Ổn định tỷ giá

Thay đổi lãi suất điều hành của ngân hàng trung ương sẽ tác động đến sản lượng và giá cả theo bốn kênh chủ yếu: lãi suất thị trường, tín dụng, giá tài sản và tỷ giá

trong mối quan hệ với ổn định lạm phát ở Việt Nam

THƯ VIỆN TP. CẦN THƠ

ThS. Nguyễn Huyền Dịu *

Tỷ giá là một trong những kênh truyền tải của chính sách tiền tệ, truyền dẫn tác động từ các công cụ đến mục tiêu cuối cùng của chính sách tiền tệ, trong đó, quan trọng nhất là mục tiêu ổn định giá cả. Đối với Việt Nam, mục tiêu này hiện càng trở nên cấp thiết khi chỉ số giá tiêu dùng (CPI) đã tăng cao liên tục trong nhiều năm trở lại đây. Tháng 7/2011, Tổng cục Thống kê công bố CPI của Việt Nam đã tăng 22,2% so với cùng thời điểm của năm 2010 và tăng 14,6% so với thời điểm đầu năm, cao hơn nhiều so với mục tiêu không quá 7% mà Quốc hội khóa XII kỳ họp thứ 8 đặt ra tại Nghị quyết 51/2010/QH12 về kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội năm 2011. Cho dù có so với mức mục tiêu đã được điều chỉnh là CPI năm 2011 tăng từ 15 - 17% tại Báo cáo tình hình kinh tế xã hội 6 tháng đầu năm, giải pháp cho 6 tháng cuối năm của Chính phủ thì mức lạm phát thực tế dường như cũng khó đạt mục tiêu.

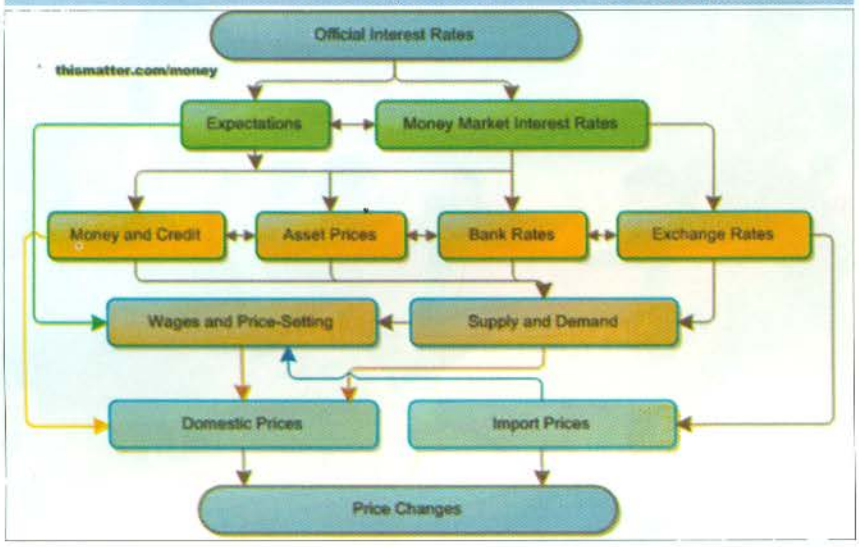
Vậy đâu là giải pháp để ổn định lạm phát của Việt Nam và liệu ổn định tỷ giá có thể giúp ổn định lạm phát? Để trả lời được câu hỏi này, trước tiên cần hiểu rõ tỷ giá tác động đến lạm phát theo cơ chế nào.

Chính sách tiền tệ, thông qua các công cụ của mình và qua các kênh truyền dẫn, để tác động đến mức sản lượng và giá cả trong nền kinh tế. Tại hầu hết các nước công nghiệp có thị trường tài chính phát triển, đặc biệt tại những nước theo đuổi khuôn khổ mục tiêu lạm phát, công cụ phổ biến nhất của chính sách tiền tệ là lãi suất. Việc thay đổi lãi suất điều hành của ngân hàng trung ương sẽ tác động đến sản lượng và giá cả theo bốn kênh chủ yếu: lãi suất thị trường, tín dụng, giá tài sản và tỷ giá.

Trong kênh truyền dẫn tỷ giá, nếu ngân hàng trung ương thắt chặt chính sách tiền tệ bằng cách tăng các mức lãi suất điều hành, thì sẽ làm tăng giá trị đồng nội tệ, khiến giá hàng hóa dịch vụ trong nước đắt lên tương đối so với giá hàng hóa dịch vụ nước ngoài tính bằng nội tệ. Kết quả là, một mặt,

* Vụ Chính sách tiền tệ, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Sơ đồ 1: Cơ chế truyền tải chính sách tiền tệ



Nguồn: http//thismatter.com/money/banking/European-centrel-bank-monetary-policy.htm

xuất khẩu hàng hóa dịch vụ giảm và nhập khẩu hàng hóa dịch vụ tăng, qua đó giảm mức sản lượng của nền kinh tế, thu hẹp chênh lệch sản lượng thực tế và sản lượng tiềm năng và giảm áp lực lạm phát từ phía cầu; mặt khác, do giá nhập khẩu hàng hóa dịch vụ tính bằng nội tệ giảm, giảm hiệu ứng "nhập khẩu lạm phát" góp phần giảm lạm phát. Cơ chế truyền tải chính sách tiền tệ có thể được tóm tắt tại sơ đồ sau:

(Xem sơ đồ 1)

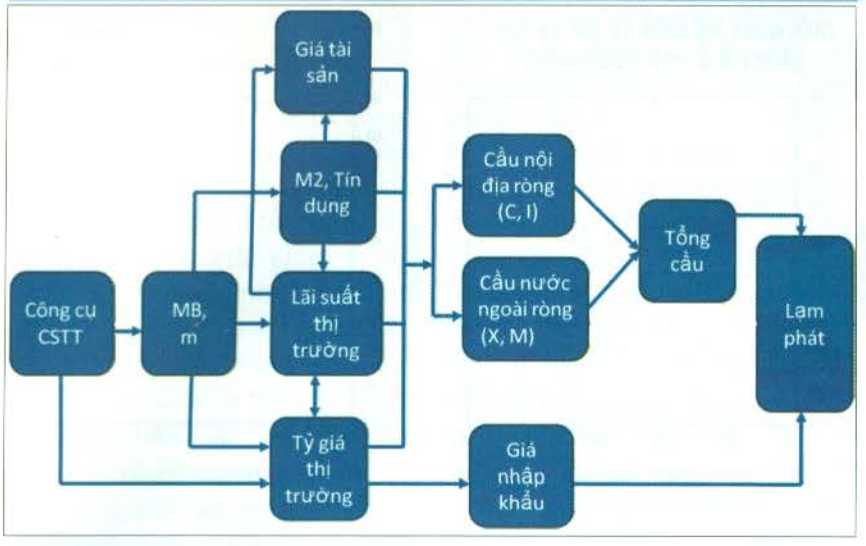
Khi nhắc đến hiệu ứng "nhập khẩu lạm phát", người ta cũng nói đến khái niệm "hiệu ứng trung chuyển tác động của tỉ giá" (*"exchange rate pass-through effect (ERPT)"*), nôm na có thể hiểu là tác động của việc tăng 1% tỷ giá (phá giá 1%) lên lạm phát CPI thông qua tăng giá của nhóm hàng hóa nhập khẩu. ERPT được xây dựng dựa trên giả định về luật ngang giá sức mua (PPP), rằng giá của một loại hàng hóa giao dịch ngoại thương (tradable goods) tính trên cùng một loại tiền tệ phải bằng nhau ở tất cả các quốc gia. Như vậy, nếu cơ chế ERPT diễn ra hoàn hảo thì 1% tăng lên của tỷ giá có thể khiến giá hàng hóa nhập khẩu tính bằng nội tệ tại quốc gia nhập khẩu tăng lên 1%, giả định các nhân tố khác không thay đổi. Đồng thời, nếu coi α là tỷ lệ của nhóm hàng nhập khẩu tính trên tổng giá trị rổ hàng hóa tiêu dùng của một nước, ta có công thức tính chỉ số giá của một quốc gia như sau:

$$P = (1 - \alpha)P_{domestic} + \alpha P_{import}$$

Rõ ràng là giá hàng nhập khẩu tăng là một yếu tố làm tăng mức giá chung trong nền kinh tế. Cơ chế ERPT có thể diễn ra một cách hoàn hảo, không hoàn hảo và thậm chí là không xảy ra tùy vào đặc điểm kinh tế của từng quốc gia. Khi cơ chế này xảy ra hoàn hảo, 1% phá giá nội tệ cũng sẽ làm tăng 1% giá nhập khẩu và ngược lại. Nếu đồng nội tệ phá giá nhưng không làm thay đổi giá của nhóm hàng nhập khẩu tính bằng nội tệ, ta nói rằng cơ chế ERPT đã không xảy ra. Trường hợp 1% phá giá làm tăng giá hàng nhập khẩu ít hơn 1% diễn ra khi cơ chế ERPT diễn ra không hoàn hảo. Có nhiều nguyên nhân để cơ chế ERPT diễn ra không hoàn hảo hoặc không diễn ra, tuy nhiên, nội dung đó nằm ngoài chủ đề của bài viết này, tác giả mong muốn sẽ được thảo luận trong một dịp khác. Song, một kết quả nghiên cứu đáng chú ý là tác động ERPT có vẻ mạnh hơn tại những nước mới nổi và đang phát triển nơi lạm phát thường xuyên biến động ở mức cao, trong khi tác động này thường khá thấp ở những nước phát triển nơi lạm phát thấp và ổn định (Zorzi, Hahn, & Sánchez, 2007 và Mishkin, 2008). Đây là một kết quả thú vị, cho thấy tỷ giá và lạm phát có mối quan hệ 2 chiều: Việc phá giá đồng nội tệ có thể làm gia tăng lạm phát, nhưng sự ổn định của lạm phát với kỳ vọng lạm phát được "neo" chắc chắn có thể là nền tảng làm giảm đi tác động ERPT của tỷ giá.

Quay trở lại chủ đề mối quan hệ giữa tỷ giá và lạm phát ở Việt Nam, trước hết, cần điểm qua một vài nét về cơ chế điều hành chính sách tiền tệ của Việt Nam, để nhìn nhận vai trò của tỷ giá trong quá trình truyền tải tác động của chính sách tiền tệ. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam điều hành chính sách tiền tệ theo cơ chế mục tiêu tiền tệ (Monetary Targeting Strategy), theo đó, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam căn cứ vào kế hoạch tiền cung ứng bổ sung cho lưu thông hàng năm do Chính phủ phê duyệt để điều hành các công cụ chính sách tiền tệ (gồm dự trữ bắt buộc, tái cấp vốn, nghiệp vụ thị trường mở, lãi suất và tỷ giá) nhằm bơm hoặc hút tiền theo mục tiêu cung ứng tiền. Lượng cung tiền của Ngân hàng Nhà nước qua các kênh truyền tải gồm lãi suất, tiền tệ và tín dụng, tỷ giá và giá tài sản sẽ tác động đến mục tiêu cuối cùng. Sơ đồ 2 thể hiện rõ hơn cơ chế

Sơ đồ 2: Cơ chế truyền tải chính sách tiền tệ tại Việt Nam



truyền tải chính sách tiền tệ của Việt Nam.

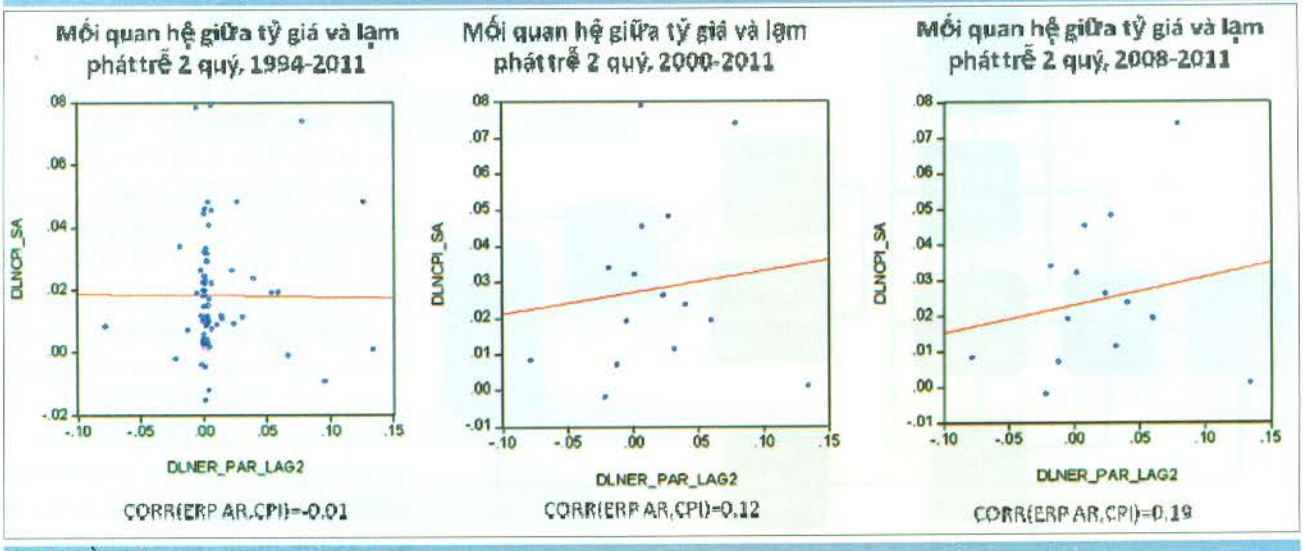
(Xem sơ đồ 2)

Như vậy, cơ chế truyền tải chính sách tiền tệ của Việt Nam có sự biến tướng chút ít so với cơ chế truyền tải truyền thống như đề cập ở trên. Đó là: thứ nhất, mục tiêu hoạt động của chính sách tiền tệ là khối lượng tiền cung ứng do Chính phủ phê duyệt thay vì là lãi suất liên ngân hàng; và quan trọng hơn, tỷ giá vừa là một trong những công cụ của chính sách tiền tệ, vừa là mục tiêu trung gian. Với vai trò là công cụ của chính sách tiền tệ, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam hàng ngày công bố tỷ giá bình quân liên ngân hàng là mức tỷ giá bình quân trên thị trường liên ngân hàng tại thời điểm đóng cửa của ngày giao dịch trước đó. Theo đó, các ngân hàng thương mại căn cứ vào mức tỷ giá này cộng với biên độ giao dịch theo quy định để quyết định mức tỷ giá giao dịch với khách hàng. Ngân hàng Nhà nước cũng có thể thực hiện các can thiệp mua/bán ngoại tệ để đạt được mức tỷ giá bình quân liên ngân hàng và tỷ giá thị trường như mong muốn, khi đó tỷ giá đóng vai trò là mục tiêu trung gian.

Đã có một vài nghiên cứu thực nghiệm cho thấy tồn tại mối quan hệ giữa tỷ giá và lạm phát ở Việt Nam. Camen (2006) trong nghiên cứu về các yếu tố tác động lên lạm phát CPI của Việt Nam với chuỗi số liệu tháng từ 2/1996 - 4/2005 đã kết luận rằng tỷ giá danh nghĩa USD/VND đóng góp khá quan trọng vào tốc độ tăng CPI của Việt Nam, giải thích khoảng 19% trong tổng mức tăng CPI sau 12 tháng. Vo Van Minh (2009) trong nghiên cứu về tác động ERPT tại Việt Nam với chuỗi số liệu tháng từ 1/2001 - 2/2007 cũng chứng minh được việc phá giá đồng Việt Nam tạo ra tác động không hoàn hảo lên giá nhập khẩu và lạm phát CPI, tuy nhiên, mức độ tác động không lớn, 1% phá giá của VND khiến lạm phát CPI tăng 0,08% trong trong khoảng thời gian 1 năm đầu kể từ khi xảy ra cú sốc phá giá. Tuy nhiên, cũng cần lưu ý rằng nghiên cứu của Vo Van Minh (2009) sử dụng tỷ giá hiệu dụng đa phương danh nghĩa (NEER), vốn không phải là công cụ tỷ giá của Ngân hàng Nhà nước. Và gần đây nhất, trong một nghiên cứu về các yếu tố tác động lên lạm phát CPI của Việt Nam giai đoạn 2000 - 2010 của Nguyen Thi Thu Hang va Nguyen Duc Thanh (2010), khi Ngân hàng Nhà nước tăng 1% tỷ giá chính thức USD/VND sẽ tạo áp lực làm tăng lạm phát, và tỷ giá giải thích khoảng 19% mức lạm phát CPI sau 12 tháng và khoảng 30% sau 17 tháng. Nghiên cứu này cho thấy có vẻ như tỷ giá là một yếu tố khá quan trọng giải thích biến động của lạm phát, nhưng cũng cần lưu ý rằng ở nghiên cứu này còn một số điểm cần làm rõ hơn như kết quả kiểm định nhân quả Granger giữa tỷ giá và lạm phát, hàm phản ứng thể hiện tác động tỷ lệ nghịch giữa 2 biến này, kết quả kiểm định đồng liên kết không hoàn toàn tốt. Tại trang thông tin của Ngân hàng Nhà nước, bài nghiên cứu của tác giả Nguyễn Phi Lân (2010) với chuỗi số liệu từ 1998 - 2009 về cơ chế truyền tải chính sách tiền tệ cũng cho thấy tương quan tỷ lệ thuận giữa tỷ giá và lạm phát mặc dù khả năng giải thích của tỷ giá đối với lạm phát là khá khiêm tốn, 5% sau 12 tháng và 8% sau 24 tháng.

Những kết quả nghiên cứu trên đây phần nào chứng minh được mối quan hệ tỷ lệ thuận giữa ổn định tỷ giá và ổn định lạm phát ở Việt Nam. Dường như mối quan hệ này trong vài năm gần đây đã trở nên rõ rệt hơn khi mà tốc độ phá giá của VND so với USD kể từ năm 2008 đến nay ở mức khoảng 28,5%, và tương ứng tốc độ gia tăng CPI trong cùng thời kỳ cũng ở mức khoảng 42%. Sử dụng phương pháp thống kê đơn giản là tính toán hệ số tương quan giữa tốc độ mất giá của VND (tính theo tỷ giá trên thị trường phi chính thức) và lạm phát CPI của Việt Nam, có thể thấy có sự thay đổi rõ rệt về tương quan giữa

Sơ đồ 3: Tương quan giữa tỷ giá và lạm phát CPI của Việt Nam qua các giai đoạn



Nguồn: Tính toán của tác giả

hai biến này. Nếu như trong giai đoạn 1994 - 2011, mức độ tương quan giữa tỷ giá trễ 2 quý và lạm phát là không đáng kể và có phần còn ngược chiều (hệ số tương quan bằng -1%), giai đoạn 2000 -2011 mức độ tương quan đã chuyển sang cùng chiều và tăng lên mức 12% và chủ yếu tập trung vào giai đoạn 2008 - 2011 với hệ số tương quan là 19%. Tất nhiên, hệ số tương quan chỉ nói lên được mức độ chặt chẽ về mối quan hệ giữa các biến số mà không cho biết biến nào là nguyên nhân tác động (biến độc lập), biến nào là kết quả (biến phụ thuộc), đồng thời cũng không rõ mức độ tác động của biến độc lập lên biến phụ thuộc. Tuy nhiên, nó cũng phần nào phản ánh một kết quả khá thống nhất với các kết quả nghiên cứu hiện hành.

Mối quan hệ tỷ lệ thuận giữa tỷ giá USD/VND với lạm phát CPI có thể được lý giải sâu hơn khi xem xét cơ cấu kinh tế của Việt Nam. Mặc dù được đánh giá là nền kinh tế có mức tăng trưởng ấn tượng và nhiều tiềm năng, nhưng nền sản xuất của Việt Nam có giá trị gia tăng thấp, phụ thuộc phần lớn vào nguồn máy móc thiết bị, nguyên nhiên vật liệu nhập khẩu. Đơn cử như ngành hàng dệt may hiện đang là ngành hàng xuất khẩu chủ lực của nước ta thì cũng phải nhập khẩu đến 90% nguyên liệu. Hay thậm chí nước ta là nước nông nghiệp, có thế mạnh về các sản phẩm nông nghiệp như lúa gạo, thủy sản xuất khẩu nhưng từ phân bón, thuốc trừ sâu đến thức ăn chăn nuôi cũng đều phải nhập từ nước ngoài. Với một nền kinh tế phụ thuộc vào bên ngoài lớn như vậy, tác động gián tiếp của việc tăng tỷ giá đến lạm phát CPI thông qua tăng chi phí sản xuất do tăng giá nhập khẩu nguyên nhiên vật liệu, máy móc thiết bị tính bằng VND thì có thể sẽ tương đối lớn. Đối với tác động trực tiếp lên giá nhóm hàng tiêu dùng có nguồn gốc nhập khẩu, khó có thể xác định do không có số liệu về cơ cấu nhóm hàng tiêu dùng nhập khẩu trong rổ hàng hóa tiêu dùng của Việt Nam, nhưng dường như sự tác động có chiều hướng tăng do xu hướng nhập khẩu hàng tiêu dùng, đặc biệt là nhóm hàng tiêu dùng xa xỉ như ô tô, xe máy, điện thoại, máy tính... đang tăng nhanh.

Xem xét mối quan hệ giữa ổn định tỷ giá và ổn định lạm phát như trên, có thể thấy chủ trương ổn định tỷ giá của Ngân hàng Nhà nước trong bối cảnh hiện tại là hợp lý. Nó phù hợp với mục tiêu ổn định lạm phát mà Luật Ngân hàng Nhà nước năm 2010 đặt ra cho chính sách tiền tệ. Một lợi ích lớn hơn mà ổn định tỷ giá (nếu

thành công) có thể đem lại là có thể phục hồi lòng tin của công chúng và thị trường vào điều hành chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước một cách nhanh chóng. Ai cũng biết đây là ưu điểm chính của cơ chế điều hành chính sách tiền tệ theo mục tiêu tỷ giá. Trong khi lạm phát chưa thể giảm xuống mức thấp nhanh chóng, tỷ giá ổn định sẽ giúp lấy lại niềm tin vào giá trị đồng Việt Nam. Việc đặt mục tiêu ổn định tỷ giá của Ngân hàng Nhà nước cũng có thể là một quyết định khôn ngoan khi mà điều kiện hiện tại của Việt Nam vẫn chưa cho phép thực hiện khuôn khổ mục tiêu lạm phát do ngân hàng trung ương vẫn trực thuộc Chính phủ, thị trường tài chính kém phát triển, và còn nhiều yếu tố khác mà Ngân hàng Nhà nước Việt Nam hiện nay vẫn đang trong quá trình đổi mới.

Song, về lâu dài, ổn định tỷ giá có phải là lựa chọn tốt nhất trên con đường hướng tới mục tiêu cuối cùng là ổn định giá cả hay không? *Thứ nhất*, nếu nhìn vào quy mô tác động của tỷ giá lên lạm phát thì câu trả lời dường như là "Không" do mối quan hệ giữa tỷ giá là lạm phát chưa phải là đã chặt chẽ, hệ số tương quan cho giai đoạn 2008 - 2011, là giai đoạn tỷ giá biến động nhất cũng chỉ đạt 20%, khả năng giải thích của tỷ giá đối với sự gia tăng của CPI dao động trong khoảng 5 - 30% và nếu không kể nghiên cứu của hai tác giả Nguyen Thi Thu Hang va Nguyen Duc Thanh (2010) do một số nghi ngờ về mức độ tin cậy của mô hình thì tỷ giá chỉ giải thích được tối đa 19% biến động của lạm phát. *Thứ hai*, kinh nghiệm của một số nước đã từng theo đuổi cơ chế mục tiêu tỷ giá (một cách chính thức hoặc không chính thức) thành công như Trung Quốc hoặc Malaysia cho thấy đây đều là những nước có cán cân thương mại thặng dư, nguồn dự trữ ngoại tệ dồi dào tạo điều kiện thuận lợi cho ngân hàng trung ương thực hiện can thiệp khi tỷ giá biến động. Trong khi đó, Việt Nam lại là nước thâm hụt thương mại dai dẳng và quy mô nhập siêu đang ngày càng có xu hướng tăng, dự trữ ngoại hối mỏng. Điều này khiến tỷ giá luôn chịu áp lực phá giá trong khi tiềm lực can thiệp của ngân hàng trung ương hạn chế. Hơn nữa, thực tế cũng cho thấy nếu tỷ giá được neo ở một mức quá cứng nhắc, không phản ánh đúng quy luật thị trường thì tất đến một lúc nào đó sẽ phải điều chỉnh. Điển hình như Trung Quốc hiện tại đang phải liên tục tăng giá đồng Nhân dân tệ để phù hợp với các điều kiện thị trường, hay Malaysia cũng đã thả nổi tỷ giá kể từ năm 2005. *Thứ ba*, ổn định tỷ giá và ổn định lạm phát không phải lúc nào cũng song hành với nhau mà có lúc lại là mâu thuẫn. Theo lý thuyết về bộ ba bất khả thi, khi luồng vốn di chuyển linh hoạt, một quốc gia chỉ có thể chọn hoặc chính sách tiền tệ độc lập hoặc ổn định tỷ giá. Nhiều ý kiến cho rằng điều này đã xảy ra đối với Việt Nam giai đoạn 2007 - 2008 khi Việt Nam đón nhận một luồng vốn ngoại lớn từ bên ngoài trước kỳ vọng về nền kinh tế sau khi là thành viên WTO. Để ổn định tỷ giá, Ngân hàng Nhà nước đã mua một lượng lớn ngoại tệ, qua đó, tăng dự trữ ngoại hối, đồng thời để kiềm chế lạm phát, Ngân hàng Nhà nước cũng đã phải thực hiện nghiệp vụ can thiệp trung hòa (sterilize) trên thị trường mở. Rủi ro chính của việc can thiệp trung hòa là quy mô can thiệp có thể không tương xứng với lượng tiền cung ứng để mua ngoại tệ, hậu quả là lạm phát tăng mạnh do cung tiền tăng cao.

Như vậy, có vẻ như để đạt được mục tiêu cuối cùng là ổn định giá cả như đã quy định trong Luật Ngân hàng Nhà nước mới, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam cần nghiên cứu thiết lập khuôn khổ mục tiêu lạm phát. Khi đó, quay trở lại với nhận định của Mishkin (2008), khi một nền kinh tế có mức lạm phát thấp và ổn định, ERPT không phải là vấn đề đáng lo ngại. Và để làm được điều này, còn rất nhiều vấn đề phải làm, không chỉ là trách nhiệm của Ngân hàng Nhà nước, mà còn cần sự ủng hộ của Chính phủ, và sự chung tay của các Bộ, ngành. ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Camen, U. (2006). *Monetary Policy in Vietnam: A Case of a Transition Country.* BIS paper No.31.

2. Mishkin, F.S. (2008). *Exchange Rate Pass-through and Monetary Policy.* A speech at the Norges Bank Conference on Monetary Policy in March 7, 2008.

3. Nguyễn Phi Lân (2010). *Cơ chế truyền tải chính sách tiền tệ dưới góc độ phân tích định lượng.* Tạp chí Ngân hàng số 18/2010.

4. Nguyen Thi Thu Hang & Nguyen Duc Thanh (2010). *Macroeconomics Determinants of Vietnam's Inflation 2000-2010: Evidence and Analysis.* VEPR Working Paper WP-09.

5. Singh, S. (2011). *Monetary Policy Framework in Malaysia.*

6. Vo Van Minh (2009). *Exchange Rate Pass-through and Its Implication For Inflation in Vietnam.* VDF Working paper 0902.

7. Zorzi, M.C, Hahn, E. & Sánchez, M. (2007). *Exchange Rate Pass Through in Emerging Markets.* ECB working paper No.739/March 2007.