|  |
| --- |
| **ĐẠI HỌC QUỐC GIA HÀ NỘI****TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ****Description: E:\UEB - FAB Presentation\logo chuan.jpg****TRẦN THỊ THANH HUYỀN****CHÍNH SÁCH TỶ GIÁ HỐI ĐOÁI TRONG BỐI CẢNH VIỆT NAM HỘI NHẬP KINH TẾ QUỐC TẾ****Chuyên ngành: Kinh tế Quốc tế****Mã số: 62 31 01 06****TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ QUỐC TẾ**  **Hà Nội, 2018** |

**PHẦN MỞ ĐẦU**

**1. Sự cần thiết của vấn đề nghiên cứu:**

Chính sách tỷ giá hối đoái là một trong những chính sách kinh tế vĩ mô quan trọng và chưa bao giờ là vấn đề hết “nóng” đối với giới nghiên cứu cũng như các nhà hoạch định chính sách của các quốc gia. Theo Frankel (1999), không có chế độ tỷ giá duy nhất cho các quốc gia cũng như không thể chỉ áp dụng một chế độ tỷ giá cho mọi thời kỳ của một nền kinh tế.

Chính sách tỷ giá liên quan đến việc làm thay đổi cơ cấu đồng tiền lưu thông trong nền kinh tế, ảnh hưởng đến sức mạnh của đồng nội tệ, tác động đến khả năng cạnh tranh hàng hóa, cán cân thương mại và tăng trưởng kinh tế của một quốc gia. Chính vì làm thay đổi nguồn cung nội tệ nên chính sách tỷ giá cũng tác động tới lạm phát. Trường hợp điều hành chính sách tỷ giá khiến đồng nội tệ mất giá có thể còn ảnh hưởng đến khả năng trả nợ của một quốc gia nếu tỷ trọng vay nợ nước ngoài của quốc gia đó trong tổng nợ là cao. Như vậy, một lựa chọn sai lầm trong điều hành chính sách tỷ giá có thể ảnh hưởng lớn đến các chỉ số kinh tế vĩ mô, gây bất ổn kinh tế thậm chí khiến một quốc gia gặp khủng hoảng.

Thực tế cho thấy, nếu chính sách tỷ giá của Trung Quốc giúp nước này đạt được thặng dư thương mại so với Mỹ và duy trì tốc độ tăng trưởng cao, ổn định trong nhiều năm thì việc sử dụng chính sách tỷ giá không phù hợp đã khiến Mexico chìm đắm trong khủng hoảng kinh tế năm 1994, đẩy Thái Lan rơi vào khủng hoảng tiền tệ năm 1997 và đây cũng là nguồn gốc gây ra khủng hoảng nợ công ở Argentina năm 2001.

Trong suốt hơn 30 năm kể từ khi tiến hành công cuộc “Đổi mới”, mức độ hội nhập kinh tế khu vực và thế giới của Việt Nam ngày càng gia tăng. Sự kiện gia nhập Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO) vào năm 2007 đã đặt một dấu ấn quan trọng trong quá trình hội nhập của Việt Nam. Một lượng lớn ngoại tệ đổ vào Việt Nam trong năm 2007, 2008 đã khiến cho các cơ quan quản lý bị động, lúng túng. Việc Ngân hàng Nhà nước (NHNN) buộc phải mua vào ngoại tệ đã khiến mức cung nội tệ tăng, đẩy lạm phát lên mức hai con số trong các năm 2008 và 2011. Sự bùng nổ của thị trường tài chính trong giai đoạn này đã kích thích hoạt động đi vay và cho vay, tập trung vào những ngành, lĩnh vực phi sản xuất, dẫn đến một lượng nợ xấu khổng lồ xuất hiện và cho đến nay vẫn chưa được giải quyết triệt để. Năm 2015 tiếp tục là một năm quan trọng đối với đất nước ta trong tiến trình hội nhập. Hàng loạt các hiệp định thương mại tự do song phương và đa phương đã được ký kết, chưa kể đến các hiệp định còn đang trong quá trình đàm phán. Điểm nổi bật nhất trong các hiệp định thương mại tự do là xu hướng tự do hóa trên nhiều lĩnh vực, trong đó có thương mại, đầu tư và luân chuyển vốn. Quy mô thương mại, đầu tư giữa Việt Nam và các đối tác đã tăng lên và được dự báo sẽ còn tiếp tục tăng trong thời gian tới, khiến quan hệ giữa các đồng tiền có sự thay đổi. Nguy cơ lan truyền bất ổn từ nền kinh tế của các nước đối tác vào Việt Nam cũng có thể tăng lên, gây khó khăn cho hoạt động điều hành chính sách kinh tế vĩ mô nói chung và chính sách tỷ giá hối đoái của Việt Nam nói riêng.

Theo lý thuyết bộ ba bất khả thi của Mundell (1963), trong ba mục tiêu chính sách là thị trường vốn mở, chính sách tiền tệ độc lập và chế độ tỷ giá cố định, một quốc gia chỉ có thể lựa chọn tối đa hai mục tiêu. Đối với Việt Nam, tự do hóa dòng luân chuyển vốn là không thể đảo ngược, bởi điều này đã được cam kết trong nhiều hiệp định thương mại tự do. Sự độc lập trong chính sách tiền tệ cần được tăng cường, bởi thời gian qua, chính sách tiền tệ đã phát huy tương đối tốt vai trò trong việc kiểm soát lạm phát. Như vậy, sự lựa chọn linh hoạt tỷ giá là tất yếu trong bối cảnh hiện nay.

Ngày 31/12/2015, NHNN Việt Nam đã công bố điều chỉnh chế độ tỷ giá neo giữ VND theo đô la Mỹ sang chế độ tỷ giá trung tâm, neo giữ theo một rổ tiền tệ gồm 8 đồng tiền là đô la Mỹ (USD), Euro (EUR), Nhân dân tệ Trung Quốc (CNY), Yên Nhật (JPY), đô la Singapore (SGD), Baht Thái (THB), Won Hàn Quốc (KRW) và đô la Đài Loan (TWD). Đây là những đồng tiền của các quốc gia, vùng lãnh thổ có quan hệ thương mại, vay, trả nợ và đầu tư lớn với Việt Nam. Động thái điều chỉnh chính sách điều hành tỷ giá hối đoái này được thực hiện theo lộ trình đã cam kết của Việt Nam trong hội nhập WTO bởi để gia nhập WTO, Việt Nam đã phải cam kết thực hiện tự do hóa tài khoản vãng lai và tài khoản vốn vào năm 2018, đồng thời đặt ra mục tiêu đổi mới chính sách tỷ giá. Sự thay đổi đó đồng thời cũng phù hợp với bối cảnh thị trường tài chính quốc tế khi đó. Thời điểm đưa ra công bố này là sau khi Ngân hàng Trung ương Trung Quốc liên tiếp nhiều lần chủ đích phá giá đồng Nhân dân tệ trong tháng 8/2015 gây xáo trộn trên thị trường tài chính toàn cầu và khiến cho hoạt động điều hành của NHNN rơi vào trạng thái bị động. Ngoài ra, trong năm 2015, đồng Nhân dân tệ của Trung Quốc được công bố sẽ có tên trong giỏ tiền tệ quốc tế sau tháng 10/2016 - đánh dấu vai trò ngày càng tăng của đồng tiền này trên thị trường tài chính quốc tế, đồng thời cũng dự báo xu hướng đồng đô la Mỹ đang dần mất đi vai trò thống trị. Như vậy, sự chuyển hướng của NHNN trong điều hành chính sách tỷ giá là không thể tránh khỏi vào thời điểm đó.

Mặc dù NHNN công bố thay đổi cách thức điều hành chính sách tỷ giá nhưng vấn đề đặt ra là liệu Việt Nam đã chuẩn bị đầy đủ các điều kiện tốt nhất cho việc áp dụng chế độ tỷ giá mới này chưa. Cần phải có những giải pháp gì để điều hành chính sách tỷ giá một cách chủ động nhằm đón đầu cơ hội do quá trình hội nhập mang lại, từ đó ổn định các mục tiêu kinh tế vĩ mô của nền kinh tế. Luận án ***“Chính sách tỷ giá hối đoái trong bối cảnh Việt Nam hội nhập kinh tế quốc tế”*** được thực hiện nhằm góp phần tìm ra lời giải đáp cho vấn đề nêu trên.

**2. Mục đích và câu hỏi nghiên cứu**

***- Mục đích chung:*** Nghiên cứu lựa chọn giải pháp điều hành chính sách tỷ giá hối đoái cho Việt Nam nhằm hướng tới mục tiêu cân đối bên trong và cân đối bên ngoài gắn với điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế.

***- Mục đích cụ thể:***

Nghiên cứu lựa chọn chế độ tỷ giá, các công cụ, giải pháp điều hành tỷ giá gắn với mục tiêu ổn định giá cả (giá nhập khẩu và lạm phát), cải thiện cán cân thương mại và tăng trưởng kinh tế, thông qua sử dụng mô hình kiểm định mối quan hệ giữa tỷ giá hối đoái và các biến số kinh tế vĩ mô.

Ngoài ra, luận án còn nghiên cứu thêm mức độ truyền dẫn biến động tỷ giá hối đoái đến giá các hàng hóa nhập khẩu để biết được trong toàn bộ hàng hóa được sử dụng để tính toán chỉ số giá tiêu dùng (CPI), những nhóm hàng nhập khẩu nào chịu tác động nhiều khi tỷ giá biến động. Kết quả kiểm định góp phần đề xuất các giải pháp cụ thể nhằm hạn chế truyền dẫn biến động tỷ giá vào các mức giá nhập khẩu. Những giải pháp này góp phần kiểm soát lạm phát bởi biến động tỷ giá được truyền dẫn qua giá nhập khẩu rồi tiếp đến là giá tiêu dùng vì vậy việc hạn chế truyền dẫn biến động tỷ giá đến giá nhập khẩu sẽ góp phần kiểm soát lạm phát. Bên cạnh đó, việc giảm mức độ truyền dẫn biến động tỷ giá vào giá nhập khẩu cũng giúp giảm thiểu rủi ro tỷ giá cho các doanh nghiệp xuất nhập khẩu, qua đó góp phần cải thiện cán cân thương mại và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

***- Câu hỏi quản lý:*** Trên cơ sở mục đích nghiên cứu đã chỉ ra, câu hỏi quản lý sau cần được làm rõ. Đó là: Cách thức điều hành chính sách tỷ giá hối đoái phù hợp cho Việt Nam hướng đến mục tiêu cân đối bên trong và bên ngoài trong thời gian tới là gì?

***- Câu hỏi nghiên cứu:***

Với câu hỏi quản lý như trên, luận án tập trung trả lời 2 câu hỏi nghiên cứu sau:

(1) Ở cấp độ vĩ mô, biến động tỷ giá có ảnh hưởng như thế nào đến các mức giá (giá nhập khẩu, lạm phát), cán cân thương mại và tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam?

(2) Ở cấp độ vi mô, mức độ truyền dẫn biến động tỷ giá đến giá các nhóm hàng hóa nhập khẩu của Việt Nam là cao hay thấp?

**3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu**

***- Đối tượng nghiên cứu:***

Luận án tập trung nghiên cứu các vấn đề lý luận về chính sách tỷ giá hối đoái và việc điều hành chính sách tỷ giá tại Việt Nam, hướng đến mục tiêu cân đối bên trong và cân đối bên ngoài trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế ngày càng sâu rộng.

***- Phạm vi nghiên cứu:***

+ Về nội dung:

Phạm vi nghiên cứu của luận án xoay quanh mục tiêu cân đối bên trong và cân đối bên ngoài của chính sách tỷ giá, tập trung vào phân tích ảnh hưởng của tỷ giá tới các mức giá, tăng trưởng kinh tế và cán cân thương mại. Riêng về vấn đề điều hành chính sách tỷ giá hướng tới mục tiêu ổn định giá cả, luận án tiếp cận vấn đề ở góc độ vĩ mô và vi mô. Bên cạnh nghiên cứu ảnh hưởng của biến động tỷ giá đến chỉ số giá nhập khẩu và lạm phát, luận án còn tập trung xem xét mức độ truyền dẫn biến động tỷ giá tới các mức giá nhập khẩu ở cấp độ nhóm hàng (HS-4 chữ số), tức là cấp độ vi mô.

Nhằm đạt được mục tiêu cân đối bên trong và bên ngoài, chính sách tỷ giá chú trọng vào hai nội dung chủ yếu (i) lựa chọn chế độ tỷ giá và (ii) điều chỉnh tỷ giá thông qua hệ thống công cụ can thiệp phù hợp. Luận án sử dụng kết quả ước lượng biến động tỷ giá truyền dẫn đến các mức giá nhập khẩu (cách tiếp cận vi mô) đề xuất lựa chọn các đồng tiền để đưa vào rổ tiền tệ, từ đó góp phần tìm ra lời giải đáp cho nội dung thứ nhất. Đối với nội dung thứ hai, cách tiếp cận vĩ mô (tìm hiểu tác động của tỷ giá tới các mức giá, tăng trưởng kinh tế và cán cân thương mại) được sử dụng. Kết quả ước lượng cung cấp thêm hàm ý cho việc đề xuất các công cụ can thiệp trong điều hành chính sách tỷ giá.

+ Về không gian:

Luận án nghiên cứu việc điều hành chính sách tỷ giá hối đoái tại Việt Nam.

Trong số các đối tác nhập khẩu của Việt Nam, luận án lựa chọn 7 đối tác mà Việt Nam nhập khẩu nhiều nhất, gồm Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản, EU-28, Đài Loan, Singapore và Thái Lan để phân tích. Đồng tiền của 7 đối tác này cùng với đô la Mỹ đồng thời cũng nằm trong rổ tiền tệ mà NHNN sử dụng để tính toán tỷ giá trung tâm hiện nay.

+ Về thời gian:

 Luận án tiến hành nghiên cứu thực trạng điều hành chính sách tỷ giá hối đoái của Việt Nam trong giai đoạn 1994-2017 và đề xuất giải pháp đến năm 2020. Năm 1994 được lựa chọn để bắt đầu nghiên cứu vì đây là năm Việt Nam thành lập thị trường ngoại tệ liên ngân hàng, chuẩn bị cho việc trở thành thành viên chính thức của Hiệp hội các quốc gia Đông Nam Á (ASEAN), mở đầu cho quá trình hội nhập kinh tế khu vực và quốc tế.

Số liệu dùng để kiểm định mối quan hệ giữa tỷ giá và biến kinh tế vĩ mô tính từ quý 1/2001 đến quý 3/2017. Số liệu dùng để ước lượng mức độ truyền dẫn tỷ giá đến các mức giá nhập khẩu của Việt Nam (ở cấp độ vi mô) cập nhật đến tháng 12/2015.

**4. Ý nghĩa khoa học và thực tiễn**

***- Ý nghĩa khoa học:*** Luận án đóng góp tài liệu tham khảo cho hoạt động nghiên cứu và giảng dạy thuộc chuyên ngành kinh tế quốc tế.

***- Ý nghĩa thực tiễn:***

Luận án là tài liệu tham khảo hữu ích cho các nhà hoạch định chính sách trong việc đưa ra phương thức điều hành chính sách tỷ giá hối đoái cho Việt Nam phù hợp với bối cảnh hội nhập kinh tế quốc tế, hướng đến mục tiêu cân đối bên trong và cân đối bên ngoài.

Bên cạnh đó, kết quả phân tích góp phần nâng cao nhận thức cho các doanh nghiệp xuất nhập khẩu Việt Nam về sự cần thiết thực hiện các biện pháp phòng ngừa rủi ro do biến động tỷ giá gây ra, đồng thời cung cấp thêm giải pháp và thông tin giúp doanh nghiệp lựa chọn các công cụ phòng ngừa rủi ro và lựa chọn đối tác kinh doanh phù hợp. Điều này không chỉ có ý nghĩa đối với doanh nghiệp mà còn góp phần cải thiện cán cân thương mại của nền kinh tế, giúp nguồn dự trữ ngoại hối tăng trưởng một cách bền vững, qua đó đảm bảo được điều kiện quan trọng để duy trì chế độ tỷ giá trung tâm hiện nay và hướng tới chế độ tỷ giá thả nổi có quản lý trong tương lai.

**5. Những đóng góp mới của luận án**

***- Về mặt khoa học:***

Luận án hệ thống hóa những vấn đề lý luận về chính sách tỷ giá bao gồm mục tiêu của chính sách tỷ giá, việc lựa chọn chế độ tỷ giá và các công cụ điều hành chính sách tỷ giá. Ngoài ra, luận án cũng tìm hiểu ảnh hưởng của chính sách tỷ giá hối đoái đến nền kinh tế.

***- Về mặt thực tiễn:***

Dưới góc độ vĩ mô, luận án sử dụng mô hình VAR để đánh giá tác động của tỷ giá đến các chỉ số vĩ mô quan trọng của nền kinh tế là giá cả (giá nhập khẩu, lạm phát), tăng trưởng kinh tế và cán cân thương mại. Kết quả cho thấy, phá giá nội tệ không giúp cải thiện được đáng kể cán cân thương mại, không có tác động rõ ràng đến tăng trưởng kinh tế nhưng lại làm tăng giá hàng hóa nhập khẩu và là nguy cơ gây ra lạm phát ở Việt Nam. Bên cạnh đó, luận án còn tiếp tục tìm hiểu sâu những nhân tố nằm sau sự biến động của chỉ số giá nhập khẩu thông qua việc ước lượng mức độ truyền dẫn biến động tỷ giá đến giá cả của các nhóm hàng hóa nhập khẩu. Kết quả thu được sẽ góp phần tìm ra những giải pháp mang tính cụ thể hơn nhằm hạn chế ảnh hưởng của biến động tỷ giá đến chỉ số giá nhập khẩu và giảm thiểu rủi ro tỷ giá cho các doanh nghiệp xuất nhập khẩu. Khi chỉ số giá nhập khẩu ít chịu ảnh hưởng bởi biến động tỷ giá thì mức độ truyền dẫn biến động tỷ giá đến lạm phát sẽ giảm và khi các doanh nghiệp xuất nhập khẩu ít chịu rủi ro tỷ giá thì cán cân thương mại được kỳ vọng sẽ được cải thiện, từ đó góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Ở cấp độ vi mô, luận án sử dụng mô hình dữ liệu mảng tác động cố định (FEM) tìm hiểu mức độ truyền dẫn biến động tỷ giá đến giá của các nhóm hàng hóa (HS4 chữ số) nhập khẩu vào Việt Nam, sử dụng số liệu thương mại của 7 đối tác mà Việt Nam nhập khẩu hàng hóa chủ yếu (bao gồm Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản, Đài Loan, EU-28, Thái Lan và Singapore). Đây được coi là bước phát triển so với các công trình hiện có khi mở rộng phạm vi nghiên cứu ra nhiều nước, chứ không chỉ giới hạn trong phạm vi quan hệ thương mại giữa Việt Nam và Nhật Bản như các nghiên cứu trước đây đã thực hiện. Kết quả kiểm định đóng góp thêm một minh chứng khoa học ở góc độ thương mại, ủng hộ cho việc neo tỷ giá theo một rổ tiền tệ của NHNN Việt Nam áp dụng từ 04/01/2016. Với mục đích hạn chế mức truyền dẫn biến động tỷ giá đến các mức giá nhập khẩu, luận án đề xuất lựa chọn 5 đồng tiền để đưa vào rổ tiền tệ, bao gồm đồng đô la Mỹ, Yên Nhật, Euro, Nhân dân tệ và đô la Singapore. Kết quả cũng chỉ ra sự cần thiết của việc gắn mức tỷ trọng lớn nhất trong rổ tiền tệ cho đồng đô la Mỹ.

**6. Hướng nghiên cứu tiếp theo**

Mặc dù chỉ ra sự cần thiết của việc gắn tỷ trọng cao nhất trong rổ tiền tệ cho đồng đô la Mỹ, luận án vẫn chưa xác định được tỷ trọng cụ thể của từng đồng tiền tham chiếu trong rổ tiền tệ mà VND neo giữ vào. Đây sẽ là hướng nghiên cứu có thể tiếp tục triển khai.

Ngoài ra, việc sử dụng gián tiếp số liệu thương mại (tức là tính toán giá hàng hóa bằng cách lấy tổng giá trị chia cho tổng khối lượng) để ước lượng mức độ truyền dẫn tỷ giá đến các mức giá nhập khẩu được chỉ ra là vẫn còn tồn tại bất cập. Trong trường hợp có được số liệu thực về đơn giá của các mặt hàng nhập khẩu, kết quả tính toán được kỳ vọng có thể góp phần đưa ra những hàm ý chính sách phù hợp hơn với thực tế.

**7. Kết cấu của luận án**

Ngoài phần mở đầu, kết luận, danh mục chữ viết tắt, danh mục bảng, biểu, đồ thị, hình vẽ, các phụ lục và danh mục tài liệu tham khảo, luận án được kết cấu thành 5 chương.

Chương 1: Tổng quan tình hình nghiên cứu

Chương 2: Cơ sở lý luận và thực tiễn về chính sách tỷ giá hối đoái

Chương 3: Phương pháp nghiên cứu

Chương 4: Kết quả nghiên cứu và thảo luận

Chương 5: Một số kiến nghị

**CHƯƠNG 1**

**TỔNG QUAN TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU**

**1.1. Các nghiên cứu lý thuyết về chính sách tỷ giá hối đoái**

**1.2. Các nghiên cứu thực nghiệm về chính sách tỷ giá hối đoái**

**1.3. Khoảng trống nghiên cứu**

**KẾT LUẬN CHƯƠNG 1**

Chương 1 của luận án đã cung cấp tổng quan các nghiên cứu về chính sách tỷ giá cả ở góc độ lý thuyết và thực nghiệm.

Các nghiên cứu ở góc độ lý thuyết cho thấy mức độ hội nhập ngày càng sâu của các quốc gia là cơ sở dẫn đến sự phát triển của các trường phái lý thuyết về lựa chọn chế độ tỷ giá tối ưu. Nếu lý thuyết truyền thống tập trung vào sự lựa chọn giữa chế độ tỷ giá cố định và thả nổi gắn với giai đoạn luồng vốn bị kiểm soát chặt chẽ thì sự bãi bỏ các rào cản đối với luồng tài chính từ những năm 1970 làm gia tăng đáng kể luồng vốn giữa các nước phát triển và sau đó là giữa các nước phát triển và đang phát triển với nhau đã khiến cho các cuộc tranh luận về lựa chọn chế độ tỷ giá tập trung vào sự cần thiết của việc làm giảm bớt những ảnh hưởng tiêu cực do sự đảo chiều bất ngờ của dòng vốn. Bên cạnh đó, khủng hoảng tiền tệ trên thị trường tài chính quốc tế trong những năm 1980, 1990 đã dẫn đến sự xuất hiện một hướng nghiên cứu mới trong lý thuyết về lựa chọn chế độ tỷ giá khi đặt ra vấn đề về sự phù hợp của chế độ tỷ giá với các biến số kinh tế vĩ mô. Điều này dẫn tới sự phân cực trong tranh luận về chế độ tỷ giá được gọi là quan điểm lưỡng hay giải pháp góc.

Cùng với việc tìm hiểu về lựa chọn chế độ tỷ giá qua các trường phái lý thuyết, chương 1 còn tổng quan các nghiên cứu về lý thuyết liên quan đến các công cụ điều hành chính sách tỷ giá, trong đó tập trung vào các nghiên cứu bàn về biện pháp can thiệp trực tiếp (gồm hình thức can thiệp trung hòa và không trung hòa).

Phần tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm tập trung tìm hiểu các nghiên cứu về chính sách tỷ giá hối đoái gắn với bối cảnh hội nhập và các nghiên cứu liên quan đến lựa chọn chính sách tỷ giá gắn với ba mục tiêu quan trọng của chính sách tỷ giá, bao gồm mục tiêu ổn định giá cả, mục tiêu tăng trưởng kinh tế và mục tiêu ổn định cán cân thương mại.

Trên cơ sở tiến hành tổng thuật các nghiên cứu ngoài nước và trong nước liên quan đến vấn đề nghiên cứu, luận án đã chỉ rõ kết quả nghiên cứu chính, giá trị ứng dụng và hạn chế của các nghiên cứu, từ đó tìm ra khoảng trống và câu hỏi nghiên cứu.

**CHƯƠNG 2**

# CƠ SỞ LÝ LUẬN VÀ THỰC TIỄN VỀ CHÍNH SÁCH TỶ GIÁ HỐI ĐOÁI

## 2.1. Khái niệm chính sách tỷ giá hối đoái

Tỷ giá hối đoái theo Krugman và các cộng sự (2012) là giá của một đồng tiền tính theo một đồng tiền khác. Đó chính là tỷ lệ mà tại đó một đồng tiền được sử dụng để đổi lấy đồng tiền khác, cụ thể là số lượng ngoại tệ được dùng để mua một đồng tiền nội tệ hoặc là chi phí tính bằng đồng tiền nội tệ để mua một đơn vị ngoại tệ. Luận án sử dụng cách yết giá đồng ngoại tệ tính theo số đơn vị nội tệ, tức là tỷ giá tăng sẽ khiến nội tệ mất giá còn ngoại tệ lên giá (và ngược lại). Riêng đối với trường hợp tính toán truyền dẫn biến động tỷ giá đến các mức giá nhập khẩu ở cấp độ vi mô, cách yết giá đồng nội tệ tính theo số đơn vị ngoại tệ được sử dụng.

Thuật ngữ “chính sách tỷ giá hối đoái” (exchange rate policy), cho đến nay, không còn xa lạ trong các nghiên cứu liên quan đến tài chính quốc tế, tuy nhiên chưa có một khái niệm chính thức nào về chính sách tỷ giá được đưa ra. Mặc dù vậy, các nghiên cứu đều khá đồng thuận khi cho rằng việc điều hành tỷ giá là một bộ phận trong chính sách tiền tệ nói riêng, các chính sách kinh tế vĩ mô nói chung cho nên khái niệm, mục tiêu, nội dung của chính sách tỷ giá phải nhất quán với các chính sách kinh tế.

Do vậy, chính sách tỷ giá hối đoái có thể hiểu là: ***Những hoạt động can thiệp có chủ đích của Ngân hàng Trung ương thông qua một chế độ tỷ giá nhất định và hệ thống các công cụ can thiệp để tác động tới cung cầu trên thị trường ngoại hối nhằm đạt được những mục tiêu đề ra.***

Về cơ bản, chính sách tỷ giá hối đoái chú trọng vào hai vấn đề lớn: Lựa chọn chế độ tỷ giá và điều chỉnh tỷ giá thông qua hệ thống công cụ can thiệp phù hợp.

## 2.2. Mục tiêu của chính sách tỷ giá hối đoái

### *2.2.1. Mục tiêu cân đối bên trong và cân đối bên ngoài*

Trong một nền kinh tế mở, mục tiêu của việc hoạch định chính sách kinh tế vĩ mô là đạt được cân đối bên trong và cân đối bên ngoài. Tỷ giá hối đoái là một yếu tố có khả năng ảnh hưởng trực tiếp đến những cân đối này nên việc điều hành chính sách tỷ giá cũng phải hướng đến hai mục tiêu nói trên.

 + Mục tiêu cân đối bên trong: Là trạng thái mà ở đó các nguồn lực của một quốc gia được sử dụng đầy đủ, đạt mức sản lượng tiềm năng, thể hiện ở trạng thái toàn dụng nhân công (tỷ lệ bằng tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên) và giá cả ổn định.

 + Mục tiêu cân đối bên ngoài: Cân đối bên ngoài được xác định bởi một cán cân thanh toán bền vững trong trung hạn, tức là mức thặng dư/thâm hụt tài khoản vãng lai phù hợp với dòng chảy ra/vào của vốn trong dài hạn. Cân bằng bên ngoài khó xác định hơn so với cân bằng bên trong, thông thường được thể hiện qua sự cân đối trong tài khoản vãng lai (chủ yếu là cán cân thương mại). Tuy nhiên, trên thực tế, không có sự thống nhất trong việc xác định chính xác tài khoản vãng lai nên cân bằng, hay nên thâm hụt/thặng dư ở mức độ bao nhiêu mà chỉ có thể thống nhất rằng không nên để xảy ra trạng thái thâm hụt hay thặng dư quá lớn. Mức thâm hụt này cần có sự cân đối với lượng dự trữ ngoại hối (đạt được ít nhất 12 tuần nhập khẩu).

Trạng thái cân bằng bên trong và cân bằng bên ngoài có thể tồn tại đồng thời và liên tục do sự trùng hợp ngẫu nhiên. Tuy nhiên, việc điều chỉnh tự động để phản ứng với trạng thái mất cân bằng cán cân thanh toán có thể rất tốn kém chi phí. Do vậy, các chính phủ nên có các chính sách điều chỉnh nhằm tác động tới sản lượng, việc làm, giá cả và cán cân thanh toán. Những chính sách này đã được thống kê bao gồm: chính sách thay đổi chi tiêu, chính sách chuyển hướng chi tiêu và những biện pháp kiểm soát trực tiếp.

***2.2.2. Mối quan hệ giữa tỷ giá hối đoái và các mục tiêu kinh tế vĩ mô***

Phần này tập trung chủ yếu tìm hiểu mối quan hệ giữa tỷ giá hối đoái và các mục tiêu của chính sách tỷ giá hối đoái đã được đề cập đến ở phần trên, bao gồm: giá cả, tăng trưởng kinh tế và cán cân thương mại.

*2.2.2.1. Mối quan hệ giữa tỷ giá hối đoái và giá cả*

a. Sự truyền dẫn biến động của tỷ giá hối đoái vào các mức giá

Truyền dẫn biến động của tỷ giá hối đoái (exchange rate pass through – ERPT) còn được gọi là chuyển dịch biến động tỷ giá hoặc tỷ giá hối đoái chuyển qua là phần trăm thay đổi trong giá nhập khẩu (tính bằng đồng tiền của bên nhập khẩu) gây ra bởi 1% thay đổi của tỷ giá hối đoái giữa đồng tiền của nước xuất khẩu và nước nhập khẩu (Goldberg và Knetter, 1997). Phản ứng 1 – 1 của giá nhập khẩu đối với sự thay đổi của tỷ giá (tức là 1% thay đổi của tỷ giá gây ra 1% thay đổi trong giá nhập khẩu) được gọi là truyền dẫn hoàn toàn (full pass-through), trong khi một mức độ phản ứng nhỏ hơn của giá nhập khẩu so với sự thay đổi của tỷ giá được gọi là truyền dẫn từng phần hoặc không hoàn toàn (less pass-through). Nếu biến động tỷ giá không có ảnh hưởng gì đến giá nhập khẩu thì gọi là không truyền dẫn (no pass-through). Quan điểm trên giới hạn trong phạm vi mối quan hệ giữa biến động tỷ giá và sự thay đổi của giá nhập khẩu. Hiểu theo nghĩa rộng hơn, ERPT là sự truyền dẫn biến động của tỷ giá đến các mức giá nói chung, bao gồm chỉ số giá nhập khẩu, chỉ số giá sản xuất (PPI) và chỉ số giá tiêu dùng (CPI) (theo Devereux và Yetman (2002)).

Tỷ giá tác động đến giá cả thông qua hai kênh chủ yếu: kênh gián tiếp (tác động đến tổng cầu) và kênh trực tiếp (tác động đến tổng cung). Thông qua kênh trực tiếp, quá trình truyền dẫn biến động tỷ giá đến giá cả trong nước có thể phân thành hai giai đoạn. Trong giai đoạn đầu, biến động tỷ giá được truyền dẫn vào giá các hàng hóa nhập khẩu. Ở giai đoạn thứ hai, sự thay đổi của giá cả hàng hóa nhập khẩu được chuyển sang giá tiêu dùng. Mức độ truyền dẫn biến động tỷ giá đến giá nhập khẩu chịu ảnh hưởng bởi hành vi định giá theo thị trường (pricing to market, PTM) và việc lựa chọn đồng tiền sử dụng trong thanh toán.

b. Phản ứng của tỷ giá trước cú sốc giá cả: Nếu lạm phát trong nước tăng lên một cách tương đối so với lạm phát nước ngoài sẽ gây ra một sự gia tăng nhu cầu đối với hàng hóa nước ngoài, dẫn tới tăng cầu đối với đồng ngoại tệ. Nhu cầu của người nước ngoài đối với hàng hóa trong nước giảm đi dẫn đến cầu nội tệ giảm, đồng nghĩa với việc giảm cung ngoại tệ. Áp lực của việc tăng cầu ngoại tệ kết hợp với cung ngoại tệ giảm khiến cho ngoại tệ tăng giá, tỷ giá tăng. Ngược lại, khi lạm phát nước ngoài tăng lên một cách tương đối so với lạm phát trong nước thì ngoại tệ giảm giá, tỷ giá giảm. Như vậy, các quốc gia có tỷ lệ lạm phát tương đối thấp thì giá trị đồng tiền của nó có xu hướng tăng trên thị trường ngoại hối. Các quốc gia có lạm phát tương đối cao thì giá trị đồng tiền của nó có xu hướng giảm trên thị trường ngoại hối.

*2.2.2.2. Mối quan hệ giữa tỷ giá hối đoái và tăng trưởng kinh tế*

Lý thuyết kinh tế không trình bày một cách rõ ràng cách thức việc điều hành tỷ giá hối đoái nói chung, chế độ tỷ giá nói riêng ảnh hưởng như thế nào đến tăng trưởng kinh tế mà thường tập trung vào tác động gián tiếp thông qua kênh đầu tư và kênh thương mại quốc tế (chủ yếu là xuất khẩu).

Thông qua kênh đầu tư, việc phá giá đồng nội tệ sẽ làm gia tăng tài sản của nhà đầu nước ngoài so với nhà đầu tư trong nước, dẫn đến dòng vốn đầu tư vào trong nước gia tăng. Đây chính là nhân tố kích thích tổng cầu, từ đó ảnh hưởng đến sản lượng đầu ra trong nền kinh tế. Ảnh hưởng của tỷ giá đến hoạt động đầu tư còn thể hiện qua mức độ rủi ro. Nếu mức độ rủi ro giảm xuống thì hoạt động đầu tư được gia tăng, vì thế tạo ra nhiều việc làm. Do vậy, tỷ giá biến động mạnh đi kèm với rủi ro gia tăng sẽ là nhân tố làm giảm sút dòng vốn đầu tư quốc tế của một quốc gia, ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng.

Thông qua kênh thương mại quốc tế, về mặt nguyên tắc, khi đồng nội tệ giảm giá sẽ kích thích xuất khẩu, từ đó cải thiện cán cân thương mại, thúc đẩy kinh tế tăng trưởng và ngược lại. Ngoài ra, mức biến động cao của tỷ giá sẽ không phải là môi trường phù hợp cho hoạt động ngoại thương bởi khi xảy ra những sai lệch hoặc biến động quá mức, các quốc gia có xu hướng lập nên các rào cản thương mại. Điều này đến lượt nó sẽ bóp méo tín hiệu giá cả, dẫn đến sự phân bổ sai nguồn lực và gây ảnh hưởng xấu tới thương mại quốc tế, dẫn đến sự suy giảm tốc độ tăng trưởng.

*2.2.2.3. Mối quan hệ giữa tỷ giá hối đoái và cán cân thương mại*

*Theo lý thuyết chuẩn về thương mại quốc tế*: Nếu tỷ giá thực trong nước tăng lên, tức là có một sự mất giá đồng nội tệ thì các hộ gia đình trong nước mua ít hơn hàng hóa nhập khẩu trong khi các hộ gia đình ở nước ngoài mua nhiều hơn một cách tương đối hàng hóa trong nước. Tỷ giá thực trong nước càng cao thì quốc gia càng đạt được nhiều thặng dư thương mại.

*Trong khi đó, theo cách tiếp cận hệ số co giãn (Elasticity Approach),* sự điều chỉnh cán cân thương mại được xem xét trên cơ sở hệ số co giãn của cầu về hàng hóa nhập khẩu và xuất khẩu. Khi đồng nội tệ mất giá, mức giá tính bằng nội tệ thấp hơn thông thường sẽ làm tăng cầu nước ngoài đối với hàng hóa trong nước, tuy nhiên điều này chỉ đúng khi cầu nước ngoài là co giãn và ngược lại. Phân tích tương tự có thể áp dụng đối với trường hợp hệ số co giãn của cầu trong nước. Nếu sự suy giảm trong giá trị nhập khẩu lớn hơn sự giảm xuống trong giá trị xuất khẩu, cán cân thương mại sẽ được cải thiện.

Trên cơ sở cách tiếp cận hệ số co giãn, lý thuyết đường cong J được Magee (1973) đưa ra, tìm hiểu về tác động phá giá đồng tiền của một quốc gia đến cán cân thương mại theo thời gian. Phản ứng năng động của cán cân thương mại thể hiện một sự giảm sâu trong ngắn hạn và phục hồi trong dài hạn hình thành một đường cong giống hình chữ J.

*Cách tiếp cận tiêu dùng của trường phái Keynes*: phá giá nội tệ mà khiến cho tiêu dùng chuyển hướng sang hàng hóa trong nước làm thúc đẩy sản lượng đầu ra mạnh hơn so với khả năng tiêu dùng nội địa thì cán cân thương mại được cải thiện (Ali và cộng sự, 2014).

## 2.3. Nội dung của chính sách tỷ giá hối đoái

## *2.3.1. Lựa chọn chế độ tỷ giá hối đoái:*

## Chế độ tỷ giá (exchange rate regime) còn có tên gọi là cơ chế tỷ giá (exchange rate mechanism), cấu trúc tỷ giá (exchange rate arangement) hay hệ thống tỷ giá (exchange rate systems). Các quốc gia khác nhau theo đuổi chế độ tỷ giá không giống nhau và cùng một quốc gia trong những khoảng thời gian khác nhau có thể áp dụng các chế độ tỷ giá khác nhau nhằm đạt được những mục tiêu cụ thể cho từng thời kỳ (Frankel, 1999).

*2.3.1.1. Lựa chọn chế độ tỷ giá dựa trên công bố (de jure classification):* Tùy vào mức độ can thiệp của NHTW trên thị trường ngoại hối, chế độ tỷ giá được chia thành ba loại cơ bản: Chế độ tỷ giá thả nổi hoàn toàn, chế độ tỷ giá cố định và chế độ tỷ giá thả nổi có quản lý. Phân chia chế độ tỷ giá như trên được thống kê trong báo cáo hàng năm của IMF về quản lý và hạn chế ngoại hối (trong giai đoạn 1975-1998). Sự phân chia này dựa trên cam kết của các thành viên đối với IMF về chính sách tỷ giá hối đoái của họ (de jure classification). Mỗi chế độ tỷ giá đều có ưu điểm và nhược điểm nhất định.

*2.3.1.2. Lựa chọn chế độ tỷ giá dựa trên thực tế (de facto classification):* Cách phân loại của IMF ở trên hoàn toàn phụ thuộc vào cam kết của các quốc gia, tuy nhiên những gì mà các quốc gia tuyên bố thực hiện khác rất nhiều so với những gì họ thực sự theo đuổi. Điều này làm giảm sự minh bạch của chính sách tỷ giá, khiến cho phân tích và các hàm ý chính sách trở nên khó khăn, thiếu chính xác, thậm chí sai lệch (Rogoff và cộng sự, 2003). Để giải quyết vấn đề này, một số hệ thống phân loại chế độ tỷ giá dựa trên thực tế (de facto classification) đã được IMF và nhiều nhà nghiên cứu đưa ra. Để thống nhất trong việc sử dụng thuật ngữ, luận án sử dụng cách phân loại của Frankel (2004).

*2.3.2. Các công cụ điều hành tỷ giá hối đoái*

Đối với chế độ tỷ giá cố định và chế độ tỷ giá thả nổi có quản lý, NHTW cần thiết phải can thiệp nhằm đạt được những mục tiêu cụ thể của từng chế độ tỷ giá. NHTW có thể tác động đến tỷ giá bằng hình thức can thiệp gián tiếp (thông qua nghiệp vụ thị trường mở) và can thiệp trực tiếp (thông qua nghiệp vụ ngoại hối hoặc can thiệp hành chính).

*2.3.2.1. Can thiệp gián tiếp trên thị trường tiền tệ:*

Mục đích của biện pháp can thiệp gián tiếp mà NHTW sử dụng là hướng đến sự thay đổi trong mức cung nội tệ. NHTW có thể sử dụng nghiệp vụ thị trường mở (Open Market Operations - OMO), chính sách lãi suất tái chiết khấu hoặc điều chỉnh tỷ lệ dự trữ bắt buộc.

 *2.3.2.2. Can thiệp trực tiếp trên thị trường ngoại hối:* Cách rõ ràng và trực tiếp nhất để NHTW can thiệp và tác động đến tỷ giá là trực tiếp gia nhập thị trường ngoại hối bằng cách mua, bán các đồng tiền, thông qua việc sử dụng nghiệp vụ ngoại hối (Foreign Exchange Operations – FXO).

a. Can thiệp trung hòa (Sterilized Foreign Exchange Operations):

Có những trường hợp, NHTW mong muốn hoặc chịu áp lực phải tác động đến tỷ giá bằng cách can thiệp trực tiếp trên thị trường ngoại hối. Tuy nhiên, điều này sẽ làm thay đổi mức cung nội tệ, tác động tới lãi suất trung bình trong ngắn hạn và giá cả, do vậy ảnh hưởng đến lạm phát trong dài hạn. Trong khi đó, NHTW thường được giao phó để duy trì ổn định giá cả trong nước hoặc hỗ trợ cho việc duy trì mức lãi suất, thất nghiệp phù hợp để đảm bảo mục tiêu tăng trưởng. Vì vậy, việc can thiệp trên thị trường ngoại hối sẽ thường xuyên ảnh hưởng đến các mục tiêu khác, dẫn đến việc NHTW lựa chọn trung hòa những can thiệp ngoại hối của mình. Một sự can thiệp trung hòa xảy ra nếu NHTW kết hợp biện pháp can thiệp trực tiếp trên thị trường ngoại hối với một giao dịch bù trừ đồng thời trên thị trường trái phiếu trong nước. Mục đích của biện pháp này là không tác động đến mức cung tiền và lãi suất.

b. Can thiệp không trung hòa (Non-sterilized Foreign Exchange Operations)

Ngược lại với biện pháp can thiệp trung hòa, can thiệp không trung hòa sẽ có những tác động đáng kể trên thị trường tiền tệ, ảnh hưởng đến mức cung tiền và lãi suất. Biện pháp can thiệp này chính là sự kết hợp giữa việc điều hành chính sách tiền tệ và chính sách tỷ giá; có thể tác động đến tỷ giá qua nhiều kênh khác nhau, bao gồm: Kênh lãi suất hoặc kênh tiền tệ (the interest-rate channel); kênh tín hiệu hoặc kênh kỳ vọng (signalling channel/expectations channel); kênh điều chỉnh hàng tồn kho (the inventory adjustment channel) hoặc kênh thương nhân tiếng ồn (noise trader channel).

c. Các biện pháp can thiệp khác: Phá giá và nâng giá nội tệ; điều chỉnh biên độ dao động của tỷ giá; kết hối ngoại tệ; quy định hạn chế.

## 2.4. Ảnh hưởng của chính sách tỷ giá hối đoái đến nền kinh tế

### *2.4.1. Ảnh hưởng tích cực*

Một chính sách tỷ giá hợp lý được coi là đòn bẩy quan trọng giúp ổn định thị trường ngoại hối nói riêng, thị trường tiền tệ nói chung, từ đó giúp các quốc gia đạt được mục tiêu cân đối bên trong và cân đối bên ngoài. Điều hành chính sách tỷ giá theo hướng giảm giá trị đồng nội tệ có thể giúp tăng cường khả năng xuất khẩu, cải thiện cán cân thương mại, từ đó kích thích kinh tế phát triển. Chính sách tỷ giá cũng được coi là trợ thủ đắc lực của chính sách tiền tệ trong việc kiểm soát lạm phát, ổn định giá cả trong nước.

Quá trình nghiên cứu hoạt động điều hành chính sách tỷ giá của các nước cho thấy Trung Quốc là một ví dụ điển hình trong việc sử dụng thành công chính sách tỷ giá.

### *2.4.2. Ảnh hưởng tiêu cực*

Bất ổn của một nền kinh tế có thể xuất phát từ nhiều nguyên nhân, trong đó có thể kể đến tình trạng thâm hụt cán cân ngân sách nặng nề và dai dẳng, sự yếu kém của hệ thống tài chính hay điều hành chính sách kinh tế vĩ mô không hợp lý. Phân tích sâu các nguyên nhân xuất phát từ quá trình điều hành chính sách kinh tế vĩ mô của các quốc gia có thể thấy nhiều cuộc khủng hoảng bắt nguồn từ chính sách tỷ giá hối đoái không phù hợp. Việc cố định tỷ giá đôi khi có thể khiến cho xuất khẩu của một quốc gia gặp khó khăn nếu đồng nội tệ lên giá. Bên cạnh đó, sự biến động mạnh của các đồng tiền khi một quốc gia áp dụng chế độ tỷ giá cố định cũng có thể làm cho gánh nặng nợ của quốc gia đó tăng lên. Trong khi đó, việc áp dụng chế độ tỷ giá linh hoạt, đặc biệt trong bối cảnh dòng vốn được dễ dàng luân chuyển một mặt có thể dẫn đến sự gia tăng đột ngột lượng cung ngoại tệ trong nền kinh tế, gây xáo trộn mạnh trên thị trường ngoại hối nói riêng, thị trường tiền tệ nói chung; mặt khác có thể xuất hiện sự rút vốn ồ ạt khỏi thị trường khiến cho đồng nội tệ mất giá, lạm phát gia tăng. Nghiên cứu khủng hoảng tiền tệ ở Mexico 1994, khủng hoảng tiền tệ Châu Á 1997 hay khủng hoảng nợ Argentina 2001 có thể thấy được ảnh hưởng tiêu cực của chính sách tỷ giá đối với nền kinh tế.

**CHƯƠNG** **3: PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU**

## 3.1. Khung phân tích



## 3.2. Phương pháp phân tích định tính

## 3.3. Phương pháp phân tích định lượng

## *3.3.1. Cách tiếp cận vĩ mô*

*3.3.1.1. Mô hình nghiên cứu:* sử dụng mô hình véc tơ tự hồi quy (VAR)

a. Mô hình VAR

b. Mô tả các biến số sử dụng trong mô hình VAR

 Nghiên cứu sinh lựa chọn 8 biến kinh tế để đưa vào mô hình, bao gồm: Giá dầu thế giới, sản lượng, giá nhập khẩu, giá tiêu dùng, mức cung tiền, lãi suất, cán cân thương mại và tỷ giá hối đoái.

 Mục đích của việc sử dụng mô hình VAR là nhằm ước lượng tác động của cú sốc tỷ giá tới cán cân thương mại, tăng trưởng sản lượng, giá cả trong nước và các mối tương tác có thể xảy ra giữa các biến. Để hình thành các cú sốc cấu trúc, luận án sử dụng phân rã Cholesky. Vị trí của các biến trong ma trận Cholesky được sắp xếp theo thứ tự như trên, hàm ý những biến ở phía trước tác động đến biến phía sau ngay trong kỳ xảy ra cú sốc, còn tác động của cú sốc từ những biến phía sau đến biến nằm phía trước phải sau một độ trễ nhất định.

c. Các giả thuyết

*3.3.1.2. Mô tả số liệu*

**Bảng 3. 1: Các biến được sử dụng trong mô hình VAR**

| **STT** | **Biến số** | **Ký hiệu** | **Thước đo** | **Nguồn số liệu** | **Thời gian** |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 1 | Giá dầu thế giới  | POIL | Giá dầu Brent - Europe (2001Q1 = 100) | FRED | 2001q1-2017q3 |
| 2 | Sản lượng  | GDP | Tổng sản phẩm quốc nội theo giá so sánh 2010 (tỷ đồng) | TCTK | 2001q1-2017q3 |
| 3 | Giá nhập khẩu | IMP | Chỉ số giá nhập khẩu(2009=100)  | TCTK | 2001q1-2017q3 |
| 4 | Giá tiêu dùng  | CPI | Chỉ số giá tiêu dùng (2010=100) | IFS | 2001q1-2017q3 |
| 5 | Mức cung tiền  | MS | Tỷ trọng cung tiền rộng (M2) trên GDP danh nghĩa | IFS, TCTK | 2001q1-2017q3 |
| 6 | Lãi suất | IR | Lãi suất tiền gửi VND tại các NHTM (%/năm) | IFS | 2001q1-2017q3 |
| 7 | Cán cân thương mại | TB | Tỷ lệ giá trị xuất khẩu danh nghĩa so với giá trị nhập khẩu danh nghĩa (áp dụng phương pháp của Bahmani-Oskooee (1991)) | IFS | 2001q1-2017q3 |
| 8 | Tỷ giá hối đoái  | NEER | Tỷ giá danh nghĩa đa phương - NEER (2001q1= 100) được tính toán dựa trên phương pháp áp dụng trong Nguyễn Thị Thu Hằng và các cộng sự (2010) | IFS, DOTS | 2001q1-2017q3 |

***Ghi chú:*** FRED (Federal Reserve Bank of St. Louis, https://fred.stlouisfed.org), TCTK (Tổng cục Thống kê), IFS (International Financial Statistics, IMF), DOTS (Direction of Trade Statistics, IMF).

Tất cả các biến (ngoại trừ biến lãi suất và tỷ giá) được điều chỉnh mùa vụ (seasonal adjusted) bằng phương pháp Census X-12 trước khi lấy logarit. Riêng biến lãi suất được thể hiện dưới dạng phần trăm nên không logarit.

*3.3.1.3. Quy trình phân tích*

- Bước 1: Kiểm tra tính dừng của chuỗi số liệu, thông qua việc sử dụng kiểm định Augmented Dickey – Fuller (ADF Test).

- Bước 2: Lựa chọn độ trễ tối ưu cho mô hình thông qua các tiêu chí LR, FPE, AIC, SC, HQ và kiểm định Portmanteau.

- Bước 3: Kiểm định, đánh giá mô hình: (i) kiểm tra tính ổn định của hệ; (ii) kiểm định nhân quả Granger để xác định sự phù hợp của các biến trong mô hình; (iii) kiểm tra nhiễu trắng: tự tương quan và phương sai sai số thay đổi.

- Bước 4: Xây dựng hàm phản ứng xung (IRF)

- Bước 5: Phân rã phương sai sai số dự báo

### *3.3.2. Cách tiếp cận vi mô*

### *3.3.2.1. Phương pháp tiếp cận:*

Khái niệm về ERPT của Goldberg và Knetter (1997) được xem xét dựa trên quan điểm của phía nhập khẩu tức là quan tâm đến mức độ ảnh hưởng của biến động tỷ giá đến giá nhập khẩu hàng hóa. Thực ra vấn đề có thể được nhìn nhận từ hai phía. Theo lập luận của Takagi và Yoshida (1999), ERPT là hoàn toàn nếu một sự thay đổi của tỷ giá được truyền dẫn hoàn toàn theo mối quan hệ 1-1 đến giá nhập khẩu, đồng nghĩa với việc giá xuất khẩu tính bằng đồng tiền của nhà xuất khẩu vẫn giữ nguyên khi tỷ giá biến động. ERPT là bằng 0 có nghĩa là giá nhập khẩu không thay đổi khi tỷ giá thay đổi, gợi ý rằng giá xuất khẩu tính theo đồng tiền của nhà xuất khẩu có sự thay đổi hoàn toàn theo mối quan hệ 1 – 1 trước biến động của tỷ giá. Như vậy, tính toán được mức độ truyền dẫn biến động tỷ giá đến giá nhập khẩu hoặc giá xuất khẩu sẽ suy ra được mức độ biến động của mức giá còn lại khi tỷ giá thay đổi.

Luận án lựa chọn tiếp cận vấn đề dựa trên quan điểm của nhà xuất khẩu, như nghiên cứu Knetter (1989) đã thực hiện, để tìm hiểu mức độ thay đổi của giá xuất khẩu khi tỷ giá biến động, từ đó suy ra kết quả ERPT. Theo đó, giá hàng hóa xuất khẩu (PEit) phụ thuộc vào: tỷ giá (EE/M)$,$ chi phí biên của nhà xuất khẩu MCit và cầu về hàng hóa tại thị trường nước nhập khẩu (eDPit):

$∆lnP\_{it}^{E}=α+β\_{1}∆lnE\_{t}^{E/M}+β\_{2}∆lnMC\_{it}+β\_{3}∆ln\left(\frac{e\_{Pit}^{D}}{e\_{Pit}^{D}-1}\right)+ε$ (3.4)

Đây được coi là cách tiếp cận vi mô bởi lẽ quá trình điều tra mức độ truyền dẫn biến động tỷ giá đến giá nhập khẩu được thực hiện chi tiết đối với từng nhóm hàng (HS4 chữ số) chứ không phải chỉ số giá nhập khẩu chung của toàn bộ hàng hóa nhập khẩu. Kết quả nghiên cứu giúp cung cấp thêm thông tin giải thích chi tiết hơn cho sự biến động của giá nhập khẩu tổng thể trước cú sốc tỷ giá (đã được nghiên cứu ở cách tiếp cận vĩ mô), từ đó góp phần đưa ra các giải pháp cụ thể nhằm giảm mức độ truyền dẫn biến động tỷ giá đến giá nhập khẩu chung và tiếp đến là lạm phát.

*3.3.2.2. Mô hình nghiên cứu:* sử dụng mô hình hồi quy với số liệu mảng

Kế thừa mô hình hồi quy dữ liệu mảng đã được sử dụng trong nghiên cứu của Nguyễn Cẩm Nhung (2014a, b), luận án sử dụng chỉ số giá sản xuất tại nước xuất khẩu (PPI) đại diện cho biến chi phí biên của nhà xuất khẩu, chỉ số sản xuất công nghiệp tại nước nhập khẩu (IPI) đại diện cho biến cầu về về hàng hóa tại thị trường nước nhập khẩu. Sở dĩ PPI được chọn là biến đại diện (proxy) cho chi phí biên của doanh nghiệp xuất khẩu bởi vì PPI phản ánh tương đối tốt sự thay đổi chi phí các nguyên liệu đầu vào của nhà sản xuất. Chỉ số IPI xác định tốc độ tăng trưởng sản xuất công nghiệp dựa vào khối lượng sản phẩm sản xuất ra, như vậy gián tiếp thể hiện tốc độ tăng cầu về các yếu tố đầu vào sử dụng cho quá trình sản xuất công nghiệp, trong đó có những đầu vào phải nhập khẩu. Việc lựa chọn IPI làm biến đại diện cho cầu về hàng hóa tại trường nước nhập khẩu sẽ là phù hợp khi những hàng hóa được lựa chọn để nghiên cứu là sản phẩm phục vụ sản xuất công nghiệp.

Phương trình (3.4) được viết lại thành:

∆lnPEijt = α + β1∆lnEjt + β2∆lnPPIijt + β3∆lnIPIt + εijt (3.5)

Trong đó: PE là giá hàng hóa xuất khẩu; E là tỷ giá hối đoái danh nghĩa song phương giữa đồng tiền của nước xuất khẩu và đồng tiền của nước nhập khẩu. *∆* là vi phân bậc 1; α: hệ số ảnh hưởng theo thời gian; ε: biến nhiễu; i là hàng hóa xuất khẩu thứ i (i = 1, … , M); j là nước xuất khẩu (j=1, …, N); t là thời gian (t = 1,…, T).

Trong các hệ số β1, β2, β3, chúng ta quan tâm đến giá trị của β1. β1là hệ số thể hiện mức độ truyền dẫn biến động của tỷ giá vào giá hàng hóa xuất khẩu: β1càng lớn thì mức độ truyền dẫn biến động của tỷ giá đến giá xuất khẩu càng cao. Khi đó, biến động của tỷ giá được hấp thụ vào giá xuất khẩu càng lớn, bên nhập khẩu càng phải chịu ít rủi ro do biến động tỷ giá gây ra, do vậy mức độ truyền dẫn của tỷ giá hối đoái đến giá nhập khẩu (ERPT) càng nhỏ. Tuy nhiên, hệ số β1không thể hiện mức độ truyền dẫn biến động của tỷ giá đến giá nhập khẩu của phân nhóm hàng hóa HS6 chữ số hay HS9 chữ số mà là chung cho tất cả các phân nhóm hàng (HS6, HS9) thuộc mỗi nhóm hàng (HS4 chữ số), do vậy có thể tìm hiểu về mức độ truyền dẫn biến động tỷ giá của các doanh nghiệp xuất khẩu ở cấp độ nhóm hàng.

Với mục đích tìm hiểu hành vi truyền dẫn biến động tỷ giá của doanh nghiệp xuất khẩu các nước, phương trình (3.5) được triển khai cụ thể như sau:

∆lnPTPRijt = α + β1∆lnETPR/VNDt + β2∆lnPPITPRijt + β3∆lnIPIVNDt + εit (3.5a)

∆lnPTPRijt = α + β1∆lnETPR/USDt + β2∆lnPPITPRijt + β3∆lnIPIVNDt + εit (3.5b)

Trong đó: PTPR là giá xuất khẩu tính bằng đồng tiền của bên xuất khẩu; ETPR/VND, ETPR/USD là tỷ giá danh nghĩa song phương giữa đồng tiền của từng đối tác thương mại so với VND và USD; PPITPR là chỉ số giá sản xuất của các đối tác thương mại của Việt Nam tính bằng đồng tiền của nước họ; IPIVND là chỉ số giá sản xuất công nghiệp của Việt Nam tính bằng VND. Riêng đối với các nhóm hàng thuộc ngành hàng “dược phẩm” nhập khẩu từ EU-28 và “quần áo, hàng may mặc phụ trợ, dệt kim hoặc móc” nhập khẩu từ Trung Quốc, thay vì sử dụng chỉ số giá sản xuất công nghiệp của Việt Nam để đại diện cho cầu về hàng hóa tại thị trường nước nhập khẩu, luận án lựa chọn sử dụng chỉ số giá sản xuất của Việt Nam (tính bằng VND) thay thế, bởi sản phẩm thuộc 2 ngành hàng nói trên được nhập khẩu để phục vụ tiêu dùng chứ không phải sản xuất công nghiệp. Phương trình (3.5b) được bổ sung để điều tra xem liệu đồng USD có được sử dụng phổ biến trong hóa đơn thanh toán hay không.

Bảng 3. 2: Hệ số sự truyền dẫn biến động của tỷ giá vào giá nhập khẩu

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | **Phương trình (3.5a) - ETPR/VND** | **Phương trình (3.5b) - ETPR/USD** |
| β1= 1 | Không có sự truyền dẫn của tỷ giá hối đoái (PTM) | Không có sự truyền dẫn củatỷ giá hối đoái (PTM) |
| 0 < β1< 1 | Truyền dẫn không hoàn toàn | Truyền dẫn không hoàn toàn |
| β1 = 0 | Truyền dẫn hoàn toàn (Full PT) | Truyền dẫn hoàn toàn (Full PT) |

 ***Lưu ý:*** *Cột đầu tiên thể hiện giả thuyết về hệ số β1 trong phương trình (3.5a) và (3.5b).*

 Những giá trị mà β1có thể nhận được ở bảng 3.2 là xét về mặt lý thuyết, còn các nghiên cứu thực nghiệm trong đó có Yoshida (2010), Parsons & Sato (2008) và Nguyễn Cẩm Nhung (2014a, b) lại cho kết quả của β1 mang giá trị >1. Nguyên nhân được lý giải là do việc thay thế giá thực của hàng hóa bằng việc sử dụng giá trị đơn vị (tức là lấy tổng giá trị hàng hóa chia cho tổng khối lượng). Đây là hạn chế chung của những nghiên cứu tiếp cận vấn đề theo hướng này. Do đó, trường hợp thu được kết quả của β1 mang giá trị >1 vẫn được chấp nhận. Khi đó, có thể rút ra kết luận là không có sự truyền dẫn biến động tỷ giá đến giá nhập khẩu, đồng nghĩa với việc các doanh nghiệp xuất khẩu thực hiện hành vi định giá theo thị trường (PTM). Trong một số trường hợp, kết quả của mô hình hồi quy mặc dù có nghĩa thống kê nhưng β1 mang giá trị âm. Điều đó chứng tỏ kết quả không có ý nghĩa kinh tế.

*3.3.2.2. Mô tả số liệu*

a. Số liệu cho việc phân tích ERPT theo nước

- Những nước được lựa chọn đưa vào phân tích: Các đối tác Việt Nam nhập khẩu chủ yếu bao gồm Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc, EU-28, Đài Loan, Singapore và Thái Lan.

- Thời gian nghiên cứu: Số liệu được sử dụng cho việc chạy mô hình là số liệu về hàng hóa hàng tháng, tính đến tháng 12/2015, chi tiết ở mức độ phân nhóm hàng HS – 6 chữ số (riêng đối với Nhật Bản chi tiết ở mức độ HS – 9 chữ số). Tùy vào sự sẵn có của số liệu từng nước, khoảng thời gian nghiên cứu đối với Nhật Bản, EU là 01/2000-12/2015 (192 tháng), Trung Quốc, Hàn Quốc là 01/2005-12/2015 (132 tháng), Đài Loan là 01/2003-12/2015 (156 tháng), Singapore là 01/2006-12/2015 (120 tháng) và Thái Lan là 01/2007-12/2015 (108 tháng). Số quan sát cho từng nhóm hàng hóa HS4 được thể hiện cụ thể trong các bảng kết quả.

- Tiêu chí lựa chọn: Các hàng hóa được lựa chọn chi tiết ở mức độ phân nhóm hàng HS - 6 chữ số (riêng Nhật Bản chi tiết ở mức độ HS 9 chữ số) có cùng mã HS - 4 chữ số thuộc các nhóm hàng hóa có khối lượng giao dịch lớn, được Việt Nam nhập khẩu từ các đối tác thương mại, không bị gián đoạn liên tục trong 4 tháng và số lần gián đoạn (missing value) không vượt quá số lượng năm nghiên cứu của từng nước. Đối với Nhật Bản, EU số lần gián đoạn cho phép là 16, Trung Quốc, Hàn Quốc là 11, Đài Loan là 13, Singapore là 10 và Thái Lan là 9. Mỗi nhóm hàng hóa HS – 4 chữ số có ít nhất 2 phân nhóm hàng HS – 6 hoặc 9 chữ số.

- Nguồn số liệu:

+ P (Giá xuất khẩu):

Số liệu về giá hàng hóa không có sẵn nên được xác định bằng cách lấy tổng giá trị xuất khẩu tính bằng đồng tiền của bên xuất khẩu chia cho tổng khối lượng xuất khẩu.

**Bảng 3.4. Thông tin về số liệu thương mại của các nước**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Nước** | **Nguồn số liệu** | **Nước** | **Nguồn số liệu** |
| Nhật Bản | Japan Customs | Trung Quốc | International Trade Centre |
| EU-28 | Eurostat  | Singapore | International Trade Centre |
| Hàn Quốc | Korea International Trade Association | Thái Lan | International Trade Centre |
| Đài Loan | Taiwan Custom Administration |  |  |

+ E: Tỷ giá hối đoái danh nghĩa song phương giữa các đồng tiền tính trên USD được thu thập từ nguồn số liệu của IFS - IMF (International Financial Statistics), từ đó tính ra tỷ giá chéo danh nghĩa song phương giữa các đồng tiền so với VND.

+ PPI: Thông tin về chỉ số giá sản xuất của các nước được thể hiện qua bảng sau:

**Bảng 3.5. Thông tin về chỉ số giá sản xuất của các nước**

|  |  |
| --- | --- |
| **Chỉ số giá sản xuất**  | **Nguồn số liệu** |
| Nhật Bản (2010=100) | Bank of Japan |
| EU-28 (2010=100) | Eurostat  |
| Hàn Quốc (2010=100) | Economic Statistics System, The Bank of Korea |
| Đài Loan (2011=100) | Directorate-General of Budget, Accounting and Statistics, Executive Yuan, R.O.C. (Taiwan) |
| Trung Quốc (2010=100) | CEIC database |
| Singapore (2012=100) | Department Statistics Singapore |
| Thái Lan (2010=100) | Bureau of Trade and Economic Thailand |
| Việt Nam (2010=100) | CEIC database |

Chỉ số PPI của Việt Nam là ở mức tổng thể, của Nhật Bản chi tiết ở mức độ HS-9 chữ số, của các nước còn lại chi tiết ở mức độ HS-6 chữ số.

+ IPI: Chỉ số giá sản xuất công nghiệp của Việt Nam được thu thập từ CEIC database (2010 = 100).

+ Kết quả lựa chọn số liệu

b. Số liệu cho việc phân tích ERPT theo ngành hàng: Bên cạnh mục đích xác định những đồng tiền nào được sử dụng trong hóa đơn thanh toán để đề xuất rổ tiền tệ phù hợp mà VND cần neo giữ vào, luận án còn tìm hiểu mức độ truyền dẫn biến động tỷ giá của các nhà xuất khẩu khác nhau đối với từng ngành hàng và nhóm hàng hóa cụ thể, từ đó cung cấp những thông tin cần thiết giúp các doanh nghiệp Việt Nam trong việc lựa chọn đối tác nhập khẩu và phòng ngừa rủi ro tỷ giá.

- Những ngành hàng được lựa chọn để kiểm định truyền dẫn biến động tỷ giá là “Sản phẩm điện tử”, “Máy móc, thiết bị, dụng cụ và phụ tùng”, “Sản phẩm từ chất dẻo”, “Sắt thép”, “Phụ tùng vận tải, máy kéo”.

- Tiêu chí lựa chọn: (i) số liệu về các nhóm hàng hóa đều thống nhất được lựa chọn từ tháng 1/2007 đến tháng 12/2015 (108 tháng); (ii) những phân nhóm hàng hóa (HS6, HS9) được lựa chọn có khối lượng giao dịch tương đối lớn, được nhập khẩu từ ít nhất 2 trong số 7 đối tác thương mại Việt Nam nhập khẩu chủ yếu, không bị gián đoạn trong 4 tháng liên tiếp và số lần gián đoạn không vượt quá 9 lần trong suốt giai đoạn phân tích và (iii) mỗi nhóm hàng hóa HS4 chữ số có ít nhất 2 phân nhóm hàng HS6 hoặc 9 chữ số.

- Nguồn số liệu: Sử dụng nguồn số liệu như phần phân tích truyền dẫn tỷ giá đến giá nhập khẩu theo nước (đã chỉ ra ở phần a).

- Kết quả lựa chọn số liệu

*3.3.2.3. Quy trình phân tích*

- Log hóa các chuỗi số liệu

- Kiểm định tính dừng của số liệu chuỗi thời gian của các biến

- Kiểm định để lựa chọn sử dụng mô hình: Kết quả kiểm định F test và Hausman test ủng hộ cho việc sử dụng mô hình dữ liệu mảng tác động cố định (FEM).

- Kiểm định các khuyết tật của mô hình

**CHƯƠNG 4**

# KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

## 4.1. Đánh giá thực trạng điều hành chính sách tỷ giá hối đoái của Việt Nam (1994-2017)

***4.1.1. Giai đoạn trước khi xảy ra khủng hoảng tài chính châu Á 1997 (1994-1996)***

***4.1.2. Giai đoạn xảy ra khủng hoảng tài chính châu Á (1997-1998)***

***4.1.3. Giai đoạn giữa hai cuộc khủng hoảng tài chính (1999-2007)***

***4.1.4. Giai đoạn xảy khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008 và hậu khủng hoảng (2008-2011)***

***4.1.5. Giai đoạn phục hồi kinh tế sau khủng hoảng (2012-2017)***

Trong mỗi giai đoạn, luận án tiến hành phân tích biến động tỷ giá, các biện pháp điều hành tỷ giá của NHNN và hiệu quả của chính sách tỷ giá đối với nền kinh tế.

### *4.1.6. Đánh giá công tác điều hành chính sách tỷ giá*

*\* Thành công*

Từ khi thị trường ngoại tệ liên ngân hàng được thành lập, hoạt động điều hành chính sách tỷ giá của NHNN Việt Nam đã có những bước tiến đáng kể và đạt được thành công nhất định, thể hiện ở một số mặt như sau:

*Thứ nhất,* điều hành chính sách tỷ giá ngày càng linh hoạt hơn và chủ động hơn. Từ chỗ điều hành mang tính chất đối phó để giải quyết những căng thẳng trước mắt khi cuộc khủng hoảng tiền tệ châu Á 1997 diễn ra; bị động, lúng túng khi để tỷ giá trên thị trường tự do và tỷ giá tại các NHTM dẫn dắt, gây áp lực buộc tỷ giá bình quân liên ngân hàng phải điều chỉnh (2008-2009), NHNN đã từng bước, dần thể hiện vai trò khá chủ động và tự tin trong việc điều hành chính sách tỷ giá.

*Thứ hai,* NHNN đã đưa ra một hệ thống giải pháp khá toàn diện, góp phần làm giảm đáng kể tình trạng đô la hóa và vàng hóa nền kinh tế, tác động tích cực đối với sự ổn định trên thị trường ngoại hối.

*Thứ ba,* dự trữ ngoại hối sau một thời gian dài liên tục giảm đã tăng trở lại và đạt kỷ lục 54,5 tỷ USD (12/1/2018), theo công bố của NHNN. Mặc dù con số này vẫn còn khá thấp so với các quốc gia trong khu vực tuy nhiên đó là tiền đề thuận lợi để duy trì lòng tin về khả năng đảm bảo thanh toán nghĩa vụ nợ nước ngoài của nền kinh tế, khả năng hỗ trợ giá trị của VND, khả năng đảm bảo tài chính của quốc gia, góp phần thu hút nguồn vốn đầu tư nước ngoài. Không những thế, nó còn giúp bảo vệ giá trị đồng nội tệ, hạn chế sự biến động quá mức của tỷ giá hối đoái, đáp ứng nhu cầu ngoại tệ của nền kinh tế, chống đỡ khủng hoảng kinh tế và tài chính.

*Thứ tư,* NHNN đã sử dụng khá thành công công cụ lãi suất nhằm gây tác động tới tỷ giá VND/USD. Đây là một thành công đáng ghi nhận bởi lẽ trước đây tỷ giá thường được điều tiết thông qua các công cụ mang tính hành chính, kể từ năm 2012 NHNN đã sử dụng các công cụ thị trường trong đó có công cụ lãi suất. Thực tế cho thấy khi tỷ giá VND/USD biến động mạnh trên thị trường (6-7/2013), NHNN đã thông qua thị trường mở hút tiền về, khiến lãi suất liên ngân hàng lên cao. Ngay lập tức các NHTM mua vào VND khiến tỷ giá ổn định trở lại. Đây là một điểm thành công đáng ghi nhận trong hoạt động điều hành tỷ giá của NHNN Việt Nam trong thời gian gần đây.

*Thứ năm,* chính sách neo tỷ giá VND theo USD là một giải pháp hữu hiệu nhằm hạn chế tác động tiêu cực đến lạm phát, đặc biệt trong bối cảnh kinh tế khó khăn, qua đó giúp tạo lập và gia tăng niềm tin của người dân vào giá trị VND.

*Thứ sáu,* khi áp dụng chế độ tỷ giá trung tâm, việc NHNN không đưa ra ngưỡng cam kết điều chỉnh tỷ giá đã khuyến khích các doanh nghiệp sử dụng công cụ phái sinh nhằm phòng ngừa rủi ro biến động tỷ giá, vì thế giúp thị trường ngoại hối phái sinh phát triển.

*\* Một số vấn đề đặt ra*

Bên cạnh những đóng góp đáng kể của hoạt động điều hành tỷ giá đối với sự ổn định của thị trường ngoại hối nói riêng, ổn định kinh tế vĩ mô nói chung, hoạt động điều hành tỷ giá hối đoái còn một số vấn đề cần tiếp tục bàn luận:

*Thứ nhất,* cách tính toán tỷ giá trung tâm và tỷ trọng của từng đồng tiền trong rổ tiền tệ không được công bố khiến cho các doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc dự báo tỷ giá để đưa ra kế hoạch kinh doanh phù hợp, đặc biệt là những doanh nghiệp có tỷ lệ vay nợ ngoại tệ cao, doanh nghiệp sản xuất kinh doanh phụ thuộc phần lớn vào nguyên liệu nhập khẩu và doanh nghiệp gặp khó khăn về nguồn ngoại tệ trả nợ.

*Thứ hai,* chế độ tỷ giá trung tâm neo VND theo một rổ tiền tệ gồm 8 đồng tiền được NHNN công bố áp dụng mặc dù đã giúp cho thị trường ít xáo trộn hơn, diễn biến tỷ giá không biến động mạnh như trước nữa tuy nhiên vẫn còn cứng nhắc và trên thực tế vẫn neo vào USD là chủ yếu. Theo dõi diễn biến tỷ giá năm 2017 cho thấy VND mất giá mạnh so với Euro và mất giá nhẹ so với Yên Nhật và Nhân dân tệ trong khi tỷ giá VND/USD lại tương đối ổn định. Điều đó chứng tỏ chế độ tỷ giá đang áp dụng vẫn đang là neo theo USD chứ chưa phải thực sự neo theo một rổ đồng tiền.

*Thứ ba,* hiệu quả của chính sách tỷ giá đối với mục tiêu cân đối vĩ mô cần được tiếp tục xem xét bởi những tác động trái chiều nhau. Quá trình phân tích thực trạng điều hành chính sách tỷ giá đã cho thấy mối quan hệ tương đối rõ ràng giữa tỷ giá và lạm phát. Đó là sự biến động quá mức của tỷ giá thường đi kèm với gia tăng lạm phát. Trong khi đó, việc điều hành tỷ giá hướng đến mục tiêu nâng cao khả năng cạnh tranh của hàng hóa xuất khẩu nhằm cải thiện cán cân thương mại trong một số thời kỳ lại không đạt được kết quả như kỳ vọng. Kết quả tính toán tỷ giá danh nghĩa đa phương (NEER) và tỷ giá thực đa phương (REER) cho thấy trong giai đoạn 1996-2003, mức lạm phát thấp khiến cho REER bám khá sát NEER. Xu hướng mất giá thực của VND (1998-2003) giúp cho hàng Việt Nam hấp dẫn hơn so với hàng hóa nước khác. Nhập siêu trong giai đoạn này nhìn chung ở mức thấp. Từ năm 2004 – 2011, mặc dù NEER vẫn trên đà tăng (VND mất giá danh nghĩa) nhưng mức lạm phát cao hơn nhiều so với tốc độ mất giá danh nghĩa của VND nên REER có xu hướng giảm và khoảng cách so với NEER ngày càng tăng. Việc VND lên giá thực tế khá mạnh khiến cho hàng hóa Việt Nam trở nên kém hấp dẫn so với hàng hóa nước ngoài và hệ quả là mức nhập siêu lớn và kéo dài (đặc biệt trong thời kỳ 2007-2011). Từ năm 2012, chỉ số NEER và REER đều giảm, chứng tỏ VND lên giá danh nghĩa và thực tế, song nhờ duy trì được mức lạm phát thấp và ổn định, cùng với nền tảng vĩ mô thuận lợi, cầu nước ngoài gia tăng nên giá trị xuất khẩu đã vượt lên so với giá trị nhập khẩu, giúp cán cân thương mại đạt trạng thái thặng dư (ngoại trừ năm 2015).

## Như vậy, hiệu quả của chính sách tỷ giá đối với mục tiêu cải thiện cán cân thương mại là không rõ ràng do còn bị ảnh hưởng bởi biến động của các biến số vĩ mô khác. Việc đơn thuần phân tích dựa trên quan sát số liệu là chưa đủ để kết luận về mối tương tác này. Do đó, cần thiết phải sử dụng một mô hình kinh tế lượng trong đó hội tụ các biến số vĩ mô để tìm hiểu tác động qua lại giữa tỷ giá hối đoái và các mục tiêu của chính sách tỷ giá là lạm phát, tăng trưởng, cán cân thương mại. Mô hình VAR ở phần tiếp theo sau đây sẽ góp phần giải quyết vấn đề này.

## 4.2. Kết quả nghiên cứu tiếp cận ở góc độ vĩ mô (sử dụng mô hình VAR)

### *4.2.1. Kiểm định tính dừng của chuỗi số liệu*

Vấn đề tính dừng là một trong những điều kiện quan trọng khi phân tích chuỗi dữ liệu theo thời gian. Nếu chuỗi không dừng thì sẽ tạo hồi quy giả mạo và làm sai lệch kết quả mô hình. Kiểm định nghiệm đơn vị ADF được sử dụng để xác định tính dừng của chuỗi dữ liệu, với giới hạn độ trễ của các phương trình kiểm định là 10 (tương đương 2 năm rưỡi) để đảm bảo sai số ở các phương trình này là nhiễu trắng. Chỉ tiêu AIC (Akaike Info Criterion) được sử dụng để lựa chọn độ trễ cho phương trình kiểm định ADF. Kết quả kiểm định cho thấy tất cả các biến đều không dừng ở chuỗi gốc mà dừng ở mức ý nghĩa 1% khi lấy sai phân bậc nhất. Do vậy, mô hình VAR được ước lượng với các chuỗi số liệu ở dạng sai phân bậc nhất.

### *4.2.2. Độ trễ*

Độ trễ trong mô hình VAR có ý nghĩa hết sức quan trọng để định dạng mô hình. Dựa trên các tiêu chí, độ trễ của mô hình VAR có thể là 0, 3, 4 hoặc 6. Vì các kết quả là không đồng nhất nên kiểm định Portmanteau tiếp tục được thực hiện. Kết quả cho thấy độ trễ của phương trình nên là 3 để đảm bảo tính tự hồi quy và độ vững chắc. Do đó, luận án sử dụng mô hình VAR với độ trễ là 3.

### *4.2.3. Kiểm định các khuyết tật của mô hình*

Kiểm định nhân quả Granger đối với tất cả các biến (ngoại trừ giá dầu thế giới) cho thấy tất cả các biến đều là nội sinh, phù hợp trong việc sử dụng để kiểm định mối quan hệ tác động qua lại với nhau. Ngoài ra, kết quả kiểm tra tính ổn định của hệ cho thấy AR roots nằm trong vòng tròn đơn vị chứng tỏ chuỗi là đủ ổn định để tiến hành phân tích và dự báo. Kết quả kiểm định phương sai sai số thay đổi của phần dư cũng thỏa mãn điều kiện để chạy mô hình VAR. Để tìm hiểu tác động giữa các biến trong mô hình với nhau cần xem xét hàm phản ứng xung (IRF) và phân rã phương sai.

### *4.2.4. Kết quả phản ứng xung trước cú sốc tỷ giá*

Kết quả hàm phản ứng xung cho thấy tác động của biến động tỷ giá đến cán cân thương mại tuân theo đường cong J – tức là sau khi VND mất giá 1% thì cán cân thương mại bị suy giảm liên tiếp từ quý thứ 2 đến quý thứ 5 (với mức giảm mạnh nhất 0,011%) rồi lại trên đà được cải thiện, tuy nhiên không đáng kể (với mức tăng cao nhất 0,003% sau 7 quý). Xét một cách tổng thể, phá giá VND không giúp cải thiện được đáng kể cán cân thương mại của Việt Nam. Tác động hạn chế này của tỷ giá có thể được giải thích bởi thực tế là phần lớn nhập khẩu của Việt Nam (70-80%) là tư liệu sản xuất phục vụ cho xuất khẩu nên phá giá mặc dù giúp cải thiện xuất khẩu nhưng không bù lại được sự tăng lên của giá trị hàng hóa nhập khẩu.

Phân tích phản ứng xung của sản lượng trước cú sốc tỷ giá cho thấy phá giá không có tác động rõ ràng đến tăng trưởng sản lượng của nền kinh tế.

 Như vậy, phá giá nội tệ không giúp cải thiện được đáng kể cán cân thương mại, không có tác động rõ ràng đến tăng trưởng kinh tế tuy nhiên lại làm tăng giá hàng hóa nhập khẩu và là nguy cơ gây ra lạm phát ở Việt Nam. Có thể thấy rõ điều này khi phân tích phản ứng xung của giá nhập khẩu và giá tiêu dùng trước cú sốc tỷ giá.

 Khi xảy ra cú sốc tỷ giá, giá nhập khẩu và giá tiêu dùng đều tăng tuy nhiên mức độ phản ứng của giá nhập khẩu là lớn hơn so với giá tiêu dùng. Điều này hoàn toàn phù hợp với cơ sở lý thuyết, bởi biến động tỷ giá trước tiên ảnh hưởng đến giá hàng hóa nhập khẩu, sau đó thông qua kênh sản xuất mới tác động đến giá tiêu dùng cuối cùng.

Áp dụng công thức của Leigh và Rossi (2002), chúng ta tiếp tục đo lường hệ số truyền dẫn tỷ giá đến giá nhập khẩu, tích lũy trong khoảng thời gian t và t+k (PTt, t+k):

PTt, t+k = Pt, t+k / Et, t+k

Trong đó: Pt,t+k là sự thay đổi tích lũy của giá nhập khẩu và Et,t+k là sự thay đổi tích lũy của tỷ giá đối với cú sốc tỷ giá trong khoảng thời gian t và t+k.

Sau đó, hệ số truyền dẫn tỷ giá đến giá nhập khẩu tại từng thời kỳ được xác định bằng cách lấy chênh lệch giữa hệ số truyền dẫn tỷ giá tích lũy kỳ sau và hệ số truyền dẫn tỷ giá tích lũy kỳ trước.

Kết quả tính toán cho thấy mức độ truyền dẫn biến động tỷ giá đến giá nhập khẩu là gần như hoàn toàn ở quý thứ 2 sau khi xảy ra cú sốc tỷ giá. Sau 6 tháng xảy ra cú sốc, mức độ truyền dẫn trung bình là 0,495 nghĩa là 1% thay đổi của tỷ giá khiến giá nhập khẩu thay đổi 0,495%. Mức độ truyền dẫn trung bình của tỷ giá đến giá nhập khẩu sau 1 năm và 2 năm là 0,49 và 0,22.

Như vậy, mức độ ảnh hưởng từ biến động tỷ giá đến giá nhập khẩu là khá cao, mặc dù khi truyền dẫn đến giá tiêu dùng đã giảm nhiều nhưng vẫn có ảnh hưởng nhất định đến lạm phát trong nước. Điều này đặt ra vấn đề là nếu hạn chế được mức độ truyền dẫn từ tỷ giá đến giá nhập khẩu thì cũng sẽ giảm thiểu được ảnh hưởng của biến động tỷ giá đến giá tiêu dùng, từ đó góp phần đạt được mục tiêu kiểm soát lạm phát, một trong những mục tiêu cân đối bên trong của nền kinh tế.

### *4.2.5. Phân rã phương sai sai số dự báo*

Mặc dù hàm phản ứng xung cung cấp thông tin về mức độ tác động của cú sốc tỷ giá đến các biến số vĩ mô nhưng nó lại không thể hiện được cú sốc tỷ giá cụ thể đóng góp bao nhiêu trong việc giải thích biến động của các biến còn lại. Do vậy, để đánh giá tầm quan trọng của cú sốc tỷ giá, cần thực hiện phân rã phương sai cho các biến số.

Mức độ đóng góp của tỷ giá trong việc giải thích biến động của cán cân thương mại và sản lượng qua kết quả phân rã phương sai sai số dự báo là ở mức độ vừa phải (khoảng 2-2,5% sau 1 năm xảy ra cú sốc tỷ giá và giữ ở mức đó trong năm tiếp theo). Điều này cũng phù hợp với kết quả hàm phản ứng xung ở phần trên.

Trong số các yếu tố ảnh hưởng đến các mức giá, tỷ giá đóng vai trò tương đối quan trọng trong việc góp phần giải thích biến động của giá nhập khẩu và giá tiêu dùng. Cụ thể: cú sốc tỷ giá đóng góp xấp xỉ 8,4% vào sự biến động của giá nhập khẩu sau 2 quý. Mức đóng góp này đạt cao nhất khoảng 10,6% sau 3 quý và dao động ở mức 8,7-9,7% ở các quý tiếp theo. Trong khi đó, khoảng 2,5% biến động giá tiêu dùng sau 2 quý được giải thích bởi cú sốc tỷ giá, sau đó mức đóng góp này tăng dần lên và giữ ở mức trên 7,7% trong các quý 3-10. Đáng chú ý là mức độ đóng góp của cú sốc tỷ giá trong việc giải thích biến động của giá tiêu dùng từ quý thứ 3 vượt cao hơn so với mức độ đóng góp của cú sốc cung tiền. Điều này chứng tỏ biến động tỷ giá thông qua giá nhập khẩu đã có những ảnh hưởng nhất định đến giá tiêu dùng. Thật vậy, mức độ đóng góp của cú sốc giá nhập khẩu trong việc giải thích biến động giá tiêu dùng cũng ở mức khá cao, trên 9% bắt đầu từ quý thứ tư.

Kết quả nghiên cứu góp phần cùng với các nghiên cứu trước đây khẳng định vai trò quan trọng của điều hành chính sách tỷ giá đối với sự ổn định giá cả ở Việt Nam. Trên thực tế, giới học thuật và các nhà hoạch định chính sách thường quan tâm đến tác động của tỷ giá đến giá tiêu dùng, trong khi đó biến động giá nhập khẩu - cơ sở khiến cho giá hàng hóa biến động và ảnh hưởng tới lạm phát lại ít được quan tâm. Ngay cả khi nhận thức được tầm quan trọng của việc giảm thiểu mức độ truyền dẫn biến động tỷ giá đến giá nhập khẩu đối với vấn đề kiểm soát lạm phát mà chỉ dựa vào kết quả kiểm định của mô hình VAR ở trên thì sẽ khó có thể đề xuất được các giải pháp cụ thể và phù hợp. Chính vì vậy, cần nghiên cứu thêm về mức độ truyền dẫn biến động tỷ giá đến giá nhập khẩu của từng ngành hàng, nhóm hàng cụ thể.

Phần 4.3 dưới đây mô tả chi tiết kết quả thu được từ việc kiểm định mức độ truyền dẫn biến động tỷ giá đến các mức giá nhập khẩu theo nước và theo ngành hàng.

## 4.3. Kết quả nghiên cứu tiếp cận ở góc độ vi mô (sử dụng mô hình dữ liệu mảng)

Giá trị R2 thu được từ việc chạy mô hình hồi quy các nhóm là khá thấp, tuy nhiên kết quả vẫn được chấp nhận vì hai lý do. *Thứ nhất*, thông thường giá trị R2 trong các mô hình dữ liệu mảng thường không cao. *Thứ hai*, việc không có giá hàng hóa gốc mà phải thay thế bằng cách lấy tổng giá trị chia cho tổng khối lượng, như đã chỉ ra bởi nhiều nghiên cứu trong đó có Yoshida (2010) thường gây ra sự thiên lệch dẫn đến kết quả không được tốt như kỳ vọng. Kết quả chạy hồi quy trong Yoshida (2010) cho thấy nếu các biến được sử dụng ở dạng logarit tự nhiên thì sẽ dẫn đến vấn đề tự tương quan nghiêm trọng. Sau khi dạng sai phân được sử dụng, tác giả cũng thừa nhận mặc dù khắc phục được hiện tượng tự tương quan nhưng lại khiến cho giá trị R2 điều chỉnh bị giảm xuống một cách đáng kể.

***4.3.1. Truyền dẫn biến động tỷ giá đến giá nhập khẩu của Việt Nam theo nước***

*4.3.1.1. Truyền dẫn tỷ giá vào giá nhập khẩu của Việt Nam từ Trung Quốc giai đoạn 2005-2015*

*4.3.1.2. Truyền dẫn tỷ giá vào giá nhập khẩu của Việt Nam từ Hàn Quốc giai đoạn 2005-2015*

*4.3.1.3. Truyền dẫn tỷ giá vào giá nhập khẩu của Việt Nam từ Nhật Bản giai đoạn 2000-2015*

*4.3.1.4. Truyền dẫn tỷ giá vào giá nhập khẩu của Việt Nam từ Đài Loan giai đoạn 2003-2015*

*4.3.1.5. Truyền dẫn tỷ giá vào giá nhập khẩu của Việt Nam từ EU-28 giai đoạn 2000-2015*

*4.3.1.6. Truyền dẫn tỷ giá vào giá nhập khẩu của Việt Nam từ Thái Lan giai đoạn 2007-2015*

*4.3.1.7. Truyền dẫn tỷ giá vào giá nhập khẩu của Việt Nam từ Singapore giai đoạn 2006-2015*

*4.3.1.8. Đánh giá chung*

Quá trình ước lượng, so sánh truyền dẫn biến động của tỷ giá hối đoái đến mức giá nhập khẩu của Việt Nam theo các đối tác thương mại chính cho thấy mặc dù kết quả đối với từng nước cụ thể có những nét đặc thù nhất định, tuy nhiên có một xu hướng chung đối với tất cả các nước là đô la Mỹ vẫn là đồng tiền chủ chốt được sử dụng phổ biến trong hóa đơn thanh toán đối với đa số các hàng hóa nhập khẩu vào Việt Nam.

Bên cạnh đó, đang có xu hướng xuất hiện thêm một số đồng tiền ngoài đô la Mỹ được sử dụng trong quan hệ buôn bán giữa Việt Nam và các đối tác ở một số ngành hàng cụ thể. Chẳng hạn, Nhân dân tệ đã được sử dụng để thanh toán những sản phẩm thuộc ngành “quần áo và hàng may mặc phụ trợ, dệt kim hoặc móc”, “máy móc, thiết bị, dụng cụ và phụ tùng”, “phụ tùng vận tải, máy kéo” khi nhập khẩu hàng hóa của Trung Quốc; Yên Nhật được chứng minh là đồng tiền xuất hiện trong hóa đơn thanh toán sản phẩm “máy móc, thiết bị, dụng cụ và phụ tùng”, “phụ tùng vận tải, máy kéo” từ đối tác Nhật Bản. Đối với ngành “dược phẩm”, đối tác EU có xu hướng yêu cầu bên phía Việt Nam thanh toán bằng Euro, trong khi đó đô la Singapore được sử dụng trong quan hệ mua bán “sản phẩm từ chất dẻo” giữa Việt Nam và Singapore.

Ngoài ra, kết quả kiểm định cho thấy mức độ truyền dẫn biến động tỷ giá đến giá nhập khẩu là cao đối với một số nhóm hàng thuộc ngành hàng “sản phẩm điện tử”, “máy móc, thiết bị, dụng cụ và phụ tùng”, khiến các doanh nghiệp Việt Nam gặp nhiều rủi ro tỷ giá ngay cả khi hai bên sử dụng đồng đô la Mỹ là đồng tiền thanh toán.

Riêng đối với ngành hàng “sản phẩm điện tử”, một đặc điểm chung có thể rút ra từ việc phân tích số liệu là sự thống trị của đồng đô la Mỹ trong hóa đơn thanh toán. Có thể thấy mức độ cạnh tranh tương đối lớn giữa các đối tác trong việc cung ứng sản phẩm này cho Việt Nam. Điều này sẽ được kiểm chứng thêm trong phần phân tích mức độ truyền dẫn của tỷ giá hối đoái đến giá nhập khẩu theo ngành hàng tiếp theo sau đây.

***4.3.2. Truyền dẫn biến động tỷ giá đến giá nhập khẩu của Việt Nam theo ngành hàng (01/2007-12/2015)***

*4.3.2.1. Truyền dẫn tỷ giá vào giá nhập khẩu “sản phẩm điện tử” của Việt Nam*

*4.3.2.2. Truyền dẫn tỷ giá vào giá nhập khẩu “máy móc, thiết bị, dụng cụ và phụ tùng” của Việt Nam*

*4.3.2.3. Truyền dẫn tỷ giá vào giá nhập khẩu “sản phẩm từ chất dẻo” của Việt Nam*

*4.3.2.4. Truyền dẫn tỷ giá vào giá nhập khẩu “sắt thép” của Việt Nam*

*4.3.2.5. Truyền dẫn tỷ giá vào giá nhập khẩu “phụ tùng vận tải, máy kéo” của Việt Nam*

*4.3.2.6. Đánh giá chung*

Phân tích kết quả ước lượng mức độ truyền dẫn biến động tỷ giá đến giá nhập khẩu của các nhóm hàng hóa thuộc 5 ngành hàng chủ yếu mà Việt Nam nhập khẩu từ các đối tác cho phép rút ra một số kết luận như sau:

*Thứ nhất,* nếu như đối với ngành hàng “sản phẩm điện tử”, mức độ cạnh tranh tương đối khốc liệt giữa các đối tác trong việc cung ứng sản phẩm cho phép các doanh nghiệp nhập khẩu Việt Nam có cơ hội lựa chọn đối tác kinh doanh phù hợp, đối với ngành hàng “máy móc, thiết bị, dụng cụ và phụ tùng” xu hướng cạnh tranh giữa các nhà cung ứng không thực sự rõ rệt thì kết quả nghiên cứu lại không đủ bằng chứng để kết luận đối tác nào là sự lựa chọn tốt hơn cho các doanh nghiệp Việt Nam khi nhập khẩu những sản phẩm thuộc ngành hàng “phụ tùng vận tải, máy kéo”.

*Thứ hai,* nếu như Trung Quốc nổi lên là đối tác cần được ưu tiên lựa chọn khi các doanh nghiệp Việt Nam nhập khẩu một số nhóm hàng thuộc ngành hàng “sắt thép” thì đối với ngành hàng “máy móc, thiết bị, dụng cụ và phụ tùng” việc lựa chọn đối tác này được chứng minh là không phù hợp, bởi mức độ truyền dẫn biến động tỷ giá đến giá nhập khẩu là cao hơn so với các đối tác khác, khiến các doanh nghiệp nhập khẩu Việt Nam chịu nhiều rủi ro hơn.

*Thứ ba,* đồng đô la Mỹ được chứng minh là đồng tiền thống trị trong hóa đơn thanh toán khi nhập khẩu các sản phẩm thuộc ngành hàng “sản phẩm điện tử” và “sắt thép”. Đối với 3 ngành hàng còn lại, bên cạnh đồng đô la Mỹ, các đồng tiền khác cũng đã bắt đầu được sử dụng để thanh toán hàng hóa. Đó là sự xuất hiện của đồng Nhân dân tệ, Yên Nhật, Euro ở ngành hàng “máy móc, thiết bị, dụng cụ và phụ tùng”, đồng Nhân dân tệ ở ngành hàng “phụ tùng vận tải, máy kéo” và đồng đô la Singapore ở ngành hàng “sản phẩm từ chất dẻo”. Như vậy, bên cạnh việc áp dụng các biện pháp phòng ngừa rủi ro biến động tỷ giá VND/USD, các doanh nghiệp nhập khẩu Việt Nam nên cẩn trọng với sự biến động tỷ giá VND/SGD, VND/CNY, VND/JPY và VND/EUR. Kết luận này hoàn toàn phù hợp với kết quả rút ra ở phần điều tra truyền dẫn biến động tỷ giá đối với giá nhập khẩu của Việt Nam theo đối tác nhập khẩu ở trên.

Tóm lại, dựa vào kết quả kiểm định hồi quy theo nước và theo ngành hàng có thể thấy để ổn định giá hàng hóa nhập khẩu của Việt Nam, VND cần neo giữ theo một rổ tiền tệ 5 đồng tiền, bao gồm đô la Mỹ, Yên Nhật, Euro, Nhân dân tệ và đô la Singapore. Ngoài ra, tỷ trọng của đồng đô la Mỹ trong rổ tiền tệ có thể là cao nhất bởi sự xuất hiện khá phổ biến của đồng tiền này trong hóa đơn thanh toán.

**CHƯƠNG 5**

**MỘT SỐ KIẾN NGHỊ**

**5.1. Bối cảnh hội nhập kinh tế quốc tế ảnh hưởng tới sự ổn định của thị trường ngoại hối Việt Nam trong thời gian tới**

Khi Việt Nam hội nhập kinh tế quốc tế ngày càng sâu, những bất ổn của kinh tế thế giới trong đó có thị trường tài chính toàn cầu sẽ tác động nhanh và mạnh hơn đến mọi mặt của nền kinh tế. Nó có thể khiến cho dòng chảy thương mại, đầu tư và vốn bị thay đổi, ảnh hưởng tới khả năng dự trữ ngoại hối, từ đó tác động đến giá trị Việt Nam đồng.

## 5.2. Định hướng điều hành chính sách tỷ giá hối đoái của Việt Nam trong thời gian tới

Hội nhập kinh tế quốc tế là chủ trương lớn của Đảng ta, là nội dung trọng tâm, xuyên suốt của quá trình cải cách mở cửa nền kinh tế tuy nhiên quá trình hội nhập hiện nay được đặt trong bối cảnh kinh tế thế giới và khu vực đang có nhiều diễn biến phức tạp, khó lường. Thực tế đó đòi hỏi điều hành chính sách kinh tế vĩ mô trong đó có chính sách tỷ giá hối đoái cần chủ động và hết sức linh hoạt.

Xu hướng tự do hóa trên nhiều lĩnh vực trong đó có tự do luân chuyển vốn là xu thế chủ đạo được đề cập đến trong các hiệp định thương mại tự do kiểu mới mà Việt Nam tham gia. Sự gia tăng dòng vốn từ bên ngoài sẽ đem lại nhiều thách thức cho Việt Nam trong việc kiểm soát dòng vốn, làm tăng mối lo về bong bóng giá tài sản, tăng nguy cơ rút vốn đột ngột, dẫn tới mất ổn định đối với thị trường tài chính.

Theo lý thuyết bộ ba bất khả thi, việc đạt được đồng thời ba mục tiêu tự do hóa tài khoản vốn, chính sách tiền tệ độc lập và tỷ giá hối đoái cố định là không khả thi, do vậy các quốc gia cần phải lựa chọn và đánh đổi. Nếu Việt Nam mong muốn tham gia sâu vào hội nhập kinh tế khu vực và thế giới thì xu thế tự do hóa trong đó có tự do luân chuyển vốn là không thể đảo ngược. Trong khi đó, tính độc lập của chính sách tiền tệ cần thiết được tiếp tục tăng cường, bởi thực tế cho thấy, trong thời gian qua, chính sách tiền tệ đã phát huy tác dụng tốt trong việc kiểm soát lạm phát, góp phần ổn định kinh tế vĩ mô. Do vậy, định hướng điều hành chính sách tỷ giá hối đoái của Việt Nam trong thời gian tới là: *Cần có lộ trình từng bước linh hoạt tỷ giá để ổn định vĩ mô trong dài hạn, dựa trên cơ sở tập trung nâng cao hơn nữa sự độc lập của NHNN trong việc điều hành chính sách tiền tệ theo lạm phát mục tiêu. Định hướng liên quan đến điều hành chính sách tiền tệ và chính sách tỷ giá cần đặt trong mối quan hệ với việc tiếp tục thực hiện lộ trình tự do hóa luân chuyển vốn.*

## 5.3. Một số đề xuất, kiến nghị

### *5.3.1. Đẩy mạnh tự do hóa thị trường tiền tệ và thị trường vốn nhằm hướng tới mục tiêu thả nổi tỷ giá có quản lý*

*5.3.1.1. Phát triển thị trường tiền tệ*

Nhằm đảm bảo hài hòa bộ ba bất khả thi trong bối cảnh hiện nay của Việt Nam, NHNN cần được tạo không gian để tự chủ trong việc xây dựng và điều hành chính sách tiền tệ. Nhiệm vụ mà NHNN hướng tới chỉ nên là kiểm soát lạm phát chứ không phải bị phân tán bởi nhiệm vụ thúc đẩy phát triển kinh tế xã hội được giao bởi Chính phủ hoặc Quốc hội. Muốn NHNN chỉ chuyên tâm vào mục tiêu ổn định lạm phát, thị trường tiền tệ cần được phát triển theo hướng thị trường.

Thị trường tiền tệ của Việt Nam mặc dù đã có nhiều cải cách theo hướng thị trường tuy nhiên vẫn còn tồn tại một số bất cập như việc chính sách tiền tệ đôi khi được sử dụng một cách tùy hứng, với liều lượng không hợp lý, làm giảm niềm tin vào giá trị VND; những ngân hàng thương mại (NHTM) nhà nước giữ vai trò chi phối, dẫn dắt hệ thống tín dụng, có sự ưu ái đối với khu vực kinh tế nhà nước trong việc tiếp cận tín dụng và lãi suất (theo Minh và Anh (2015)). Nếu các biện pháp kiểm soát hành chính được duy trì và thắng thế vai trò của thị trường thì các đối tượng tin cậy và muốn tiếp cận với dòng vốn vay sẽ không có đủ vốn để hoạt động. Khi đó, tốc độ tăng trưởng chung của cả nền kinh tế sẽ bị ảnh hưởng. Do vậy, phát triển thị trường tiền tệ theo hướng thị trường là điều tất yếu. Có thể chỉ ra một số biện pháp nhằm phát triển thị trường tiền tệ theo hướng thị trường hơn như sau:

***Một là,*** giảm mạnh hơn nữa tỷ lệ cổ phần của nhà nước tại các NHTM Nhà nước, qua đó giúp cho dân chúng và nhà đầu tư giám sát hiệu quả hoạt động của hệ thống ngân hàng này. Khi các NHTM Nhà nước hoạt động sát hơn với thị trường, theo nguyên tắc thị trường thì các biện pháp can thiệp hành chính nhằm hỗ trợ cho những ngân hàng này sẽ trở nên không cần thiết.

***Hai là,*** nâng cao tiêu chuẩn hoạt động của các NHTM nhằm gia tăng sức cạnh tranh của hệ thống ngân hàng trong nước. Khi các NHTM trong nước hoạt động tốt và đủ sức cạnh tranh với các NHTM nước ngoài thì các cơ quan quản lý, cụ thể là NHNN sẽ mạnh dạn hơn trong việc đề ra các quy định rõ ràng, minh bạch và phù hợp hơn với thông lệ quốc tế.

***Ba là,*** cần tăng cường hơn nữa hoạt động thanh tra, giám sát, hướng tới đảm bảo theo tiêu chuẩn thế giới. Đây được coi là giải pháp then chốt bởi vì khi các biện pháp quản lý mang tính chất chủ quan, mệnh lệnh, hành chính không còn được áp dụng thì để thị trường hoạt động hiệu quả và trơn tru cần thiết phải có cơ chế và cơ quan kiểm tra, thanh tra, giám sát hiệu quả.

*5.3.1.2. Phát triển thị trường vốn*

Cho đến nay, thị trường vốn của Việt Nam ở một chừng mực nhất định đã có sự liên thông với thị trường vốn thế giới tuy nhiên vẫn còn có nhiều cản trở cho sự tự do hóa và phát triển. Mặc dù vậy, cần khẳng định vẫn còn dư địa để thực hiện cải cách nhằm thúc đẩy sự phát triển của thị trường vốn. Những đề xuất của Minh và Anh (2015) được cho là những giải pháp lâu dài, mang tính then chốt, sẽ góp phần đưa thị trường vốn của Việt Nam phát triển theo hướng thị trường hơn. Đó là:

***Thứ nhất,*** tiếp tục đẩy mạnh hơn nữa tự do hóa tài khoản vốn, cả đối với dòng vốn vào và ra. Đối với dòng vốn vào hiện đã tương đối mở, có thể nới trần tỷ lệ sở hữu cổ phiếu cho các nhà đầu tư nước ngoài, tuy nhiên cần có thêm điều kiện ràng buộc không cho loại cổ phiếu này quyền biểu quyết, nhằm ngăn ngừa việc các doanh nghiệp trong nước bị thâu tóm. Đối với dòng vốn ra, sự nới lỏng các quy định không chỉ giúp nhà đầu tư trong nước tận dụng được cơ hội đầu tư ở nước ngoài mà còn giúp cho thị trường ngoại hối hoạt động một cách tự nhiên theo tín hiệu thị trường, khi các đồng tiền được luân chuyển ra vào một cách tự do.

***Thứ hai,*** để đảm bảo an toàn cho thị trường tín dụng, cũng như cho các tổ chức tín dụng hoạt động đúng theo nguyên tắc và cạnh tranh lành mạnh với nhau, cần xây dựng và áp dụng giám sát cẩn trọng vĩ mô và tăng cường giám sát từ xa, đồng thời chuyển dần sang áp dụng các quy tắc và chuẩn kế toán quốc tế, trong đó có chuẩn Basel II, hướng tới chuẩn Basel III. Khi đó, NHNN sẽ không cần sử dụng quy định về trần lãi suất, định hướng tín dụng hay can thiệp vào hoạt động của các NHTM Nhà nước mà hoàn toàn tự do trong việc sử dụng chính sách tiền tệ và tập trung vào việc bảo vệ giá trị đồng nội tệ.

***Thứ ba,***để thị trường chứng khoán trở thành một kênh huy động vốn trung và dài hạn cho các doanh nghiệp, cần thực hiện đồng bộ các giải pháp để tăng giá trị vốn hóa và tính thanh khoản của thị trường, bao gồm: giảm tỷ lệ cổ phần của nhà nước tại các công ty niêm yết, cho phép tăng tỷ lệ cổ phiếu mà các nhà đầu tư nước ngoài được nắm giữ tại các doanh nghiệp trong nước, phát triển các giao dịch sản phẩm chứng khoán phái sinh.

***Thứ tư,*** một kênh huy động vốn quan trọng cần được khơi thông đó là thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Một doanh nghiệp muốn phát hành trái phiếu thành công trước hết cần chứng minh cho nhà đầu tư thấy tiềm năng tăng trưởng và sự bền vững của dòng tiền sử dụng tại các dự án. Khi đó, minh bạch thông tin trở thành vấn đề quan trọng. Nhà nước có thể hình thành hoặc cho phép tư nhân hình thành các tổ chức độc lập đánh giá mức độ tín nhiệm trái phiếu của doanh nghiệp.

***Cuối cùng,*** cần xây dựng một cơ chế giám sát thống nhất trong toàn bộ hệ thống nhằm ngăn chặn tình trạng sở hữu chéo, hoạt động đầu cơ và lũng đoạn giá, cũng như giúp phòng ngừa rủi ro mang tính hệ thống giữa các thị trường tín dụng, bảo hiểm và chứng khoán.

### *5.3.2. Điều hành chính sách tỷ giá hối đoái hướng tới ổn định kinh tế vĩ mô*

*5.3.2.1. Kiên trì theo đuổi cơ chế tỷ giá mới theo hướng thực chất hơn:*

Kiên trì theo đuổi chế độ tỷ giá trung tâm theo hướng thực chất hơn, với việc gắn VND theo một rổ gồm 5 đồng tiền là đô la Mỹ, Yên Nhật, Euro, Nhân dân tệ và đô la Singapore, trong đó đô la Mỹ chiếm tỷ trọng lớn nhất. Điều kiện tiên quyết đi kèm là đảm bảo nguồn dự trữ ngoại hối tăng trưởng bền vững, dựa trên đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu.

*5.3.2.2. Lựa chọn các công cụ điều hành tỷ giá phù hợp:*

Các công cụ điều hành tỷ giá được đưa ra là: (i) Không nên phá giá để đẩy mạnh xuất khẩu mà cần có giải pháp phù hợp nâng cao khả năng cạnh tranh của hàng hóa; (ii) sử dụng biên độ dao động phù hợp; và (iii) tăng cường sử các biện pháp can thiệp gián tiếp thay vì can thiệp trực tiếp hoặc can thiệp mang tính hành chính.

*5.3.2.3. Một số giải pháp hỗ trợ:* Sự ổn định của thị trường ngoại hối đóng vai trò quan trọng đối với ổn định kinh tế vĩ mô. Điều hành chính sách tỷ giá hối đoái là một công việc phức tạp bởi cần hướng đến cả mục tiêu cân đối bên trong và cân đối bên ngoài của nền kinh tế, do vậy đòi hỏi phải cân nhắc, xem xét việc sử dụng chính sách này trong mối quan hệ với các chính sách kinh tế vĩ mô khác (chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa), đồng thời cần sự phối hợp đồng bộ giữa các cơ quan quản lý nhà nước (Chính phủ, NHNN và Bộ tài chính). Chính sách tiền tệ cần hướng đến điều hành theo lạm phát mục tiêu, còn chính sách tài khóa cần được điều hành theo hướng tăng thu, giảm chi chứ không phải bù đắp thâm hụt ngân sách bằng biện pháp vay nợ, từ đó có thể gây áp lực cho hoạt động điều hành chính sách tỷ giá.

***5.3.3. Giải pháp nhằm giảm thiểu rủi ro tỷ giá cho các doanh nghiệp xuất nhập khẩu***

Để đảm bảo xây dựng được chế độ tỷ giá ngày càng linh hoạt, như đã chỉ ra, cần thiết phải duy trì được một lượng dự trữ ngoại hối ổn định. Mà sự tăng trưởng ổn định này của dự trữ ngoại hối về lâu dài chỉ có thể đến từ nguồn thu do xuất khẩu. Trong khi đó, hoạt động của những doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh xuất nhập khẩu lại gặp nhiều rủi ro khi tỷ giá biến động (theo kết quả nghiên cứu ở phần 4.3). Chính vì vậy, tìm hiểu các giải pháp giảm thiểu rủi ro tỷ giá cho các doanh nghiệp xuất nhập khẩu là quan trọng và cần thiết, đặc biệt trong bối cảnh kinh tế thế giới tiềm ẩn nhiều bất ổn như hiện nay.

Để nâng cao khả năng phòng ngừa rủi ro tỷ giá cho các doanh nghiệp này, cần có sự phối hợp của nhiều bên có liên quan.

***Thứ nhất****,* các doanh nghiệp cần nâng cao nhận thức về tầm quan trọng của việc phòng ngừa rủi ro tỷ giá đối với sự an toàn của doanh nghiệp, qua đó giúp đảm bảo hiệu quả kinh doanh và khẳng định lợi thế cạnh tranh. Bên cạnh chú trọng đến rủi ro do thay đổi tỷ giá VND/USD đem lại, các doanh nghiệp cần quan tâm đến sự biến động của nhều đồng tiền khác.

***Thứ hai,*** các NHTM với tư cách là đơn vị cung cấp dịch vụ cần xác định vai trò quan trọng của mình trong việc phát triển thị trường ngoại hối phái sinh, bởi thị trường này phát triển sẽ không chỉ giúp doanh nghiệp phòng ngừa rủi ro tỷ giá mà còn đem lại lợi nhuận cho bản thân các ngân hàng. Các NHTM cần mở rộng thêm nhóm các đồng tiền thực hiện giao dịch ngoại hối để đáp ứng nhu cầu đa dạng của doanh nghiệp; phát triển các công cụ ngoại hối phái sinh, tập trung vào việc xây dựng quy trình giao dịch cụ thể và chuẩn bị các yếu tố để thực hiện tự kinh doanh quyền chọn trực tiếp với khách hàng; tập trung đào tạo đội ngũ nhân viên ngân hàng chuyên về rủi ro tỷ giá.

***Thứ ba,*** cần có sự kết hợp giữa các NHTM, các hiệp hội ngành nghề và các cơ sở đào tạo, các công ty tư vấn trong việc tổ chức tập huấn, bồi dưỡng nhằm giúp các doanh nghiệp có hiểu biết đầy đủ và rõ ràng về các loại công cụ phòng ngừa rủi ro tỷ giá, đồng thời tiến hành tư vấn cách thức sử dụng các công cụ đó một cách bài bản, theo phương châm lý thuyết đi đôi với thực tiễn thông qua các ví dụ điển hình. Ngoài ra, việc cung cấp, hướng dẫn cho các doanh nghiệp một số phương pháp dự báo tỷ giá cũng là được coi là một biện pháp cần thiết.

***Cuối cùng,*** cơ quan quản lý các cấp cần có sự phối hợp, thống nhất trong việc xây dựng cơ sở dữ liệu về thông tin kinh tế - xã hội một cách chuyên nghiệp, cập nhật và tin cậy để các doanh nghiệp cũng như các NHTM có nguồn thông tin tốt hỗ trợ cho công tác dự báo tỷ giá hối đoái.

**KẾT LUẬN**

Hiện nay, các quốc gia muốn tồn tại không thể phát triển đơn độc mà cần liên kết và hợp tác với nhau trên nhiều lĩnh vực và Việt Nam cũng không phải là ngoại lệ. Tuy nhiên, muốn tham gia vào sân chơi chung, Việt Nam cần phải tuân thủ theo quy tắc, luật lệ đã được đặt ra. Theo tinh thần của các hiệp định thương mại tự do mà Việt Nam đã ký kết và đang tiếp tục đàm phán, tự do hóa là xu thế chủ đạo trên tất cả các lĩnh vực, từ thương mại đến đầu tư và luân chuyển vốn. Thực tế đó buộc hoạt động điều hành chính sách kinh tế vĩ mô trong đó có chính sách tỷ giá hối đoái của Việt Nam phải thay đổi và thích ứng. Như vậy, việc tiến hành thực hiện một nghiên cứu nhằm đưa ra đề xuất giải pháp điều hành chính sách tỷ giá hối đoái có hiệu quả trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế sâu rộng hiện nay là cần thiết đối với Việt Nam.

Luận án đã giải quyết được một số vấn đề lý luận và thực tiễn sau:

*Thứ nhất,* luận án đã hệ thống hóa những vấn đề lý luận về chính sách tỷ giá, bao gồm mục tiêu của chính sách tỷ giá, việc lựa chọn chế độ tỷ giá, các công cụ điều hành chính sách tỷ giá và ảnh hưởng của chính sách tỷ giá đến nền kinh tế.

*Thứ hai,* luận án đã tiến hành phân tích, đánh giá thực trạng điều hành chính sách tỷ giá hối đoái của Việt Nam trong giai đoạn 1994-2017 trên cơ sở phân tích biến động tỷ giá, các biện pháp điều hành tỷ giá của NHNN và hiệu quả của chính sách tỷ giá đối với nền kinh tế.

*Thứ ba,* luận án đã tiếp cận vấn đề ở cả cấp độ vĩ mô và vi mô nhằm tìm ra cách thức điều hành chính sách tỷ giá phù hợp cho Việt Nam hướng đến mục tiêu cân đối bên trong và cân đối bên ngoài. Kết quả kiểm định ở cấp độ vĩ mô sử dụng mô hình VAR, góp phần cùng với các nghiên cứu hiện có, chứng minh phá giá nội tệ không giúp cải thiện được đáng kể cán cân thương mại, không có tác động rõ ràng đến tăng trưởng kinh tế nhưng lại làm giá nhập khẩu tăng, từ đó ảnh hưởng tới lạm phát ở Việt Nam. Bên cạnh đó, luận án còn tiếp tục ước lượng truyền dẫn biến động tỷ giá đến giá cả của các nhóm hàng hóa nhập khẩu. Kết quả thu được góp phần tìm ra những giải pháp mang tính cụ thể hơn nhằm hạn chế ảnh hưởng của biến động tỷ giá đến chỉ số giá nhập khẩu và giảm thiểu rủi ro tỷ giá cho các doanh nghiệp xuất nhập khẩu. Khi chỉ số giá nhập khẩu ít chịu ảnh hưởng bởi biến động tỷ giá thì mức độ truyền dẫn biến động tỷ giá đến lạm phát sẽ giảm và khi các doanh nghiệp xuất nhập khẩu ít chịu rủi ro tỷ giá thì cán cân thương mại được kỳ vọng sẽ được cải thiện từ đó góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Với cách tiếp cận vi mô, luận án có bước tiến so với những nghiên cứu hiện có khi mở rộng phạm vi nghiên cứu ra 7 đối tác Việt Nam nhập khẩu chủ yếu (Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản, EU-28, Đài Loan, Singapore và Thái Lan) chứ không chỉ dừng lại ở quan hệ thương mại giữa Việt Nam – Nhật Bản như các nghiên cứu trước đây đã thực hiện. Kết quả kiểm định của mô hình dữ liệu mảng tác động cố định (FEM) chứng minh mức độ truyền dẫn tỷ giá hối đoái đến các mức giá nhập khẩu là cao đối với một số đối tác thương mại và đối với một số nhóm hàng, khiến các doanh nghiệp nhập khẩu Việt Nam gặp nhiều rủi ro do biến động tỷ giá gây ra. Ngoài ra, kết quả cho thấy, bên cạnh sự xuất hiện phổ biến của đồng đô la Mỹ, Yên Nhật, Euro, Nhân dân tệ và đô la Singapore cũng bắt đầu được sử dụng trong hóa đơn thanh toán khi Việt Nam nhập khẩu hàng hóa.

*Thứ tư,* dựa trên kết quả nghiên cứu, kết hợp với việc phân tích ảnh hưởng của bối cảnh hội nhập kinh tế quốc tế đến sự ổn định của thị trường ngoại hối trong nước, luận án đã đưa ra định hướng điều hành và đề xuất một hệ thống giải pháp toàn diện nhằm góp phần điều hành chính sách tỷ giá có hiệu quả trong bối cảnh Việt Nam hội nhập kinh tế quốc tế ngày càng sâu rộng hiện nay.

Mặc dù chỉ ra sự cần thiết của việc gắn tỷ trọng lớn nhất trong rổ tiền tệ cho đồng đô la Mỹ, luận án vẫn chưa xác định được cụ thể tỷ trọng của đồng tiền này cũng như các đồng tiền còn lại trong rổ tiền tệ. Đây sẽ là hướng nghiên cứu có thể tiếp tục triển khai.

Ngoài ra, việc sử dụng gián tiếp số liệu thương mại (tức là tính toán giá hàng hóa bằng cách lấy tổng giá trị chia cho tổng khối lượng) để ước lượng mức độ truyền dẫn tỷ giá đến các mức giá nhập khẩu được chỉ ra là vẫn còn bất cập. Trong trường hợp có được số liệu thực về đơn giá của các mặt hàng nhập khẩu, kết quả tính toán được kỳ vọng có thể góp phần đưa ra những hàm ý chính sách phù hợp hơn với thực tế.

DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH ĐÃ CÔNG BỐ
CÓ LIÊN QUAN ĐẾN NỘI DUNG LUẬN ÁN

[1] Nguyen Cam Nhung, Tran Thi Thanh Huyen (2017), “Exchange rate pass-through into Vietnamese import prices by industries and by countries”, *International Business Management,* 11 (11), pp.1834-1843.

[2] Trần Thị Thanh Huyền, Nguyễn Cẩm Nhung (2017), “Ước lượng chuyển dịch biến động của tỷ giá hối đoái đến các mức giá nhập khẩu của Việt Nam từ Trung Quốc giai đoạn 2005-2015”, *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, số 239, tr.19-28.

[3] Trần Thị Thanh Huyền (2017), “Kinh nghiệm neo tỷ giá theo rổ tiền tệ của Trung Quốc”, *Tạp chí Khoa học & Đào tạo Ngân hàng,* số 180, tr.57-65.

[4] Trần Thị Thanh Huyền (2014), “Chính sách tỷ giá và cải thiện cán cân thương mại: Kinh nghiệm từ Thái Lan”, *Tạp chí Kinh tế và Dự báo,* số 15 (575) tháng 8, tr.58-60.