằng cách nào, đó là Chính phủ không nên tiếp tục đặt gánh nặng nợ vốn là kết quả của chính sách tài khóa kém hiệu quả lên vai NHNN. Nói cách khác, NHNN Việt Nam, tuy về mặt hành chính vẫn thuộc Chính phủ, nhưng hoạt động của cơ quan này nhất định phải được giải phóng khỏi nhiệm vụ trả nợ cho những khoản vay và đầu tư của Chính phủ, để tập trung cho nhiệm vụ điều hành chính sách tiền tệ, đẩy lùi lạm phát.

Một lần nữa, công cụ phá giá tiền tệ không thể giúp chính sách tỷ giá đạt được các mục tiêu của mình. NHNN Việt Nam, cơ quan điều hành chính sách tỷ giá cần tính đến việc phát huy ưu điểm của các công cụ khác như nghiệp vụ thị trường mở và lãi suất. Nghiên cứu sinh hy vọng các công cụ này sẽ được tìm hiểu sâu hơn trong những nghiên cứu tiếp theo của mình.

5.3.3. Nói rộng biên độ dao động tỷ giá

NHNN nên xem xét nói rộng biên độ dao động của tỷ giá khi thị trường ngoại hối đang ổn định mà không phá giá VND. Qua kiểm định tác động của tỷ giá tới các biến số kinh tế vĩ mô, chúng ta thấy công cụ phá giá tiền tệ của NHNN Việt Nam trong điều hành chính sách tỷ giá đã không đạt được mục tiêu đảm bảo cân bằng cán cân nội (lạm phát tăng lên hai chữ số) và cân bằng ngoại (thâm hụt cán cân vãng lai). Công cụ phá giá nội tệ không nên tiếp tục được áp dụng như một giải pháp chính nhằm tăng cường xuất khẩu. Tuy nhiên, trước hết, NHNN Việt Nam cần xác định tỷ giá giữa VND với USD hiện tại đang là cao hay thấp. Để làm được điều này, chúng ta phải xem xét mối quan hệ giữa Việt Nam đồng với các đồng tiền khác và giữa các đồng tiền khác với đồng đôla. Nếu kết quả cho thấy VND vẫn đang bị định giá cao so với USD, NHNN Việt Nam tiếp tục điều chỉnh giảm giá cho về giá trị thực. Điều này cần phải được thực hiện trước khi chúng ta bắt đầu quá trình chuyển đổi mô hình tỷ giá như đã đề xuất ở phần trước.

Trong phương án 2 đã trình bày ở phần trước, nghiên cứu sinh đã phân tích và đi đến kết luận: phá giá nội tệ là việc không nên làm, đặc biệt trong bối cảnh lạm phát cao của Việt Nam hiện nay NHNN không nên phá giá để phục vụ cho mục tiêu

tăng trưởng. Thay vì dựa vào công cụ phá giá, NHNN nên quan tâm đến công cụ *biên độ dao động* của tỷ giá. Phụ lục 3 cho ta thấy, khi lãi suất tăng 1 điểm phần trăm thì tỷ giá tăng 12,1 điểm phần trăm và tác động này chỉ xảy ra trong một thời gian rất ngắn (kỳ sau không ảnh hưởng). Biên độ dao động của tỷ giá đã qua nhiều lần điều chỉnh, từ $\pm 5\%$ xuống $\pm 3\%$ và hiện nay là $\pm 1\%$, như vậy là quá hẹp so với con số thực tế 12% ở trên. Vì vậy, NHNN nên cân nhắc việc mở rộng biên độ, để khi xuất hiện những cú sốc từ bên ngoài không gây nên sự náo loạn của thị trường. Trong giai đoạn hiện tại, tình hình thị trường ngoại hối tương đối ổn định, NHNN có thể thực hiện mở rộng biên độ lên khoảng 3%, sau đó là 6%.

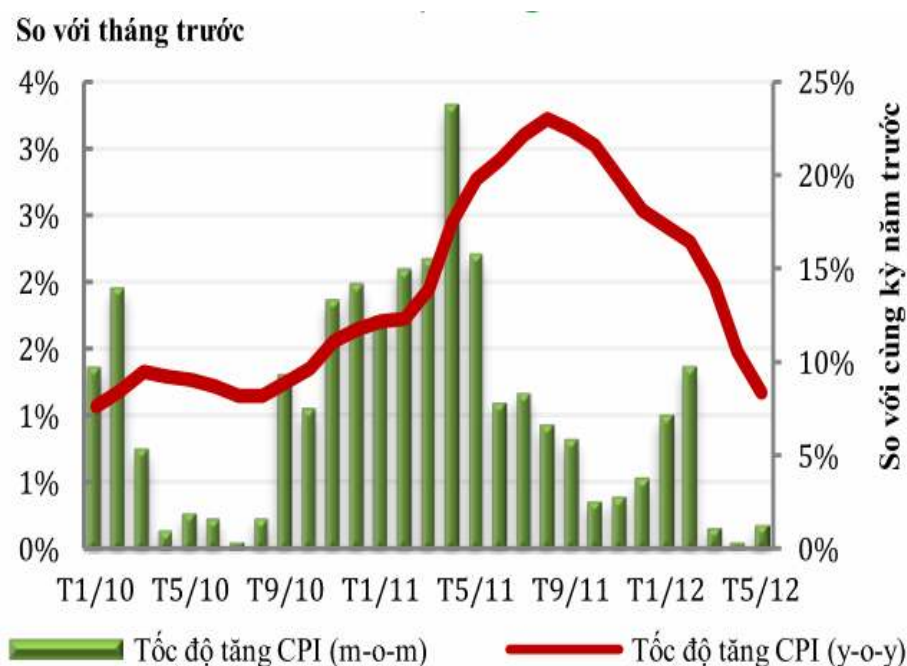
Tuy nhiên, việc sử dụng công cụ biên độ dao động của tỷ giá cũng cần hết sức thận trọng. Khi áp dụng chế độ tỷ giá thả nổi có quản lý, công cụ biên độ dao động vẫn có thể được áp dụng. Tuy nhiên, rút kinh nghiệm từ Trung Quốc, NHNN Việt Nam không nên tận dụng công cụ này một cách quá mức. Đặc biệt, việc gia tăng biên độ dao động thường đồng nghĩa với kỳ vọng tăng giá của đồng nội tệ, nền kinh tế khi ấy trở nên phụ thuộc vào dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài vào Việt Nam gia tăng. Với đặc điểm dễ đảo chiều của mình, dòng vốn này sẵn sàng gây ra rủi ro khi thị trường chứng khoán phát triển quá nóng.

5.3.4. NHNN dừng việc hạ lãi suất huy động vốn ngắn hạn VND ở mức 8% trong quý 3/2012

Như đã trình bày trong Lời mở đầu, tuy luận án không tập trung nghiên cứu về lãi suất, nhưng để góp phần hoàn thiện chính sách tỷ giá, nghiên cứu sinh xin đề xuất ý kiến về công cụ gián tiếp này.

Phương án 4 ở trên đã cho thấy rủi ro tiềm ẩn lạm phát tăng trở lại đối với nền kinh tế khi lãi suất liên tục giảm trong thời gian qua. Hiện tại, lãi suất huy động ngắn hạn đang là 9% /năm, trong khi tỷ lệ lạm phát tính đến thời điểm tháng 5/2012 là 8,34% (*Biểu đồ 5.6*)

Về cuối năm 2012, khi cầu ngoại tệ gia tăng phục vụ cho nhu cầu nhập khẩu, lạm phát khó có thể duy trì dưới 10%. Tác giả luận án đề xuất NHNN có thể hạ trần lãi suất xuống mức 8% (nếu tăng trưởng vẫn có dấu hiệu suy giảm), và sau đó duy trì ít nhất là cho đến hết năm 2012.



Biểu đồ 5.6. Tốc độ tăng CPI của Việt Nam (2010 - 2012)

Nguồn: Tổng cục Thống kê

Chính sách tỷ giá không thể tự hoàn thiện nếu đứng một mình, bởi mối quan hệ đa phương, mật thiết và cũng rất phức tạp với các chính sách vĩ mô quan trọng khác trong nền kinh tế. Chính vì vậy, bên cạnh những ý kiến đề xuất với NHNN là cơ quan trực tiếp điều hành và thực thi chính sách tỷ giá, nghiên cứu sinh nêu lên các điều kiện góp phần hoàn thiện chính sách tỷ giá ở Việt Nam. Đây cũng chính là đề xuất giải pháp của tác giả luận án đối với Quốc hội, Chính phủ và các bộ ngành có liên quan.

5.4. Đề xuất với Quốc hội, Chính phủ và các bộ ngành

5.4.1. Đề xuất với Quốc hội và Chính phủ

Quá trình thực thi và điều hành chính sách tiền tệ cũng như chính sách tỷ giá của NHNN Việt Nam không thể thiếu sự chỉ đạo, sự định hướng sát sao và sự đồng tâm nhất trí của các thành viên thuộc Quốc hội và Chính phủ.

Thứ nhất, thống nhất chủ trương chuyển đổi mô hình tỷ giá.

Quốc hội và Chính phủ cần bàn luận và thống nhất chủ trương chuyển đổi mô hình tỷ giá, ủng hộ NHNN Việt Nam trong việc xây dựng đề án, vạch ra lộ trình cụ thể cho quá trình cải cách chế độ tỷ giá sẽ được thực hiện vào 2018.

Thứ hai, xác định rõ nhiệm vụ trọng tâm của NHNN là kiểm chế lạm phát, ổn định tiền tệ.

Quốc hội cần sớm quyết định việc rút bớt trách nhiệm chi trả cho các khoản chi tiêu công của Chính phủ khỏi vai của NHNN, tạo điều kiện để cơ quan này tập trung vào nhiệm vụ kiểm chế lạm phát.

Thứ ba, Quốc hội và Chính phủ cần xác định rõ vị thế pháp lý của Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia.

Về hệ thống giám sát, Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia đã được thành lập từ 2008 với tư cách là một cơ quan độc lập với Chính phủ và NHNN, với chức năng nhiệm vụ “*thực hiện giám sát chung thị trường tài chính (bao gồm lĩnh vực ngân hàng – chứng khoán – bảo hiểm); điều phối hoạt động giám sát chuyên ngành; giám sát các Tập đoàn tài chính*”. Tuy nhiên trên thực tế, việc giám sát, đặc biệt đối với hệ thống ngân hàng, chủ yếu vẫn là giám sát từ xa (off-site). Trong khi đó, các cơ quan giám sát của từng hệ thống vẫn duy trì nhưng hoạt động tách biệt: Vụ Thanh tra Giám sát của NHNN thực hiện thanh tra, giám sát các tổ chức tín dụng; Ủy ban chứng khoán nhà nước thanh tra, giám sát thị trường chứng khoán và các công ty chứng khoán; Cục Giám sát bảo hiểm (Bộ Tài chính) thực hiện thanh tra, giám sát các công ty bảo hiểm. Chính vì vậy, việc giám sát của Ủy ban chưa thể đi sâu phản ánh thực tế đang diễn ra trong lòng hệ thống tài chính Việt Nam, đặc biệt là trong hệ thống các NHTM.

Tác giả luận án đề xuất Quốc hội cần xem xét lại vị thế pháp lý của Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia, để cơ quan này có thực quyền trong công tác giám sát trực tiếp các hoạt động tài chính. Đồng thời Ủy ban này cần được giao nhiệm vụ là cơ quan chịu trách nhiệm nghiên cứu, xây dựng ***hệ thống cảnh báo tài chính sớm*** (Early Warning System), nhằm giúp Chính phủ phát hiện những dấu hiệu có thể dẫn hệ thống tài chính và nền kinh tế tới bên bờ vực khủng hoảng.

Để có thể xây dựng được hệ thống này, trước hết phải nghiên cứu các cuộc khủng hoảng đã từng xảy ra ở khu vực và trên thế giới, tìm hiểu các triệu chứng và

diễn biến của chúng. Ví dụ, khi tìm hiểu lại cuộc khủng hoảng Châu Mỹ Latinh ở thập kỷ 70, các nhà nghiên cứu đã tìm ra thâm hụt ngân sách lớn là nguyên nhân căn bản châm ngòi cho cuộc khủng hoảng khi nó làm xói mòn dự trữ ngoại hối của các quốc gia trong một thời gian dài. Cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ Đông Nam Á năm 1997 lại xuất phát từ nguyên nhân chênh lệch lãi suất trong nước và quốc tế cao, tăng trưởng tín dụng quá mức, khi dòng vốn nước ngoài vào Đông Nam Á (chủ yếu là vốn ngắn hạn) dừng lại đột ngột và đảo chiều, NHTW không còn đủ dự trữ để hạn chế rủi ro thanh khoản của hệ thống ngân hàng.

Sau khi đã tìm hiểu các tình tiết dẫn các quốc gia tới khủng hoảng, hệ thống cảnh báo sớm cần chọn ra các biến số quan trọng để làm tấm gương phản ánh mức độ rủi ro của hệ thống tài chính tiền tệ quốc gia. Bảng 5.2 dưới đây có thể là một tham khảo hữu ích cho Chính phủ Việt Nam trong việc xây dựng hệ thống cảnh báo sớm.

Bảng 5.2. Dấu hiệu khủng hoảng và các chỉ tiêu đo lường

Dấu hiệu	Chỉ tiêu đo lường
- Dư nợ tín dụng vượt mức	- Số nhân tiền M2 - Tỷ lệ tín dụng nội địa/GDP - Mức độ tự do hóa tài chính trong nước và với nước ngoài
- Rủi ro thanh khoản của NHTM	- Tiền gửi ngân hàng
- Chính sách tiền tệ	- Lượng M1 vượt mức
- Cán cân vãng lai	- Xuất nhập khẩu, tỷ lệ xuất khẩu/nhập khẩu - Tỷ giá thực
- Cán cân vốn	- Dự trữ ngoại hối; M2/Dự trữ - Chênh lệch lãi suất thực - Nợ nước ngoài ngắn hạn - Lượng vốn nước ngoài đảo chiều
- Tăng trưởng giảm sút	- Sản lượng sản xuất - Lãi suất thực trong nước - Tỷ lệ Thu lãi cho vay/Chi lãi huy động - Giá cổ phiếu

Nguồn: Kaminsky (2000) [62]

Trong số các chỉ tiêu đo lường nói trên, “*Mức độ tự do hóa tài chính trong nước và với nước ngoài*” là chỉ tiêu khá phức tạp và không dễ để lượng hóa. Tự do hóa tài chính có thể được phản ánh qua việc trả lời các câu hỏi sau:

- NHTW có cho phép các NHTM trong nước được tự do vay vốn trên thị trường quốc tế không? Nếu có, vào thời điểm nào thì phù hợp?

- Nhà đầu tư nước ngoài được phép đầu tư vào thị trường chứng khoán trong nước vào thời điểm nào và như thế nào?

- Tỷ lệ dòng vốn nước ngoài vào/GDP là bao nhiêu?

Thứ tư, Chính phủ nỗ lực hỗ trợ công cuộc khai thác dầu mỏ và tăng cường năng suất lọc dầu.

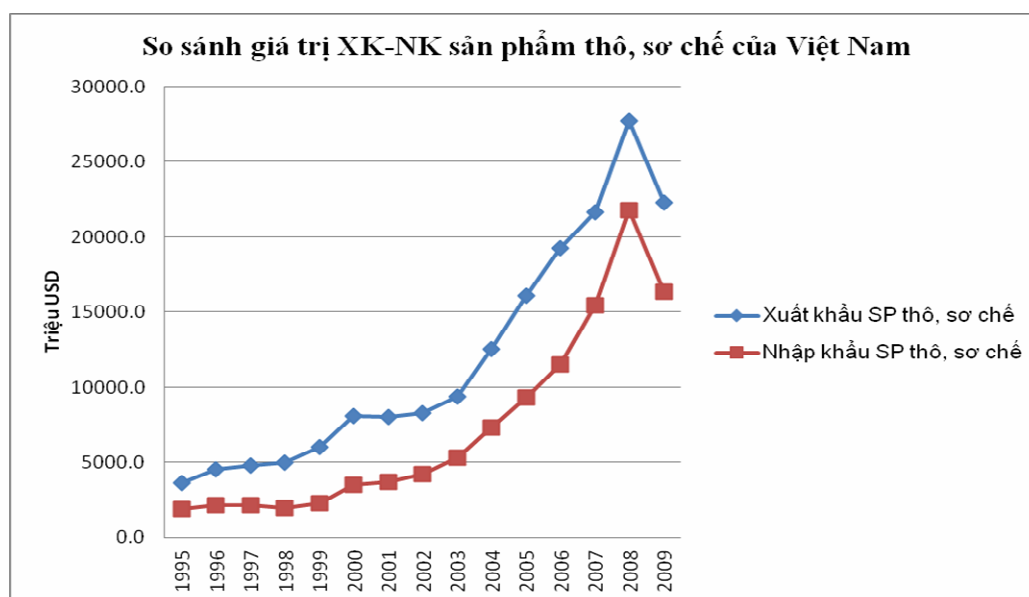
Qua kiểm định bằng mô hình VAR ta thấy: nhân tố tác động nhiều nhất tới lạm phát và cán cân thanh toán là **giá dầu**, không phải là tỷ giá. Vì vậy, Quốc hội và Chính phủ cần tiếp tục thực hiện chủ trương tăng khai thác dầu và tăng năng suất lọc dầu. Tuy nhiên, cũng không nên dựa hoàn toàn vào nguồn tài nguyên khoáng sản này để phục vụ cho nhu cầu tăng trưởng, cải thiện cán cân thanh toán, bởi vì tài nguyên là có hạn. Hơn nữa, về lâu dài, một quốc gia cần luôn giữ cho mình một thế mạnh – sức mạnh về tài nguyên - để giữ vững chủ quyền và chỉ tận dụng trong tình huống thật cấp bách.

5.4.2. Đề xuất với Bộ Công thương

Trong kiến nghị với Quốc hội ở trên, tác giả luận án đã đề cập tới việc xây dựng Hệ thống cảnh báo sớm về tài chính, trong đó, bên cạnh các chỉ tiêu về tài chính – tiền tệ còn có các chỉ tiêu về xuất nhập khẩu. Rõ ràng, hoạt động xuất nhập khẩu là một lĩnh vực có ảnh hưởng rất lớn tới sự hoàn thiện của chính sách tỷ giá.

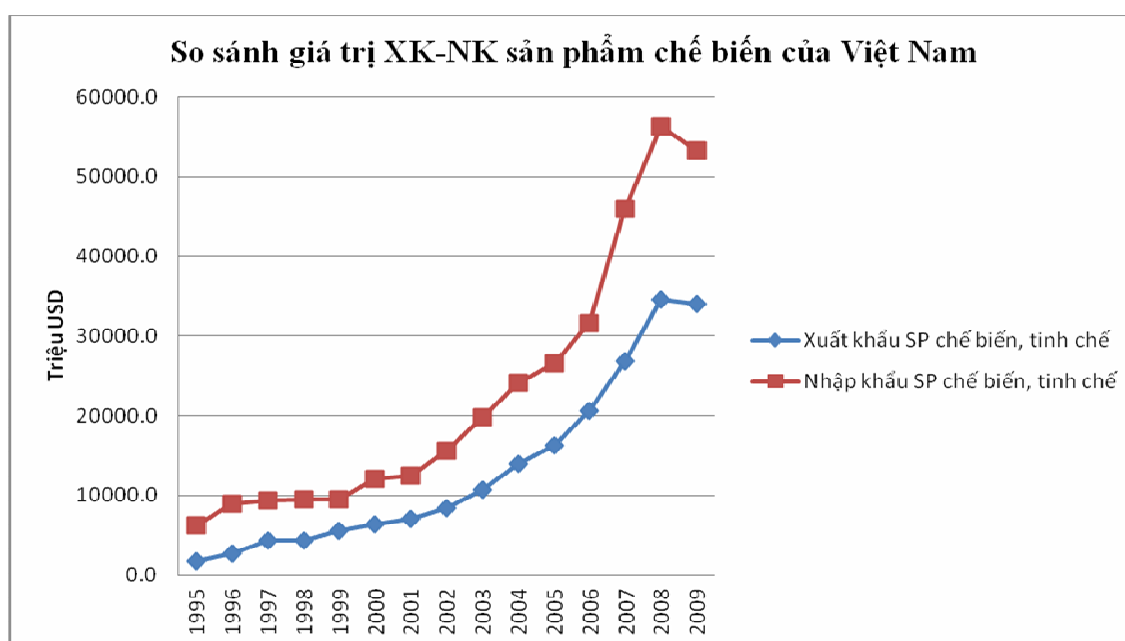
Nếu Việt Nam không nên khai thác triệt để nguồn tài nguyên của mình, chỉ còn một cách để có thể cải thiện cán cân thanh toán, đó là: tăng khả năng cạnh tranh của hàng hóa trong nước bằng việc tăng năng suất lao động, thay đổi cơ cấu đầu tư. Điều này đã được nêu trong Chiến lược phát triển kinh tế 2010-2020, tuy nhiên lịch sử đã chứng minh từ chủ trương tới hành động là cả một chặng đường dài và không bao giờ bằng phẳng. Thực tế hiện nay quy mô và cơ cấu xuất nhập khẩu của Việt nam tuy đã có chuyển biến nhưng vẫn mất cân đối và thể hiện sự yếu thế của thương mại Việt Nam trong gần 20 năm qua. Biểu đồ 5.7 và 5.8 cho thấy giá trị xuất khẩu sản phẩm thô, mới sơ chế luôn thấp hơn so với giá trị nhập sản phẩm thô

tương ứng, trong khi đó tình hình xuất nhập khẩu sản phẩm đã qua chế biến và tinh chế thì ngược lại.



Nguồn: Tổng cục Thống kê

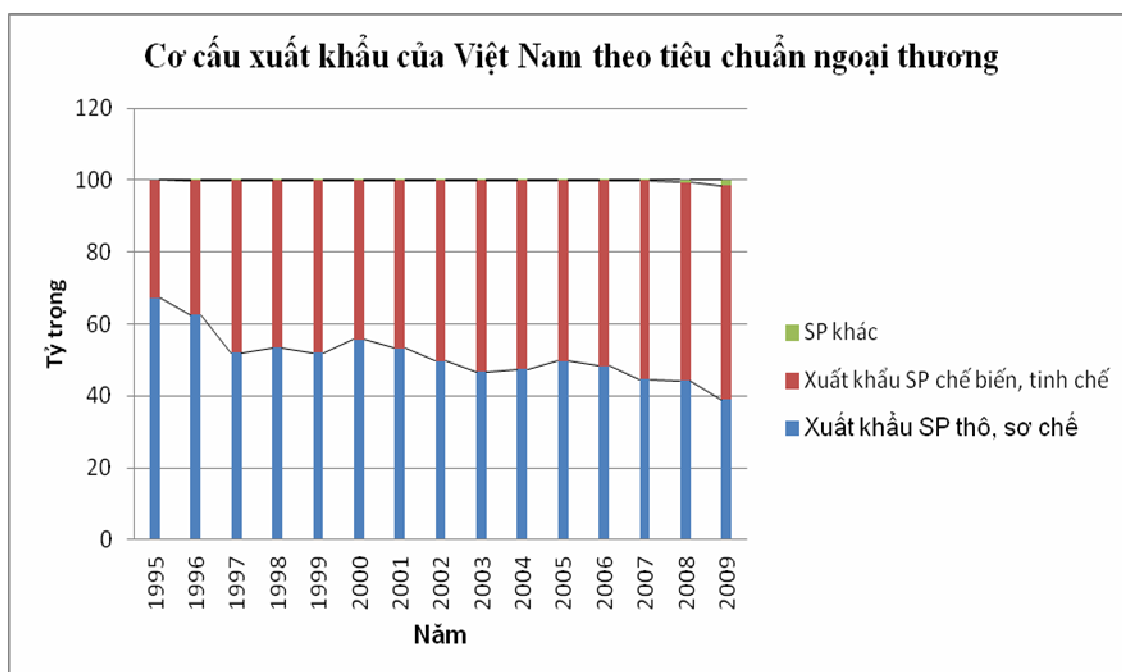
Biểu đồ 5.7. Xuất khẩu – nhập khẩu sản phẩm thô của Việt Nam (1995-2010)



Nguồn: Tổng cục Thống kê

Biểu đồ 5.8. Xuất khẩu – nhập khẩu sản phẩm chế biến của Việt Nam (1995-2010)

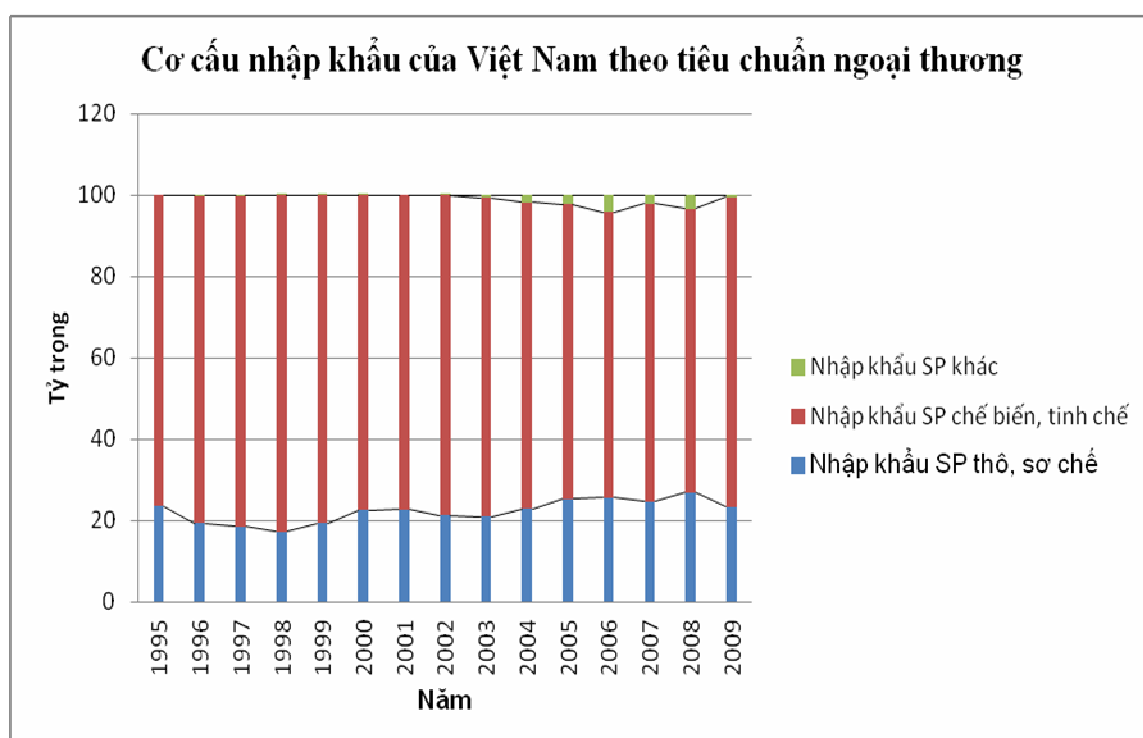
Trong cơ cấu xuất khẩu xét theo tiêu chuẩn ngoại thương (Biểu đồ 5.9), tỷ trọng xuất sản phẩm thô đã giảm dần, tuy nhiên mức giảm chậm, từ khoảng 60% xuống còn 40%.



Nguồn: Tổng cục Thống kê

Biểu đồ 5.9. Cơ cấu xuất khẩu của Việt Nam (1995-2010)

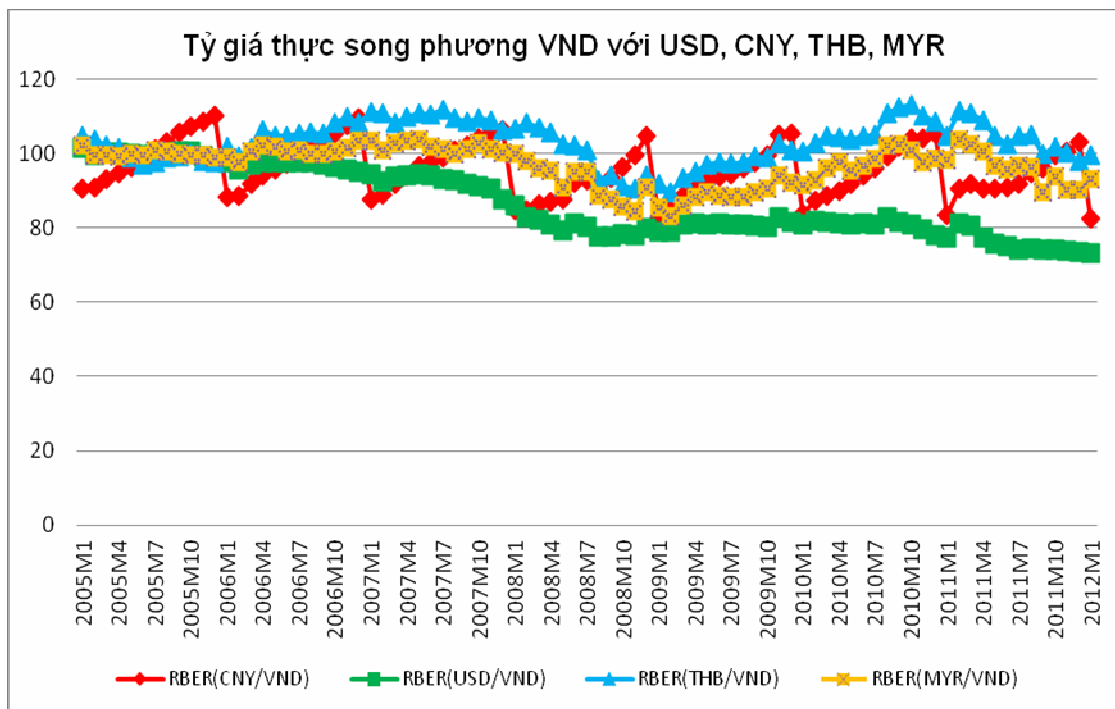
Về cơ cấu nhập khẩu, nhìn vào Biểu đồ 5.10 ta thấy trong suốt hai thập kỷ qua hàng hóa nhập về là sản phẩm chế biến chiếm tới 80%, trong khi sản phẩm thô nhập về chỉ chiếm trên dưới 20%. Cải thiện về “chất” tình hình xuất nhập khẩu của Việt Nam là yêu cầu vô cùng cấp thiết trong điều kiện hiện nay.



Nguồn: Tổng cục Thống kê

Biểu đồ 5.10. Cơ cấu nhập khẩu của Việt Nam (1995-2010)

Chính vì vậy, nghiên cứu sinh đề xuất chiến lược tăng cường xuất khẩu của Việt Nam cần được thực hiện bằng biện pháp rà soát lại các ngành nghề xuất khẩu, thúc đẩy các doanh nghiệp xuất khẩu thay đổi về chất lượng hàng hóa, tận dụng lợi thế cạnh tranh. Trước khi hỗ trợ các doanh nghiệp xuất nhập khẩu trong việc tiếp cận thị trường, Bộ Công thương cần tiến hành rà soát, quy hoạch lại các doanh nghiệp đang hoạt động trong lĩnh vực này. Trên cơ sở lựa chọn những doanh nghiệp có tiềm năng phát triển dựa trên chất lượng, đảm bảo tiêu chí “xuất tinh, nhập thô”, Bộ cần hỗ trợ doanh nghiệp đổi mới kỹ thuật sản xuất, nâng cao năng suất lao động, đồng thời phối hợp với NHNN, Bộ Tài chính để có cơ chế hỗ trợ, ưu đãi về vốn.



Nguồn: Nghiên cứu sinh tính toán từ Datastream, Financial Thomson

Biểu đồ 5.11. Tỷ giá thực song phương VND với Nhân dân tệ (TQ), đồng Bạt (Thái Lan) và Ringgit (Malaysia)

Bên cạnh đó, cần phải quan tâm tới tỷ giá thực song phương giữa VND với đồng tiền của các đối tác thương mại chính của Việt Nam. Biểu đồ trên cho thấy, trong khi VND lên giá thực ngày càng nhiều so với USD, trong khi có thời kỳ (2010-2011) lại xuống giá so với đồng Bath của Thái Lan và Ringgit Malaysia, riêng với Trung Quốc thì sự cạnh tranh về giá của hàng hóa Việt Nam tỏ ra yếu thế hơn hẳn. Vì vậy, Việt Nam nên tập trung nâng cao chất lượng những sản phẩm xuất đi các nước Châu Á (như Thái Lan và Malaysia) nhằm tăng cường nguồn thu ngoại tệ từ những quốc gia này.

KẾT LUẬN

Trong bối cảnh nền kinh tế thế giới đang chứa đựng đầy sự bất ổn, đặc biệt khủng hoảng nợ công Châu Âu ngày càng trở nên nghiêm trọng, Việt Nam dù không phải là tâm điểm của khủng hoảng toàn cầu nhưng cũng đang đứng trước vô vàn thách thức. Không còn cách nào khác, chúng ta phải đổi mới để thích ứng với tình hình mới. Một trong những điểm xuất phát quan trọng, đó là đổi mới chính sách tỷ giá, do việc duy trì chế độ tỷ giá neo với USD quá lâu và dựa quá nhiều vào công cụ phá giá nội tệ vô hình chung đã kìm hãm nền kinh tế phát triển.

Với kết cấu 5 chương, luận án đã tập trung vào xem xét một số vấn đề quan trọng của chính sách tỷ giá, đó là ***lựa chọn chế độ tỷ giá, hiệu ứng tác động của tỷ giá tới Bảng cân đối tiền tệ của NHNN Việt Nam, và tác động của chính sách phá giá tiền tệ tới các biến số kinh tế vĩ mô.***

Trong chương 1, tác giả luận án đề cập tới những nghiên cứu trước đây về các vấn đề có liên quan tới đề tài “tỷ giá và chính sách tỷ giá”, đồng thời lựa chọn phương pháp nghiên cứu của mình đứng trên giác độ của một nhà nghiên cứu, không đứng trên giác độ của NHNN.

Chương 2 của luận án trình bày cơ sở lý luận cơ bản về tỷ giá và chính sách tỷ giá, trong đó nêu rõ quan điểm của tác giả về thuật ngữ “phá giá nội tệ” và về một “chính sách tỷ giá hoàn thiện”. Các nhân tố tác động tới tỷ giá, mục tiêu và hai nội dung của chính sách tỷ giá đã được trình bày trong chương này, làm cơ sở cho việc phân tích diễn biến chính sách tỷ giá của Việt Nam từ 1989 đến nay trong chương 4.

Trong chương 3, tác giả đã tìm hiểu kinh nghiệm hoàn thiện chính sách tỷ giá của Trung Quốc và 4 nước láng giềng Đông Nam Á, từ đó rút ra được những bài học thiết thực cho Việt Nam.

Những nhận xét về thực trạng chính sách tỷ giá của Việt Nam càng trở nên rõ nét hơn khi được kiểm định bằng mô hình kinh tế lượng ở chương 4, trong đó thể hiện mối tương quan được lượng hóa giữa tỷ giá với giá cả hàng hóa, với cán cân thương mại và cán cân vãng lai. Từ đó, tác giả luận án đã kết luận Việt Nam nên tiến

tới neo tỷ giá với 1 rổ tiền tệ và đến 2018 nên áp dụng cơ chế tỷ giá thả nổi có quản lý, chuẩn bị chu đáo các điều kiện để thực hiện tự do hóa tài khoản vốn một cách từ từ; đồng thời nên từ bỏ việc phụ thuộc vào công cụ phá giá nội tệ do những hệ lụy (đã được chứng minh) của công cụ này tới các biến số kinh tế vĩ mô và tới khả năng thanh khoản của NHTW.

Xuất phát từ định hướng của nền kinh tế đến 2020, bằng việc xây dựng nên những kịch bản cho chính sách tỷ giá, một số đề xuất với NHNN Việt Nam đã được tác giả luận án, đứng trên giác độ của một nhà nghiên cứu độc lập, trình bày trong chương 5. Để NHNN có thể thực hiện tốt vai trò là cơ quan điều hành chính sách tiền tệ, trong đó có chính sách tỷ giá, không thể thiếu sự hỗ trợ từ phía Quốc hội, Chính phủ và sự phối hợp của các bộ ngành, đặc biệt là Bộ Công thương. Đề xuất đối với các cơ quan này đã được trình bày ngắn gọn trong phần cuối của chương.

Như đã trình bày trong phần Tổng quan tình hình nghiên cứu ở Chương 1, nghiên cứu sinh dự định có thể xác định được hiệu ứng trung chuyển của tỷ giá tới giá cả hàng hóa của một quốc gia (ví dụ Australia) trước và sau khi thực hiện chuyển đổi mô hình tỷ giá. Tuy nhiên, điều đó đồng nghĩa với việc phải thu thập thêm một bộ số liệu với 6 biến nội sinh tương đương như của Việt Nam. Chính sách tỷ giá là một đề tài tương đối rộng, chính vì vậy do giới hạn về mặt không gian và thời gian, nghiên cứu sinh chưa hoàn thành được dự định này. Hi vọng rằng trong thời gian tới, một đánh giá về hiệu ứng trung chuyển của tỷ giá ở Australia trước và sau khi thả nổi tỷ giá sẽ được thực hiện.

Tóm lại, ba câu hỏi nghiên cứu nêu trong phần đầu của luận án về cơ bản đã được giải đáp. Luận án sẽ đạt được nhiều thành công hơn nếu công tác thu thập số liệu của Việt Nam và một số quốc gia có liên quan gặp thuận lợi, đặc biệt là số liệu về Bảng cân đối tiền tệ của NHTW.

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

A. Phần tiếng Việt

1. Đặng Thị Huyền Anh, (2011), *Tác động tỷ giá thực tế đến cán cân thương mại Việt Nam trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế*, Luận án Tiến sỹ kinh tế, Học viện Ngân hàng.
2. Vũ Thành Tụ Anh, (2010), *Giằng co giữa tăng trưởng và lạm phát* [Trực tuyến]. Thời báo Kinh tế Sài Gòn Online. Địa chỉ: <http://www.thesaigontimes.vn/ArticlePrint.aspx?ID=44003> [Truy cập: 7/2011].
3. Nguyễn Văn Dũng, (2005), *Một số vấn đề trao đổi về mối quan hệ lạm phát, lãi suất, tỷ giá, đầu tư, tăng trưởng kinh tế trong điều hành chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam trong nền kinh tế mở*, Kỷ yếu hội thảo NHNN.
4. Đại hội Đại biểu toàn quốc lần thứ XI của Đảng cộng sản Việt Nam, Báo cáo chính trị của BCH Trung ương Đảng Khóa X.
5. Nguyễn Đức Độ, (2009), “Vấn đề tỷ giá VND/USD: Nhà nước hay thị trường có lý?”, *Tạp chí Thị trường Tài chính*, Tháng 7/2009.
6. Nguyễn Thị Thu Hằng, Đinh Tuấn Minh, Tô Trung Thành, Lê Hồng Giang, Phạm Văn Hà, (2010), *Lựa chọn chính sách tỷ giá trong bối cảnh phục hồi kinh tế*, Bài nghiên cứu 21, Trung tâm Nghiên cứu Kinh tế và Chính sách, Trường Đại học Kinh tế, Đại học Quốc gia Hà nội.
7. Nguyễn Quang Huy và cộng sự, (2009), *Cơ chế điều hành tỷ giá hối đoái phù hợp trong điều kiện hiện nay*, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam.
8. Hisatsufu Furukawa. 2008. *Chính sách tỷ giá cần linh hoạt hơn nữa*. [Trực tuyến]. Địa chỉ: <http://www.vneconomy.vn/Print.aspx?NewsID=61367>. [Truy cập: 11/2010].
9. Lê Văn Hình, (1999), *Giải pháp nâng cao hiệu quả quản lý dự trữ ngoại hối của Ngân hàng nhà nước Việt Nam*, Luận án Thạc sỹ khoa học kinh tế, Đại học Kinh tế quốc dân.

10. Lê Quốc Lý, (2004), *Tỷ giá hối đoái – Những vấn đề lý luận và thực tiễn điều hành ở Việt Nam*, Nhà xuất bản Thống kê.
11. Lê Quốc Lý, (2004), *Quản lý ngoại hối và điều hành tỷ giá hối đoái ở Việt Nam*, Nhà xuất bản Thống kê.
12. Dương Thị Thanh Mai, (2002), *Vận dụng mô hình phân tích chính sách tỷ giá ở Việt Nam*, Luận án Tiến sĩ, Đại học Kinh tế quốc dân.
13. Nguyễn Khắc Minh, (2002), *Các phương pháp phân tích và dự báo trong kinh tế*, Nhà xuất bản Khoa học và Kỹ thuật, Trang 331-348.
14. Lê Thị Tuấn Nghĩa, (2004), *Hoàn thiện cơ chế điều hành tỷ giá nhằm nâng cao hiệu quả chính sách tiền tệ ở Việt Nam*, Luận án Tiến sĩ, Học viện Ngân hàng.
15. Lê Xuân Nghĩa, (2010), “Kinh tế vĩ mô và rủi ro tài chính vĩ mô”, *Hội thảo Triển vọng Châu Á 2010*.
16. Trương Văn Phước. 2006. *Chính sách tỷ giá thời hội nhập* [Trực tuyến]. Địa chỉ: <http://www.tuoitre.com.vn/Tyanyon/PrintView.aspx?ArticleID=155865&ChannelID=11> [Truy cập: 5/2011].
17. Nguyễn Thị Kim Thanh, (2010), “Những nhân tố tác động lên tỷ giá hối đoái và vấn đề đặt ra cho Việt Nam hiện nay”, *Tạp chí Quản lý Kinh tế*, (31).
18. Nguyễn Thị Thu Thảo, (1995), *Đổi mới và hoàn thiện chính sách quản lý ngoại hối ở Việt Nam trong giai đoạn hiện nay*, Luận án Tiến sĩ, Đại học Kinh tế quốc dân.
19. Nguyễn Quang Thép, (2004), *Hoàn thiện cơ chế chính sách quản lý ngoại hối trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế ở Việt Nam*, Luận văn Thạc sĩ kinh tế, Đại học Kinh tế quốc dân.
20. Nguyễn Đình Thọ, (2011), “Biến động cán cân thanh toán và vấn đề nhập khẩu lạm phát ở Việt Nam”, *Tạp chí Ngân hàng*, (số 3+4/2011).
21. Trần Ngọc Thơ, (2007), “Chính sách tỷ giá hậu WTO”, *Tạp chí Kế toán*, Tháng 5/2007.
22. Ngô Văn Thứ, (2006), “Phân tích nhân tố - phương pháp thành phần chính”, *Bài giảng Kinh tế lượng*, Khoa Toán Kinh tế, Đại học Kinh tế quốc dân.

23. Bùi Thị Thu Thủy, (2008), “Kinh nghiệm các nước về chính sách tỷ giá hối đoái và vấn đề kiểm soát ngoại hối trong các cuộc khủng hoảng tài chính”, *Kỷ yếu hội thảo NHNN 2008*.
24. Nguyễn Văn Tiến, (2010), *Giáo trình Tài chính quốc tế*, Nhà xuất bản Thống kê.
25. Phạm Đức Toàn, (2005), *Xem xét yếu tố tỷ giá trong vấn đề tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam*, Kỷ yếu hội thảo NHNN.
26. Nhật Trung và Nguyễn Hồng Nga, (2011), “Hiệu ứng trung chuyển tác động của tỷ giá tới giá cả và lạm phát”, *Tạp chí Ngân hàng*, số 14/2011.
27. Bùi Trinh. (12/6/2010). *Nhập siêu kéo dài: tỷ giá hay cơ cấu kinh tế* [Trực tuyến]. Thời báo Kinh tế Sài Gòn Online. Địa chỉ: <http://www.thesaigontimes.vn>. [Truy cập: 11/2010].
28. Lê Văn Tư và Nguyễn Quốc Khanh, (2000), *Một số vấn đề về chính sách tỷ giá hối đoái cho mục tiêu phát triển kinh tế Việt Nam*, Nhà xuất bản Thống kê.
29. www.gso.org.vn/ Mục: Số liệu thống kê.
30. <http://kinhtetaichinh.blogspot.com>
31. <http://news.ndthuan.com/kinh-te/khong-thieu-usd-18728/>
32. <http://www.stockbiz.vn/NewsTools/>
33. www.sbv.gov.vn

B. Phần tiếng Anh

34. Alexander, Sidney S., (2009), “Effects of Devaluation: A Simplified Synthesis of Elasticities and Absorption Approaches”, *The American Economic Review*, Vol. 49, 22-42.
35. Alicia García Herrero, (2005), *Emerging Countries' Sovereign Risk: Balance Sheets, Contagion and Risk Aversion*, Working Papers, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA), Economic Research Department No. 0501.
36. Amit Ghosh & Ramkishen S. Rajan, (2007), “A Comparative Analysis of Export Price Pass-Through in Three Open Asian Economies: Korea, Singapore and Thailand”, *Global Economic Review*, 36 (3), 287-299.

37. Amit Ghosh & Ramkishen S. Rajan, (2009), “What is the extent of exchange rate pass-through in Singapore? Has it changed over time?”, *Journal of the Asia Pacific Economy*, 14 (1), 61-72.
38. Anderton, R. (2003), *Extra- Euro Area Manufacturing Import Prices and Exchange Rate Pass-through*, ECB Working Paper số 219.
39. Andrea Schaechter, (2001), *Implementation of Monetary Policy and the Central Bank's Balance Sheet*, IMF Working Paper, WP/01/149.
40. Barry Eichengreen, (2006), *China's Exchange Rate Regime: The Long and Short of it*.
41. Barry Eichengreen, (2007), *The Asian Crisis After 10 Years*, Diễn đàn Chính sách Kinh tế Quốc tế “Capital Flows, Financial Markets and Economic Integration in Asia”.
42. Campa và cộng sự, (2005), *Exchange Rate Pass-Through to Import Prices in the Euro Area*, Cục Dự trữ Liên Bang NewYork, số 219.
43. Campa và Goldberg, (2004), *Exchange rate Pass-through into Import Prices*, CEPR Discussion Paper số 4391.
44. Christer Ljungwall, Yi Xiong và Zou Yutong, (2009), *Central Bank Financial Strength and the Cost of Sterilization in China*, China Economic Research Center, Working Paper 8.
45. Christopher A.Sims, (2008), *Government and Central Bank Balance Sheets, Inflation and Monetary Policy*.
46. Dornbusch, R. (1987), “Exchange rates and prices”, *The American Economic Review*, Vol. 77, 93-106.
47. Douglas Steel & Alan King, (2004), “Exchange Rate Pass-Through: The Role of Regime Changes”, *International Review of Applied Economics*, Vol. 18, No. 3, 301-322.
48. Ehsan U.Choudhri & Dalia S. Hakura, (2001), *Exchange rate pass-through to domestic prices: Does the inflationary environment matter?*, IMF Working Paper.

49. Fahrettin Yagci, (2001), *Choice of exchange rate regimes for developing countries*, Africa Region Working Paper Series No.16.
50. Felipe Farah Schwartzman, (2003), “*Do Balance-Sheet Effects Matter for Brazil?*”.
51. Frankel, Jeffrey A., (1999), *No single currency regime is right for all countries or at all times*.
52. Frankel, Jeffrey A., (2003), “A proposed monetary regime for small commodity exporters: Peg to the Export Price (PEP)”.
53. Frankel, Jeffrey A. và cộng sự, (2005), *Slow Pass-Through Around the World: A New Import for Developing Countries*, National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper số 11199.
54. Garnon và Ihrig, (2004), “Monetary Policy and Exchange Rate Pass-Through”, *International Journal of Finance and Economics*, (9), 315-338.
55. Ghosh & Rajan, (2006), *Exchange rate pass-through in Asia: What does the literature tell us?*.
56. Goldstein, Morris & Moohsin S. Khan, (1985), *Income and Price Effects in Foreign Trade*”, Chapter 20, Handbook of International Economics, Elsevier, Amsterdam, (2), 1041-1105.
57. Hahn, E. (2003), *Pass-Through of External Shocks to Euro Area Inflation*, ECB Working Paper số 243.
58. Hallwood, P. & McDonald, R., (2005), *International Money and Finance*, 3rd edition, Blackwell Publishing.
59. Jang-Yung Lee, (1997), *Sterilizing Capital Inflows*, International Monetary Fund, Economic Issues.
60. Jie Xu, (2006), *New Features of China's Monetary Policy*.
61. Juan Carlos Berganza, Roberto Chang & Alicia Garcia Herrero, (2004), “Balance Sheet Effects and The Country Risk Premium: An Empirical Investigation”, *Review of World Economics*, 140 (4), 592-612.

62. Jurgen Von Hagen and Jizhong Zhou, (2007), "The choice of exchange rate in developing countries: A multinomial panel analysis", *Journal of International Money and Finance*.
63. Kaminsky, Graciela L., (2004), *International Capital Flows: A blessing or a curse?*, Annual World Bank Conference on Development Economics – Europe "Economic Integration and Social Responsibility", 139-170.
64. Knetter, M., (1993), "International Comparisons of Pricing-to-Market Behavior", *The American Economic Review*, (83), 473-486.
65. Krugman, Paul, (1999), "Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises", *International Tax and Public Finance*, 6 (4), 459-472.
66. Leonardo Hernandez and Peter J. Monitel, (2001), *Post-crisis exchange rate policy in five Asian countries: Filling in the "Hollow Middle"*.
67. Lian An và Jian Wang, (2011), "Exchange Rate Pass-Through: Evidence Based on Vector Autoregression with Sign Restrictions", *Open Economies Review*.
68. Luis Felipe Céspedes, Roberto Chang và Andres Velasco, (2000), *Balance Sheets and Exchange Rate Policy*, NBER Working Paper, WP 7840.
69. McCarthy, J., (2000), *Pass-through of Exchange Rates and Import Prices to Domestic Inflation in some Industrialised Economies*, Báo cáo Ngân hàng New York Cục Dự trữ Liên Bang Mỹ số 111.
70. McKinnon, Ronald, (2011), "Worldwide Inflation and International Monetary Reform: Exchange Rates or Interest Rates", *China and World Economy*, 19 (5), 1-16.
71. Michele Ca' Zorzi, Elke Hahn và Marcelo Sanschez, (2007), *Exchange Rate Pass-Through in Emerging Markets*, NHTW Châu Âu, Working Paper số 739.
72. Monetary Authority of Singapore, (2007), *Monetary Policy Operations in Singapore*.
73. Nelson H. Barbosa-Filho, (2006), *Exchange rates, Growth and Inflation*, Annual Conference on Development and Change, Brazil.

74. Nguyen Dinh Minh Anh, Tran Mai Anh, and Vo Tri Thanh, (2010), “Exchange rate pass-through into inflation in Vietnam: an assessment using vector autoregression approach”, *Journal of Economic Managament* (Viện nghiên cứu Quản lý kinh tế Trung ương).
75. Nguyen Tran Phuc and Nguyen Duc Tho, (2009), “Exchange Rate Policy in Vietnam, 1985-2008”, *ASEAN Economic Bulletin*, 26 (2).
76. Peter Rowland, (2002), “Exchange rate pass-through to domestic prices: The case of Colombia”.
77. Pilbeam, K., (2006), *International Finance*, 3rd edition, Palgrave Publishing.
78. Rutherford, Donald, (2002), *Routledge Dictionary of Economics*, 2nd edition, Taylor and Francis Group.
79. Shin-ichi Fukuda, (2002), “Post crisis exchange rate regime in East Asia”.
80. Takatoshi Ito và Kiyotaka Sato, (2006), *Exchange rate changes and inflation in post –crisis Asian economies: VAR analysis of the exchange rate pass-through*, Working Paper 12395,
81. Taylor, J., (2000), “Low inflation, Pass-through and the Pricing Power of Firms”, *European Economic Review*, 44, 1389-1408.
82. Vo Van Minh, (2009), *Exchange rate pass-through and its implications for inflation in Vietnam*, Vietnam Development Forum, Working Paper 0902.
83. Yin-Wong Cheung and Hiro Ito, (2007), *Hoarding of International Researves: A Comparison of the Asian and Latin American Experiences*, Diễn đàn Chính sách Kinh tế Quốc tế “Capital Flows, Financial Markets and Economic Integration in Asia”.
84. Zsolt Darvas, (2001), *Exchange rate pass-through and real exchange rate in EU candidate countries*, Discussion Paper.
85. <http://beta.adb.org/key-indicators/2011/part-iii-regional-tables>
86. <http://www.customs.gov.vn/Lists/HoTroTrucTuyen/ThongKeHaiQuan.aspx>
87. <http://comtrade.un.org/pb>

88. <http://www.indexmundi.com/commodities/?commodity=petroleum-price-index&month=120> truy cập ngày 30/11/2011
89. <http://www.adb.org/publications/asian-development-outlook-2012-confronting-rising-inequality-asia>
90. <http://elibrary-data.imf.org/DataExplorer.aspx>
91. <http://www.morganstanleyindividual.com/customerservice/dictionary/>
92. <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com>
93. <http://www.newyorkfed.org/aboutthefed/fedpoint/fed38.html/>
94. <http://www.qfinance.com/dictionary/competitive-devaluation>
95. <http://www.investorwords.com/1430>
96. <http://oxforddictionaries.com/>
97. <http://www.pbc.gov.cn/>
98. <http://www.bot.or.th/>
99. <http://www.bi.go.id/>
100. <http://mas.gov.sg/>
101. <http://bnm.gov.my/>

DANH MỤC CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ

1. Hoàng Thị Lan Hương, (2008), “Bàn về mối quan hệ giữa tỷ giá với lạm phát và lãi suất ở Việt Nam”, *Tạp chí Kinh tế Phát triển*, (131), 5/2008, tr.6 & 7.
2. Hoàng Thị Lan Hương và Phan Thị Hạnh, (2011), “Một vài suy nghĩ từ việc điều hành chính sách tiền tệ của Ngân hàng Dự trữ Quốc gia Australia”, *Tạp chí Kinh tế Phát triển*, (172), 10/2011, tr. 75 – 80.
3. Hoàng Thị Lan Hương và Lương Thái Bảo, (2011), “Lựa chọn chế độ tỷ giá ở Việt Nam – Bài học từ Trung Quốc”, *Tạp chí Ngân hàng*, (22), 11/2011, tr. 25 - 33.
4. Hoàng Thị Lan Hương và Lương Thái Bảo, (2012), ”Điều kiện Marshall-Lerner và định hướng chính sách tỷ giá ở Việt Nam”, *Tạp chí Ngân hàng*, (16), 08/2012, tr. 10 – 16.

PHỤ LỤC 1

KIỂM ĐỊNH TÍNH DỪNG CỦA CÁC BIẾN

Biến số 1: loil

Null Hypothesis: LOIL has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=13)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.132758	0.7017
Test critical values:		
1% level	-3.477835	
5% level	-2.882279	
10% level	-2.577908	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Do *loil* chưa phải là biến dừng, ta lấy sai phân bậc 1:

Null Hypothesis: D(LOIL) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=13)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-9.053630	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.477835	
5% level	-2.882279	
10% level	-2.577908	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Với sai phân bậc 1, ta đã có chuỗi dừng (đặt tên *dloil*).

Biến thứ 2: lipi

Null Hypothesis: LIPI has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=13)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.802266	0.3782
Test critical values:		
1% level	-3.477487	
5% level	-2.882127	
10% level	-2.577827	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Do *lipi* chưa phải là dừng, ta lấy sai phân bậc 1:

Null Hypothesis: D(LIPI) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=13)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-11.71788	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.477835	
5% level	-2.882279	
10% level	-2.577908	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Với sai phân bậc 1, chuỗi đã trở thành chuỗi dừng (đặt tên dlipi)

Biến số 3: lneer

Null Hypothesis: LNEER has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=13)

	t-Statistic	Prob.*
--	-------------	--------

Augmented Dickey-Fuller test statistic	1.576900	0.9994
Test critical values:	1% level	-3.477487
	5% level	-2.882127
	10% level	-2.577827

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Do *lneer* chưa phải là chuỗi dừng, ta lấy sai phân bậc 1:

Null Hypothesis: D(LNEER) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=13)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-12.01713	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.477835
	5% level	-2.882279
	10% level	-2.577908

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Với sai phân bậc 1, chuỗi là chuỗi dừng (đặt tên biến *dlneer*)

Biến thứ 4: limpi

Null Hypothesis: LIMPI has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=13)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.414533	0.9024
Test critical values:	1% level	-3.477835
	5% level	-2.882279
	10% level	-2.577908

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Do *limpi* chưa phải là chuỗi dừng, ta lấy sai phân

bậc 1:

Null Hypothesis: D(LIMPI) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=13)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-8.215593	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.477835	
5% level	-2.882279	
10% level	-2.577908	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Với sai phân bậc 1, chuỗi trở thành chuỗi dừng (đặt tên *dlimpi*)

Biến thứ 5: lcpi

Null Hypothesis: LCPI has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 13 (Automatic based on SIC, MAXLAG=13)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	1.588284	0.9995
Test critical values:		
1% level	-3.482453	
5% level	-2.884291	
10% level	-2.578981	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Do *lcpi* chưa phải là chuỗi dừng, ta lấy sai phân bậc 1:

Null Hypothesis: D(LCPI) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 12 (Automatic based on SIC, MAXLAG=13)

	t-Statistic	Prob.*
--	-------------	--------

Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.538184	0.1089
Test critical values:	1% level	-3.482453
	5% level	-2.884291
	10% level	-2.578981

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Với sai phân bậc 1, chuỗi trở thành chuỗi dừng (đặt tên dlepi)

Biến thứ 6: lintr

Null Hypothesis: LINTR has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 2 (Automatic based on SIC, MAXLAG=13)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.747037	0.4054
Test critical values:	1% level	-3.478189
	5% level	-2.882433
	10% level	-2.577990

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Do *lintr* chưa phải là chuỗi dừng, ta lấy sai phân bậc 1:

Null Hypothesis: D(LINTR) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=13)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-8.667435	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.477835
	5% level	-2.882279
	10% level	-2.577908

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Với sai phân bậc 1, chuỗi trở thành chuỗi dừng (đặt tên dlintr)

Như vậy, bộ số liệu bao gồm 06 chuỗi dừng đã sẵn sàng để chạy mô hình VAR.

PHỤ LỤC 2.

KIỂM ĐỊNH MÔ HÌNH VAR VỚI ĐỘ TRỄ BẢNG 2

Mô hình VAR với độ trễ bằng 2

Vector Autoregression Estimates

Date: 02/13/12 Time: 15:40

Sample (adjusted): 2000:04 2011:09

Included observations: 138 after adjustments

Standard errors in () & t-statistics in []

	DLOIL	DLIPI	DLNEER	DLIMPI	DLCPI	DLINTR
DLOIL(-1)	0.186983 (0.08800) [2.12470]	0.241385 (0.31409) [0.76852]	0.012258 (0.01831) [0.66952]	0.046439 (0.01345) [3.45326]	0.014515 (0.00706) [2.05506]	0.102066 (0.04586) [2.22578]
DLOIL(-2)	-0.007420 (0.09431) [-0.07868]	0.223004 (0.33660) [0.66251]	0.006171 (0.01962) [0.31450]	0.012417 (0.01441) [0.86160]	-0.014174 (0.00757) [-1.87245]	0.125317 (0.04914) [2.55006]
DLIPI(-1)	0.010008 (0.02521) [0.39702]	0.007080 (0.08997) [0.07869]	0.004891 (0.00524) [0.93258]	-0.000107 (0.00385) [-0.02766]	0.001414 (0.00202) [0.69901]	-0.003339 (0.01314) [-0.25421]
DLIPI(-2)	-0.068970 (0.02489) [-2.77094]	-0.034117 (0.08884) [-0.38404]	-0.005175 (0.00518) [-0.99931]	0.001376 (0.00380) [0.36179]	-0.000960 (0.00200) [-0.48049]	0.005338 (0.01297) [0.41161]
DLNEER(-1)	0.647473 (0.44526) [1.45416]	1.100353 (1.58914) [0.69242]	0.032691 (0.09263) [0.35291]	-0.172557 (0.06804) [-2.53616]	-0.086762 (0.03574) [-2.42781]	0.190295 (0.23201) [0.82021]
DLNEER(-2)	0.012922 (0.44072) [0.02932]	1.034042 (1.57296) [0.65739]	-0.064996 (0.09169) [-0.70887]	-0.051104 (0.06735) [-0.75883]	0.107301 (0.03537) [3.03344]	0.327208 (0.22965) [1.42483]
DLIMPI(-1)	1.229465 (0.57709) [2.13044]	-1.958455 (2.05968) [-0.95085]	-0.039598 (0.12006) [-0.32982]	0.205822 (0.08818) [2.33399]	0.032258 (0.04632) [0.69644]	0.352044 (0.30071) [1.17072]
DLIMPI(-2)	-0.481703 (0.54109) [-0.89024]	0.711969 (1.93118) [0.36867]	-0.038015 (0.11257) [-0.33770]	-0.157716 (0.08268) [-1.90747]	0.055578 (0.04343) [1.27977]	0.022677 (0.28195) [0.08043]
DLCPI(-1)	1.727346 (1.02031)	-5.858558 (3.64155)	0.061222 (0.21227)	0.094167 (0.15591)	0.547018 (0.08189)	0.726293 (0.53165)

	[1.69296]	[-1.60881]	[0.28842]	[0.60397]	[6.67983]	[1.36610]
DLCPI(-2)	-1.199388 (1.02214) [-1.17341]	4.723422 (3.64806) [1.29478]	-0.125218 (0.21265) [-0.58885]	-0.011040 (0.15619) [-0.07068]	0.067411 (0.08204) [0.82171]	0.253670 (0.53260) [0.47628]
DLINTR(-1)	0.253607 (0.18040) [1.40577]	0.312096 (0.64387) [0.48472]	0.121200 (0.03753) [3.22926]	0.076162 (0.02757) [2.76280]	-0.009189 (0.01448) [-0.63463]	0.046705 (0.09400) [0.49685]
DLINTR(-2)	-0.375149 (0.18022) [-2.08167]	-0.265524 (0.64320) [-0.41282]	-0.036056 (0.03749) [-0.96170]	0.064667 (0.02754) [2.34825]	0.022990 (0.01446) [1.58945]	0.035936 (0.09390) [0.38268]
C	0.000173 (0.00966) [0.01792]	0.010127 (0.03447) [0.29380]	0.004664 (0.00201) [2.32132]	0.002404 (0.00148) [1.62932]	0.002282 (0.00078) [2.94345]	-0.008551 (0.00503) [-1.69918]
R-squared	0.195879	0.058621	0.117018	0.380886	0.509099	0.304772
Adj. R-squared	0.118684	-0.031752	0.032252	0.321451	0.461972	0.238031
Sum sq. resids	0.870753	11.09175	0.037688	0.020332	0.005609	0.236421
S.E. equation	0.083463	0.297883	0.017364	0.012754	0.006699	0.043490
F-statistic	2.537441	0.648658	1.380481	6.408460	10.80281	4.566437
Log likelihood	153.7164	-21.86095	370.3780	412.9596	501.8181	243.6747
Akaike AIC	-2.039368	0.505231	-5.179391	-5.796516	-7.084321	-3.343111
Schwarz SC	-1.763613	0.780987	-4.903636	-5.520760	-6.808565	-3.067356
Mean dependent	0.009473	0.012555	0.004393	0.003308	0.006746	0.004037
S.D. dependent	0.088905	0.293263	0.017651	0.015483	0.009133	0.049822
Determinant resid covariance (dof adj.)		1.84E-18				
Determinant resid covariance		1.02E-18				
Log likelihood		1683.779				
Akaike information criterion		-23.27216				
Schwarz criterion		-21.61762				

PHỤ LỤC 3.

KIỂM ĐỊNH MÔ HÌNH VAR VỚI ĐỘ TRỄ BẢNG 4

Vector Autoregression Estimates						
Date: 02/13/12 Time: 22:01						
Sample (adjusted): 2000:06 2011:09						
Included observations: 136 after adjustments						
Standard errors in () & t-statistics in []						
	DLOIL	DLIPI	DLNEER	DLIMPI	DLCPI	DLINTR
DLOIL(-1)	0.171637 (0.09146) [1.87659]	0.406910 (0.35832) [1.13562]	0.014612 (0.01963) [0.74431]	0.052578 (0.01535) [3.42525]	0.007483 (0.00774) [0.96623]	0.103210 (0.05190) [1.98845]
DLOIL(-2)	-0.087577 (0.09697) [-0.90315]	0.346632 (0.37989) [0.91246]	-0.000460 (0.02081) [-0.02211]	0.010444 (0.01627) [0.64173]	-0.021011 (0.00821) [-2.55892]	0.125064 (0.05503) [2.27267]
DLOIL(-3)	-0.008034 (0.09814) [-0.08187]	0.566003 (0.38446) [1.47219]	0.011999 (0.02106) [0.56965]	0.005987 (0.01647) [0.36352]	-0.011567 (0.00831) [-1.39195]	0.014365 (0.05569) [0.25794]
DLOIL(-4)	0.004144 (0.09753) [0.04249]	0.032382 (0.38208) [0.08475]	0.028397 (0.02093) [1.35653]	0.006763 (0.01637) [0.41316]	-0.007471 (0.00826) [-0.90471]	0.064120 (0.05535) [1.15850]
DLIPI(-1)	0.013794 (0.02473) [0.55780]	-0.017651 (0.09688) [-0.18220]	0.004206 (0.00531) [0.79244]	-0.000908 (0.00415) [-0.21879]	0.001826 (0.00209) [0.87201]	-0.006179 (0.01403) [-0.44033]
DLIPI(-2)	-0.055294 (0.02455) [-2.25237]	-0.040901 (0.09617) [-0.42528]	-0.003466 (0.00527) [-0.65785]	0.001356 (0.00412) [0.32917]	0.000466 (0.00208) [0.22422]	5.19E-05 (0.01393) [0.00373]
DLIPI(-3)	-0.040883 (0.02483) [-1.64682]	-0.032146 (0.09726) [-0.33053]	0.002738 (0.00533) [0.51377]	-0.000678 (0.00417) [-0.16284]	-0.000809 (0.00210) [-0.38495]	-0.005100 (0.01409) [-0.36198]
DLIPI(-4)	0.009453 (0.02482) [0.38094]	0.077111 (0.09722) [0.79319]	-0.001914 (0.00533) [-0.35936]	0.002670 (0.00416) [0.64099]	-0.001633 (0.00210) [-0.77704]	0.008528 (0.01408) [0.60557]
DLNEER(-1)	0.609754 (0.43696) [1.39546]	0.722507 (1.71183) [0.42207]	0.053562 (0.09379) [0.57110]	-0.159474 (0.07333) [-2.17462]	-0.072158 (0.03700) [-1.95024]	0.214302 (0.24797) [0.86422]
DLNEER(-2)	-0.101211 (0.45436) [-0.22276]	1.222705 (1.78000) [0.68691]	-0.143952 (0.09752) [-1.47608]	-0.067331 (0.07625) [-0.88298]	0.136298 (0.03847) [3.54270]	0.271485 (0.25785) [1.05290]
DLNEER(-3)	0.766802 (0.48346) [1.58609]	-1.906287 (1.89400) [-1.00649]	-0.058333 (0.10377) [-0.56214]	0.021492 (0.08114) [0.26488]	-0.000171 (0.04094) [-0.00417]	0.442657 (0.27436) [1.61342]

DLNEER(-4)	-0.980369 (0.44395) [-2.20828]	0.341120 (1.73923) [0.19613]	-0.211124 (0.09529) [-2.21559]	0.019844 (0.07451) [0.26633]	0.029123 (0.03759) [0.77473]	0.175679 (0.25194) [0.69730]
DLIMPI(-1)	1.783953 (0.59416) [3.00246]	-2.637546 (2.32772) [-1.13310]	-0.085513 (0.12753) [-0.67053]	0.215979 (0.09972) [2.16588]	0.083284 (0.05031) [1.65538]	0.380405 (0.33719) [1.12817]
DLIMPI(-2)	-0.658207 (0.61703) [-1.06673]	-2.081077 (2.41731) [-0.86091]	-0.082489 (0.13244) [-0.62284]	-0.225382 (0.10356) [-2.17642]	0.118522 (0.05225) [2.26846]	0.120721 (0.35016) [0.34475]
DLIMPI(-3)	0.850110 (0.59762) [1.42249]	1.302345 (2.34125) [0.55626]	-0.027708 (0.12827) [-0.21601]	0.159279 (0.10030) [1.58805]	0.057054 (0.05060) [1.12745]	-0.011977 (0.33915) [-0.03532]
DLIMPI(-4)	-1.036817 (0.53432) [-1.94043]	-0.459757 (2.09328) [-0.21963]	-0.009820 (0.11469) [-0.08563]	-0.024912 (0.08968) [-0.27780]	0.001838 (0.04524) [0.04063]	-0.085740 (0.30323) [-0.28276]
DLCPI(-1)	0.477894 (1.16200) [0.41127]	-3.172891 (4.55229) [-0.69699]	0.002809 (0.24941) [0.01126]	0.040666 (0.19502) [0.20852]	0.490682 (0.09839) [4.98694]	0.567096 (0.65943) [0.85998]
DLCPI(-2)	2.078227 (1.25202) [1.65989]	2.811285 (4.90497) [0.57315]	-0.173914 (0.26874) [-0.64716]	0.090028 (0.21013) [0.42844]	0.040056 (0.10602) [0.37783]	0.876442 (0.71052) [1.23352]
DLCPI(-3)	-1.426374 (1.14961) [-1.24074]	0.147071 (4.50375) [0.03266]	0.454784 (0.24675) [1.84307]	-0.007935 (0.19294) [-0.04113]	0.168194 (0.09734) [1.72782]	-0.339709 (0.65240) [-0.52071]
DLCPI(-4)	-0.584991 (1.00685) [-0.58101]	-1.824003 (3.94447) [-0.46242]	-0.215230 (0.21611) [-0.99592]	-0.122484 (0.16898) [-0.72484]	-0.095958 (0.08526) [-1.12553]	-0.104760 (0.57139) [-0.18334]
DLINTR(-1)	0.344859 (0.18513) [1.86279]	-0.100120 (0.72527) [-0.13804]	0.119505 (0.03974) [3.00744]	0.067923 (0.03107) [2.18611]	0.002407 (0.01568) [0.15354]	0.006776 (0.10506) [0.06450]
DLINTR(-2)	-0.387791 (0.19188) [-2.02096]	-0.643836 (0.75173) [-0.85647]	-0.040932 (0.04119) [-0.99382]	0.040255 (0.03220) [1.25000]	0.036598 (0.01625) [2.25248]	-0.037313 (0.10889) [-0.34265]
DLINTR(-3)	0.153176 (0.19454) [0.78737]	0.161928 (0.76214) [0.21246]	0.052238 (0.04176) [1.25102]	0.022898 (0.03265) [0.70132]	-0.037100 (0.01647) [-2.25216]	0.002368 (0.11040) [0.02145]
DLINTR(-4)	-0.403713 (0.18940) [-2.13152]	1.187489 (0.74200) [1.60038]	-0.076957 (0.04065) [-1.89302]	-0.012937 (0.03179) [-0.40698]	-0.018838 (0.01604) [-1.17462]	-0.115177 (0.10748) [-1.07156]
C	0.002356 (0.01020) [0.23094]	0.019448 (0.03997) [0.48652]	0.005540 (0.00219) [2.52951]	0.002376 (0.00171) [1.38755]	0.00(2003) (0.00086) [2.31777]	-0.011221 (0.00579) [-1.93791]

R-squared	0.337455	0.104115	0.250711	0.411797	0.555789	0.349198
Adj. R-squared	0.194202	-0.089590	0.088702	0.284618	0.459743	0.208484
Sum sq. resids	0.685754	10.52483	0.031593	0.019316	0.004917	0.220850
S.E. equation	0.078600	0.307926	0.016871	0.013191	0.006656	0.044605
F-statistic	2.355653	0.537491	1.547517	3.237933	5.786714	2.481615
Log likelihood	166.7369	-18.96923	376.0124	409.4702	502.5108	243.7834
Akaike AIC	-2.084367	0.646606	-5.161948	-5.653974	-7.022217	-3.217403
Schwarz SC	-1.548952	1.182021	-4.626533	-5.118559	-6.486803	-
						2.68(1988)
						)
Mean dependent	0.009672	0.011071	0.004593	0.003325	0.006941	0.004310
S.D. dependent	0.087561	0.294995	0.017673	0.015596	0.009055	0.050137
Determinant resid covariance (dof adj.)		1.76E-18				
Determinant resid covariance		5.21E-19				
Log likelihood		1704.828				
Akaike information criterion		-22.86512				
Schwarz criterion		-19.65263				

PHỤ LỤC 4.

QUAN HỆ NHÂN – QUẢ VỚI ĐỘ TRỄ BẢNG 2

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests

Date: 02/13/12 Time: 21:38

Sample: 2000:01 2011:09

Included observations: 138

Dependent variable: **DLOIL**

Excluded	Chi-sq	Df	Prob.
DLIPI	7.817355	2	0.0201
DLNEER	2.128305	2	0.3450
DLIMPI	4.632255	2	0.0987
DLCPI	3.004139	2	0.2227
DLINTR	5.196465	2	0.0744
All	19.94328	10	0.0298

Dependent variable: **DLIPI**

Excluded	Chi-sq	Df	Prob.
DLOIL	1.117035	2	0.5721
DLNEER	0.969988	2	0.6157
DLIMPI	0.915488	2	0.6327
DLCPI	2.903033	2	0.2342
DLINTR	0.327633	2	0.8489
All	7.674037	10	0.6606

Dependent variable: **DLNEER**

Excluded	Chi-sq	Df	Prob.
DLOIL	0.584110	2	0.7467
DLIPI	1.852401	2	0.3961
DLIMPI	0.309496	2	0.8566
DLCPI	0.346831	2	0.8408
DLINTR	10.46223	2	0.0053

All	16.47027	10	0.0869
-----	----------	----	--------

Dependent variable: **DLIMPI**

Excluded	Chi-sq	Df	Prob.
DLOIL	13.22049	2	0.0013
DLIPI	0.131497	2	0.9364
DLNEER	7.266308	2	0.0264
DLCPI	0.437769	2	0.8034
DLINTR	17.30784	2	0.0002

All	53.74606	10	0.0000
-----	----------	----	--------

Dependent variable: **DLCPI**

Excluded	Chi-sq	Df	Prob.
DLOIL	7.165654	2	0.0278
DLIPI	0.713749	2	0.6999
DLNEER	14.26013	2	0.0008
DLIMPI	2.845379	2	0.2411
DLINTR	2.592469	2	0.2736

All	27.45052	10	0.0022
-----	----------	----	--------

Dependent variable: **DLINTR**

Excluded	Chi-sq	Df	Prob.
DLOIL	12.43211	2	0.0020
DLIPI	0.232262	2	0.8904
DLNEER	2.854097	2	0.2400
DLIMPI	1.551534	2	0.4604
DLCPI	3.681616	2	0.1587

All	34.19891	10	0.0002
-----	----------	----	--------

PHỤ LỤC 5.

QUAN HỆ NHÂN – QUẢ VỚI ĐỘ TRỄ BẰNG 4

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests

Date: 02/13/12 Time: 22:03

Sample: 2000:01 2011:09

Included observations: 136

Dependent variable: **DLOIL**

Excluded	Chi-sq	Df	Prob.
DLIPI	8.487723	4	0.0753
DLNEER	9.036585	4	0.0602
DLIMPI	11.57727	4	0.0208
DLCPI	4.918618	4	0.2958
DLINTR	10.86159	4	0.0282
All	41.04856	20	0.0037

Dependent variable: **DLIPI**

Excluded	Chi-sq	Df	Prob.
DLOIL	4.053985	4	0.3987
DLNEER	1.657242	4	0.7985
DLIMPI	2.900510	4	0.5746
DLCPI	0.843979	4	0.9325
DLINTR	3.484773	4	0.4802
All	12.73021	20	0.8887

Dependent variable: **DLNEER**

Excluded	Chi-sq	Df	Prob.
DLOIL	2.608049	4	0.6254
DLIPI	1.447035	4	0.8360
DLIMPI	1.073419	4	0.8985
DLCPI	3.482341	4	0.4806
DLINTR	12.73852	4	0.0126

All	33.13482	20	0.0326
-----	----------	----	--------

Dependent variable: **DLIMPI**

Excluded	Chi-sq	Df	Prob.
DLOIL	12.32918	4	0.0151
DLIPI	0.593794	4	0.9638
DLNEER	6.369105	4	0.1732
DLCPI	0.837425	4	0.9334
DLINTR	7.740291	4	0.1016

All	48.02880	20	0.0004
-----	----------	----	--------

Dependent variable: **DLCPI**

Excluded	Chi-sq	Df	Prob.
DLOIL	9.656014	4	0.0466
DLIPI	1.561182	4	0.8158
DLNEER	16.13665	4	0.0028
DLIMPI	11.11260	4	0.0253
DLINTR	11.56533	4	0.0209

All	38.17281	20	0.0084
-----	----------	----	--------

Dependent variable: **DLINTR**

Excluded	Chi-sq	Df	Prob.
DLOIL	10.05092	4	0.0396
DLIPI	0.690795	4	0.9525
DLNEER	5.416511	4	0.2472
DLIMPI	1.718530	4	0.7873
DLCPI	4.382183	4	0.3567

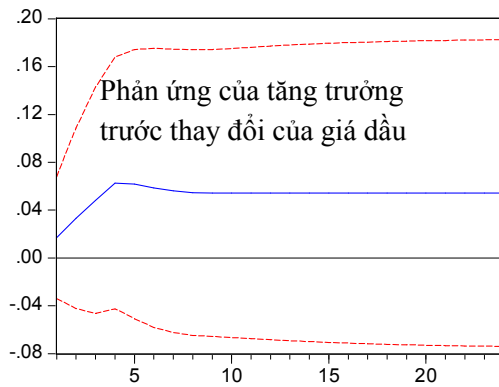
All	38.03589	20	0.0088
-----	----------	----	--------

PHỤ LỤC 6.

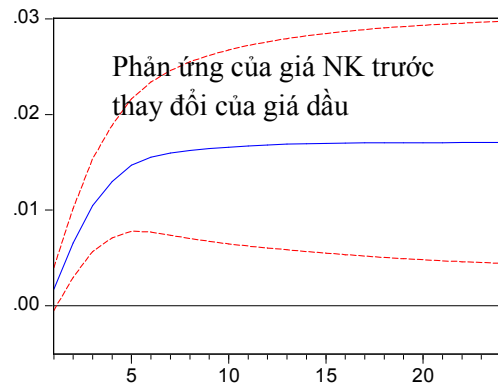
ĐỒ THỊ PHẢN ỨNG CỦA CÁC BIẾN SỐ TRƯỚC CÁC CÚ SỐC

Accumulated Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.

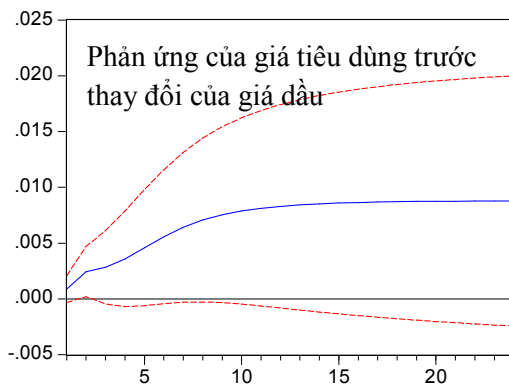
Accumulated Response of DLIPI to DLOIL



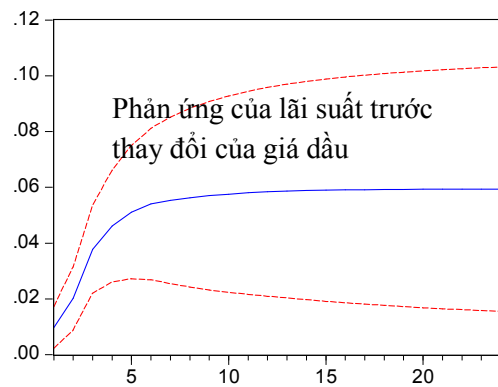
Accumulated Response of DLIMPI to DLOIL



Accumulated Response of DLCPI to DLOIL

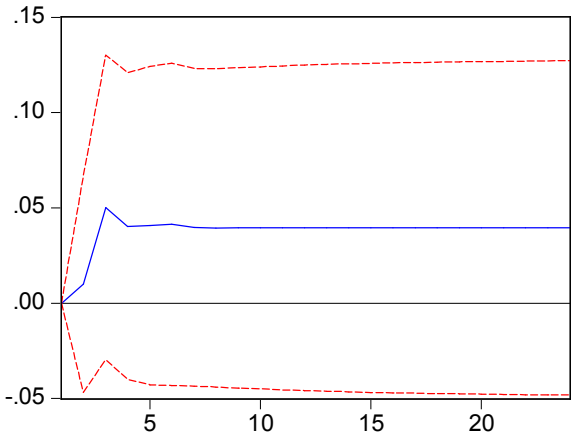


Accumulated Response of DLINTR to DLOIL



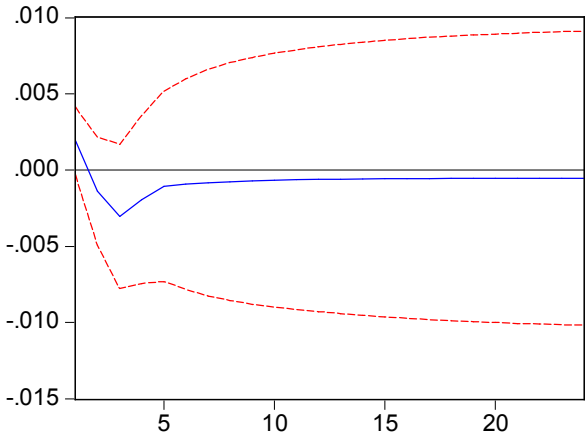
Accumulated Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.

Accumulated Response of DLIPI to DLNEER



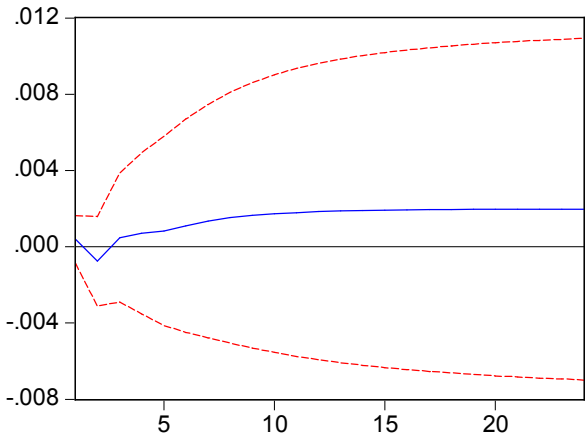
Phản ứng của tăng trưởng trước
thay đổi của tỷ giá danh nghĩa

Accumulated Response of DLIMPI to DLNEER



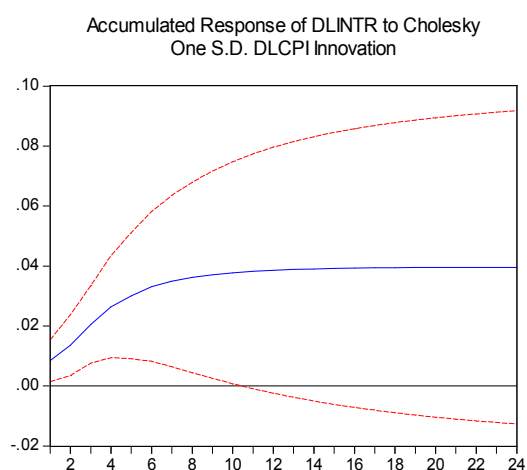
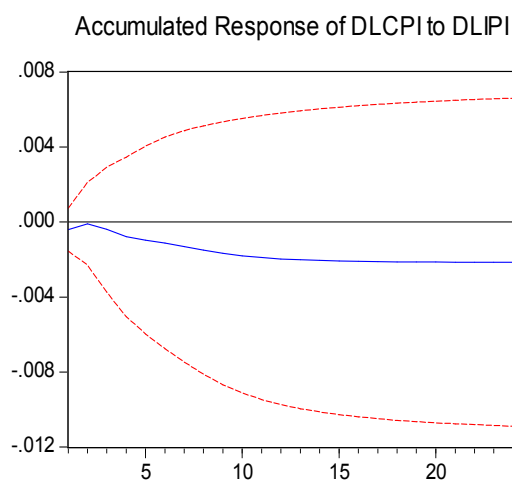
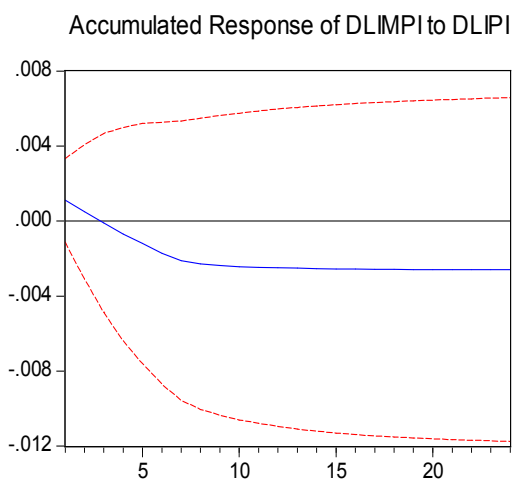
Phản ứng của giá NK trước thay đổi
của tỷ giá danh nghĩa

Accumulated Response of DLCPI to DLNEER



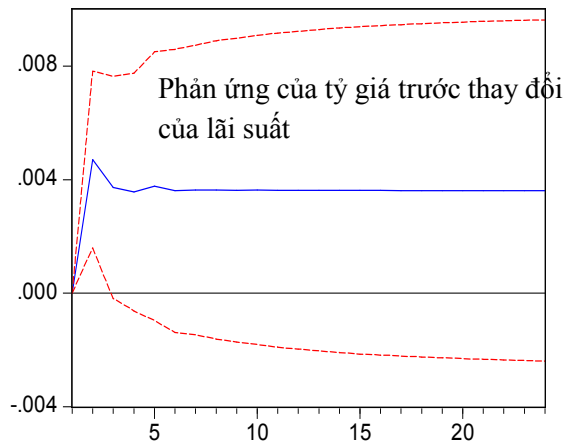
Phản ứng của giá tiêu dùng trước
thay đổi của tỷ giá

Accumulated Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.

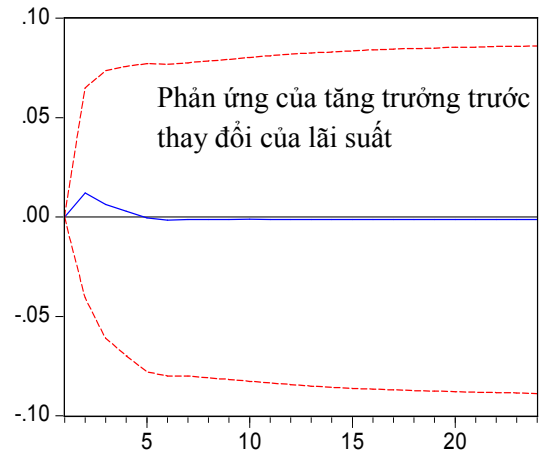


Accumulated Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.

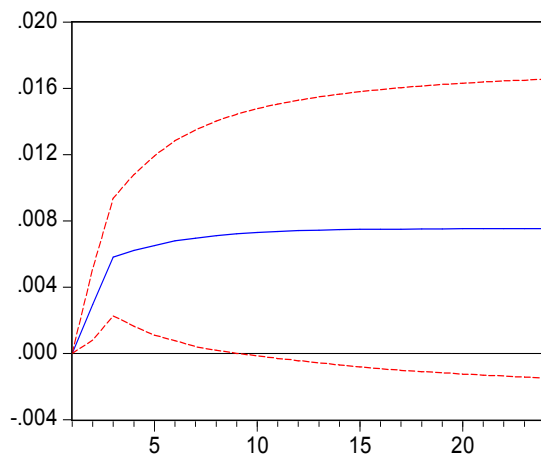
Accumulated Response of DLNEER to DLINTR



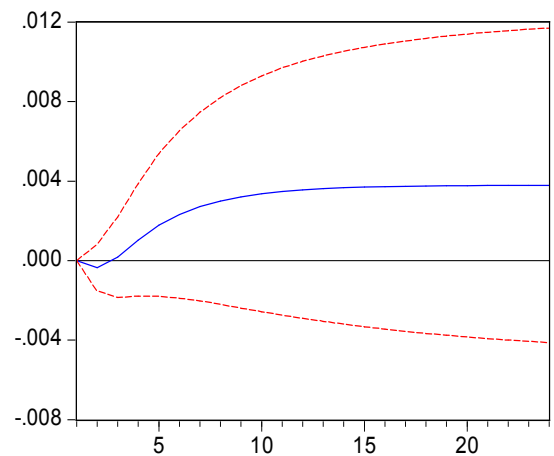
Accumulated Response of DLIPI to DLINTR



Accumulated Response of DLIMPI to DLINTR



Accumulated Response of DLCPI to DLINTR



Accumulated Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.

