

MỐI QUAN HỆ GIỮA TỶ GIÁ HỐI ĐOÁI và CÁN CÂN THANH TOÁN

TS. Hạ Thị Thiều Dao; Phạm Thị Tuyết Trinh

Đại học Ngân hàng TP. HCM

Ở góc độ vĩ mô nền kinh tế, tỷ giá hối đoái là biến số quan trọng thể hiện mối tương quan về giá trị giữa đồng nội tệ với đồng ngoại tệ trong các giao dịch giữa nền kinh tế đó với các nước khác. Các giao dịch của một nền kinh tế với thế giới bên ngoài đều được phản ánh trên cán cân thanh toán (BOP) của quốc gia. Do vậy, giữa tỷ giá và BOP tồn tại mối quan hệ mật thiết. Trong bài viết này, nhóm tác giả xem xét mối quan hệ qua lại giữa tỷ giá và BOP của Việt Nam, giai đoạn từ năm 1999 đến nay. Đây là giai đoạn áp dụng phương pháp xác định tỷ giá mới theo Quyết định số 64/1999/QĐ/NHNN và 65/1999/QĐ/NHNN ngày 24/2/1999, theo đó, tỷ giá giao dịch tại các ngân hàng thương mại (NHTM) được xác định dựa trên cung cầu ngoại tệ trên thị trường liên ngân hàng (tỷ giá bình quân liên ngân hàng) và biên độ dao động tỷ giá vào mỗi thời kỳ.

Cấu trúc bài viết bao gồm 3 phần chính: (i) Tác động của tỷ giá đến BOP được phân tích theo từng cán cân bộ phận. Tuy nhiên, không phải tất cả cán cân bộ phận đều chịu ảnh hưởng từ biến động tỷ giá và các cán cân khác nhau sẽ có những phản ứng khác nhau với tỷ giá. Các cán cân bộ phận được đưa ra phân tích là những cán cân chịu ảnh hưởng bởi biến động tỷ giá bao gồm: Cán cân vãng lai (trong đó có CCTM, chuyển giao một chiều), cán cân vốn và tài chính (trong đó có đầu tư trực tiếp- FDI, đầu tư gián tiếp- FPI và khoản mục đầu tư khác). (ii) Tác động trở lại của BOP đến tỷ giá được phân tích dựa trên tình trạng cán cân tổng thể, vì cán cân tổng thể là thể hiện đầy đủ nhất cho tình trạng cung cầu ngoại tệ của một nền kinh tế. (iii) Dựa trên mối quan hệ qua lại giữa tỷ giá và BOP, bài viết đi đến những nhận định các vấn đề phát sinh và khuyến nghị góp phần giải quyết các vấn đề theo các mối quan hệ đó.

1. Tác động của tỷ giá đến cán cân thanh toán BOP

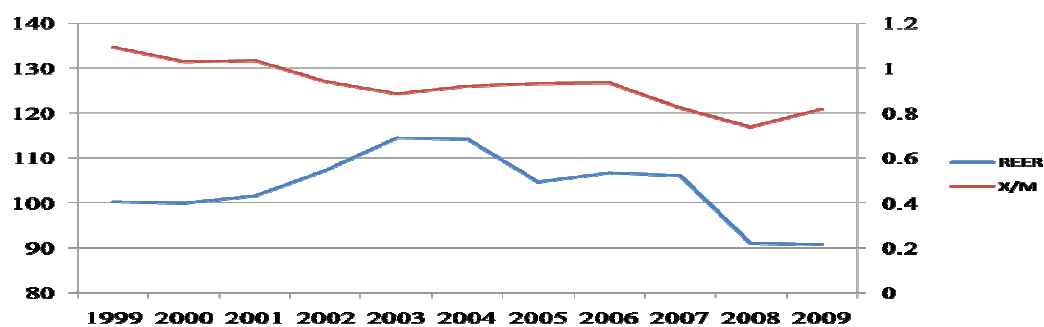
** Tác động của tỷ giá đến cán cân thương mại*

Về mặt lý thuyết, khi tỷ giá tăng, đồng nội tệ giảm giá, hàng hóa nước ngoài sẽ mắc hơn tương đối so với hàng hóa trong nước, nhập khẩu giảm, xuất khẩu tăng, CCTM được cải thiện. Ngược lại, khi tỷ giá giảm, đồng nội tệ lên giá, hàng hóa nước ngoài sẽ rẻ hơn tương đối so với hàng hóa trong nước, nhập khẩu tăng, xuất khẩu giảm.

Khi xem xét tác động của tỷ giá đến cán CCTM, nhóm tác giả lựa chọn đánh giá tác động của tỷ giá thực đa phương (REER) đến tỷ số X/M (tổng kim ngạch xuất khẩu/tổng kim ngạch nhập khẩu) thay vì tỷ giá hối đoái danh nghĩa và kim ngạch xuất nhập khẩu. REER được sử dụng vì cho thấy được tương quan sức mua giữa VND và các đồng ngoại tệ trong rổ tiền tệ sử dụng để tính nó. Về mặt kỹ thuật tính toán, các ngoại tệ chọn đưa vào rổ tiền là đồng tiền của các quốc gia có tỷ trọng kim ngạch xuất nhập khẩu lớn nhất trong tổng kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam¹. Do vậy, chỉ số REER cho thấy được sức cạnh tranh của hàng Việt Nam so với các bạn hàng chủ yếu. X/M được sử dụng vì CCTM Việt Nam thâm hụt kéo dài, X/M sẽ cho thấy được rõ nét nhất tình trạng cải thiện hoặc xấu đi của CCTM qua tương quan mức tăng xuất khẩu so với mức tăng của nhập khẩu.

¹ Rổ tiền tệ trong bài bao gồm đồng tiền của 17 quốc gia: Trung Quốc, Nhật Bản, Mỹ, Singapore, Đài Loan, Hàn Quốc, Malaysia, Nga, Thái Lan, Úc, Hà Lan, Pháp, Đức, Indonesia, Anh, Đặc khu Hồng Kông, Phillipine. Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu với 17 quốc gia này chiếm trên 85% tổng kim ngạch xuất nhập khẩu hàng năm của Việt Nam.

Biểu đồ 1. Tỷ giá thực đa phương REER và tỷ số X/M



REER (1999=100) trục phải; X/M trục trái

Nguồn: Tính toán dựa trên số liệu của IMF, Tổng cục Thống kê Việt Nam

Diễn biến chung của REER và X/M của Việt Nam trong giai đoạn này (Biểu đồ 1) đi theo xu hướng giảm trong dài hạn. Nghĩa là, VND có xu hướng lên giá so với các đồng tiền trong rổ, vì thế, CCTM có xu hướng xấu đi. Tuy nhiên, quan sát kỹ hơn thì tác động của REER lên X/M lại không thể hiện ngay mà luôn có độ trễ nhất định. Điều này có thể giải thích thông qua hiệu ứng tuyến J về tác động của hiệu ứng giá cả và hiệu ứng khối lượng lên CCTM². Cụ thể, từ 2001 đến năm 2003, REER tăng, hiệu ứng giá cả ngay lập tức tác động làm X/M giảm trong năm 2001, 2002; sau khi tăng đến đỉnh điểm vào năm 2003, REER giảm; hiệu ứng giá làm X/M giảm nhưng lúc này tác động của hiệu ứng khối lượng đã phát huy tác dụng làm X/M tăng nên hiệu ứng tổng làm X/M giảm nhẹ từ 2003-2006; REER bắt đầu giảm từ 2003 và tiếp tục giảm sâu ở các năm sau làm X/M giảm liên tục từ năm 2006 (Bảng 1).

Bảng 1. Biến động REER và X/M

	99/00	00/01	01/02	02/03	03/04	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09
REER	...		+	+	...	-	+	-	-	-
X/M	-		-	-	+	+	+	-	-	-

---: không đổi/ thay đổi không đáng kể; +: tăng; -: giảm

Nguồn: Tác giả tính toán và tập hợp từ tỷ giá hối đoái thực đa phương và tỷ lệ X/M

Phân tích trên phù hợp với kết luận tác động trễ của REER lên X/M trong nghiên cứu của tác giả Phan Thanh Hoàn và Nguyễn Đăng Hào, đồng thời, tương đồng với nghiên cứu thực nghiệm ở các quốc gia Đông Nam Á khác về tác động trễ của REER lên X/M theo hiệu ứng tuyến J như nghiên cứu của Khim-Sen Liewa, Kian-Ping Limb và Huzaimi Hussai.

Phân tích mô tả trên cũng trùng khớp với kết quả hồi qui khi nhóm tác giả ước lượng tác động của REER lên X/M bằng phương pháp OLS:

$$\text{LogX/M} = -2.2055 + 0.42336\text{LogREER}.$$

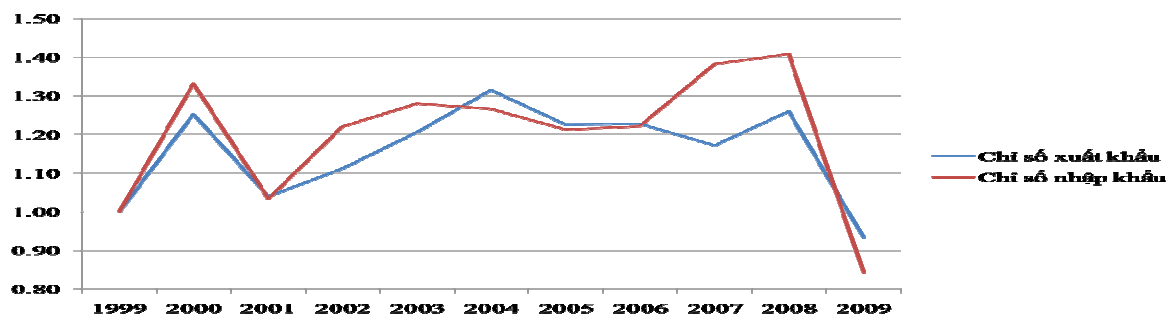
T-statistics (-2.9719) (2.6056)

P- value (0.0108) (0.0218)

Kiểm định các hệ số có ý nghĩa cho thấy REER thực sự có tác động đến tình trạng của X/M.

Ngoài ra, quan sát chỉ số xuất khẩu và chỉ số nhập khẩu (Biểu đồ 3) trong giai đoạn này cũng cho thấy tình trạng gia tăng nhập siêu là hệ quả tất yếu. Gần như trong suốt giai đoạn, chỉ số nhập khẩu luôn lớn hơn chỉ số xuất khẩu, tình trạng nhập siêu ngày càng nghiêm trọng.

² Krugman (1991) đã tìm ra hiệu ứng đường cong J khi phân tích cuộc phá giá đô la Mỹ trong thời gian 1985- 1987.



Nguồn: Tổng cục Thống kê Việt Nam

Biểu đồ 3. Chỉ số xuất khẩu, chỉ số nhập khẩu

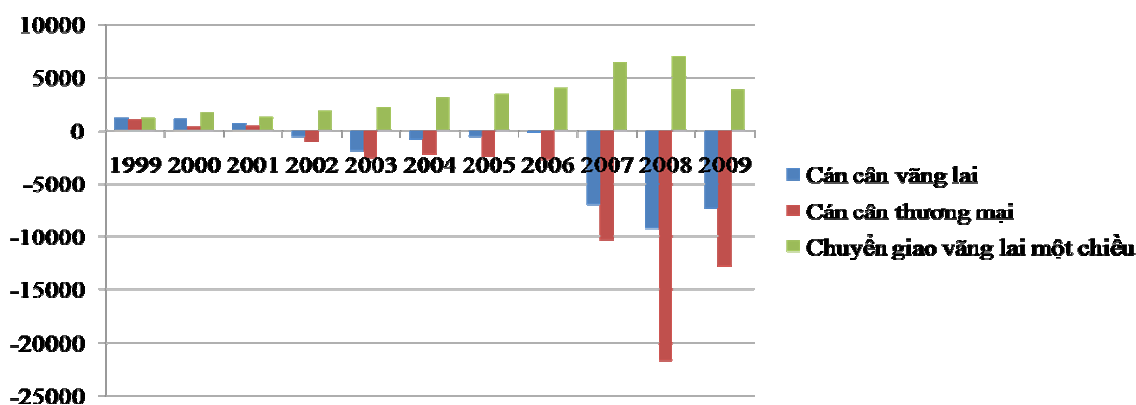
Như vậy, tình trạng thâm hụt lớn của CCTM Việt Nam hiện nay có một phần nguyên nhân từ việc định giá cao VND so với các đồng tiền khác. Trong các giải pháp kiểm soát tình trạng nhập siêu, điều chỉnh giảm giá VND là một giải pháp đáng cân nhắc.

* Tác động của tỷ giá đến chuyển giao một chiều

Về mặt lý thuyết cũng như kết quả hồi quy, nhóm tác giả không thấy có mối quan hệ giữa tỷ giá hối đoái và kiều hối. Tuy nhiên, qua cơ cấu của cán cân vãng lai có thể thấy vai trò của kiều hối trong bù đắp thâm hụt cán cân thanh toán. Với sự gia tăng mạnh mẽ của luồng ngoại tệ chuyển giao một chiều, lớn nhất là kiều hối, tình trạng thâm hụt CCTM được cải thiện phần nào (Biểu đồ 3).

Biểu đồ 3. Cán cân vãng lai, CCTM, chuyển giao vãng lai một chiều ròng

Đơn vị: Triệu USD



Nguồn: 1999-2007: IMF, 2008-2009: Tổng cục Thống kê Việt Nam

* Tác động của tỷ giá đến cán cân vốn

Theo dõi các thành phần của cán cân vốn trong giai đoạn này, chúng ta thấy, nếu như vốn đầu tư trực tiếp (FDI) tăng trưởng tương đối ổn định qua các năm bất chấp sự biến động của tỷ giá hối đoái thực song phương và đa phương, thì đầu tư gián tiếp (FPI) mới được ghi nhận trên BOP từ quý 4 năm 2005³ nhưng lại rơi ngay vào tình trạng tăng trưởng quá nóng rồi lại chịu tác động mạnh mẽ từ cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu sau đó. Kiểm chứng cho thấy, không có mối quan hệ giữa tỷ giá hối đoái thực và FDI cũng như tỷ giá hối đoái thực và FPI.

Riêng đối với đầu tư khác, mặc dù khó tách riêng từng khoản mục, nhưng vẫn có thể thấy được rằng, chiếm tỷ trọng tuyệt đối trong đầu tư khác là tài sản ngân hàng, và nợ khu vực phi Chính phủ (Bảng 2). Trong đó, tiền gửi ngân hàng (tài khoản Nostro) chiếm phần lớn tài sản ngân hàng, tiền gửi này được NHTM dùng để đáp ứng nhu cầu vốn ngoại tệ tăng lên từ nền kinh tế (Mình Đức, 2008); số liệu IMF cho thấy tín dụng ngắn hạn với phần lớn là tín dụng thương mại của các doanh

³ Quý 4/2007, Thị trường Chứng khoán Việt Nam bùng nổ thu hút 115 triệu USD từ các nhà đầu tư nước ngoài, Chính phủ Việt Nam phát hành 750 triệu USD trên thị trường chứng khoán New York, Nguồn: IFS data.

nghiệp xuất nhập khẩu chiếm toàn bộ phần nợ khu vực phi Chính phủ (IFS, 2009). Do tỷ lệ của số dư tài khoản Nostro thường cao hơn gấp nhiều lần so với khoản tín dụng thương mại nên biến động của đầu tư khác sẽ đi theo biến động của phần tài sản. Khi tỷ giá biến động, X/M biến động như trên đã phân tích, kéo theo sự biến động của CCTM.

Bảng 2. Các khoản mục của cán cân vốn của Việt Nam giai đoạn 1999- 2009

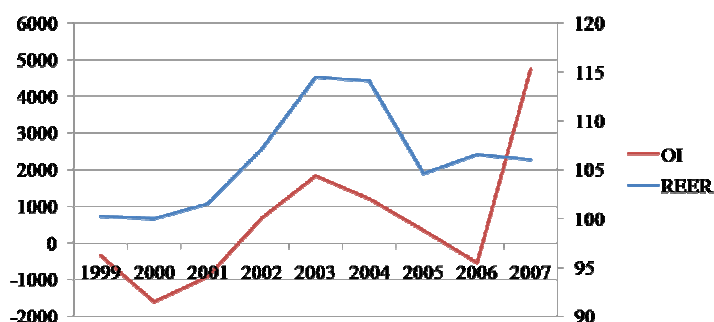
Đơn vị: Triệu USD

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
FDI	1.412	1.298	1.300	1.400	1.450,00	1610	1.889	2.315	6.550	7.800	4.000
FPI	0	0	0	0	0	0	865	1.313	6.243	-400	0
Đầu tư khác	-354	-1.614	-929	690	1.829,28	1.197	333	-540	4.747	n.a	n.a
- TS ngân hàng	-784	-2.089	-1.197	624	1.372,00	35	-634	-1.535	2.623	n.a	n.a
- Nợ phi Chính phủ	432	475	268	66	457,28	1.162	967	995	2.124	n.a	n.a
Cán cân vốn	1.058	-316	371	2.090	3.279,28	2.807	3.087	3.088	17.540	n.a	n.a

Nguồn: Dữ liệu IFS của IMF, phát hành tháng 4/2009

Khi REER tăng lên, CCTM được cải thiện, tài khoản Nostro của NHTM tăng lên, tín dụng thương mại giảm; ngược lại, khi REER giảm, CCTM xấu đi, các NHTM buộc phải giảm số dư tài khoản Nostro để đáp ứng nhu cầu thanh toán tăng lên từ phía các doanh nghiệp xuất nhập khẩu, đồng thời tín dụng thương mại tăng lên do các doanh nghiệp nhập khẩu gia tăng nợ ngắn hạn với nước ngoài (Biểu đồ 4).

Biểu đồ 4. Vốn đầu tư khác và tỷ giá hối đoái thực đa phương



Nguồn: Đầu tư khác theo IFS, tỷ giá hối đoái thực đa phương do nhóm tác giả tính toán

* Tác động của tỷ giá hối đoái đến gánh nặng nợ quốc gia

Theo cơ cấu đồng tiền, trước năm 2000, nợ nước ngoài gồm hai dạng: Nợ bằng ngoại tệ tự do chuyển đổi và nợ bằng rúp chuyển nhượng (RCN). Số nợ bằng RCN⁴ chiếm khoảng 52% đến 60% tổng nợ (Bảng 3). Từ năm 2000, Việt Nam không còn các khoản nợ bằng đồng tiền không chuyển đổi nữa mà gắn chặt với rúp tiền tệ (Bảng 4).

Bảng 3. Cơ cấu nợ theo tính chuyển đổi của đồng tiền

Đơn vị: Triệu USD

Chỉ tiêu	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Nợ không chuyển đổi	10.597	10.227	10.385	10.574	10.574	0	0	0
Nợ chuyển đổi	7.145	8.797	9.578	9.847	9.756	12.027	12.874	13.083
Tổng nợ	17.742	19.024	19.963	20.421	20.330	12.027	12.874	13.083
Tỷ trọng nợ không	60%	54%	52%	52%	52%	0%	0%	0%

⁴ Năm 1977 các nước XHCN thỏa thuận với nhau thanh toán bằng rúp chuyển nhượng, mỗi rúp chuyển nhượng có hàm lượng vàng là 0,987412 gam, tỷ giá này dùng trong thanh toán mua bán.

chuyển đổi/Tổng nợ								
--------------------	--	--	--	--	--	--	--	--

Nguồn: IMF 2000, IMF 2003

Bảng 4. Cơ cấu đồng tiền vay nợ của Việt Nam (%)

Đồng tiền	1990	1995	2000	2003	2004	2005	2006	2007
Euro				7,8	6,7	5,7	6,1	6,2
Yên Nhật	2,0	5,6	23,5	28,7	27,8	25,9	26,6	28,1
Bảng Anh	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
France Pháp	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Đô la Mỹ	5,5	8,4	43,3	39,6	41,7	44,8	44,2	42,8

Nguồn: WDF 2003, WDF 2005 và WDF 2009

Theo cơ cấu này, đô la Mỹ (USD) chiếm tỷ trọng cao nhất trong tổng nợ, kế đến là Yên Nhật (JPY) và Euro (EUR). USD chiếm tỷ trọng cao nhất trong tổng nợ là vì các lý do sau đây: (i) nợ của Nga sau xử lý đã quy về USD; (ii) USD là đồng tiền mạnh, dễ chuyển đổi nên nhiều quốc gia sử dụng trong giao dịch vay mượn với Việt Nam; (iii) vốn vay của Việt Nam phần nhiều từ các tổ chức tài chính đa phương và các tổ chức này thường sử dụng USD trong thanh toán. JPY chiếm thứ hai (khoảng 28%) trong rổ tiền tệ do Nhật là nhà cung cấp ODA song phương lớn nhất cho Việt Nam. EUR mới xuất hiện trong tổng nợ từ năm 2001 nhưng đã chiếm trên 7% vì EUR là đồng tiền chung của Liên minh Châu Âu sử dụng thay thế cho các đồng tiền riêng lẻ khác của các quốc gia trong Liên minh châu Âu như Mark Đức, France Pháp và vì Liên minh châu Âu cũng là một trong các nhà cung cấp ODA đa phương lớn cho Việt Nam (đứng thứ hai sau Ngân hàng Thế giới).

Cũng theo cơ cấu này, số tiền tính bằng VND để mua ngoại tệ trả nợ sẽ biến động theo sự biến động của tỷ giá VND so với các ngoại tệ trong cơ cấu đồng tiền vay nợ. Điều này là do Việt Nam theo đuổi chế độ neo tỷ giá với USD có thể điều chỉnh (IMF, 2008). So với năm 2000, USD đã tăng 24%, Euro tăng 126%, JPY tăng 57,9% (Bảng 5). Như vậy, so với năm 2000, gánh nặng nợ tính bằng đồng nội tệ đã tăng lên bằng với các tỷ lệ trên. Nếu tính cho các khoản vay từ năm 1993 đã đến hạn trả, số nợ phải trả tính bằng VND đã tăng gần gấp đôi giá trị khoản nợ tính bằng VND so với thời điểm vay (Bảng 5). Nếu tỷ giá tiếp tục tăng sẽ gây khó khăn rất lớn cho ngân sách hàng năm. Mặt khác, rất nhiều khoản vay cam kết bằng ngoại tệ khác USD, nhưng khi giải ngân lại bằng USD. Điều này càng gây khó khăn hơn cho Việt Nam trong việc kiểm soát cơ cấu nợ.

Bảng 5. Tỷ giá hối đoái giữa VND và một số ngoại tệ 1993-2009

Loại tiền	1993	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Euro			12.512	13.333	16.028	19.744	21.014	18.961	21.234	23.785	25.001	28.322
Đô la Mỹ	10.842	11.015	14.514	15.084	15.403	15.646	15.767	15.916	16.054	16.114	16.977	17.872
Yên Nhật			133	116	129	147	154	136	136	144	196	210

Nguồn: Tỷ giá VND/USD từ ADB; tỷ giá VND/EUR và VND/JPY (từ 2005 - 2008) tỷ giá bán cuối năm của VCB từ Thời báo Kinh tế Việt Nam (2005), Kinh tế Việt Nam và Thế giới 2004-2005; EU (2003), EU Economic and Commercial Counsellors 2003 Report....

Như vậy, trong tác động của tỷ giá đến cán cân vón, nhóm nghiên cứu không tìm được mối liên hệ giữa tỷ giá và 2 bộ phận quan trọng nhất của cán cân vón là FDI và FPI. Kết quả này cũng tương đồng với những nghiên cứu về mối quan hệ giữa tỷ giá và FDI, FPI của (Hoàng Thị Thu, 2007) và (Nguyễn Văn Hiếu, 2006). Riêng đối với đầu tư khác, do Ngân hàng Nhà nước (NHNN) hiện nay chưa tự do hóa hoàn toàn giao dịch vón, đầu tư khác chỉ giới hạn trong các giao dịch thuộc về tiền gửi ngân hàng và tín dụng thương mại của doanh nghiệp xuất nhập khẩu. Đây lại là hai khoản mục chịu tác động rất lớn từ kết quả hoạt động xuất nhập khẩu, nên đầu tư khác diễn biến cùng chiều với REER. Đáng lưu ý là đầu tư khác biến động khá mạnh, và gây ảnh hưởng lớn đến biến động⁵

cán cân vốn, đặc biệt, năm 2000, khi đầu tư khác thâm hụt lớn kéo theo sự thâm hụt của cán cân vốn.

Ngoài ra, một tác động rất đáng quan tâm của tỷ giá hối đoái lên cán cân vốn là gánh nặng nợ quốc gia gia tăng theo sự giảm giá của VND so với các đồng tiền trong cơ cấu nợ.

2. Tác động của cán cân tổng thể đến tỷ giá hối đoái

Trước 2005, cán cân tổng thể có thặng dư, nhưng mức thặng dư không đáng kể do thặng dư cán cân vốn không nhiều. Từ cuối 2005, dòng vốn đổ vào Việt Nam tăng đột biến, đặc biệt là FPI tăng mạnh, dẫn đến cán cân tổng thể thặng dư lớn. Đến cuối 2007, khi bong bóng thị trường chứng khoán Việt Nam có dấu hiệu vỡ, FPI giảm mạnh trong khi FDI tăng gần 300% so với năm 2006, giúp cán cân vốn và cán cân tổng thể tiếp tục giữ đà tăng mạnh. Từ 2008, dưới tác động của khủng hoảng tài chính toàn cầu, cán cân tổng thể chấm dứt chuỗi tăng trưởng, giảm dần và rơi vào thâm hụt vào năm 2009 (Bảng 6).

Bảng 6. Cán cân tổng thể của Việt Nam 1999- 2009

Đơn vị tính: Triệu USD

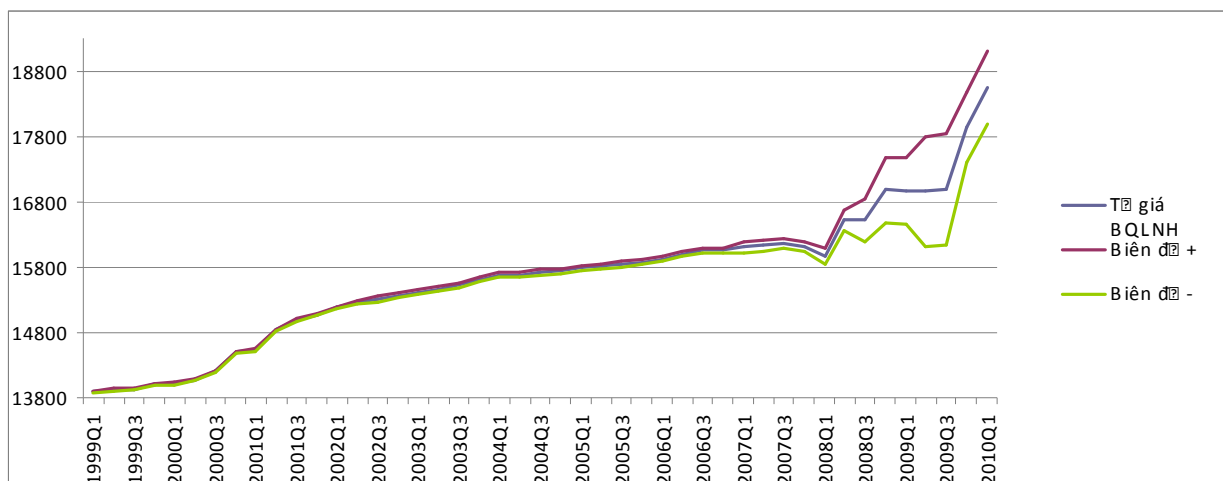
1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008*	2009**
1.310,02	109,87	206,32	448,32	2.146,42	935,44	2.130,16	4.324,46	10.205,6	473	-3.067

(*) ước tính (**) dự báo

Nguồn: IMF (2009); www.cpv.org.vn

Trong cơ chế tỷ giá thả nổi tự do, sự thay đổi trong cán cân tổng thể sẽ gây áp lực thay đổi tỷ giá. Tuy nhiên, trong cơ chế tỷ giá cố định như Việt Nam, áp lực thay đổi tỷ giá không diễn ra mạnh mẽ do có sự can thiệp của NHNN nhằm điều chỉnh tỷ giá theo mong muốn (Biểu đồ 5).

Biểu đồ 5. Tỷ giá bình quân liên ngân hàng và biên độ dao động từ Quý 1/1999- Quý 1/2010



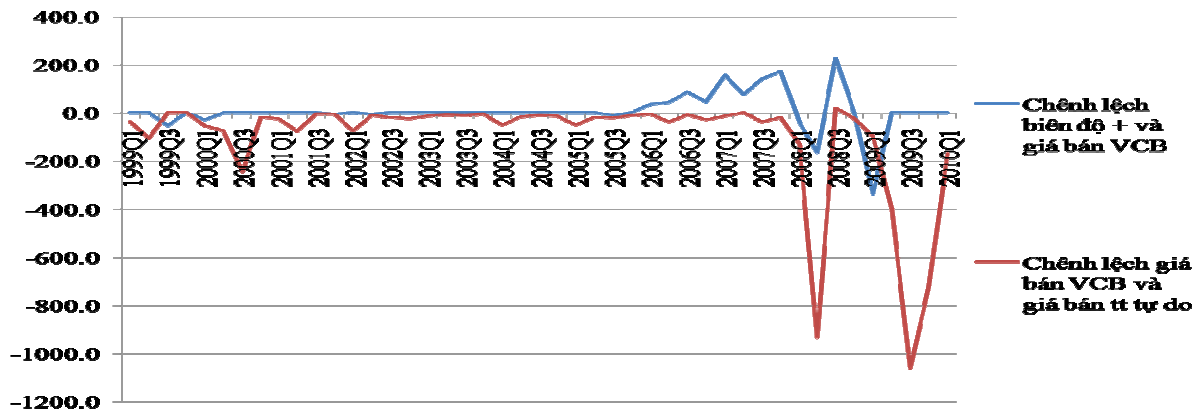
Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp từ số liệu của NHNN Việt Nam

Như đã đề cập ở trên, trước 2005, thặng dư cán cân tổng thể không đáng kể, can thiệp của NHNN do đó cũng không quá mạnh khi muốn điều chỉnh tăng nhẹ tỷ giá theo thời gian bằng cách mua lượng ngoại tệ dư thừa vào dự trữ. Tỷ giá niêm yết tại các NHTM giai đoạn này mặc dù luôn kịch trần biên độ cho phép của NHNN nhưng chênh lệch không đáng kể so với tỷ giá thị trường tự do. Tuy nhiên, từ cuối năm 2006, cán cân tổng thể thặng dư mạnh, làm cho VND chịu áp lực tăng giá mạnh mẽ so với các đồng tiền khác. Để tiếp tục giữ vững mức ổn định của tỷ giá, NHNN đã mua vào một lượng lớn ngoại tệ. Đến khi NHNN ngưng mua ngoại tệ vào tháng 10/2007 thì tỷ giá bắt đầu giảm và rơi xuống đáy vào ngày 11/03/2008⁵. Từ tháng 03/2008 đến tháng 10/02/2010, khi

⁵ Tỷ giá bán thị trường tự do, 15.550VND/USD

thặng dư cán cân tổng thể giảm mạnh và bắt đầu thâm hụt, làm thiếu hụt lớn nguồn cung ngoại tệ, gây áp lực lên tỷ giá. Tỷ giá niêm yết tại các NHTM liên tục tăng kịch trần, tỷ giá thị trường tự do tăng với tốc độ chóng mặt tạo ra khoảng cách ngày càng lớn hơn với tỷ giá trần niêm yết tại các NHTM, mặc dù NHNN đã cố gắng can thiệp đưa tỷ giá về mức kiểm soát bằng cách bán ra ngoại tệ. Đến khi NHNN can thiệp mạnh vào thị trường ngoại hối bằng các Thông tư 03/2010/TT-NHNN, Quyết định 70/QĐ-NHNN... vào năm 2009 và đầu năm 2010 tình trạng căng thẳng tỷ giá mới ổn định trở lại. Tuy nhiên, vào thời điểm bắt đầu quý 3/2010, tỷ giá giữa VND và USD lại có những biến động tăng mạnh.

Biểu đồ 6. Chênh lệch tỷ giá tối đa được giao dịch, tỷ giá bán của Ngân hàng Ngoại thương và tỷ giá thị trường tự do



Nguồn: Tính toán dựa trên số liệu từ NHNN

3. Kết luận và khuyến nghị

Trong mối quan hệ giữa tỷ giá và BOP, theo nhóm tác giả đề xuất 4 điểm đáng lưu ý:

- (1) Tỷ giá có tác động đến CCTM theo hiệu ứng tuyến J, từ năm 2003 đến nay, REER đi theo xu hướng giảm, tức VND lên giá so với rổ tiền tệ, đã làm cho CCTM ngày càng rơi vào thâm hụt nặng.
- (2) Diễn biến tỷ giá làm biến động cán cân vốn thông qua tác động đến khoản mục đầu tư khác, đây là hệ quả của tác động của REER lên CCTM trong giai đoạn Việt Nam chưa tự do hóa hoàn toàn các giao dịch trên tài khoản vốn.
- (3) Tỷ giá VND/USD tăng theo thời gian làm tăng chi phí trả nợ của Ngân sách Nhà nước.
- (4) Tình trạng cán cân tổng thể tác động mạnh đến diễn biến tỷ giá thị trường, tạo ra sự chênh lệch trong niêm yết tỷ giá giữa các thị trường khi điều hành tỷ giá của NHNN chưa đủ linh hoạt.

Theo đó, nhóm nghiên cứu đề xuất các giải pháp và kiến nghị sau:

Thứ nhất, có thể cải thiện một phần tình trạng nhập siêu lớn thông qua giảm giá mạnh VND so với rổ tiền tệ vì từ năm 2003 đến nay, VND có xu hướng lên giá so với rổ tiền tệ (theo tính toán của nhóm tác giả, chỉ số REER đã giảm gần 10% so với năm gốc 1999). Mặt khác, giảm giá VND sẽ làm tăng đầu tư khác trong khi FDI và FPI không bị ảnh hưởng, sẽ góp phần cải thiện cán cân vốn từ đó cải thiện cán cân thanh toán.

Thứ hai, chính sách tỷ giá của Việt Nam trong giai đoạn vừa qua thể hiện rất rõ việc theo đuổi mục tiêu khuyến khích xuất khẩu, cải thiện CCTM (tỷ giá danh nghĩa có xu hướng giảm- Biểu đồ 5). Tuy nhiên, chính sách này đã làm tăng gánh nặng nợ cho Ngân sách Nhà nước do cơ cấu nợ của⁷

Việt Nam hiện nay phụ thuộc lớn vào một số đồng tiền như USD, EUR, JPY, trong khi các đồng tiền này lại luôn có xu hướng tăng so với VND. Do vậy, đa dạng hóa cơ cấu nợ là điều Chính phủ cần quan tâm khi cam kết các khoản nợ mới. Ngoài ra, Chính phủ cũng cần lưu ý đến loại đồng tiền khi cam kết và khi giải ngân cũng như trả nợ để đa dạng cơ cấu nợ đạt được hiệu quả thực sự.

Thứ ba, tỷ giá có biến động không cùng chiều với các khoản mục của cán cân thanh toán, ví dụ, tỷ giá tăng có thể cải thiện CCTM, góp phần ổn định cán cân vôn, nhưng lại làm gia tăng gánh nặng nợ. Việc lựa chọn hướng thay đổi của tỷ giá cần cân nhắc giữa lợi ích và chi phí phát sinh. Do vậy, NHNN cần có những đo lường cụ thể để giải bài toán này trước khi ra quyết định nhằm đảm bảo đạt được lợi ích cao nhất cho nền kinh tế. Xuất phát từ bài toán cân đối lợi ích và chi phí nói trên, để đảm bảo điều hành tỷ giá đạt được lợi ích cao nhất cho nền kinh tế, NHNN cần lựa chọn mục tiêu của chính sách tỷ giá trong mỗi thời kỳ. Với cách lựa chọn đa mục tiêu như hiện nay, NHNN dễ lạc phương hướng trong những giai đoạn căng thẳng và nhạy cảm của nền kinh tế.

Thứ tư, trong giai đoạn Việt Nam đang theo đuổi chế độ tỷ giá cố định và mở cửa hội nhập thị trường tài chính như hiện nay, sự độc lập của chính sách tiền tệ sẽ bị ảnh hưởng rất nhiều mà hệ quả của nó có thể là những bất ổn kéo dài trong nền kinh tế vĩ mô. Trong 2 năm trở lại đây, Việt Nam đã thực sự trải nghiệm và rút ra bài học đắt giá cho vấn đề này. Đó là tình trạng lạm phát cao trong nền kinh tế từ cuối năm 2007, khi thặng dư cán cân vôn tăng mạnh mà NHNN vẫn kiên quyết ổn định tỷ giá trong khi các nghiệp vụ trung hòa không được linh hoạt sử dụng. Vì thế, NHNN cần linh hoạt phối hợp 3 mục tiêu chính sách trong “bộ ba bất khả thi”, đồng thời linh hoạt hơn nữa trong việc phối kết hợp đồng bộ các công cụ của chính sách tiền tệ.

Tài liệu tham khảo:

1. Nguyen Van Hieu (2006), “Inducing FII- Facts, Prospects and Solutions”
2. IMF (2008), Annual Report on Exchange Arrangement and Exchange Restriction
3. Khim-Sen Liewa, Kian-Ping Limb and Huzaimi Hussainc (2004), “Exchange rate and trade balance relationship: the experience of Asian countries”
4. Maurice D. Levi (1996), International finance: The market and financial management of multinational business (Third edition), McGraw-Hill Inc, The United States.
5. Maxwell Opoku-Afari (2004), “Measuring the real effective exchange rate (REER) in Ghana” Centre for Research in Economic Development and International Trade, University of Nottingham.
6. Michael E. S. Hoffman (2005), “The Exchange Rate and the Trade Deficit: What’s the Relationship?”
7. San Sau Fung, Marc Klau, Guonan Ma and Robert McCauley (2006), “Estimation of Asian effective exchange rate: a technical note”, Monetary and Economic Department- Bank of international settlement.
8. Hoang Thi Thu (2007), “Determinants of FDI in Vietnam”.
9. Phan Thanh Hoài và Nguyễn Đăng Hào (2007), “Mối quan hệ giữa tỷ giá hối đoái và CCTM Việt Nam thời kỳ 1995-2004”, Tạp chí Khoa học, số 43.
10. Minh Đức (2008), Ngân hàng rút tiền ở nước ngoài về: Thiệt hay không?, <http://vietnamnet.vn/kinhhte/2008/10/809271/>