

# Tác động của tâm lý nhà đầu tư tới chính sách tiền tệ: Góc nhìn từ tỷ giá VND/USD

## 1. Mở đầu

Yếu tố tâm lý của nhà đầu tư được coi là biến số khó lường trên các thị trường, nhất là thị trường tài chính, tạo nên những thách thức không nhỏ trong việc tạo lập chính sách của các cơ quan chức năng. Đây cũng là trọng tâm nghiên cứu của kinh tế học hành vi, nơi các nghiên cứu cho rằng, suy nghĩ của nhà đầu tư sẽ ảnh hưởng tới hành động của họ và qua đó tác động tới tính hiệu quả của thị trường.

Tại Việt Nam, vấn đề tâm lý nhà đầu tư trên thị trường được coi là một trong những yếu tố hàng đầu tác động tới diễn biến tỷ giá và tác động gián tiếp tới hiệu quả chính sách của Ngân hàng Nhà nước (NHNN). Là một nền kinh tế mở, quy mô nhỏ và đang phát triển, Việt Nam ngày càng có quan hệ chặt chẽ với các nền kinh tế trên thế giới. Điều này càng khiến việc xác định xu hướng tâm lý nhà đầu tư và các tác động liên quan tới tỷ giá trở nên phức tạp hơn.

Từ việc bàn luận về mối liên hệ cũng như tác động của tâm lý nhà đầu tư trên thị trường tới một số diễn biến tỷ giá trong nước và chính sách của NHNN Việt Nam hậu khủng hoảng tài chính thế giới 2008, bài viết đưa đến những gợi ý chính sách nhằm hướng tới thị trường tài chính phát triển lành mạnh và bền vững.

## 2. Diễn biến tỷ giá và phản ứng chính sách của Ngân hàng Nhà nước

Dưới tác động của khủng hoảng tài chính Hoa Kỳ và khủng hoảng nợ công châu Âu, tỷ giá VND/USD được cho là đã thay đổi tới 25,3% trong giai đoạn 2009 - 2011. Đến cuối năm 2011, 1 USD = 21.000 VND, trong khi trước đó chỉ khoảng hơn 16.660 VND.

Hình 1. Tỷ giá VND/USD giai đoạn 2008 - 2011



Nguồn: [www.tradingeconomics.com](http://www.tradingeconomics.com)

Năm 2008, NHNN đã 3 lần điều chỉnh tăng biên độ tỷ giá VND so với USD. Trong đó, ít nhất hai lần yếu tố tâm lý

là một trong những vấn đề tác động lớn tới các quyết định của NHNN. Ngày 27/6/2008, NHNN lần thứ hai kể từ đầu năm, nói biên độ từ 1% lên +/-2% và kiểm soát chặt các bàn thu đổi ngoại tệ do nhu cầu sử dụng ngoại tệ của các doanh nghiệp xuất nhập khẩu tăng cao, cộng với tâm lý lo ngại khan hiếm USD. Vào thời điểm này, tin đồn khan hiếm USD lan rộng đã khiến cầu ngoại tệ này trở nên căng thẳng, có lúc tỷ giá đã chạm ngưỡng 19.500 VND/USD dù trước đó chỉ xoay quanh mức 15.000 - 16.000 VND/USD. Thậm chí, NHNN đã phải công bố lượng dự trữ ngoại hối ở mức 20,7 tỷ USD nhằm phủ định tin đồn đang lũng đoạn thị trường.

Đến đầu tháng 11/2008, một lần nữa NHNN phải nói lỏng biên độ tỷ giá từ mức 2% tăng lên 3% do làn sóng thoái lui đầu tư trên thị trường chứng khoán cộng với tác động của việc mua vàng lậu sau khi Nhà nước ra quyết định không cho phép nhập vàng. Trước đó, NHNN cũng đã thực hiện việc tăng tỷ giá bình quân liên ngân hàng lên mức 16.517 VND/USD.

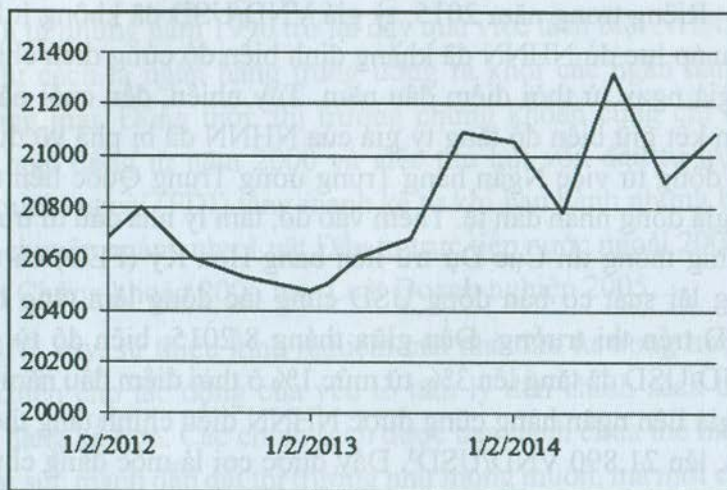
Năm 2009, tiếp tục diễn biến tương tự 4 tháng cuối năm 2008, biên độ tỷ giá lại được nói lên mức 5%, kéo tỷ giá trên thị trường tự do vượt ngưỡng 18.000 VND/USD. Đến cuối năm, bằng một loạt các biện pháp nhằm thực hiện việc bình ổn tỷ giá như nâng lãi suất VND, nâng tỷ giá liên ngân hàng, yêu cầu các doanh nghiệp bán ngoại tệ cho các ngân hàng thương mại... từ đó đã đẩy lùi được tình trạng bất ổn của tỷ giá. Tỷ giá bình quân liên ngân hàng cũng được đẩy lên mức 16.983 VND/USD<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Người đưa tin, *Nhìn lại chặng đường tỷ giá VND/USD từ 2008 đến nay*, 5/2015.

Năm 2010, căng thẳng tỷ giá tiếp tục xảy ra vào thời điểm cuối năm. Dù nhiều lý do có thể được dùng để giải thích cho diễn biến này, nhưng yếu tố tâm lý vẫn là luôn là một trong số đó. Tác động của các thông tin về lượng dự trữ ngoại tệ của NHNN là tương đối nhỏ, cùng với những tín hiệu lạm phát gia tăng làm giảm giá VND, đồng thời đẩy cầu vàng và ngoại tệ trên thị trường tự do tăng cao. Không những thế, căng thẳng tỷ giá VND/USD cuối năm 2010 còn có sự góp mặt của đà tăng giá vàng thế giới cũng như xu hướng nhập siêu tăng mạnh do yếu tố mùa vụ<sup>2</sup>.

**Hình 2. Tỷ giá VND/USD giai đoạn 2012 - 2014**



Nguồn: [www.tradingeconomics.com](http://www.tradingeconomics.com)

<sup>2</sup> Phạm Thị Hoàng Anh, *Nhận định về điều hành chính sách tỷ giá của NHNN Việt Nam trong năm 2010*, Tạp chí Khoa học đào tạo ngân hàng, tháng 2/2011.

Năm 2012 và 2013 dường như không chứng kiến những căng thẳng quá mức trên thị trường ngoại hối, do tác động của nhiều yếu tố tích cực trong và ngoài nước đã ít nhiều ổn định tâm lý nhà đầu tư. Tuy nhiên trước đó, đầu năm 2011, trong khi NHNN vẫn chưa có động thái điều chỉnh tỷ giá điều hành thì người dân và doanh nghiệp xuất khẩu, với tâm lý e ngại lạm phát và nhu cầu sử dụng USD tăng cao từ khối doanh nghiệp Việt Nam đầu tư trực tiếp ra nước ngoài, đã tìm cách găm giữ USD chờ động thái của cơ quan nhà nước. 2014 dường như được coi là năm thành công nhất trong ổn định tỷ giá của NHNN giai đoạn này, khi những cam kết mà cơ quan này đưa ra đã gần như được đảm bảo toàn bộ.

Riêng trong năm 2015, tỷ giá VND/USD đã không ít lần chịu áp lực dù NHNN đã khẳng định biên độ cứng điều chỉnh tỷ giá ngay từ thời điểm đầu năm. Tuy nhiên, đến cuối năm, cam kết giữ biên độ tăng tỷ giá của NHNN đã bị phá vỡ dưới tác động từ việc Ngân hàng Trung ương Trung Quốc liên tục hạ giá đồng nhân dân tệ. Thêm vào đó, tâm lý nhà đầu tư trước những thông tin Cục Dự trữ liên bang Hoa Kỳ (FED) có thể tăng lãi suất cơ bản đồng USD cũng tác động làm tăng cầu USD trên thị trường. Đến giữa tháng 8/2015, biên độ tỷ giá VND/USD đã tăng lên 3%, từ mức 1% ở thời điểm đầu năm và tỷ giá liên ngân hàng cũng được NHNN điều chỉnh tăng thêm 1%, lên 21.890 VND/USD<sup>3</sup>. Đây được coi là mốc đáng chú ý trong chính sách tỷ giá của NHNN Việt Nam năm 2015 bởi đây là lần thứ ba NHNN phải điều chỉnh tăng tỷ giá trong khi trước đó, Thống đốc NHNN đã từng khẳng định chỉ nới tỷ giá không quá 2% trong năm.

<sup>3</sup> Trĩ thức trẻ, NHNN bất ngờ nâng tỷ giá thêm 1%, nới biên độ tỷ giá lên 3%, 8/2015.

Diễn biến tỷ giá trong giai đoạn hậu khủng hoảng 2008 đã phần nào cho thấy, có những mối liên hệ nhất định giữa chính sách tiền tệ của NHNN với diễn biến tâm lý nhà đầu tư trên thị trường.

### 3. Một số nguyên nhân

*Thị trường tài chính, tiền tệ Việt Nam còn non trẻ*

Nền kinh tế Việt Nam đang trong quá trình phát triển, không tránh khỏi những hạn chế, bất cập, đặc biệt là sự non trẻ của thị trường tài chính tiền tệ đã phần nào cản trở việc nhà đầu tư được tiếp cận với văn minh kinh tế từ các quốc gia phát triển. Hệ thống ngân hàng hai cấp chỉ mới được hình thành từ những năm 1990 trở lại đây qua việc tách biệt NHNN với tư cách là ngân hàng trung ương ra khỏi các ngân hàng thương mại. Đồng thời, thị trường chứng khoán cũng chỉ đi vào hoạt động từ năm 2000 và việc thu hút vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) tăng mạnh kể từ khi ban hành những bộ luật chuyên ngành như Luật Đầu tư trực tiếp nước ngoài 2006, Luật Chứng khoán 2006 hay Luật Doanh nghiệp 2005...

Vì vậy, sự thiếu kinh nghiệm của nhà đầu tư trong nước đã khiến cho tác động của yếu tố tâm lý đến chính sách trở nên đáng kể hơn. Các chính sách được ban hành chưa thể hiện được sức mạnh dẫn dắt thị trường như mong muốn, mà mới chỉ dừng ở mức độ phản ứng trước diễn biến thị trường.

*Cán cân thương mại*

Từ 2008 trở lại đây, cán cân thương mại nước ta hầu như luôn trong tình trạng nhập siêu. Năm 2012 và 2013 suất siêu nhưng chưa tới 1 tỷ USD. Trong khi cán cân thương mại lại là

một trong những nhân tố liên hệ chặt chẽ với cung - cầu ngoại tệ trên thị trường cũng như dự trữ ngoại hối của NHNN. Thực tế cũng cho thấy, năm 2012 và 2013 là hai năm có diễn biến tỷ giá không quá căng thẳng. Năm 2012, những thông tin tích cực như dự trữ ngoại hối tăng trở lại và được cập nhật thường xuyên đã góp phần là cải thiện rõ rệt tâm lý nhà đầu tư trên thị trường và từ đó ổn định tỷ giá, góp phần nâng cao hiệu quả chính sách tiền tệ<sup>4</sup>. Các diễn biến tương tự từ dự trữ ngoại hối tiếp tục xảy ra năm 2013 và 2014 đã góp phần ổn định thị trường, giúp tâm lý nhà đầu tư trở nên vững vàng hơn với các quyết định tài chính.

Vì vậy, cội rễ sâu xa từ việc ảnh hưởng của yếu tố tâm lý tới hiệu lực của chính sách tỷ giá không chỉ là những vấn đề nội tại của nền kinh tế mà còn bao hàm những tác động từ bên ngoài. Chẳng hạn, tăng trưởng hay suy thoái của các nền kinh tế lớn, tác động tới xuất nhập khẩu trong nước hay các cuộc chiến tranh tiền tệ tác động tới việc tăng giá hay phá giá VND. Cải thiện cán cân thương mại, tăng xuất siêu có thể trở thành chìa khóa hỗ trợ nâng cao hiệu lực chính sách tỷ giá của NHNN.

#### *Công tác truyền thông của cơ quan chức năng*

Đến nay, với sự hỗ trợ của công nghệ thông tin và truyền thông, việc công bố thông tin của NHNN đã được cải thiện đáng kể nhưng vẫn chưa hoàn toàn thuyết phục nhà đầu tư. Thực trạng này đã ít nhiều ảnh hưởng tới hiệu lực chính sách của

<sup>4</sup>VnEconomy, "Bổ thóc" dự trữ ngoại hối, 15/12/2012.



NHNN đối với vấn đề tỷ giá và ngoại tệ. Hơn nữa, việc thiếu thông tin và dữ liệu tra cứu về chính sách tiền tệ cũng là trở ngại đối với các nhà nghiên cứu trên khía cạnh học thuật. Trong khi bộ phận này, khi dựa trên những kết quả nghiên cứu từ con số và mô hình thống kê, có thể góp phần tạo lập những chính sách thiết thực cho công tác quản lý tỷ giá, ngoại hối của NHNN.

#### 4. Kết luận và hàm ý chính sách

Thị trường tài chính - tiền tệ còn non trẻ và sức vóc còn khiêm tốn nên khó tránh khỏi tác động từ những diễn biến bất thường, gây khó khăn trong tạo lập và thực thi chính sách, ổn định thị trường. Thêm vào đó, đặc trưng của một nền kinh tế mở cũng cho phép nhà đầu tư nghiên cứu, theo dõi thông tin từ các đối tác nước ngoài để từ đó ra quyết định kinh doanh. Bối cảnh đó càng thôi thúc tăng cường hiệu lực chính sách tỷ giá nhằm nâng cao vị thế VND và ổn định, điều hành nền kinh tế, thị trường. Từ khủng hoảng tài chính 2008 đến nay, nhiều bằng chứng cho thấy sự tồn tại sợi dây liên kết giữa yếu tố tâm lý trong hành vi của nhà đầu tư tác động tới hiệu lực chính sách tỷ giá của NHNN Việt Nam. Dẫu rằng, việc đo lường định lượng các tác động đó còn tương đối hạn chế nhưng tác động tới yếu tố tâm lý cũng có thể trở thành phương án tốt cho việc cải thiện hiệu lực thực thi chính sách của nhà điều hành.

Trong năm 2016, nền kinh tế nói chung và thị trường tài chính - tiền tệ nói riêng đứng trước một số thách thức như: (i) Các yếu tố hỗ trợ cho lạm phát thấp không còn thuận lợi khi việc điều chỉnh tăng giá các mặt hàng do Nhà nước quản lý bước vào lộ trình mới và có thể tăng mạnh; cầu nội địa đang phục hồi, lạm phát 2016 dự kiến cao hơn 2015; (ii) Những



biến động khó lường trên thị trường tài chính toàn cầu trong 2015 đã kéo theo việc điều chỉnh chính sách tỷ giá tại nhiều nước đang phát triển. Năm 2016, thị trường tài chính thế giới được dự báo chuyển sang một giai đoạn mới với nhiều diễn biến phức tạp: FED bắt đầu chu kỳ thắt chặt chính sách tiền tệ. Cơ chế điều hành tỷ giá mới của Trung Quốc khiến đồng nhân dân tệ biến động mạnh hơn. Trong nước, tác động tâm lý trước những diễn biến của thị trường tài chính tiền tệ quốc tế ngày càng lớn, nhất là khi tình trạng đô la hoá vẫn còn...

Do đó, để giải quyết các thách thức đặt ra, đặc biệt là hạn chế tác động từ yếu tố tâm lý của nhà đầu tư đến chính sách tỷ giá của NHNN, cần tập trung vào một số giải pháp, cụ thể:

*Thứ nhất*, công tác truyền thông, công khai thông tin của cơ quan điều hành cần được cải thiện. Truyền thông tốt sẽ tạo ra sự đồng thuận trong truyền tải định hướng điều hành của NHNN làm cho thị trường nhanh chóng ổn định. Tuy nhiên, về dài hạn, cần thiết phải có lộ trình xây dựng một hệ thống cơ sở dữ liệu, hoàn thiện cơ sở pháp lý về công khai thông tin, hướng đến thống nhất một đầu mối quản lý và cung cấp số liệu chính thống, có độ chính xác và tin cậy cao và được công khai theo nhiều cấp độ để cung cấp cho nhiều đối tượng có nhu cầu, đồng thời đẩy mạnh hơn nữa công tác truyền thông, các cơ quan thông tin truyền thông cần phối hợp chặt chẽ với NHNN đưa thông tin đầy đủ, phù hợp về các giải pháp điều hành chính sách tiền tệ, hoạt động ngân hàng để định hướng tâm lý thị trường, hạn chế tâm lý bất lợi không đáng có, ảnh hưởng đến niềm tin của thị trường và điều hành chính sách tiền tệ.

*Thứ hai*, NHNN cần tiếp tục chủ động điều hành linh hoạt, phối hợp đồng bộ các công cụ của chính sách tiền tệ theo phương châm nâng cao vị thế VND; thực hiện các giải pháp quản lý thị trường ngoại tệ, thị trường vàng để tiếp tục giảm tình trạng đô la hoá, vàng hóa trong nền kinh tế. Đây cũng là một trong những biện pháp làm giảm yếu tố tâm lý của nhà đầu tư trước những biến động khó lường của thị trường tài chính, tiền tệ quốc tế.

Bên cạnh đó, để có một chính sách tiền tệ hiệu quả theo cơ chế thị trường, việc chú trọng thực hiện cơ chế điều hành tỷ giá mới là cần thiết. Theo đó, tỷ giá trung tâm được xác định trên cơ sở tham chiếu diễn biến tỷ giá bình quân gia quyền trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng, công bố tỷ giá trung tâm hàng ngày với biến động theo cả chiều lên, chiều xuống để phản ánh sát diễn biến của thị trường trong nước và diễn biến tỷ giá trên thị trường quốc tế của một số đồng tiền của các nước có quan hệ thương mại, vay, trả nợ, đầu tư lớn với Việt Nam, các cân đối kinh tế vĩ mô, tiền tệ và phù hợp với mục tiêu chính sách tiền tệ. Việc thực hiện cơ chế điều hành tỷ giá mới sẽ có tác dụng lớn trong việc hạn chế những cú sốc từ bên ngoài, loại bỏ dần tâm lý găm giữ, đầu cơ trên thị trường ngoại tệ.

Đồng thời, việc cải thiện cấu trúc thị trường, nâng cao tiềm lực nền kinh tế trở nên quan trọng hơn bao giờ hết. Một khi dự trữ ngoại tệ dồi dào, công tác điều hành của NHNN sẽ có điều kiện gia tăng hiệu lực.

TS. Phạm Tiến Đạt

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Phạm Thị Hoàng Anh, *Nhận định về điều hành chính sách tỷ giá của NHNN Việt Nam trong năm 2010*, Tạp chí Khoa học đào tạo ngân hàng, tháng 02/2011.
2. VnEconomy, “Bỏ thóc” dự trữ ngoại hối, 15/12/2012.
3. Trí thức trẻ, *NHNN bất ngờ nâng tỷ giá thêm 1%, nới biên độ tỷ giá lên 3%*, tháng 8/2015.
4. Grimaldi, M., & De Grauwe, P. (2003), *Exchange rates in a behavioural finance framework*.
5. [www.tradingeconomics.com](http://www.tradingeconomics.com).