|  |
| --- |
| **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: 931 01 06**  **TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ QUỐC TẾ**      **Hà Nội, 2018** |

Công trình được hoàn thành tại: . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . .

. . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . .

Người hướng dẫn khoa học: . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . .

*(ghi rõ họ tên, chức danh khoa học, học vị)*

Phản biện: . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . .

. . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . .

Phản biện: . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . .

. . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . .

Phản biện: . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . .

. . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . .

Luận án sẽ được bảo vệ trước Hội đồng cấp Đại học Quốc gia chấm luận án

tiến sĩ họp tại . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . . .

vào hồi giờ ngày tháng năm 20...

Có thể tìm hiểu luận án tại:

- Thư viện Quốc gia Việt Nam

- Trung tâm Thông tin - Thư viện, Đại học Quốc gia Hà Nội

# 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.

Sau hơn 30 năm 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 các năm 2007, 2008 đã khiến cho 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 Việt Nam 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, 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 ban hành quyết định 2730/QĐ-NHNN về việc công bố điều chỉnh chế độ tỷ giá neo giữ Việt Nam đồng (VND) theo đô la Mỹ (USD) sang chế độ tỷ giá trung tâm, trong đó tỷ giá VND/USD được tham chiếu theo một rổ tiền tệ gồm đồng tiền của các nước có quan hệ thương mại, vay, trả nợ, đầu tư lớn với Việt Nam. Những đồng tiền được sử dụng để đưa vào rổ tiền tệ bao gồm 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). 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 này đồng thời cũng phù hợp với bối cảnh thị trường tài chính quốc tế khi đó. Thời điểm NHNN đưa ra công bố này là sau khi Ngân hàng Trung ương Trung Quốc liên tiếp nhiều lần chủ đích phá giá đồng CNY 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 CNY của Trung Quốc được công bố sẽ có tên trong rổ tiền tệ quốc tế từ ngày 01/10/2016 - 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 USD 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 liệu Việt Nam đã chuẩn bị đầy đủ các điều kiện tốt nhất cho việc áp dụng chế độ tỷ giá mới chưa hay đơn thuần mới công bố theo lộ trình đã cam kết. Thực tế cho thấy, Trung Quốc đã phải mất 10 năm để đưa chế độ tỷ giá tham chiếu theo một rổ tiền tệ đi vào thực chất, Canada sau khi công bố áp dụng chế độ tỷ giá thả nổi vào năm 1970 đã phải mất 21 năm mới tìm ra giải pháp điều hành tối ưu khi kết hợp thả nổi tỷ giá với chính sách tiền tệ lạm phát mục tiêu. Trong khi đó, phân tích biến động tỷ giá từ năm 2016 cho thấy, mức độ mất giá của VND và USD so với một số đồng tiền chủ chốt là tương đồng nhau và mức độ mất giá của VND so với USD là không đáng kể (1,5% - 1,7% trong năm 2017). Điều đó cho thấy dường như những gì mà NHNN công bố và thực tiễn xảy ra vẫn còn khoảng cách. Đồng VND chưa thực sự được neo theo một rổ tiền tệ mà vẫn được neo theo đồng USD.

Vấn đề đặt ra là chế độ tỷ giá được NHNN công bố áp dụng có thực sự phù hợp với Việt Nam không, hay cần 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. 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 tiêu và câu hỏi nghiên cứu**

***- Mục tiêu nghiên cứu:*** Thông qua nghiên cứu chính sách tỷ giá hối đoái của Việt Nam, luận án đánh giá sự phù hợp trong việc điều hành tỷ giá hối đoái, từ đó gợi mở những đề xuất kiến nghị nhằm điều hành chính sách tỷ giá hối đoái cho phù hợp với bối cảnh hội nhập kinh tế quốc tế ngày càng sâu, rộng hiện nay.

***- Câu hỏi nghiên cứu:***

Chính sách tỷ giá hối đoái của Việt Nam thời gian qua được điều hành như thế nào, đã phù hợp với điều kiện thực tế của nền kinh tế và bối cảnh hội nhập hay chưa?

Chính sách tỷ giá có tác động như thế nào đến nền kinh tế Việt Nam?

Việt Nam cần thực hiện những giải pháp gì để điều hành chính sách tỷ giá phù hợp với bối cảnh hội nhập?

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

***- Đối tượng nghiên cứu:***

Luận án tập trung nghiên cứu về chính sách tỷ giá hối đoái của Việt Nam gắn với bối cảnh hội nhập kinh tế quốc tế.

***- Phạm vi nghiên cứu:***

+ Về nội dung: Bên cạnh tìm hiểu biến động tỷ giá qua các thời kỳ, gắn với phân tích bối cảnh hội nhập và hệ thống lại những hoạt động điều hành chính sách tỷ giá của NHNN, luận án đi sâu phân tích tác động của chính sách tỷ giá hối đoái đến các biến kinh tế vĩ mô cơ bản là giá cả (giá nhập khẩu, giá tiêu dùng), tăng trưởng kinh tế và cán cân thương mại. Riêng đối với giá nhập khẩu, cùng với đánh giá tác động của chính sách tỷ giá hối đoái tới giá nhập khẩu tổng thể, luận án còn tìm hiểu mức độ ảnh hưởng tới giá nhập khẩu ở cấp độ nhóm hàng (HS4 chữ số). Luận án sử dụng cách phân loại theo thông tư 85/2003/TT-BTC ngày 28/8/2003 của Bộ Tài chính về *“Hướng dẫn thực hiện phân loại hàng hóa theo danh mục hàng hóa xuất khẩu, nhập khẩu và biểu thuế nhập khẩu ưu đãi, biểu thuế xuất khẩu”* quy định hàng hóa HS4 chữ số gọi là “nhóm hàng”, HS6, HS8 chữ số gọi là “phân nhóm hàng”.

+ Về không gian: Luận án nghiên cứu việc điều hành chính sách tỷ giá hối đoái tại Việt Nam.

+ 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. 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. Tuy nhiên, do sự sẵn có của số liệu, luận án thu thập số liệu từ quý 1/2001 đến quý 3/2017 dùng trong mô hình kinh tế lượng đánh giá tác động của chính sách tỷ giá đối với nền kinh tế ở cấp độ vĩ mô. Số liệu dùng để đánh giá tác động của chính sách tỷ giá ở cấp độ vi mô là số liệu hàng tháng, cập nhật đến tháng 12/2015.

**4. Những đóng góp của luận án**

***- Về mặt lý luận:*** Phân tích và làm rõ những vấn đề lý luận liên quan đến chính sách tỷ giá hối đoái gắn với bối cảnh hội nhập. Xây dựng khung phân tích đánh giá tác động của chính sách tỷ giá hối đoái đối với nền kinh tế thông qua mối quan hệ giữa tỷ giá hối đoái và các biến kinh tế vĩ mô. Chính sách tỷ giá, với vai trò là hoạt động can thiệp có chủ đích của cơ quan quản lý tiền tệ, cùng với mối quan hệ cân bằng cung cầu trên thị trường ngoại hối gây ra sự biến động của tỷ giá. Tỷ giá biến động lại có thể gây ra tác động đến các biến số kinh tế vĩ mô là giá cả, tăng trưởng kinh tế và cán cân thương mại.

***- Về mặt thực tiễn:*** Luận án tiếp cận ở cấp độ vĩ mô để làm rõ tác động của chính sách tỷ giá hối đoái tới nền kinh tế Việt Nam trên cơ sở đánh giá mối quan hệ giữa tỷ giá hối đoái và các biến kinh tế vĩ mô gồm giá cả (giá nhập khẩu, giá tiêu dùng), tăng trưởng kinh tế và cán cân thương mại. Kết quả cho thấy, giảm giá/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 một trong các nhân tố gây ra lạm phát ở Việt Nam.

Như vậy, nếu hạn chế được mức độ truyền dẫn từ biến động tỷ giá đến giá nhập khẩu thì ảnh hưởng của tỷ giá đến lạm phát cũng sẽ được giảm thiểu. Tuy nhiên việc đơn thuần dựa vào phân tích ở cấp độ vĩ mô sẽ khó đưa ra những giải pháp mang tính cụ thể nhằm kiểm soát lạm phát.

Chính vì vậy, bên cạnh tìm hiểu mức độ ảnh hưởng của tỷ giá tới giá nhập khẩu tổng thể, luận án còn tiếp cận ở cấp độ vi mô để ước lượng mức độ truyền dẫn biến động tỷ giá đến giá các nhóm hàng hóa nhập khẩu. Theo hướng tiếp cận vi mô này, luận án có đóng góp mới khi mở rộng phạm vi nghiên cứu ra 7 đối tác mà Việt Nam nhập khẩu chủ yếu (bao gồm Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản, Đài Loan, EU-28, Thái Lan và Singapore) chứ không chỉ dừng lại ở 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 minh chứng khoa học ở góc độ thương mại ủng hộ việc neo VND theo một rổ tiền tệ. Trên cơ sở phân tích hoạt động điều hành tỷ giá của NHNN từ 04/01/2016 (thời điểm NHNN công bố áp dụng chế độ tỷ giá trung tâm), luận án nhấn mạnh sự cần thiết của việc áp dụng chế độ tỷ giá này một cách thực chất hơn, tức là neo VND theo một rổ tiền tệ một cách thực sự chứ không phải neo theo đồng đô la Mỹ như thực tế diễn biến trên thị trường ngoại hối trong hai năm 2016, 2017 vừa qua. Bên cạnh đó, luận án đề xuất rổ tiền tệ nên bao gồm 5 đồng tiền là USD, EUR, JPY, CNY và SGD (USD chiếm tỷ trọng lớn nhất), chứ không nhất thiết phải là 8 đồng tiền như NHNN công bố.

**5. Kết cấu của luận án**

Ngoài phần mở đầu, kết luận, danh mục chữ viết tắt, bảng, biểu, đồ thị, hình vẽ, 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 về lựa chọn chính sách tỷ giá hối đoái gắn với bối cảnh hội nhập**

**1.2. Các nghiên cứu về tác động của chính sách tỷ giá hối đoái đối với nền kinh tế trong bối cảnh hội nhập**

**1.3. Khoảng trống nghiên cứu và định hướng nghiên cứu của luận án**

**KẾT LUẬN CHƯƠNG 1**

Chương 1 của luận án đã cung cấp tổng quan các nghiên cứu về lựa chọn chính sách tỷ giá và tác động của chính sách tỷ giá đối với nền kinh tế trong bối cảnh hội nhập.

Quá trình tổng quan 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 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. Bên cạnh đó, sự bãi bỏ và giảm bớt các rào cản về tài chính làm gia tăng đáng kể luồng vốn giữa các nước 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 việc tìm hiểu các nghiên cứu lý thuyết, chương 1 còn tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm về lựa chọn chính sách tỷ giá tại các quốc gia trên thế giới và tại Việt Nam gắn với bối cảnh hội nhập.

Một phần nội dung quan trọng của chương 1 là tập trung tổng quan các nghiên cứu về tác động của chính sách tỷ giá đến giá cả, tăng trưởng kinh tế và 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 các kết quả nghiên cứu chính, giá trị ứng dụng và hạn chế của các nghiên cứu, từ đó tìm ra khoảng trống nghiên cứu và định hướng nghiên cứu của luận án.

**CHƯƠNG 2**

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

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

Theo Krugman và các cộng sự (2012), tỷ giá hối đoái 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 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 (NHTW) thông qua một chế độ tỷ giá nhất định và hệ thống các công cụ điều hành 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: Lựa chọn chế độ tỷ giá và điều chỉnh tỷ giá thông qua hệ thống công cụ điều hành 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 thất nghiệp 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 (cần đạt được ít nhất 12 tuần nhập khẩu).

### *2.2.2. Chính sách điều chỉnh nhằm hướng đến mục tiêu cân đối bên trong và cân đối bên ngoài*

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.

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

### *2.3.1. Lựa chọn chế độ tỷ giá*

### *2.3.1.1. Các loại chế độ tỷ giá và điều kiện áp dụng*

a. Chế độ tỷ giá được phân loại 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, 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). Bên cạnh phân tích ưu điểm, nhược điểm, luận án còn làm rõ điều kiện áp dụng của mỗi loại chế độ tỷ giá kể trên.

b. Chế độ tỷ giá được phân loại 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).

*2.3.1.2. Cơ sở lý thuyết về lựa chọn chế độ tỷ giá gắn với bối cảnh hội nhập*

a. Lý thuyết khu vực tiền tệ tối ưu

b. Lý thuyết về khủng hoảng cán cân thanh toán

c. Lý thuyết bộ ba bất khả thi

*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, kênh kỳ vọng, kênh điều chỉnh hàng tồn kho hoặc kênh thương nhân tiếng ồn.

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. Tác động của chính sách tỷ giá hối đoái đối với nền kinh tế

Chính sách tỷ giá đóng vai trò là hoạt động can thiệp có chủ đích của cơ quan quản lý tiền tệ cùng với quan hệ cung cầu trên thị trường ngoại hối gây ra sự biến động của tỷ giá. Tỷ giá biến động sẽ làm ảnh hưởng tới giá cả, tăng trưởng kinh tế và cán cân thương mại. Chính vì vậy, phần này tập trung tìm hiểu về tác động của chính sách tỷ giá đối với nền kinh tế thông qua phân tích ảnh hưởng của tỷ giá hối đoái đến các biến kinh tế vĩ mô.

### *2.4.1. Tác động của chính sách tỷ giá hối đoái đến giá cả*

Để tìm hiểu tác động của chính sách tỷ giá hối đoái đến giá cả, phần này sẽ đi sâu phân tích ảnh hưởng của tỷ giá hối đoái đến giá cả.

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 khiến chi phí sản xuất bị ảnh hưởng (nếu hàng hóa nhập khẩu là đầu vào cho sản xuất trong nước) và cuối cùng được chuyển sang giá tiêu dùng.

Mức độ biến động của giá cả gây ra bởi sự thay đổi của tỷ giá hối đoái được gọi là truyền dẫn biến động tỷ giá đến các mức giá (ERPT). Đây là quan niệm về truyền dẫn biến động tỷ giá theo nghĩa rộng được sử dụng trong luận án. Các mức giá ở đây có thể là giá nhập khẩu, giá sản xuất hoặc giá tiêu dùng.

*Xét riêng trường hợp ERPT đến giá hàng hóa nhập khẩu:* 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).

Mức độ ERPT đến 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.

### *2.4.2. Tác động của chính sách tỷ giá hối đoái đến tăng trưởng kinh tế*

Tương tự như phần 2.4.1, để tìm hiểu tác động của chính sách tỷ giá hối đoái đến tăng trưởng kinh tế, phần này sẽ tập trung phân tích ảnh hưởng của tỷ giá hối đoái đến tăng trưởng kinh tế.

Lý thuyết kinh tế không trình bày một cách rõ ràng cách thức tỷ giá 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 giảm phá/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.

### *2.4.3. Tác động của chính sách tỷ giá hối đoái đến cán cân thương mại*

Để phân tích tác động của chính sách tỷ giá hối đoái đối với cán cân thương mại, cần thiết phải tìm hiểu ảnh hưởng của biến động tỷ giá đến cán cân thương mại. Có nhiều trường phái lý thuyết khác nhau tìm hiểu về mối quan hệ này, trong đó có lý thuyết chuẩn về thương mại quốc tế, cách tiếp cận hệ số co giãn và cách tiếp cận tiêu dùng của trường phái Keynes.

*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).

## 2.5. Kinh nghiệm quốc tế trong việc điều hành chính sách tỷ giá hối đoái

Việc sử dụng chính sách tỷ giá nếu phù hợp thì sẽ góp phần đem lại sự ổn định bên trong cũng như bên ngoài của một nền kinh tế, trái lại nếu không phù hợp thì sẽ gây ra những tác động tiêu cực không mong muốn đối với thị trường ngoại hối nói riêng, nền kinh tế nói chung. Phần này tìm hiểu kinh nghiệm điều hành chính sách tỷ giá của một số quốc gia trên thế giới, bao gồm Trung Quốc, Singapore và Canada từ đó rút ra bài học kinh nghiệm cho Việt Nam.

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

## 3.1. Khung phân tích

Chính sách tỷ giá với vai trò là hoạt động can thiệp có chủ đích của cơ quan quản lý tiền tệ cùng với mối quan hệ cân bằng cung cầu trên thị trường ngoại hối gây ra sự biến động của tỷ giá. Tỷ giá biến động lại có thể sẽ gây ra các tác động đến các biến số kinh tế vĩ mô là giá cả, tăng trưởng kinh tế và cán cân thương mại.

Để làm rõ các tác động của chính sách tỷ giá hối đoái tới nền kinh tế Việt Nam, luận án tiếp cận ở cấp độ vĩ mô đánh giá mối quan hệ giữa tỷ giá với giá cả (giá nhập khẩu, giá tiêu dùng), tăng trưởng kinh tế và cán cân thương mại. Trên cơ sở 5 biến số chính là tỷ giá, giá nhập khẩu, giá tiêu dùng, sản lượng (tăng trưởng kinh tế) và cán cân thương mại, luận án bổ sung thêm mức cung tiền, lãi suất và giá dầu thế giới để tìm hiểu mối quan hệ tác động qua lại giữa các biến vĩ mô với nhau. Cách tiếp cận này giúp tìm hiểu mối liên hệ giữa tỷ giá hối đoái và các biến số kinh tế vĩ mô trong đó có giá cả (giá nhập khẩu, giá tiêu dùng) ở mức độ tổng thể, bao quát. Tuy nhiên, kết quả phân tích không thể cung cấp thông tin chi tiết về mức độ tác động của chính sách tỷ giá đến các mức giá nhập khẩu, giá cả hàng hóa trung gian và giá cả cuối cùng của các hàng hóa được sử dụng để tính toán chỉ số giá tiêu dùng, để từ đó đề xuất các giải pháp cụ thể nhằm kiểm soát lạm phát – một trong những mục tiêu cân đối bên trong quan trọng của hoạt động điều hành chính sách tỷ giá.

***Ghi chú:***

***-*** *Giá xuất khẩu: là giá hàng hóa nhập khẩu tính bằng đồng tiền của bên xuất khẩu.*

*- Các biến số khác: Biến động tỷ giá không chỉ là kết quả can thiệp mang tính chủ quan của cơ quan quản lý tiền tệ mà còn được xác định bởi cơ chế cân bằng cung cầu trên thị trường ngoại hối và chịu ảnh hưởng bởi các biến số khác. Luận án không trực tiếp tìm hiểu tác động của các biến số đó đến biến động tỷ giá nên không biểu diễn cụ thể trong khung phân tích trên.*

*Nguồn: Tác giả tự tổng hợp*

**Hình 3. 1: Khung phân tích của luận án**

Nhằm góp phần vào việc tìm ra lời giải đáp cho vấn đề nêu trên, luận án tiếp cận ở góc độ vi mô, tìm hiểu tác động của chính sách tỷ giá đến các mức giá nhập khẩu thông qua ước lượng mức độ ERPT đến giá các nhóm hàng hóa nhập khẩu của Việt Nam. Đây được coi là cách tiếp cận vi mô bởi lẽ quá trình điều tra ERPT 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 cung cấp thêm thông tin giải thích chi tiết hơn cho sự biến động của giá nhập khẩu tổng thể trước tác động của chính sách tỷ giá, trên cơ sở đó góp phần đề xuất các giải pháp điều hành chính sách tỷ giá mang tính cụ thể, hướng đến mục tiêu ổn định giá nhập khẩu chung và tiếp đến là lạm phát.

Ở cách tiếp cận vi mô, về mặt nguyên tắc, điều tra mức độ ERPT đến giá nhập khẩu là ước lượng xem giá nhập khẩu sẽ thay đổi bao nhiêu phần trăm khi tỷ giá thay đổi 1%. Quan niệm này của Goldberg và Knetter (1997) được xem xét dựa trên góc nhìn của nhà nhập khẩu, tuy nhiên vấn đề có thể được nhìn nhận từ cả 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, tức là 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 ERPT đến giá nhập khẩu sẽ suy ra được mức độ biến động của giá xuất khẩu khi tỷ giá thay đổi. Ngược lại, việc xác định mức độ biến động của giá xuất khẩu trước sự thay đổi của tỷ giá sẽ giúp tính toán được mức độ ERPT đến giá nhập khẩu hàng hóa.

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 tác động của tỷ giá đến giá hàng hóa nhập khẩu tính bằng đồng tiền của bên xuất khẩu (sau đây gọi tắt là giá xuất khẩu) khi tỷ giá biến động, để từ đó suy ra kết quả ERPT đến giá nhập khẩu. Theo đó, giá xuất khẩu đã được chứng minh là chịu tác động bởi chi phí sản xuất hàng hóa tại nước xuất khẩu, cầu về hàng hóa của nước nhập khẩu và tỷ giá hối đoái song phương giữa đồng tiền nước xuất khẩu và nước nhập khẩu (Lý giải về mối quan hệ giữa các biến này được mô tả cụ thể trong phụ lục B).

Khi xác định được mức độ ERPT đến giá xuất khẩu thì chúng ta hoàn toàn có thể xác định được mức độ ERPT đến giá nhập khẩu (số tiền bên nhập khẩu phải trả cho hàng hóa tính bằng đồng tiền của nước họ). Như vậy là, giá nhập khẩu cũng sẽ phụ thuộc vào tỷ giá, chi phí sản xuất hàng hóa tại nước xuất khẩu và cầu về hàng hóa của nước nhập khẩu.

**3.2. Phương pháp thu thập dữ liệu**

Các dữ liệu và tài liệu được sử dụng trong luận án được thu thập thông qua các nguồn tài liệu, dữ liệu thứ cấp.

**3.3. Phương pháp xử lý số liệu**

***3.3.1. Phương pháp phân tích, tổng hợp***

***3.3.2. Phương pháp thống kê mô tả***

***3.3.3. Phương pháp nghiên cứu điển hình***

### *3.3.4. Phương pháp hồi quy*

*3.3.4.1. Mô hình hồi quy đánh giá tác động của chính sách tỷ giá dựa trên cách tiếp cận vĩ mô*

a. Mô hình vectơ tự hồi quy (VAR)

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 (tăng trưởng kinh tế), 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. Các biến trong ma trận Cholesky được sắp xếp theo thứ tự như sau: 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. Vị trí của các biến 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.

b. Các giả thuyết

c. 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). Biến sản lượng sau này được logarit nên chính là biến tăng trưởng kinh tế.*

*Nguồn: Tác giả tự tổng hợp*

Số liệu được sử dụng để kiểm định mô hình VAR là số liệu theo quý chứ không phải theo tháng như một số nghiên cứu đã sử dụng, trong giai đoạn 2001q1-2017q3 chứ không phải 1994q1-2017q3 bởi số liệu về chỉ số giá nhập khẩu chỉ sẵn có theo năm hoặc theo quý, trong đó số liệu theo quý chỉ có từ quý 1/2001.

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.

d. Quy trình phân tích

*3.3.4.2. Mô hình hồi quy đánh giá tác động của chính sách tỷ giá dựa trên cách tiếp cận vi mô*

a. Mô hình hồi quy với số liệu mảng

Bên cạnh việc tìm hiểu mối quan hệ giữa biến động tỷ giá và các biến số kinh tế vĩ mô, luận án còn ước lượng thêm mức độ ERPT đến các mức giá nhập khẩu (cấp độ vi mô). Luận án lựa chọn phương án gộp những phân nhóm hàng hóa chi tiết tới 6 (hoặc 9) chữ số về các nhóm hàng chi tiết 4 chữ số để ước lượng ERPT đến giá nhập khẩu của các nhóm hàng. Với cách làm như vậy, ERPT của một nhóm hàng sẽ có độ tin cậy cao hơn vì nhóm hàng đó đã được tập hợp từ nhiều phân nhóm hàng đơn lẻ nhất có thể trong nhóm hàng đó. Dạng mô hình hồi quy được sử dụng ở đây là mô hình số liệu mảng. Mô hình này đã được áp dụng trong nghiên cứu của Nguyen Cam Nhung (2014a) và Nguyễn Cẩm Nhung (2014b).

Như đã chỉ ra ở khung phân tích, luận án lựa chọn tiếp cận vấn đề từ góc nhìn của bên xuất khẩu, tức là ước lượng mức độ biến động của giá xuất khẩu khi tỷ giá thay đổi, trên cơ sở đó suy ra ERPT đến giá nhập khẩu. Giá xuất khẩu chịu ảnh hưởng bởi biến động tỷ giá , chi phí sản xuất hàng hóa tại nước xuất khẩu () và cầu về hàng tại thị trường nước nhập khẩu (

(3.4)

Kế thừa nghiên cứu của Nguyen Cam Nhung (2014a) và Nguyễn Cẩm Nhung (2014b), 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 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 có thể diễn đạt lại thành phương trình 3.5 dưới đây:

∆lnPEijt = α + β1∆lnEjt + β2∆lnPPIijt + β3∆lnIPIit + 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; PPI là chỉ số giá sản xuất tại nước xuất khẩu; IPI là chỉ số sản xuất công nghiệp tại 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. β1 là hệ số thể hiện mức độ truyền dẫn biến động của tỷ giá vào giá hàng hóa xuất khẩu ở cấp độ nhóm hàng (HS4 chữ số): β1 càng 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 ERPT đến giá nhập khẩu càng nhỏ (Parsons và Sato, 2006). Như vậy, việc ước lượng được giá trị β1 sẽ giúp xác định được mức độ ERPT đến giá hàng hóa nhập khẩu ở cấp độ nhóm hàng (HS4 chữ số).

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/VNDjt + β2∆lnPPITPRijt + β3∆lnIPIVNDt + εit (3.5a)

∆lnPTPRijt = α + β1∆lnETPR/USDjt + 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 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. Cách lập luận này đã được đưa ra bởi nghiên cứu của Nguyen Cam Nhung (2010).

Ý nghĩa hệ số sự truyền dẫn biến động của tỷ giá vào giá nhập khẩu được thể hiện trong bảng 3.2. 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.

Bảng 3. 2: Ý nghĩa 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** | **Kết luận về đồng tiền được sử dụng trong thanh toán** |
| β1 = 0 | Truyền dẫn hoàn toàn (Full PT) | Truyền dẫn hoàn toàn (Full PT) | USD được sử dụng (\*) |
| 0 < β1 < 1 | Truyền dẫn không hoàn toàn | Truyền dẫn không hoàn toàn | - Chỉ có phương trình (3.5.a) có ý nghĩa thống kê: Đồng tiền của bên xuất khẩu được sử dụng  - Chỉ có phương trình (3.5.b) có ý nghĩa thống kê: USD được sử dụng  - Cả 2 phương trình có ý nghĩa thống kê: không kết luận được |
| β1 = 1 | Không có sự truyền dẫn của tỷ giá hối đoái (PTM) | Không có sự truyền dẫn của tỷ giá hối đoái (PTM) | - Chỉ có phương trình (3.5a) có ý nghĩa thống kê: đồng tiền nào được sử dụng phụ thuộc vào tương quan sức mạnh thị trường giữa Việt Nam và nước đối tác.  - Chỉ có phương trình (3.5b) có ý nghĩa thống kê: USD được sử dụng  - Cả 2 phương trình có ý nghĩa thống kê: không kết luận được |

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

*(\*) Khi β1 = 0 ở cả hai phương trình tức là biến động tỷ giá được truyền dẫn hoàn toàn vào giá hàng hóa nhập khẩu tính bằng VND doanh nghiệp Việt Nam chịu toàn bộ rủi ro tỷ giá). Đồng tiền sử dụng để thanh toán có thể là đồng tiền của bên xuất khẩu hoặc đồng USD. Nếu đồng tiền của bên xuất khẩu được sử dụng thì nhằm mục đích tăng thị phần, họ hoàn toàn có thể điều chỉnh giá bán của mình để số tiền tính bằng VND do phía Việt Nam phải trả không đổi. Khi đó, kết quả đối với phương trình (3.5a) phải là PTM chứ không thể là truyền dẫn hoàn toàn. Trong khi đó, khi USD được sử dụng để thanh toán, bên xuất khẩu sẽ cố gắng giảm rủi ro tỷ giá bằng cách không thay đổi giá bán của mình. Lúc đó, toàn bộ rủi ro do biến động tỷ giá bị đẩy sang bên nhà nhập khẩu. Khi đó, USD là đồng tiền được sử dụng trong thanh toán.*

*Nguồn: Lập luận của tác giả dựa trên nghiên cứu của Kamps (2006)*

*và Nguyen Cam Nhung (2010).*

b. Mô tả số liệu:

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

- 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 ERPT 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 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”.

c. Quy trình phân tích

**CHƯƠNG 4**

# KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

## 4.1. Thực trạng điều hành chính sách tỷ giá hối đoái của Việt Nam trong quá trình hội nhập

Chính sách tỷ giá đóng vai trò là mục tiêu trung gian của chính sách tiền tệ đã luôn được NHNN sử dụng nhằm hướng tới ổn định cân đối bên trong và cân đối bên ngoài, tuy nhiên có sự đánh đổi trong việc ưu tiên cho các mục tiêu, tùy thuộc vào từng giai đoạn khác nhau. Nếu như trong giai đoạn trước năm 2012 hoạt động điều hành chính sách tiền tệ nói chung, điều hành chính sách tỷ giá nói riêng ưu tiên mục tiêu tăng trưởng, thì từ năm 2012, mục tiêu kiềm chế, kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô trở thành mục tiêu xuyên suốt, chủ đạo.

Trên cơ sở những mục tiêu đã được đặt ra, NHNN đã thay đổi lựa chọn chế độ tỷ giá và các công cụ can thiệp cho phù hợp với bối cảnh hội nhập ngày càng gia tăng.

Để làm rõ tác động của quá trình hội nhập đến hoạt động điều hành chính sách tỷ giá của NHNN, luận án sẽ tiến hành tìm hiểu thực trạng điều hành chính sách tỷ giá hối đoái của Việt Nam trong quá trình hội nhập (chia thành 2 giai đoạn: giai đoạn trước năm 2016 và giai đoạn 2016-2017) thông qua việc tìm hiểu bối cảnh hội nhập, hoạt động điều hành tỷ giá của NHNN và biến động tỷ giá trên các thị trường trong từng giai đoạn.

### *4.1.1. Giai đoạn trước năm 2016*

### *4.1.2. Giai đoạn 2016-2017*

## 4.2. Tác động của chính sách tỷ giá hối đoái đối với nền kinh tế Việt Nam

### *4.2.1. Tác động của chính sách tỷ giá ở góc độ vĩ mô*

### *4.2.1.1. Bước đầu phân tích tác động của chính sách tỷ giá ở góc độ vĩ mô*

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.

Trong giai đoạn 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 đến năm 2016, 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 đó. Do vậy, 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.

### *4.2.1.2. Phân tích tác động của chính sách tỷ giá ở góc độ vĩ mô sử dụng mô hình VAR*

Như đã chỉ ra, việc đánh giá tác động của chính sách tỷ giá đối với nền kinh tế ở góc độ vĩ mô sẽ được thực hiện thông qua mô hình VAR, kiểm định mối quan hệ tác động qua lại giữa tỷ giá và các biến số vĩ mô. Kết quả mô hình VAR được thể hiện cụ thể dưới đây.

### a. Kiểm định tính dừng của chuỗi số liệu: 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.

### b. 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. Trong khi đó, kết quả kiểm định Wald loại bỏ độ trễ ủng hộ cho việc lựa chọn độ trễ là 3. Do đó, luận án sử dụng mô hình VAR với độ trễ là 3.

### c. 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 để sử dụng nhằm 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 tự tương quan và kiểm định phương sai sai số thay đổi của phần dư cũng thỏa mãn điều kiện để chạy mô hình VAR(3). 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 (VDF).

d. 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.

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 một nhân tố 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 (ký hiệu là 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.

### e. 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 4 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.

Như vậy, kết quả nghiên cứu ở cấp độ vĩ mô 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. Tuy nhiên, 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 tác động của chính sách tỷ giá đến giá nhập khẩu của từng ngành hàng, nhóm hàng cụ thể.

***4.2.2. Tác động của chính sách tỷ giá ở góc độ vi mô***

Tương tự cách tiếp cận vĩ mô ở phần 4.2.1, việc đánh giá tác động của chính sách tỷ giá ở góc độ vi mô cũng sẽ được tiến hành qua bước trung gian là tìm hiểu ảnh hưởng của tỷ giá đến nền kinh tế, tuy nhiên phần này chỉ tập trung vào việc ước lượng mức độ truyền dẫn biến động tỷ giá đến giá các nhóm hàng hóa nhập khẩu (HS4 chữ số). Quá trình phân tích được tiến hành đối với từng nước và từng ngành hàng.

Giá trị R2 thu được từ việc chạy mô hình hồi quy các nhóm hàng hóa là khá thấp. Tuy nhiên, kết quả đó 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 chỉ 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.

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

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

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

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

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

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

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

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

h. Đánh giá tác động của chính sách tỷ giá (dựa vào phân tích ERPT theo nước)

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 chủ yếu cho thấy, mức độ ERPT 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. Điều đó chứng tỏ, việc giữ ổn định tỷ giá có vai trò quan trọng đối với ổn định giá nhập khẩu của các nhóm hàng hóa. Kết quả này góp phần cùng với phân tích ở cấp độ vĩ mô ở phần 4.2.1 chứng tỏ vai trò quan trọng của hoạt động điều hành chính sách tỷ giá đối với sự ổn định của các mức giá nhập khẩu, từ đó góp phần ổn định lạm phát.

Kết quả kiểm định chứng minh USD 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. Tuy nhiên, đang có xu hướng xuất hiện thêm một số đồng tiền khác (bao gồm CNY, JPY, EUR và SGD) được sử dụng trong quan hệ buôn bán giữa Việt Nam và các đối tác ở một số ngành hàng cụ thể. Kết luận rút ra từ mô hình định lượng khá phù hợp với số liệu thống kê của Tổng cục Hải quan về các đồng tiền được sử dụng trong quan hệ thương mại giữa Việt Nam và các đối tác. Như vậy, có thể nhận thấy một mâu thuẫn là từ năm 2015 trở về trước, NHNN áp dụng chế độ tỷ giá neo VND theo duy nhất một đồng tiền là USD, trong khi đó các đồng tiền khác đã bắt đầu xuất hiện trong quan hệ thương mại giữa Việt Nam và các đối tác. Điều này góp phần giải thích tại sao mức độ ERPT đến các mức giá nhập khẩu là cao.

Liên quan đến kết quả kiểm định giữa các quốc gia, có một đặc điểm chung có thể rút ra là USD được chứng minh là đồng tiền thống trị trong hóa đơn thanh toán những nhóm hàng thuộc ngành hàng “sản phẩm điện tử”. Điều đó phần nào phản ánh 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 ERPT đến giá nhập khẩu theo ngành hàng tiếp theo sau đây.

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

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

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

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

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

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

f. Đánh giá tác động của chính sách tỷ giá (dựa vào phân tích ERPT theo ngành hàng)

Phân tích kết quả ước lượng mức độ ERPT 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,* kết quả đối với ngành hàng “sản phẩm điện tử” phù hợp với kết luận rút ra ở phần phân tích ERPT theo nước. Điều đó có nghĩa là, 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. Trong khi đó, nếu như 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 cần được cân nhắc, bởi mức độ ERPT 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,* USD 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 USD, các đồng tiền khác cũng đã bắt đầu được sử dụng để thanh toán hàng hóa. Đó là sự xuất hiện của đồng CNY, JPY, EUR ở ngành hàng “máy móc, thiết bị, dụng cụ và phụ tùng”, đồng CNY ở ngành hàng “phụ tùng vận tải, máy kéo” và đồng SGD 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 phù hợp với kết quả rút ra ở phần điều tra ERPT theo nước ở trên.

Như vậy, kết quả kiểm định theo ngành hàng, một mặt cung cấp thông tin giúp doanh nghiệp nhập khẩu Việt Nam lựa chọn đối tác kinh doanh phù hợp, mặt khác cùng với kết quả phân tích theo nước khẳng định tầm quan trọng của ổn định tỷ giá đối với sự ổn định giá nhập khẩu. Kết luận này phù hợp với kết quả phân tích ở cấp độ vĩ mô, từ đó góp phần chứng minh vai trò quan trọng của điều hành chính sách tỷ giá đối với sự ổn định giá cả ở Việt Nam. Ngoài ra, kết quả thu được cũng cho thấy nếu VND được neo duy nhất theo USD sẽ khiến các doanh nghiệp xuất nhập khẩu gặp khó khăn bởi ngoài đồng USD, đã có thêm một số đồng tiền khác cũng được sử dụng để thanh toán hàng hóa nhập khẩu.

### 4.3.Đánh giá hoạt động điều hành chính sách tỷ giá của Việt Nam

### *4.3.1. Điểm 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,*** khi mức độ hội nhập kinh tế khu vực và quốc tế ngày càng gia tăng, điều hành chính sách tỷ giá của NHNN đã 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 thể hiện vai trò khá chủ động và tự tin trong việc điều hành chính sách tỷ giá, đáp ứng các yêu cầu của quá trình hội nhập.

***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 (12/01/2018), 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. 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 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 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,***điều hành chính sách tỷ giá hợp lý đã góp phần ổn định lạm phát. Kết quả phân tích định lượng góp phần cùng với các nghiên cứu khác, trong đó có Phạm Thị Hoàng Anh (2013) chứng minh tăng tỷ giá (giảm giá VND) là nhân tố góp phần làm tăng mặt bằng giá cả trong nước thông qua việc tăng giá của hàng hóa nhập khẩu. Thực tế cho thấy, điều hành tỷ giá của NHNN từ năm 2013 trở lại đây đã mang tính chủ động hơn, thích ứng tốt hơn trước những cú sốc bên trong và bên ngoài. Lạm phát trong giai đoạn này cũng đã bắt đầu được kiểm soát tốt, niềm tin của người dân vào đồng nội tệ được củng cố.

***Thứ sáu,*** khi áp dụng chế độ tỷ giá trung tâm, 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, từ đó giúp thị trường ngoại hối phái sinh phát triển.

### *4.3.2. Điểm hạn chế*

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 một số điểm hạn chế như sau:

***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 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 EUR và mất giá nhẹ so với JPY và CNY trong khi tỷ giá VND/USD lại tương đối ổn định. Điều đó chứng tỏ chế độ tỷ giá đang áp dụng vẫn là neo theo USD chứ chưa phải thực sự neo theo một rổ đồng tiền.

***Thứ ba,*** tốc độ tăng nhanh của dự trữ ngoại hối trong thời gian gần đây là một tín hiệu đáng mừng tuy nhiên vẫn nên hết sức thận trọng bởi cần xem xét dự trữ ngoại hối trong tương quan với kim ngạch nhập khẩu, với nguy cơ xảy ra lạm phát và bong bóng bất động sản, chứng khoán.

***Thứ tư,*** phá giá/giảm giá VND đã không giúp cải thiện đáng kể cán cân thương mại của Việt Nam, không giống như kỳ vọng ban đầu của chính sách. Kết quả kiểm định sử dụng mô hình kinh tế lượng và số liệu thống kê đều ủng hộ cho lập luận này. Đó là chưa kể đến ảnh hưởng của việc tăng tỷ giá VND/USD còn làm tăng giá hàng hóa nhập khẩu và là một trong các nhân tố gây ra lạm phát.

### *4.3.3. Nguyên nhân của hạn chế*

Thông tin về tỷ trọng của các đồng tiền trong rổ tiền tệ cũng như phương pháp tính tỷ trọng các đồng tiền đó cho đến nay vẫn chưa được NHNN công bố có lẽ xuất phát từ lý do chính trị, nhằm tránh tình trạng đầu cơ, lũng đoạn thị trường.

Sự khác biệt giữa chế độ tỷ giá công bố (neo theo một rổ tiền tệ) và chế độ tỷ giá hiện đang được áp dụng trên thực tế (VND vẫn được neo theo USD) là có thể chấp nhận được bởi cần có một thời kỳ quá độ giữa phương thức quản lý cũ và phương thức quản lý mới.

Dự trữ ngoại hối tăng nhanh trong giai đoạn gần đây đang tiềm ẩn những nguy cơ khó lường cho nền kinh tế là một vấn đề rất đáng quan tâm. Tuy nhiên, trong bối cảnh thị trường tài chính toàn cầu còn ẩn chứa nhiều biến động, việc tìm cách tăng dự trữ ngoại hối là việc làm cần thiết. Điều quan trọng là điều hành chính sách kinh tế vĩ mô cần hết sức thận trọng.

Vai trò của việc phá giá/giảm giá VND đối với mục tiêu cải thiện cán cân thương mại là không đáng kể có thể được giải thích bởi thực tế là, xuất khẩu của Việt Nam hiện nay chủ yếu phụ thuộc vào khu vực có vốn đầu tư nước ngoài, mà máy móc, thiết bị và nguyên liệu phục vụ cho sản xuất hàng hóa chủ yếu là nhập khẩu. Do đó, việc VND giảm giá mặc dù giúp tăng cường khả năng cạnh tranh của hàng hóa từ đó tăng khả năng xuất khẩu nhưng cũng khiến cho giá trị nhập khẩu tăng cao. Hệ quả là, cán cân thương mại không được cải thiện đáng kể. Sự phụ thuộc vào nguyên vật liệu nhập khẩu cũng giúp giải thích tác động của phá giá/giảm giá đồng nội tệ tới lạm phát ở Việt Nam.

**CHƯƠNG 5**

**MỘT SỐ KIẾN NGHỊ**

### 5.1. Bối cảnh hội nhập kinh tế quốc tế ảnh hưởng tới lựa chọn chính sách tỷ giá hối đoái của 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, có thể khiến cho dòng chảy thương mại, đầu tư và vốn bị thay đổi, ảnh hưởng tới khả năng dự trữ ngoại hối, tác động đến giá trị VND, từ đó làm thay đổi lựa chọn chính sách tỷ giá hối đoái của Việt Nam.

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

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. Nhóm giải pháp về lựa chọn chế độ tỷ giá***

*5.3.1.1. Hướng tới chế độ tỷ giá neo theo rổ tiền tệ một cách thực chất hơn*

Để đảm bảo sự hài hòa của bộ ba bất khả thi trong điều kiện dòng vốn luân chuyển ngày càng tự do, chính sách tỷ giá mà Việt Nam áp dụng nên ngày càng linh hoạt hơn. Tuy nhiên, ngay lập tức thả nổi tỷ giá là điều không thể xảy ra, thậm chí, việc áp dụng chế độ tỷ giá thả nổi có quản lý còn là điều khó khăn trong điều kiện hiện nay. Lựa chọn neo tỷ giá VND theo một rổ tiền tệ là cần thiết và phù hợp. Trên thực tế, NHNN đã công bố áp dụng chế độ tỷ giá này được gần 3 năm. Tuy nhiên, phân tích biến động tỷ giá VND so với một số đồng tiền chủ chốt trong năm 2017 cho thấy, VND vẫn được neo theo USD, chứ chưa phải thực sự neo theo một rổ tiền tệ. Thực tế đó đặt ra yêu cầu bức thiết cần áp dụng chế độ tỷ giá neo theo một rổ đồng tiền một cách thực chất hơn, bám sát với những gì mà NHNN công bố, tránh tình trạng công bố một kiểu nhưng lại thực hiện theo kiểu khác.

Khi xác định neo tỷ giá theo một rổ tiền tệ, vấn đề đặt ra tiếp theo là rổ tiền tệ đó nên bao gồm bao nhiêu đồng tiền và đó là những đồng tiền nào. Theo công bố của NHNN, 8 đồng tiền đã được lựa chọn để đưa vào rổ tiền tệ. Luận án đề xuất đưa 5 đồng tiền là USD, JPY, EUR, CNY và SGD vào rổ tiền tệ, trong đó đồng USD chiếm tỷ trọng lớn nhất. Lựa chọn neo VND theo 5 đồng tiền như trên không chỉ có ý nghĩa ở góc độ thương mại (bởi giảm biến động giá nhập khẩu) và đảm bảo an toàn cho khả năng trả nợ nước ngoài (do các khoản nợ nước ngoài của Việt Nam chủ yếu được định giá bằng USD, JPY, EUR và SDR) mà còn là tiền đề quan trọng trong việc duy trì chế độ tỷ giá neo theo rổ tiền tệ trên thực tế, bởi giúp dự trữ ngoại hối tăng trưởng bền vững (nhờ nguồn thu từ xuất khẩu, vốn đạt được do sự ổn định giá nhập khẩu). Phần phân tích điều kiện duy trì chế độ tỷ giá neo theo rổ tiền tệ ở phần tiếp theo (phần 5.3.1.2) sẽ bàn luận và làm rõ hơn mối quan hệ này.

*5.3.1.2. Điều kiện để duy trì chế độ tỷ giá neo theo rổ tiền tệ*

Để duy trì được chế độ tỷ giá neo theo rổ tiền tệ, cần một lượng dự trữ ngoại hối đủ lớn để can thiệp khi có những biến động lớn trên thị trường ngoại tệ. Dự trữ ngoại tệ càng lớn sẽ càng tạo ra nhiều dư địa cho các nhà điều hành chủ động trong công tác điều tiết, giảm sốc cho thị trường, thậm chí là đối phó lại các cuộc tấn công tiền tệ có chủ ý. Tuy nhiên, dự trữ ngoại hối, thay vì tăng nhanh, cần có sự tăng trưởng bền vững. Xét các yếu tố chủ yếu góp phần gia tăng dự trữ ngoại hối của Việt Nam bao gồm vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI), vốn hỗ trợ phát triển chính thức (ODA), kiều hối và nguồn thu từ xuất khẩu cho thấy để đạt được sự tăng trưởng bền vững, dự trữ ngoại hối nhất thiết phải dựa vào xuất khẩu bởi dư địa tăng trưởng của ba nguồn còn lại không nhiều. Muốn tăng được nguồn thu từ xuất khẩu, bên cạnh tăng cường khả năng cạnh tranh cho hàng hóa (thông qua việc nâng cao chất lượng, cải tiến mẫu mã sản phẩm…), đảm bảo sự ổn định của giá hàng hóa nhập khẩu là rất quan trọng. Điều này đặc biệt đúng với một nền kinh tế phụ thuộc nhiều vào nhập khẩu như Việt Nam.

Như vậy, lựa chọn đưa 5 đồng tiền vào rổ tiền tệ là có ý nghĩa quan trọng, bởi vì bên cạnh đảm bảo an toàn cho khả năng trả nợ nước ngoài của quốc gia, duy trì sự ổn định giá nhập khẩu hàng hóa, giảm rủi ro do biến động tỷ giá gây ra, giúp các doanh nghiệp xuất nhập khẩu hoạt động ổn định, còn góp phần gia tăng nguồn thu từ xuất khẩu - một nguồn đóng góp quan trọng cho dự trữ ngoại hối quốc gia. Dự trữ ngoại hối tăng trưởng bền vững lại là điều kiện cho phép NHNN linh hoạt trong việc điều hành chế độ tỷ giá neo theo rổ tiền tệ hiện nay.

Để nâng cao khả năng phòng ngừa rủi ro tỷ giá cho các doanh nghiệp xuất nhập khẩu, 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.

### *5.3.2. Nhóm giải pháp về lựa chọn công cụ điều hành tỷ giá*

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 tỷ giá hợp lý; 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.

### *5.3.3. Nhóm giải pháp hỗ trợ*

### *5.3.3.1. 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*

*a. Về 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. 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 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.

*b. Về 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 Đinh Tuấn Minh và Phạm Thế 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.

***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.

***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. 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.

*5.3.3.2. Phối hợp hài hòa chính sách tỷ giá và các chính sách kinh tế vĩ mô khác*

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). 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.

*5.3.3.3. Xây dựng cơ chế phối hợp hoạt động đồng bộ giữa các cơ quan quản lý Nhà nước*

Chính phủ cần tạo cơ chế phối hợp đồng bộ, toàn diện giữa các cơ quan quản lý Nhà nước (trong đó có NHNN, Bộ Tài chính…) từ việc hoạch định các chính sách kinh tế vĩ mô, thống nhất mục tiêu và phương pháp hành động. Đây là điều kiện tiên quyết cho phép đạt được mục tiêu ổn định tỷ giá nói riêng, ổn định kinh tế vĩ mô nói chung. Tránh tình trạng kết quả hoạt động của cơ quan này lại gây áp lực cho cơ quan khác hoặc mâu thuẫn trong mục tiêu hành động.

# 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. 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 về cơ bản đã hoàn thành mục tiêu đặt ra và có những đóng góp sau:

*Thứ nhất,* luận án đã phân tích và làm rõ những vấn đề lý luận liên quan đến chính sách tỷ giá hối đoái gắn với bối cảnh hội nhập; đồng thời xây dựng khung phân tích về tác động của chính sách tỷ giá hối đoái đối với nền kinh tế thông qua mối quan hệ giữa tỷ giá hối đoái và các biến kinh tế vĩ mô.

*Thứ hai,* luận án đã tiến hành tìm hiểu thực trạng điều hành chính sách tỷ giá hối đoái của Việt Nam trong quá trình hội nhập.

*Thứ ba,* luận án tiếp cận ở cấp độ vĩ mô để làm rõ tác động của chính sách tỷ giá hối đoái tới nền kinh tế Việt Nam trên cơ sở đánh giá mối quan hệ giữa tỷ giá và các biến kinh tế vĩ mô gồm giá cả (giá nhập khẩu, giá tiêu dùng), tăng trưởng kinh tế và cán cân thương mại.

*Thứ tư,* bên cạnh tìm hiểu mức độ ảnh hưởng của tỷ giá tới giá nhập khẩu tổng thể, luận án còn tiếp cận ở cấp độ vi mô để ước lượng mức độ ERPT đến giá các nhóm hàng hóa nhập khẩu.

*Thứ năm,* dựa trên kết quả nghiên cứu, luận án tiến hành đánh giá hoạt động điều hành chính sách tỷ giá của Việt Nam. Bên cạnh đó, kết hợp với việc phân tích bối cảnh hội nhập, 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 hiệu quả cho Việt Nam.

Có ba nhóm giải pháp đã được đưa ra, bao gồm:

(i) Nhóm giải pháp về lựa chọn chế độ tỷ giá nhấn mạnh NHNN cần áp dụng chế độ tỷ giá trung tâm neo theo rổ tiền tệ một cách thực chất hơn, đồng thời chỉ ra rằng rổ tiền tệ nên gồm 5 đồng tiền (USD, JPY, EUR, CNY và SGD, với tỷ trọng của đồng USD là lớn nhất), chứ không nhất thiết phải gồm 8 đồng tiền như NHNN công bố. Bên cạnh đó, luận án cũng chỉ ra điều kiện để duy trì chế độ tỷ giá này là xây dựng, duy trì nguồn dự trữ ngoại hối tăng trưởng bền vững trên cơ sở áp dụng các giải pháp nhằm giảm rủi ro tỷ giá cho các doanh nghiệp xuất nhập khẩu.

(ii) Nhóm giải pháp về lựa chọn công cụ điều hành tỷ giá đưa ra đề xuất 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; sử dụng biên độ dao động tỷ giá hợp lý; tăng cường sử các biện pháp can thiệp gián tiếp thay vì can thiệp trực tiếp hoặc hành chính.

(iii) Nhóm giải pháp hỗ trợ đề xuất 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; phối hợp hài hòa chính sách tỷ giá với các chính sách kinh tế vĩ mô khác và xây dựng cơ chế phối hợp hoạt động đồng bộ giữa các cơ quan quản lý Nhà nước.

***Hướng nghiên cứu tiếp theo:*** Mặc dù chỉ ra sự cần thiết của việc gắn tỷ trọng lớn nhất trong rổ tiền tệ cho đồng USD, 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 ERPT đến giá xuất khẩu từ đó suy ra ERPT đến 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, kết quả tính toán được kỳ vọng có thể góp phần đưa ra những hàm ý chính sách sát hơn với thực tế./.

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

[1] Tran Thi Thanh Huyen (2018), “Exchange rate policy and macroeconomic stability in Vietnam”, *VNU Journal of Science: Economics and Business,* Vol. 34, No. 2, pp.1-16.

[2] 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.

[3] 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.

[4] 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.

[5] 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.