

Hiệu lực điều hành chính sách tiền tệ qua kênh tỷ giá tại Việt Nam

TS. PHẠM THỊ HOÀNG ANH

Học viện Ngân hàng

Sau một giai đoạn dài căng thẳng, diễn biến tỷ giá và thị trường ngoại hối khá ổn định kể từ năm 2012 trở lại đây đã đánh dấu một điểm thành công quan trọng trong hoạt động điều hành của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) trong thời gian qua. Bài báo nhằm mục đích đánh giá hiệu lực điều hành chính sách tiền tệ (CSTT) qua kênh tỷ giá tại Việt Nam, giai đoạn 2005-2014. Phần một của bài báo nhìn lại diễn biến tỷ giá và điều hành tỷ giá của NHNN trong năm 2014. Tiếp theo, bài báo tập trung đánh giá tính hiệu lực trong điều hành CSTT qua kênh tỷ giá tại Việt Nam giai đoạn 2005-2014. Trên cơ sở đó, tác giả đưa ra một số vấn đề mà NHNN cần quan tâm khi điều hành tỷ giá trong thời gian tới.

1. Diễn biến tỷ giá và điều hành tỷ giá của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam trong năm 2014

Sau một giai đoạn dài căng thẳng, diễn biến tỷ giá và thị trường ngoại hối khá ổn định kể từ năm 2012 trở lại đây đã đánh dấu một điểm thành công quan trọng trong hoạt động điều hành của NHNN trong thời gian qua. Tính đến thời điểm cuối năm 2014, tỷ giá bình quân liên ngân hàng chỉ tăng 1%, tỷ giá kinh doanh tại các ngân hàng

thương mại (NHTM) tăng 1,37%, trong khi tỷ giá trên thị trường tự do tăng cao hơn nhưng tổng mức tăng cũng chỉ là 1,88% so với đầu năm 2014. Điều đó cho thấy, mức tăng tỷ giá USD/VND trên thị trường chính thức và tự do đều nằm trong mục tiêu điều hành tỷ giá năm 2014 đã đặt ra của NHNN (tối đa 2%). Tuy nhiên, nhìn vào diễn biến tỷ giá USD/VND trong năm 2014, có thể dễ dàng nhận thấy có hai thời điểm tỷ giá biến động mạnh khi tỷ giá kinh doanh tại các NHTM sát

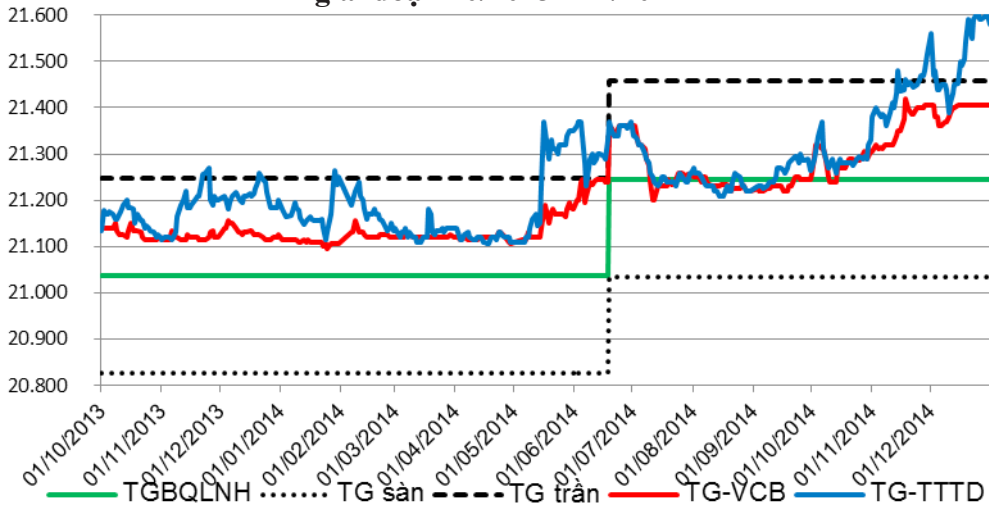
hoặc chạm trần còn tỷ giá trên thị trường tự do vượt quá biên độ quy định của NHNN (Hình 1), đó là:

Đợt sóng thứ nhất diễn ra từ trung tuần tháng 5 đến đầu tháng 7/2014 khi mà tỷ giá USD/VND trên thị trường ngoại hối tự do tăng mạnh từ 21.110 (đầu tháng 5) lên mức đỉnh 21.370 (vào ngày 3/6/2014), cùng với đó tỷ giá giao dịch tại các NHTM liên tục duy trì ở mức chạm trần biên độ. Sự biến động tỷ giá trong giai đoạn này chủ yếu bắt nguồn từ tâm lý lo ngại về diễn biến căng thẳng trên Biển Đông khi sự kiện này đã ảnh hưởng tiêu cực đến không chỉ thị trường ngoại hối, thị trường chứng khoán mà còn gây lo ngại cho các nhà đầu tư nước ngoài tại Việt Nam. Mặc dù vào thời điểm này diễn biến thị trường ngoại hối đang trong tình trạng dư cung¹, nhưng NHNN vẫn điều chỉnh tăng tỷ giá bình quân liên ngân hàng từ mức 21.036 lên mức 21.246 (tăng 1%) vào ngày 19/6/2014. Động thái điều chỉnh tỷ giá được coi là bước đi chủ động

¹ Tính đến hết tháng 5/2014, cán cân thương mại thặng dư 1,6 tỷ USD góp phần đưa cán cân tổng thể thặng dư lên tới 10 tỷ USD.



Hình 1. Diễn biến tỷ giá USD/VND trên các thị trường giai đoạn 10/2013 - 12/2014



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

và nằm trong định hướng điều hành CSTT của NHNN năm 2014.

Đợt sóng thứ hai bắt đầu từ trung tuần tháng 11 và kéo dài đến cuối năm 2014: Trong thời gian này, tỷ giá giao dịch tại các NHTM chưa kịch trần khi chỉ dao động quanh mốc 21.405 (trần là 21.458), còn tỷ giá thị trường tự do lên tới 21.600. Đây là diễn biến thường thấy trên thị trường ngoại hối trong giai đoạn trước năm 2011, nhưng nó lại là điểm khác biệt so với diễn biến tỷ giá vào thời

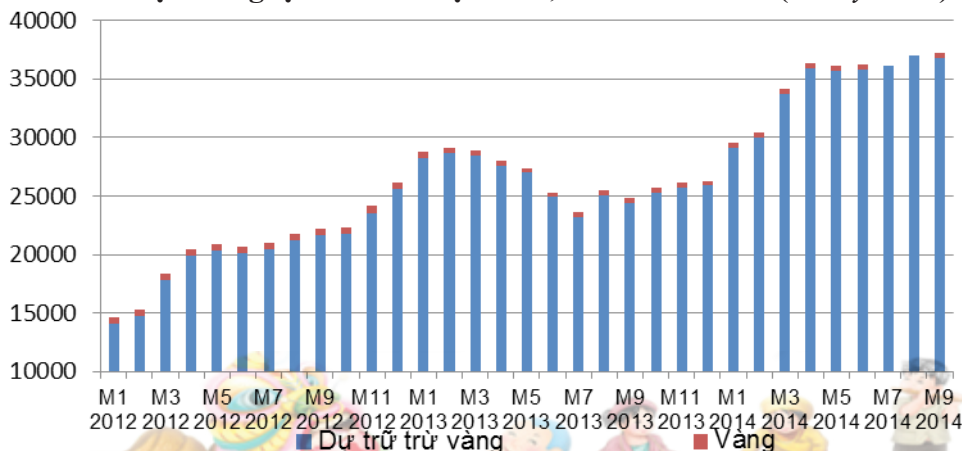
điểm cuối năm 2012 và 2013. Sự khác biệt trong diễn biến tỷ giá cuối năm 2014 so với năm 2012 và 2013 có thể bắt nguồn từ những nguyên nhân sau:

Thứ nhất là do sự tăng trưởng mạnh của tín dụng ngoại tệ trong năm 2014, khi tín dụng ngoại tệ liên tục tăng so với mức âm trong năm 2012, và 2013. Vì phần lớn các doanh nghiệp chỉ dám vay ngoại tệ trong ngắn hạn nên những khoản tín dụng ngoại tệ giải ngân đến cuối năm sẽ đến hạn thanh toán, đẩy nhu cầu ngoại

quan hệ vay mượn ngoại tệ sang quan hệ mua bán ngoại tệ, nhưng NHNN lại vẫn cho phép tín dụng ngoại tệ tăng trưởng mạnh trong năm 2014? Hoàn toàn có thể hiểu được quyết định này của cơ quan điều hành tiền tệ của Việt Nam nếu sử dụng phương pháp phân tích lợi ích và chi phí.

Về lợi ích có thể nhận ra một cách dễ dàng bởi lẽ đây là một yếu tố cứu cho tăng trưởng tín dụng của nền kinh tế đạt được mục tiêu đã đề ra trong năm 2014, giúp đẩy vốn ra nền kinh tế, phục hồi tăng trưởng. Ngoài ra, tín dụng ngoại tệ là một nguồn vốn giá rẻ giúp các doanh nghiệp (đặc biệt là các doanh nghiệp xuất khẩu) hạ giá thành sản phẩm, nâng cao khả năng cạnh tranh thương mại quốc tế của hàng hóa Việt Nam. Trong khi đó, *chi phí* nếu có, chính là áp lực

Hình 2. Dự trữ ngoại hối của Việt Nam, 1/2012 - 9/2014 (đ/v: tỷ USD)

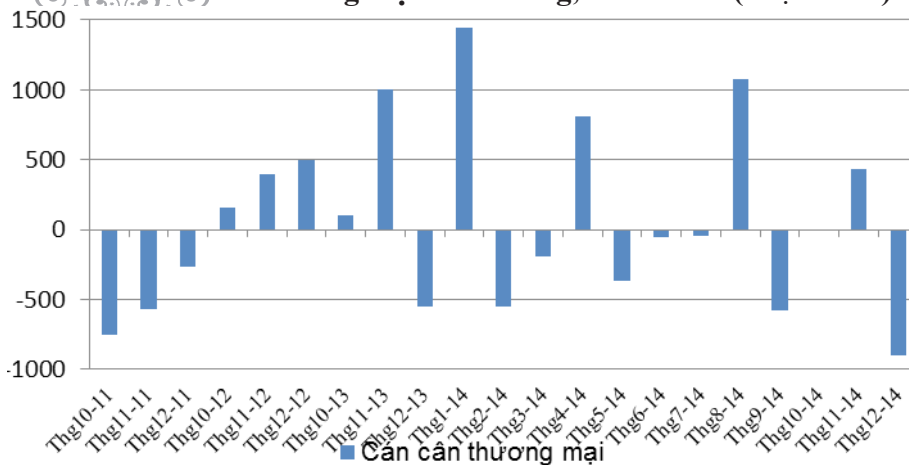


Nguồn: *Thống kê tài chính quốc tế, IMF*



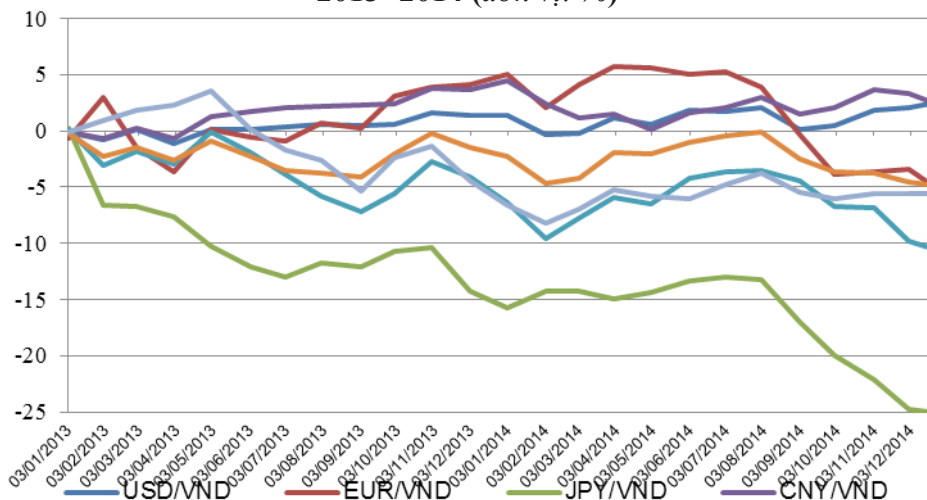
Chúc mừng năm mới

Hình 3. Cán cân thương mại theo tháng, 2011-2014 (Triệu USD)



Nguồn: Tác giả tính toán từ số liệu của Tổng cục Thống kê

Hình 4. Mức biến động giá của một số tiền tệ chủ chốt so với VND, 2013- 2014 (đơn vị: %)



Nguồn: <http://fx.sauder.ubc.ca/cgi/fxdata> và tính toán của tác giả

tăng tỷ giá khi các hợp đồng tín dụng ngoại tệ đến hạn hoàn trả. Các nhà điều hành tiền tệ Việt Nam chắc cũng đã tính đến vấn đề này nhưng có lẽ họ có đủ lạc quan khi dự trữ ngoại hối đang đạt mức đỉnh trong lịch sử (37,2 tỷ USD- Hình 2) cộng với các yếu tố hỗ trợ cung ngoại tệ vẫn đang rất thuận lợi. Chính vì vậy, nếu cầu ngoại tệ tăng do áp lực hoàn trả tín dụng ngoại tệ cũng khó có thể gây ra áp lực tới tỷ giá như những năm trước đây.

Nguyên nhân thứ hai dẫn đến sự khác biệt đó chính là cán cân thương mại các tháng cuối năm 2014 liên tục bị thâm hụt trong khi cán cân thương mại lại thặng dư vào thời điểm cuối 2012 và 2013 (Hình 3). Mặc dù tổng cán cân thương mại trong năm 2014 vẫn đạt mức xuất siêu nhưng sự thâm hụt liên tục và mức thâm hụt tăng trong các tháng cuối năm 2014 (tương tự như hiện tượng thâm hụt thương mại trong giai đoạn từ 2011 trở về trước) có thể là

nguyên nhân tạo áp lực tăng tỷ giá USD/VND.

Ngoài ra một số yếu tố cũng có thể khiến cho tỷ giá tăng vào thời điểm cuối năm 2014 như thời điểm các nhà đầu tư nước ngoài chuyển lợi nhuận về nước, sự chênh lệch giá vàng, kì vọng NHNN điều chỉnh tỷ giá cũng có thể coi là nguyên nhân tạo áp lực tỷ giá tăng vào cuối năm. Thêm vào đó, nếu như dòng vốn gián tiếp chảy vào đầu năm thì sự tụt dốc của thị trường chứng khoán Việt Nam vào quý 4/2014 cũng khiến cho các nhà đầu tư rút vốn, gây áp lực tăng tỷ giá USD/VND.

Một điểm đáng chú ý nữa khi theo dõi diễn biến tỷ giá của VND trên thị trường là, so với thời điểm đầu 2013, VND tại thời điểm cuối năm 2014 lên giá với hầu hết các tiền tệ thuộc khu vực ASEAN và một số tiền tệ

chủ chốt như JPY, EUR, GBP, trong đó VND lên giá xấp xỉ 25% so với JPY. Trong khi đó, VND chỉ giảm giá so với USD và CNY với mức tương ứng là 2,35% và 2,66% trong 2 năm nay- một mức khá thấp so với giai đoạn 2008- 2011 (Hình 4). Sự lên giá danh nghĩa của VND so với hầu hết các ngoại tệ trong thời gian vừa qua một phần là chủ yếu là do các ngoại tệ đó giảm giá khá mạnh với USD². Thêm nữa, thặng dư

² Với chính sách Abenomics, chính



thương mại giữa Việt Nam và các đối tác đó cũng phần nào khiến VND lên giá so với các ngoại tệ này. Tuy nhiên, sự lên giá của VND so với các ngoại tệ vốn là bạn hàng chính trong thương mại quốc tế của Việt Nam cũng chưa hẳn là một dấu hiệu tốt hoàn toàn cho nền kinh tế bởi lẽ nó có thể gây ít nhiều ảnh hưởng đến sức cạnh tranh thương mại quốc tế của Việt Nam với các đối tác.

2. Hiệu lực cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh tỷ giá tại Việt Nam

2.1. Mô tả mô hình và các giả thuyết

Để đánh giá hiệu lực cơ chế truyền dẫn CSTT qua kênh tỷ giá tại Việt Nam, tác giả sử dụng mô hình định lượng (mô hình VAR)³.

Mô hình VAR dạng rút gọn có dạng như sau:

$$y_t = A_1 y_{t-1} + \dots + A_p y_{t-p} + B_0 x_t + \dots + B_q x_{t-q} + CD_t + u_t \quad (2)$$

Trong đó: $y_t = (y_{1t}, \dots, y_{kt})$ là một K vecto các biến nội sinh quan sát được.

$x_t = (x_{1t}, \dots, x_{Mt})$ là một M

phủ Nhật thực hiện nới lỏng CSTT nhằm giảm giá JPY, kích thích xuất khẩu qua đó thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên hiệu quả của chính sách Abenomics vẫn còn là một câu hỏi khi các mục tiêu kinh tế chưa đạt được như kì vọng.

³ Đây là mô hình bao gồm nhiều biến số và các biến trong mô hình đều đóng vai trò như nhau, và đều là biến nội sinh. Do đó, mô hình VAR là một công cụ kinh tế lượng quan trọng và được sử dụng rộng rãi, đặc biệt trong các bài toán có liên quan đến các biến số kinh tế vĩ mô. Ngoài ra mô hình VAR có một ứng dụng quan trọng nữa là phân tích cơ chế truyền tải sốc dựa trên hàm phản ứng sốc và phân rã phương sai.

vecto các biến ngoại sinh quan sát được.

D_t : chứa các biến bất định như hằng số, xu thế tuyến tính, các biến giả mùa vụ cũng như các biến giả khác.

u_t : là quá trình nhiễu trắng K chiều với kì vọng 0

Trên cơ sở mô hình VAR, nghiên cứu sẽ chứng minh tính hiệu lực của kênh truyền tải CSTT qua kênh tỷ giá dựa trên một số giả thuyết sau:

Giả thuyết 1: CSTT mở rộng sẽ khiến cho nội tệ (VND) bị mất giá.

Giả thuyết 2: NHNN theo đuổi CSTT nới lỏng thông qua hạ mức lãi suất điều hành hoặc tăng lượng cung tiền M2 sẽ giúp hạ mặt bằng lãi suất thị trường, lạm phát tăng và kinh tế tăng trưởng.

Để đánh giá tính hiệu lực kênh truyền tải của CSTT qua tỷ giá, nghiên cứu sử dụng các biến sau:

- *Tỷ giá USD/VND:* Nghiên cứu sẽ sử dụng cả 3 loại tỷ giá là biến đại diện trong mô hình hồi quy, trong đó tỷ giá bình quân liên ngân hàng được sử dụng trong mô hình chính, 2 loại tỷ giá còn lại được sử dụng để kiểm tra tính nhất quán của kết luận.

- *Giá trị sản xuất công nghiệp IPV:* Các nghiên cứu về kênh truyền tải CSTT thường sử dụng giá trị sản xuất công nghiệp như biến đại diện cho tổng sản phẩm quốc nội nếu đây số liệu theo tháng.

- *Chỉ số giá tiêu dùng CPI:* CPI có thể được tính dựa trên sự so sánh giá cả năm t với năm

gốc (CPI1) hoặc được tính dựa trên sự so sánh giá cả năm t với năm liền kề trước đó (CPI2).

- *Tín dụng trong nước DC (Domestic credit):* Số liệu được thu thập từ Thống kê tài chính quốc tế của IMF.

- *Cán cân thương mại TB (Trade Balance):* Số liệu được thu thập từ Tổng cục Thống kê, được xác định bằng chênh lệch giữa kim ngạch xuất khẩu và kim ngạch nhập khẩu.

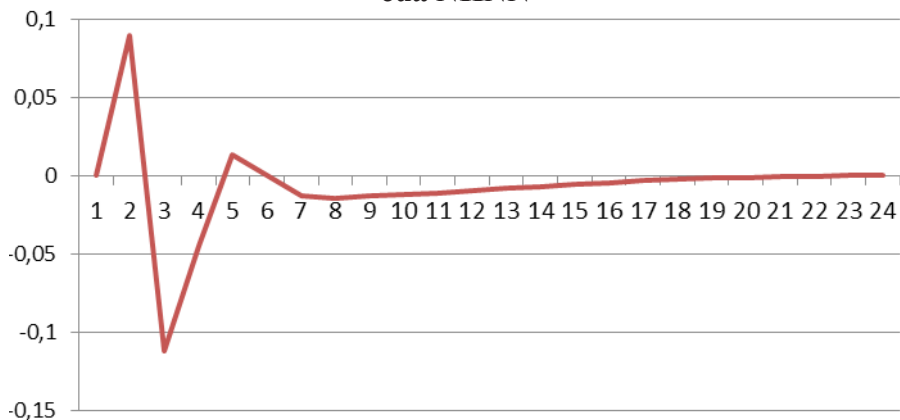
- *Lãi suất điều hành:* Do hạn chế về số liệu nên đề tài chọn lãi suất tái cấp vốn và lãi suất liên ngân hàng của NHNN là biến đại diện cho lãi suất điều hành.

Các biến số của mô hình được thu thập theo tháng trong khoảng thời gian từ tháng 1/2005 đến tháng 4/2014 (được lấy tỷ lệ % năm t so với năm (t-1)), được hiệu chỉnh mùa vụ theo phương pháp Censux X12. Tất cả các biến số đều không dừng, nhưng đều dừng khi lấy sai phân bậc 1. Kiểm định Granger Causality cho thấy trong 3 biến đại diện cho tỷ giá USD/VND thì chỉ có tỷ giá NHTM và tỷ giá thị trường tự do có mối quan hệ nhân quả với lãi suất điều hành của NHNN. Ngoài ra, kết quả kiểm định cũng chỉ ra được mối quan hệ nhân quả giữa tỷ giá, cán cân thương mại và lạm phát; lãi suất và tăng trưởng tín dụng. Tất cả các kiểm định khác như kiểm định Inverse Roots of AR, Portmanteau tests for autocorrelations, Residual heteroskedasticity tests đều cho thấy mô hình VAR là ổn



Chúc mừng năm mới

Hình 6. Phản ứng của tỷ giá trước cú sốc về lãi suất điều hành của NHNN



định⁴.

2.2. Kết quả và nhận định

a. Tác động của lãi suất điều hành tới tỷ giá

Nhìn vào đồ thị hàm phản ứng của tỷ giá trước cú sốc về lãi suất điều hành của NHNN, có thể rút ra kết luận như sau: 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 tỷ giá bình quân liên ngân hàng tăng (nội tệ giảm giá) trong vòng 2 tháng khi có cú sốc. Tuy nhiên, sau đó từ 2 tháng trở đi, cú sốc lãi suất tăng sẽ làm cho tỷ giá bình quân liên ngân hàng giảm (nội tệ tăng giá) (Hình 6).

Trong vòng 2 tháng kể từ khi có cú sốc về lãi suất điều hành: Đường như tác động của lãi suất điều hành tới tỷ giá ngược với lý thuyết, kì vọng của thị trường và của các nhà hoạch định chính sách trong khoảng thời gian này. Theo lý thuyết,

⁴ Do giới hạn của bài báo nên tác giả không trình bày thống kê mô tả các biến cũng như kết quả thu được từ các kiểm định về tính ổn định của mô hình VAR trong bài báo. Tác giả sẵn lòng cung cấp nếu độc giả có yêu cầu.

khi NHTW thực thi CSTT thắt chặt (như tăng lãi suất tái chiết khấu, giảm cung tiền), mặt bằng lãi suất trong đó có lãi suất huy động sẽ được đẩy lên. Diễn biến đó sẽ làm tăng chênh lệch giữa lãi suất nội tệ và ngoại tệ khiến cho các nhà đầu tư mua nội tệ, bán ngoại tệ để đầu tư thu lãi cao hơn, từ đó đẩy nội tệ tăng giá so với ngoại tệ. Tuy nhiên, kết luận thu được từ mô hình VAR lại cho thấy hiện tượng ngược lại (nội tệ giảm giá) trong vòng khoảng 2 tháng sau cú sốc lãi suất tại Việt Nam⁵. Hiện tượng này có thể do một số nguyên nhân sau đây:

(i) Khi NHTW tăng lãi suất điều hành (lãi suất tái cấp vốn,

⁵ Kết luận này hoàn toàn nhất quán với bằng chứng thực nghiệm được đưa ra trong nghiên cứu của Takagi và Phạm (2011). Nghiên cứu này cho thấy tác động của biện pháp điều chỉnh lãi suất điều hành của NHNN Việt Nam tới tỷ giá hối đoái là khá yếu. Cụ thể khi NHNN tăng mức lãi suất điều hành, tỷ giá USD/VND vẫn tiếp tục tăng – VND bị mất giá. Điều này khác với lý thuyết và kì vọng về thị trường, khi lãi suất tăng thì tiền tệ đó có xu hướng tăng giá, và ngược lại.

lãi suất liên ngân hàng) nhằm theo đuổi CSTT thắt chặt sẽ đẩy mặt bằng lãi suất thị trường tăng trong đó có lãi suất cho vay làm cho giá thành sản phẩm của các doanh nghiệp trong nước tăng. Giá thành sản xuất tăng khiến cho mặt bằng chung của giá cả tăng, lạm phát tăng, khiến cho VND bị mất giá so với USD⁶. Theo một cách giải thích khác, khi giá cả

chung tăng lên sẽ làm giảm sức cạnh tranh thương mại quốc tế của Việt Nam, đẩy kim ngạch nhập khẩu tăng lên. Kim ngạch nhập khẩu tăng sẽ tác động tới cầu ngoại tệ làm cho tỷ giá USD/VND tăng- tương đương với VND bị mất giá.

(ii) Động thái tăng lãi suất điều hành của NHNN thường diễn ra khi nền kinh tế đang chịu áp lực rất lớn về lạm phát. Trong bối cảnh đó, người dân Việt Nam luôn có thói quen và tâm lý tích trữ vàng và USD. Chính vì vậy, cho dù lãi suất tái chiết khấu tăng đẩy mặt bằng lãi suất thị trường trong đó có lãi suất huy động, nhưng xu hướng dịch chuyển tài sản nắm giữ từ ngoại tệ sang nội tệ khá chậm do e ngại về lạm phát. Đây là một diễn biến thường thấy đối với các quốc gia có tỷ lệ lạm phát và tình trạng đôla hóa nền kinh tế ở mức cao.

⁶ Theo học thuyết ngang giá sức mua, mức độ biến động của tỷ giá phụ thuộc vào chênh lệch giữa lạm phát trong và ngoài nước $\Delta E = \Delta P - \Delta P^*$. Khi lạm phát trong nước tăng, tỷ giá tăng đồng nghĩa với ngoại tệ tăng giá, nội tệ giảm giá.



Tuy nhiên, 2 tháng sau cú sốc lãi suất điều hành, tỷ giá có xu hướng giảm xuống đây VND lên giá theo đúng lý thuyết cũng như kì vọng của các nhà điều hành chính sách. Theo quan sát của tác giả, NHNN đã sử dụng khá thành công công cụ lãi suất (lãi suất liên ngân hàng) nhằm gây tác động tới tỷ giá USD/VND. 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 bắt đầu sử dụng các công cụ thị trường trong đó có công cụ lãi suất với tần suất thường xuyên hơn. Thực tế cho thấy khi tỷ giá USD/VND 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 giúp tỷ giá và thị trường ngoại hối ổn định trở lại.

Ngoài yếu tố lãi suất điều hành, mô hình VAR còn cho thấy yếu tố tỷ giá còn phụ thuộc khá nhiều vào tỷ giá kì vọng.

Điều này thể hiện rõ tâm lý đám đông của người dân Việt Nam. Theo đó, khi tỷ giá tăng người dân thường có xu hướng đổ xô mua ngoại tệ vì lo sợ tỷ giá tiếp tục tăng trong tương lai. Điều này càng khiến cho tỷ giá tăng mạnh hơn. Ngoài những yếu tố trên, tỷ giá, đặc biệt là tỷ giá USD/VND trên thị trường ngoại tệ tự do, chủ yếu chịu tác động bởi trạng thái cán cân thương mại, các luồng vốn chu chuyển vào ra Việt Nam và yếu tố tâm lý đầu cơ.

b. Tác động của CSTT qua kênh tỷ giá tới trạng thái của cán cân thương mại

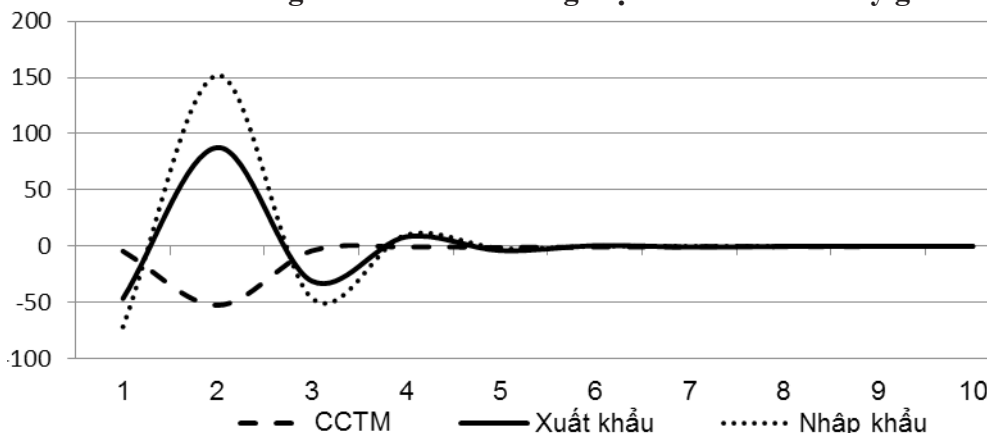
Bằng chứng thực nghiệm thu được từ mô hình VAR cũng cho thấy khi tỷ giá tăng, trạng thái của cán cân thương mại không được cải thiện, thậm chí có thể xấu hơn so với trước thời điểm phá giá (Hình 7). Tuy nhiên trạng thái này sẽ được cải thiện sau một thời gian từ 3-5 tháng. Kết luận này thể hiện khá chính xác hiệu ứng tuyến J và tương đối nhất quán với các kết luận rút ra từ các nghiên cứu trước đây của Đinh Thị Thanh Long

(2009), Lương Thị Thu Hà và Lê Hồng Anh (2012), Phạm Thị Hoàng Anh (2013). Việc cán cân thương mại của Việt Nam không cải thiện khi phá giá nội tệ là do khi tỷ giá USD/VND tăng, kim ngạch xuất khẩu tăng lên nhưng kim ngạch nhập khẩu còn tăng mạnh hơn. Hiện tượng này bắt nguồn từ một số nguyên nhân sau:

(i) Thiếu hoặc chưa có hàng hóa trong nước thay thế hàng nhập khẩu: Theo lý thuyết khi tỷ giá tăng lên, nhập khẩu sẽ có xu hướng giảm xuống do giá cả hàng hóa nhập khẩu tăng lên. Tuy nhiên, thực tế tại Việt Nam cho thấy lượng hàng hóa nhập khẩu khó có thể giảm xuống do thiếu hoặc chưa có hàng hóa trong nước thay thế cho hàng hóa nhập khẩu. Chính vì vậy, dù giá nhập khẩu tăng lên nhưng Việt Nam vẫn phải nhập hàng, đẩy kim ngạch nhập khẩu tăng mạnh.

(ii) Các nguyên vật liệu đầu vào cho hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam phần lớn phải nhập khẩu từ nước ngoài: Số liệu từ Tổng cục Hải quan trong những năm gần đây cho thấy các mặt hàng xuất khẩu có tốc độ tăng trưởng rất tốt lại chủ yếu là các mặt hàng có tỷ trọng gia công lắp ráp lớn, như điện thoại các loại và linh kiện; điện tử, máy tính và linh kiện; hàng dệt may và giày dép. Tuy nhiên, hầu hết

Hình 7. Phản ứng của cán cân thương mại trước cú sốc về tỷ giá

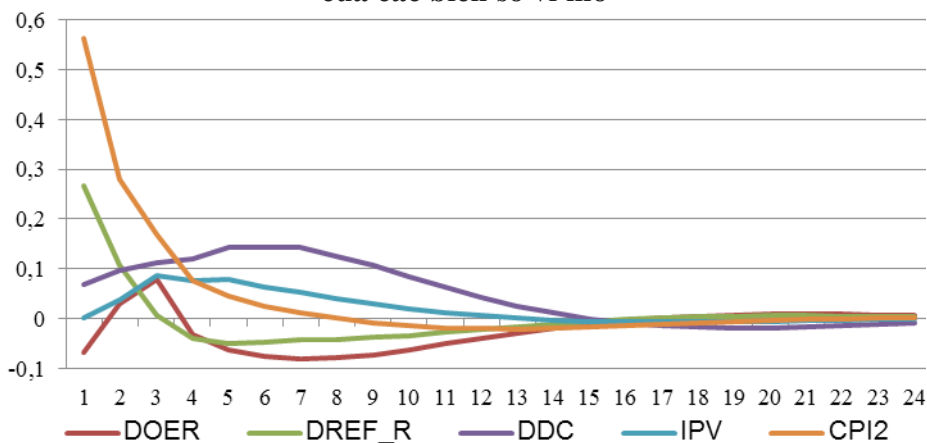


Nguồn: Phạm Thị Hoàng Anh (2013)

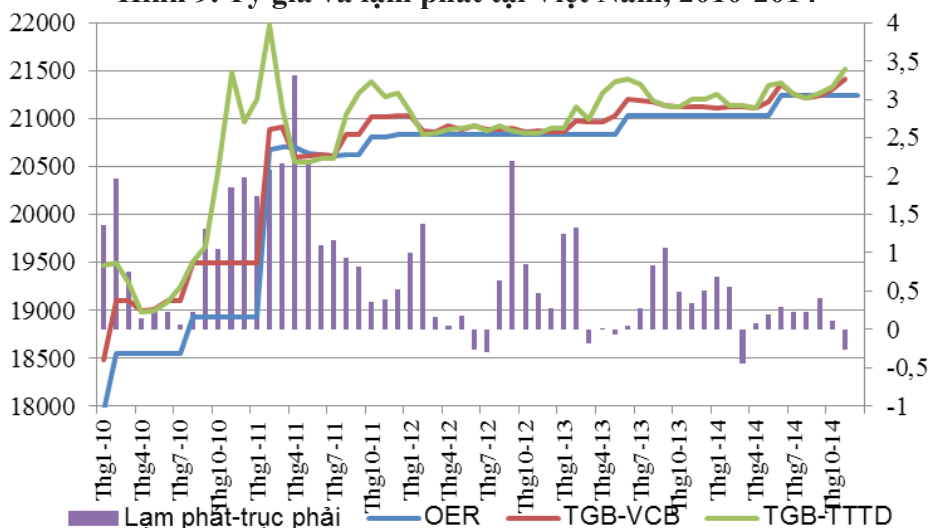


Chúc mừng năm mới

Hình 8. Phản ứng của lạm phát trước các cú sốc của các biến số vĩ mô



Hình 9. Tỷ giá và lạm phát tại Việt Nam, 2010-2014



Nguồn: www.sbv.gov.vn, và www.gso.gov.vn

đầu vào cho sản xuất các mặt hàng này được nhập khẩu, mẫu mã và công nghệ cũng đến từ nước ngoài, nên không tác động nhiều đến các ngành sản xuất trong nước, hiệu quả thực sự mang lại cho nền kinh tế không lớn. Chính vì vậy, khi kim ngạch xuất khẩu tăng sẽ đẩy kim ngạch nhập khẩu tăng theo, thậm chí là tăng mạnh hơn khiến cho trạng thái của cán cân thương mại khó được cải thiện nếu tỷ giá tăng.

(iii) Do đầu vào cho hàng hóa xuất khẩu phải nhập khẩu từ

nước ngoài, nên khi tỷ giá tăng sẽ làm cho chi phí nguyên liệu đầu vào tăng, đẩy giá thành sản xuất hàng xuất khẩu tăng. Diễn biến này lại làm cho hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam kém cạnh tranh hơn nếu xét về phương diện giá cả nên kim ngạch xuất khẩu khó có thể tăng mạnh.

c. Tác động của CSTT qua kênh tỷ giá tới lạm phát

Hàm phản ứng thu được từ mô hình VAR trong giai đoạn 2005- 2014 cho thấy phản ứng của lạm phát trước các cú sốc

từ một số biến số kinh tế vĩ mô trong đó có tỷ giá (Hình 8). Cụ thể, tỷ giá tăng làm tăng áp lực tới lạm phát, và ngược lại. Về mặt lý thuyết, nếu các yếu tố khác không đổi, khi tiền tệ của một nước giảm giá sẽ khiến giá cả hàng hóa nhập khẩu vào nước đó tăng, tạo áp lực lên lạm phát qua kênh chi phí đẩy. Thực tế tại Việt Nam cho thấy diễn biến khá tương đồng giữa tỷ giá và lạm phát tại Việt Nam trong thời gian qua (Hình 9). Cụ thể, tỷ giá tăng mạnh (đồng nghĩa với VND giảm giá) đã khiến lạm phát tăng mạnh; và khi tỷ giá ổn định thì lạm phát cũng được duy trì ở mức khá thấp⁷ (giai đoạn 2012 đến nay).

Các nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa lạm phát và tỷ giá

dựa trên mô hình VAR trong nghiên cứu của Đỗ Thanh Tùng (2012), Phạm Thị Hoàng Anh (2013) cũng đưa ra nhiều bằng chứng để khẳng định kết luận trên. Các nghiên cứu này cho rằng nếu tỷ giá bình quân liên ngân hàng USD/VND tăng lên cũng khiến cho lạm phát tăng với độ trễ khoảng 2-3 tháng.

⁷ Tất nhiên, lạm phát tại Việt Nam còn chịu tác động bởi nhiều nhân tố khác nữa như cung tiền giá xăng dầu, giá lương thực thực phẩm, kì vọng lạm phát và một yếu tố quan trọng không kém đó là sức cầu của nền kinh tế (Phạm Thị Hoàng Anh, 2013).

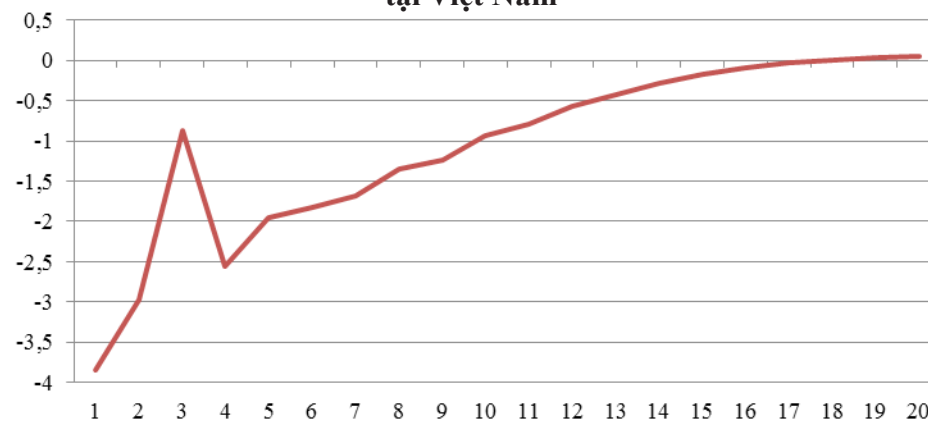


Hiện tượng này có thể được giải thích theo lý thuyết như sau: Tỷ giá USD/VND tăng (ngoại tệ tăng giá, nội tệ giảm giá) sẽ làm cho giá hàng hóa xuất khẩu rẻ đi, và giá hàng hóa nhập khẩu đắt lên, điều này vô hình chung khiến cho mức giá cả chung tăng lên. Đây chính là cơ chế truyền dẫn của tỷ giá tới lạm phát (exchange rate pass-through- ERPT). Tác động này càng lớn trong điều kiện ở Việt Nam bởi lẽ nhu cầu nhập khẩu của Việt Nam rất lớn⁸ nên cho dù giá hàng hóa nhập khẩu có đắt lên đi chăng nữa lượng nhập khẩu cũng khó thể giảm xuống. Ngoài tỷ giá, các bằng chứng còn cho thấy kì vọng lạm phát, tăng trưởng tín dụng nền kinh tế và tăng trưởng kinh tế cũng là nguyên nhân đẩy lạm phát tăng cao tại Việt Nam. Kết luận này hoàn toàn phù hợp với lý thuyết tài chính- tiền tệ và cũng phù hợp với các kết quả thu được từ các nghiên cứu trước đây.

d. Tác động của CSTT qua kênh tỷ giá tới tăng trưởng kinh tế

Kết quả thu được từ mô hình VAR cho thấy, tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam chịu tác động tiêu cực trước cú sốc tỷ

Hình 10. Hàm phản ứng của tăng trưởng kinh tế trước cú sốc tỷ giá tại Việt Nam



giá, hay cú sốc tỷ giá có thể coi là một trong những nguyên nhân khiến tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam chậm lại (Hình 10). Kết luận này ngược với những nghiên cứu trước đây của Easterly (2005), Rodrik (2005, 2008) tại một số quốc gia như Trung Quốc, Ấn Độ, Hàn Quốc, Mexico, Uganda... Kết luận về mối quan hệ ngược chiều giữa tỷ giá và tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam có thể xuất phát từ một số nguyên nhân: Thứ nhất, tỷ giá tăng không những không cải thiện được tình trạng của cán cân thương mại, mà nó còn khiến cán cân thương mại tại Việt Nam thâm hụt hơn. Thêm nữa, khi tỷ giá tăng tạo áp lực tăng lạm phát; đến lượt mình, lạm phát cao lại khiến lãi suất tăng mạnh gây ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp, qua đó gây ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam.

3. Một số vấn đề cần quan tâm trong điều hành tỷ giá của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam trong thời gian tới

Trên cơ sở những kết quả thu

được từ mô hình VAR về hiệu lực của kênh tỷ giá trong cơ chế truyền dẫn CSTT tại Việt Nam, các nhà điều hành chính sách cần quan tâm đến một số vấn đề trong điều hành tỷ giá tại Việt Nam trong thời gian tới như sau:

Thứ nhất, do tác động truyền dẫn tỷ giá tới lạm phát là khá mạnh tại Việt Nam nên để có thể kiểm soát lạm phát thì NHNN phải đặc biệt quan tâm đến bình ổn tỷ giá cũng như thị trường ngoại hối. Tuy nhiên, tác giả cho rằng bình ổn tỷ giá trong thời gian tới vừa có thuận lợi nhưng không ít những thách thức. Những thuận lợi có thể kể đến là (i) kim ngạch xuất khẩu có thể tăng trưởng mạnh do nền kinh tế của các đối tác xuất khẩu chính của Việt Nam đang trong giai đoạn phục hồi mạnh, (ii) dòng vốn FDI và dòng kiều hối nhiều khả năng vẫn ổn định và có khả năng tăng, (iii) sự kiên định trong điều hành CSTT của NHNN cũng như những thông điệp chắc chắn từ NHNN được sự hậu thuẫn đắc lực bởi lượng dự trữ ngoại hối cao nhất trong lịch sử sẽ góp phần gia tăng

⁸ Nhìn vào cơ cấu hàng nhập khẩu hiện nay ta có thể thấy rằng Việt Nam chủ yếu nhập khẩu máy móc thiết bị và một số nguyên vật liệu đầu vào cho quá trình sản xuất hàng xuất khẩu- đó là những mặt hàng Việt Nam chưa sản xuất được hoặc chưa có mặt hàng thay thế.



Chúc mừng năm mới

niềm tin của người dân vào giá trị VND⁹.

Tuy nhiên, thời gian tới cũng chứa đựng không ít thách thức đối với hoạt động điều hành tỷ giá của NHNN Việt Nam bởi một số lý do sau đây: (i) Nền kinh tế Việt Nam đang có những bước phục hồi chậm nhưng chắc (khi tăng trưởng GDP trong năm 2014 đạt mức 5,98%- mức cao nhất kể từ 2011) nhưng điều này cũng có thể dẫn đến một lo ngại khi nó có thể là một trong những nguyên nhân khiến nhu cầu nhập khẩu tăng cao. (ii) Chủ trương cho vay ngoại tệ đối với các DN có nguồn thu ngoại tệ hoặc DN nhập khẩu xăng dầu là một lựa chọn khá phù hợp nhằm đạt được các mục đích như góp phần thúc đẩy tăng trưởng tín dụng cho nền kinh tế, đồng thời giúp các DN tiếp

⁹ Theo số liệu của IMF, dự trữ ngoại hối và vàng tính đến hết tháng 9/2014 của Việt Nam đạt mức 37.2 tỷ USD

cận nguồn vốn giá rẻ hơn so với vay VND, hạ giá thành sản phẩm, tăng sức cạnh tranh. Tuy nhiên, điều này có thể tạo áp lực tới thị trường ngoại hối khi các khoản vay bằng ngoại tệ đến hạn phải trả. Về nguyên lý, NHNN chỉ cho các DN có nguồn thu ngoại tệ vay nhưng sự cân xứng các dòng tiền ngoại tệ vào ra tại một số thời điểm nhất định nào đó (cuối năm) cũng có thể khiến cho thị trường căng thẳng. Chính vì vậy, NHNN cần bám sát theo dõi diễn biến tăng trưởng tín dụng ngoại tệ để có những can thiệp kịp thời tới nền kinh tế.

Thêm vào đó, mặc dù không chiếm tỷ trọng lớn, nhưng việc dòng vốn đầu tư gián tiếp (FPI) và ODA liên tục suy giảm trong những năm qua và nhiều khả năng tiếp tục giảm trong thời gian tới cũng tạo nên nhiều thách thức cho Việt Nam trong điều hành tỷ giá

Thứ hai, do tác động không

mong muốn của việc điều chỉnh tăng tỷ giá đến cán cân thương mại, nên việc duy trì tỷ giá và thị trường ngoại hối ổn định được coi là một trong những điều kiện quan trọng giúp Việt Nam đạt được mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô.

Thứ ba, nhằm nâng cao hiệu lực tác động của công cụ lãi suất đến tỷ giá tại Việt Nam, tác giả cho rằng NHNN cần quan tâm tới: (i) Nâng cao vai trò định hướng của các mức lãi suất điều hành, loại bỏ dần các công cụ mang tính hành chính; (ii) Tiếp tục kiên định với các biện pháp hạn chế tình trạng đô la hóa, tình trạng vàng hóa nền kinh tế. ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Phạm Thị Hoàng Anh (2013), *Đánh giá hiệu lực cơ chế truyền dẫn CSTT qua kênh giá tài sản tại Việt Nam*, Đề tài NCKH cấp ngành 2012, NHNN.

Xem tiếp trang 106

SUMMARY

Effectiveness of the exchange rate channel: the case of Vietnam

Stability of Vietnam exchange rate and foreign exchange market has remarked an important achievement since 2012. The paper aims at evaluating effectiveness of exchange rate channel of monetary mechanism in Vietnam during 2005-2014. It is structured as follows. The first part analyses development of exchange rate (USD/VND) as well as Vietnam exchange rate policy in 2014. By employing VAR model, the author evaluates effectiveness of exchange rate channel in Vietnam over past ten years. Finally, policy recommendations are suggested for the State Bank of Vietnam.

THÔNG TIN TÁC GIẢ

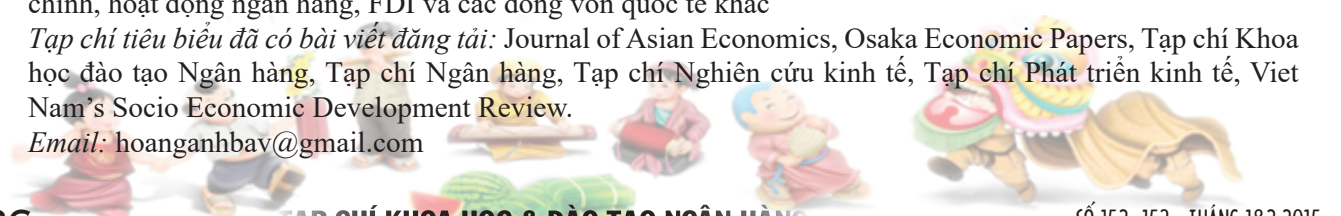
Phạm Thị Hoàng Anh, Tiến sĩ

Đơn vị công tác: Viện NCKH, Học viện Ngân hàng

Lĩnh vực nghiên cứu chính: Chính sách tiền tệ, tỷ giá, thị trường tài chính, 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 đào tạo Ngân hàng, Tạp chí Ngân hàng, Tạp chí Nghiên cứu kinh tế, Tạp chí Phát triển kinh tế, Viet Nam's Socio Economic Development Review.

Email: hoanganhbav@gmail.com





Paper.

6. Atanasova, C., 2007, "Access to Institutional Finance and the Use of Trade Credit", *Financial Management*, 36(1), 49-67.

7. Fabbri, D., Menichini, A.C., 2010, "Trade credit, collateral liquidation, and borrowing constraints", *Journal of Financial Economics* 96 (3), 413-432.

8. Gustafson, R.C., 2004, "Agribusiness Trade Credit – A Paradox, *Agribusiness and Applied, Economics Report No. 534*.

9. Hammes, K., 2003, "Trade credits in transition economies", *CERGU Working Paper n°00-11*, Göteborg University.

10. Kang'ethe, R., & Kalio, A.M., 2014, "The Determinants of Trade Credit in Small and Medium Sized Firms in Kenya", *International Journal of Science and Research (IJSR)*, Volume 3 Issue 10.

11. Khan, M. A., Tragar, G. A., Bhutto, N. A., 2012, "Determinants of accounts receivable and accounts payable: a case of pakistan textile sector", *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 3(9), 240-251.

12. Petersen, M. A., & Rajan, R. G., 1997, "Trade credit: theories and evidence", *Review of Financial Studies*, 10(3), 661.

13. Saito, R., Bandeira, M.L., 2010, "Empirical Evidence of Trade Credit Uses of Brazilian Publicly Listed Companies", *Brazilian Administration Review*, Curitiba, v. 7, n. 3.

14. Santos, J., & Silva, A., 2014, "The Determinants of Trade Credit: A Study of Portuguese Industrial Companies", *International Journal of Financial Research* Vol. 5, No. 4.

15. Iichiro Uesugi, I., and Yamashi-

ro, G.M., 200), "The Relationship between Trade Credit and Loans: Evidence from Small Businesses in Japan", *International Journal of Business*, 13(2).

16. Wilson, N., Summers, B., 2002, "Trade credit terms offered by small firms: survey evidence and empirical analysis", *Journal of Business Finance and Accounting*, 29, 317-352.

Tiếp theo trang 41

dùng tăng trưởng thấp nhất trong những năm gần đây, thì việc doanh nghiệp trong nước chủ động tự tháo gỡ khó khăn được cho là giải pháp tình thế hữu hiệu, nhằm giúp giải phóng nhanh hơn lượng hàng tồn kho và tăng khả năng quay vòng vốn nhanh phục vụ tái sản xuất. Chẳng hạn doanh nghiệp có thể đẩy nhanh tiêu thụ hàng hóa thông qua hình thức điều chỉnh thu hẹp quy mô sản xuất cũng như tăng cường xúc tiến thương mại, đưa hàng hóa về khu vực nông thôn hay đẩy mạnh khuyến mại hạ giá sản phẩm để cắt lỗ. Tăng cường hiệu quả hoạt động doanh nghiệp cũng chính là giải pháp góp phần nâng cao chất lượng tín dụng của ngân hàng.

Ngoài ra, cần hoàn thiện các quy định về công bố thông tin của công ty niêm yết trên TTCK. Các thông tin về doanh nghiệp được công bố trên bất kỳ TTCK nước nào chỉ được coi là tốt nếu hội đủ các yếu tố sau: Được cung cấp định kỳ và đúng hạn; người đầu tư có khả năng tiếp cận dễ dàng và được công bố đại chúng; thông tin chính xác và đầy đủ; được quy

định bằng văn bản. ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Thị trường trái phiếu Việt Nam: Một số vấn đề và giải pháp phát triển, <http://gafin.vn>

2. Nhóm tác giả, "Triển vọng kinh tế thế giới năm 2014 và những tác động đến Việt Nam", *Tạp chí Tài chính* số 1-2014

3. KPMG, "Khảo sát về ngành ngân hàng Việt Nam năm 2013".

4. Vân Du, "Công bố Báo cáo thường niên doanh nghiệp Việt Nam 2013", <http://www.vcci.com>

5. "Số doanh nghiệp có nhu cầu vay vốn", *Diễn đàn Doanh nghiệp*

6. websites: sbv.gov.vn; vcci.com; stoxplus.vn; ddd.com.vn; vnexpress.net; vietnamplus.vn.

Tiếp theo trang 26

2. Easterly, William (2005), *National policies and economic growth*, In Philippe Aghion and Steven Durlauf, editors, *Handbook of Economic Growth*, Elsevier.

3. Lương Thị Thu Hà và Lê Hồng Anh (2012), *Cán cân thương mại Việt Nam- Trung quốc trong bối cảnh quốc tế hóa nhân dân tệ*, Đề tài NCKH sinh viên, Học viện Ngân hàng.

4. Nguyễn Phi Lâm (2010), *Cơ chế truyền dẫn tiền tệ dưới góc độ phân tích định lượng*, *Tạp chí Ngân hàng*, 19-27.

5. Chu Khánh Lâm (2012), *Thực trạng truyền tải chính sách tiền tệ qua kênh tín dụng tại Việt Nam trong năm 2012*, *Tạp chí Khoa học và đào tạo Ngân hàng*.

6. Đinh Thị Thanh Long (2009), *Đề án tỷ giá*, NHNN.

7. Rodrik, Dani (2008), *The Real Exchange Rate and Economic Growth*, *Working paper*, John.F. Kenedy School of Government,