



Tỷ giá, lạm phát và sự phục hồi của nền kinh tế

TS. NGUYỄN THẮNG⁽¹⁾TS. NGUYỄN NGỌC ANH⁽²⁾TS. HOÀNG XUÂN QUYẾN⁽³⁾

Bài toán đặt ra đối với việc điều hành tỷ giá ở Việt Nam hiện nay là làm thế nào để đưa tỷ giá về mức cân bằng ngắn hạn, trung hạn và dài hạn song vẫn giúp chèo lái con thuyền kinh tế quốc gia lướt nhanh trong hàng lang an toàn giữa băng giá của suy giảm và núi lửa của lạm phát. Một chính sách tỷ giá kép áp dụng trong ngắn hạn có thể giúp giải quyết vấn đề trên.

Hai thách thức lớn trong điều hành tỷ giá

Có lẽ hình ảnh do Tổng giám đốc Quỹ Tiền tệ quốc tế (IMF) Dominique Strauss-Kahn đưa ra vào tháng 7/2008 là nền kinh tế toàn cầu bị kẹt ở “giữa băng giá của suy thoái và núi lửa của lạm phát” thể hiện khá đúng những thách thức lớn mà nền kinh tế Việt Nam phải đối mặt trong vòng hơn 2 năm trở lại đây. Vào đầu quý 4/2008, nhờ những giải pháp quyết liệt làm đảo ngược nhóm yếu tố cầu kéo giúp giảm nhiệt nền kinh tế cộng với những thay đổi tích cực về giá dầu thô và nguyên liệu trên thị trường thế giới giúp đảo chiều nhóm yếu tố chi phí đẩy, nền kinh tế Việt Nam bắt đầu thoát khỏi núi lửa của lạm phát. Song vào những tháng cuối năm 2008, kinh tế toàn cầu chính thức bước vào cuộc khủng hoảng lớn nhất từ sau những năm 30 của thế kỷ trước đã lại đẩy nền kinh tế về phía tăng băng của suy giảm. Với một loạt các giải pháp quyết liệt kích cầu thông qua chính sách tài khóa và tiền tệ, nền kinh tế đã bắt đầu có những dấu hiệu tích cực. Tuy nhiên, thách thức lớn nhất hiện nay là phải có những giải pháp chống suy giảm phù hợp song không được quá liều để tránh đẩy nền kinh tế lại gần núi lửa của lạm phát,

thâm hụt ngân sách và thâm hụt thương mại cao – một nguy cơ hoàn toàn hiện hữu.

Lý do là chính sách tiền tệ nới lỏng và chính sách tài khóa mở rộng lại tạo ra yếu tố cầu kéo gây sức ép lên giá cả, thông qua phương trình vĩ mô cơ bản là $M \cdot V = Y \cdot P$ (trong đó M: lượng cung tiền; Vòng quay của tiền; Y: hàng (GDP) và P: giá cả). Khi nền kinh tế bắt đầu có những tín hiệu tích cực, niềm tin của người tiêu dùng quay trở lại sẽ làm tăng tốc độ quay vòng của tiền tệ - $V \uparrow$ (do vậy nói theo thuật ngữ chuyên môn thì tốc độ quay vòng của đồng tiền là “biến nội sinh”, tức là nằm ngoài tầm kiểm soát của Ngân hàng Nhà nước (NHNN), khác với biến cung tiền (M), và điều này phải được tính tới khi điều hành chính sách tiền tệ một khi xuất hiện những dấu hiệu phục hồi của nền kinh tế nói chung cũng như lòng tin của người tiêu dùng và các DN nói riêng) càng làm khuếch đại sức ép lên lạm phát gắn với sự gia tăng cung tiền tệ M. Tuy nhiên sức ép lạm phát này có chuyển hóa thành sự tăng giá thực sự hay không còn phụ thuộc vào các yếu tố thuộc nhóm chi phí đẩy, chủ yếu là giá thế giới đối với nguyên liệu thô và các đầu vào chiến lược của nền kinh tế (xăng dầu, sắt thép, thức ăn chăn nuôi v.v...) cũng như vào cách thức

điều hành tỉ giá. Nếu tỉ giá bị chốt cứng, khi cầu tăng lên đẩy giá nội địa lên, nó sẽ nhanh chóng kích hoạt nhập khẩu gia tăng để tận dụng chênh lệch giá, dẫn đến giá cả lại giảm xuống, song thâm hụt thương mại sẽ tăng mạnh.

Các yếu tố thuộc nhóm chi phí đẩy (giá dầu và các nguyên liệu thô chiến lược) tác động mạnh lên lạm phát phụ thuộc rất nhiều vào sự phục hồi của nền kinh tế toàn cầu theo hình chữ V, chữ U hay chữ L. Đối với Mỹ, có thể hoàn toàn loại trừ khả năng phục hồi theo hình chữ V vì người dân cũng như Chính phủ Mỹ với mức nợ đầm đìa như hiện nay chắc chắn sẽ không có khả năng mạnh tay chi tiêu dùng trong những năm tới. Tình hình kinh tế tại châu Âu và Nhật Bản cũng không khá hơn gì nhiều. Tuy nhiên sự phục hồi của hai đầu tàu khác của nền kinh tế toàn cầu là kinh tế Trung Quốc và Ấn Độ vẫn còn là một ẩn số. Hai nền kinh tế “ngốn” nhiều dầu lửa và nguyên liệu thô này vẫn có thể phục hồi sớm và tăng tốc một cách độc lập, qua đó gây sức ép lên nhóm yếu tố chi phí đẩy. Bởi vậy nên ngoài việc giám sát chặt chẽ những gì đang diễn ra tại Mỹ và châu Âu để biết tiến độ của quá trình tan băng, một điều hết sức quan trọng khác là giám sát chặt chẽ những diễn

biến phục hồi của kinh tế Trung Quốc và Ấn Độ (và có thể thêm cả Hàn Quốc) để theo dõi về khả năng và mức độ nhen nhóm lại của ngọn lửa lạm phát. Tùy thuộc vào khả năng diễn biến của nhóm yếu tố chi phí đẩy mà Chính phủ cần có phương án điều hành tỉ giá cho phù hợp như những thảo luận tiếp theo dưới đây.

Trong bối cảnh nêu trên, ta có thể xác định được tối thiểu là hai thách thức lớn, cần phải giải quyết đồng thời đối với việc điều hành tỉ giá ở Việt Nam trong ngắn hạn: (i) chính sách tỷ giá phải đồng bộ và có vai trò hỗ trợ các chính sách phục hồi kinh tế khác để đảm bảo để nền kinh tế phục hồi nhanh trong phạm vi hành lang an toàn giữa băng và núi lửa – nếu đồng tiền Việt Nam bị định giá cao sẽ ảnh hưởng đến xuất khẩu cũng như các ngành thay thế nhập khẩu, song nếu đồng tiền Việt Nam bị phá giá lớn sẽ gây áp lực lên lạm phát; và (ii) điều chỉnh tỉ giá về mức cân bằng ngắn hạn (market clearing level) và cân bằng trung hạn và dài hạn (mid-term and long-term equilibrium level). Do thách thức thứ nhất đặt ra giới hạn cho việc giải quyết thách thức thứ hai nên phân tích sẽ bắt đầu với vấn đề (i) tại sao phải đưa tỉ giá về mức cân bằng ngắn hạn và cân bằng dài hạn; (ii) làm thế nào để làm được việc này trong ngắn hạn song vẫn chèo lái con thuyền kinh tế quốc gia đi nhanh trong hàng lang an toàn giữa băng và núi lửa.

Vì sao phải đưa tỷ giá về mức cân bằng?

Trước hết, có thể khẳng định rằng tỉ giá chính thức hiện nay thấp hơn so với mức cân bằng cung cầu ngắn hạn bởi lẽ mặc dù biên độ giao dịch đã 2 lần được điều chỉnh song các NHTM vẫn liên tục giao dịch ở mức trần trong thời gian hơn 6 tháng trở lại đây. Tỉ giá này cũng cách khá xa so với mức cân bằng trung và dài hạn, tức là tỉ giá tương ứng với mức thâm hụt vãng lai được hỗ trợ với luồng vốn dài hạn chảy vào Việt Nam để nắm bắt các cơ hội tạo lợi nhuận một cách bền vững tương xứng với những thế mạnh căn bản của Việt Nam (tức là loại bỏ những cấu phần mang tính đầu cơ trong tài khoản vốn có thể vào nhanh song cũng ra nhanh). Do rất khó để tính tỉ giá cân bằng dài hạn theo cách này nên đa số các nghiên

cứu phải đi đường tắt để ước lượng thông qua điều chỉnh tỉ giá phù hợp với chênh lệch lạm phát giữa Việt Nam và Mỹ (do VND neo vào USD) trong thời gian khoảng 5 năm. Các nghiên cứu này đều cho thấy một kết quả tương tự nhau là VND bị đánh giá cao tương đối đáng kể (đo bằng tỉ giá thực). Như vậy để đảm bảo tính bền vững của các cân cân kinh tế nói riêng và tăng trưởng kinh tế nói chung, chắc chắn phải điều chỉnh giá trị của VND, và việc điều chỉnh này là có lợi trong dài hạn do giải quyết được vấn đề “tỉ giá bị định giá cao” sẽ tăng khả năng cạnh tranh quốc tế của các DN xuất khẩu và các DN cạnh tranh với nhập khẩu. Đặc biệt các DN càng có tỉ lệ đầu vào trong nước cao –

thay đổi được điều gì trong con mắt cộng đồng đầu tư và tài trợ quốc tế.

Lý do thứ hai đáng quan ngại hơn là những khoản vay thương mại ngắn đến trung hạn của DN, bao gồm cả các DNNN và các DN tư nhân. Khi đồng nội tệ mất giá, gánh nặng trả nợ của các DN này (đặc biệt là các DN sản xuất hướng nội nên có nguồn thu chủ yếu bằng nội tệ) tăng vọt so với tài sản, tạo ra hiệu ứng cán cân tài sản tiêu cực: DN bị hạ thấp độ tin nhiệm tín dụng phải thu hẹp sản xuất do chi phí vay tăng lên. Đây là hậu quả tiêu cực đáng quan tâm nhất. Nếu đồng nội tệ bị mất giá ở mức cao trong khi mức độ vay thương mại của các DN là lớn và tràn lan thì có thể gây ra phá sản hàng loạt và qua đó đẩy nền kinh

“**Chính sách tỷ giá phải đồng bộ và có vai trò hỗ trợ các chính sách phục hồi kinh tế khác để đảm bảo nền kinh tế phục hồi nhanh trong phạm vi hành lang an toàn.**”

điều mà Việt Nam muốn khuyến khích – càng được lợi từ chính sách tỉ giá cạnh tranh này.

Về phía NHNN có một số lý do để lo ngại về những hệ quả bất lợi nếu như đồng tiền Việt Nam tiếp tục mất giá sau 2 đợt điều chỉnh gần đây. Lý do thứ nhất là gánh nặng nợ quốc gia tính bằng % GDP sẽ tăng lên (do GDP được tính bằng tiền Đồng Việt Nam). Tuy nhiên do phần lớn các khoản nợ của Việt Nam là vay viện trợ phát triển (ODA) dài hạn với thời gian ân hạn khá dài nên điều quan trọng là có một nền kinh tế hiệu quả có khả năng tăng mạnh xuất khẩu để có ngoại tệ trả nợ trong trung đến dài hạn và việc điều chỉnh tỉ giá trở về mức cân bằng dài hạn chính lại giúp đạt được mục tiêu này. Ngoài ra, khi tính toán tỉ lệ phần trăm nợ nước ngoài trên GDP để đánh giá rủi ro quốc gia, các tổ chức xếp hạng tín dụng hay các tổ chức đầu tư lớn chắc chắn không dùng tỉ giá mà ở đó các giao dịch luôn được thực hiện ở mức trần trong một thời gian khá dài. Do vậy việc cố giữ tỉ giá ở mức không cân bằng để làm “đẹp” báo cáo về nợ quốc gia không làm

tế đang khó khăn chìm sâu hơn vào suy giảm trong ngắn hạn (như trường hợp đã xảy ra với Thái Lan và Hàn Quốc trong cuộc khủng hoảng tài chính châu Á 1997-1998, hay Argentina trong cuộc khủng hoảng 2000-2001). Việt Nam cần tránh hiệu ứng cán cân tài sản DN này, đặc biệt là khi nền kinh tế đang bị suy giảm như hiện nay vì cái giá phải trả trong ngắn hạn có thể sẽ rất lớn và không thể bù đắp được bằng những lợi ích dài hạn (thông qua mức tăng trưởng cao trong tương lai), đặc biệt khi cái giá phải trả liên quan đến công ăn, việc làm của người lao động. Điều may mắn là hiện tại Việt Nam chưa phải đối mặt với thách thức này vì chúng ta tương đối thận trọng đối với các khoản vay thương mại của các DN hay NHTM, trừ một số khoản vay của một số DNNN lớn gần đây được Chính phủ bảo lãnh. Hơn nữa, nếu tỉ giá được điều hành linh hoạt với mức mất giá vừa phải thì chắc sẽ không đến nỗi nhiều DN có vay nợ bằng ngoại tệ bị đẩy từ trạng thái lãi thành lỗ và do vậy sẽ không gây ra sự suy giảm kinh tế trong ngắn hạn. Điều



quan trọng hơn, bằng việc đưa ra thông điệp về cách điều hành tỉ giá linh hoạt, NHNN có thể ngăn chặn khả năng xảy ra khủng hoảng nợ trong tương lai do các DN sẽ phải tính toán rất thận trọng khi vay nợ bằng ngoại tệ cũng như chủ động sử dụng các biện pháp quản lý rủi ro.

Lý do thứ ba là việc đồng nội tệ mất giá có thể gây ra sụt giảm kinh tế trong ngắn hạn. Khi đồng nội tệ mất giá sẽ làm gia tăng lạm phát, qua đó làm giảm tổng cầu thông qua công thức vĩ mô cơ bản $(M/P) = k \cdot Y$, cũng như làm giảm tổng cung nếu qui mô của khu vực phi thương mại hóa quốc tế (non-tradable sector) là lớn vì đối với khu vực này, đồng nội tệ mất giá

khẩu kết hợp với số liệu Tổng điều tra DN của Tổng cục Thống kê.

Làm tan băng thị trường ngoại hối như thế nào?

Một vấn đề chính sách nóng bỏng được thảo luận nhiều vào thời điểm hiện nay, có một số lựa chọn có thể thực hiện phân tích so sánh. Trong thời gian gần đây, một số giải pháp tích cực đã được thực hiện như nghiêm cấm niêm yết bằng ngoại tệ, Ngân hàng Nhà nước tiến hành hoán đổi ngoại tệ trên qui mô lớn hay các NHTM lớn đồng thuận hạ lãi suất huy động và cho vay bằng đồng USD. Tuy nhiên, nếu các giải pháp này vẫn không giúp làm tan băng trên thị

trường hành động can thiệp này, có một rủi ro lớn là nếu như mức tỉ giá hiện nay vẫn còn quá xa so với mức cân bằng ngắn hạn thì biện pháp can thiệp trên có thể không thành công với cái giá phải trả khá lớn là làm cạn nguồn vốn dự trữ ngoại tệ quốc gia theo như kinh nghiệm của một số nước trên thế giới.

Lựa chọn 2: Nếu NHNN không biết liệu mức trần hiện nay đã khá gần với mức cân bằng ngắn hạn hay không, thì trong ngắn hạn, để chống lại suy giảm kinh tế và thúc đẩy quá trình phục hồi, NHNN có thể cân nhắc sử dụng một phần dự trữ ngoại hối của mình ở mức vừa đủ để cân đối ngoại tệ cho nhập khẩu các đầu vào chiến lược không sản xuất được ở trong nước với tỉ giá trần hiện nay (có thể được gọi là phân khúc chiến lược của thị trường ngoại hối), và hoàn toàn để thị trường quyết định tỉ giá đối với phần còn lại, trong đó bao gồm hàng tiêu dùng không thiết yếu và vật tư đầu vào nhập khẩu mà trong nước có thể sản xuất (có thể được gọi là phân khúc tự do). Một chính sách tỉ giá kép áp dụng trong ngắn hạn như vậy có thể cùng một lúc đạt được 4 mục đích: (i) tạo ra cân bằng tổng thể trên thị trường ngoại hối thông qua cân bằng cục bộ trên cả 2 phân khúc nêu trên của thị trường này; (ii) tiêu hao tối thiểu dự trữ ngoại hối do chỉ can thiệp trên phân khúc chiến lược; (iii) giữ được hệ số chuyển tải từ tỉ giá sang giá cả trong nước (the pass-through effect) ở mức rất thấp nên không làm tăng lạm phát cùng như không gây ra sụt giảm kinh tế trong ngắn hạn, và (iv) vẫn có thể giúp các ngành sản xuất hàng thay thế nhập khẩu và xuất khẩu mở rộng trong cả ngắn hạn và dài hạn, với kết quả chung là hỗ trợ mạnh mẽ quá trình phục hồi. Chính sách này cũng tương tự như chính sách lãi suất kép hiện nay đang được áp dụng: lãi suất trần bằng 150% lãi suất cơ bản do NHNN ấn định (hiện tại ở mức 7% và do đó lãi suất trần cho tín dụng dành cho sản xuất là 10,5%) được áp dụng cho lĩnh vực sản xuất, trong khi vẫn “thả lỏng” lãi suất cho vay tiêu dùng thông qua cơ chế cho vay theo thỏa thuận (hiện nay ở mức lên đến 15%). Cơ chế này đã được coi là cứu cánh

“Nếu tiếp tục điều chỉnh tỉ giá ở một mức vừa phải và theo đuổi chính sách tỉ giá kép, Việt Nam có thể vừa tránh được hiệu ứng sụt giảm kinh tế trong ngắn hạn, vừa giúp nền kinh tế tăng trưởng ở mức cao hơn và bền vững hơn trong trung và dài hạn.”

cũng có tác động như bị các yếu tố “chi phí đẩy” làm co lại sản xuất. Như vậy trong ngắn hạn, thay vì chống suy giảm, đồng tiền nếu bị mất giá ở mức lớn có thể sẽ làm kinh tế sụt giảm thêm, và tổn thất này có thể lớn hơn so với lợi ích có được trong trung đến dài hạn nhờ mở rộng xuất khẩu, giảm nhập khẩu và qua đó tăng trưởng được thúc đẩy. Tuy nhiên nghiên cứu của giáo sư trường Harvard là Frankel đã chỉ ra hiệu ứng này đã không hiện thực hóa trong cuộc khủng hoảng tài chính Đông Á 1997-1998 cũng như khủng hoảng ở Argentina giai đoạn 2000-2001, do hệ số chuyển hóa từ tỉ giá vào giá cả nội địa (the pass-through coefficient) đã giảm đáng kể ở các nước đang phát triển. Việt Nam có thể cũng sẽ theo xu hướng này do tỉ trọng các sản phẩm thay thế nhập khẩu từ tư liệu sản xuất (sắt thép, gạch men, thậm chí là xăng dầu v.v...) đến hàng tiêu dùng (hàng công nghiệp nhẹ cho đến TV, ô tô v.v...) với tỉ lệ nội địa hóa hiện nay đã cao hơn rất nhiều so với 10 năm trước. Về nguyên tắc điều này có thể kiểm nghiệm được từ các số liệu xuất nhập

trường ngoại hối, sẽ có một số lựa chọn khác trong can thiệp chính sách mà NHNN có thể xem xét.

Lựa chọn 1: Nếu NHNN tự tin rằng mức trần hiện nay đã khá gần với mức cân bằng ngắn hạn (do lượng cung Đôla là lớn và cân bằng với lượng cầu theo như đánh giá của NHNN), và vấn đề căng thẳng tỉ giá chủ yếu là do yếu tố tâm lý dẫn đến găm ngoại tệ và đầu cơ thì giải pháp hữu hiệu nhất là NHNN bán ra một phần trong tổng số hơn 20 tỉ đô la dự trữ ngoại hối của mình và sau khi thị trường trở lại bình thường thì lại tiến hành mua lại ngoại tệ phục vụ cho dự trữ ngoại hối. Đây là phương thức được nhiều nhà đầu tư lớn vẫn làm và tỏ ra khá hiệu quả trên thị trường chứng khoán: chỉ cần bán ra một lượng tương đối lớn cổ phiếu của một mã nào đó thì sẽ làm cho các nhà đầu cơ nhỏ lẻ phải tranh nhau bán tháo cổ phiếu, nếu như mức giá hiện hành ở mức quá cao so với mức tương ứng với tiềm năng tăng trưởng của công ty. Sau khi giá cổ phiếu điều chỉnh giảm trở về mức hợp lý, nhà đầu tư lớn lại mua lại và thu lợi. Tuy nhiên

• Xem tiếp tr. 17

• **Tiếp theo tr. 14**

đóng góp vào việc làm tan băng thị trường tin dụng vào thời điểm cuối năm 2008 vì giúp cân bằng tổng thể cung và cầu về tín dụng thông qua đạt được cân bằng cục bộ ở cả hai phân khúc của thị trường.

Tóm lại, nếu tiếp tục điều chỉnh tỉ giá ở một mức vừa phải và theo đuổi chính sách tỉ giá kép, Việt Nam có thể vừa tránh được hiệu ứng sụt giảm kinh tế trong ngắn hạn vừa giúp nền kinh tế tăng trưởng ở mức cao hơn và bền vững hơn trong trung và dài hạn. Một điều rất quan trọng khác là Chính phủ công bố rõ các mục tiêu chính sách cho thị trường biết để làm thay đổi kỳ vọng của thị trường theo hướng tích cực, và dùng các công cụ chính sách để bảo vệ các mục tiêu đó nhằm đảm bảo tính nhất quán của chính sách và qua đó tăng lòng tin của công chúng giúp làm tăng hiệu quả của chính sách. Để đạt được mục tiêu phục hồi bền vững trong hành lang hẹp giữa băng giá của suy giảm và núi lửa của lạm phát, Chính phủ và NHNN có

thể cân nhắc công bố công khai mục tiêu chính sách của mình, cụ thể có thể là:

(i) Dùng tất cả các công cụ của chính sách tài khóa và tiền tệ, trong đó có tỉ giá, để bảo vệ không cho phép lạm phát (kỳ vọng và thực tế) vượt quá 10% - mức lạm phát tối đa được Quốc hội thông qua tháng 6/2009 và cũng là ngưỡng nhạy cảm có thể thay đổi toàn bộ hành vi của các bên tham gia thị trường, có thể dẫn đến sự gia tăng đáng kể hoạt động đầu cơ ảnh hưởng tiêu cực đến quá trình phục hồi

(ii) Với mức lạm phát dưới 10%: cần phân biệt rõ nguồn gốc của lạm phát là do nhóm yếu tố cầu kéo hay nhóm yếu tố chi phí đẩy gây ra, điều mà các cuộc thảo luận chính sách hiện nay thường bỏ qua:

- Nếu giá cả tăng lên do tác động của nhóm yếu tố cầu kéo (đường cầu AD chuyển dịch sang phải, giá cả tăng song sản lượng cũng tăng) thì không cần can thiệp gì cả, do đây là một phần của quá trình phục hồi và cũng là một tín hiệu chỉ báo của quá trình này

- Nếu giá cả tăng lên do tác động của nhóm yếu tố chi phí đẩy (giá dầu hay phân bón trên thế giới tăng cao) làm ảnh hưởng tiêu cực đến quá trình phục hồi (do đẩy đường cung AS sang trái, dẫn đến giá cả tăng đi kèm với sản lượng giảm) thì dùng một phần của dự trữ ngoại hối để can thiệp hỗ trợ tỉ giá, qua đó giúp đẩy lại đường cung sang bên phải nhằm hỗ trợ quá trình phục hồi

Khi nền kinh tế phục hồi, NHNN có thể sẽ dẫn mua lại ngoại tệ để bù đắp phần dự trữ ngoại hối được dùng hỗ trợ cho việc nhập khẩu đầu vào chiến lược trong nước không sản xuất được hoặc không đáp ứng được đủ. Về trung và dài hạn, cùng với việc phát triển các công cụ bảo hiểm rủi ro tỉ giá, Việt Nam cần làm cho tỉ giá linh hoạt hơn đáng kể so với hiện nay và cơ chế tỉ giá kép sẽ không còn cần thiết nữa. 

1. Trung tâm Phân tích và Dự báo, Viện Khoa học Xã hội Việt Nam
2. Trung tâm nghiên cứu chính sách và phát triển
3. Công ty chứng khoán Tân Việt (TVSI)