

Chi phí cho việc duy trì cơ chế tỷ giá hiện nay

Trong điều kiện vẫn còn nhiều khó khăn và bất ổn vĩ mô hiện nay, chi phí để NHNN tiếp tục duy trì cơ chế tỷ giá hối đoái gần như cố định thật là đắt đỏ.

Lý thuyết khủng hoảng tiền tệ thể hệ thứ nhất

Từ năm 1979, Paul Krugman, rồi sau đó là Flood và Garber (1984), đã xây dựng một mô hình tiền tệ đơn giản để giải thích cho sự sụp đổ của cơ chế tỷ giá hối đoái cố định được gọi là lý thuyết khủng hoảng tiền tệ thể hệ thứ nhất.

Khủng hoảng tiền tệ (currency crisis) hay khủng hoảng cán cân thanh toán (balance of payments crisis) nổ ra khi ngân hàng trung ương không còn đủ dự trữ ngoại tệ để can thiệp trên thị trường ngoại hối nhằm duy trì mức tỷ giá cố định và buộc phải phá giá đồng nội tệ. Quá trình được bắt đầu bởi sức ép giảm giá nội tệ do hệ quả của sự thâm hụt ngân sách quá lớn buộc phải vay nợ nhiều. Để bảo vệ tỷ giá, ngân hàng trung ương phải bán ngoại tệ ra và nếu tình trạng này vẫn tiếp tục thì dự trữ ngoại hối sẽ cạn kiệt, tỷ giá sẽ phải được thả nổi.

Rủi thay, ngay trước khi dự trữ ngoại hối kịp cạn kiệt, sự bất ổn của các yếu tố kinh tế vĩ mô và sự yếu kém của năng lực thể chế sẽ là tín hiệu cho một cuộc tấn công mang tính đầu cơ vào kho dự trữ ngoại tệ của các nước bị tấn công.

Lý thuyết khủng hoảng tiền tệ thể hệ thứ hai

Cũng đặt vấn đề từ bối cảnh của nền kinh tế và các chính sách vĩ mô như trên nhưng Obstfeld (1994) đã đưa ra một cách giải thích khác về khủng hoảng tiền tệ được gọi là lý thuyết khủng hoảng tiền tệ thể hệ thứ hai.

Khác với mô hình 1 hầu như chỉ phân tích mặt trái của cơ chế tỷ giá cố định, mô hình 2 phân tích cả những lợi ích và chi phí của quyết định bảo vệ tỷ giá hối đoái cố định.

Theo Obstfeld, nếu ngân hàng trung ương đưa ra thông điệp sẽ bảo vệ tỷ giá cố định và thực hiện những động thái chính sách tương ứng thì lợi ích sẽ là uy tín về chính sách của ngân hàng trung ương trong dài hạn.

Để làm được điều này thì ngân hàng trung ương phải chứng tỏ mình có đủ dự trữ ngoại tệ để can thiệp, nhưng nếu có đủ khả năng đó thì nhiều nước vẫn không làm như vậy vì quan ngại lãi suất sẽ tăng cao làm thu hẹp đầu tư và gia tăng thất nghiệp. Bên cạnh đó, hệ thống ngân hàng cũng phải đối mặt với rủi ro do nợ quá hạn tăng cao và sự suy yếu của năng lực tài chính.

Đứng trước cả lợi ích và chi phí, ngân hàng trung ương buộc phải lựa chọn thả nổi hay tiếp tục bảo vệ tỷ giá. Trong khi đó, các nhà đầu cơ cũng có hai sự lựa chọn: hoặc là tấn công tiền tệ hoặc không.

Khi các nhà đầu cơ kỳ vọng đến một thời điểm nào đó chi phí kinh tế của quyết định bảo vệ tỷ giá là quá lớn đến mức chính phủ buộc phải chỉ đạo ngân hàng trung ương thả nổi tỷ giá nhằm giảm lãi suất và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế thì họ sẽ đồng loạt tấn công vào kho dự trữ ngoại hối của ngân hàng trung ương.

Mô hình 2 còn cho thấy sự tồn tại của tính đa cân bằng và khủng hoảng mang tính "tự phát sinh" (self-fulfilling). Kỳ vọng của nhà đầu tư tùy thuộc vào sự suy đoán về phản ứng của chính phủ, còn những phản ứng của chính phủ lại phụ thuộc vào các biến số kinh tế vĩ mô mà những biến số này lại chịu không ít tác động từ sự kỳ vọng của nhà đầu tư.

Những hệ quả nối tiếp có tính xoay vòng như vậy là nguy cơ của một cuộc khủng hoảng tiền tệ. Mô hình này đã giải thích khá thuyết phục cho các cuộc khủng hoảng xảy ra với cơ chế tiền tệ châu Âu (1992-1993) và Mexico (1994).

Vấn đề ở Việt Nam?

Đứng trước tác động của cuộc khủng hoảng tài chính thế giới và sự suy giảm kinh tế trong nước, mục tiêu của Chính phủ là chặn đà suy giảm và kích thích kinh tế tăng trưởng. Với tốc độ tăng trưởng tín dụng năm nay theo kế hoạch khoảng 30% (chỉ tính riêng cho tăng trưởng tín dụng ngân hàng) thì tính ra bình quân hàng tháng tín dụng tăng trưởng đến 2,5%.

Bên cạnh đó, mặc dù đến nay tín dụng nhà nước thông qua việc phát hành trái phiếu chính phủ mới chỉ đạt 20.870 tỉ đồng, nhưng với kế hoạch phát hành trái phiếu trong năm 2009 là 126.000 tỉ đồng cũng gây sức ép không nhỏ lên lãi suất của nền kinh tế.

Do cung tiền bằng tổng của dự trữ ngoại hối và tín dụng nội địa (cộng thêm một số hạng mục khác nhưng không đáng kể) nên khi tín dụng nội địa tăng lên thì dự trữ ngoại hối buộc phải giảm xuống để duy trì cung tiền và bảo vệ tỷ giá.

Theo "Báo cáo tình hình kinh tế, xã hội năm 2009 và nhiệm vụ năm 2010 của chính phủ vừa qua thì dự trữ ngoại hối của nhà nước vẫn duy trì ở mức bảo đảm 12 tuần nhập khẩu (tức khoảng gần ba tháng).

Vậy nếu tính bình quân tuần nhập khẩu của nền kinh tế 9 tháng đầu năm thì lượng dự trữ ngoại hối của Việt Nam khoảng 17 tỉ đôla Mỹ, giảm đi gần 4 tỉ đôla Mỹ so với con số chính thức được công bố trước đây hơn một năm.

Trong khi đó, quy mô tín dụng nội địa hiện khoảng 1.500.000 tỉ đồng và đang tiếp tục tăng lên, tương đương 88 tỉ đô la Mỹ (theo tỷ giá 17.000 đồng/đô la Mỹ). Như vậy mức cung tiền hiện tại tương đương khoảng 105 tỉ đô la Mỹ. Với tốc độ tăng trưởng tín dụng như trên thì dự trữ ngoại hối sẽ nhanh chóng giảm xuống theo mô hình 1.

Theo mô hình 2, chi phí đối với nền kinh tế do duy trì cơ chế tỷ giá cố định sẽ vượt quá sức chịu đựng của nền kinh tế. Sự kỳ vọng của nhà đầu cơ là một biến số khó đo lường nhưng rất quan

trọng. Tín hiệu dễ nhìn thấy là lãi suất có khuynh hướng tăng lên, làm suy giảm đầu tư và gia tăng thất nghiệp, đi ngược lại với mục tiêu của các chính sách kích thích kinh tế hiện nay.

Các mô hình khủng hoảng tiền tệ trên đưa ra một cách giải thích đơn giản nhưng khá thuyết phục về quá trình sụp đổ của cơ chế tỷ giá cố định khi dự trữ ngoại hối cạn kiệt. Tuy nhiên, các mô hình này chưa đề cập đến các nguồn tài trợ bổ sung cho dự trữ ngoại hối quốc gia từ trạng thái hiện hành của cán cân thanh toán quốc tế (BOP).

Nói cách khác áp lực thả nổi tỷ giá và thời điểm sụp đổ tiền tệ sẽ bị đẩy lùi nếu như quốc gia đó có đủ các nguồn tài trợ bổ sung dự trữ ngoại hối như vay của các định chế nước ngoài, tăng trưởng cao trong vốn đầu tư nước ngoài (giải ngân chứ không phải đăng ký) và mở rộng ODA (giải ngân chứ không phải cam kết) tăng kiều hối, giảm trả nợ nước ngoài và sự thu hẹp thâm hụt cán cân vãng lai.

Thực tế hiện nay, theo Cục Đầu tư nước ngoài, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) trong chín tháng giải ngân là 7,2 tỉ đô la Mỹ, chỉ bằng 88,9% so với cùng kỳ năm 2008. Không có số liệu chính thức về thu hút vốn đầu tư nước ngoài gián tiếp (theo số liệu của Hiệp hội các nhà đầu tư tài chính VAFI là khoảng 5 tỉ đô la Mỹ).

Bên cạnh đó, trong khi lượng kiều hối năm nay ước giảm 20% so với năm trước, đạt khoảng 6 tỉ đô la Mỹ, thì vốn ODA giải ngân cũng chưa đầy 2 tỉ đô la Mỹ. Trong khi đó, áp lực trả nợ nước ngoài trong năm nay (khoảng 930 triệu đô la Mỹ) và những năm tới sẽ tăng lên, kết hợp với thâm hụt cán cân thương mại năm nay ước khoảng trên 11 tỉ đô la Mỹ.

Thực trạng này cùng với những phân tích ở trên cho thấy chìa khóa của vấn đề nằm ở cơ chế tỷ giá hiện hành. Việc níu kéo tỷ giá hiện nay có thể có lợi một phần cho khoản trả nợ ngoại tệ ngắn hạn (giải quyết hệ quả) nhưng vấn đề mấu chốt là cái gốc của nợ nước ngoài (nguyên nhân phát sinh) không được giải quyết trong dài hạn.

Hơn nữa, từ những phân tích ở trên cho thấy Việt Nam vẫn có thể tránh được nguy cơ của một cuộc tấn công tiền tệ theo mô hình 1 do còn kiểm soát việc chuyển đổi tiền tệ và cán cân thanh toán vẫn còn khả năng được bù đắp bởi nguồn vay nợ nước ngoài mới của Chính phủ.

Tuy nhiên, nếu cơ chế tỷ giá hiện tại vẫn tiếp tục được duy trì thì chi phí của nó đối với nền kinh tế là quá lớn và làm giảm đi tính hiệu quả của chính sách kích thích kinh tế hiện nay của Chính phủ.

Nguồn: <https://cafef.vn/tai-chinh-ngan-hang/chi-phi-cho-viec-duy-tri-co-che-ty-gia-hien-nay-20091106061244949.chn>