

Cơ chế điều hành tỷ giá của Việt Nam- Sự cần thiết điều chỉnh trước những thay đổi của môi trường kinh tế

TS. NGUYỄN ĐỨC TRUNG

Từ năm 2012 đến nay, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) lựa chọn cách thức điều hành tỷ giá theo hướng định hướng trước biên độ biến động của tỷ giá trong năm, trên cơ sở đó, phối kết hợp đồng bộ các công cụ của chính sách tiền tệ để điều hành tỷ giá trong phạm vi biên độ đề ra. Trong bối cảnh kinh tế trong nước liên tục xuất siêu, môi trường quốc tế không có những biến động bất thường, chính sách này đã phát huy tác động tích cực trong giai đoạn 2012- 2015 qua việc ổn định thị trường ngoại hối, hạn chế tình trạng đầu cơ, giảm hiện tượng nhập khẩu lạm phát, qua đó góp phần ổn định kinh tế vĩ mô. Tuy nhiên, trong môi trường quốc tế đang thay đổi nhanh chóng với chính sách tiền tệ phân cực giữa một bên là Mỹ và phần còn lại của thế giới, môi trường trong nước kém thuận lợi trong khi hội nhập kinh tế ngày càng sâu rộng, chính sách điều hành tỷ giá của Việt Nam cần có sự điều chỉnh để trở thành một công cụ giám sát hiệu quả đối với nền kinh tế, tạo điều kiện để nền kinh tế ổn định và phát triển. Bài viết này sẽ tập trung đánh giá cơ chế điều hành tỷ giá hiện hành, nhấn mạnh những yêu cầu phải đổi mới cơ chế này, trên cơ sở đó đưa ra đề xuất về hướng đi cho chính sách tỷ giá phù hợp với Việt Nam trong thời gian tới.





Từ khóa: *Cơ chế điều hành tỷ giá, phương pháp cân bằng vĩ mô, tỷ giá hiệu dụng đa phương thực*

1. Cơ chế điều hành tỷ giá hiện nay của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

TTrong cơ chế tỷ giá hiện hành, NHNN công bố mức điều chỉnh tỷ giá tối đa dự kiến trong từng thời kỳ. Tỷ giá giao dịch trên thị trường được xác định trong biên độ nhất định so với tỷ giá bình quân liên ngân hàng (BQLNH) do NHNN công bố hàng ngày (thực chất là tỷ giá trung tâm). Tỷ giá BQLNH không biến động thường xuyên theo diễn biến thị trường mà chỉ thay đổi khi NHNN điều chỉnh tỷ giá, thường là một vài lần trong năm. Những năm qua, cơ chế này đã phát huy hiệu quả tích cực là *neo kỳ vọng tỷ giá ổn định*, qua đó giúp ổn định tâm lý thị trường và thị trường ngoại hối. Biến động tỷ giá giai đoạn 2012- 2014 đều được kiểm soát trong mức đã được định hướng từ đầu năm. Với mức định hướng hàng năm là tỷ giá tăng không quá 2- 3%, năm 2012 NHNN không cần phải điều chỉnh tỷ giá, năm 2013 điều chỉnh tăng 2%, năm 2014 chỉ điều chỉnh 1%. Kết quả là gần như không còn tình trạng tỷ giá biến động mạnh, chênh lệch tỷ giá giữa thị trường tự do và thị trường chính thức tăng cao, dòng tiền dịch chuyển phức tạp do hoạt động đầu cơ và kinh doanh chênh lệch tỷ giá. Tỷ giá thị trường tự do bám sát tỷ giá của hệ thống ngân hàng, động cơ kinh doanh chênh lệch tỷ giá bị triệt tiêu khiến hoạt động trên thị trường tự do thu hẹp đáng kể, không còn các cơn sốt vàng, ngoại tệ gây biến động kinh tế vĩ mô và bất ổn xã hội. Tỷ giá ổn định giúp củng cố niềm tin vào VND, tạo điều kiện hạ mặt bằng lãi suất, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Trái ngược với ý kiến của một số chuyên gia cho rằng việc đồng Việt Nam (VND) được neo giữ với đồng USD ảnh hưởng tiêu cực tới khả năng cạnh tranh của hàng hóa Việt Nam, kết quả tính toán tỷ giá cân bằng cho giai đoạn 2012 đến 6 tháng đầu năm 2015 cho thấy mức điều chỉnh tỷ giá của NHNN trong giai đoạn này là phù hợp và đảm bảo cân bằng vĩ mô.

Theo quan điểm Quỹ tiền tệ quốc tế (IMF), tỷ giá cân bằng là trạng thái tỷ giá trong điều kiện cân bằng đối nội và cân bằng đối ngoại của nền kinh tế. Trong đó, cân bằng đối nội là trạng thái tăng trưởng

kinh tế ở mức tiềm năng và không có áp lực lạm phát. Cân bằng đối ngoại là trạng thái cán cân vãng lai được bù đắp bởi mức độ bền vững của cán cân vốn (vị thế bền vững của cán cân vãng lai).

Như vậy, theo định nghĩa tổng quát trên, việc xác định mức tỷ giá cân bằng phải dựa trên 3 yếu tố cơ bản là: (i) Tăng trưởng kinh tế; (ii) lạm phát; (iii) vị thế cân bằng của cán cân vãng lai. Áp dụng phương pháp cân bằng vĩ mô (Macroeconomic Balance Approach) của IMF, mức tỷ giá cân bằng của Việt Nam được tính toán theo 2 bước.

Thứ nhất, tính toán cán cân vãng lai cơ bản để xác định vị thế bền vững của cán cân vãng lai Việt Nam và đánh giá áp lực điều chỉnh tỷ giá. Hiểu một cách đơn giản, cán cân vãng lai cơ bản bằng cán cân vãng lai thực tế cộng với 4 cấu phần hiệu chỉnh là: (i) cấu phần hiệu chỉnh xuất khẩu theo chênh lệch sản lượng của nước đối tác; (ii) cấu phần hiệu chỉnh nhập khẩu theo chênh lệch sản lượng trong nước; (iii) cấu phần hiệu chỉnh xuất khẩu theo tỷ giá hiệu dụng đa phương thực (REER) và (iv) cấu phần hiệu chỉnh nhập khẩu theo REER. Công thức tính toán cán cân vãng lai cơ bản theo IMF như sau:

$$CA/Y = \alpha + \Psi_X(X/Y)YGAP^f - \Psi_M(M/Y)YGAP - (\beta_X(X/Y) + \beta_M(M/Y))(0,6\ln R + 0,25\ln R_{-1} + 0,15\ln R_{-2}) + (M/Y)\ln R - (X/Y)\ln R \quad (1)$$

Trong đó:

CA/Y là cán cân vãng lai cơ bản/GDP; M, X, Y là giá trị của nhập khẩu, xuất khẩu, GDP nước chủ nhà; YGAP là chênh lệch sản lượng thực tế và tiềm năng trong nước; YGAP^f là chênh lệch sản lượng thực tế và tiềm năng nước đối tác; lnR là logarit của REER; ψ là độ co giãn của xuất/nhập khẩu với GDP; β là độ co giãn của xuất khẩu/nhập khẩu với REER.

Chênh lệch giữa cán cân vãng lai thực tế và cán cân vãng lai cơ bản nhỏ thì cán cân vãng lai thực tế càng bền vững, đồng nghĩa với việc tỷ giá thực hiệu dụng đang ở mức phù hợp và không cần thiết phải điều chỉnh. Trong trường hợp chênh lệch giữa cán cân vãng lai thực tế và cán cân vãng lai cơ bản càng lớn thì tỷ giá mất cân bằng và áp lực phải điều chỉnh tỷ giá càng lớn.

Thứ hai, xác định mức điều chỉnh tỷ giá phù hợp. Theo IMF, mức điều chỉnh tỷ giá phù hợp là mức điều chỉnh tỷ giá hiện tại về tỷ giá cân bằng dài hạn, đây cũng chính là mức điều chỉnh tỷ giá giúp

Kết quả tính toán cán cân vãng lai cơ bản (underlying current account balance)

	2011	2012	2013	2014	2015 ^f
Chênh lệch sản lượng của Việt Nam	-0.47%	-0.72%	-0.58%	0.30%	1.62%
Chênh lệch sản lượng của đối tác thương mại	2.53%	1.83%	-1.77%	-1.14%	-2.64%
REER (gốc là năm 2000)	124.27	130.51	139.12	142.54	141.15
Thay đổi của REER theo năm (%)	2.47%	5.02%	6.60%	2.46%	-0.98%
Thành phần hiệu chỉnh (% GDP)	8.46%	8.14%	-3.46%	-1.03%	-6.58%
Hiệu chỉnh XK theo GDP nước đối tác	9.11%	6.63%	-6.69%	-4.50%	-10.64%
Hiệu chỉnh NK theo GDP trong nước	-1.11%	-1.54%	-1.31%	0.71%	4.09%
Hiệu chỉnh xuất khẩu theo REER	0.60%	3.94%	5.88%	3.57%	-0.04%
Hiệu chỉnh nhập khẩu theo REER	-0.15%	-0.89%	-1.33%	-0.81%	0.01%
CCVL thực tế (CAB), % GDP	0.17%	5.95%	5.53%	4.80%	0.95%
CCVL cơ bản (UCAB), % GDP	8.63%	14.09%	2.08%	3.77%	-5.63%
Chênh lệch giữa CCVL cơ bản và CCVL thực tế, %GDP	8.46%	8.14%	-3.46%	-1.03%	-6.58%

Nguồn: Tính toán của tác giả

cho cán cân vãng lai cơ bản (Underlying Current Account) tiệm cận với cán cân vãng lai ở trạng thái cân bằng dài hạn (IMF gọi là Current Account Norm). Mức độ điều chỉnh được tính toán theo công thức sau:

Mức độ điều chỉnh REER = (CCVL cơ bản – CCVL cân bằng dài hạn) / Co giãn của CCVL theo REER (2)

Cán cân vãng lai cân bằng dài hạn được xác định dựa trên cán cân vãng lai thực tế sau khi đã hiệu chỉnh các yếu tố liên quan đến chính sách tài khóa, mức độ phát triển của nền kinh tế, tài sản có nước ngoài ròng, dân số và một số yếu tố khác như giá dầu,... Áp dụng phương pháp tính toán giá trị gần đúng cán cân vãng lai cân bằng dài hạn là sử dụng bình quân đơn giản của cán cân vãng lai thực tế giai đoạn 2004- 2014, mức cân bằng dài hạn của cán cân vãng lai Việt Nam được xác định là -1,47% GDP.

Như vậy, theo công thức (2), với độ co giãn của cán cân vãng lai theo tỷ giá tính toán được là -1,79 thì mức độ điều chỉnh tỷ giá cần thiết cho năm 2015 là 2,11% (= (-5,36-(-1,47))/-1,79). Với kết quả này thì việc điều chỉnh tỷ giá 2% của NHNN trong nửa đầu năm 2015 đã giúp cho nền kinh tế đạt đến sự cân bằng cả về vị thế đối nội và vị thế đối ngoại cho cả năm 2015.

2. Yêu cầu thay đổi trong môi trường kinh tế mới
Bên cạnh những ưu thế, cơ chế tỷ giá hiện hành cũng bộc lộ một số nhược điểm nhất định khi môi

trường kinh tế có nhiều biến động như năm 2015. Cụ thể, tỷ giá do chỉ được điều chỉnh một chiều theo hướng tăng nên kỳ vọng cũng chỉ theo một chiều, thị trường thường đồn đoán về việc NHNN điều chỉnh tăng tỷ giá vào một số giai đoạn mang tính mùa vụ hoặc bất cứ khi nào thâm hụt thương mại hoặc lạm phát gia tăng. Do đó, khi đến nửa cuối năm 2015, hành vi găm giữ, đầu cơ ngoại tệ gia tăng, gây căng thẳng giả tạo trên thị trường ngoại hối, từ đó gây áp lực thực lên tỷ giá. Cụ thể, kể từ tháng 7/2015, ngoài yếu tố mùa vụ trong nước, nhiều yếu tố khách quan cả trong nước và quốc tế tác động bất lợi tới điều hành tỷ giá của NHNN.

Trước tiên, thị trường tài chính thế giới biến động mạnh bất thường trước những thay đổi chính sách từ các nền kinh tế lớn. Xu hướng tăng lãi suất của FED ngày một rõ ràng trong bối cảnh kinh tế hồi phục tích cực, đồng Nhân dân tệ (CNY) đột ngột mất giá mạnh kỷ lục sau động thái điều chỉnh giảm mạnh tỷ giá của NHTW Trung Quốc (PBoC) và cơ chế tỷ giá mới được công bố gây sốc thị trường. Xu hướng diễn biến phức tạp của thị trường tài chính- tiền tệ thế giới dự báo sẽ còn tiếp tục trong thời gian tới. FED bước vào chu kỳ tăng lãi suất mới với dự kiến tăng lãi suất khoảng 4 lần trong năm 2016 sẽ khiến tỷ giá và lãi suất đồng USD tiếp tục tăng; đồng CNY được dự báo sẽ mất giá mạnh do Trung Quốc (PBoC) đang theo đuổi chính sách nới lỏng tiền tệ để hỗ trợ nền kinh tế, gia tăng nguy cơ tiếp tục mất giá của đồng tiền của nhiều nước mới nổi.

Hơn thế, các điều kiện trong nước cũng không còn



thuận lợi. Cán cân thương mại trở lại trạng thái thâm hụt trong năm 2015 và sẽ có những khó khăn trong năm tới do nhu cầu nhập khẩu tăng lên cùng quá trình hồi phục kinh tế. Trong đó, đặc biệt đáng lưu ý là tình trạng nhập siêu của khu vực kinh tế trong nước, khu vực góp phần tăng cung ngoại tệ thực cho nền kinh tế đang ngày càng tăng lên trong khi xuất siêu gia tăng ở khu vực FDI. Tỷ lệ lạm phát khó có thể duy trì ở mức thấp như năm 2014 và 2015 khi hàng loạt giá các mặt hàng do Nhà nước quản lý dự kiến đồng loạt điều chỉnh tăng, CPI dự kiến có thể quanh mức 4- 5%. Dự địa chính sách tiền tệ đã bị thu hẹp đáng kể, lãi suất huy động USD hiện đã ở mức 0% đối với cả tiền gửi từ cá nhân và tổ chức kinh tế nên khó có thể hạ thêm nữa.

Do đó, bên cạnh yếu tố cung cầu sẽ kém thuận lợi hơn nhiều, yếu tố tâm lý, kỳ vọng trên thị trường ngoại tệ trong những năm tới sẽ bị tác động rất mạnh bởi cả các diễn biến trong nước và quốc tế. Độ mở của nền kinh tế ngày càng lớn với hàng loạt các hiệp định thương mại tự do (FTA) được triển khai trong thời gian tới, tác động của các cú sốc từ bên ngoài tới nền kinh tế ngày càng gia tăng. Nếu vẫn tiếp tục áp dụng cơ chế điều hành tỷ giá hiện tại, thị trường sẽ liên tục đồn đoán về thời điểm điều

chỉnh tỷ giá của NHNN, hiện tượng đầu cơ, găm giữ ngoại tệ chờ đợi NHNN điều chỉnh tỷ giá theo các biến động quốc tế sẽ diễn ra phổ biến, thị trường ngoại tệ sẽ thường xuyên trong tình trạng căng thẳng và tỷ giá chịu áp lực lớn. Điều này sẽ khiến NHNN khó khăn hơn trong việc chủ động về chính sách tiền tệ để kiểm soát lạm phát và đảm bảo thanh khoản cho toàn bộ hệ thống tín dụng trong nước.

Tất cả những diễn biến trên dẫn đến cơ chế điều hành tỷ giá linh hoạt hơn là yêu cầu tất yếu trong điều kiện kinh tế vĩ mô quốc tế và trong nước thay đổi và là lựa chọn tối ưu cho một nền kinh tế có độ mở lớn như Việt Nam. Trên thực tế, trong năm 2015, NHNN đã liên tục ban hành các chính sách hướng tới việc tăng chi phí nắm giữ ngoại tệ, nâng cao giá trị của VND như hạ lãi suất huy động bằng USD xuống mức 0% đối với cả tổ chức và cá nhân, ban hành Thông tư 15/TT-NHNN hạn chế việc các doanh nghiệp đầu cơ mua ngoại tệ. Đây là những tiền đề cơ bản để chuyển sang một cơ chế chính sách thả nổi có quản lý linh hoạt hơn nhằm triệt tiêu hoàn toàn tâm lý kỳ vọng giảm giá một chiều như thường thấy hiện nay.

Bài học của Trung Quốc từ việc công bố chính sách
xem tiếp trang 79

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Bùi Quang Tín (2015), “Chính sách tỷ giá nào phù hợp khi tham gia TPP?”, www.cafef.vn.
2. Nguyễn Thị Thu Hằng, Đinh Tuấn Minh, Phạm Văn Hà và Lê Hồng Giang (2010), “Lựa chọn chính sách tỷ giá trong bối cảnh phục hồi kinh tế”, Báo cáo kinh tế Việt Nam 2010: Lựa chọn để tăng trưởng bền vững, NXB Tri thức.
3. Phạm Thế Anh, Đinh Tuấn Minh (2014), “Chính sách tỷ giá hối đoái: Lựa chọn nào cho Việt Nam?”, Tạp chí Kinh tế và Phát triển, số 210, tr. 11-20

SUMMARY

Exchange rate mechanism of Vietnam- the necessity to change in the new environment

Since 2012, State Bank of Vietnam was set the target fluctuation band of the exchange rate at the beginning of the year and use a broad array of monetary policy tools to achieve this goal. This policy has proved its effectiveness in stabilizing the foreign exchange market, limiting institutional speculation and reducing “imported inflation” situations, thereby contributing to macroeconomic stability during 2011- 2015 period. However, the current exchange rate also has weakness as it creates one-way expectation when the Vietnam dong is always on depreciation. The international and domestic environment less favorable since mid-2015 has deepened this problem, resulting in high VND depreciation expectation. In the coming time, as Fed continues with its increasing interest rate policy and the further depreciation of many currencies of emerging markets, especially the Chinese yuan, the pressure will be accelerating. Therefore, exchange rate management policy of Vietnam should be adjusted to become an effective tool in absorbing external shocks while ensure economic stability and development.

THÔNG TIN TÁC GIẢ

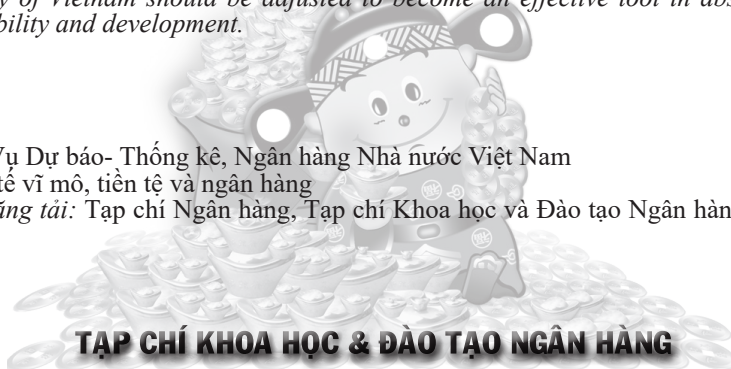
Nguyễn Đức Trung, Tiến sĩ

Đơn vị công tác: Phòng Vụ trưởng Vụ Dự báo- Thống kê, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Lĩnh vực nghiên cứu chính: Kinh tế vĩ mô, tiền tệ và ngân hàng

Tạp chí tiêu biểu đã có bài viết đăng tải: Tạp chí Ngân hàng, Tạp chí Khoa học và Đào tạo Ngân hàng, Tạp chí Công nghệ ngân hàng

Email: ndtrungvnh@gmail.com





Paper, NYU Stern.

10. Acharya, Viral V., Lasse Pedersen, Thomas Philippon, and Matthew Richardson (2010b), "A Tax on Systemic Risk", in Joseph Haubrich and Andrew Lo (Eds.), NBER publication on *Quantifying Systemic Risk*
11. Adrian, T. and Markus Brunnermeier (2009), "CoVar", *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*.
12. Artzner, P. (1999), *Application of coherent risk measures to capital requirements in insurance*. *North American Actuarial Journal*, 3(2), 11-25.
13. De Jonghe, Olivier (2010), "Back to the Basics in Banking? A Micro-analysis of Banking System Stability," *Journal of Financial Intermediation*, Elsevier, vol. 19(3), 387-417.
14. Markowitz, H. (1952), *Portfolio selection**. *The journal of finance*, 7(1), 77-91.
15. Mansur Masih, Mohammed Alzahrani, Omar Al-Titi (2010), *Systematic risk and time scales: New evidence from an application of wavelet approach to the emerging Gulf stock markets*, *International Review of Financial Analysis*. Greenwich: Jan 2010. Vol. 19, Iss. 1; pg. 10
16. McMILLAN, D. G., & Speight, A. E. (2007), *Value at Risk in Emerging Equity Markets: Comparative Evidence for Symmetric, Asymmetric, and Long Memory GARCH Models*. *International Review of Finance*, 7(1-2), 1-19.
17. Werner Bijkerk, Rohini Tendulkar (2012), *Systemic Risk Identification in Securities Market*, *IOSCO Research Department: Staff Working Paper 2012/1*.

SUMMARY

Systemic risk management in the Vietnam securities market

Securities market should be protected solidly against adverse impacts and systemic risk is a factor that must be managed and monitored most. The paper analyzed the necessity of systemic risk management in Vietnam securities market. The causes and limitations were taken to propose some solutions for risk management in the securities market.

THÔNG TIN TÁC GIẢ

Vũ Thị Thúy Vân, Thạc sỹ

Đơn vị công tác: Viện Ngân hàng- Tài chính, Đại học Kinh tế Quốc dân

Lĩnh vực nghiên cứu chính: Tài chính ngân hàng, Thị trường chứng khoán

Tạp chí tiêu biểu đã có bài viết đăng tải: Tạp chí Kinh tế và Phát triển, Tạp chí Khoa học và Công nghệ

Email: thuyvan1507@gmail.com

Lại Thị Thanh Loan, Thạc sỹ

Đơn vị công tác: Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam

Lĩnh vực nghiên cứu chính: Tài chính ngân hàng

Tạp chí tiêu biểu đã có bài viết đăng tải: Tạp chí Tài chính doanh nghiệp

Email: loanlt224@gmail.com

tiếp theo trang 71

giám sát hệ thống, xử lý nghiêm tình trạng sở hữu chéo. Bên cạnh đó cần nâng cao năng lực quản trị, phòng tránh rủi ro, tuân thủ quy luật thị trường, giảm dần việc áp đặt các biện pháp hành chính trong điều hành.

Thứ hai, đối với TTCK, cần minh bạch thông tin công bố, trong đăng ký giao dịch cần cắt giảm các thủ tục hành chính không cần thiết, tạo điều kiện thuận lợi cho nhà đầu tư, đặc biệt là nhà đầu tư nước ngoài, nâng cao chất lượng và đa dạng hóa sản phẩm cho TTCK. Bên cạnh đó, Chính phủ tiến hành tái cấu trúc các tổ chức kinh doanh chứng khoán, giám sát, xử lý kịp thời những công ty yếu kém, tiếp tục hoàn thiện cơ chế chính sách đảm bảo hội nhập liên thông các TTCK quốc tế.

Thứ ba, đối với thị trường bảo hiểm, cần tăng cường hiệu quả quản lý Nhà nước về kinh doanh bảo hiểm, kiểm soát an toàn hệ thống, đẩy mạnh hội nhập quốc tế. Mặt khác, ngành Bảo hiểm nên phát triển đa dạng hóa, nâng cao chất lượng các sản phẩm và mở rộng hơn nữa các kênh phân phối đảm bảo thị trường phát triển lành mạnh, hiệu quả. ■

tiếp theo trang 47

án định tỷ giá mới một cách đột ngột đi kèm với việc điều chỉnh giảm mạnh tỷ giá CNY kéo theo sự sụt giảm và biến động mạnh của thị trường tài chính trong nước cần được rút kinh nghiệm. Do đó, song song với việc linh hoạt hơn cơ chế tỷ giá, việc đẩy mạnh truyền thông để cung cấp thông tin và chủ động định hướng thị trường là rất quan trọng. ■