

KIỂM ĐỊNH SỰ TỒN TẠI CỦA “BỘ BA BẤT KHẢ THI” TRONG ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ TẠI VIỆT NAM

Phạm Thị Tuyết Trinh
Đại học Ngân hàng TP. HCM

Xu hướng loại bỏ kiểm soát vốn đang trở nên tất yếu tại hầu hết các quốc gia nhằm thu hút các nguồn lực bên ngoài, tiếp thêm vốn cho phát triển kinh tế. Thuyết “bộ ba bất khả thi” của Mundell-Flemming được chứng minh là tồn tại trong xu hướng đó đã đặt ra nhiều vấn đề cho các nhà điều hành chính sách tiền tệ (CSTT) tại nhiều quốc gia. Đó là vấn đề lựa chọn mục tiêu phải từ bỏ trong “bộ ba” khi muốn theo đuổi hai mục tiêu còn lại. Đó còn là vấn đề tìm ra giải pháp để có thể dung hòa cùng lúc cả ba mục tiêu: chính sách cố định tỷ giá, tự do hóa giao dịch vốn và CSTT độc lập. Không nằm ngoài xu hướng trên, Việt Nam cũng đang từng bước mở cửa các thị trường vốn. Cùng lúc này, chế độ tỷ giá ở Việt Nam vẫn đang thể hiện đặc điểm của chế độ tỷ giá cố định neo với một đồng tiền. Như vậy, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) Việt Nam có đứng trước vấn đề “bất khả thi” của “bộ ba” và phải từ bỏ sự độc lập trong CSTT? Nhằm trả lời câu hỏi đó, bài viết ước lượng và kiểm định sự ảnh hưởng của lãi suất đô la Mỹ (USD) đến lãi suất Việt Nam đồng (VND) trong giai đoạn 2002-2008 bằng phương pháp ước lượng hồi qui OLS (Ordinary least square) trên phân mềm kinh tế lượng Eview.

Thuyết “Bộ ba bất khả thi”

Theo thuyết “Bộ ba bất khả thi” của Mundell-Flemming, một Ngân hàng Trung ương cùng lúc chỉ có thể theo đuổi hai trong ba mục tiêu: chính sách tỷ giá cố định, lưu chuyển vốn tự do và CSTT độc lập. Cụ thể, nếu một quốc gia neo cố định tỷ giá với một đồng tiền nước ngoài và mở cửa các thị trường vốn, do không có kỳ vọng vào sự thay đổi tỷ giá, lãi suất nội địa sẽ bằng với lãi suất của đồng tiền quốc gia được chọn neo cộng với chênh lệch rủi ro đầu tư giữa hai quốc gia (phần bù rủi ro). Trong trường hợp xảy ra sai lệch trong cân bằng đó, các nhà đầu tư sẽ chạy theo mức lãi suất cao hơn, gây sức ép lên lãi suất còn lại, kéo sai lệch dần đến 0 và cân bằng được phục hồi. Như vậy, một quốc gia neo tỷ giá cố định với một đồng tiền không thể độc lập hoàn toàn trong việc thiết lập mức lãi suất cho đồng tiền của mình, nói cách khác là không thể theo đuổi CSTT độc lập. Ở trường hợp khác, khi tỷ giá là linh hoạt hoặc thị trường vốn đóng, quốc gia có thể thiết lập mức lãi suất độc lập trong quá trình điều hành CSTT.

Nghiên cứu của Jay C. Shambaugh (2003) ở hơn 100 quốc gia cho thấy “Bộ ba bất khả thi” đang tồn tại, các quốc gia neo nội tệ với một đồng tiền khác có mức lãi suất chịu ảnh hưởng từ lãi suất của đồng tiền chọn neo. Frankel và các cộng sự

(2002) nghiên cứu trên 46 quốc gia, bao gồm 18 quốc gia phát triển và 28 quốc gia đang phát triển cũng đạt được những kết luận tương tự: những quốc gia theo đuổi chế độ tỷ giá thả nổi thì có sự độc lập cao hơn trong điều hành CSTT. Gần đây nhất là nghiên cứu của Sweta C Saxena (2009) cũng cho kết quả tương tự như Shambaugh và Frankel và các cộng sự.

Đối với những nghiên cứu cho riêng các thị trường mới nổi (emerging market) gắn với Việt Nam, các kết luận vẫn đang rất khác nhau. De Bouwer (1999) kiểm định cho năm quốc gia Đông Nam Á đã kết luận lãi suất nội địa của các quốc gia này (ngoại trừ Malaysia) có tương quan với lãi suất đô của Mỹ. Ngược lại, Sahminan (2005) đã thực hiện nghiên cứu thực nghiệm cũng trên năm quốc gia Đông Nam Á, kết luận không có bằng chứng rõ ràng cho sự ảnh hưởng lãi suất của Mỹ lên lãi suất nội địa của các quốc gia được nghiên cứu.

Ngoài ra, còn có rất nhiều nghiên cứu khác về vấn đề này, tuy nhiên nhìn chung các nghiên cứu vẫn chưa đi đến kết luận thống nhất hoàn toàn về sự tồn tại của “Bộ ba bất khả thi” ở các quốc gia neo tỷ giá cố định và mở cửa thị trường vốn. Lý do cho sự khác nhau này chủ yếu là do quốc gia lựa chọn nghiên cứu, phương pháp định lượng và số liệu sử dụng.

Chính sách tỷ giá cố định và tự do hóa thị trường vốn – hai mục tiêu lựa chọn của NHNN

Mục tiêu 1: Chính sách tỷ giá cố định

Đầu năm 1999, NHNN công bố chuyển sang cơ chế tỷ giá thả nổi có điều tiết. Theo đó, tỷ giá giao dịch hàng ngày tại các ngân hàng thương mại (NHTM) được xác định dựa trên tỷ giá bình quân liên ngân hàng do NHNN công bố vào đầu mỗi ngày và biên độ dao động tỷ giá áp dụng cho từng thời kỳ. Cơ chế xác định tỷ giá mới khi ban hành được kỳ vọng phản ánh được cung cầu ngoại tệ trên thị trường nhờ vào: (i) Tỷ giá NHNN công bố là tỷ giá giao dịch trung bình giữa các NHTM ngày hôm trước; (ii) Biên độ dao động tỷ giá sẽ cho phép tỷ giá bình quân liên ngân hàng dần dần tự điều chỉnh cho phù hợp với cung cầu ngoại tệ của thị trường. Thêm vào đó, NHNN đã nhiều lần mở rộng biên độ dao động nhằm tăng cường tính linh hoạt cho tỷ giá thị trường, từ +0,1% vào năm 1999 lên +/-0,75% vào cuối năm 2007, +/-3% vào năm 2008 (Bảng 1).

Bảng 1: Biên độ dao động tỷ giá được áp dụng từ 1999

HITD	Qui mô		
	Siêu nhỏ	Nhỏ	Vừa
Không được hỗ trợ	76,8	66,9	56,2
Được hỗ trợ	23,2	33,1	43,8
Tổng cộng	100,0	100,0	100,0

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ www.sbv.gos.vn

Tuy nhiên, diễn biến tỷ giá thị trường nhìn chung nhỏ hơn rất nhiều so với biên độ cho phép, tỷ giá bình quân liên ngân hàng biến động khoảng 0,03% so với tỷ giá của ngày hôm trước, kết quả là mức thay đổi của tỷ giá này trong năm không đáng kể, có những năm mức biến động dưới 1%, dẫn đến tỷ giá giao dịch tại các NHTM cũng biến động rất chùng mực (Bảng 2).

Bảng 2: Tỷ giá VND/USD năm 2001 – 2009

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Tỷ giá bình quân liên ngân hàng (giá cuối năm)	15070	15368	15608	15737	15875	16054	16114	16977	17941
Mức thay đổi (%)		1,98	1,56	0,84	0,86	1,13	0,37	5,36	5,68
Tỷ giá NHTM (giá bán của ngân hàng ngoại thương Việt Nam)	15195	15406	15647	15778	15915	16051	16021	17486	18479

Nguồn: 2001-2008: Thống kê Tài chính Quốc tế của IMF; dữ liệu chưa được công bố (IFS), 2009: Phòng Tổng hợp NHNN.

Mặt khác, cũng theo Quyết định số 64/1999/QĐ/NHNN, NHNN công bố tỷ giá VND được xác định dựa trên rổ tiền tệ với các nước là đối tác thương mại, đối tác vay trả nợ với Việt Nam. Theo đó, điều hành tỷ giá của NHNN sẽ theo đuổi mục tiêu ổn định giá trị VND với rổ tiền tệ lựa chọn. Tuy nhiên, theo nghiên cứu của một

số tác giả về vấn đề này, chẳng hạn như nghiên cứu của Ulrich Camen (2006), NHNN không điều hành tỷ giá VND dựa trên rổ tiền tệ mà điều hành tỷ giá với mục tiêu ổn định giá trị VND so với USD, nói cách khác là neo VND với USD. Điều này, cũng phù hợp với cách đánh giá của Quỹ Tiền tệ Thế giới (IMF) về chế độ tỷ giá của Việt Nam. Từ 2000-2004, Việt Nam được xếp vào nhóm các quốc gia có chế độ tỷ giá thả nổi có điều tiết (managed floating with no pre-determined path for the exchange rate). Nhưng từ năm 2005, IMF xếp Việt Nam vào nhóm các quốc gia theo đuổi chế độ tỷ giá cố định neo với USD (conventional fix peg arrangement); đồng thời chú thích thêm rằng cơ chế tỷ giá công bố tại Việt Nam không giống như cách vận hành thực tế của nó.

Như vậy, mặc dù cơ chế tỷ giá được công bố là linh hoạt có điều tiết với tỷ giá được xác định dựa trên rổ tiền tệ, thực tế diễn biến tỷ giá dưới sự điều hành của NHNN lại cho thấy tỷ giá VND đang được neo cố định với USD.

Mục tiêu 2: Chính sách tự do hóa các giao dịch trên tài khoản vốn

Không nằm ngoài xu hướng chung của thế giới, Việt Nam cũng đang từng bước mở cửa các thị trường vốn nhằm mục đích thu hút các nguồn lực bên ngoài tiếp sức cho nền kinh tế đang trên đà tăng trưởng. Đầu tiên, là tự do hóa các giao dịch vốn dài hạn có tính ổn định như vốn đầu tư trực tiếp (FDI), say nọ nước ngoài đi kèm với nới lỏng kiểm soát lợi nhuận chuyển ra. Tiếp theo đó, Chính phủ từng bước tự do hóa các giao dịch vốn gián tiếp (FPI) ngắn hạn như cho phép nhà đầu tư được phép mua trái phiếu Chính phủ với khối lượng và giá trị không hạn chế, mua 49% cổ phiếu doanh nghiệp và 30% cổ phiếu ngân hàng. Luồng vốn đầu tư vào Việt Nam nhờ đó tăng mạnh qua từng năm, đặc biệt là từ năm 2002 và từ năm 2007, trong đó đáng chú ý là sự tăng mạnh của vốn đầu tư gián tiếp từ năm 2005 (Bảng 3).

Bảng 3: Cán cân tài khoản vốn 2001 – 2009

Đơn vị tính: triệu USD

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
FDI ròng	1300	1400	1450	1610	1889	2315	6550	7800	4000
FPI ròng					865	1313	6243	-400	na
Đầu tư khác	-929	690	1829,3	1197	333	-540	4747	na	na

Nguồn: IFS

Mặc dù, Việt Nam vẫn chưa tự do hóa hoàn toàn các giao dịch vốn, sự lớn mạnh của cán cân tài khoản vốn phần nào đã cho thấy các nhà đầu tư nước ngoài đã tìm được sự chủ động và linh hoạt nhất định trong quyết định lựa

chọn đầu tư vào thị trường Việt Nam đồng thời cũng cho thấy Việt Nam đang theo đuổi mục tiêu mở cửa thị trường vốn.

Như vậy, Chính phủ Việt Nam đang theo đuổi hai mục tiêu trong “bộ ba” là chế độ tỷ giá cố định và từng bước tiến đến tự do lưu chuyển vốn. Vậy, NHNN Việt Nam không thể đạt được mục tiêu còn lại là sự độc lập trong điều hành CSTT, điều này sẽ được làm sáng tỏ trong phần định lượng sau đây.

Mô hình nghiên cứu

Chúng tôi sử dụng mô hình Shambaugh (2003) đã dùng khi nghiên cứu thực nghiệm trên hơn 100 quốc gia cho nội dung tương tự và đồng thời cũng là mô hình được sử dụng trong tất cả các nghiên cứu thực nghiệm kiểm định sự tồn tại của “bộ ba bất khả thi” của các tác giả khác. Theo Shambaugh (2003), CSTT của một quốc gia được đại diện bởi biến số lãi suất trong nước của đồng tiền nước đó. Sự độc lập trong điều hành CSTT của một quốc gia, do đó được xem xét thông qua đo lường mức độ ảnh hưởng của lãi suất bên ngoài đến lãi suất trong nước. Biến số lãi suất bên ngoài được lựa chọn thông thường là lãi suất của đồng tiền được chọn neo trên thị trường của quốc gia phát hành đồng tiền đó. Trong trường hợp của Việt Nam, lãi suất nội địa là lãi suất VND trên thị trường Việt Nam và lãi suất của đồng tiền được chọn neo là lãi suất USD trên thị trường Mỹ. Khi tỷ giá là cố định, nếu lãi suất trong nước chịu tác động bởi lãi suất bên ngoài thì CSTT không có được sự độc lập hoàn toàn trong điều hành; nếu lãi suất trong nước không chịu tác động hoặc chịu tác động nhỏ bởi lãi suất bên ngoài, Ngân hàng Trung ương vẫn có được sự độc lập nhất định trong điều hành CSTT.

Theo điều kiện ngang giá lãi suất không bảo hiểm (Uncovered interest rate parity – UIRP), tác động của lãi suất bên ngoài (lãi suất cơ sở - ở đây là USD) đến lãi suất trong nước (ở đây là VND) được thể hiện qua phương trình sau:

$$R_t = R_t^* + E[e_{t+1} - e_t] + \rho_t \quad (1)$$

Trong đó:

R_t : lãi suất VND.

R_t^* : lãi suất USD.

$E(e_{t+1} - e_t)$: giá trị kỳ vọng của thay đổi tỷ giá danh nghĩa dưới dạng logarithm tự nhiên.

ρ_t : chênh lệch rủi ro giữa hai quốc gia (phần bù rủi ro).

Trong phương trình (1), R_t^* và ρ_t được giả định là biến ngoại sinh, R_t và $E(e_{t+1} - e_t)$ là biến nội sinh. Giả định này, dựa trên thực tế là thị trường tài chính của Việt Nam rất nhỏ so với thị trường tài chính của Mỹ. Do vậy, sẽ hoàn toàn không hợp lý nếu lãi suất trên thị trường tài chính Mỹ phụ thuộc hoặc chịu ảnh hưởng bởi lãi suất trên thị trường Việt Nam.

Theo phương trình (1), trong điều kiện lưu chuyển vốn tự do, có thể dự đoán được các trường hợp xảy ra như sau:

Dưới chế độ tỷ giá linh hoạt hoàn hảo: biến động R_t^* và ρ_t sẽ tác động vào thay đổi tỷ giá danh nghĩa $E(e_{t+1} - e_t)$.

Dưới chế độ tỷ giá cố định hoàn toàn, khi $E(e_{t+1} - e_t) = 0$, rủi ro tỷ giá được loại bỏ hoàn toàn, biến động R_t^* và ρ_t sẽ được chuyển hoàn toàn vào lãi suất nội địa R_t .

Dưới chế độ tỷ giá linh hoạt có điều tiết, biến động của R_t^* và ρ_t sẽ được chuyển vào cả lãi suất nội địa R_t và thay đổi tỷ giá danh nghĩa $E(e_{t+1} - e_t)$.

Do bài viết không đo lường ảnh hưởng của chênh lệch rủi ro giữa Mỹ và Việt Nam (phần bù rủi ro) đến lãi suất VND và tỷ giá VND/USD, không kiểm định sự tồn tại của lý thuyết ngang giá lãi suất không bảo hiểm tại Việt Nam nên biến ρ_t sẽ được loại bỏ trong các phần định lượng sau.

Mô tả dữ liệu

Bài viết sử dụng số liệu từ tháng 1 năm 2002 đến tháng 4 năm 2008 (theo tần suất tháng) để ước lượng tác động của lãi suất USD lên lãi suất VND. Lý do cho sự lựa chọn trên là do:



(i) Khả năng thu thập số liệu lịch sử; (ii) Cán cân tài khoản vốn Việt Nam tăng mạnh từ năm 2002; (iii) Từ nửa cuối năm 2008, nền kinh tế thế giới rơi vào suy thoái, những tác động trong giai đoạn này có khả năng bị sai lệch.

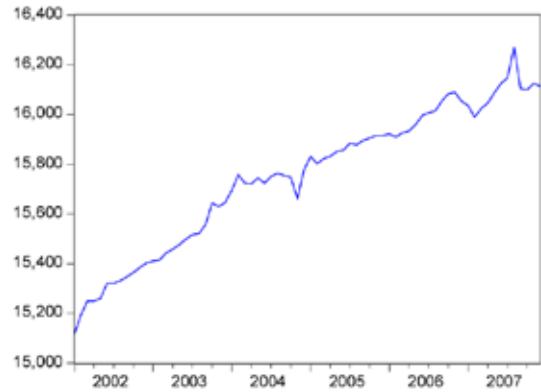
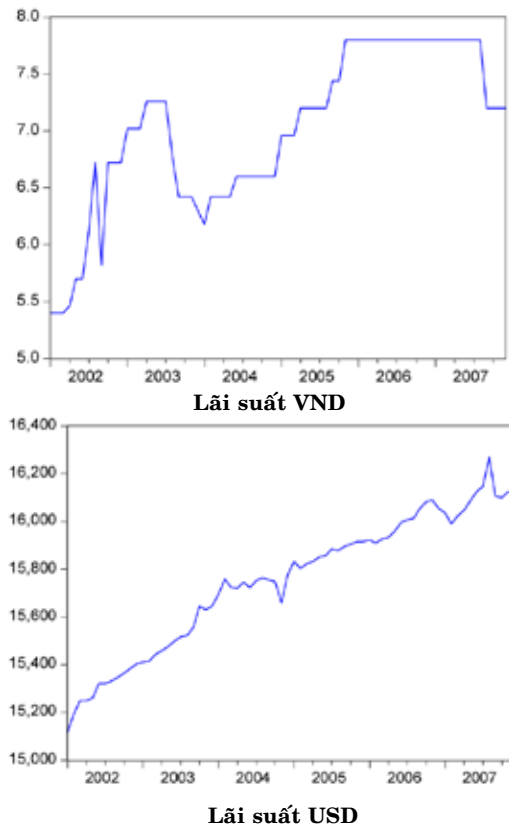
Cụ thể về các số liệu đại diện cho biến và nguồn thu thập được liệt kê trong bảng sau (Bảng 4)

Bảng 4: Mô tả các biến đại diện

Tên biến	Đại diện	Mô tả số liệu	Nguồn
Lãi suất VND (IVN)	Lãi suất tiền gửi (deposit rate)	Kỳ hạn một tháng niêm yết theo năm, số trung bình trong tháng	IFS
Lãi suất USD (IUS)	Lãi suất liên ngân hàng Mỹ	Kỳ hạn một tháng niêm yết theo năm, số trung bình trong tháng	IFS
Tỷ giá VND/USD (NE)	Tỷ giá bình quân liên ngân hàng Mỹ	Số trung bình trong tháng	IFS

Mặc dù, CSTT có cả mục tiêu trong ngắn và dài hạn, lựa chọn lãi suất ngắn hạn (kỳ hạn một tháng) thay vì lãi suất dài hạn là vì: (i) Trong tất cả các nghiên cứu thực nghiệm về vấn đề tương tự, lãi suất ngắn hạn (cùng với kỳ hạn một tháng) thường được sử dụng; (ii) Theo Obstfeld (2004), CSTT nhìn chung theo đuổi lãi suất ngắn hạn với ý nghĩa tham khảo cho lượng tiền cung ứng và ngay cả khi không theo đuổi lãi suất ngắn hạn thì lãi suất ngắn hạn cũng bị ảnh hưởng bởi lượng tiền cung ứng.

Hình 1: Lãi suất VND, lãi suất USD và tỷ giá liên ngân hàng VND/USD 2002-2007



Tỷ giá VND/USD

5. Phương pháp định lượng và kết quả

Phương pháp OLS được sử dụng để ước lượng riêng phần ảnh hưởng của lãi suất USD đến tỷ giá VND/USD và lãi suất VND. Theo mục đích đó, do IUS được xem là biến động lập, phương trình (1) được viết lại thành hai phương trình (2) và (3) như sau:

$$\Delta NE_{t+1} = \alpha_1 + \alpha_2 IUS^*_t + \mu_t \quad (2)$$

$$IVN_t = \beta_1 + \beta_2 IUS^*_t + \varepsilon_t \quad (3)$$

Phương trình (2) đo lường biến động lãi suất USD đến kỳ vọng thay đổi tỷ giá VND/USD. Phương trình (3) đo lường tác động của biến động lãi suất USD đến biến động lãi suất VND. Thực hiện ước lượng phương trình (2) và phương trình (3) với các giả thuyết cho từng phương trình như sau :

Bảng 3: Giả thuyết kiểm định

Giải thuyết	Phương trình (3)	Phương trình (2)
H ₀	$\beta_2=0$: biến động lãi suất USD không ảnh hưởng đến biến động lãi suất VND	$\alpha_2=0$: biến động lãi suất USD không ảnh hưởng đến biến động tỷ giá VND/USD
H ₁	$\beta_2 \neq 0$: biến động lãi suất USD có ảnh hưởng đến biến động lãi suất VND	$\alpha_2 \neq 0$: biến động lãi suất USD có ảnh hưởng đến biến động tỷ giá VND/USD

Thực hiện như (2) và (3), chúng tôi thu được kết quả như sau :

Phương trình (2) : giá trị tuyệt đối của trị thống kê t, và giá trị p của hệ số ước lượng (α_2) rất nhỏ cho thấy không có đủ cơ sở bác bỏ giả thuyết H₀ (Bảng 5)

Phương trình (3) : giá trị tuyệt đối của trị thống kê t (t-stat) của hệ số ước lượng lớn (>2), và giá trị p (p-value) bằng 0 đã bác bỏ giả thuyết H₀ (Bảng 6)

Bảng 5 : Kết quả ước lượng hồi qui OLS phương trình (2)

Biến	Diễn giải	Dấu kỳ vọng
X1	Số năm hoạt động của doanh nghiệp.	+
X2	Biến giả: nhận giá trị 1 nếu chủ doanh nghiệp có trình độ cao đẳng/dại học trở lên và có giá trị là 0 nếu chưa có.	+
X3	Nhận giá trị 1 nếu là doanh nghiệp siêu nhỏ, giá trị 2 nếu là doanh nghiệp nhỏ và giá trị 3 nếu là doanh nghiệp vừa.	+
X4	Biến giả: nhận giá trị 1 nếu doanh nghiệp thuộc lĩnh vực công nghiệp - xây dựng và nhận giá trị 0 nếu là lĩnh vực khác.	+
X5	Tốc độ tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp.	+
X6	Tỷ suất lợi nhuận của doanh nghiệp.	+
X7	Biến giả: nhận giá trị 1 nếu doanh nghiệp có mối quan hệ với Hiệp hội, tổ chức tín dụng, chủ doanh nghiệp khác và có giá trị 0 nếu không có.	+
X8	Biến giả: nhận giá trị 1 nếu doanh nghiệp có vay từ các nguồn khác và có giá trị 0 nếu doanh nghiệp không vay từ các nguồn khác.	-

*** DE: Kỳ vọng biến động tỷ giá VND/USD, tính theo công thức $DE_{t+1} = NE_{t+1} - NE_t$

Bảng 6: Kết quả ước lượng hồi qui OLS phương trình (3)

Biến số H	Hệ số (B) H	Hệ số Exp(B)	Mức ý nghĩa (Sig.)
Hằng số	-17,326	0,000	0,000
Tuổi của doanh nghiệp X	1	0,035	0,381
Trình độ học vấn X	2	2,717	15,129 0
Quy mô doanh nghiệp	X3 3	,633 3	7,837
Lĩnh vực sản xuất kinh doanh X	4	2,005	7,423
Tốc độ tăng doanh thu X	5	0,013	1,013
Tỷ suất lợi nhuận X	6	0,298	1,347
Quan hệ xã hội	X7 2	,252 9	,507 0
Vay khác X	8	-0,453 0	,636 0
Sig. 0		,000	
-2 Log likelihood		122,287	
Cox & Snell R Square 0		,580	
Nagelkerke R Square		0,836	

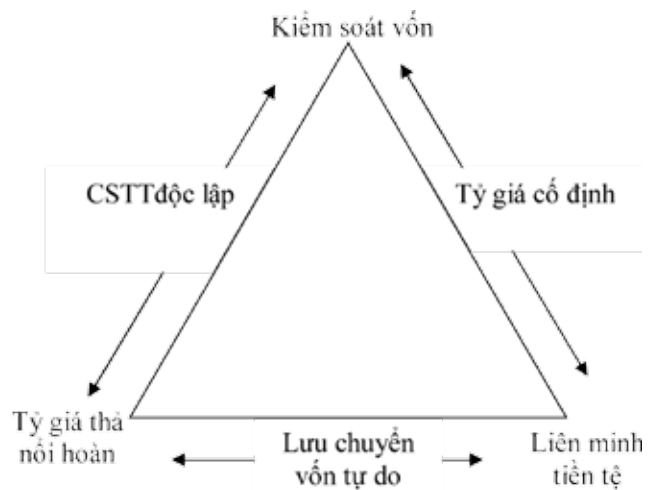
Kết quả ước lượng trên đã cho thấy biến động lãi suất VND chịu ảnh hưởng khá mạnh từ biến động lãi suất USD. Cụ thể, lãi suất liên ngân hàng trên thị trường Mỹ của đồng tiền USD biến động 1% sẽ dẫn đến 0,32% thay đổi trong biến động lãi suất tiền gửi VND trên thị trường Việt Nam và biến động lãi suất USD giải thích được 60% cho biến động lãi suất VND. Kết quả này, không tương tự như kết quả của các nghiên cứu trước cho trường hợp các quốc gia khác, tác động của lãi suất nước ngoài lên lãi suất nội địa đạt đến tỷ lệ gần như là 1 :1. Nguyên nhân, do Việt Nam vẫn chưa tự do hóa hoàn toàn tất cả các giao dịch trên tài khoản vốn. Kết quả nghiên cứu của Shambaugh (2003) cho thấy lưu chuyển vốn tự do là một trong những nguyên nhân chính gắn kết chặt chẽ lãi suất nội địa với lãi suất nước ngoài. Tuy nhiên, tỷ lệ R2 cao và mức ảnh hưởng 0,32 cũng cho thấy biến động lãi suất VND không chỉ chịu ảnh hưởng từ các yếu tố trong nước, từ sự điều hành của NHNN mà còn chịu tác động từ các yếu tố bên ngoài mà cụ thể là biến động lãi suất USD. Nói cách khác, NHNN không có sự độc lập hoàn toàn trong điều hành CSTT, “Bộ ba bất khả thi” ở một mức độ nào đó đang tồn tại ở Việt Nam. Ngoài ra, sự không ảnh hưởng của lãi suất đồng tiền đang được gắn rất chặt trong vận hành giá trị đối ngoại của VND (lãi

suất USD) đến kỳ vọng biến động của tỷ giá VND/USD đã góp phần cho thấy chế độ tỷ giá của Việt Nam vẫn là chế độ tỷ giá cố định khá chặt chẽ.

Kết luận

Trong điều kiện có tồn tại sự “bất khả thi” khi theo đuổi cùng lúc ba mục tiêu nói trên, việc điều hành CSTT của Chính phủ cần phải tính đến tác động của các yếu tố bên ngoài nhằm đạt được mục tiêu trong điều hành. Ở góc độ quản lý, Chính phủ nào cũng muốn có được sự độc lập hoàn toàn trong điều hành CSTT nhằm điều tiết hoạt động của nền kinh tế bởi những ảnh hưởng bên ngoài nền kinh tế là ngoài tầm kiểm soát và có những tác động khó lường. Tuy nhiên, sự độc lập hoàn toàn đó là không thể tồn tại trong nền kinh tế hội nhập. Dù vậy, CSTT cần có mức độ độc lập mang tính tương đối. Đứng trước vấn đề này, các giải pháp góc (corner solutions) hướng tới lựa chọn từ bỏ một trong hai mục tiêu còn lại hoặc thả nổi hoàn toàn tỷ giá hoặc kiểm soát các giao dịch trên tài khoản vốn (Hình 2). Từ kinh nghiệm của các quốc gia có điều kiện tương tự như Việt Nam (các thị trường mới nổi) trong việc dung hòa ba mục tiêu của “bộ ba” chúng tôi đề xuất tham khảo nhóm giải pháp không nằm phía góc (non-corner solutions) dựa trên các điều kiện thực tế của Việt Nam.

Hình 2 : Bộ ba bất khả thi



Nguồn : Jeffrey A Frankel (1999).

Xuất phát từ chính mô hình của Mundell-Flemming khi đưa ra thuyết “bộ ba bất khả thi”, nhóm giải pháp “non-corner” tập trung vào hai chính sách chính là chính sách tỷ giá và chính sách kiểm soát lưu chuyển vốn:



Đối với chính sách tỷ giá

Thứ nhất, NHNN nên xác định giá trị đối ngoại của VND dựa trên rổ tiền tệ, nói cách khác là neo tỷ giá với một rổ tiền tệ thay vì neo cố định với USD như hiện nay. Để làm được điều này, NHNN cần: (i) Xác định tỷ trọng của các loại ngoại tệ được đưa vào rổ tiền để xác định giá trị của VND; (ii) Điều hành tỷ giá dựa trên rổ tiền này, giải pháp này nhằm giảm sự ảnh hưởng cá biệt mạnh của một quốc gia nào đó đến nền kinh tế quốc nội.

Thứ hai, tăng cường tính linh hoạt cho tỷ giá không chỉ bằng cách mở rộng biên độ giao dịch mà cả trong việc tính toán và công bố tỷ giá bình quân liên ngân hàng, đảm bảo cho tỷ giá này phản ánh được cung cầu ngoại tệ trên thị trường.

Thứ ba, tiếp tục củng cố và tăng cường quỹ dự trữ ngoại hối nhằm đảm bảo khả năng thanh khoản trong nền kinh tế. Cần chú ý mức độ linh hoạt của tỷ giá cũng phải tương ứng với khả năng can thiệp cho phép của quỹ dự trữ ngoại hối.

Chính sách lưu chuyển vốn

Thứ nhất, từng bước tự do hóa các giao dịch vốn nhưng không tiến tới tự do hóa hoàn toàn mà phải luôn có chính sách kiểm soát các luồng vốn vào và quan trọng là kiểm soát một cách chặt chẽ các luồng vốn ra, tránh tình trạng đảo chiều của những dòng vốn ngắn hạn. Ngoài ra, chú trọng thu hút nguồn lực bên ngoài nhưng cần phải biết nhu cầu vốn và khả năng hấp thụ vốn trong nền kinh tế để có biện pháp thu hút hiệu quả.

Thứ hai, cần tính toán các chi phí cho việc kiểm soát vốn bởi việc thực hiện kiểm soát vốn luôn đi kèm những chi phí nhất định, chẳng hạn như chi phí uy tín và danh tiếng (reputation costs). Malaysia là một bài học điển hình cho trường hợp này. Rawi Abdelal and Laura Alfaro (2003) đã chỉ ra rằng sau khi thực hiện kiểm soát vốn, quốc gia này đã bị rớt hạng mạnh mẽ trong các bảng xếp hạng của FITCH IBCA, Moody's, and Standard and Poor's.

Ngoài ra, không kém phần quan trọng đó là việc tăng cường tính độc lập của CSTT cũng là nhằm nâng cao hiệu quả trong điều hành CSTT, để đạt được điều này, CSTT cần có một hệ thống mục tiêu trong ngắn, trung và dài hạn cụ thể để việc theo dõi, đánh giá và điều hành chính sách có một hướng đi rõ ràng hơn ■

Tài liệu tham khảo

1. Maurice Obstfeld, Jay C. Shambaugh, Alan M. Taylor (2004), "The trilemma in history: Tradeoffs among Exchange rates, monetary policies, and capital mobility".
2. Rawi Abdelal and Laura Alfaro (2003), "Capital control: lesson from Malaysia", *Challenge*, vol. 46, no. 4, July/August 2003, pp. 36-53. © 2003 M.E. Sharpe, Inc.
3. Ulrich Camen (2006), "Monetary policy in Vietnam: the case of a transition country", *BIS Papers No 31*.
4. Jay C. Shambaugh (2003), "The effect of fixed exchange rates on monetary policy", *Quarterly Journal of Economics* June 2003.
5. Jin, Zhongxia (2007), "The open economy trilemma: an alternative view from China's perspective, Paper presented at the Conference on China's Exchange Rate Policy", sponsored by the Peterson, Institute for International Economics.
6. Jeffrey A Frankel (1999), "No single currency regime is right for all countries or at all times", *Essays in International Finance* (Princeton University), no.215 1999.
7. IMF (2008), *Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Frameworks*.

