Mã số: 293
Ngày nhận: 03/08/2016
Ngày hoàn thành biên tập: 18/7/2016
Ngày duyệt đăng: 25/7/2016

# CHÍNH SÁCH TỶ GIÁ HỐI ĐOÁI CHO VIỆT NAM TRONG CUỘC CHIẾN "NỚI LỎNG TIỀN TỆ"

**Vũ Thị Kim Oanh**[1]
**Nguyễn Công Tài**[2]

## Tóm tắt

*Kể từ sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007 – 2009 các quốc gia, nhất là các nền kinh tế lớn, đến thời điểm hiện tại vẫn gặp rất nhiều khó khăn để vực lại mức tăng trưởng như trước. Các biện pháp nới lỏng chưa từng có tiền lệ trong các công cụ của chính sách tiền tệ nhằm kích thích kinh tế bên cạnh việc tác động đến bản thân nền kinh tế của các nước đó thì chúng còn tác động đến môi trường kinh tế toàn cầu. Bài viết này sẽ tập trung vào phân tích sự nới lỏng trong chính sách tiền tệ của một số nước lớn như Hoa Kỳ, Trung Quốc, Nhật Bản, khối EU và một số đối tác thương mại lớn của Việt Nam để có thể nhìn nhận sự biến động trong giá trị đồng tiền của các quốc gia đó. Cùng với xem xét tình hình thương mại, đầu tư quốc tế và việc vay nợ của Việt Nam, bài viết đưa ra một số nhận định và đề xuất trong việc điều hành tỷ giá nhằm tránh những cú sốc lớn trên thị trường ngoại hối.*

**Từ khóa:** *Chính sách tiền tệ, Tỷ giá hối đoái, Việt Nam.*

## Abstract

*Ever since the end of the financial crisis of 2007 – 2009, nations, especially large economies, have been struggling to restore their growth rates like before. The unprecedented monetary policy easing of these large economies is not only impact on their economies themselves, but also on other economies. This paper analyses the easing in the monetary policies of large economies such as U.S, China, Japan, and the EU, along with some of Vietnam's key partners in trading to recognize the trend of fluctuations in*

[1] ThS, Trường Đại học Ngoại thương, email: oanhvtk@ftu.edu.vn

[2] K52 Trường Đại học Ngoại thương

*those countries' currencies value. Together some issues of Vietnam economy such as international trade and investment, foreign debt, this paper gives some conclusions and recommendations for exchange rates policy to reduce the impacts of foreign shocks on the Vietnam's economy.*

**Key words:** *Monetary policy, Exchange rate, Vietnam.*

## 1.Đặt vấn đề

Khoảng thời gian từ giữa năm 2015 trở đi chứng kiến nhiều biến động lớn của các nền kinh tế trên thế giới, đi kèm với đó là những tác động và cách thức chính phủ các nền kinh tế phản ứng để tạo ra sự ổn định. Việt Nam trong bối cảnh ngày một hội nhập với kinh tế thế giới chắc chắn sẽ chịu những ảnh hưởng không nhỏ. Với đặc điểm của nền kinh tế đang phát triển, trong đó hoạt động xuất nhập khẩu và vay nợ nước ngoài đóng vai trò quan trọng thì biến động tỷ giá sẽ có tác động nhiều chiều tới nền kinh tế. Việc phân tích bối cảnh và chính sách tiền tệ của một số nền kinh tế lớn, là bạn hàng chủ lực và là các nước cho vay lớn của Việt Nam sẽ giúp nền kinh tế có được hướng đi hợp lý cho chính sách tỷ giá hối đoái.

## 2. Sự đối lập trong chính sách tiền tệ của các nền kinh tế tuy nhiên chủ yếu vẫn là xu hướng "nới lỏng".

*Nền kinh tế Mỹ*

Kể từ khủng hoảng tài chính 2007-2009, nước Mỹ đã liên tục có những chính sách nhằm thoát ra được tình trạng kinh tế khó khăn với các chương trình Chi tiêu công quy mô lớn của Chính quyền Tổng thống Obama và ba gói "Nới lỏng định lượng" được FED thực hiện từ năm 2009 đến năm 2012 mà thực chất là việc mua lại chứng khoán trên thị trường nhằm tăng cung ứng tiền mặt để hỗ trợ hoạt động cho vay, kích thích đầu tư và mua sắm cá nhân, đồng thời hỗ trợ xuất khẩu qua việc "phá giá ngầm" đồng Đô la Mỹ. Hiệu quả của những chính sách này còn đang là vấn đề tranh cãi tuy nhiên có thể thấy được dấu hiệu hồi phục nhẹ của kinh tế Mỹ. Tỷ lệ thất nghiệp từ mức xấp xỉ 10% năm 2009 thì đến cuối năm 2015 tỷ lệ này là khoảng 5%[3]; GDP năm 2015 tăng trưởng 2.4%[4]. Tuy vậy, các dấu hiệu hồi phục này còn mong manh, chưa thực sự vững chắc. Có

[3] Số liệu từ bộ Lao động Mỹ: http://data.bls.gov/timeseries/LNS14000000

[4] Số liệu từ bộ Thương mại Mỹ: http://www.bea.gov/newsreleases/national/gdp/gdpnewsrelease.htm

thể thấy như tỷ lệ lạm phát chỉ khoảng 0,7%, thấp hơn nhiều so với con số dự tính của các chuyên gia. Điều này phản ánh rằng các động lực chính cho tăng trưởng chưa đủ mạnh để kích thích tổng cầu tăng mạnh để có mức lạm phát cao hơn.

Dù vậy Fed đã có thể ngừng các biện pháp tiền tệ nới lỏng với việc nâng lãi suất lần đầu tiên kể từ năm 2006, một dấu hiệu cho thấy việc "bình thường hóa" lãi suất và chính sách tiền tệ vì có dấu hiệu hồi phục của nền kinh tế. Việc bình thường hóa chính sách tiền tệ này vẫn sẽ được FED tiếp tục thực hiện trong năm nay. Theo dự đoán của nhiều nhà kinh tế, FED có thể nâng lãi suất khoảng ba đến bốn lần trong năm 2016, mỗi lần khoảng 0,25 điểm phần trăm. Tuy nhiên, sự kiện Brexit cũng như mức tăng trưởng của quý II không như kỳ vọng đã ảnh hưởng tới khả năng nâng lãi suất của Fed. Cuộc họp gần đây nhất vào ngày 26 và 27/7 đã quyết định giữ nguyên mức lãi suất được áp dụng từ tháng 12/2015. Việc tăng lãi suất trước đây đã làm cho môi trường đầu tư của Mỹ trở nên hấp dẫn hơn, dẫn đến việc dòng vốn sẽ chảy ra khỏi các thị trường khác và đến Mỹ, khiến cho hoạt động đầu tư, huy động vốn, cho vay ở các nước khác sẽ ít nhiều gặp khó khăn hơn trước. Tiếp theo nữa là nhu cầu chuyển đổi các loại tiền tề về Đô la Mỹ sẽ làm cho đồng tiền này tăng giá so với hầu hết các loại tiền tệ khác qua đó làm giảm sức cạnh tranh của hàng hóa Mỹ ở nước ngoài và làm tăng sức cạnh tranh của hàng hóa nước khác, là một động lực cho xuất khẩu của các nước đang gặp khó khăn trong nền kinh tế. Như vậy có thể dự kiến rằng vẫn còn khá nhiều rào cản cho chính sách thắt chặt tiền tệ của Fed

*Kinh tế Trung Quốc*

Nếu như kinh tế Mỹ đã có những bước khởi sắc nhất định thì các nền kinh tế lớn khác lại không có được tình trạng tốt như vậy. Đầu tiên phải nói đến Trung Quốc. Sau hơn hai thập niên có tỷ lệ tăng trưởng cao thì hiện tại sự tăng trưởng này đã có dấu hiệu chững lại. Có nhiều nguyên nhân để giải thích cho hiện tượng này. Thứ nhất có thể kể đến việc thay đổi mô hình tăng trưởng từ khi Trung Quốc chuyển giao lãnh đạo mới. Mô hình mới tập trung vào tiêu dùng trong nước làm động lực cho tăng trưởng thay cho xuất khẩu và đầu tư làm động lực chính, sự chuyển đổi cơ cấu tác động lên nhịp độ tăng trưởng của quốc gia này. Tiếp theo nữa, các động lực chính là nguyên nhân cho sự tăng trưởng trong quá khứ như nguồn nhân công dồi dào và chi phí lương thấp nay đã không còn, các thị trường xuất khẩu của quốc gia này dần có sự thay đổi về các bạn hàng nhập khẩu. Bên cạnh đó là năng suất công nghiệp tăng chậm do nền tảng công nghệ của Trung Quốc yếu so với các nước phương Tây. Các nhà đầu tư nước ngoài dần tìm được các địa chỉ mới để mang lại lợi nhuận cao hơn và rút khỏi Trung Quốc. Tổng hòa của các yếu tố trên làm

cho kinh tế Trung Quốc tăng trưởng chậm lại. Trước tình hình đó, Trung Quốc đã phải liên tục điều chỉnh chính sách tỷ giá và tiền tệ của mình kể từ giữa năm 2015. Trong tháng 8 năm 2015 Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc đã phá giá đồng Nhân dân tệ đến gần 5% trong một tuần, liên tục sau đó đến cuối năm là một số lần điều chỉnh nhỏ mang tính thị trường. Bên cạnh điều chỉnh tỷ giá theo hướng có lợi cho xuất khẩu, Trung Quốc cũng đã thực hiện chính sách tiền tệ nới lỏng với việc liên tục hạ lãi suất từ 5,6% hồi đầu năm ngoái xuống còn 4,35% vào đầu năm 2016 nhằm khuyến khích cho vay đầu tư[5]. Đứng trước đà tăng trưởng chậm lại, thị trường tài chính Trung Quốc là nơi thể hiện rõ rệt nhất những tín hiệu xấu của nền kinh tế với việc một loạt các quỹ đầu tư nước ngoài rút vốn khỏi thị trường. Thị trường chứng khoán kể từ sau đỉnh điểm hồi đầu năm 2015 đã liên tục đi xuống, ước tính 3500 tỷ USD giá trị vốn hóa bốc hơi khỏi thị trường và vẫn chưa có dấu hiệu khởi sắc. Chính quyền Trung ương phải sử dụng nhiều biện pháp mạnh như cấm các cổ đông lớn bán chứng khoán, liên tục bơm tiền vào thị trường chứng khoán qua các quỹ đầu tư của nhà nước và thậm chí áp dụng kiểm soát vốn nhằm ngăn dòng vốn ngoại dời thị trường nhưng chưa mang lại nhiều hiệu quả. Trên cơ sở đó, dự báo kinh tế Trung Quốc năm nay tăng trưởng ở mức 6,5%, chậm nhất trong hơn hai thập niên qua và triển vọng tăng trưởng trong các năm tiếp theo cũng không khả quan hơn. Như vậy có thể dự đoán rằng năm 2016 Trung Quốc sẽ tiếp tục theo đuổi chính sách tiền tệ nới lỏng với việc tiếp tục hạ lãi suất cũng như tăng cung ứng tiền ra thị trường để khuyến khích đầu tư. Về tỷ giá hối đoái, cũng cần phải nói đến một điểm nhấn đáng chú ý là trong năm 2015, đồng Nhân dân tệ đã được chấp thuận vào làm một đồng tiền trong giỏ tiền tệ SDR của IMF. Điều này hàm ý rằng Trung Quốc phải chấp nhận thả nổi đồng tiền của mình hơn nữa theo quy luật thị trường. Tuy vậy đồng tiền này sẽ chưa được chính thức đưa vào giỏ tiền tệ sau năm 2017 nên Trung Quốc vẫn có thể can thiệp được vào vấn đề tỷ giá. Tổng hợp các yếu tố trên có thể thấy xu hướng tiếp tục giảm giá đồng Nhân dân tệ, làm tăng tính cạnh tranh của hàng hóa Trung Quốc khi xuất khẩu nhưng cũng để lại nhiều rủi ro về vấn đề nợ cho nước này. Việc đồng Nhân dân tệ tiếp tục giảm giá trong năm nay chắc chắn có ảnh hưởng lớn đến các hoạt động kinh tế của các nước xuất khẩu khác.

*Nhật Bản và EU*

Không chỉ Trung Quốc mà EU và Nhật Bản cũng có vấn đề riêng của mình. Đối với EU tình hình kinh tế không mấy khả quan làm ảnh hưởng đến giá trị đồng Euro của khối này. Đầu tiên là

[5] http://www.global-rates.com/interest-rates/central-banks/central-bank-china/pbc-interest-rate.aspx

nợ công của một số thành viên trong khối vẫn sẽ còn là vấn đề dai dằng không thể giai quyết trong ngắn hạn. Nợ công làm ảnh hưởng đến các chính sách phát triển riêng của từng nước thành viên và cả khối nói chung với việc các nước khó huy động vốn vay hơn cho các hoạt động của mình. Một vấn đề nữa mà châu Âu phải đối mặt là tình trạng lạm phát thấp và giảm phát với việc giá cả hàng hóa gần như đứng yên hoặc đi xuống, do nhiều nguyên nhân như nhu cầu tiêu dùng thấp, xuất khẩu khó khăn. Thêm nữa tác động từ khủng hoảng 2007-2009 đối với châu Âu vẫn chưa khắc phục được. Trước khủng hoảng, châu Âu là một trong những bên đầu tư lớn nhất vào thị trường tài chính Mỹ với nhiều công cụ tài chính rủi ro. Khi khủng hoảng xảy ra, các ngân hàng đầu tư của châu Âu chịu thiệt hại nặng nề, kết hợp thêm vấn đề nợ công càng khiến cho châu Âu khó khăn. Học hỏi từ Mỹ, năm 2015 châu Âu bắt đầu tung ra gói "nới lỏng định lượng" của riêng mình cũng nhằm mục đích chính là kích thích tiêu dùng, tăng tổng cầu để tạo ra lạm phát, kích thích tăng trưởng, tạo việc làm. Tuy vậy đến cuối năm 2015 công cuộc chống giảm phát tại châu Âu vẫn chưa đạt được kết quả. Lạm phát tại các nước châu Âu vẫn chỉ ở mức trên dưới 0% và với tình hình này, khả năng cao ngân hàng chung châu Âu sẽ tiếp tục thực hiện gói nới lỏng định lượng trong năm nay. Điều này làm tăng lượng tiền Euro trên thị trường và chắc chắn sẽ làm giảm giá trị đồng tiền này trên thị trường.

Cùng chung tình trạng của châu Âu là Nhật Bản, nền kinh tế lớn thứ ba thế giới. Sau hai thập niên tăng trưởng chậm với mức lạm phát thấp nền kinh tế Nhật Bản đã rơi vào suy thoái. Không những thế, tác động của khủng hoảng tài chính Mỹ và động đất sóng thần hồi năm 2011 càng khiến cho khả năng phục hồi của kinh tế Nhật khó khăn hơn. Năm 2012 ông Shinzo Abe trở lại làm Thủ tướng đã đề ra chính sách Abenomics nhằm phục hồi kinh tế với ba mục tiêu chính: chống lại hiện tượng giảm phát, khôi phục tăng trưởng và tái cấu trúc mô hình tăng trưởng. Trong vòng 10 năm trở lại đây, Nhật Bản đối mặt với vấn đề già hóa dân số, tiêu dùng cá nhân nội địa giảm, các doanh nghiệp không có nhiều động lực cho hoạt động đầu tư. Như vậy cần phải có chi tiêu công nhằm phục hồi tổng cầu và chính quyền ông Abe đã liên tục thực hiện các dự án đầu tư công để phục hồi tăng trưởng, song lại không có mấy hiệu quả. Sau giai đoạn một không thực sự thành công, giai đoạn hai được thực hiện với mục tiêu khuyến khích xuất khẩu và chống lại giảm phát. Để làm được việc này, ngân hàng Trung ương Nhật Bản đã liên tục bơm tiền ra thị trường bằng cách cắt giảm lãi suất, nới lỏng điều kiện cho vay, mua chứng khoán nhằm tăng cung tiền và thực hiện cả "nới lỏng định lượng". Những hoạt động này đồng thời làm giảm giá trị đồng Yên, tăng cường khả năng xuất khẩu cho các doanh nghiệp Nhật Bản và tăng đầu tư trong nước.

Chính sách này bước đầu có hiệu quả trong quý đầu năm 2015 khi nền kinh tế tăng trưởng 2,4%[6]. Tuy nhiên trong các quý sau, đà tăng trưởng không thật chắc chắn khi tăng trưởng lần lượt -1,6% và 1,3%, và giảm tới 1,4% vào quý cuối năm[7] [8]. Hiện tại Nhật Bản vẫn chưa tìm ra được động lực tăng trưởng mới nên hoạt động làm giảm giá trị đồng Yên để kích thích xuất khẩu vẫn sẽ là lựa chọn khả dĩ nhất cho nước này trong thời gian tới, do đó sẽ ảnh hưởng lớn đến hoạt động xuất khẩu và cho vay của quốc gia này. Một cơ sở nữa để có thể thấy xu hướng Nhật Bản cố gắng làm giảm giá trị đồng nội tệ là việc giá dầu liên tục giảm, giảm phát càng mạnh hơn nên Nhật Bản sẽ càng thực hiện chính sách nới lỏng tiền tệ để chống lại hiện tượng này. EU và Nhật Bản đã đi xa hơn nữa trong quyết tâm chống giảm phát và tăng mức tiêu dùng nội địa khi áp dụng biện pháp mạnh, đó là lãi suất âm. Ở đây, mức lãi suất âm được áp dụng với các khoản tiền gửi của các ngân hàng thương mại ở Ngân hàng Trung ương. Việc làm này của các Ngân hàng Trung ương ở EU và Nhật có hai mục tiêu chính. Thứ nhất, nó buộc các ngân hàng thương mại phải giảm việc gửi tiền tại Ngân hàng Trung ương và thúc đẩy cho vay ra thị trường nhằm giảm tổn thất. Thứ hai, do lãi suất bị điều chỉnh nên lãi suất gửi tiền của người dân tại các ngân hàng gần như bằng 0, như trường hợp của Nhật Bản là 0,0001%/1 năm[9]. Điều này, sẽ khiến dân chúng rút tiền và tiêu dùng cá nhân nhiều hơn, làm tăng tổng cầu và thúc đẩy lạm phát. Lý thuyết là vậy tuy nhiên thực tế thì còn phải chờ thời gian mới cho kết quả chính xác. Dù vậy nhưng Nhật Bản và EU thậm chí còn cho thấy dấu hiệu sẽ tiếp tục thực hiện mạnh hơn chính sách lãi suất âm khi giảm lãi suất sâu hơn. Và không chỉ có các nước trên mà một số các Ngân hàng Trung ương của các nước khác cũng có khả năng thực hiện chính sách này trong ngắn hạn. Gần đây, sự kiện Brexit được dự báo có tác động tiêu cực tới nền kinh tế Nhật Bản do đó một gói kích cầu hơn 28 nghìn tỷ Yên, tương đương 265 tỷ USD được tung ra để kích thích tăng trưởng nền kinh tế lớn thứ ba thế giới này.

*Các đối tác thương mại và đầu tư khác*

---

[6] http://www.wsj.com/articles/japan-grows-2-4-in-first-quarter-1432081799

[7] http://www.reuters.com/article/us-japan-economy-gdp-idUSKCN0QL0VK20150817

[8] http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-02-14/japan-s-economy-contracted-again-in-final-quarter-of-2015

[9] http://kinhdoanh.vnexpress.net/tin-tuc/quoc-te/nguoi-nhat-gui-tiet-kiem-trieu-usd-lai-10-usd-3355904.html

Ngoài ra, khi xem xét đến chính sách tỷ giá hối đoái của Việt Nam trong năm nay, cần xem xét cả một số nền kinh tế có quy mô bé hơn ở khu vực châu Á mà là đối tác thương mại lớn của Việt Nam và cũng là đối thủ cạnh tranh xuất khẩu của nước ta, trong đó đáng xem xét đến là Hàn Quốc, Malaysia và Thái Lan. Hàn Quốc là đối tác xuất khẩu lớn thứ tư, đối tác nhập khẩu lớn thứ hai và là nhà đầu tư nước ngoài lớn nhất của nước ta mà do đó chính sách tiền tệ của Hàn Quốc chắc chắn sẽ ảnh hưởng lớn đến Việt Nam. Đối tác xuất khẩu chính của Hàn Quốc là Trung Quốc và Nhật Bản. Đối với Hàn Quốc, triển vọng tăng trưởng năm nay là không thực sự cao, nguyên nhân chủ yếu là sự suy giảm từ hai thị trường chính là Trung Quốc và Nhật Bản, chưa kể đến một số thị trường khác cũng gặp khó khăn và do đó nhu cầu nhập khẩu hàng hóa là không cao. Đứng trước tình hình đó, Hàn Quốc có thể sẽ áp dụng nhiều biện pháp chính sách tiền tệ nới lỏng như hạ thấp lãi suất, cùng với đó là làm giảm giá trị đồng Won của mình nhằm hỗ trợ phần nào hoạt động xuất khẩu của mình, nhất là một số mặt hàng chủ lực như hàng điện tử, thực phẩm chế biến sẵn. Vì vậy, đồng Won nhiều khả năng sẽ tiếp tục mất giá trong năm nay so với Đô la Mỹ. Malaysia và Thái Lan, hai đối thủ trực tiếp với nhiều mặt hàng của Việt Nam trên thị trường thế giới cũng gặp một số vấn đề trong nền kinh tế. Đối với Malaysia, giá dầu liên tục giảm ảnh hưởng đến tăng trưởng của nước này trong năm 2015 và xu hướng này nhiều khả năng sẽ tiếp tục xảy ra trong năm 2016. Vì lẽ đó, để khôi phục phần nào tăng trưởng Malaysia có thể sẽ hỗ trợ đồng Ringgit của mình yếu hơn để tăng cường xuất khẩu. Tình hình của Thái Lan cũng tương tự với Malaysia khi nước này gặp nhiều khó khăn từ yếu tố bên ngoài nên do đó có thể có nhiều biện pháp làm giảm giá trị tiền tệ của nước mình để kích thích tăng trưởng.

Tổng hợp lại có thể thấy rằng triển vọng chung các quốc gia trong năm 2016 hầu hết sẽ thực thi chính sách tiền tệ nới lỏng. Mỹ mặc dù khả năng cao sẽ tăng lãi suất tức thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt nhưng sẽ không có bước thực hiện quá lớn mà sẽ rất thận trọng. Các quốc gia lớn như Trung Quốc, Nhật Bản, khối EU sẽ thực hiện chính sách tiền tệ lỏng để kích thích tăng trưởng, đồng thời có những biện pháp khác nhau nhằm phá giả đồng tiền của mình để hỗ trợ xuất khẩu. Các quốc gia khác như Malaysia, Thái Lan, Hàn Quốc sẽ tiếp tục có đồng nội tệ yếu do các điều kiện khách quan nhưng cũng lại có lợi thế đôi chút về xuất khẩu.

### 3. Các yếu tố trong nước ảnh hưởng tới chính sách tỷ giá

Để xem xét về chính sách tỷ giá của Việt Nam, ta cần xem xét về hai mặt chính chịu tác động lớn nhất về vấn đề tỷ giá trong ngắn hạn, đó là hoạt động xuất nhập khẩu và nợ ngắn hạn vay bằng ngoại tệ của khu vực công và tư nhân.

*Xuất nhập khẩu*

Theo số liệu từ Tổng cục thống kê thì trong những năm gần đây, các đối tác thương mại chính về tổng giá trị hàng hóa trao đổi lần lượt là Trung Quốc, Hoa Kỳ, Hàn Quốc và Nhật Bản, trong đó năm 2015 tổng giá trị hàng hóa trao đổi của bốn quốc gia này chiếm tới hơn 48% tổng giá trị hàng hóa trao đổi của Việt Nam[10]. Trong bốn thị trường chính trên Việt Nam xuất siêu vào Mỹ còn ba thị trường còn lại là nhập siêu, trong đó lớn nhất là Trung Quốc với khoảng 33 tỷ USD và Hàn Quốc khoảng 18 tỷ USD. Vì vậy chỉ với một số thay đổi nhỏ về tỷ giá cũng sẽ ảnh hưởng lớn đến cán cân thương mại của Việt Nam. Các mặt hàng xuất khẩu chủ yếu của Việt Nam là hàng dệt may, hàng nông sản, thiết bị linh kiện điện tử, điện thoại, máy tính, nhưng ngược lại nước ta nhập khẩu nhiều đầu vào cho sản xuất, đó là linh kiện bán dẫn, thiết bị máy móc, vải. Trong bối cảnh Việt Nam đang cố gắng để có vai trò lớn hơn trong chuỗi giá trị gia tăng của sản phẩm, trở thành các nhà cung cấp đầu vào cho quá trình sản xuất thì việc được hỗ trợ bởi chính sách tỷ giá nhằm hạn chế nhập khẩu cùng loại là cần thiết. Hiện nay Việt Nam là nơi gia công nhiều sản phẩm điện tử của các hãng đến từ Nhật Bản và Hàn Quốc, trong đó nhiều linh kiện lại nhập khẩu từ chính các quốc gia này hoặc từ Đài Loan, một đối tác thương mại lớn khác của nước ta. Với việc hai quốc gia Nhật Bản và Hàn Quốc có nhiều chính sách nới lỏng tiền tệ của mình, giá trị đồng tiền có phần suy giảm thì khả năng nhập khẩu các thiết bị của các nước này vào Việt Nam sẽ có xu hướng gia tăng. Không chỉ vậy mà từ thời điểm suy thoái, các quốc gia này cũng ngày càng chú ý xuất khẩu hàng hóa tiêu dùng, trong đó thực phẩm chế biến sẵn, mỹ phẩm là các mặt hàng xuất khẩu ngày càng quan trọng của cả Hàn Quốc và Nhật Bản mà do đó, nếu đồng tiền của hai nước này giảm giá trị sẽ làm tăng lượng xuất khẩu vào Việt Nam.

Bên cạnh đó, chính sách tỷ giá cũng cần xem xét đến chính sách của Trung Quốc, nước có kim nghạch thương mại lớn nhất và là nước xuất siêu lớn nhất vào Việt Nam, đồng thời cũng có một số mặt hàng cạnh tranh trên thị trường thế giới với nước ta. Như đã phân tích ở trên, năm nay Trung Quốc sẽ tiếp tục điều chỉnh tỷ giá của mình theo hướng có lợi cho xuất khẩu, thêm vào đó là các chính sách tiền tệ nới lỏng nhằm hỗ trợ phát triển và việc các nhà đầu tư càng thấy thị trường này kém hấp dẫn sẽ làm cho giá trị đồng Nhân dân tệ giao dịch giảm, qua đó xuất khẩu nước này phần nào sẽ được hỗ trợ. Hơn thế đáng chú ý là hàng hóa Trung Quốc có tính cạnh tranh cao hơn nhờ đồng Nhân dân tệ giảm giá, cạnh tranh trực tiếp với hàng hóa cùng loại của

[10] Tính toán dựa trên số liệu của Tổng cục thống kê: http://www.gso.gov.vn/?tabid=629&ItemID=14256

Việt Nam. Với tất cả các diễn biến trên thì việc can thiệp của Ngân hàng Nhà nước là cần thiết. Cụ thể, Ngân hàng Nhà nước cần có sự thay đổi về tỷ giá phù hợp với diễn biến các chính sách của các nước kể trên.

Tuy vậy ta cũng cần xem xét cấu trúc các mặt hàng xuất khẩu chủ lực của Việt Nam. Như đã nói ở trên, các mặt hàng chủ lực của nước ta hiện nay gồm có nông sản, hàng dệt may, da giày, các thiết bị sản phẩm điện tử gia công. Đối với mặt hàng như nông sản thì tính thay thế trong sản phẩm của các quốc gia là khá cao, tức có nhiều nhà cung cấp và giá các mặt hàng này tương đối ít co giãn do nhu cầu về các mặt hàng này ổn định và số lượng nhà cung cấp ổn định, một sự thay đổi nhỏ về giá khó làm tăng tính cạnh tranh cho sản phẩm từ một quốc gia. Đối với các mặt hàng điện tử, đứng trước tình trạng khó khăn của nhiều nền kinh tế thế giới, nhu cầu các mặt hàng điện tử tăng không mạnh, với mức tăng trưởng nhu cầu các sản phẩm này trên thế giới khoảng 2-4%, nên việc tăng tính cạnh tranh từ việc giảm giá đồng Việt Nam cũng không quá hiệu quả[11]. Bên cạnh đó các thị trường chính cho xuất khẩu của Việt Nam là Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản và cả EU không có triển vọng tốt trong năm nay nên nhu cầu nhập khẩu không thực sự mạnh. Với các mặt hàng chính như trên thì việc làm giảm giá đồng nội tệ Việt Nam nhằm làm tăng tính cạnh tranh cho hàng hóa xuất khẩu chưa hẳn đã mang lại lợi ích như mong muốn.

*Nợ nước ngoài*

Không chỉ vấn đề cán cân thương mại, mà một trong những vấn đề chịu ảnh hưởng lớn nhất của biến động tỷ giá ngắn hạn là nợ nước ngoài ngắn hạn. Theo báo cáo của World Bank nợ công Việt Nam đã lên tới mức 110 tỷ USD vào cuối năm 2014. Tỷ lệ nợ công tăng mạnh trong những năm gần đây, đến giữa năm 2015 con số này đạt mức trên 60% GDP, tăng dần ở năm 2016 và đến năm 2017 con số này có thể đạt đỉnh ở mức 65% GDP. Trong số nợ chính phủ hiện nay nợ nước ngoài và nợ nước ngoài ngắn hạn của Việt Nam đang ở mức khá cao, với nợ nước ngoài khoảng 45% tổng nợ và nợ ngắn hạn nước ngoài khoảng 10% tổng nợ[12]. Cộng thêm với việc năm 2016 và 2017 dự kiến là thời điểm đáo hạn của nhiều khoản nợ ngắn hạn mà do đó yếu tố tỷ giá sẽ ảnh hưởng rất lớn đến gánh nặng nợ của nước ta. Tuy vậy ta cũng cần xem xét thêm cơ cấu nguồn vay của Việt Nam để có thể có những chính sách hợp lý. Theo thống kê của ADB thì các

---

[11] http://www.investopedia.com/ask/answers/052515/what-growth-rate-electronics-sector.asp

[12] http://www.thesaigontimes.vn/137681/No-nuoc-ngoai-moi-lo-sau-nam-2016.html

chủ nợ lớn nhất của Việt Nam là Nhật Bản (34,5% tổng nợ), World Bank (28,8%), ADB (15,25%) và Đức (9,8%). Chi tiết hơn, Yên Nhật chiếm tỷ trọng lớn nhất trong vay nợ của Việt Nam với 38,33%, tiếp đến là SDR (của IMF) với 27,06%, sau đó là Đô la Mỹ (22,16%) và Euro (9,18%)[13]. Với việc SDR sẽ có thay đổi cơ cấu giỏ tiền tệ sau 2017 và biến động về chế độ tỷ giá của các nước thì việc trả nợ ngắn hạn của Việt Nam sẽ chịu nhiều ảnh hưởng. Tuy nhiên có thể thấy từ phân tích ban đầu rằng, ngoại trừ xu hướng tăng giá của đồng Đô la Mỹ thì các đồng tiền lớn khác đều có xu hướng giảm giá trị so với Đô la, nên nếu có biện pháp hợp lý thì gánh nặng nợ sẽ được hỗ trợ phần nào qua chính sách tỷ giá linh hoạt. Nhưng vấn đề không chỉ dừng lại ở nợ công mà còn cả nợ của khu vực tư nhân vay mượn từ các quỹ đầu tư, các tổ chức nước ngoài. Phần lớn các hoạt động vay mượn này đều được thực hiện bằng đồng Đô la Mỹ nên biến động tỷ giá sẽ có tác động lớn đến hoạt động đầu tư kinh doanh trong nước. Bên cạnh biện pháp phòng ngừa rủi ro của các doanh nghiệp thì việc được hỗ trợ bởi Ngân hàng Nhà nước là điều cần thiết.

## 4. Một số đề xuất cho chính sách tỷ giá Việt Nam

Trên quan điểm hỗ trợ thương mại, chính sách tỷ giá của nước ta trong ngắn hạn là việc giữ cho giá trị đồng tiền Việt Nam ổn định so với giá trị đồng tiền của các quốc gia khác để hoạt động xuất khẩu được thuận lợi. Để làm điều này, trong năm 2016 Ngân hàng Nhà nước đưa vào điều chỉnh tỷ giá qua tỷ giá trung tâm, trong đó lấy giỏ tiền tệ gồm tám loại tiền làm trung gian tính giá trị của đồng Việt Nam so với Đô la Mỹ. Xét trên bối cảnh để hỗ trợ xuất khẩu việc làm này là hợp lý nhằm giữ cho giá trị Việt Nam đồng tương đối, không chỉ với loại tiền phổ biến nhất trong giao dịch quốc tế là đồng Đô la Mỹ, mà còn với các loại tiền khác cũng được sử dụng nhiều trong giao dịch với nước ta. Hơn nữa việc sử dụng tám đồng tiền làm cơ sở xác định tỷ giá còn giúp cho việc tính tỷ giá chéo trở nên sát với thị trường hơn, giảm việc sai lệch quá lớn do chỉ dựa vào đồng Đô la Mỹ. Việc sử dụng tỷ giá trung tâm có thể phần nào đó hỗ trợ cho hoạt động xuất khẩu của Việt Nam.

Nhưng mặt khác việc sử dụng tỷ giá trung tâm lại không hẳn có tác động tích cực đến việc giảm nhẹ gánh nặng nợ. Sử dụng chế độ tỷ giá trung tâm thì có thể phân tán biến động vào trọng số của các đồng tiền các nước, mà do đó có thể làm giảm việc biến động mạnh của đồng Việt Nam. Tuy nhiên lại xảy ra khả năng là tại các kỳ trả nợ bằng một số đồng tiền như Yên hay Euro,

---

[13] http://if24h.com/no-nuoc-ngoai-cua-viet-nam-truoc-nhung-bien-dong-ty-gia/

các đồng tiền này tăng giá trị trong một giai đoạn ngắn, làm tỷ giá tăng, kéo theo với việc tỷ giá của các đồng tiền này với Đô la Mỹ cũng tăng. Tổng hợp từ việc tăng tỷ giá trung tâm và tỷ giá chéo tăng sẽ khiến gánh nặng nợ cho Việt Nam tăng lên. Do đó đứng trước các kỳ hạn trả nợ Ngân hàng nhà nước cần xem xét sử dụng hợp lý dự trữ ngoại hối của mình để giúp cho gánh nặng nợ được giảm nhẹ phần nào. Một điều nữa là việc sử dụng tỷ giá trung tâm biến động theo ngày cũng sẽ làm khó khăn hơn cho hoạt động của các doanh nghiệp, nhất là việc dự tính kế hoạch kinh doanh, vay vốn nước ngoài. Vì vậy Ngân hàng Nhà nước nên có các biện pháp phù hợp như ra tín hiệu trước với thị trường đối với những lần điều chỉnh lớn trong vấn đề tỷ giá, công khai hơn một số mặt của nghiệp vụ hoạt động tỷ giá, phát tín hiệu trước những biến động lớn nhằm giúp doanh nghiệp có thể lên kế hoạch trước và đặc biệt phải tránh các cú sốc đột ngột có thể làm thay đổi tỷ giá một cách mạnh mẽ, làm ảnh hưởng lớn lên nền kinh tế, trong bối cảnh được dự báo là sẽ có nhiều cú sốc lớn từ các nền kinh tế trong năm nay.

Trong số các cú sốc lớn, cần phải đề cập đến việc tăng lãi suất của Fed. Nếu nền kinh tế Mỹ tăng trưởng tốt, lãi suất của Mỹ có thể ở mức 1%. Do đó, Ngân hàng Nhà nước, trên cơ sở cung ứng, dự trữ ngoại tệ và hoạt động thương mại trong nước cần xây dựng kịch bản cho mỗi lần tăng lãi suất của Fed. Các quyết định của Fed là rất thận trọng, trong đó việc phát tín hiệu cho thị trường là điều có thể dự đoán được nên việc xây dựng kịch bản cho việc điều chỉnh tỷ giá của Việt Nam là điều khả thi và cần thiết. Thêm vào đó, các ngân hàng trung ương lớn khác cũng sẽ dựa một phần vào quyết định của Fed để ra chính sách của mình. Trong bối cảnh sử dụng chế độ tỷ giá trung tâm thì việc dự trù các thay đổi của ngân hàng trung ương các nước lớn như khối EU, Nhật Bản, Trung Quốc cần được xem xét đến. Có thể thấy rằng mục tiêu của Nhật Bản và EU đều là chống lại giảm phát và hỗ trợ tăng trưởng mà do đó chính sách tiền tệ và hỗ trợ tỷ giá phục vụ xuất khẩu vẫn là mục tiêu chính của các nước này. Vì vậy chính sách của EU và Nhật Bản có thể phần nào hỗ trợ làm giảm gánh nặng nợ của Việt Nam. Ngoài cú sốc bên ngoài là tác động chính sách của Fed thì còn nhân tố chính sách của Trung Quốc là tác động đáng kể đến vấn đề tỷ giá. Cú sốc này có thể bắt nguồn từ Trung Quốc tự mình phá giá do điều kiện bất lợi hoặc do chính sách của các nước lớn khác, cụ thể nhất là của Fed. Tuy nhiên, với cái nhìn cơ bản là Trung Quốc sẽ tiếp tục điều chỉnh tỷ giá để có lợi cho xuất khẩu, kết hợp với chính sách tiền tệ lỏng để hỗ trợ tăng trưởng nhưng khó khăn là các quyết định của nước này thường được đưa ra khá đột ngột, không có nhiều dấu hiệu báo trước. Vì lẽ đó cần xây dựng một số kịch bản tương ứng với mức phá giá tiền tệ cụ thể trong năm tới của quốc gia này.

Bên cạnh hai cú sốc nhiều khả năng xảy ra trên, còn một số các cú sốc khó đoán biết khác từ các thị trường khác mà do đó bước đệm an toàn cho việc điều chỉnh tỷ giá liên quan đến biên độ, tính sát với giao dịch thị trường, sử dụng hợp lý kho dự trữ ngoại hối và sự kiểm soát của Ngân hàng Nhà nước là quan trọng để đảm bảo tỷ giá của đồng Việt Nam ổn định.

Có thể nói rằng năm 2016 sẽ chứng kiến nhiều biến động quan trọng trong nền kinh tế thế giới cũng như sự thay đổi lớn trong chính sách của các quốc gia nhằm bảo vệ tăng trưởng của mình. Vì thế những sự can thiệp thích hợp nhằm tránh rủi ro lớn cho nền kinh tế Việt Nam là điều cần thiết nhằm giúp cho Việt Nam đảm bảo tăng trưởng theo mục tiêu. Việc điều chỉnh tỷ giá trong năm nay vẫn theo hướng giảm giá so với đồng USD nhưng với mức độ rất nhẹ từ 2-3%.

**Tài liệu tham khảo**


1. Bloombergview, 2016, *The Fed's Best Policy: Wait and See*.

   http://www.bloombergview.com/articles/2016-01-27/the-fed-s-best-policy-wait-and-see

2. Financial Time, 2016, *When interest rate rise*.
   http://ig.ft.com/sites/when-rates-rise/#what-is-happening
3. James Rickards, 2011, *Currency Wars: The Making of the Next Global Crisis*. Penguin Press.
4. Jeff Maruda, 2012, *International Corporate Finance 10th edition*. Cengage Learning.
5. Kyodo, 2016, *Abe outlines ¥28 trillion stimulus package*, The Japan Times.
6. Liên Việt post bank, 2016, *Tỷ giá trung tâm của NHNN - Bước tiến mới trong điều hành tỷ giá*.
   http://research.lienvietpostbank.com.vn/ty-gia-trung-tam-cua-nhnn-buoc-tien-moi-trong-dieu-hanh-ty-gia