

Ngân hàng Nhà nước với mục tiêu ổn định tỷ giá trong năm 2013

TS. PHẠM THỊ HOÀNG ANH

Học viện Ngân hàng

Trong nền kinh tế mở, tỷ giá được coi là một trong các biến số có vai trò lớn đối với việc bình ổn kinh tế vĩ mô. Đối với các quốc gia đang phát triển như Việt Nam, duy trì ổn định tỷ giá còn có thể làm tăng dự trữ quốc tế của quốc gia và giảm gánh nặng cho các khoản nợ bằng đồng ngoại tệ. Ổn định tỷ giá cũng là một trong những mục tiêu quan trọng trong điều hành của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN). Tiếp nối năm 2012, NHNN đã có thêm một năm thành công trong điều hành ổn định tỷ giá. Tính chung cả năm 2013, tỷ giá USD/VND chỉ tăng 1% trên thị trường chính thức, và tăng 1,53% trên thị trường tự do. Thêm vào đó, tỷ giá bán trên thị trường tự do chỉ cao hơn so với tỷ giá bình quân liên ngân hàng 0,83%.

Bài nghiên cứu tập trung phân tích diễn biến tỷ giá USD/VND và khung điều hành của NHNN nhằm mục tiêu ổn định tỷ giá trong năm 2013, những thành công và hạn chế trong hoạt động điều hành tỷ giá của NHNN năm 2013 trên khía cạnh ổn định tỷ giá. Trên cơ sở những dự báo tỷ giá trong năm 2014, tác giả đưa ra một số khuyến nghị nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động điều hành tỷ giá của NHNN trong năm 2014.

1. Diễn biến tỷ giá USD/VND và hoạt động điều hành ổn định tỷ giá của NHNN trong năm 2013

Sau hơn một năm duy trì ổn định quanh ở mức 20.828 VND/USD đối với tỷ giá bình quân

liên ngân hàng (TGBQLNH), và dưới 21.000 VND/USD đối với tỷ giá ngân hàng thương mại (NHTM) và thị trường tự do, thị trường ngoại hối Việt Nam năm 2013 có một số biến động với 3 giai đoạn chính như

sau:

(i) Hai tháng đầu năm 2013: Tỷ giá ổn định nằm trong biên độ cho phép của NHNN.

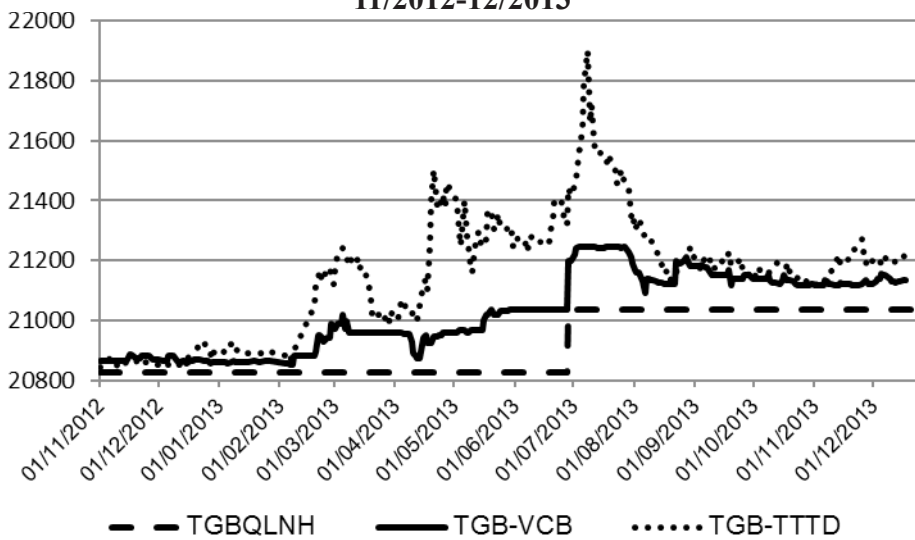
(ii) Đầu tháng 3 đến cuối tháng 7/2013: Tỷ giá thị trường biến động vượt biên độ của NHNN, đạt mức 21.900 VND/USD.

(iii) Đầu tháng 8 đến cuối 2013: Tỷ giá thiết lập sự ổn định trong biên độ cho phép của NHNN.

1.1. Giai đoạn 1: Hai tháng đầu năm 2013

Tiếp nối năm 2012, diễn biến tỷ giá VND/USD khá ổn định trong 2 tháng đầu năm 2013. Cụ thể, TGBQLNH được cố định ở mức 20.828 VND/USD, trong khi tỷ giá của NHTM và trên thị trường tự do dao động ổn định quanh mốc 21.000. Đây là diễn biến theo chu kỳ của tỷ giá VND/USD vào giai đoạn đầu mỗi năm, khi mà nguồn cung ngoại tệ khá dồi dào. Có thể kể đến, luồng kiều hối chảy vào dịp Tết nguyên đán 2013 đã tạo ra một nguồn cung đáng kể giúp thị trường ngoại hối bình ổn. Thêm vào đó, kim ngạch xuất khẩu trong 2 tháng đầu năm 2013 tăng mạnh đã giúp cho cán cân thương mại (CCTM) tại thời điểm này thặng dư tới 682 triệu

Hình 1. Diễn biến tỷ giá USD/VND trên các thị trường, giai đoạn 11/2012-12/2013



Nguồn: www.sbv.gov.vn; www.vietcombank.com.vn; www.vangsaigon.com

USD. Các yếu tố cung cầu là tiền đề thuận lợi giúp duy trì sự ổn định của tỷ giá VND/USD trên thị trường ngoại hối.

1.2. Giai đoạn 2: Tháng 3 đến cuối tháng 7/2013

Tháng 3/2013, trong khi tỷ giá NHTM vẫn ổn định quanh mốc 21.000, tỷ giá liên ngân hàng vẫn được neo ở mức 20.828 thì tỷ giá tự do bắt đầu có chiều hướng tăng nhẹ, dao động từ 21.000- 21.500 VND/USD. Đà tăng của tỷ giá trên thị trường tự do chững lại vào thời điểm cuối tháng 3, tuy nhiên chỉ sau một tuần, tỷ giá này biến động trở lại (thời điểm 20/4, tỷ giá thị trường tự do chạm ngưỡng 21.500). Chênh lệch tỷ giá giữa thị trường chính thức và tự do lúc này vào khoảng 500- 600 VND (tương đương khoảng 3% so với tỷ giá chính thức).

Sự biến động của giá USD tự do trong thời gian này được lý giải chủ yếu bởi một số nguyên nhân sau:

(i) Xuất hiện một số quan

điểm cho rằng cần phá giá VND để thúc đẩy xuất khẩu đã khiến tin đồn NHNN sắp sửa thực hiện phá giá VND lan rộng, dẫn đến hiện tượng găm giữ ngoại tệ, đặc biệt tại các doanh nghiệp. Hiện tượng găm giữ ngoại tệ thể hiện khá rõ ở khối khách hàng doanh nghiệp, khi huy động ngoại tệ trên toàn hệ thống đối với khối này tăng đột biến từ 7,76% trong tháng 5 lên 13,34% trong tháng 6 và tiếp tục lên thành 16,96% trong tháng 7 so với cuối năm 2012. Điều này vô hình chung tạo thêm áp lực lên tỷ giá.

(ii) Một số nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ trái phiếu chính phủ Việt Nam đã hiện thực hóa lợi nhuận và chuyển khoản lợi nhuận này về nước. Động thái này của các nhà đầu tư nước ngoài đã khiến cầu ngoại tệ tăng, tạo áp lực tới tỷ giá USD/VND trong giai đoạn này.

(iii) Sau khi xuất siêu trong năm 2012 và tháng 1/2013, CCTM của Việt Nam đã quay

trở lại “vị thế” thâm hụt liên tục từ tháng 2 đến tháng 5, với mức đỉnh 936 triệu USD trong tháng 4. Tuy nhiên, đây chỉ là nguyên nhân thứ yếu gây áp lực tỷ giá trong giai đoạn này do mức nhập siêu thấp và tính chung, trạng thái cán cân vãng lai là thặng dư.

Trước áp lực tăng tỷ giá VND/USD trên thị trường tự do, ngày 28/6/2013, NHNN chính thức điều chỉnh tăng 1%

TGBQLNH từ mức 20.828 lên mức 21.036 VND/USD. Đồng thời NHNN điều chỉnh giảm trần lãi suất tiền gửi VND xuống mức 7%, và điều chỉnh giảm trần lãi suất tiền gửi bằng USD của tổ chức, cá nhân tại TCTD xuống mức tương ứng là 1,25% và 0,5%. Động thái điều chỉnh tỷ giá của NHNN được coi là khá chủ động nhằm phản ứng những biến động cung cầu trên thị trường ngoại hối, thu hẹp chênh lệch tỷ giá trên thị trường chính thức và thị trường tự do. Thêm vào đó việc đồng thời vừa tăng tỷ giá, vừa điều chỉnh giảm lãi suất trần USD sẽ góp phần giảm bớt tình trạng găm giữ ngoại tệ, qua đó giảm áp lực tới cung cầu ngoại tệ. Nhờ đó, tỷ giá USD/VND dần quay trở lại ổn định trên cả thị trường tự do cũng như tại các NHTM.

1.3. Giai đoạn 3: Tháng 8 đến cuối năm 2013

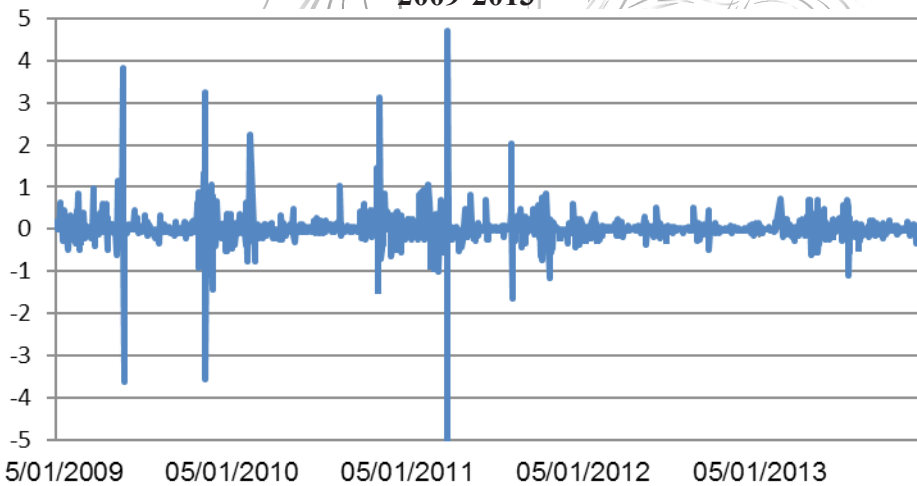
Cùng với việc theo sát diễn biến thị trường và thực hiện

các biện pháp điều hành cần thiết khi thị trường có sự biến động bất thường như thời điểm từ cuối tháng 2 đến đầu tháng 3 và từ giữa tháng 4 đến hết tháng 7, NHNN đã kịp thời thiết lập sự ổn định trên thị trường ngoại tệ và tỷ giá theo đúng định hướng đã công bố ngay trong quý 3/2013. Hình 1 cho thấy, kể từ tháng 8 trở đi, tỷ giá thị trường tự do giảm mạnh, dao động trong biên độ cho phép của NHNN. Nhờ triển khai đồng bộ và quyết liệt các giải pháp ổn định thị trường, thị trường ngoại tệ và tỷ giá tại thời điểm cuối năm 2013 về cơ bản diễn biến ổn định, phù hợp với diễn biến cung cầu ngoại tệ trên thị trường và góp phần thực hiện mục tiêu kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, khuyến khích xuất khẩu, kiểm soát nhập khẩu, hạn chế nhập siêu và tăng dự trữ quốc tế, chuyên dần quan hệ huy động- cho vay ngoại tệ sang quan hệ mua- bán ngoại tệ, đảm bảo an toàn hệ thống TCTD, gia tăng niềm tin vào VND. Những biến động bất thường trong một số thời điểm đã được NHNN can thiệp kịp thời nên thị trường ngoại tệ và tỷ giá đã nhanh chóng ổn định trở lại.

2. Đánh giá hoạt động điều hành tỷ giá của NHNN trong năm 2013

Có thể khẳng định rằng, trong 2 năm 2012- 2013, hoạt động điều hành tỷ giá của NHNN

Hình 2. Biến động tỷ giá VND/USD trên thị trường tự do, giai đoạn 2009-2013



Nguồn: www.vangsaigon.com, tính toán của tác giả

đã đạt được những thành công đáng ghi nhận, thể hiện cụ thể ở những điểm sau:

Thứ nhất, năm thứ hai liên tiếp (2012-2013), NHNN thành công trong việc bình ổn tỷ giá và thị trường ngoại hối trong biên độ cho phép của NHNN, đặc biệt trên thị trường tự do. Mặc dù tỷ giá VND/USD có những thời điểm biến động mạnh (giai đoạn tháng 5-7/2013), nhưng ngay sau đó nó đã được bình ổn trở lại do tác động của các biện pháp can thiệp của NHNN. Chính vì vậy, tính cả năm, tỷ giá VND/USD chỉ tăng 1% trên thị trường chính thức, và tăng 1,53% trên thị trường tự do¹. Thêm vào đó, tỷ giá bán trên thị trường tự do chỉ cao hơn so với TGBQLNH 0,83%- vẫn nằm trong biên độ dao động cho phép của NHNN (Hình 2). Đây được coi là một trong những điểm sáng trong bức tranh kinh tế nói chung, và bức tranh hoạt động ngân hàng nói riêng trong năm 2013.

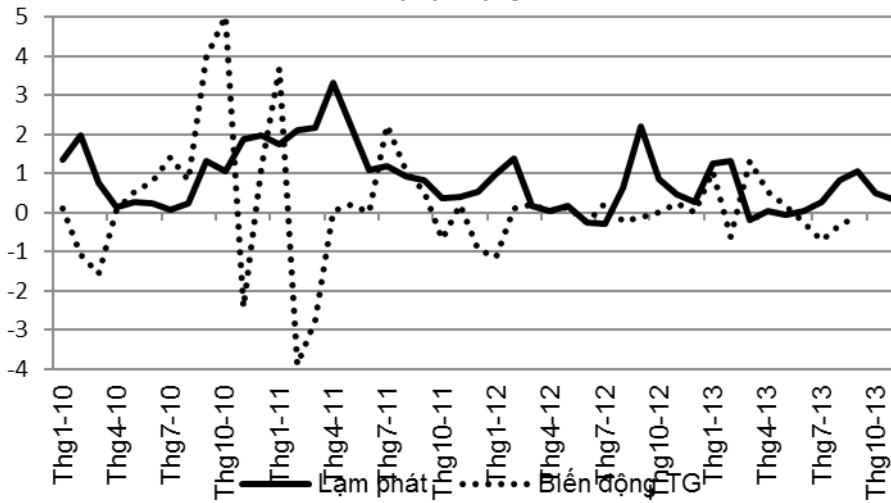
Thứ hai, tỷ giá ổn định góp

phần ổn định lạm phát. Các nghiên cứu thực nghiệm về cơ chế truyền dẫn từ tỷ giá đến lạm phát của Việt Nam (Đỗ Thanh Tùng, 2012; Phạm Thị Hoàng Anh, 2013) cho thấy, tỷ giá tăng là một nhân tố quan trọng đẩy mặt bằng giá cả trong nước tăng lên thông qua sự tăng giá của hàng hóa nhập khẩu. Số liệu từ Tổng cục Thống kê cho thấy, lạm phát năm 2012 và 2013 tương ứng ở mức 6,83% và 6,04%² (Hình 3). Điều đó cho thấy với việc duy trì tỷ giá ổn định trong 2 năm qua đã góp phần tích cực tới mục tiêu kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô tại Việt Nam. Những thành công trong việc kiềm chế lạm phát và ổn định thị trường ngoại tệ trong năm 2012-2013 đã cho thấy, NHNN đã có những bước đi đúng đắn trong việc sử dụng các chính sách điều hành một cách nhất quán và đồng bộ. Nhờ những chính sách ổn định tỷ giá của NHNN, giá trị VND đã được ổn định, qua đó cùng

¹ Tính đến thời điểm 18/12/2013

² Dự báo của Viện NCKH Ngân hàng

Hình 3. Diễn biến tỷ giá và lạm phát tại Việt Nam, giai đoạn 2010- 2013



Nguồn: www.sbv.gov.vn; www.gso.gov.vn

cổ niềm tin của người dân về VND, theo đó, căng thẳng về ngoại tệ được giảm xuống.

Thứ ba, tỷ giá ổn định góp phần gia tăng dự trữ ngoại hối. Tính cả năm 2012, NHNN đã mua vào khoảng hơn 10 tỷ USD, và tiếp tục mua ngoại tệ trong các tháng đầu năm 2013, nâng quy mô quỹ dự trữ ngoại hối (bao gồm cả vàng) lên mức 29,148 tỷ USD, tăng gấp hơn 2 lần so với đầu năm 2012 (Hình 4). Xét về quy mô theo tháng nhập khẩu, dữ liệu thống kê của World Bank cho thấy, dự trữ ngoại hối của Việt Nam tính đến thời điểm cuối quý 1/2013 đã tương ứng 2,8 tháng nhập khẩu, và con số tại thời điểm cuối năm 2013 khoảng 12 tuần nhập khẩu. Đây là tiền đề thuận lợi để duy trì lòng tin về khả năng đảm bảo thanh toán nghĩa vụ nợ nước ngoài của nền kinh tế, khả năng hỗ trợ giá trị của VND, khả năng đảm bảo tài chính của quốc gia góp phần thu hút đầu tư trực tiếp và

đầu tư gián tiếp nước ngoài. Không những thế, nó còn giúp bảo vệ giá trị VND, hạn chế sự biến động quá mức của tỷ giá hối đoái, đáp ứng nhu cầu ngoại tệ của nền kinh tế, chống đỡ khủng hoảng kinh tế và tài chính.

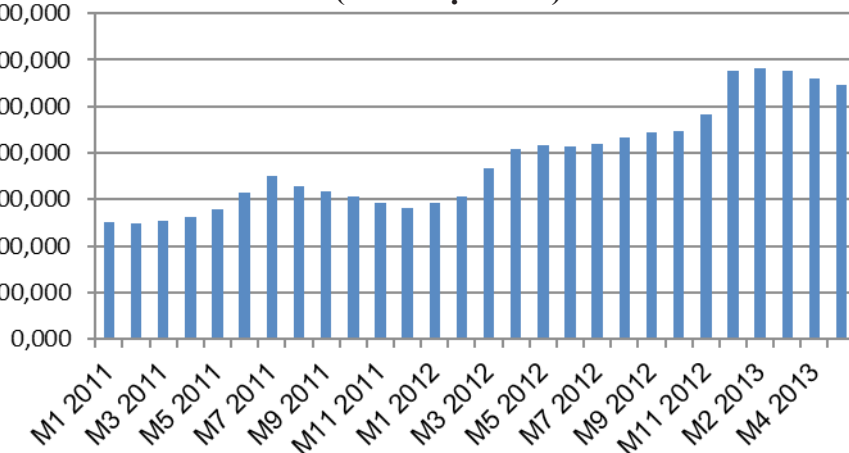
Lý thuyết và thực tiễn cho thấy, quy mô dự trữ ngoại hối và tỷ giá có quan hệ hỗ trợ cho nhau, đặc biệt tại các quốc gia đang phát triển, thực hiện neo tỷ giá như Việt Nam. Theo đó, tỷ giá ổn định là một trong

những tiền đề cần thiết, cơ sở để gia tăng dự trữ ngoại hối; và ngược lại, dự trữ ngoại hối tăng là điều kiện quan trọng giúp tỷ giá hối đoái ổn định.

Tỷ giá ổn định là một trong những tiền đề quan trọng để gia tăng dự trữ ngoại hối quốc gia. Rõ ràng là nếu tỷ giá biến động mạnh, NHNN sẽ phải can thiệp trên thị trường ngoại hối bằng việc bán ngoại tệ từ nguồn dự trữ ngoại hối.

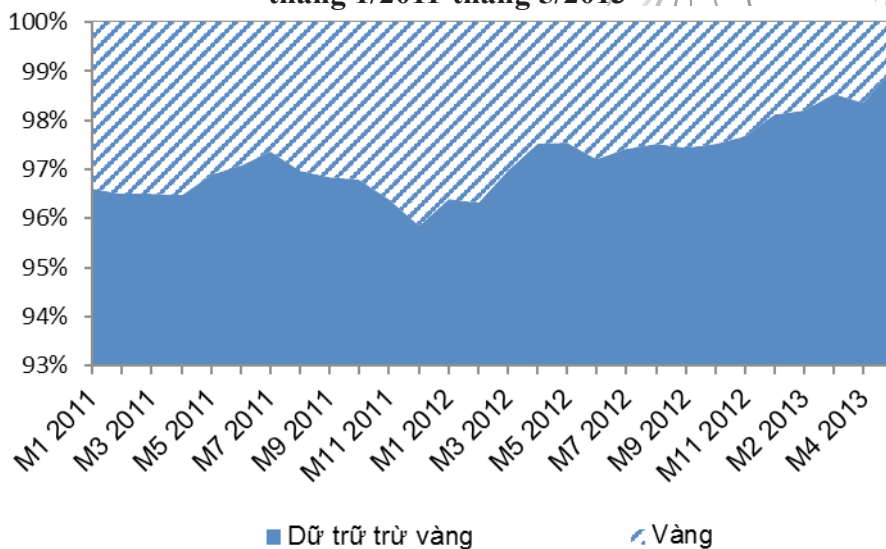
Sự can thiệp này sẽ làm suy giảm dự trữ ngoại hối quốc gia. Trong thời gian qua, tính hợp lý và hiệu quả trong điều hành chính sách tiền tệ cũng như tỷ giá của NHNN cộng với sự hỗ trợ đặc lực của các yếu tố cung cầu khách quan đã giúp cho tỷ giá VND/USD trên thị trường chính thức và thị trường tự do luôn ổn định. Nhờ vậy, NHNN có thể bảo toàn và phát triển quỹ dự trữ ngoại hối quốc gia. Ở khía cạnh ngược lại, dự trữ ngoại hối tăng là điều kiện quan trọng giúp tỷ giá ổn định,

Hình 4. Dự trữ ngoại hối của Việt Nam, tháng 1/2011- tháng 5/2013 (đ/v: Triệu USD)



Nguồn: Thống kê tài chính quốc tế của IMF

Hình 5. Tỷ trọng vàng trong tổng dự trữ ngoại hối của Việt Nam, tháng 1/2011-tháng 5/2013



■ Dữ trữ trừ vàng ▨ Vàng
 Nguồn: Thống kê tài chính quốc tế của IMF và tính toán của tác giả

đặc biệt tại các quốc gia theo đuổi chế độ tỷ giá thả nổi có điều tiết hoặc chế độ neo tỷ giá. Dự trữ ngoại hối lớn là cơ sở để NHTW thực hiện can thiệp duy trì sự ổn định của tỷ giá.

Thứ tư, NHNN đã sử dụng khá thành công công cụ lãi suất nhằm gây tác động tới tỷ giá VND/USD. Đây là một thành công đáng ghi nhận bởi lẽ trước đây, tỷ giá thường được điều tiết thông qua các công cụ mang tính hành chính, nhưng kể từ năm 2012, NHNN đã sử dụng các công cụ thị trường trong đó có công cụ lãi suất. Thực tế cho thấy khi tỷ giá VND/USD biến động mạnh trên thị trường (6-7/2013), NHNN đã thông qua thị trường mở hút tiền về, khiến lãi suất liên ngân hàng lên cao. Ngay lập tức, các NHTM “quay về” VND khiến tỷ giá ổn định trở lại. Đây là một điểm thành công đáng ghi nhận trong hoạt động điều hành tỷ giá của NHNN trong thời gian gần đây, đặc

biệt trong năm 2013. Từ năm 2011 trở về trước, các nghiên cứu thực nghiệm của Phạm Thị Hoàng Anh (2013) cho thấy, các mức lãi suất điều hành của NHNN có tác động tới tỷ giá VND/USD nhưng theo chiều ngược lại. Cụ thể, trong giai đoạn 2011 trở về trước, khi NHNN thực hiện thắt chặt tiền tệ bằng việc tăng lãi suất tái chiết khấu hay giảm lượng tiền cung ứng M2 sẽ khiến cho TGBQLNH tăng (nội tệ giảm giá). Kết luận này dường như ngược với lý thuyết, kì vọng của thị trường và của các nhà hoạch định chính sách³.

Thứ năm, tình trạng đô la hóa trong nền kinh tế đã giảm đáng kể, góp phần nâng cao tính hiệu lực trong điều hành chính sách tiền tệ quốc gia. Mức độ đô la hóa nền kinh tế giảm thể hiện ở tỷ lệ tiền gửi ngoại tệ/tổng phương tiện thanh toán giảm từ trên 30% trong những năm 1990 xuống

³ Phạm Thị Hoàng Anh (2013)

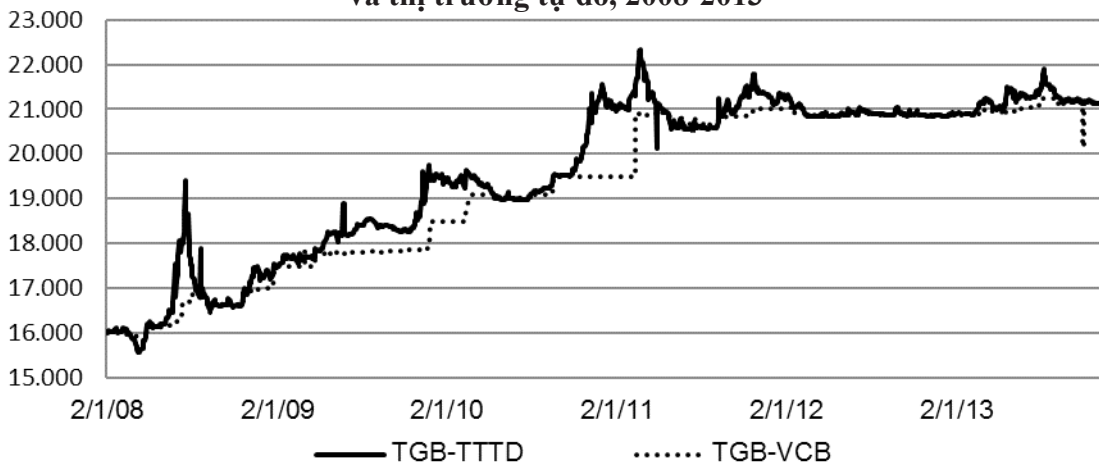
15,8% cuối năm 2011 và khoảng 12,3% cuối năm 2012, đến cuối tháng 8/2013 còn khoảng 12%. Bên cạnh đó, tín dụng bằng ngoại tệ cũng giảm mạnh, phù hợp với chủ trương chuyển quan hệ huy động, cho vay bằng ngoại tệ sang quan hệ mua, bán ngoại tệ, giảm sức ép tín dụng bằng ngoại tệ và rủi ro liên quan đến chênh lệch giữa các loại tiền của hệ thống ngân hàng. Thực hiện Thông tư 14, các NHTM đồng loạt điều chỉnh giảm lãi suất

huy động USD về mức trần quy định của NHNN là 0,25%/năm đối với tiền gửi của tổ chức và 1,25%/năm đối với tiền gửi của dân cư. Điều này đã khuyến khích người dân nắm giữ VND, giảm găm giữ ngoại tệ.

Thứ sáu, NHNN đã thực hiện cương quyết những biện pháp kiểm soát thị trường tự do cũng như các biện pháp hạn chế tình trạng đô la hóa và vàng hóa nền kinh tế. Các biện pháp này đã phát huy tác động tích cực đối với ổn định tỷ giá. Các biện pháp này khiến tâm lý tích trữ, đầu cơ vào vàng và ngoại tệ của người dân giảm dần. Đặc biệt đối với thị trường vàng, vốn là một trong những nguyên nhân quan trọng ảnh hưởng đến biến động tỷ giá các năm trước đây, NHNN đã có những biện pháp rất triệt để để ổn định thị trường này, giảm thiểu tác động tới thị trường ngoại hối.

Thứ bảy, chênh lệch giữa tỷ giá chính thức và tỷ giá trên thị trường tự do đã được thu

Hình 6. Chênh lệch tỷ giá VND/USD trên thị trường chính thức và thị trường tự do, 2008-2013



Nguồn: NHNN, www.vietcombank.com.vn, www.vangsaigon.com

duy trì ổn định trong thời gian qua đã hạn chế được những ảnh hưởng của biến động tỷ giá đối với tình hình vay nợ của Việt

hẹp đáng kể, từ mức trên 1.000 VND trong những năm trước 2012 xuống còn dưới 100 VND trong năm 2012, thậm chí có những lúc chênh lệch rất thấp chỉ ở mức 20-30 VND (thời điểm giữa năm 2012). Mặc dù có một số thời điểm chênh lệch này bị nới rộng khi áp lực về tỷ giá trở nên căng thẳng như trong tháng 6/2013, nhưng bằng các biện pháp can thiệp của NHNN, chênh lệch này nhanh chóng được điều chỉnh thu hẹp ngay sau đó. Đây có thể coi là thành công bước đầu của NHNN trong việc giữ ổn định tỷ giá, đặc biệt trong các giai đoạn cao điểm.

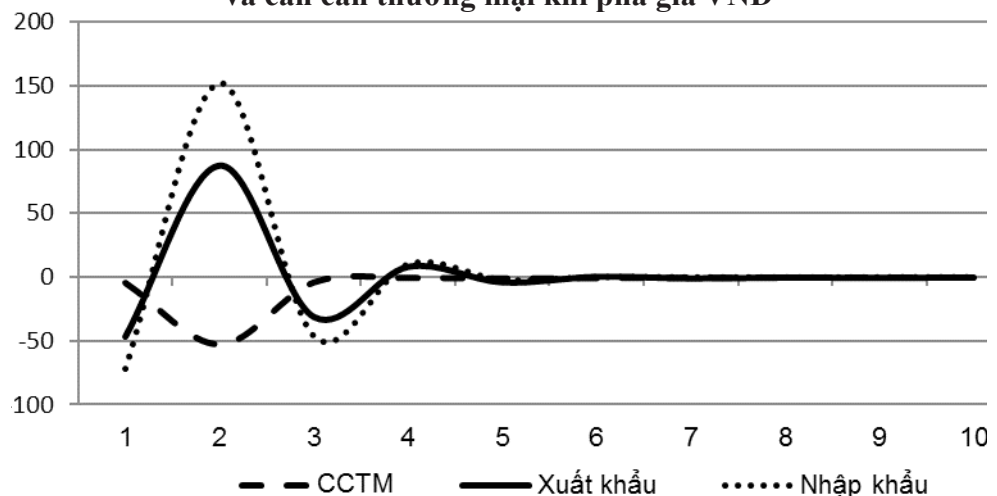
Thứ tám, việc tỷ giá được duy trì ổn định từ năm 2012 đến nay góp phần giảm gánh nặng nợ quốc gia. Đối với thực tế Việt Nam,

nguồn thu ngoại tệ ròng từ hoạt động xuất nhập khẩu do điều chỉnh tăng tỷ giá sẽ không tăng lên đáng kể và không đủ bù đắp cho gánh nặng nợ nước ngoài gia tăng do tỷ giá danh nghĩa tăng. Do vậy, giảm giá nội tệ sẽ có tác động tiêu cực đến khả năng trả nợ nước ngoài của quốc gia. Việc tỷ giá được

Nam.

Ngoài ra, hoạt động điều hành tỷ giá của NHNN trong thời gian vừa qua đã giúp giảm thiểu áp lực lạm phát, cũng như áp lực tới trạng thái cán cân thanh toán của Việt Nam. Thêm vào đó, nghiên cứu thực nghiệm của tác giả cho thấy phá giá tiền tệ không thể giải

Hình 7. Phản ứng kim ngạch xuất khẩu, nhập khẩu và cán cân thương mại khi phá giá VND



Nguồn: Mô hình VAR do tác giả thực nghiệm¹

¹ Mô hình VAR bao gồm các biến: Kim ngạch xuất khẩu (EX); Nhập khẩu (IM); Cán cân thương mại; Giá trị sản xuất công nghiệp (IPV); Chỉ số giá tiêu dùng (CPI); Tỷ giá thực song phương giữa USD và VND với năm gốc là 2005 (RER); Tỷ giá bình quân liên ngân hàng (OER), tỷ giá NHTM (BER), tỷ giá thị trường tự do (PER). Chuỗi số liệu từ 1/2004 đến 11/2012. Các biến số được hiệu chỉnh theo mùa vụ, lấy sai phân bậc 1, kiểm tra tính dừng và các kiểm định có liên quan.

quyết tình trạng mất cân bằng trong CCTM của Việt Nam. Cụ thể, khi tỷ giá tăng, kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam tăng, nhưng kim ngạch nhập khẩu lại còn tăng nhanh hơn, khiến cho CCTM rơi vào tình trạng thâm hụt nặng hơn sau khi phá giá (Hình 7). Nói cách khác, tỷ giá không phải là nguyên nhân chính khiến cho CCTM của Việt Nam thâm hụt, và phá giá không phải là biện pháp giúp Việt Nam thặng dư thương mại. Kết luận này cho thấy, hoạt động điều hành tỷ giá của NHNN trong giai đoạn vừa qua là hoàn toàn phù hợp.

Bên cạnh những thành công, hoạt động điều hành tỷ giá vẫn còn một số vấn đề cần lưu ý:

Thứ nhất, ngoài những điểm tích cực, hoạt động điều hành tỷ giá của NHNN năm 2012 và đầu năm 2013 vẫn còn những vấn đề chưa được giải quyết một cách triệt để. Đó là cơ chế hai tỷ giá (tỷ giá niêm yết tại các NHTM và tỷ giá thực tế mà các NHTM giao dịch) vẫn chưa được loại bỏ hoàn toàn, nhất là khi thị trường có những thông tin gây bất lợi cho tỷ giá, như những ngày đầu tháng 7/2013. Ngoài ra, mặc dù đã có những biện pháp hành chính quyết liệt nhằm ngăn chặn các giao dịch ngoại hối bất hợp pháp, nhưng thị trường tự do vẫn công khai hoạt động và chỉ “tạm thời rút lui” khi các cơ quan chức năng kiểm soát gắt gao.

Thứ hai, tỷ giá VND/USD được neo giữ ổn định trong thời gian tương đối dài nhưng chưa thật sự bền vững. Một

trong những yếu tố khách quan ngoài các biện pháp điều hành của NHNN khiến tỷ giá ổn định trong năm qua được bắt nguồn từ cầu ngoại tệ giảm mạnh do kinh tế khó khăn cũng như những yếu tố đầu cơ thu hẹp. Tuy nhiên, khi nền kinh tế phục hồi, nhập khẩu tăng mạnh trở lại để đáp ứng nhu cầu nền kinh tế thì những áp lực kể trên đối với tỷ giá sẽ quay trở lại, đòi hỏi NHNN phải có biện pháp điều hành kịp thời và phù hợp.

3. Khuyến nghị điều hành tỷ giá của NHNN trong năm 2014

3.1. Dự báo tỷ giá năm 2014

Yếu tố cung cầu là một trong những nhân tố quan trọng tác động đến diễn biến thị trường ngoại hối tại Việt Nam. Trong năm 2014, chúng tôi cho rằng tỷ giá VND/USD sẽ có thể không neo khá chặt như năm 2012 và 2013 mà nó có thể biến động, nhưng mức độ biến động không lớn, khoảng 1,5-4% do một số yếu tố sau đây:

- *Về phía cung ngoại tệ:* Nguồn cung ngoại tệ năm 2014 nhiều khả năng vẫn tiếp tục dồi dào khi mà xuất khẩu đang đà tăng trưởng mạnh; các luồng vốn đầu tư nước ngoài (FDI, FII), nguồn tài trợ (ODA) nhiều khả năng sẽ tiếp tục được giải ngân tương đối tốt khi kinh tế thế giới có những dấu hiệu tích cực hơn⁴.

- *Về phía cầu ngoại tệ:* Cầu ngoại tệ trong năm 2014 có thể

sẽ tăng mạnh hơn so với 2 năm 2012 và 2013 do: (i) nhu cầu nhập khẩu của Việt Nam tăng lên khi nền kinh tế có dấu hiệu phục hồi tích cực; (ii) các nhà đầu tư nước ngoài đầu tư vào trái phiếu chính phủ có thể tất toán chuyển tiền về nước khi đáo hạn; (iii) nhu cầu trả nợ đến hạn...; (iv) lạm phát có nhiều khả năng quay trở lại gây tác động tâm lý tới nhu cầu nắm giữ ngoại tệ của người dân.

- *Các yếu tố ngoại sinh:* Những thay đổi chính sách tiền tệ của Cục Dự trữ liên bang Mỹ (FED) (ngừng gói nới lỏng định lượng EQ3 do các dấu hiệu tích cực của nền kinh tế), tình hình kinh tế, chính trị của một số quốc gia trên thế giới phần nào tác động đến giá trị đồng USD, qua đó gây sức ép lên tỷ giá, giá vàng. Tuy nhiên, những áp lực này là không đáng kể nhờ cơ chế điều hành tỷ giá có điều tiết của NHNN đang áp dụng hiện nay.

3.2. Một số khuyến nghị điều hành tỷ giá trong năm 2014

Trên cơ sở thực trạng điều hành tỷ giá trong năm 2013, những dự báo về biến động tỷ giá trong năm 2014, tác giả đưa ra một số khuyến nghị chính sách đối với hoạt động điều hành tỷ giá của NHNN như sau:

Thứ nhất về cơ chế điều hành tỷ giá: Năm 2013, kinh tế Việt Nam đã có những dấu hiệu tích cực tuy nhiên những dấu hiệu này vẫn chưa rõ nét, và chưa cho thấy sự ổn định, nên xác suất để kinh tế Việt Nam phục hồi và khởi sắc trong năm

⁴ Theo World Economic Outlook (10/2013), kinh tế thế giới trong năm 2014 được dự báo lạc quan hơn so với năm 2013.

2014 là không cao. Chính vì vậy, Chính phủ Việt Nam cần tiếp tục kiên định mục tiêu bình ổn kinh tế vĩ mô nhằm thúc đẩy sản xuất và tái cấu trúc nền kinh tế, trong đó chú trọng đến kiềm chế lạm phát. Để làm được điều này, bên cạnh việc sử dụng chính sách tiền tệ thắt chặt nhưng có linh hoạt, NHNN cần ổn định tỷ giá để tránh tác động “truyền dẫn” và “khuyếch đại” từ tỷ giá đến lạm phát và giảm áp lực đối với tâm lý kỳ vọng lạm phát; giảm thiểu chênh lệch giá vàng trong nước và giá vàng thế giới. Với định hướng đó, tác giả cho rằng trong năm 2014, NHNN vẫn sẽ điều hành ổn định tỷ giá trên các thị trường, cụ thể là NHNN có thể tiếp tục neo cố định tỷ giá VND/USD như đã từng làm trong 2 năm vừa qua (2012-2013). Nếu theo đuổi chính sách này thì tỷ giá VND/USD sẽ dao động quanh mốc 21.100-21.300. Tuy nhiên, để chính sách neo cố định tỷ giá VND/USD được thành công, bên cạnh những chính sách, thông điệp điều hành của NHNN, thì thị trường ngoại hối sẽ phải nhận được sự hỗ trợ tích cực của các yếu tố cung cầu.

Trong dài hạn (2015-2017), NHNN có thể theo đuổi một chế độ tỷ giá linh hoạt hơn- đó có thể một chế độ tỷ giá linh hoạt dựa trên một rổ tiền tệ như chế độ tỷ giá BBC (Basket-Band- Crawl). Theo đó, nền kinh tế khởi sắc, các điều kiện kinh tế vĩ mô ổn định được coi là những tiền đề cần thiết để NHNN hướng tới chế độ tỷ giá

linh hoạt hơn. Với lộ trình này có thể giúp nâng cao tính hiệu lực truyền tải của chính sách tiền tệ qua kênh tỷ giá.

Thứ hai, hạn chế dần các công cụ điều hành mang tính hành chính, tiếp tục sử dụng công cụ lãi suất để điều hành tỷ giá.

Trong 2 năm trở lại đây, NHNN đã chú trọng việc sử dụng công cụ lãi suất để gây tác động tới tỷ giá. Như vậy, NHNN đã có sự chuyển hướng từ các công cụ hành chính sang công cụ mang tính thị trường, điều tiết theo tín hiệu thị trường. Tuy nhiên, để có thể phát huy được hơn nữa tính hiệu lực trong cơ chế truyền tải từ lãi suất đến tỷ giá, NHNN cần xác định một mức lãi suất điều hành phù hợp. Mức lãi suất này được dựa theo quy tắc Taylor- được đề xuất bởi nhà kinh tế John Taylor và được FED sử dụng trong nhiều năm. Theo quy tắc Taylor, lãi suất điều hành cần điều chỉnh phù hợp với thay đổi của chênh lệch sản lượng (output gap- chênh lệch giữa GDP tiềm năng và GDP thực tế trong một thời kỳ) và chênh lệch lạm phát (chênh lệch giữa mức lạm phát thực tế và mức lạm phát mục tiêu) trong nền kinh tế. Như vậy, ngoài việc theo đuổi mục tiêu lạm phát, ngân hàng trung ương (NHTW) còn có thể đồng thời theo đuổi mục tiêu đối với tỉ lệ thất nghiệp hoặc tăng trưởng GDP thực. Theo quy tắc này, NHTW sẽ điều chỉnh cung tiền và lãi suất bất cứ khi nào lạm phát lệch khỏi mức mục tiêu và/hoặc tỉ lệ thất nghiệp lệch khỏi mức thất nghiệp tự

nhiên (hoặc GDP lệch khỏi mức GDP tiềm năng trong dài hạn). Do mối quan hệ ngược chiều giữa lạm phát và thất nghiệp khi điều chỉnh tiền tệ, nên điều quan trọng đối với các nhà hoạch định chính sách là phải kết hợp hài hòa được giữa hai mục tiêu này một cách đồng thời (Phạm Thế Anh, 2011).

Quy tắc được biểu hiện bằng hàm phản ứng chính sách (reaction function) sau:

$$r_t = \pi_t + r_t^* + \alpha_\pi(\pi_t - \pi_t^*) + \alpha_y(y_t - \bar{y}_t)$$

Trong đó r_t và r_t^* tương ứng là mức lãi suất điều hành và lãi suất thực cân bằng giả định;

π_t và π_t^* tương ứng là lạm phát tính theo chỉ số giảm phát GDP (GDP deflator) và tỷ lệ lạm phát mục tiêu;

α_π và α_y tương ứng là các tham số phản ứng chính sách hay trọng số đối với tăng trưởng và lạm phát;

y_t và \bar{y}_t tương ứng là tăng trưởng GDP và tăng trưởng GDP tiềm năng.

Thứ ba, tiếp tục kiên định với các biện pháp hạn chế tình trạng đô la hóa, tình trạng vàng hóa nền kinh tế: Một nền kinh tế có mức độ đô la hóa cao sẽ ảnh hưởng tiêu cực tới tính hiệu lực của chính sách tiền tệ, thậm chí có thể gây biến động bất ổn cho thị trường tiền tệ. Chính vì vậy, trong thời gian vừa qua NHNN đã ban hành nhiều biện pháp nhằm hạn chế tình trạng đô la hóa nền kinh tế. Những biện pháp này phần nào đã hạn chế tình trạng đô la hóa nền kinh tế, gia tăng niềm tin

xem tiếp trang 99



quan quản lý nhà nước...) đánh giá được sự trung thực, hợp lý của lợi nhuận trong dài hạn của các công ty phát hành thêm cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Bên cạnh đó, CL là tiêu chuẩn đánh giá chất lượng lợi nhuận tốt hơn TNCT.

Sự chênh lệch giữa LNKTTT và TNCT (CL) phản ánh sự khác nhau trong việc đo lường doanh thu, chi phí, lợi nhuận theo quy định của chuẩn mực, chế độ kế toán và quy định của luật thuế TNDN. Cơ quan thuế có thể kiểm tra sự hòa hợp giữa LNKTTT và TNCT để phát hiện ra những bất thường. Tuy nhiên, nhà đầu tư và giới phân tích thị trường không thể kiểm tra sự hòa hợp này được vì chỉ tiêu TNCT không được công bố trên BCTC.

Những nghiên cứu tiếp theo có thể sử dụng biến TNCT, CL để đánh giá lợi nhuận trong dài hạn của các công ty niêm yết. Nếu kết quả nghiên cứu thực nghiệm trùng với kết quả nghiên cứu này thì càng chứng tỏ TNCT, CL là những tiêu chuẩn hữu ích giúp các bên liên quan đo lường được chất lượng của lợi nhuận. Trên cơ sở đó, tác giả bài viết có đề xuất về phía Bộ Tài chính nên bổ sung chỉ tiêu TNCT vào BCTC để giúp các bên liên quan đặc biệt là nhà đầu tư tiềm năng đo lường được sự trung thực, hợp lý của lợi nhuận. Từ đó, họ có cơ sở để ra quyết định đầu tư. Đây cũng là một trong những giải pháp góp phần hiện thực hóa chủ trương bảo vệ nhà đầu

tư đầu tư vào thị trường chứng khoán Việt Nam của Thủ tướng Chính phủ và Bộ Tài chính. ■

Tài liệu tham khảo

1. Phạm Thị Bích Vân (2012a) "Nghiên cứu ảnh hưởng của thuế thu nhập doanh nghiệp đến sự lựa chọn chính sách kế toán của các doanh nghiệp trên địa bàn thành phố Đà Nẵng", *Tạp chí Khoa học Công nghệ số 4/2012, Đại học Đà Nẵng, năm 2012.*
2. Phạm Thị Bích Vân (2012b), "Nghiên cứu mô hình nhận diện hành vi điều chỉnh lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán TP HCM", *Tạp chí Phát triển Kinh tế, (số 258), 35-42.*
3. Phạm Thị Bích Vân (2012c), *Mô hình nhận diện hành vi điều chỉnh lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Hà Nội*, *Tạp chí Ngân hàng (số 9) tháng (5/2012).*
4. Phạm Thị Bích Vân (2013a), "Nghiên cứu động cơ quản trị lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán TP HCM", *Tạp chí Ngân hàng, (số 9) tháng 5/2013, 32-39.*
5. Phạm Thị Bích Vân (2013b), "Nghiên cứu mối liên hệ giữa cấu trúc vốn và hành động quản trị lợi nhuận của các công ty phát hành thêm cổ phiếu niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán TP HCM", *Tạp chí Ngân hàng, (số 18) tháng 9/2013.*
6. Nguyễn Công Phương (2010), "Mối liên hệ giữa kế toán và thuế ở Việt Nam", *Tạp chí Phát triển Kinh tế (số 258).*
7. Dechow, P.M., Sloan, R.G, Sweeney, A.P.(1995), "Detecting earnings Management", *The Accounting Review, 70 (2), 193-225.*
8. Jones, Jennifer

J.,(1991), "Earnings Management During Import Relief Investigations", *Journal of Accounting Research, Vol. 29, No. 2, Autumn, pp. 193-228.*

9. Plesko, G.2004 "Corporation tax avoidance and the properties of corporate earnings", *Tax Journal, Vol 57, No , P 729-737.*

tiếp theo trang 42

của người dân vào giá trị nội tệ. Tuy nhiên, trong bối cảnh kinh tế vĩ mô còn chưa ổn định, thị trường vàng và ngoại tệ biến động bất thường trong quý 1-2 năm 2013 thì NHNN cần tiếp tục kiên định theo đuổi mục tiêu chống vàng hóa cũng như chống đô la hóa nền kinh tế. ■

Tài liệu tham khảo

1. Phạm Thị Hoàng Anh, 2013, *Đánh giá hiệu lực cơ chế truyền tải của chính sách tiền tệ qua giá tài sản tại Việt Nam, Đề tài NCKH cấp Học viện năm 2012.*
2. Phạm Thị Hoàng Anh, 2013, *Hoạt động điều hành tỷ giá và quản lý ngoại hối của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam trong năm 2012, Tạp chí Khoa học và Đào tạo Ngân hàng số 1+2/2013.*
3. Đỗ Thanh Tùng, 2012, *Cơ chế truyền dẫn từ tỷ giá đến lạm phát tại Việt Nam, Đề tài NCKH sinh viên HVNH.*
4. IMF, *Thống kê tài chính quốc tế (IFS).*
5. www.imf.org; www.sbv.gov.vn; www.gso.gov.vn; www.vietcombank.com.vn; www.vangsaigon.com;