

# Điều hành chính sách tỷ giá dưới góc nhìn chỉ số áp lực thị trường ngoại hối

PGS. TS. PHẠM THỊ HOÀNG ANH

*Khác với giai đoạn 2012- 2014, sự ổn định của tỷ giá và thị trường ngoại hối Việt Nam gặp phải phép thử lớn trước các cú sốc từ cả bên trong lẫn bên ngoài trong năm 2015. Tuy nhiên, một lần nữa, sự chủ động, linh hoạt trong điều hành tỷ giá của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) đã góp phần không nhỏ vào việc ổn định giá trị đồng Việt Nam (VND), chứng tỏ rằng những thành công trong điều hành tỷ giá những năm trước không phải chỉ bắt nguồn từ những yếu tố khách quan đến từ “thiên thời, địa lợi” mà nó còn bắt nguồn từ bản lĩnh của nhà điều hành. Phần đầu của bài nghiên cứu tổng kết và phân tích nguyên nhân của diễn biến tỷ giá trong năm 2015. Sau khi giới thiệu chỉ số áp lực thị trường ngoại hối, tác giả đã đánh giá hoạt động điều hành tỷ giá trong năm 2015 dưới góc độ chỉ số áp lực thị trường ngoại hối, trên cơ sở đó đưa ra một số khuyến nghị về thuận lợi và khó khăn trong điều hành tỷ giá theo chế độ BBC.*

Từ khóa: tỷ giá, chỉ số áp lực thị trường ngoại hối

## 1. Diễn biến tỷ giá và điều hành tỷ giá tại Việt Nam trong năm 2015

**D**ây là một năm đầy khó khăn và thử thách đối với NHNN nhằm ổn định tỷ giá và thị trường ngoại hối. So với thời điểm đầu năm 2015, tỷ giá bình quân trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng

vào ngày 31/12 đã tăng 3% đồng thời biên độ dao động tăng từ  $\pm 1\%$  lên  $\pm 3\%$ , trong khi đó tỷ giá tại các NHTM và trên thị trường ngoại tệ tự do đã tăng tương ứng 5,3% và 5,05%. Như vậy, nếu trong cả giai đoạn 2012- 2014, tỷ giá bình quân liên ngân hàng chỉ tăng 2%, tỷ giá thị trường tự do tăng khoảng 1,4% thì rất dễ nhận ra tỷ giá USD/VND đã tăng rất mạnh trong năm 2015 (Hình 1). Vậy đâu là nguyên nhân dẫn đến

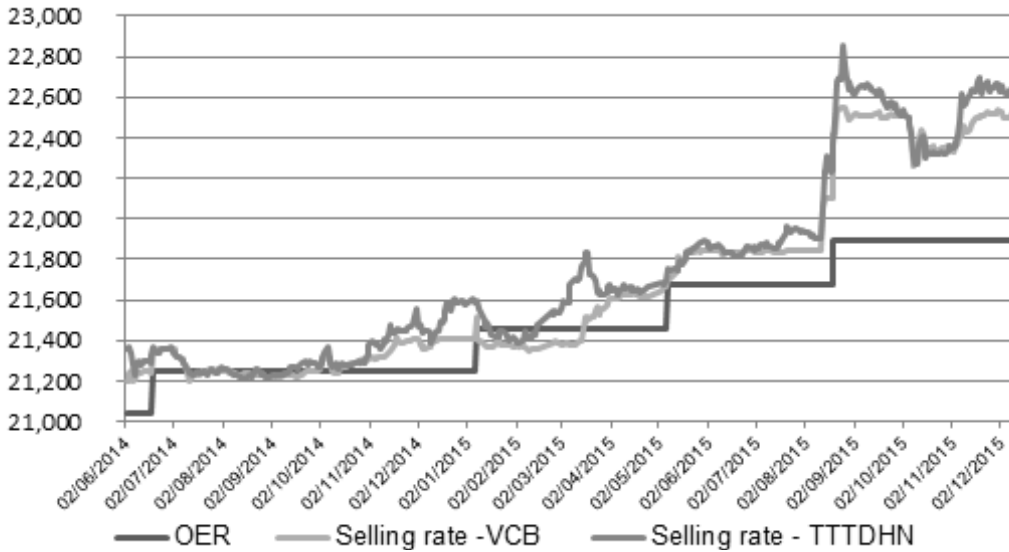
sự mất giá của mệnh của VND so với USD trong năm 2015? Bài nghiên cứu sẽ đi tìm hiểu nguyên nhân dưới góc độ từ phía cung, phía cầu, từ các yếu tố khác, trong đó đặc biệt là từ các cú sốc bắt nguồn từ sự thay đổi trong chính sách tiền tệ của các nước lớn.

### Về phía cung ngoại tệ

Một trong những nguồn cung ngoại tệ lớn cho nền kinh tế là từ xuất khẩu hàng hóa và dịch vụ. Tính chung cả năm, kim ngạch xuất khẩu chỉ tăng 8,1%- mức thấp nhất trong vòng 5 năm trở lại đây (Hình 2a). Sự tăng trưởng chậm lại của kim ngạch xuất khẩu chủ yếu là do giá hàng xuất khẩu giảm khoảng 3,8% trong năm, trong đó phải kể đến giá dầu giảm xuống mức đáy khoảng 30 USD/thùng, giá lương thực thực phẩm tiếp tục giảm. Ngoài ra sự lên giá của VND (theo tỷ giá chéo) với hàng loạt tiền tệ (EUR, JPY,...) cũng có thể ảnh hưởng tiêu cực phần nào đến sức cạnh tranh hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam (Hình 4). Bên cạnh nguồn ngoại tệ từ hoạt động xuất khẩu, dòng kiều hối và vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) trong năm 2015 tiếp tục tạo ra nguồn cung ngoại tệ lớn cho nền



**Hình 1. Diễn biến tỷ giá USD/VND trên các thị trường, 6/2014-12/2015**



Nguồn: [www.sbv.gov.vn](http://www.sbv.gov.vn), [www.vietcombank.com.vn](http://www.vietcombank.com.vn), [www.vangsaigon.com](http://www.vangsaigon.com)

mức cao so với năm 2014. Điều này gián tiếp ảnh hưởng đến sức ép tỷ giá trong năm 2015.

**Về phía các cú sốc đến từ chính sách tiền tệ của các nước lớn**

Trong bối cảnh mức độ mở cửa và hội nhập kinh tế quốc tế ngày càng rộng, NHNN không thể bỏ qua tác

kinh tế (Hình 2b).

**Về phía cầu ngoại tệ**

Trong khi nguồn cung ngoại tệ không tăng như ba năm liền kề trước đó, thì nguồn cầu ngoại tệ lại tăng mạnh hơn. Các dấu hiệu cho thấy nền kinh tế Việt Nam phục hồi ngày càng rõ nét trong năm 2015 lại là nguyên nhân khiến kim ngạch nhập khẩu tăng nhanh hơn so với kim ngạch xuất khẩu trong năm 2015. Diễn biến này làm cho cán cân thương mại

bị thâm hụt trên 3,5 tỷ USD sau 3 năm thặng dư liên tục, đã gây nên sức ép tới tỷ giá USD/VND trong năm 2015. Nếu nhìn vào chuỗi số liệu theo tháng, mức thâm hụt trên dưới 1,3 tỷ USD trong tháng 3 và tháng 5 đã khiến tỷ giá tăng mạnh trên thị trường tự do cũng như tại các NHTM (Hình 3a). Cùng với nhu cầu ngoại tệ cho thanh toán hàng nhập khẩu, nhu cầu chi trả lãi cho chủ nợ/nhà đầu tư nước ngoài cũng vẫn tiếp ở

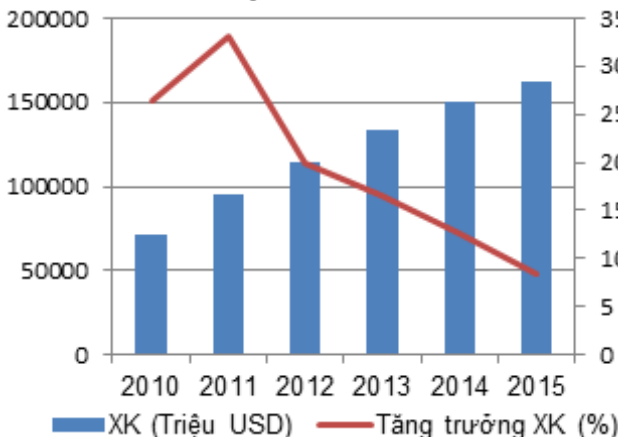
động của các cú sốc từ bên ngoài tới điều hành chính sách tiền tệ (CSTT). Và, có lẽ chưa khi nào, các cú sốc từ CSTT của các nước lớn lại có ảnh hưởng đến mạnh đến thị trường tài chính tiền tệ Việt Nam như vậy.

Trước hết phải kể đến chính sách nới lỏng tiền tệ của khu vực Eurozone đã làm EUR giảm giá liên tục so với USD. Tuy nhiên, do tỷ giá EUR/VND được xác định chéo thông qua tỷ giá USD/

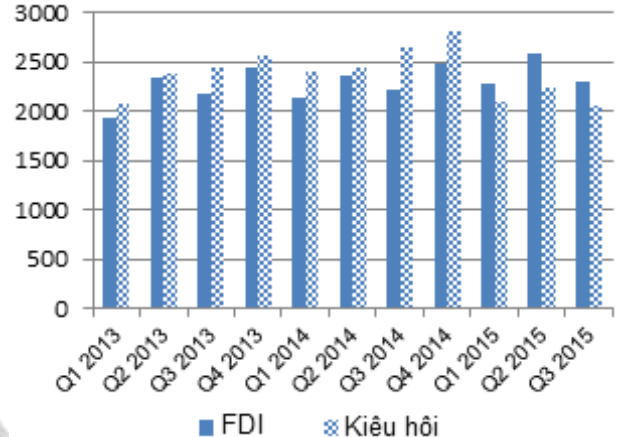
**Hình 2. Các yếu tố tác động đến cung ngoại tệ trên thị trường ngoại hối**

Đơn vị: Triệu USD

**Hình 2a. Kim ngạch xuất khẩu, 2010-2015**



**Hình 2b. FDI, kiều hối, 2013-2015**



Nguồn: Tổng cục Thống kê, và Báo cáo Cán cân Thanh toán quốc tế của NHNN

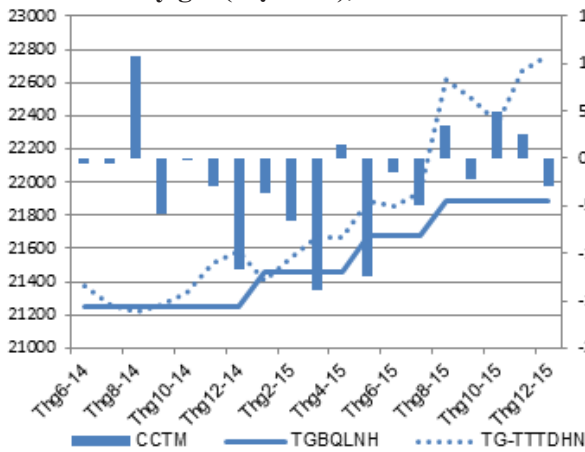


# Chúc mừng năm mới

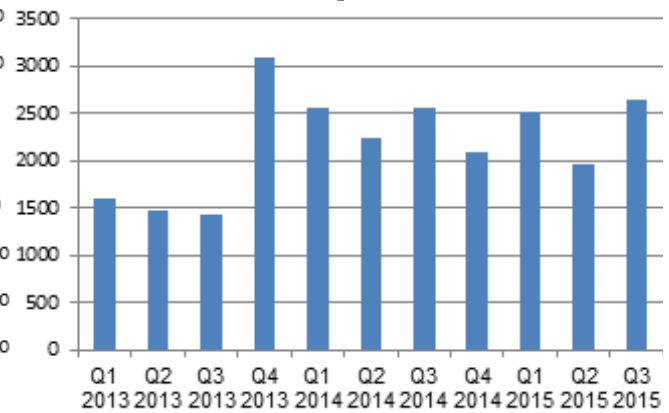
**Hình 3. Các yếu tố tác động đến cầu ngoại tệ trên thị trường ngoại hối**

Đơn vị: Triệu USD

**Hình 3a. Cán cân thương mại (trục phải), và tỷ giá (trục trái), 6/2014- 2015**



**Hình 3b. Chi trả lãi cho nhà ĐTNN<sup>1</sup>, 2013- Q3/2015**



<sup>1</sup> Số liệu chiết xuất từ báo cáo Cán cân Thanh toán quốc tế của NHNN- mục chi thu nhập sơ cấp thuộc cán cân vãng lai.

Nguồn: Tổng cục Thống kê, và Báo cáo Cán cân Thanh toán quốc tế của NHNN

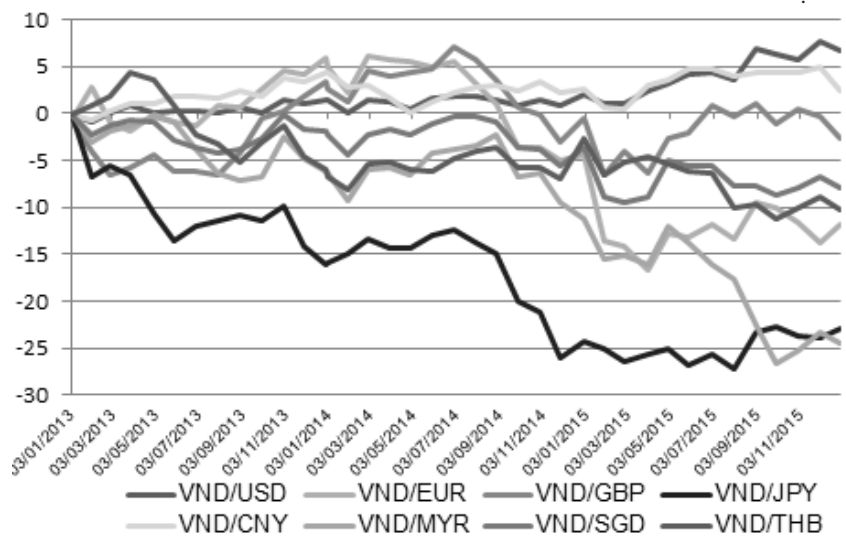
VND và tỷ giá EUR/USD trên thị trường thế giới, nên khi VND bị neo chặt với USD sẽ khiến cho EUR cũng giảm giá mạnh so với VND (11,8%). Không chỉ EUR, khi theo dõi diễn biến tỷ giá của VND trên thị trường, so với thời điểm đầu 2013, VND tại thời điểm hiện nay đã lên giá với hầu hết các tiền tệ thuộc khu vực ASEAN và một số tiền tệ chủ chốt như JPY (23%), Malaysia Ringgit (24,5%), Thai Baht (10,3%) (Hình 4). Mặc dù hệ số co giãn giữa tỷ giá và kim ngạch xuất nhập khẩu tại Việt Nam là khá thấp, nhưng diễn biến này cũng phần nào ảnh hưởng đến sức cạnh tranh thương mại của hàng hóa xuất khẩu Việt Nam đồng thời tác động tới doanh thu của các doanh nghiệp khi quy đổi từ ngoại tệ ra VND. Những bất cập trong cơ chế neo tỷ giá chặt với USD đã đặt ra đòi hỏi về một cơ chế điều hành tỷ giá mới theo hướng thị trường hơn, hạn chế các biện pháp hành chính, từ đó giúp cho NHNN không phải can

thiệp quá mức. Cú sốc thứ hai đối với điều hành tỷ giá của NHNN là việc Ngân hàng Trung ương (NHTW) Trung quốc (PBoC) đột ngột phá giá Nhân dân tệ (NDT) trong 3 ngày liên tiếp từ 11-13/8/2015 với các mức lần lượt là 1,9%, 1,6% và 1,1% đã ảnh hưởng tới các quốc gia trên thế giới, trong đó có Việt Nam. Cú sốc này đã khiến cho

thị trường tài chính thế giới chao đảo, kéo theo hàng loạt tiền tệ của các quốc gia trong khu vực giảm giá để tránh bị thiệt hại trong thương mại quốc tế. Mặc dù, tỷ giá USD/VND đã giảm giá tới 2% theo mục tiêu đề ra, nhưng NHNN đã có phản ứng khá nhanh khi nới rộng biên độ, đồng thời điều chỉnh tăng thêm tỷ giá bình quân liên ngân hàng.

**Hình 4. Sự biến động của VND so với một số ngoại tệ, 2013-2015**

Đơn vị: %



Nguồn: [www.sbv.gov.vn](http://www.sbv.gov.vn), [fx.sauder.ubc.ca/data.html](http://fx.sauder.ubc.ca/data.html)



### Các biện pháp điều hành tỷ giá thực hiện trong năm 2015

Nhóm biện pháp và chính sách	Nội dung
1. Điều chỉnh tăng tỷ giá bình quân liên ngân hàng	- Tỷ giá USD/VND tăng 1% vào ngày 7/1/2015 - Tỷ giá USD/VND tăng 1% vào ngày 7/5/2015 - Tỷ giá USD/VND tăng 1% vào ngày 19/8/2015
2. Điều chỉnh biên độ dao động tỷ giá	- Biên độ dao động tăng từ $\pm 1\%$ lên $\pm 2\%$ vào ngày 12/8/2015 - Biên độ dao động tăng từ $\pm 2\%$ lên $\pm 3\%$ vào ngày 19/8/2015
3. Các biện pháp điều hành tỷ giá khác	- Khách hàng mua ngoại tệ trước thời hạn thanh toán theo chứng từ từ 03 ngày trở lên thì TCTD chỉ được phép bán ngoại tệ kì hạn, không được phép thực hiện giao dịch giao ngay. Đồng thời, ngày cuối cùng của kì hạn không được đến trước ngày đến hạn thanh toán theo chứng từ (Thông tư 15/2015/TT-NHNN ngày 02/10/2015) → Giảm tình trạng găm giữ ngoại tệ.

Nguồn: Tổng hợp từ website của NHNN

Các phản ứng chính sách liên tiếp trong các ngày 12/8 và 19/8 không chỉ hấp thu cú sốc từ chính sách tỷ giá của Trung Quốc mà còn ứng phó với cú sốc tăng lãi suất của Cục dự trữ liên bang Mỹ (FED). Kể từ sau khi chấm dứt gói QE vào tháng 10/2014, FED đã có những dự định sẽ tăng lãi suất trong năm 2015. Sự cộng hưởng chính sách tiền tệ của Mỹ và Trung Quốc đã làm gia tăng sức ép tới tỷ giá USD/VND trong tháng 8/2015 (nhưng FED đã không tăng lãi suất trong phiên họp tháng 9). Sau nhiều tháng do dự, cuối cùng FED cũng đã quyết định tăng lãi suất thêm 0,25% trong những ngày cuối năm 2015. Mức tăng nhỏ cộng với sự dập dình tăng từ lâu đã khiến cho thông tin này phản ánh vào tỷ giá trong thời gian dài, nên khi FED tăng lãi suất thật sự thì nó hầu như không gây tác động đến tỷ giá. Như vậy có thể thấy rằng, năm 2015 là một năm đầy khó khăn của NHNN trong điều hành tỷ giá khi NHNN phải ứng phó với lượng cung tăng thấp trong khi cầu ngoại tệ tăng mạnh, cộng hưởng với đó là các cú sốc từ CSTT của các nước lớn. Mặc dù mục tiêu đặt ra không đạt (tỷ giá tăng tổng cộng khoảng 5% so với mục tiêu 2%) nhưng NHNN điều hành chính sách tỷ giá một cách chủ động, linh hoạt nhằm ứng phó với các cú sốc trong và ngoài nước, đồng thời gia tăng sức cạnh tranh thương mại quốc tế của hàng hóa Việt Nam.

## 2. Điều hành chính sách tỷ giá dưới góc nhìn chỉ số áp lực thị trường ngoại hối

### 2.1. Giới thiệu chỉ số áp lực thị trường ngoại hối

Chỉ số áp lực thị trường ngoại hối (Exchange Market Pressure-EMP) đo lường mức chênh lệch giữa cung cầu của một tiền tệ trên thị trường ngoại hối quốc tế. Mức chênh lệch cung cầu đối với tiền tệ của một quốc gia trên thị trường quốc tế chính bằng chênh lệch giữa tổng giá trị xuất khẩu và nhập khẩu của chính quốc gia đó. Sự mất cân đối cung cầu tiền tệ trên thị trường ngoại hối sẽ bị loại trừ thông qua sự biến động của tỷ giá hối đoái ( $\Delta \log H_t$ ) và sự thay đổi trong dự trữ ngoại hối quốc gia ( $\Delta \log RES_t$  hoặc  $\Delta RES_t/MS_{t-1}$ ). Chỉ số này có thể được xác định theo 1 trong 3 cách sau đây:

(i) Tỷ lệ biến động (%) của nội tệ thời điểm  $t$  so với  $(t-1)$  cộng với tỷ lệ thay đổi trong dự trữ ngoại hối (%) tại thời điểm  $t$  so với thời điểm  $(t-1)$ :

$$emp1 = \Delta \log EMP1_t = \Delta \log H_t + \Delta \log RES_t \quad (1a)$$

(ii) Tỷ lệ biến động của nội tệ

thời điểm  $t$  so với  $(t-1)$  cộng với tỷ lệ thay đổi trong dự trữ ngoại hối tại thời điểm  $t$  trên lượng tiền cung ứng tại thời điểm  $(t-1)$ :

$$emp2 = \Delta \log EMP2_t = \Delta \log H_t + \Delta RES_t/MS_{t-1} \quad (1b)$$

(iii) Là bình quân gia quyền của:

(1) sự thay đổi trong tỷ giá thực của nội tệ; (2) sự thay đổi của lãi suất nội tệ; và (3) sự thay đổi trong dự trữ ngoại hối quốc gia:

$$emp3 = \omega_{RES} ((RER_t - RER_{t-1})/RER_{t-1}) + \omega_r (r_t - r_{t-1}) + \omega_{RES} ((RES_t - RES_{t-1})/RES_{t-1}) \quad (1c)$$

Trong đó:

$RES_t$ : Thông thường các nghiên cứu trước đây sử dụng dự trữ ngoại hối quốc gia tại thời điểm  $t$  để tính toán chỉ số áp lực thị trường ngoại hối.

$MS_t$ : Lượng cung tiền M2 tại thời điểm  $t$ .

$H$ : Tỷ giá giữa VND và USD.

Tuy nhiên, trong giai đoạn này, do NHNN cố gắng duy trì khá ổn định tỷ giá bình quân liên ngân hàng (ngoại trừ những thời điểm điều chỉnh biên độ) nên nhóm



# Chúc mừng năm mới

Hình 5. Dự trữ ngoại hối, 2012-2015

Đơn vị: Tỷ USD, tuần nhập khẩu



Nguồn: Thống kê Tài chính quốc tế và tính toán của tác giả

nghiên cứu sử dụng thêm các chuỗi số liệu khác về tỷ giá bao gồm tỷ giá mua- bán của VCB, tỷ giá mua- bán trên thị trường ngoại tệ tự do.

## 2.2. Điều hành chính sách tỷ giá năm 2015 dưới góc nhìn của chỉ số áp lực thị trường ngoại hối

Dựa trên các nghiên cứu của Girton và Roper (1997), Eichengreen và cộng sự (1996), Phạm Thị Hoàng Anh và cộng sự (2013), nếu chỉ số áp lực thị trường ngoại hối lớn hơn mức trung bình của chỉ số áp lực thị trường ngoại hối trong suốt giai đoạn cộng với 2 lần độ lệch tiêu chuẩn thì nguy cơ xảy ra những biến động mạnh trên thị trường ngoại hối hay nguy cơ khủng hoảng tiền tệ là rất lớn. Nếu diễn biến đó xảy ra thì NHNN cần phải có những biện pháp ứng

phó kịp thời để tránh nguy cơ đó. Chính vì vậy, tác giả tính toán lại chỉ số áp lực thị trường ngoại hối tại Việt Nam trong giai đoạn 2007- 2015 dựa trên số liệu thu thập theo tháng từ [www.sbv.gov.vn](http://www.sbv.gov.vn) (đối với tỷ giá bình quân liên ngân hàng, M2), [www.vietcombank.com](http://www.vietcombank.com) (đối với tỷ giá mua bán của NHTM), [www.vangsaigon.com](http://www.vangsaigon.com) (đối với tỷ giá trên thị trường tự do), Thống kê Tài chính quốc tế của IMF (đối với dự trữ ngoại hối). Riêng số liệu dự trữ ngoại hối trong năm 2015, tác giả tính bằng cách lấy số dư dự trữ ngoại hối cuối tháng 12/2014 (theo Thống kê Tài chính quốc tế của IMF) cộng với giá trị của mục tài sản dự trữ (nếu mục này ghi nợ trong BOP) hoặc trừ đi giá trị tại mục tài sản dự trữ (nếu mục này ghi có trong BOP). Giá trị của mục tài

sản dự trữ trong BOP được xác định dựa vào số liệu do NHNN công bố<sup>2</sup>. Diễn biến dự trữ ngoại hối của Việt Nam được thể hiện ở Hình 5. Số liệu này cho thấy, sau khi đạt đỉnh vào quý 3/2014, dự trữ ngoại hối của Việt Nam có xu hướng giảm dần và chỉ còn khoảng 30,4 tỷ USD, tương đương với 9,5 tuần nhập khẩu- đây là con số khá thấp và có thể gây khó khăn cho NHNN trong điều hành tỷ giá.

Trên cơ sở áp dụng công thức xác định chỉ số áp lực thị trường ngoại hối, tác giả đã xác định được chuỗi số liệu về chỉ số áp lực thị trường ngoại hối trong

<sup>2</sup> [http://www.sbv.gov.vn/portal/faces/vi/pages/trangchu/tk/cctqt?\\_afz-Loop=21582053264228835&\\_afz-WindowMode=0&#%40%3F\\_afz-Loop%3D21582053264228835%26\\_afzWindowMode%3D0%26\\_adf.ctrl-state%3Dtpgzqz7rl\\_54](http://www.sbv.gov.vn/portal/faces/vi/pages/trangchu/tk/cctqt?_afz-Loop=21582053264228835&_afz-WindowMode=0&#%40%3F_afz-Loop%3D21582053264228835%26_afzWindowMode%3D0%26_adf.ctrl-state%3Dtpgzqz7rl_54) (khai thác vào ngày 10/1/2016).



giai đoạn 2007- 2015 được thể hiện trong Hình 6. Theo đó, trong giai đoạn 2007-2015 chỉ số áp lực thị trường ngoại hối tại Việt Nam cao hơn so với mức chuẩn vào các thời điểm tháng 3/2008, tháng 11/2009, tháng 10 và 11/2010, tháng 1 và 2/2011. Thực tế cho thấy đây là những thời điểm thị trường ngoại hối Việt Nam xảy ra những biến động rất mạnh. Từ cuối năm 2014, chỉ số áp lực trên thị trường ngoại hối có dấu hiệu tăng lên và tăng khá mạnh trong quý 2/2015, mặc dù vẫn còn khá thấp so với mức chuẩn (trung bình cộng với 2 lần độ lệch chuẩn). Trước diễn biến đó, NHNN đã chủ động đưa ra các biện pháp ứng phó, giúp cho chỉ số áp lực trên thị trường ngoại hối có dấu hiệu giảm xuống. *Các bằng chứng thực nghiệm về chỉ số áp lực thị trường ngoại hối trong năm 2015 một lần nữa khẳng định tính chủ động của NHNN trong việc dẫn dắt thị trường ngoại hối, ứng phó kịp thời trước các cú sốc trong và ngoài nước.* Nhờ đó, đã giảm thiểu nguy cơ xảy ra các biến động lớn ảnh hưởng tiêu cực đến thị trường tiền tệ nói chung và thị trường ngoại hối nói riêng.

*Tình chủ động của NHNN trong điều hành tỷ giá được thể hiện ở 3 thời điểm, đó là:*

*Thứ nhất*, mặc dù thị trường ngoại hối có những thời điểm khá căng thẳng trong tháng 11- 12/2014, nhưng khi NHNN điều chỉnh tăng tỷ giá bình quân liên ngân hàng thêm 1% vào ngày 07/01/2015 thì mức chênh lệch giữa tỷ giá chính thức và tỷ giá tự do chỉ khoảng 200-250

VND- một mức chênh thấp so với những thời điểm độ chênh lên tới 2.000 VND. Đây không phải là lần đầu tiên NHNN điều chỉnh tỷ giá vào thời điểm đầu năm bởi lẽ trước đó, vào tháng 02/2010 và 02/2011, NHNN đã từng điều chỉnh tăng tỷ giá bình quân liên ngân hàng thêm lần lượt là 3,25%, và 8,5%. Chính vì vậy, điều chỉnh tỷ giá vào thời điểm đầu năm 2015 hẳn là sự lựa chọn có lý do khi nó được kì vọng giúp khơi thông, gia tăng nguồn cung ngoại tệ trong bối cảnh cung cầu ngoại tệ đang có dấu hiệu căng thẳng tại thời điểm cuối năm 2014, qua đó giảm áp lực tới tỷ giá hối đoái. Ngoài ra nó còn là minh chứng cho thấy sự chủ động của NHNN trong điều hành tỷ giá.

*Thứ hai*, trước những thông tin kinh tế không khả quan trong tháng 4/2015 (nhập siêu khoảng 3 tỷ USD trong 4 tháng, ngân sách thâm hụt, Chính phủ đề xuất vay từ dự trữ ngoại hối...) có thể gây ảnh hưởng đến sự ổn định của thị trường ngoại hối, NHNN đã điều chỉnh tăng tỷ giá thêm 1% vào ngày 07/5/2015. Đợt điều chỉnh tăng tỷ giá thứ hai trong năm 2015 một lần nữa cho thấy sự chủ động của NHNN trong việc dẫn dắt thị trường, qua đó tránh những kì vọng quá mức của giới đầu cơ.

*Thứ ba*, nếu hai lần điều chỉnh tăng tỷ giá trước phần nào là do những yếu tố kinh tế trong nước thì lần tăng tỷ giá thứ ba của NHNN trong năm 2015 nhằm phản ứng kịp thời trước các cú sốc từ bên ngoài. Việc PBoC đột ngột phá giá NDT trong 3 ngày

liên tiếp từ 11-13/8/2015 với các mức lần lượt là 1,9%, 1,6% và 1,1% đã ảnh hưởng không chỉ tới các quốc gia trên thế giới mà còn tới Việt Nam. Động thái nâng biên độ tỷ giá ngày 12/8/2015 từ  $\pm 1\%$  lên  $\pm 2\%$  và tiếp tục lên  $\pm 3\%$  vào ngày 19/8 của NHNN gây bất ngờ cho thị trường cũng như giới chuyên gia. Nhưng một lần nữa động thái này lại cho thấy sự chủ động, linh hoạt của NHNN trong điều chỉnh tỷ giá. Trong bối cảnh NDT giảm giá mạnh kéo theo tiền tệ thuộc các quốc gia châu Á khác giảm giá theo, thì đây là quyết định hoàn toàn dễ hiểu vì (i) nó sẽ hỗ trợ cho các doanh nghiệp xuất khẩu trong cạnh tranh với các hàng hóa cùng loại do các quốc gia láng giềng sản xuất; (ii) gia tăng độ linh hoạt của tỷ giá USD/VND, tránh những áp lực không đáng có tới thị trường tiền tệ và thị trường ngoại hối.

### **3. Khuyến nghị đối với điều hành tỷ giá trong năm 2016**

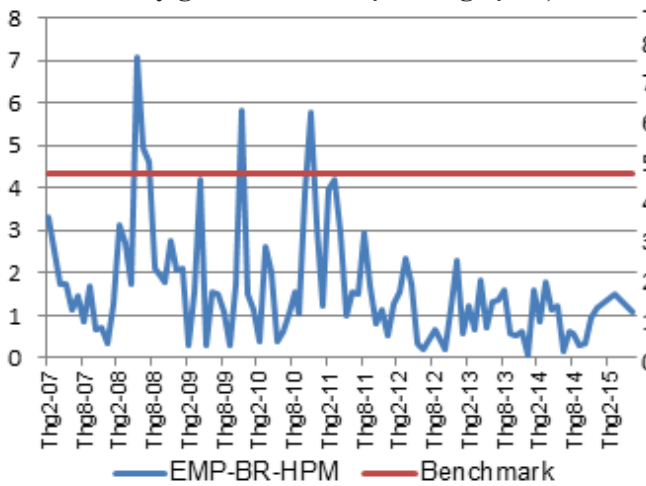
Những biện pháp ứng phó linh hoạt và chủ động của NHNN trong năm 2015 đã đóng góp quan trọng trong việc bình ổn thị trường ngoại hối. Tuy nhiên trong bối cảnh dự trữ ngoại hối giảm chỉ còn tương đương 9,5 tuần nhập khẩu tính đến thời điểm tháng 9/2015 cộng với sự tác động ngày càng rõ nét của các cú sốc bất thường trong nước thì điều hành tỷ giá năm 2016 của NHNN sẽ gặp những khó khăn nhất định. Chính vì vậy, quyết định thay đổi cơ chế điều hành tỷ mới của NHNN ngay trong những ngày đầu năm 2016 được



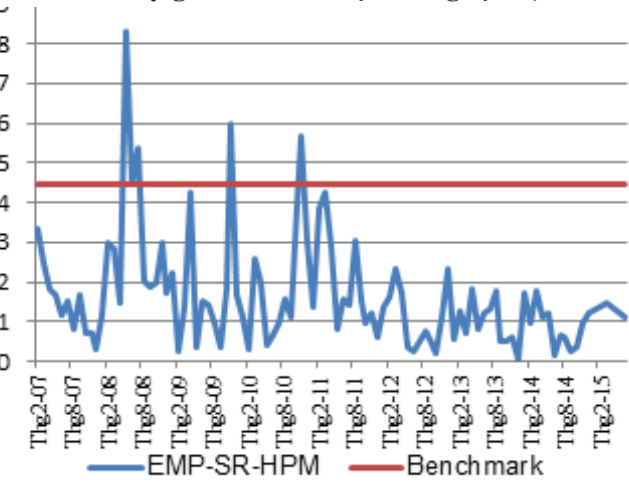
# Chúc mừng năm mới

Hình 6. Chỉ số áp lực thị trường ngoại hối, 2007- Q3/2015

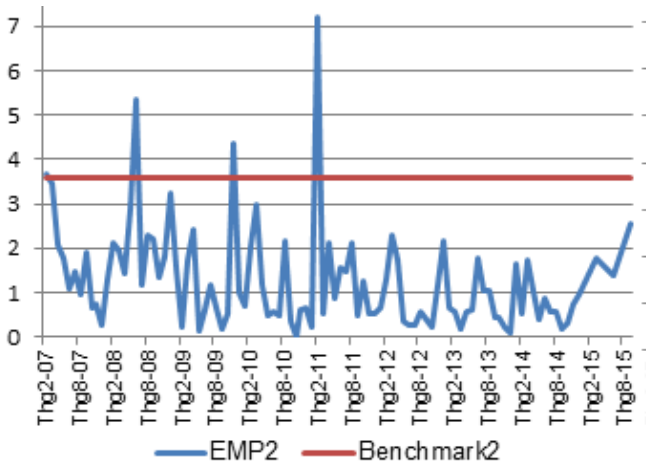
Hình 6a. Chỉ số áp lực thị trường ngoại hối (dựa trên tỷ giá mua trên thị trường tự do)



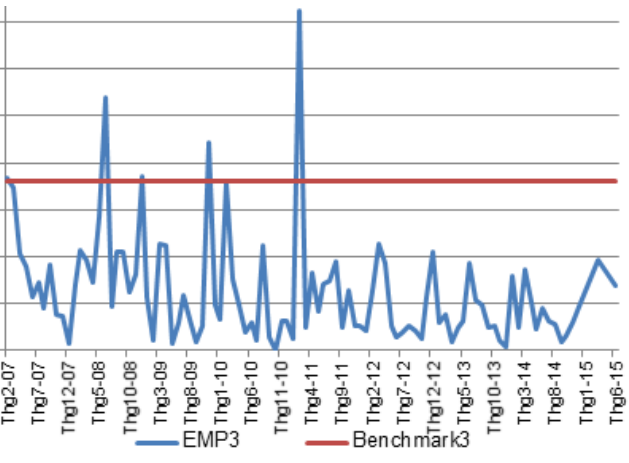
Hình 6b. Chỉ số áp lực thị trường ngoại hối (dựa trên tỷ giá bán trên thị trường tự do)



Hình 6c. Chỉ số áp lực thị trường ngoại hối (dựa trên tỷ giá mua tại VCB)



Hình 6d. Chỉ số áp lực thị trường ngoại hối (dựa trên tỷ giá bán tại VCB)



Nguồn: Tính toán của tác giả

coi là hợp lý và khá chủ động trong bối cảnh hiện nay. Tác giả cho rằng cơ chế điều hành tỷ giá mới của NHNN hiện nay là một dạng của chế độ tỷ giá BBC<sup>3</sup> (Basket- theo rổ tiền tệ, Band- có biên độ dao động rộng, và Crawl tỷ giá bò trườn không cố định và neo chặt như trước).

Với các đặc điểm như vậy, chế độ tỷ giá BBC có một số ưu điểm nhất định so với các chế độ tỷ giá khác, đó là: (i) do chế độ tỷ giá này neo tỷ giá của nội tệ với

một rổ tiền tệ nên nó góp phần làm ổn định tỷ giá đa phương danh nghĩa và thực tế (EERs) của quốc gia; (ii) quốc gia theo đuổi chế độ tỷ giá BBC sẽ tránh được những biến động trong tỷ giá thực khi mà quốc gia đó có mức lạm phát cao hơn so với các nước bạn hàng. Từ đó, góp phần duy trì và cải thiện sức cạnh tranh thương mại quốc tế của quốc gia đó; (iii) chế độ tỷ giá BBC cho phép quốc gia điều hành tỷ giá linh hoạt hơn, tránh được các cú sốc bất thường (như sự dịch chuyển bất ngờ của

các luồng vốn lớn), đồng thời cho phép NHTW theo đuổi một CSTT độc lập hơn.

Tuy nhiên, bên cạnh những ưu điểm thì chế độ này cũng có một số hạn chế- đó cũng là những điểm mà NHNN cần chú ý khi điều hành tỷ giá trong năm 2016: Thứ nhất, mặc dù chế độ tỷ giá BBC được coi là linh hoạt hơn so với các chế độ tỷ giá neo khác, nhưng mức độ linh hoạt của nó vẫn chưa đủ để làm giảm bớt hoặc ngăn chặn những thay đổi lớn và đầy bất ngờ về tâm lý của

<sup>3</sup> Phạm Thị Hoàng Anh, 2009



các nhà đầu tư cũng như của các luồng vốn cá nhân, vốn được coi là một đặc điểm của nền kinh tế mang tính toàn cầu hiện nay. Khi nền kinh tế phải hứng chịu một cú sốc lớn, dù là bên trong hay bên ngoài, thì có lẽ biên độ dao động lên tới 15% cũng không đủ để kiểm soát ảnh hưởng của các cú sốc này. Trong trường hợp này thì NHNN Việt Nam sẽ phải tiếp

tục nói lỏng biên độ dao động hơn nữa cho phù hợp với sự biến động của tỷ giá trên thị trường tự do. Và cuối cùng là vai trò “lịch sử” của biên độ dao động không còn nữa, và thay vào đó là một chế độ tỷ giá thả nổi. Điều này đã được chứng minh trong các cuộc khủng hoảng tiền tệ diễn ra ở Indonesia, Nga và Thổ Nhĩ Kỳ.

*Thứ hai*, nhiều nhà kinh tế tỏ ra

ngghi ngờ về khả năng của chế độ BBC trong việc làm hạn chế các hoạt động đầu cơ tỷ giá cũng như vai trò của nó như một mục tiêu danh nghĩa của CSTT.

*Thứ ba*, chế độ tỷ giá BBC sẽ có được hiệu lực tốt hơn nếu như quốc gia theo đuổi chế độ tỷ giá này có mức độ đô la hóa thấp và dự trữ ngoại hối đủ lớn. ■

### TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Girton, L. và Roper, D. (1977), *A monetary model of exchange market pressure applied to the postwar Canadian experience*, *American Economic Review*, 67, 537-548.
2. Eichengreen, Rose và Wyplosz (1996), *Contagious Currency Crises*, NBER working paper.
3. Phạm Thị Hoàng Anh và công sự (2012), *Ứng dụng mô hình cảnh báo sớm dựa trên chỉ số áp lực thị trường ngoại hối để điều hành tỷ giá nổi riêng và chính sách tiền tệ nói chung tại Việt Nam*, Đề tài NCKH cấp ngành Ngân hàng năm 2012.
4. Phạm Thị Hoàng Anh (2009), *Chế độ tỷ giá của Singapore và Trung quốc: Lý thuyết, thực tế và những gợi ý cho Việt Nam*, *Tạp chí Ngân hàng*, số 10+11 (tháng 5/2009)
5. [www.sbv.gov.vn](http://www.sbv.gov.vn), [www.imf.org](http://www.imf.org), [www.gso.gov.vn](http://www.gso.gov.vn)

### SUMMARY

#### Evaluation of exchange rate policy based on exchange market pressure: the case of Vietnam

Unlike the period 2012- 2014, the stability of the exchange rate and Vietnam's foreign exchange market encountered unexpected challenges from both internal and external shocks in 2015. However, once again, active and flexible exchange rate policy implemented by the State Bank of Vietnam (SBV) has contributed significantly in stabilizing the value of Vietnam dong (VND). In the first section, the paper summarizes and analyzes causes of exchange rate development in 2015. After introduction of exchange market pressure index (EMP), the author evaluates exchange rate policy measures in 2015 in terms of EMP index in the Section 2. The last section argues advantages and disadvantages of a “new exchange rate arrangement” the BBC (Basket-Band-Crawl) implemented by the State Bank of Vietnam in 2016.

### THÔNG TIN TÁC GIẢ

**Phạm Thị Hoàng Anh**, Phó Giáo sư, Tiến sĩ

*Đơn vị công tác:* Học viện Ngân hàng

*Lĩnh vực nghiên cứu chính:* Chính sách tiền tệ, tỷ giá, thị trường tài chính quốc tế, khủng hoảng tài chính, hoạt động ngân hàng, FDI và các dòng vốn quốc tế khác

*Tạp chí tiêu biểu đã có bài viết đăng tải:* Journal of Asian Economics, Osaka Economic Papers, Tạp chí Khoa học và Đào tạo Ngân hàng, Tạp chí Ngân hàng, Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế, Tạp chí Phát triển Kinh tế, Socio Economic Development Review...

*Email:* anhpth@hvn.edu.vn

### tiếp theo trang 5

yếu tố bên ngoài, vai trò kiểm soát lạm phát của NHNN bị ảnh hưởng; Lãi suất danh nghĩa có thể tăng trong khi lạm phát ở mức thấp đẩy lãi suất thực càng tăng, hạn chế vai trò hỗ trợ tăng trưởng kinh tế của CSTT; Cơ chế tỷ giá mới linh hoạt hơn, phù hợp bối cảnh hội nhập, song cũng có thể “phá vỡ” mức tỷ giá ổn định

theo cam kết trong những năm qua; Xử lý nợ xấu vẫn còn nhiều vấn đề cần giải quyết. ■

