

Hậu quả của chính sách điều hành tỷ giá kém linh hoạt đã phải trả một cái giá mà chúng ta đã thấy đó là tính chất buồn tẻ mang tính chợ chiều (thinness market) trên thị trường ngoại hối giao ngay và kỳ hạn đã và đang hiện hữu ở Việt Nam; tạo nên một sức ép nặng nề lên dự trữ ngoại hối; đồng Việt Nam định giá thực cao làm giảm sức cạnh tranh của hàng hóa và cuối cùng là NHTW mất đi tính tự chủ khi điều hành chính sách tiền tệ trong tiến trình hội nhập.

Đề cập đến chế độ tỷ giá ở Việt Nam là một vấn đề hết sức nhạy cảm, liên quan đến hàng loạt các yếu tố cấu trúc kinh tế và cả các vấn đề chính trị, xã hội. Gần đây có quá nhiều ý kiến đề xuất về việc chỉ đạo và điều hành chính sách tỷ giá. Một số cho rằng, việc cần làm trước mắt là phá giá đồng Việt Nam, thậm chí là dùng liệu pháp sốc với mức phá giá 30% để làm tăng tính cạnh tranh của hàng hóa Việt Nam trên thị trường thế giới. Quan điểm này còn cho rằng đồng Việt Nam hiện nay có tỷ giá thực có hiệu lực (effective real exchange rate) quá cao, nghĩa là tỷ giá đã điều chỉnh theo lạm phát của một số tiền tệ của các nước mà Việt Nam có quan hệ mậu dịch. Một số nhà kinh tế khác lại cho rằng phá giá là phá đi niềm tin của các nhà đầu tư quốc tế về môi trường đầu tư ở Việt Nam đó là chưa kể đến gánh nặng nợ nần nước ngoài do phá giá và cho rằng chỉ cần mở rộng biên độ tỷ giá vốn đã quá hẹp đến mức không thể chấp nhận được như hiện nay là đủ. Trong khi đó, đại diện IMF tại Việt Nam, bà Susan lại rất thận trọng khi cho rằng các con số tính toán để đưa ra kết luận về tỷ giá thực của đồng Việt Nam định khá cao cần phải nên xem xét lại vì nó phụ thuộc quá nhiều vào các con số thống kê khó xác định được tính chính xác, hơn nữa lại phụ thuộc vào chủ quan của người tính

Giải pháp cho việc điều hành chính sách tỷ giá ở Việt Nam

TS. TRẦN NGỌC THO

toán. Thêm vào đó, tỷ giá thực chỉ là một cơ sở để tham khảo, không phải là yếu tố duy nhất hay quan trọng nhất trong việc điều hành chính sách tỷ giá. Bà Susan chỉ đưa ra nhận xét rằng chế độ tỷ giá ở Việt Nam cần phải linh hoạt hơn nữa. Còn quan điểm của NHTW thì đã quá rõ, vẫn với một thái độ cẩn trọng như thuở nào, và có lẽ trước sức ép quá mức của dư luận chỉ mở rộng tương trưng biên độ tỷ giá giao dịch liên ngân hàng với một con số cực kỳ khiêm tốn từ 0,1% lên 0,2%.

Để góp thêm một cách nhìn vào các tranh luận trên, chúng tôi thử nêu ra một số giải pháp về việc điều hành chính sách tỷ giá trong mối quan hệ với dự trữ ngoại hối, thâm hụt cán cân thanh toán, chính sách tài khóa và tiền tệ.

Dự trữ ngoại hối và chế độ tỷ giá

Quan điểm truyền thống về dự trữ ngoại hối pháp định nhấn mạnh tầm ảnh hưởng đến tài khoản vãng lai, theo những nghiên cứu của Ngân hàng Thế giới thì dự trữ ngoại hối cần phải đủ mức để tài trợ từ 3 đến 6 tháng nhập khẩu. Dự báo mới nhất của IMF, giai đoạn 2001 - 2006 dự trữ ngoại hối quốc gia của VN đạt từ 3,9 tỷ USD năm 2002 lên đến mức cao nhất là 6,3 tỷ năm 2006 tương đương với 2,5 tháng nhập khẩu. Nhìn chung dự trữ ngoại hối nước ta vẫn còn thấp so với tiêu chuẩn chung theo nghiên cứu của IMF. Những nghiên cứu của Greenspan (1999) và Guidotti (1999) cho rằng dự trữ ít nhất phải bằng với dòng vốn nước ngoài đến hạn có khả năng chảy ra

khỏi quốc gia trong vòng 1 năm.

Dự trữ quốc gia không những phải tính đến chuyện hoàn trả các khoản nợ đáo hạn không thể thương lượng được mà còn phải đủ để trang trải các khoản hở trong cán cân thanh toán do thâm hụt tài khoản vãng lai. Bằng chứng thực tế từ các nghiên cứu của Bussiere và Mulder (1999) cho thấy quy tắc Greenspan-Guidotti về mức dự trữ tương ứng với nợ ngắn hạn sẽ vận hành tốt trong việc hạn chế khủng hoảng trong trường hợp quốc gia có thặng dư tài khoản vãng lai khoảng 2% GDP. Tuy nhiên, đối với những quốc gia mà tài khoản vãng lai chỉ đạt ở mức cân bằng, không có thặng dư, thì mức độ dự trữ để chống đỡ các cuộc khủng hoảng phải cao gấp đôi mức nợ ngắn hạn. Đối với những quốc gia có thâm hụt tài khoản vãng lai, dự trữ quốc gia phải ở mức rất cao theo cấp số nhân. Những nghiên cứu ở nhiều nước cho thấy dự trữ tăng thêm này khoảng từ 10 đến 20% GDP. Giai đoạn 2002-2006 là thời kỳ mà dự trữ ngoại hối và cán cân thanh toán VN nằm giữa hai trạng thái trên (1). Tỷ lệ dự trữ ngoại hối so với nợ ngắn hạn rất cao do Chính phủ kiểm soát rất chặt chẽ các khoản vay nợ nước ngoài ở cả khu vực công và tư (2). Cán cân tài khoản vãng lai của Việt Nam vẫn còn thâm hụt khoảng từ 1% đến 3%, nghĩa là phải đòi hỏi một yêu cầu dự trữ pháp định rất cao. Nếu lấy điểm hòa vốn theo tiêu chuẩn thận trọng để hạn chế rủi ro về dự trữ là 6 tháng nhập khẩu thì dự trữ của chúng ta đến 2006 chỉ mới đủ để tài trợ cho hơn 2,5 tháng nhập khẩu,

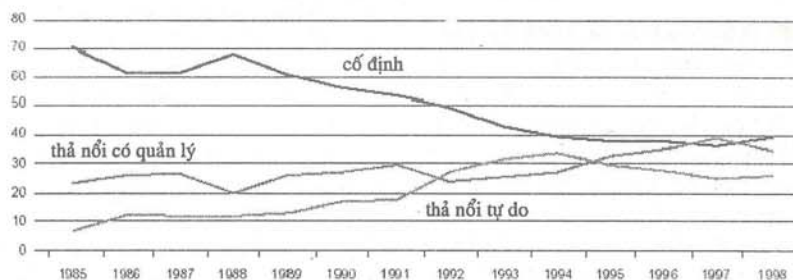
một tỷ lệ quá thấp. Mặc dù vậy, theo kinh nghiệm ở các nước đang phát triển, nếu áp dụng đồng bộ các biện pháp về kiểm soát vốn nước ngoài ngắn hạn và điều hành tỷ giá linh hoạt thì những thách thức này là không đáng ngại.

Quan điểm truyền thống của các nhà kinh tế cho rằng cán cân thanh toán càng biến động nghĩa là chênh lệch trong khoản hờ để tài trợ cho thiếu hụt cán cân thanh toán thay đổi càng lớn thì dự trữ quốc gia phải càng cao. Các nghiên cứu thực nghiệm đã sử dụng những biến động trong quá khứ về dự trữ ngoại hối như là một tiêu biểu cho biến động trong cán cân thanh toán. Hình 1 cho thấy mức độ (phía bên phải) và độ lệch chuẩn (phía bên trái) của tỷ số dự trữ so với nợ ngắn hạn của 20 quốc gia, những nghiên cứu của IMF cho thấy rằng hệ số tương quan giữa hai đại lượng này là 0,85. Điều này có nghĩa là Việt Nam có khả năng nằm ở trạng thái trên, như đã đề cập ở phần trên, do giai đoạn 2002 – 2006 cán cân thâm hụt tài khoản vãng lai (chưa tính đến dự trữ) khoảng 1% đến 3%, đó là chưa tính đến những cú sốc do những biến động kinh tế quốc tế và trong nước làm cho thâm hụt mậu dịch trở nên nặng nề hơn.

Từ những nghiên cứu trên, dễ thấy rằng chế độ tỷ giá cố định cần một dự trữ ngoại hối cao hơn so với chế độ tỷ giá thả nổi hoặc thả nổi có quản lý. Chính vì thế, ngày càng có nhiều quốc gia chuyển sang chế độ tỷ giá linh hoạt hơn để giảm bớt sức ép lên dự trữ quốc gia (hình 2).

theo kiểu con rắn (crawling peg); hoặc là con rắn trong đường hầm (crawling band); hay là một chế độ tỷ giá theo kiểu Việt Nam – là một hệ thống tỷ giá nằm đâu đó giữa các hệ thống tỷ giá nêu trên. Trước hết, chúng ta hãy cùng nhau xem xét những xu hướng gần đây ở các nước

Hình 2: Xu hướng trong thay đổi chế độ tỷ giá ở các nước

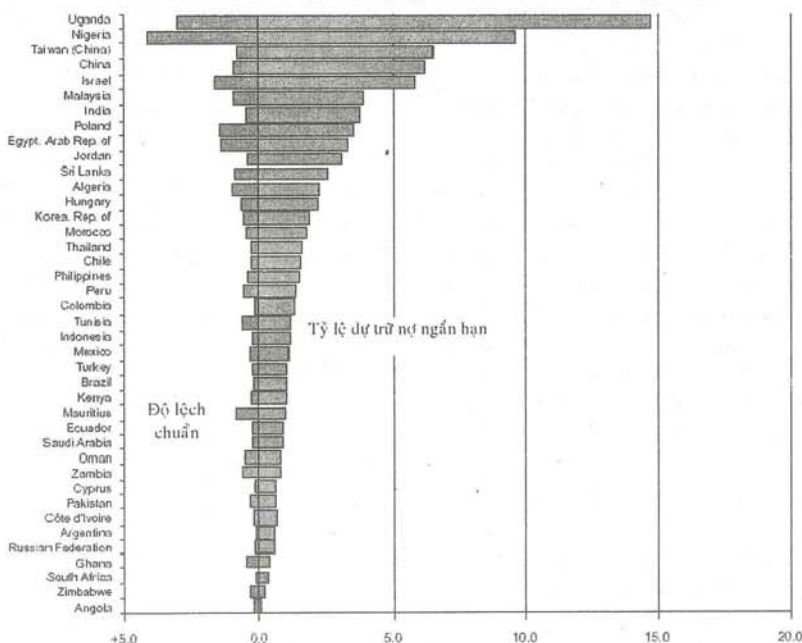


Chính sách tài khóa – tiền tệ và chế độ tỷ giá

Phương thức chỉ đạo và điều hành chính sách tỷ giá ở Việt Nam cũng không nằm ngoài xu thế tất yếu trên. Nhưng vấn đề đặt ra là chế độ tỷ giá phải như thế nào? Hướng về thị trường; điều tiết linh hoạt; dải băng tỷ giá rộng (wider band); neo tỷ giá theo một đồng tiền như USD chẳng hạn hoặc một rổ tiền bao gồm USD, euro, yen Nhật và điều chỉnh dần

trên thế giới. Những nghiên cứu của IMF cho thấy là hầu hết các quốc gia chỉ duy trì một chế độ tỷ giá linh hoạt nhưng không hoàn toàn. Chính những nỗi lo sợ thả nổi đã làm cho nhiều NHTW duy trì tỷ giá danh nghĩa trong phạm vi các dải băng tỷ giá theo kiểu crawling peg hoặc là crawling band. Những chế độ tỷ giá như thế tiêu biểu cho một triển vọng trong việc thực thi một chính sách tài chính thắt chặt nhằm đạt được sự tự chủ về mặt kinh tế. Những đề xuất về sự tự chủ trong chính sách kinh tế đặt trọng tâm vào việc xem xét tình thế tiến thoái lưỡng nan xoay quanh sự không tương thích giữa ba khả năng. Trong một thị trường vốn quốc tế phát triển cao độ ở phạm vi toàn cầu thì một chế độ tỷ giá cố định sẽ làm cản trở chính sách tiền tệ độc lập. Còn nếu chuyển sang chế độ tỷ giá thả nổi hoặc hệ thống tỷ giá với một dải băng rộng (wider band), theo lý thuyết kinh điển, việc áp dụng một chế độ tỷ giá thả nổi sẽ làm cho chính sách tiền tệ độc lập hơn. Tuy nhiên, Frenkel và Mussa (1981) và Frenkel (1983) đã chỉ ra rằng chỉ các chế độ tỷ giá thả nổi hoặc linh hoạt không thôi cũng chưa đủ để duy trì một chính sách tiền tệ độc lập do tính biến động quá mức của tỷ giá đi cùng với tiến trình hội nhập kinh tế quốc tế ở các nước. Do đó, khả năng thứ ba là hệ thống tỷ giá nằm giữa

Hình 1: Mức độ và sự biến động của dự trữ so với nợ ngắn hạn



chế độ tỷ giá thả nổi không hoàn toàn hoặc linh hoạt và neo tỷ giá (vào một đồng tiền hoặc một rổ tiền tệ) có điều chỉnh được chính phủ của nhiều nước trên thế giới đã và đang theo đuổi. Nhưng những hệ thống tỷ giá như thế cũng lại đương đầu với những phức tạp, đó là phải có dự trữ quốc gia đủ mạnh để bảo vệ các ngang giá chính thức.

Đổi mới cách điều hành tỷ giá

Từ những nhận định trên, chúng tôi mạnh dạn cho rằng NHTW, trước mắt nên chuyển sang điều hành tỷ giá theo kiểu dải băng tỷ giá trượt theo kiểu crawling band, tức là dải băng tỷ giá trượt về tỷ giá cân bằng dài hạn phù hợp với các chỉ số kinh tế cơ bản của Việt Nam với hai vấn đề trước mắt mà NHTW có thể xem xét là:

Thứ nhất, xác định bề rộng của dải băng. Chiều rộng dự kiến của dải băng tùy thuộc vào mức độ độc lập của một chính sách tiền tệ. Phạm vi tỷ giá lệch khỏi ngang giá trung tâm càng lớn, tức là khung càng rộng thì mức độ tự chủ chính sách tiền tệ của NHTW càng cao. Đến lượt mình, sự hữu ích của một chính sách tiền tệ tự chủ trong việc giảm thiểu tính dễ biến động lại tùy thuộc vào các công cụ ổn định khác chẳng hạn như một chính sách tài khoá linh hoạt, và phụ thuộc vào nguồn gốc của các cú sốc đối với nền kinh tế. Hơn lúc nào hết, NHTW hiện nay cần phải được Chính phủ trao cho một quyền hành rộng rãi hơn để thực thi một chính sách tiền tệ linh hoạt. Cơ sở cho nhận định trên là chính sách tài khoá ở nước ta bị giới hạn khá nghiêm ngặt, bằng mọi giá không vượt quá thâm hụt 3% trên GDP, trong điều kiện chỉ có 5/56 tỉnh thành có thu ngân sách điều tiết về trung ương. Các bài học quản lý kinh tế vĩ mô ở các nước đã chỉ ra rằng, trong điều kiện không tự chủ được chính sách tài khoá thì chỉ còn một cửa duy nhất là tăng tính linh hoạt trong chính sách tiền tệ của NHTW bằng cách mở tương đối rộng dải băng tỷ giá. Nghiên cứu phát triển như Israel, Colombia, Chi lê, Indonesia, Malaysia chúng tôi cho

rằng chiều rộng của khung tỷ giá ở Việt Nam có thể sẽ lên đến con số 7% hoặc hơn nữa. Trong một số trường hợp cần thiết, Chính phủ sẽ áp dụng những biện pháp can thiệp trực tiếp vào dải băng bằng cách sử dụng dự trữ quốc gia tác động lên thị trường ngoại hối, hoặc can thiệp gián tiếp thông qua chính sách lãi suất, thuế và các biện pháp kiểm soát khác. Những điểm sáng tạo trong dải băng tỷ giá Việt Nam, theo chúng tôi là (1) đồng Việt Nam neo tỷ giá theo một rổ tiền tệ bao gồm USD, euro, yen Nhật chứ không theo USD như hiện nay (2) dải băng tỷ giá tính theo bình quân gia quyền trong rổ tiền tệ, nghĩa là nếu như có những thời điểm tỷ giá đồng Việt Nam và USD vượt qua biên độ 7% nhưng tỷ giá đồng Việt Nam và euro, tỷ giá đồng Việt Nam và yen Nhật thấp hơn 7% thì NHTW vẫn không can thiệp vào tỷ giá đồng Việt Nam và USD và (3) biên độ dải băng thực chỉ có các quan chức NHTW nắm biết và quản lý linh hoạt trong từng giai đoạn.

Thứ hai, xác định ngang giá trung tâm hướng vào tỷ giá thực tế cân bằng dài hạn. Các kinh nghiệm của Chilê, Colombia và các nước Đông Á cho thấy việc ấn định ngang giá trung tâm là nhằm mục tiêu duy trì tính cạnh tranh của hàng hóa nội địa trên thị trường thế giới. Ngang giá trung tâm nên xác định theo tỷ giá thực cân bằng dài hạn để ngăn chặn các dự kiến về các tái sắp xếp riêng rẽ của thị trường. Trong điều kiện dự trữ ngoại hối của chúng ta còn thấp lại đi kèm với thâm hụt liên tục cán cân tài khoản vãng lai thì điều chỉnh ngang giá không chỉ theo chênh lệch giữa lạm phát trong nước và nước ngoài mà còn phải chú ý đến các thay đổi trong các tỷ giá thực tế cân bằng cơ bản, thường là do các thay đổi thường xuyên trong các yếu tố cơ bản của nền kinh tế thay đổi, như là thay đổi trong tỷ lệ xuất nhập khẩu, tiến trình thực hiện AFTA và hiệp định thương mại Việt Mỹ, mức thâm hụt ngân sách và các điều kiện trong các thị trường tài chính bên ngoài. Những nghiên cứu gần đây của IMF càng bổ sung thêm cho nhận định trên khi cả 5 nền kinh tế Đông

Nam Á gần gũi với chúng ta là Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, Thái Lan đều theo đuổi khá sát các giá trị cân bằng dài hạn trong suốt các thời kỳ các dòng vốn quốc tế chảy vào các quốc gia này.

Tóm lại, những đề xuất về điều hành chính sách tỷ giá như trên của chúng tôi giống với hệ thống tỷ giá linh hoạt có quản lý (managed flexible exchange rate system). Trong dài hạn, NHTW vẫn phải theo đuổi kiên trì một chính sách tỷ giá có quản lý, uyển chuyển và linh hoạt trong từng thời kỳ. Đương nhiên những vấn đề về sự uyển chuyển linh hoạt đó khác hoàn toàn với tính không nhất quán trong điều hành chính sách tỷ giá. Bởi lẽ tính không nhất quán là một điều tối kỵ trong kinh doanh quốc tế và hội nhập vì nó tạo thêm nhiều rủi ro trong các giao dịch thương mại và tài chính, làm tăng thêm tính dễ bị tổn thương của nền kinh tế. Kinh nghiệm ở nhiều quốc gia trên thế giới cho thấy rằng chế độ tỷ giá linh hoạt hoặc thả nổi có quản lý lại tồn tại một nhược điểm cơ bản nhất ngay trong khái niệm có quản lý, bởi có thể có ai đó lợi dụng khái niệm rất khó định lượng này để hoạch định việc điều hành chính sách tỷ giá theo hướng bảo thủ với phương châm không rủi ro là trên hết, trong đó có "rủi ro chức vụ". Hậu quả của chính sách này đã phải trả một cái giá mà chúng ta đã thấy đó là tính chất buồn tẻ mang tính chợ chiều (thinness market) trên thị trường ngoại hối giao ngay và kỳ hạn đã và đang hiện hữu ở Việt Nam; tạo nên một sức ép nặng nề lên dự trữ ngoại hối; đồng Việt Nam định giá thực cao làm giảm sức cạnh tranh của hàng hóa và cuối cùng là NHTW mất đi tính tự chủ trong điều hành chính sách tiền tệ trong tiến trình hội nhập ■

Tài liệu tham khảo:

1. IMF Country Report No.02/4 January 2002.
2. Global Development Finance 2000 (WB).
3. Pablo Guidotti & Alan Greenspan 1999, Currency Reserves and Debt.