



ĐƯỜNG ĐI CỦA TỶ GIÁ: TRIỂN VỌNG TRUNG HẠN

TS. NGUYỄN ĐỨC ĐỘ

Ngày 31/12/2015, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đã ban hành Quyết định số 2730/QĐ-NHNN, theo đó tỷ giá trung tâm của Đồng Việt Nam (VND) với USD được điều chỉnh hàng ngày, có lên và có xuống, còn tỷ giá thị trường sẽ dao động trong biên độ +/- 3%. Chính sách tỷ giá mới ngay lập tức đã dẫn đến những lo ngại về tính bất định liên quan đến đường đi của tỷ giá trong thời gian tới. Liệu một chính sách tỷ giá linh hoạt hơn có làm khó người dân và doanh nghiệp trong việc dự đoán những biến động về giá USD trong tương lai?

Để trả lời câu hỏi này, chúng ta cần phân tích bối cảnh kinh tế tài chính trong nước và quốc tế, đặc biệt là những mục tiêu mà Ngân hàng Nhà nước (NHNN) muốn đạt được khi áp dụng cơ chế tỷ giá mới có tính linh hoạt hơn này.

Triển vọng tỷ giá nhìn từ mục tiêu chống đô la hóa

Mặc dù việc người dân và doanh nghiệp nắm giữ USD để bảo toàn giá trị tài sản của mình là một nhu cầu chính đáng, nhưng khi mức độ đô la hóa trong nền kinh tế tăng cao, lượng tiền gửi bằng VND trong hệ thống ngân hàng sẽ giảm theo tương ứng và khiến cho lãi suất VND bị neo cao hơn mức cần thiết, gây ảnh hưởng tiêu cực đến khu vực sản xuất. Để tháo gỡ khó khăn về vốn cho nền kinh tế, trong

những năm qua, NHNN đã phải cho phép các ngân hàng thương mại (NHTM) thực hiện các nghiệp vụ huy động và cho vay bằng USD với lãi suất thấp hơn lãi suất VND. Tuy nhiên, các giao dịch chuyển đổi tài sản từ VND sang USD và ngược lại sẽ dẫn đến những khó khăn nhất định trong việc kiểm soát cung tiền và lãi suất. Bởi vậy, việc hạn chế tình trạng đô la hóa là cần thiết.

Để thực hiện được mục tiêu này, NHNN sẽ phải đưa ra các chính sách nhằm làm giảm lợi ích của việc nắm giữ USD. Lãi suất tiền gửi bằng USD đã được đưa về mức 0%. Nhưng điểm then chốt là NHNN sẽ phải khống chế được mức kỳ vọng VND bị mất giá trong tương lai, vốn được dựa chủ yếu vào mức mất giá của VND trong quá khứ. Nói cách khác, để giảm



**CÁN CÂN THƯƠNG MẠI VÀ CÁN CÂN THANH TOÁN CỦA VIỆT NAM
GIAI ĐOẠN 2007-2014 (% GDP)**

Năm	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Cán cân thương mại	-13,5	-12,9	-7,2	-4,4	-0,3	5,6	5,1	6,5
Cán cân thanh toán	13,2	0,5	-8,4	-1,5	0,8	7,6	0,3	4,5

Nguồn: ADB. Key Indicators for Asia and the Pacific 2015

tình trạng đô la hóa, trong trung hạn NHNN sẽ phải duy trì tốc độ mất giá của VND ở mức thấp hơn mức lãi suất huy động VND mà NHNN cho là hợp lý.

Với tốc độ lạm phát trong thời gian tới chỉ dao động trong khoảng 0-2%, mức lãi suất huy động hợp lý cho nền kinh tế sẽ vào khoảng 4%. Do đó, để người dân và doanh nghiệp sẵn sàng nắm giữ VND với mức lãi suất này, NHNN nhiều khả năng sẽ cố gắng không để VND mất giá quá 3%/năm so với USD.

Triển vọng tỷ giá nhìn từ vấn đề nợ công

Hiện nay quy mô nợ công của Việt Nam đã đạt mức 61,3% GDP, còn nợ nước ngoài của quốc gia đã đạt mức 41,5% GDP. Hơn nữa, chi trả nợ hiện đã chiếm hơn 25% tổng thu NSNN và ảnh hưởng tiêu cực đến chi đầu tư phát triển.

Gần đây, Bộ Tài chính đã phải vay 1 tỷ USD từ Ngân hàng Vietcombank với mức lãi suất 3-4%, để bù đắp thâm hụt ngân sách. Nếu mức phá giá VND là 2%/năm, thì lãi suất tính ra VND sẽ vào khoảng 5-6%, tương đương mức vay bằng VND trên thị trường tài chính. Nhưng nếu VND bị mất giá tới 5%, thì mức lãi suất huy động của Chính phủ sẽ là 8-9%. Đây là mức lãi suất rất cao và khó được chấp nhận, vì lạm phát hiện ở mức dưới 1% và tăng trưởng GDP chỉ 6,7%. Ngoài ra, thu từ dầu thô tại Việt Nam hiện nay chỉ chiếm khoảng 5-6% tổng thu ngân sách, nên việc phá giá mạnh VND cũng sẽ không giúp cải thiện đáng kể nguồn thu từ dầu thô khi tính ra VND.

Vì vậy, có thể thấy rằng, đứng trên góc độ đảm bảo an toàn nợ công, Chính phủ sẽ muốn ổn định giá trị của VND, vì khi tiền đồng bị phá giá quá 3% sẽ khiến áp lực trả nợ của Chính phủ tăng lên đáng kể.

Triển vọng tỷ giá nhìn từ cán cân thương mại và cán cân thanh toán

Sau giai đoạn 2007-2010 bị thâm hụt ở mức cao, trong vài năm trở lại đây cán cân thương mại của Việt Nam đã tương đối cân bằng, trong đó giai đoạn 2012-2014 Việt Nam xuất siêu. Cán cân thanh toán của Việt Nam, ngoại trừ giai đoạn 2009-2010 bị âm do khủng

hoàng kinh tế-tài chính tại Mỹ khiến các dòng vốn chảy vào Việt Nam ít hơn, cũng luôn luôn thặng dư.

Thâm hụt thương mại cao trong giai đoạn 2007-2010 chủ yếu do Việt Nam đầu tư nhiều, dẫn đến nhập khẩu nhiều máy móc, thiết bị. Đồng thời lạm phát cao cũng khiến các doanh nghiệp tăng tích trữ nguyên vật liệu nhập khẩu. Tuy nhiên, kể từ năm 2012 do lạm phát thấp, nợ công và nợ xấu của hệ thống ngân hàng đã ở mức cao nên chi đầu tư của Chính phủ và tín dụng ngân hàng tăng trưởng chậm lại, dẫn đến nhập khẩu giảm mạnh. Trong năm 2015, khi kinh tế tăng trưởng cao hơn, thị trường bất động sản phục hồi, đầu tư gia tăng và dẫn đến Việt Nam nhập siêu 3,5 tỷ USD.

Trong thời gian tới, cán cân thương mại của Việt Nam, về cơ bản sẽ vẫn ở mức cân bằng. Kinh tế Việt Nam trong tương lai gần khó có thể tăng trưởng nóng do các nguồn lực của Chính phủ cũng như khu vực tư nhân không còn nhiều để tăng mạnh đầu tư và nhập khẩu (chi tiêu Chính phủ bị giới hạn bởi nợ công, còn khu vực tư nhân vẫn phải đối mặt với vấn đề nợ xấu bất động sản). Vì vậy, áp lực từ cán cân thương mại lên tỷ giá sẽ không lớn.

Về cán cân tài khoản vốn và cán cân thanh toán tổng thể, khả năng Việt Nam sẽ vẫn thu hút được nhiều dòng vốn trực tiếp và gián tiếp từ nước ngoài. Lý do là nền kinh tế Việt Nam trong thời gian tới vẫn có thể tăng trưởng trên 6% - mức tương đối cao trên thế giới. Bên cạnh đó, việc Việt Nam tham gia Hiệp định Đối tác kinh tế xuyên Thái Bình Dương (TPP) có thể khuyến khích các doanh nghiệp nước ngoài đầu tư nhiều hơn vào các ngành như dệt may, da giày... để tận dụng các ưu đãi. Ngoài ra, khi kinh tế Trung Quốc giảm tốc, một phần vốn có thể sẽ chảy sang các nước khác, trong đó có Việt Nam. Hơn nữa, với chủ trương đẩy mạnh cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước, Việt Nam có thể sẽ thu hút nhiều hơn các dòng vốn gián tiếp nước ngoài.

Như vậy, xét trên khía cạnh cung - cầu ngoại tệ cho các hoạt động thương mại và đầu tư, có thể thấy rằng, sẽ không có nhiều sức ép buộc Việt Nam phải phá giá mạnh VND.

Sức ép phá giá trong năm 2015 chủ yếu đến từ việc đồng USD mạnh và đồng Nhân dân tệ của Trung Quốc giảm giá đã thúc đẩy tâm lý găm giữ USD của người dân và doanh nghiệp, đồng thời gây sức ép buộc NHNN phải phá giá để hỗ trợ khu vực xuất khẩu.



Triển vọng tỷ giá nhìn từ thị trường tài chính quốc tế

Trong năm 2015, kỳ vọng Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed) tăng lãi suất đã thúc đẩy các dòng vốn chảy từ các nước đang phát triển về Mỹ, khiến đồng USD mạnh lên và các đồng tiền của nhiều nước bị mất giá. Trong thời gian tới, khả năng đồng USD tăng giá vẫn còn nhưng một số dự báo cho rằng mức tăng sẽ không mạnh như trong năm 2015, vì thị trường đã phản ứng từ trước. Nếu vậy, sức ép phá giá VND từ chính sách của Fed cũng sẽ không lớn như trong năm 2015.

Tuy nhiên, diễn biến của đồng Nhân dân tệ (NDT) vẫn khó lường. Khả năng Trung Quốc sẽ vẫn để cho đồng nhân dân tệ giảm giá, vì xuất khẩu của nước này đang sụt giảm, đồng thời nhiều doanh nghiệp của Trung Quốc bị thua lỗ, thậm chí phá sản. Mặc dù vậy, nhiều khả năng Trung Quốc sẽ không phá giá mạnh, vì người dân Trung Quốc hiện cũng đã bắt đầu mua USD để tích trữ. Nếu Trung Quốc phá giá mạnh, làn sóng tích trữ USD có thể gia tăng và khiến tình hình phức tạp thêm.

Hơn nữa, kể cả khi đồng NDT mất giá mạnh, nhưng giá trị của các đồng tiền khác ổn định hơn, sức ép phá giá đối với VND cũng sẽ không quá lớn, vì NHNN hiện nay hoạch định chính sách tỷ giá dựa trên một rổ tiền tệ bao gồm: USD, Euro, JPY, Nhân dân tệ, SGD, KRW, BATH, TWD.

Tóm lại, trong trung hạn tình hình cung - cầu ngoại tệ tại Việt Nam tương đối thuận lợi cho việc ổn định tỷ giá VND/USD. Chính phủ cũng chủ trương ổn định tỷ giá VND/USD để giảm lãi suất, hỗ trợ kinh tế phục hồi, đồng thời giảm sức ép lên ngân sách và nợ công.

Tình trạng đô la hóa cũng đang được hạn chế bằng nhiều chính sách khác nhau. Bên cạnh việc đưa lãi suất tiền gửi USD về 0%, cơ chế điều chỉnh tỷ giá hàng ngày với từng bước nhỏ, có lên và có xuống, đã tạo nên những bất định cho các nhà đầu cơ ngắn hạn. Nếu như trước đây, khi người dân dự báo NHNN có thể phá giá 1-2% trong vung một vài tuần tới, họ sẽ mua USD trước để đợi giá USD tăng, thì với chính sách mới, sẽ rất khó thu được lợi nhuận lớn từ việc nắm giữ USD trong ngắn hạn. Lợi ích từ việc nắm giữ USD sẽ chỉ nhìn thấy rõ sau một thời gian tính bằng quý và sẽ vẫn thấp hơn so với việc nắm giữ VND. Đó là chưa kể người dân và doanh nghiệp sẽ phải mất thêm chi phí giao dịch, khi giá mua cao hơn giá bán khoảng 50-100 VND cho mỗi USD.

Hơn nữa, mặc dù tạo nên những bất định về tỷ giá trong ngắn hạn, NHNN vẫn chủ trương ổn định tỷ giá và thị trường tiền tệ trong trung hạn thông qua các hợp đồng bán USD kỳ hạn cho các NHTM. Chẳng hạn, nếu NHNN chào bán USD kỳ hạn 3 tháng với mức giá cao hơn 1% so với mức giá USD hiện tại, có thể hiểu rằng NHNN muốn đưa ra thông điệp giá USD trong vòng 3 tháng tới sẽ không tăng quá 1%.

Điểm khó đoán là sự biến động của tỷ giá giữa các đồng tiền trên thị trường thế giới. Tuy nhiên, các biến động trên thế giới sẽ chỉ tác động một phần lên chính sách tỷ giá của NHNN, vì Việt Nam có những vấn đề riêng phải giải quyết và không thể để tỷ giá VND/USD biến động hoàn toàn theo thị trường thế giới. 

