



Mặc dù kinh tế vĩ mô quốc tế năm 2015 chứng kiến những biến động mang tính phân cực, xu hướng lạm phát thấp lại là xu hướng phổ biến tại tất cả các khu vực trên thế giới xuất phát từ giá năng lượng và hàng hóa giảm thấp. Xu hướng hồi phục khác biệt giữa các nền kinh tế lớn khi Mỹ và Anh chứng kiến sự tăng trưởng khả quan trong khi tốc độ phục hồi tiếp tục chậm chạp tại khu vực đồng Euro và Nhật Bản, đặc biệt là sự giảm tốc của nền kinh tế Trung Quốc với mức tăng trưởng dưới mục tiêu, từ đó kéo theo những chính sách tiền tệ phân hóa mạnh mẽ giữa các nước. Trong môi trường mới đầy biến động, các nước châu Á - Thái Bình Dương đã điều hành chính sách tiền tệ của mình như thế nào để hạn chế những tác động tiêu cực từ bên ngoài và duy trì tăng trưởng? Kinh nghiệm và bài học nào có thể rút ra cho Việt Nam? Bài viết sẽ tập trung làm rõ những vấn đề liên quan để trả lời cho hai câu hỏi này.

1. Lạm phát tri trệ ở hầu hết các nước trên thế giới chủ yếu do yếu tố chi phí đẩy

Ngoại trừ các quốc gia có đồng nội tệ giảm giá mạnh, lạm phát tri trệ ở hầu hết các nước trên thế giới từ cuối năm 2014 và thấp xa so với mức lạm phát mục tiêu. Lạm phát tại Nhật Bản sau khi đạt đỉnh 1,6% tháng 12/2013 và tháng 3/2014 dưới tác động của gói nới lỏng định lượng và định tính, đã liên tục giảm từ cuối năm 2014 và xoay quanh mức 0% kể từ tháng 7/2015

* Vụ trưởng Vụ Dự báo, thống kê, NHNN

CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ CỦA CÁC NƯỚC CHÂU Á - THÁI BÌNH DƯƠNG TRONG MÔI TRƯỜNG LẠM PHÁT THẤP - KINH NGHIỆM VÀ BÀI HỌC CHO VIỆT NAM

Tô Huy Vũ *



Một số quốc gia cố tình theo đuổi chính sách đồng tiền yếu để kích thích kinh tế trong bối cảnh lạm phát thấp. Hàn Quốc, Thái Lan là những nước đi tiên phong trong chính sách này

(0,3% tháng 11/2015). Tại Mỹ, chỉ số giảm phát chi tiêu tiêu dùng cá nhân (PCE) trong các tháng gần đây cũng giảm mạnh xuống xoay quanh mức 0% so với cùng kỳ năm trước (0,4% tháng 11/2015), cách xa so với mức lạm phát mục tiêu trong trung và dài hạn là 2% ở cả Nhật và Mỹ. Đối với các nước thuộc khu vực đồng Euro, kể từ cuối năm 2014 đến nay, lạm phát đã giảm xuống xoay quanh mức 0% với những thời kỳ âm trong vòng 2 - 4 tháng liên tiếp, tính đến cuối tháng 11/2015, ở mức 0,2% so với cùng kỳ năm ngoái (tháng 10/2015, ở mức 0,1%), cách xa so với lạm phát mục tiêu trung hạn của khối này là "thấp hơn nhưng tiệm cận 2%".

Tại khu vực châu Á - Thái Bình Dương, lạm phát thực tế đều giảm mạnh, chệch xuống thấp hơn hẳn so với vùng lạm phát mục tiêu tại các nước đã chính thức áp dụng khuôn khổ

lạm phát mục tiêu (Australia, New Zealand, Philippines, Hàn Quốc và Thái Lan) và thấp hơn nhiều so với mục tiêu theo năm tại các nền kinh tế lớn chưa theo đuổi khuôn khổ lạm phát mục tiêu như Trung Quốc, Malaysia, Singapore, thậm chí âm ở Singapore. Indonesia là một trong số ít các quốc gia trên thế giới có mức lạm phát tăng cao hơn so với mức bình quân (cùng Brazil, Nga, Nam Phi) do kết quả của việc cắt giảm trợ cấp giá năng lượng năm 2014 và giảm giá mạnh đồng bản tệ (Rupiah), tuy nhiên, mức tăng vẫn thấp hơn so với hai năm trước đó. Ở Việt Nam, lạm phát bình quân năm 2015 cũng chỉ tăng 0,63% so với năm 2014. (Bảng 1)

Mức lạm phát tổng thể thấp hơn nhiều so với lạm phát cơ bản (đã loại trừ thực phẩm tươi sống và năng lượng) cho thấy lạm phát thấp chủ yếu do giá năng lượng giảm mạnh. Trong



Bảng 1: Lạm phát thực tế và mục tiêu ở một số nước

(Đơn vị: %/năm)

Nước/khu vực	Khuôn khổ CSTT	Mục tiêu lạm phát	Lạm phát tổng thể (yoy)			Lạm phát cơ bản 2015*	*Thời điểm thống kê 2015
			2013	2014	2015*		
Mỹ	Lạm phát mục tiêu	2%	1,5	0,8	0,4	1,3	11/2015
Nhật	Lạm phát mục tiêu	2%	1,6	2,4	0,3	0,1	11/2015
Khu vực đồng Euro	Lạm phát mục tiêu	Tiệm cận 2%	0,8	-0,20	0,2	0,9	11/2015
Australia	Lạm phát mục tiêu	2-3%	2,75	1,70	1,5	2,07	Q3/2015
New Zealand	Lạm phát mục tiêu	1-3%	1,6	0,8	0,4	0,3	Q3/2015
Hàn Quốc	Lạm phát mục tiêu	2,5-3,5%	1,14	0,80	1,3	2,4	12/2015
Indonesia	Lạm phát mục tiêu	4% ± 1% cho 2015	8,38	8,36	3,35	3,95	12/2015
Thái Lan	Lạm phát mục tiêu	2,5% ± 1,5%	1,67	0,60	-0,85	0,68	12/2015
Philippines	Lạm phát mục tiêu	3%±1%cho 2015-16; 3%+1% cho 2017-18	4,11	2,70	1,5	2,1	12/2015
Malaysia	Mục tiêu theo năm	Na	3,22	2,70	2,6	na	11/2015
Singapore	Mục tiêu theo năm	na	1,50	-0,20	-0,76	0,3	12/2015
Trung Quốc	Mục tiêu theo năm	Khoảng 3% cho 2015	2,50	1,50	1,6	1,5	12/2015
Việt Nam	Mục tiêu theo năm	5%	6,04	1,94	0,6	1,69	12/2015

Nguồn: tổng hợp từ website của NHTW các nước

trường hợp Nhật Bản, không chỉ tốc độ tăng CPI tổng thể mà cả CPI cơ bản (CPI tổng thể loại trừ giá thực phẩm tươi sống) cũng giảm về xoay quanh mức 0% trong thời gian gần đây. Thế nhưng CPI sau khi loại trừ thực phẩm tươi sống và năng lượng của nước này lại tăng 1,2%. Tương tự như vậy, ở Mỹ, tốc độ tăng chỉ số giảm phát PCE cơ bản (loại trừ giá thực phẩm và năng lượng) tháng 11/2015 đạt mức 1,3% và CPI cơ bản lên tới 2% chứ không phải 0,2% như chỉ số giá tổng thể.

Xu hướng lạm phát cơ bản cách xa so với lạm phát tổng thể cũng được ghi nhận tại các quốc gia châu Á. Lạm phát cơ bản tháng 12/2015 tại các quốc gia châu Á là 2,1% tại Philippines; 2,4% tại Hàn Quốc; 3,95% tại Indonesia; 0,3% tại Singapore; 0,68% tại Thái Lan; 1,69% tại Việt Nam, trong khi lạm phát tổng thể ở mức thấp hơn đáng kể, tương ứng là 1,5% tại Philippines; 1,3% tại Hàn Quốc; 3,35% tại Indonesia; -0,8% tại

Singapore; -0,85% tại Thái Lan; 0,6% tại Việt Nam.

Điều này một mặt cho thấy, nguyên nhân của tình trạng lạm phát thấp trên toàn cầu chủ yếu xuất phát từ sự sụt giảm mạnh giá năng lượng và giá hàng hóa, mặt khác cũng phản ánh nhu cầu nội địa đang là lực đỡ giúp cho lạm phát tại các nước không bị giảm sâu trước áp lực từ các nhân tố bên ngoài. Tính đến cuối tháng 12/2015, giá dầu đã giảm mạnh xuống dưới mức 37 Đô la Mỹ (USD)/thùng, mức thấp nhất kể từ tháng 2/2009 trở lại đây.

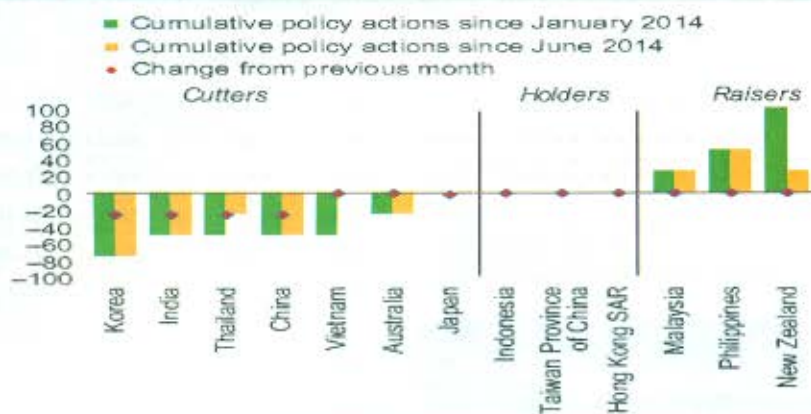
Nguyên nhân chủ yếu là do sự hồi phục chậm chạp của khu vực đồng Euro và Nhật Bản trong khi kinh tế của nhiều nước mới nổi có dấu hiệu suy yếu (Trung Quốc, Nga, Brazil...) khiến cho nhu cầu năng lượng và nguyên vật liệu của thế giới sụt giảm, dẫn đến giá cả hàng hóa giảm, lượng tồn trữ quá nhiều trong khi sản lượng tăng cao do được mùa. Bên cạnh đó, việc đồng USD liên tục tăng giá so với hầu hết các đồng tiền chủ chốt

trên thị trường thế giới cũng góp phần khiến cho giá các hàng hóa chủ chốt chuyển động ngược chiều. Như vậy, lạm phát thấp trên toàn cầu chủ yếu là do yếu tố chi phí đẩy giảm.

2. Chính sách tiền tệ của các nước trong môi trường mới

Trong bối cảnh lạm phát thấp, chính sách tiền tệ của các nước lớn đang đi theo những định hướng trái ngược. Lạm phát thấp đang hỗ trợ cho các chương trình nới lỏng định lượng quy mô lớn của khu vực đồng Euro và Nhật Bản, khiến cho tính đến cuối năm 2015, có tới 2 nghìn tỷ trái phiếu chính phủ của các nước châu Âu đang giao dịch ở mức lợi suất âm. Trong khi Mỹ và Anh nằm trong số rất ít các quốc gia thắt chặt chính sách tiền tệ mặc dù lạm phát tổng thể còn cách xa so với mục tiêu. Mới đây, Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (FED) đã ra quyết định nâng lãi suất 0,25% sau gần 6 năm giữ nguyên lãi suất chính sách ở mức gần như 0% kể từ sau cuộc

Selected Asia: Policy Rate Actions (Basis points)



Nguồn: Báo cáo triển vọng khu vực châu Á - Thái Bình Dương - 4/2015 - IMF

khủng hoảng tài chính toàn cầu, đồng thời phát tín hiệu về khả năng tăng lãi suất nhiều lần nhỏ liên tiếp trong năm 2016. Rõ ràng FED đã không lấy mức lạm phát tổng thể (0,2% trong tháng 11/2015, cách xa so với mức lạm phát mục tiêu 2%) làm căn cứ để ra quyết định về chính sách tiền tệ, mà căn cứ chủ yếu vào diễn biến của lạm phát cơ bản (CPI cơ bản tháng 11 tăng 2%, PCE cơ bản tháng 11 tăng 1,3%) và diễn biến lạm phát kỳ vọng dài hạn của các chuyên gia kinh tế và tổ chức thị trường hiện vẫn ổn định ở mức gần 2%.

Trong khi đó, Ngân hàng Trung ương (NHTW) Nhật Bản lại tỏ ra lo lắng về tình hình lạm phát hiện thời, bởi vì lạm phát cơ bản sau khi loại trừ thực phẩm tươi sống và năng lượng cũng chỉ ở mức 1,2%, và kỳ vọng lạm phát dài hạn của các chuyên gia kinh tế và tổ chức thị trường đã giảm xuống xoay quanh mức 1% kể từ giữa năm 2014 trở lại đây, cách xa so với mức mục tiêu 2%, mặc dù lạm phát kỳ vọng của các hộ gia đình ở Nhật cả trong ngắn hạn và dài hạn vẫn xoay quanh mức 3%. Hiện nay, NHTW Nhật Bản đang xúc tiến

các giải pháp để nâng mức kỳ vọng lạm phát dài hạn tại Nhật, mà một trong những giải pháp được cân nhắc là tăng lương cho người lao động.

Trong bối cảnh chính sách tiền tệ của các nước lớn chuyển động ngược chiều, chính sách tiền tệ của các quốc gia thuộc khu vực châu Á - Thái Bình Dương đứng trước tình thế lưỡng nan khi phải giải quyết bài toán duy trì sức cạnh tranh của nền kinh tế và đảm bảo ổn định thị trường tài chính. Hầu hết các quốc gia trong khu vực đều gặp khó khăn khi hoạt động xuất khẩu giảm sút trong bối cảnh giá hàng hóa giảm mạnh. Việc gia tăng cạnh tranh của nền kinh tế bằng chính sách lãi suất thấp và tỷ giá yếu dường như là sự lựa chọn hàng đầu của các quốc gia. Tuy nhiên, việc theo đuổi chính sách này không dễ dàng trong bối cảnh dòng vốn chảy ra khỏi các nền kinh tế mới nổi nói chung và khu vực châu Á nói riêng từ việc nâng lãi suất của Mỹ với tốc độ nhanh nhất kể từ cuộc khủng hoảng tài chính 2008 - 2009. Kéo theo đó là tỷ giá giảm thấp tại nhiều quốc gia trong khu vực và tình trạng

căng thẳng tài chính trong bối cảnh nguồn tín dụng tiếp tục tăng trưởng nhờ nhu cầu trong nước ổn định trong khi nguồn huy động tăng chậm lại phản ánh qua tỷ lệ tín dụng/tiền gửi có xu hướng tăng lên. Đồng tiền mất giá đang làm giảm hiệu quả của chính sách nới lỏng tiền tệ khi có khả năng làm trầm trọng thêm tình trạng mất giá và gia tăng chi phí vốn.

Mặc dù mức lạm phát, nhìn chung, đều thấp hơn so với năm trước và mức mục tiêu nhưng những cú sốc bên ngoài như sụt giảm hàng hóa, đảo ngược dòng vốn và những đặc điểm nội tại của từng nền kinh tế tại khu vực dẫn tới sự phân hóa trong chính sách tiền tệ của các nước trong khu vực từ giữa năm 2014. Để giảm bớt tác động từ việc gia tăng lãi suất thực từ lạm phát thấp, hàng loạt NHTW khu vực đã nới lỏng chính sách tiền tệ để hỗ trợ nền kinh tế bằng cách giảm lãi suất như Australia (giảm 0,25%), Ấn Độ (giảm 4 lần liên tiếp với tổng mức giảm 1,25%), Indonesia (0,25%), Hàn Quốc (giảm 0,5%), Thái Lan (0,5%), Trung Quốc (giảm 6 lần liên tiếp với tổng mức giảm 1,65%).

Trong khi đó, mức lãi suất lại được các nhà điều hành Malaysia hay Philippines điều chỉnh tăng để hạn chế dòng vốn chảy ra, với mức tăng nhẹ 0,25% từ giữa 2014 và giữ không đổi trong suốt năm 2015. Indonesia là trường hợp đặc biệt khi tiến hành nâng lãi suất giai đoạn cuối năm 2014 nhưng sau đó, lại điều chỉnh giảm nhẹ trở lại trong năm 2015. Tại các quốc gia mà lạm phát và kỳ vọng lạm phát vẫn khá cao như Ấn Độ và Indonesia, lãi suất



được giữ ở mức khá cao (6,75% tại Ấn Độ và 7,5% tại Indonesia) vừa để kiềm chế tình trạng lạm phát trong bối cảnh đồng nội tệ mất giá mạnh và dòng vốn đang chảy ra.

Xu hướng điều hành tỷ giá theo hướng linh hoạt hơn ngày càng phổ biến trong khu vực. Điều này có thể thấy rõ qua thực tế là diễn biến tỷ giá của đồng tiền các nước trong khu vực trở nên biến động hơn so với giai đoạn trước, với diễn hình của Trung Quốc. Với việc thực hiện chính sách niêm yết tỷ giá mới, đồng Nhân dân tệ (CNY) của Trung Quốc đã được điều hành linh hoạt hơn, giúp gia tăng sức cạnh tranh của hàng hóa xuất khẩu của nước này trong bối cảnh kinh tế trong nước tăng trưởng chậm lại. Mới đây, NHTW Trung Quốc đã công bố về bộ 3 chỉ số tính Nhân dân tệ, trong đó đáng chú ý là chỉ số CFETS RMB Index, còn có tên gọi là “trade-weighted index” (TWI), do đây là chỉ số được tính dựa trên các giao dịch thương mại của Trung Quốc. Tỷ giá này được tính toán dựa trên việc tính toán tương quan đồng CNY với một rổ 13 đồng tiền của các nước đối tác thương mại quan trọng, theo tỷ lệ xác định thay vì chủ yếu dựa theo đồng USD. Đây được cho là một quyết định mang tính bước ngoặt, bởi trên thực tế từ đầu năm 2015, đồng CNY đã giảm giá khá mạnh so với USD, nhưng lại tăng giá tương đối so với các đồng ngoại tệ khác. Như vậy, có thể thấy, cách tính CNY dựa trên một rổ ngoại tệ sẽ giúp đồng tiền này dần giảm giá so với USD trong khi Trung Quốc không bị cáo buộc là chủ đích

can thiệp để phá giá.

Một số quốc gia cố tình theo đuổi chính sách đồng tiền yếu để kích thích kinh tế trong bối cảnh lạm phát thấp. Hàn Quốc, Thái Lan là những nước đi tiên phong trong chính sách này. Thậm chí, giới chuyên gia nghi ngờ Hàn Quốc cố tình thực hiện các biện pháp nhằm giảm giá đồng Won trong bối cảnh dự trữ nước ngoài của Hàn Quốc vẫn tăng lên, trái ngược với xu hướng giảm của các quốc gia khác. Dự trữ ngoại hối của Hàn Quốc tháng 11 tăng lên 368 tỷ USD từ mức 362 tỷ USD đầu năm sau khi đã có lúc tăng mạnh lên gần 375 tỷ USD giai đoạn giữa năm.

Trong khi đó, các quốc gia mà đồng nội tệ mất giá quá lớn đã phải sử dụng đến quỹ dự trữ ngoại hối để giảm thiểu những biến động mạnh của tỷ giá. Việc giảm giá mạnh đồng nội tệ, mặc dù sẽ góp phần cải thiện năng lực cạnh tranh về giá trên thị trường quốc tế, nhưng cũng sẽ tạo ra kỳ vọng về sự mất giá hơn nữa và từ đó, kích thích các luồng vốn ra. Điều này có thể khuếch đại rủi ro phá giá tiền tệ vượt xa so với mức cân bằng, từ đó dẫn tới rủi ro tăng lãi suất trong nước và suy thoái kinh tế; do đó, việc can thiệp để hạn chế sự sụt giảm quá mức của đồng nội tệ đã được một số NHTW triển khai. Quỹ dự trữ ngoại hối của Trung Quốc ước giảm khoảng 400 tỷ USD trong năm 2015 với tốc độ giảm ngày càng tăng lên trong bối cảnh tốc độ sụt giảm của đồng CNY chưa có dấu hiệu dừng lại. Tại Malaysia và Indonesia, những nước có tốc độ giảm giá đồng tiền mạnh nhất trong khu vực, dự trữ ngoại hối

tính đến tháng 11/2015 cũng đã giảm tương ứng 19% và 12%.

Việc sử dụng dự trữ ngoại hối để giảm thiểu những biến động quá mạnh của tỷ giá được kết hợp đồng bộ với việc gia tăng cơ sở tiền tệ để đảm bảo thanh khoản cho hệ thống. Để hạn chế sự tăng trưởng chậm lại của cơ sở tiền tệ trong trường hợp dự trữ sụt giảm mạnh, các NHTW mở rộng các hoạt động cấp vốn thanh khoản cho các ngân hàng ở mức lớn hơn trước đây, hạ tỷ lệ dự trữ bắt buộc và giảm lãi suất. NHTW Trung Quốc đã phải giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc tại các ngân hàng nước này xuống, đồng thời bơm vốn cho hệ thống. Tháng 10/2015, tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với các ngân hàng thương mại Trung Quốc giảm 0,5% và thậm chí giảm 1% đối với các ngân hàng thương mại có hoạt động cho vay hỗ trợ các doanh nghiệp và cơ sở nhỏ, nông nghiệp.

Chính sách tiền tệ kết hợp chặt chẽ với các chính sách khác để kích thích kinh tế. Bên cạnh việc giảm lãi suất chính sách để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế, Chính phủ Indonesia đã triển khai gói kích thích kinh tế thứ ba nhằm thu hút đầu tư và phục hồi nền kinh tế sau khi tăng trưởng ở mức thấp nhất 6 năm.

3. Kinh nghiệm và bài học cho Việt Nam

Thực tiễn điều hành chính sách tiền tệ trong bối cảnh lạm phát thấp của các nước cho thấy, cơ sở để quyết định hướng đi của chính sách tiền tệ không phải dựa vào diễn biến lạm phát tổng thể, mà căn cứ chủ yếu vào diễn biến lạm phát cơ bản và kỳ vọng

của các thành viên thị trường về triển vọng lạm phát trong tương lai, trong đó kỳ vọng về lạm phát trong dài hạn của các chuyên gia kinh tế và các tổ chức thị trường nên được ưu tiên sử dụng làm cơ sở tham khảo để hoạch định chính sách hơn kỳ vọng của hộ gia đình. Vì vậy, trong điều kiện nguồn lực còn hạn chế như ở Việt Nam hiện nay và người dân chưa có thói quen dự báo về lạm phát, việc triển khai điều tra kỳ vọng lạm phát của các chuyên gia kinh tế và các doanh nghiệp nên được ưu tiên triển khai trước so với đối tượng là hộ gia đình, song song với việc điều tra kỳ

vọng lạm phát của các tổ chức tín dụng (TCTD) mà hiện nay, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) đang tiến hành định kỳ.

Các loại lãi suất chính sách và lãi suất thị trường cần tiếp tục được điều hành linh hoạt để theo kịp diễn biến mới trên thị trường. Bên cạnh đó, trong môi trường biến động mới, việc áp dụng một cơ chế tỷ giá linh hoạt hơn sẽ đóng vai trò quan trọng trong việc gia tăng khả năng ứng phó của thị trường trước những biến động bất thường từ các yếu tố ngoại lai, từ đó, tạo nền tảng ổn định mới trên cơ sở bồi đắp

khả năng phản ứng nhanh nhạy, chủ động, kịp thời hơn theo tín hiệu thị trường của các thành viên thị trường, đồng thời giảm áp lực lên dự trữ ngoại hối và chính sách lãi suất.

Trong thời gian qua, NHNN đã đạt được những thành công lớn trong công tác điều hành tỷ giá, giúp cho tỷ giá USD/VND diễn biến ổn định ở mức hiếm thấy trong các năm 2012 - 2014. Trong năm 2012, có tới 10/12 tháng, tỷ giá giao dịch trên thị trường cả chính thức và tự do đều giảm so với tháng trước, và chỉ tăng nhẹ chưa tới 0,5% trong tháng 5 và tháng 6/2012. Trong năm 2013, 2014, có 8 - 9/12 tháng, tỷ giá trung bình tháng trên thị trường cả tự do và chính thức đều giảm hoặc tăng nhẹ không quá 0,2% so với tháng trước. Các tháng còn lại tỷ giá tăng nhẹ phổ biến ở mức 0,3 - 0,5%. Tỷ giá giao dịch của các ngân hàng thương mại (NHTM) thay vì liên tục kịch trần trong cả năm hoặc ít nhất từ 4 - 9 tháng/năm trong giai đoạn từ 2004 - 2011 (ngoại trừ năm 2007), thì chuyển sang giai đoạn 2012 - đầu 2015, tỷ giá giao dịch của các NHTM chủ yếu là dưới, thậm chí cách xa trần giao dịch, thời gian kịch trần liên tục dài nhất cũng không vượt quá 2 tháng/1 năm, và rất hiếm, chủ yếu là mang tính chất thời điểm, không phải bắt nguồn từ các mất cân đối vĩ mô, thậm chí trong năm 2014, tỷ giá giao dịch của VCB chỉ có 1 ngày kịch trần và 4 ngày thấp hơn trần 1 đ/USD. Chênh lệch tỷ giá thị trường tự do - chính thức giảm mạnh từ mức 2.378đ/USD tháng 1/2011 xuống mức chênh lệch trung bình là 77đ/USD trong

Bảng 2: Tốc độ tăng giá của USD so với các đồng tiền chủ chốt

Tỷ giá	Năm 2014	Năm 2015	Cuối 2015 so với cuối 2013
EUR/USD	13,62%	10,98%	26,57%
USD/JPY	13,66%	0,60%	14,25%
USD/CNY	2,49%	4,57%	7,24%
USD/HKD	0,00%	-0,05%	-0,05%
USD/KRW	4,14%	7,21%	11,95%
USD/MYR	6,65%	22,72%	30,91%
USD/SGD	4,94%	6,64%	12,23%
USD/THB	0,67%	9,48%	10,22%
USD/IDR	1,81%	11,43%	13,36%
USD/CHF	11,35%	-0,30%	12,21%

Đồ thị: Diễn biến tăng giá của USD từ 2011 đến nay so với EURO và Yên Nhật

Diễn biến đồng USD so với EUR và JPY





năm 2012, 249đ/USD trong năm 2013 và 109đ/USD trong năm 2014, tương đương 0,37%, 1,2% và 0,5% so với tỷ giá BQLNH. Tuy nhiên, NHNN vẫn quyết định chủ động tăng tỷ giá BQLNH thêm 1% vào giữa năm 2013 và 2014 để hỗ trợ cho xuất khẩu trong bối cảnh nền kinh tế trong nước và hoạt động kinh tế đối ngoại gặp nhiều khó khăn do tác động của suy thoái kinh tế toàn cầu.

Đây thực sự là những thành công rất lớn của NHNN được cả thị trường trong nước và quốc tế công nhận, đánh giá cao trong việc ổn định giá trị của đồng tiền và tăng tín nhiệm đối với chính sách tiền tệ, giúp khôi phục niềm tin của các nhà đầu tư nước ngoài, đặc biệt là trong bối cảnh khó khăn chung của kinh tế trong nước và quốc tế, khiến cho dòng vốn đầu tư trực tiếp và gián tiếp nước ngoài chảy vào Việt Nam tăng mạnh so với những năm trước đó.

Tuy nhiên, kể từ giữa năm 2015 đến nay, tình hình quốc tế có nhiều biến động khó lường. Ngay từ đầu năm, NHTW Thụy Sĩ đã gây sốc thị trường tài chính thế giới với tuyên bố bỏ trần tỷ giá đã áp dụng nhiều năm qua ở mức 1,2 Franc Thụy Sĩ ăn 1 Euro, khiến tỷ giá đồng Franc tăng vọt 28% so với Euro và 20% so với USD. Đồng USD sau một thời gian dài giảm giá đã liên tục tăng giá trở lại kể từ giữa năm 2014 trở lại đây, tổng cộng tăng giá tới 27% so với đồng Euro, 14,3% so với đồng Yên Nhật, 7,2% so với đồng CNY, 12% so với Won Hàn Quốc, 31% so với Ringit Malaysia, 12% so với Đôla Singapore, 10% so với

Bat Thái và 13% so với Rupiah Indonesia trong 2 năm 2014 - 2015, lên tới mức cao nhất trong vòng 13 năm so với đồng Euro và mức cao nhất trong vòng 8 năm so với đồng Yên Nhật, khiến cho các đồng tiền có cơ chế tỷ giá chính thức neo vào đồng USD cũng lên giá tương ứng. Diễn biến này đã châm ngòi cho một loạt các động thái phá giá đồng nội tệ của các nước châu Á nhằm bảo vệ năng lực cạnh tranh xuất khẩu. (Bảng 2)

Năm 2015 cũng là một năm hiếm thấy trong lịch sử với 43 ngân hàng trung ương trên thế giới đồng loạt áp dụng chính sách nới lỏng tiền tệ, trong đó có những nước nới lỏng liên tiếp như Nga, Trung Quốc. Tiến trình phục hồi kinh tế thế giới diễn ra chậm chạp, nhu cầu tiêu thụ của các nước lớn yếu, khiến khu vực xuất khẩu của các nước gặp nhiều khó khăn, cạnh tranh càng trở nên gay gắt hơn và nhiều nước chọn lựa chiến lược giảm giá cũng như giảm tỷ giá để hỗ trợ về lượng. Thị trường chứng khoán Trung Quốc và thế giới biến động khó lường, kéo theo sự biến động của luồng vốn, căng thẳng chính trị và quân sự leo thang tại nhiều nơi trên thế giới. Đồng USD trong thời gian tới còn triển vọng tiếp tục tăng do FED thắt chặt chính sách tiền tệ, và nhiều nước châu Á công khai áp dụng chính sách đồng tiền yếu để hỗ trợ phục hồi kinh tế. Ngay cả nền kinh tế lớn Trung Quốc, sau một thời gian dài cố định tỷ giá, cũng đã có những động thái phá giá mạnh để hỗ trợ xuất khẩu và đạt một số mục tiêu khác.

Trong bối cảnh thị trường ngoại hối quốc tế có nhiều biến

động mạnh như vậy, chính sách tỷ giá cần có những thay đổi để phù hợp với tình hình, và việc áp dụng một cơ chế tỷ giá linh hoạt hơn cũng như chính thức neo tỷ giá vào một rổ các đồng tiền là các đối tác thương mại chính của Việt Nam sẽ là một cân nhắc cần thiết nhằm tạo sự linh hoạt hơn cho Đồng Việt Nam đồng thời giúp neo giữ kỳ vọng tỷ giá tốt hơn.

Linh hoạt ở đây có nghĩa là cho phép tỷ giá dao động lớn hơn theo cả 2 chiều, phù hợp với diễn biến cung cầu ngoại tệ trên thị trường và xét trong mối tương quan với biến động tỷ giá của các nước đối tác thương mại, từ đó tạo kỳ vọng hợp lý cho thị trường về diễn biến tỷ giá trong tương lai, giảm thiểu tình trạng găm giữ, đầu cơ do dự báo tỷ giá chỉ có một chiều giảm. Linh hoạt ở đây không nhất thiết là giảm giá đồng tiền mạnh hơn, bởi vì theo kinh nghiệm nói trên của các nước trong khu vực, phá giá mạnh đồng nội tệ không phải là chiếc chìa khóa vạn năng để giải quyết khó khăn hiện nay ở mọi nước, trong khi có thể kéo theo nhiều hệ lụy khôn lường.

Với chính sách tỷ giá linh hoạt hơn, trong điều kiện mặt bằng lạm phát thấp của kinh tế thế giới, Việt Nam có điều kiện linh hoạt hơn nữa trong chính sách tiền tệ để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế nhưng vẫn phải đảm bảo neo giữ kỳ vọng lạm phát trong trung hạn. Diễn biến trong quá khứ cho thấy tăng trưởng M2 và tín dụng cần thiết phải được kiểm soát ở mức độ phù hợp sẽ giúp chính sách tiền tệ chuyển hướng kịp thời khi điều kiện kinh tế vĩ mô trở nên bất ổn định hơn. ■