

BIẾN ĐỘNG tỷ giá hối đoái ở Việt Nam và các nhân tố đặc thù

TS. TÔ TRUNG THÀNH

Khoa Kinh tế học, Đại học Kinh tế quốc dân Hà Nội

Từ ngày Việt Nam gia nhập WTO (năm 2007) và từng bước hội nhập sâu hơn vào thương mại và tài chính thế giới, nền kinh tế đã phải đối diện với bất ổn kinh tế vĩ mô kéo dài, trong đó hai biến số quan trọng là lạm phát và tỷ giá. Bài viết sẽ đánh giá tác động của các nhân tố đến biến động của tỷ giá hối đoái. Các kết quả thực nghiệm thu được thể hiện qua các hàm phản ứng và phân rã phương sai.

ĐẶC ĐIỂM CHÍNH SÁCH TỶ GIÁ VÀ BIẾN ĐỘNG TỶ GIÁ HỐI ĐOÁI

Tại Việt Nam, chính sách tỷ giá có thể coi là một thành phần trong chính sách tiền tệ quốc gia, bao gồm: việc lựa chọn chế độ tỷ giá, các công cụ can thiệp và điều tiết (mua - bán ngoại hối, điều chỉnh lãi suất, xác lập biên độ dao động tỷ giá...) để tác động đến cung - cầu ngoại tệ trên thị trường và đạt được mục tiêu đề ra - kiểm soát lạm phát và ổn định sức mua của đồng tiền; khuyến khích xuất khẩu và hạn chế nhập khẩu; góp phần tăng trưởng kinh tế.

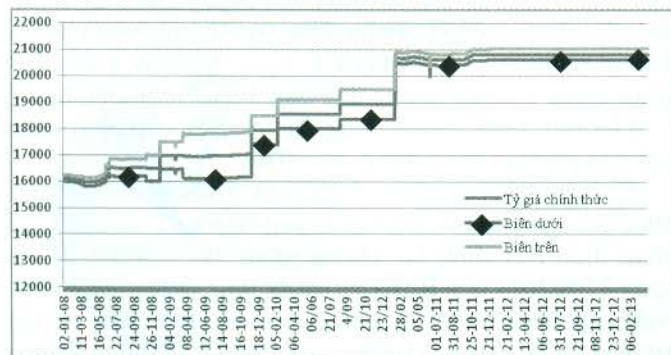
Cơ chế tỷ giá Việt Nam áp dụng kể từ 1989 - 2012 theo hệ thống phân loại của IMF có thể được khái quát lại như sau:

- Tháng 3/1989, Việt Nam chính thức áp dụng cơ chế neo tỷ giá với biên độ được điều chỉnh. Theo đó,

tỷ giá chính thức được điều chỉnh dựa trên các tín hiệu lạm phát, lãi suất, cán cân thanh toán, tỷ giá thị trường tự do, tỷ giá ngân hàng thương mại (NHTM) được cho phép dao động trong giới hạn 5% xung quanh tỷ giá chính thức. Trong giai đoạn 1990-1991, tỷ giá chính thức thường xuyên thấp hơn tỷ giá tự do, để giải quyết vấn đề này, thị trường ngoại hối chính thức được thành lập vào năm 1991, bao gồm 2 sàn giao dịch ngoại hối ở Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh. Tỷ giá chính thức được xác định dựa trên tỷ giá đầu thầu tại 2 sàn này; tỷ giá NHTM chỉ được phép dao động không quá 0,5% so với tỷ giá chính thức.

- Trong những năm tiếp theo, do sự gia tăng mạnh mẽ của các dòng vốn vào nền kinh tế như: FDI, ODA... thị trường ngoại hối không còn quá căng thẳng, VND tăng giá trị. Thị trường liên ngân hàng được thành lập vào tháng 9/1994 để thay thế cho 2 sàn giao dịch ngoại hối. Tỷ giá chính thức được Ngân hàng Nhà nước (NHNN) quyết định dựa vào tỷ giá giao dịch trên thị trường liên ngân hàng. Để gia tăng tính linh hoạt của tỷ giá và với mục đích định giá thấp VND cho mục tiêu xuất khẩu, dải dao động cho phép của tỷ giá đã được nới lỏng từ 0,5% lên 1% vào tháng 11/1996, lên 5% vào tháng 2/1997, 10% vào tháng 10/1997 trước khi giảm xuống còn 7% vào

HÌNH 1. TỶ GIÁ VND/USD GIAI ĐOẠN 2008-2012



Nguồn: NHNN

tháng 8/1998. Do ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính châu Á và chênh lệch giữa tỷ giá chính thức và tỷ giá tự do gia tăng, NHNN đã phải phá giá mạnh VND 2 lần liên tiếp trong năm 1998 (tháng 2 và tháng 8) với tổng tỷ lệ phá giá lên đến 16,3%. Đến tháng 2/1999, tỷ giá chính thức công bố là tỷ giá liên ngân hàng trung bình ngày làm việc hôm trước, và tỷ giá của NHTM chỉ còn được phép giao dịch xung quanh 0,1% và sau vài năm được nới lỏng lên 0,25% vào tháng 7/2002 và 0,5% vào năm 2007.

- Sau khi Việt Nam gia nhập sâu hơn vào kinh tế toàn cầu với việc chính thức là thành viên của WTO, chính sách điều hành tỷ giá đã có những biến động mạnh so với giai đoạn trước. Với dòng vốn vào nền kinh tế gia tăng đột biến trong 2 năm 2007, 2008; xuất hiện trạng thái dư thừa ngoại tệ ở quy mô lớn, VND tăng giá trong giai đoạn này, tỷ giá NHTM luôn nằm sàn của biên độ cho phép. Tuy nhiên, những tác động từ khủng hoảng kinh tế thế giới khiến luồng đầu tư gián tiếp vào Việt Nam đảo chiều từ nửa cuối năm 2008 cộng sức ép từ lạm phát, nhập siêu gia tăng mạnh, chênh lệch giá vàng trong nước và quốc tế gia tăng và yếu tố tâm lý lo ngại về khả năng phá giá tiền VND đã khiến VND mất giá danh nghĩa. Chênh lệch tỷ giá chính thức và tự do gia tăng, tỷ giá NHTM luôn cận trần biên độ cho phép trong năm 2009. NHNN đã phải liên tục tăng tỷ giá chính thức và nới lỏng biên độ giao dịch cho phép lên 0,75% (từ 23/12/2007 đến 09/03/2008), 1% (10/03/2008 đến 25/06/2008), 2% (26/05/2008 đến 05/11/2008), 3% (06/11/2008 đến 23/03/2009) và 5% (24/03/2009 đến 25/11/2009). Với những sức ép mạnh mẽ đến VND, NHNN đã buộc phải chính thức phá giá 5,4% vào ngày 26/11/2009, tỷ lệ phá giá cao nhất trong một ngày trong vòng 10 năm.

- Diễn biến tỷ giá tiếp tục diễn biến phức tạp trong năm 2010 bất chấp những lần tăng tỷ giá chính thức ở mức độ cao vào đầu năm và tháng 8, hay thực thi hàng loạt các biện pháp hành chính, như: giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi ngoại tệ, mở rộng đối tượng cho vay ngoại tệ, chấm dứt việc giao dịch vàng trên các tài khoản ở nước ngoài của các NHTM và các tổ chức tín dụng, đóng cửa các sàn vàng và tăng lãi suất. Tình trạng này xuất phát từ một số nguyên nhân cơ bản: (1) nhập siêu vẫn ở mức cao; (2) tín

dụng ngoại tệ tăng mạnh để tránh lãi suất tiền đồng gia tăng cao, khiến cầu ngoại tệ tăng cao khi các khoản vay ngoại tệ (thường là ngắn hạn) đến hạn; (3) biến động trên thị trường vàng, chênh lệch giá vàng trong nước và quốc tế tăng cao kỷ lục dẫn đến các hoạt động buôn lậu vàng và đầu cơ, gây sức ép lớn đến thị trường ngoại hối.

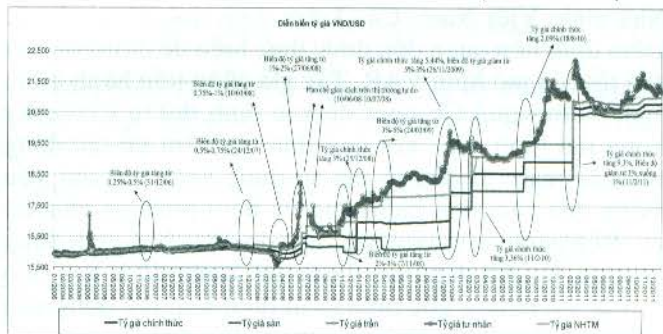
- Tháng 2/2011, NHNN đã phải phá giá VND ở mức cao nhất trong lịch sử (9,3%), đồng thời giảm biên độ xuống còn +/-1%. Tiếp đến tháng 3, NHNN quản lý chặt chẽ thị trường tự do, áp trần lãi suất tiền gửi bằng ngoại tệ và tăng cường các biện pháp chống đô la hóa. Tỷ giá chính thức cũng được thay đổi hàng ngày và ít tạo kỳ vọng tiền VND phải tiếp tục phá giá thêm.

Được sự hậu thuẫn lớn từ nhu cầu nhập khẩu giảm (do tổng cầu giảm sút sản xuất đình trệ), thị trường ngoại hối trong năm 2012 đã không còn căng thẳng, tỷ giá chính thức không thay đổi ở mức 20.828 VND/USD, biên độ dao động vẫn được giữ nguyên 1%, tỷ giá NHTM và tỷ giá tự do cũng không có đột biến và bám khá sát với tỷ giá chính thức, cùng với gia tăng dự trữ ngoại hối và thặng dư cán cân thanh toán ở mức cao vào cuối năm 2012.

Như vậy, về bản chất, điều hành tỷ giá hối đoái của Việt Nam trong các năm qua xoay quanh chế độ neo tỷ giá theo USD. Trên nền tảng này, biên độ dao động tỷ giá cũng như tỷ giá chính thức có sự thay đổi trong từng giai đoạn để phản ứng với những cú sốc. Cụ thể: biên độ tỷ giá rộng hơn trong các giai đoạn 1989-1991 khi Việt Nam bước sang cơ chế thị trường, giai đoạn 1997-1999 khi khủng hoảng tiền tệ tài chính châu Á diễn ra, giai đoạn 2008-2009 khi khủng hoảng kinh tế thế giới diễn biến phức tạp. Tỷ giá chính thức cũng được phá giá mạnh ở những thời điểm thị trường ngoại hối căng thẳng trong những năm gần đây (2009-2012).

Nhưng ngay khi các tác động chấm dứt, chế độ tỷ giá lại quay trở về cơ chế tỷ giá cố định hoặc neo tỷ giá có điều chỉnh. Về mặt lý thuyết, cơ chế tỷ giá này có thể giảm được các chi phí giao dịch và rủi ro tỷ giá, phù hợp với những quốc gia nhỏ, hội nhập sâu và có mức lạm phát cao; thương mại quốc tế phụ thuộc vào một (một số) đối tác chính, chưa mở cửa hoàn toàn thị trường tài chính. Tuy nhiên, cơ chế này dễ bị tổn thương khi có

HÌNH 2. TỶ GIÁ CHÍNH THỨC VÀ TỶ GIÁ THỊ TRƯỜNG TỰ DO



Nguồn: NHNN, Vietcombank, các cửa hàng vàng tư nhân và Nguyễn Anh Dũng (2012)



hiện tượng đầu cơ và nền kinh tế sẽ phải đánh đổi giữa hội nhập tài chính và tính độc lập của chính sách tiền tệ - theo lý thuyết Bộ ba bất khả thi.

ĐÁNH GIÁ NHỮNG NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN TỶ GIÁ HỐI ĐOẠI

Mô hình vectơ tự hồi quy (VAR) được tác giả sử dụng trong kiểm định tác động của các nhân tố đến tỷ giá hối đoái ở Việt Nam. Dựa trên nghiên cứu cơ sở lý thuyết, tổng quan nghiên cứu thực nghiệm, phân tích thực trạng diễn biến tỷ giá tại Việt Nam và trên cơ sở số liệu có thể thu thập được, tác giả lựa chọn các biến số sau để chạy mô hình: (i) tỷ giá hối đoái chính thức; (ii) chỉ số giá tiêu dùng; (iii) tốc độ tăng trưởng GDP; (iv) lãi suất tiền gửi VND; (v) cán cân thương mại; (vi) cán cân dịch vụ và thu nhập; (vii) chuyển giao ròng; (viii) đô la hoá tiền gửi (trong mô hình cơ sở) và thay bằng đô la hoá tiền mặt (trong mô hình bổ sung). Trong đó, đô la hoá tiền gửi được đo bằng tỷ trọng tiền gửi bằng ngoại tệ trên tổng phương tiện thanh toán NHNN. Đối với biến đô la hoá tiền mặt, tác giả đo lường bằng cách tiếp cận theo cách nhìn từ chênh lệch số liệu thống kê, đánh giá hạng mục lỗi và sai sót trên bảng cân cân thanh toán quốc tế.

Các chuỗi dữ liệu sử dụng trong mô hình có thời gian từ quý 1/1997 đến quý 2/2012 và được thu thập từ các nguồn dữ liệu chính thống: Tổ chức Thống kê tài chính quốc tế - IFS (International Financial Statistics); Tổng cục Thống kê Việt Nam (GSO); và Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. Các kiểm định tính dừng và các kiểm định liên quan đều được thực hiện để đảm bảo kết quả tốt của mô hình VAR. Tác giả cũng tiến hành kiểm định nhân - quả Granger để xác định thứ tự Cholesky trong mô hình. Các kết quả thực nghiệm về tác động của các nhân tố đến tỷ giá sẽ được xem xét chủ yếu thông qua các hàm phản ứng và hàm phân rã phương sai. Bên cạnh việc đánh giá mức độ đô la hoá dưới dạng tiền gửi, tác giả đánh giá thêm tình trạng đô la hoá tiền mặt để có những góc nhìn toàn diện hơn tác động của đô la hóa đến biến động của tỷ giá hối đoái.

Ở mô hình cơ sở, kết quả các hàm phản ứng ước lượng cho thấy:

- Các cú sốc làm thay đổi tỷ giá trong quá khứ có ảnh hưởng ngay tức thời đến tỷ giá hiện tại, nhưng giảm dần theo thời gian, và gần như không có ảnh hưởng trong dài hạn.

- Cú sốc đến lạm phát có tác động đa chiều đến tỷ giá: lạm phát bất ngờ tăng lên dẫn đến tình trạng tỷ giá ngắn hạn giảm nhẹ, rồi lại tăng lên và ít có tác động kể từ sau quý 4 (sau 1 năm).

- Cú sốc làm tăng sản lượng có ảnh hưởng tức thời đến tỷ giá và tương đối mạnh trong khoảng thời gian 3 quý đầu.

- Cú sốc vào lãi suất ít ảnh hưởng đến biến động của tỷ giá, phản ánh tác động lan truyền của công cụ lãi suất đến tỷ giá ở mức độ thấp.

- Cú sốc vào cán cân dịch vụ và thu nhập thường phải mất hơn 3 quý mới có ảnh hưởng tới tỷ giá, nhưng càng về sau ảnh hưởng này càng không rõ nét.

- Cú sốc vào cán cân chuyển giao ròng lại gần như không có tác động đến tỷ giá trong suốt 6 quý đầu và cũng chỉ có tác động rất nhỏ trong khoảng thời gian tiếp theo.

- Trong khi đó, tác động đáng kể nhất là của cú sốc vào cán cân thương mại đến biến động của tỷ giá hối đoái, theo đó, tình trạng nhập siêu gia tăng có ảnh hưởng lớn, làm gia tăng mạnh tỷ giá sau 3 quý và ảnh hưởng kéo dài.

- Tác động của cú sốc đô la hoá tiền gửi đến tỷ giá không xảy ra ngay tức thì, nhưng ảnh hưởng đã tăng mạnh và liên tục trong suốt 4 quý đầu. Mặc dù, tác động này có giảm đôi chút trong một vài quý tiếp theo, nhưng trong dài hạn ảnh hưởng này vẫn còn tương đối cao.

Tầm quan trọng của các nhân tố ảnh hưởng tới biến động tỷ giá theo thời gian còn được thể hiện thông qua kết quả phân rã phương sai từ mô hình VAR (Bảng 1). Theo đó, kỳ vọng về tỷ giá có ảnh hưởng rất lớn đến tỷ giá trong ngắn hạn - 1 quý (52,83%), nhưng lại giảm nhanh trong trung hạn và chỉ ở mức nhỏ hơn 10% trong dài hạn.

Trong khi đó, tác động của các biến số vĩ mô (bao gồm: sản lượng, lạm phát và lãi suất) đến tỷ giá là tương đối ổn định theo thời gian (giải thích từ 25% - 30% biến động của tỷ giá). Đóng góp của cán cân vãng lai đến biến động của tỷ giá tăng dần theo thời gian, nhưng sự gia tăng này chủ yếu do tác động của cán cân thương mại, đóng góp của hai thành phần còn lại trong tài khoản vãng

lai là khá ổn định và không có nhiều biến động.

Cũng theo kết quả thực nghiệm, vai trò của tình trạng đô la hoá tiền gửi đến sự biến động của tỷ giá là thấp trong ngắn hạn (1 quý), nhưng tăng mạnh và ổn định ở mức trên dưới 30% trong dài hạn (sau 4 quý và 8 quý). Điều này phản ánh, các khoản tiền gửi bằng ngoại tệ đến kỳ đáo hạn sẽ bắt đầu ảnh hưởng đến tỷ giá thông qua hành vi chuyển dịch giữa các đồng tiền của người dân và doanh nghiệp.

Mô hình VAR được chạy lại với biến số đô la hóa tiền mặt thay cho đô la hóa tiền gửi. Kết quả thực nghiệm cho thấy điểm khác biệt lớn so với mô hình cơ sở: trong ngắn hạn, mức độ đô la hoá tiền mặt có tầm ảnh hưởng khá lớn, đóng góp tới 36,71% đến biến động tỷ giá, lớn hơn cả tác động của các biến số vĩ mô, và đặc biệt lớn hơn nhiều so với tác động của đô la hoá tiền gửi trong mô hình cơ sở ở ngắn hạn (1 quý). Điều này cho thấy, việc nắm giữ đồng đô la không chính thức trong nền kinh tế là một trong những yếu tố quan trọng tác động đến biến động của tỷ giá. Tuy có sự khác nhau lớn trong ngắn hạn nhưng trong dài hạn, cả 2 mô hình đều thống nhất ở mức độ giải thích của đô la hoá nền kinh tế đến tỷ giá là xấp xỉ 30%.

Nghiên cứu cho thấy, chế độ quản lý tỷ giá của Việt Nam về cơ bản là neo tỷ giá theo đồng đô la. NHNN thay đổi tỷ giá trung tâm hoặc biên độ giao động khi đối diện với các cú sốc tác động. Cú sốc từ các biến số vĩ mô là nguyên nhân quan trọng tác động đến biến động tỷ giá. Ngoài tác động trực tiếp đến tỷ giá, bất ổn kinh tế vĩ mô, còn có tác động gián tiếp thông qua ảnh hưởng của nhập siêu, tâm lý người dân, đặc biệt là tình trạng đô la hoá nền kinh tế.

Việc nắm giữ đồng đô la không chính thức trong nền kinh tế là một trong những yếu tố quan trọng tác động đến biến động của tỷ giá. Ổn định tỷ giá thì nền tảng kinh tế vĩ mô cần được giải quyết, hướng tới mô hình tăng trưởng bền vững, nâng cao hiệu quả và tăng trưởng theo chiều sâu đi kèm với tái cơ cấu nền kinh tế phải được coi là trọng tâm chính sách trong cả ngắn và dài hạn.

Kết quả này đưa ra một gợi ý cho các nhà hoạch định chính sách về việc điều hành chính sách tỷ giá hối đoái ở nước ta hiện nay. Theo đó, nếu muốn ổn định tỷ giá thì nền tảng kinh tế vĩ mô cần được giải quyết, hướng tới mô hình tăng trưởng bền vững, nâng cao hiệu quả và tăng trưởng theo chiều sâu đi kèm với tái cơ cấu nền kinh tế phải được coi là trọng tâm chính sách trong cả ngắn và dài hạn. Bên cạnh đó, giải quyết tình trạng đô la hoá cũng cần coi là giải pháp cấp thiết, đặc biệt trong bối cảnh đô la hóa tại Việt Nam gắn liền với những biến động của thị trường vàng, vốn dĩ đang diễn biến rất phức tạp, nhất là trong giai đoạn lạm phát cao, bất ổn vĩ mô, chưa được xử lý. □

BẢNG: KẾT QUẢ PHÂN RÃ PHƯƠNG SAI

Biến tác động	Giải thích biến động tỷ giá hối đoái		
	Sau 1 quý	Sau 4 quý	Sau 8 quý
dER	52,83%	12,99%	8,17%
dCPI	5,55%	7,54%	5,14%
d2GDP	19,57%	18,60%	17,82%
dlaisuat	4,79%	1,81%	2,18%
dBSI	11,12%	12,63%	9,60%
dCNT	3,95%	1,45%	2,30%
d2TB	2,09%	14,40%	23,91%
dUSDde	0,096%	30,57%	30,17%

Nguồn: Kết quả từ mô hình thực nghiệm

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Nguyễn Anh Dương (2012). Báo cáo cho Dự án *Đánh giá tổng thể tình hình kinh tế - xã hội Việt Nam sau 5 năm gia nhập WTO*
2. Nguyễn Thị Thu Hằng, Đinh Tuấn Minh, Tô Trung Thành, Lê Hồng Giang và Phạm Văn Hà (2010). *Lựa chọn chính sách tỷ giá trong bối cảnh phục hồi kinh tế*, Bài nghiên cứu NC-21, Trung tâm nghiên cứu kinh tế và chính sách (VEPR)
3. Nguyễn Thị Hồng (2011). Đô la hoá và điều hành chính sách tiền tệ ở Việt Nam, *Tạp chí Ngân hàng*, Số 5/2011, tr. 62 - 67
4. Nguyễn Thị Kim Thanh (2010). Ảnh hưởng của đô la hoá đến thực thi chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước và giải pháp, *Tạp chí Ngân hàng*, Số 23/2010, tr. 11 - 14
5. Tô Trung Thành (2012). *Xử lý bộ ba bất khả thi trong điều kiện nền kinh tế Việt Nam* - Đề tài cấp Bộ
6. Vũ Quốc Huy (2011). *Tỷ giá hối đoái giai đoạn 2000 - 2011, các nhân tố quyết định mức độ sai lệch và tác động đối với xuất khẩu*, Nghiên cứu của Ủy ban Kinh tế Quốc hội, Nxb Tri Thức, Hà Nội