

Bài giảng 18: Thao túng tiền tệ

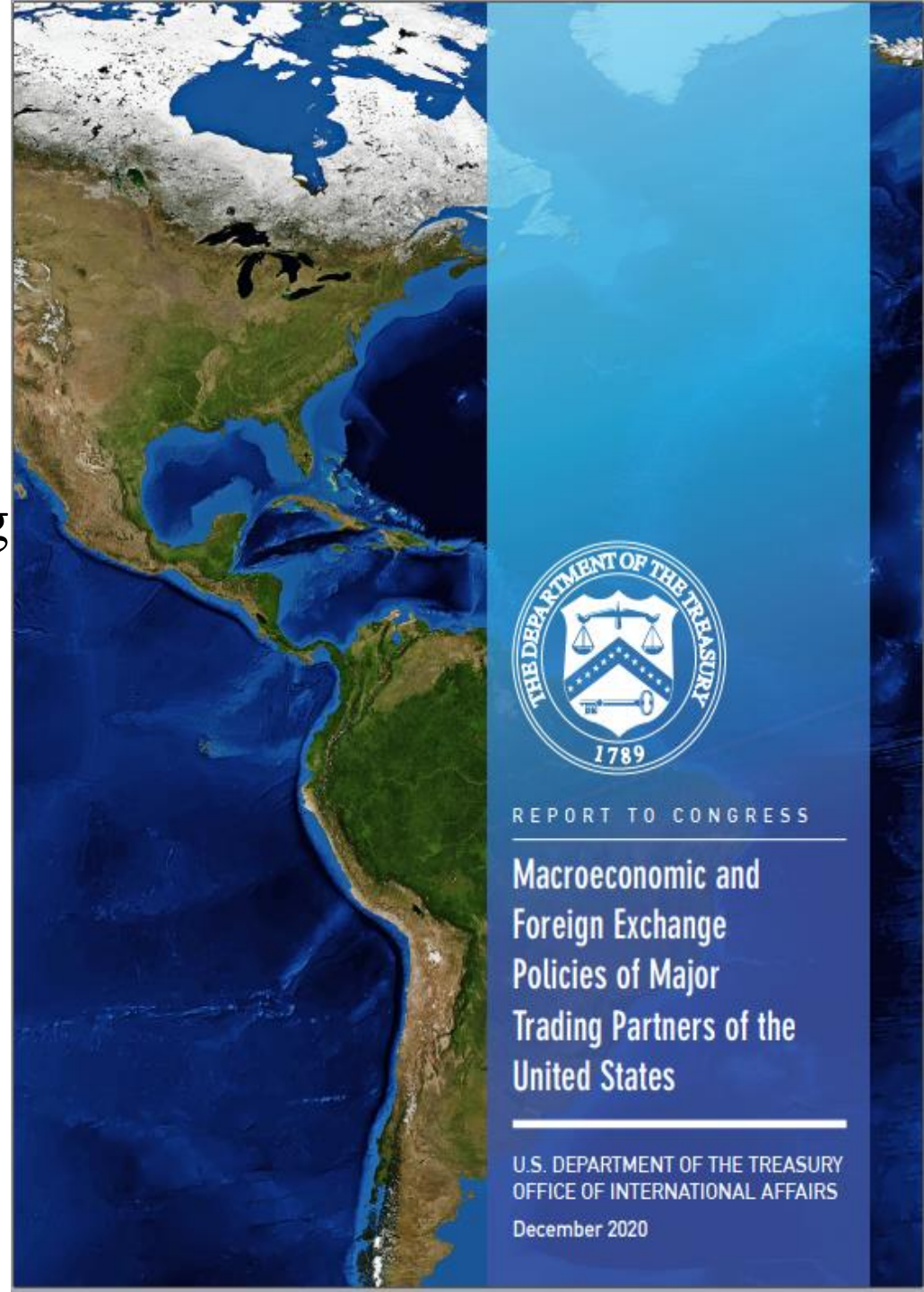
Đỗ Thiên Anh Tuấn

Bối cảnh 1

- **The Omnibus Foreign Trade and Competitiveness Act of 1988** (Đạo luật 1988) yêu cầu Bộ Tài chính Mỹ (USTD) cung cấp báo cáo định kỳ 6 tháng cho Quốc hội về chính sách kinh tế và tỷ giá hối đoái quốc tế.

- **Theo Section 3004, USTD sẽ:**

“Xem xét liệu các quốc gia có thao túng tỷ giá hối đoái giữa đồng tiền của họ và đồng đô la Mỹ nhằm mục đích ngăn cản việc điều chỉnh cán cân thanh toán hiệu quả hoặc đạt được lợi thế cạnh tranh không công bằng trong thương mại quốc tế hay không.”



Bối cảnh 2

- Mục 302 Đạo luật Thương mại 1974 cho phép USTR thực hiện cuộc điều tra xác định liệu một hành động, chính sách hoặc thông lệ của một nước có thể bị kiện theo **Mục 301 của Đạo luật Thương mại** không.
- Theo chỉ đạo của TT. Donald Trump, Văn phòng USTR sẽ điều tra 2 vấn đề liên quan đến VN:
 - (1) Việc nhập khẩu và sử dụng gỗ được khai thác và buôn bán bất hợp pháp.
 - (2) Việc định giá thấp đồng nội tệ và hậu quả gây ra cho thương mại Hoa Kỳ.
- **Đối với (2):** Cuộc điều tra tập trung làm rõ liệu các biện pháp can thiệp của Việt Nam vào thị trường hối đoái và các hành động liên quan khác có làm cho VND bị định giá thấp một cách bất hợp lý hoặc phân biệt đối xử và tạo gánh nặng hoặc hạn chế thương mại đối với Hoa Kỳ không.



[Issue Areas](#) » [Enforcement](#) » [Section 301 Investigations](#) » [Section 301-Vietnam](#)

Section 301-Vietnam

[Initiation of Section 301 Investigation: Vietnam's Import and Use of Illegal Timber - October 2, 2020](#)

[Initiation of Section 301 Investigation: Vietnam's Currency Valuation - October 2, 2020](#)

[Notice of Public Hearing: Vietnam's Import and Use of Illegal Timber - November 25, 2020](#)

[Notice of Public Hearing: Vietnam's Currency Valuation - November 25, 2020](#)

Section 301 Investigations

[Section 301-China](#)

[Section 301-Large Civil Aircraft](#)

[Section 301-France's Digital Services Tax](#)

[Section 301-Digital Services Taxes](#)

[Section 301-Vietnam](#)

[Section 301-EU Beef](#)

- **Các cáo buộc của USTR (October 8, 2020):**
 - VND bị định giá thực thấp trong 3 năm qua:
 - 2017 định giá thấp 7%;
 - 2018 định giá thấp 8,4%;
 - 2019 tỷ giá song phương danh nghĩa bình quân là 23.224 VND/USD, định giá thấp khoảng 1.090 VND/USD so với mức nhất quán của tỷ giá REER (tương đương 4,7%).
 - SBV đã mua vào 22 tỷ USD trong năm 2019.
- USTR sẽ tham khảo ý kiến Bộ Tài chính Mỹ để đưa ra nhận định.

Đạo luật Tạo thuận lợi Thương mại và Thực thi Thương mại (The Trade Facilitation and Trade Enforcement Act of 2015)

Báo cáo Tháng 12/2020 xem xét 20 đối tác thương mại lớn với Hoa Kỳ có tổng kim ngạch thương mại hàng hóa song phương hàng năm ít nhất 40 tỷ USD dựa trên ngưỡng mà Bộ Tài chính Mỹ đã thiết lập theo ba tiêu chí (Mục 701 Đạo luật 2015):

- 1) Thặng dư thương mại song phương đáng kể với Hoa Kỳ ít nhất **20 tỷ USD** trong khoảng thời gian 12 tháng.
- 2) Thặng dư tài khoản vãng lai hữu hình ít nhất **2% GDP** trong thời gian 12 tháng.
- 3) Can thiệp bền bỉ, một chiều trong các hoạt động mua ròng ngoại tệ nhiều lần, ít nhất **6/12 tháng** và các hoạt động mua ròng này đạt tổng ít nhất **2% GDP** trong khoảng thời gian 12 tháng.

Ngưỡng đánh giá mới của Bộ Tài chính theo Đạo luật 2015			
Tiêu chí	Chuẩn đánh giá	Ngưỡng cũ	Ngưỡng mới
Các đối tác thương mại lớn	Tổng kim ngạch thương mại hàng hóa song phương (Nhập khẩu + Xuất khẩu)	12 đối tác thương mại lớn nhất	40 tỷ USD
(1) Thặng dư thương mại song phương đáng kể với US	Thặng dư thương mại hàng hóa với US	20 tỷ USD	20 tỷ USD
(2) Thặng dư tài khoản vãng lai hữu hình	Cán cân tài khoản vãng lai	3% GDP	2% GDP
(3) Can thiệp trên thị trường ngoại hối một chiều và bền bỉ	Mua vào FX ròng	2% GDP	2% GDP
	Tính bền bỉ của việc mua ròng FX	8/12 tháng	6/12 tháng

Mục tiêu của USTD Mỹ:
Xác định liệu các hoạt động can thiệp tiền tệ không công bằng hoặc sự mất cân bằng bên ngoài quá mức có thể ảnh hưởng đến tăng trưởng của Hoa Kỳ hoặc gây hại cho người lao động và doanh nghiệp Hoa Kỳ.

Tiêu chí (1) – Thặng dư thương mại song phương đáng kể với Hoa Kỳ

Table 3. Major Foreign Trading Partners - Expanded Trade Data

	Bilateral Trade					
	Goods Surplus with United States (USD Bil., Trailing 4Q) (1a)	Goods Surplus with United States (% of GDP, Trailing 4Q) (1b)	Goods Trade (USD Bil., Trailing 4Q) (1c)	Services Surplus with United States (USD Bil., Trailing 4Q)* (1d)	Services Surplus with United States (% of GDP, Trailing 4Q)* (1e)	Services Trade (USD Bil., Trailing 4Q)* (1f)
Economies with quarterly services trade data through Q2 2020						
China	310	2.2	518	-30	-0.2	64
Mexico	96	8.3	549	-5	-0.5	53
Germany	62	1.7	177	0	0.0	67
Japan	57	1.1	199	-12	-0.2	79
Italy	30	1.6	74	1	0.0	17
Taiwan	25	4.0	87	-3	-0.5	17
Canada	24	1.5	551	-24	-1.5	96
India	22	0.8	80	6	0.2	49
Korea	20	1.2	130	-11	-0.7	31
France	15	0.6	81	-3	-0.1	36
Singapore	-1	-0.2	59	-13	-3.7	34
United Kingdom	-8	-0.3	122	-13	-0.5	127
Brazil	-13	-0.8	66	-14	-0.8	27
Netherlands	-18	-2.1	78	-5	-0.6	33
<i>Memo : Euro Area</i>	152	1.2	608	-53	-0.4	284
Economies with annual services trade data through 2019						
Vietnam	58	17.6	80	-1	-0.4	4
Ireland	55	13.9	74	-34	-8.6	81
Switzerland	49	6.7	80	-22	-3.0	72
Malaysia	29	8.4	55	-1	-0.2	5
Thailand	22	4.3	48	-1	-0.2	6
Belgium	-11	-2.1	50	-1	-0.2	10

Source: U.S. Census Bureau, Bureau of Economic Analysis

*Quarterly services data is through Q2 2020. For trading partners where quarterly bilateral services trade data are not available, annual services data through 2019 is used. Services data is reported on a balance of payments basis (not seasonally adjusted), while goods data is reported on a census basis (not seasonally adjusted).

Đánh giá cả 3 tiêu chí theo USTD

• Báo cáo 5/2019:

Vi phạm 2/3 tiêu chí:

- Thặng dư cán cân vãng lai vật chất (“material”)
- Thặng dư thương mại song phương đáng kể với Hoa Kỳ

• Báo cáo 1/2020:

Vi phạm 1/3 tiêu chí:

- Thặng dư thương mại song phương đáng kể với Hoa Kỳ

• Báo cáo 12/2020:

Vi phạm 3/3 tiêu chí

Table 2. Major Foreign Trading Partners Evaluation Criteria

	Bilateral Trade	Current Account			FX Intervention			
	Goods Surplus with United States (USD Bil., Trailing 4Q) (1)	Balance (% of GDP, Trailing 4Q) (2a)	3 Year Change in Balance (% of GDP) (2b)	Balance (USD Bil., Trailing 4Q) (2c)	Net Purchases (% of GDP, Trailing 4Q) (3a)	Net Purchases (USD Bil., Trailing 4Q) (3b)	Net Purchases (USD Bil., Trailing 2Q) (3c)	Net Purchases 6 of 12 Months† (3d)
China	310	1.1	-0.3	157	-0.1	-10	-8	No
Mexico	96	-0.2	1.9	-2	0.0	0	0	No
Germany	62	6.8	-0.9	253	..	..	..	..
Vietnam	58	4.6	6.5	15	5.1*	17	5	Yes
Japan	57	3.1	-0.8	158	0.0	0	0	No
Ireland	55	-5.5	6.4	-22	..	..	..	..
Switzerland	49	8.8	-0.3	64	14.2	103	93	Yes
Italy	30	3.0	0.4	55	..	..	..	..
Malaysia	29	2.5	-0.2	9	1.1	4	4	Yes
Taiwan	25	10.9	-1.5	68	1.7	11	4	Yes
Canada	24	-1.9	0.7	-31	0.0	0	..	No
Thailand	22	6.3	-3.1	33	1.8**	10	4	Yes
India	22	0.4	1.6	10	2.4	64	33	Yes
Korea	20	3.5	-1.3	57	-0.6	-9	-6	Yes
France	15	-1.6	-0.7	-41	..	..	..	..
Singapore	-1	16.1	-1.1	56	21.3	74	44	Yes
United Kingdom	-8	-2.8	1.9	-76	0.0	0	..	No
Belgium	-11	0.6	0.9	3	..	..	..	..
Brazil	-13	-2.8	-1.9	-47	-2.3	-39	-37	Yes
Netherlands	-18	9.4	-0.2	83	..	..	..	..
Memo: Euro Area	152	2.1	-0.5	271	0.0	0	0	No

Note: Current account balance measured using BOP data, recorded in U.S. dollars, from national authorities.

Sources: Haver Analytics; National Authorities; U.S. Census Bureau; and U.S. Department of the Treasury Staff Estimates

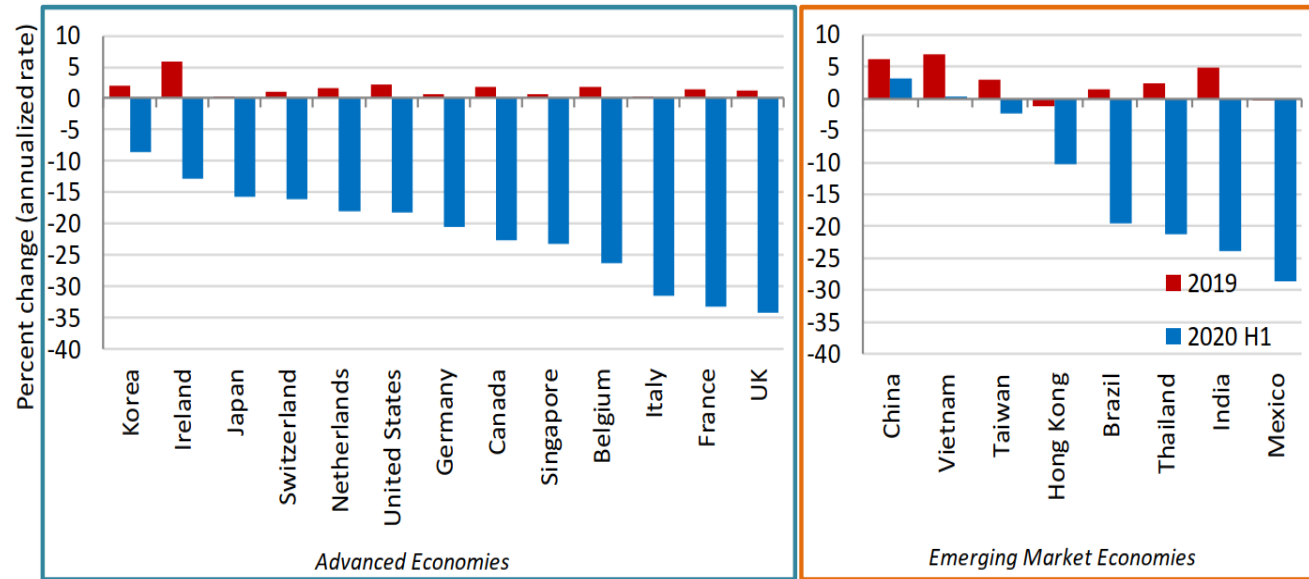
† In assessing the persistence of intervention, Treasury will consider an economy that is judged to have purchased foreign exchange on net for 6 of the 12 months to have met the threshold.

* Vietnam does not publish FX intervention. Authorities have conveyed bilaterally to Treasury the size of net FX purchases during the four quarters ending June 2020.

** Thailand does not publish FX intervention. Authorities have conveyed bilaterally to Treasury that net FX purchases were less than 2% of GDP during the four quarters ending June 2020.

Bối cảnh kinh tế Mỹ

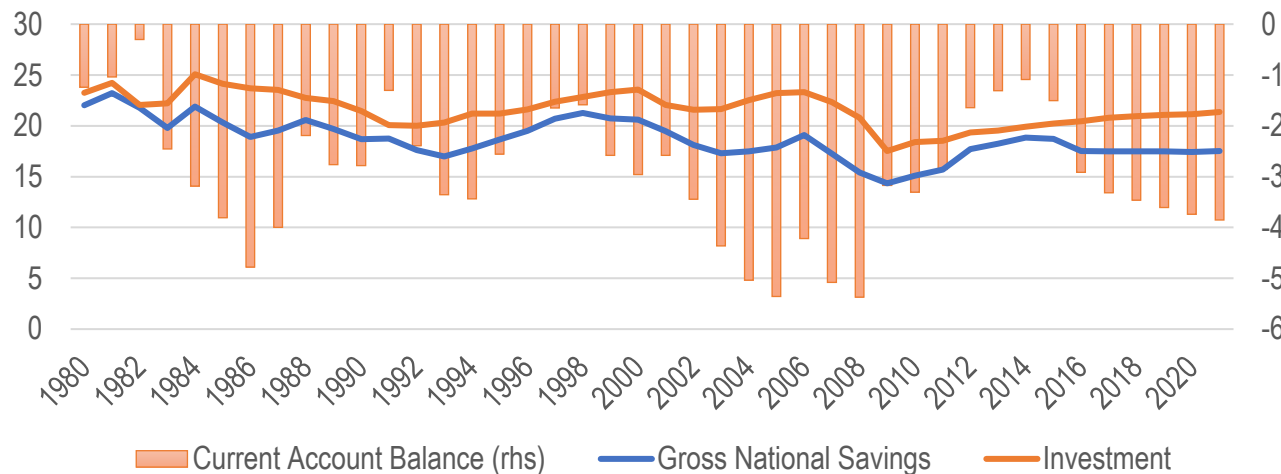
Real GDP Growth



Note: Based off semester average of Q/Q SAAR growth rates. China, India, and Vietnam based off Y/Y NSA data for the final quarter of each period.

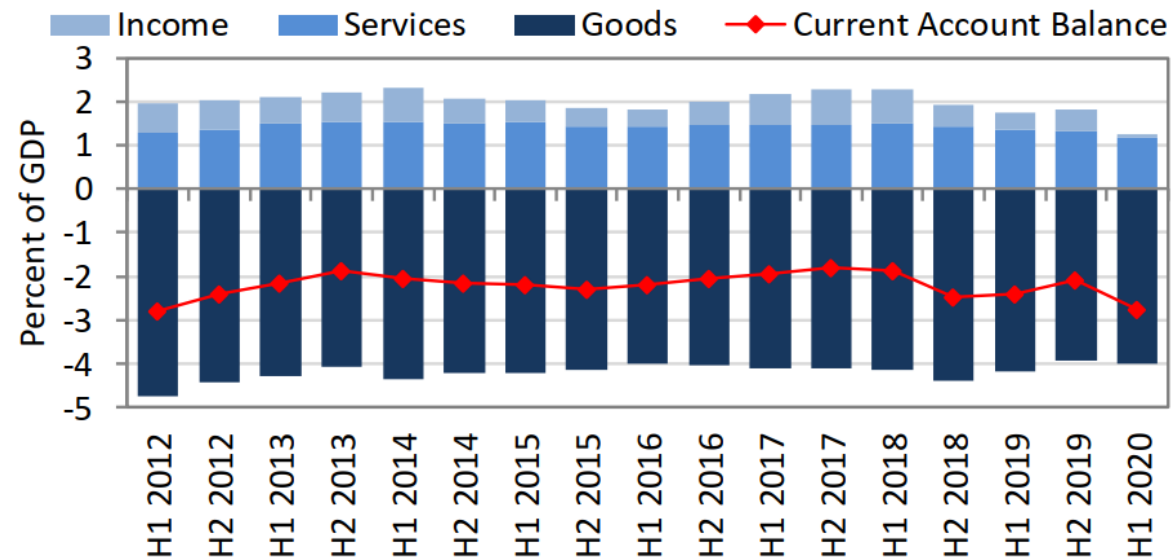
Sources: National Authorities, Haver

Savings, Investment and CA of the US (% of GDP)



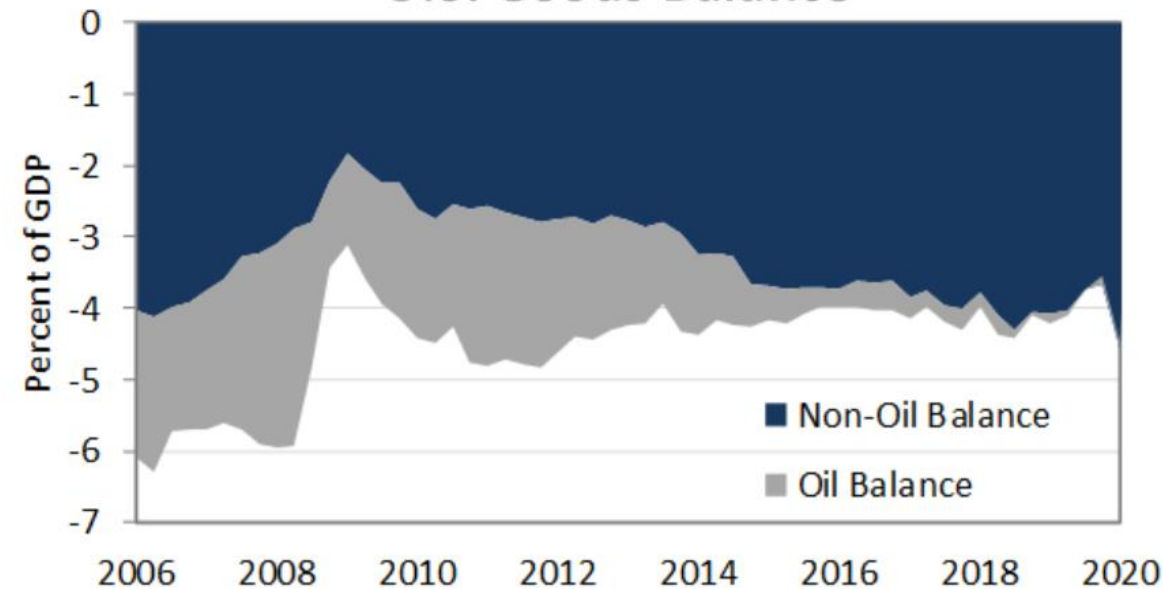
Nguồn: USDT 2020

U.S. Current Account Balance



Sources: Bureau of Economic Analysis, Haver

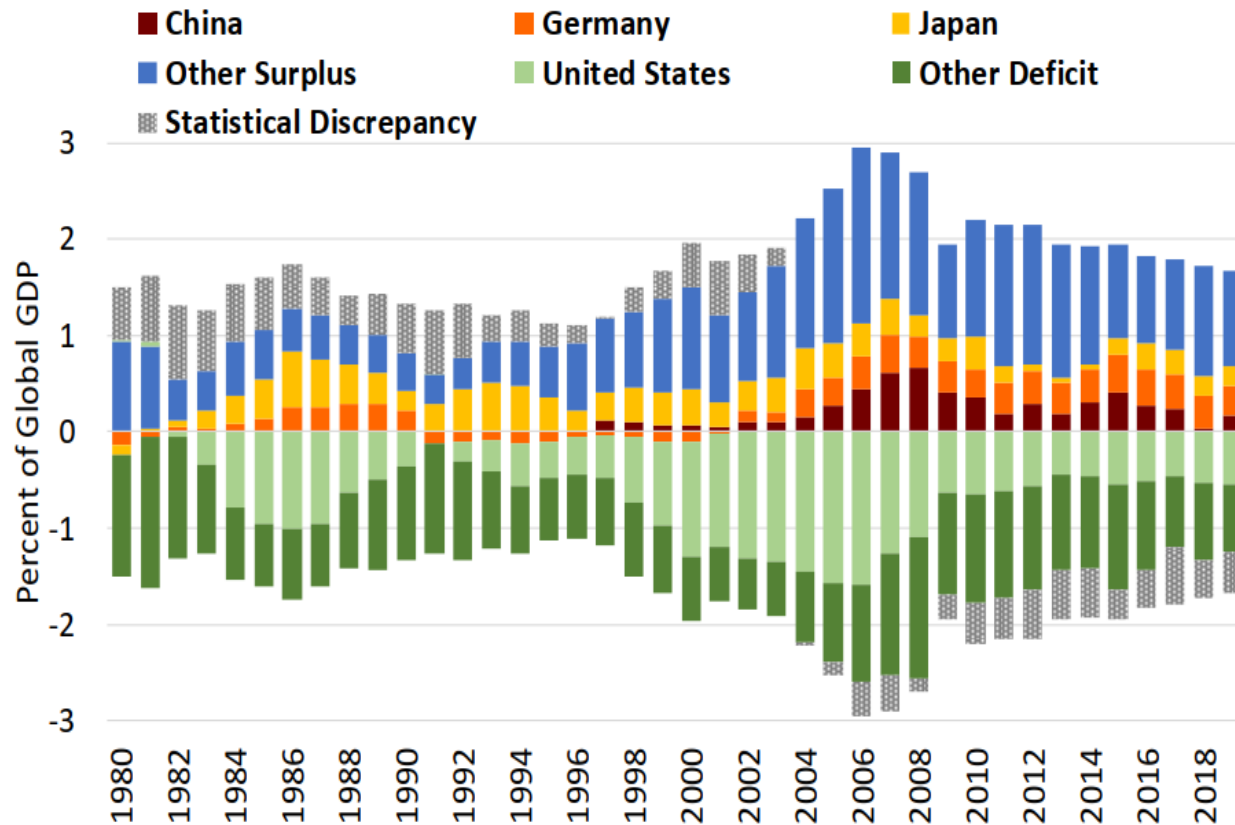
U.S. Goods Balance



Source: Bureau of Economic Analysis, Haver

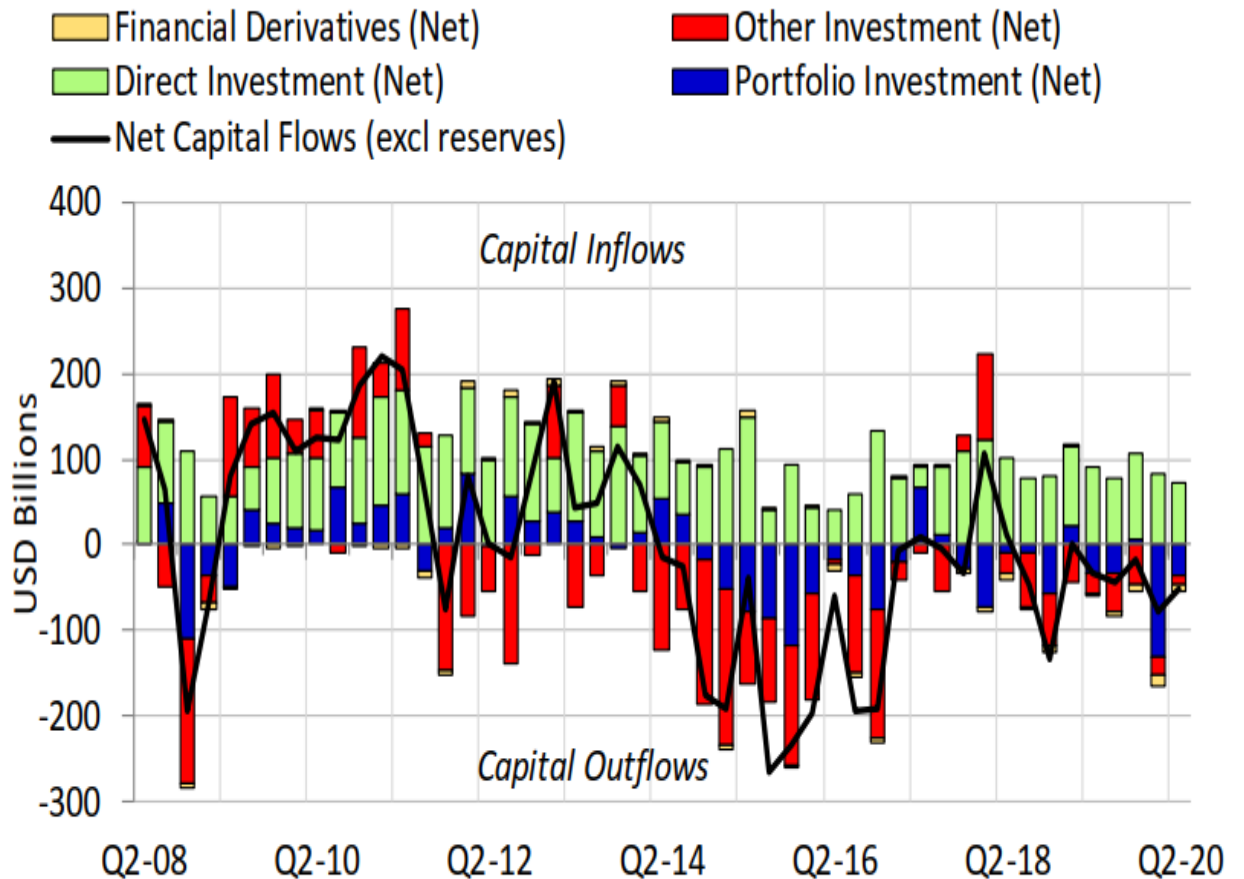
Mất cân đối thương mại và dòng vốn vào các nền kinh tế mới nổi

Global Current Account Imbalances



Sources: IMF WEO, Haver

Net Capital Flows to Emerging Markets



Note: Financial account (excluding reserves) adjusted for errors and omissions.

2020 reflects data through the end-June where available.

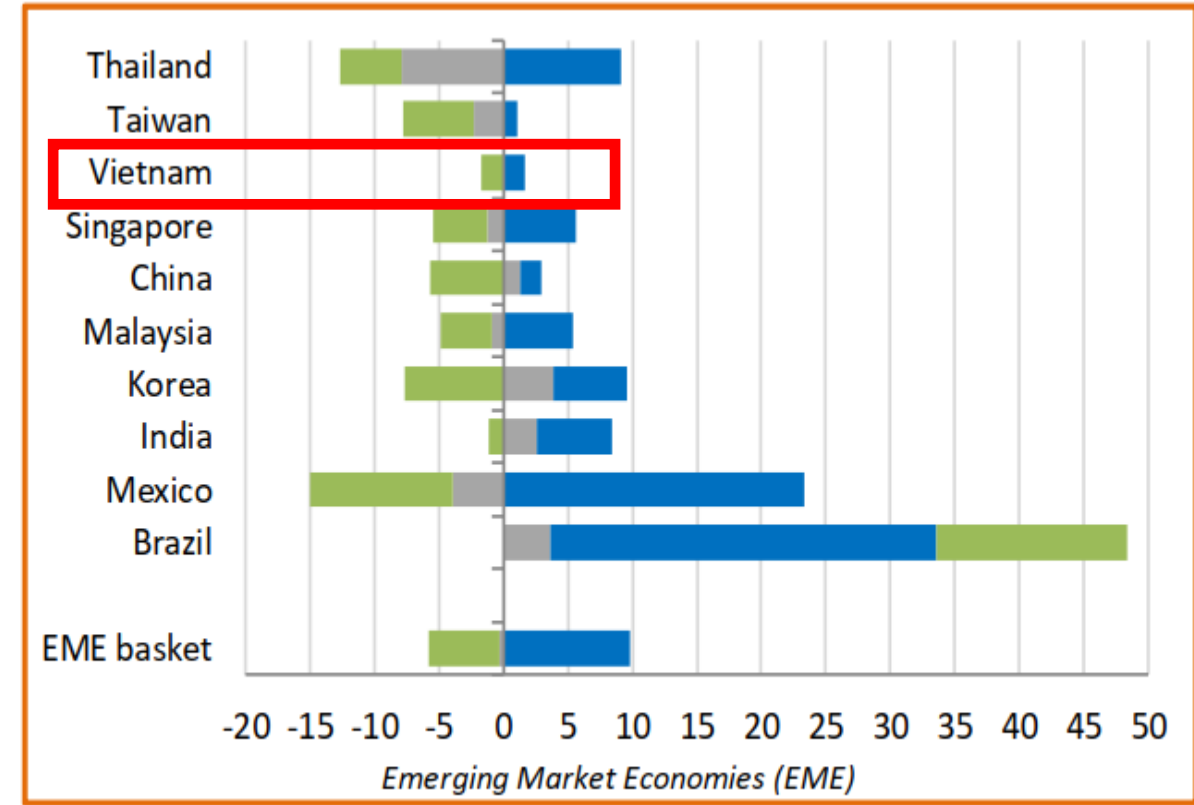
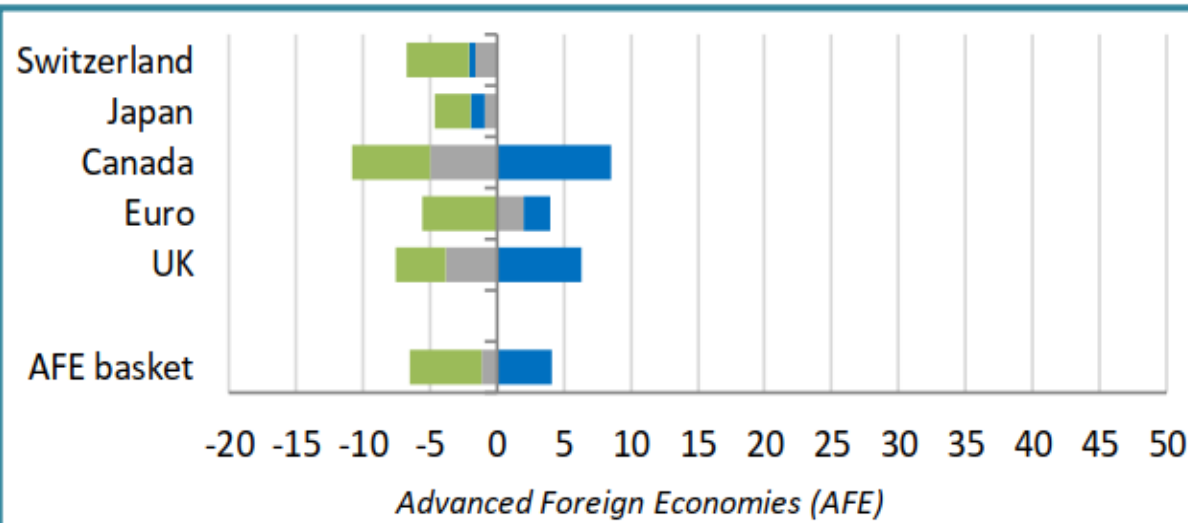
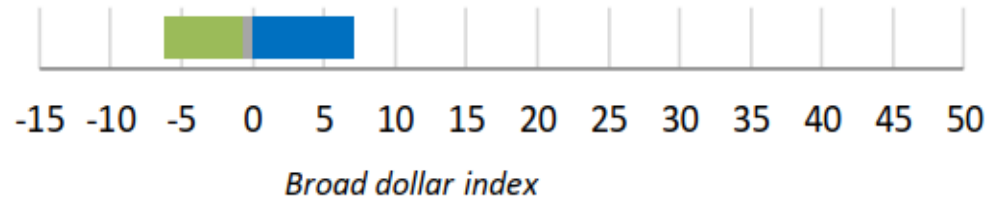
Source: National Authorities, U.S. Department of the Treasury Staff Calculations

U.S. Dollar vs. Major Trading Partner Currencies

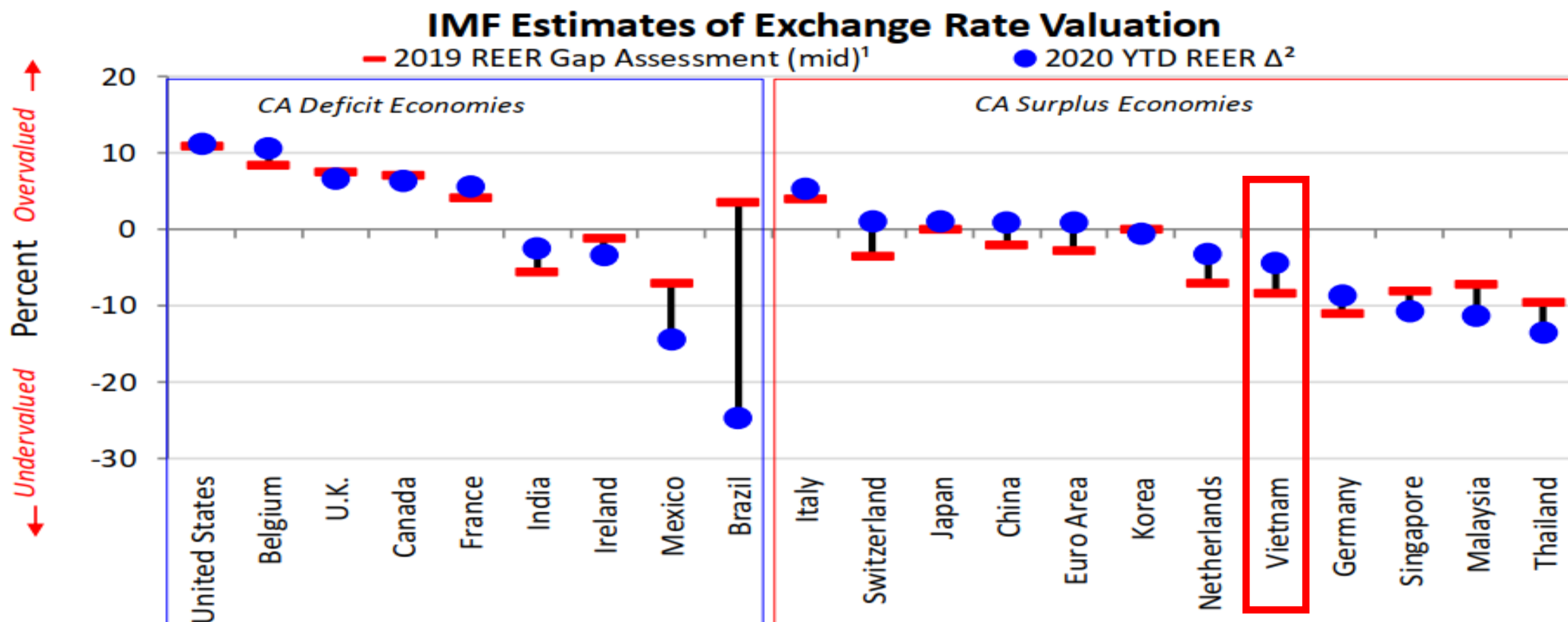
(+ denotes dollar appreciation)

Percent change (relative to end-December 2018)

■ 2019 ■ 2020 Q1 ■ April 2020-October 2020



Sources: FRB, Haver



Sources: IMF 2020 External Sector Report, IMF 2019 Article IV Consultation Staff Reports for Vietnam and Ireland, BIS REER Indices, JP Morgan, FRB

1/The IMF's estimate of real effective exchange rate (REER) gap (expressed as a range) compares the country's average REER in 2019 to the level consistent with the country's medium-term economic fundamentals and desired policies. The midpoint of the gap range is depicted above. **For Ireland and Vietnam, the 2018 REER gap is used.**

2/Change through October 2020 versus 2019 average. **For Ireland and Vietnam, change through October 2020 versus 2018 average.**

Note: The IMF does not provide an estimate of Taiwan's REER gap.

Dự trữ ngoại hối

• Theo USDT:

- Dự trữ ngoại hối ở hầu hết các nền kinh tế là quá đủ để trang trải các khoản nợ ngắn hạn nước ngoài và chi phí nhập khẩu dự kiến.
- Tích lũy dự trữ quá mức gây ra chi phí cho cả nền kinh tế trong nước (ví dụ chi phí vô hiệu hóa, đầu tư nội địa) và cho cả nền kinh tế thế giới.
- Việt Nam thì sao? Theo USDT:
 - Các nhà chức trách Việt Nam đã thông báo một cách đáng tin cậy với USDT rằng mua ròng ngoại hối trong 4 quý tính đến tháng 6 năm 2020 là 16,8 tỷ USD, tương đương 5,1% GDP.
 - Việt Nam can thiệp chủ yếu theo một hướng trong năm 2019 và đầu năm 2020.

• Khuyến nghị:

- Các nước nên tập trung **tăng cường khả năng chống chịu bằng các khuôn khổ chính sách mạnh mẽ hơn**, thay vì chỉ tập trung tăng dự trữ ngoại hối.

Table 1: Foreign Exchange Reserves

	FX Reserves (USD Bns)	1Y Δ FX Reserves (USD Bns)	FX Reserves (% of GDP)	FX Reserves (% of ST debt)
China	3,112.3	-6.9	22%	267%
Japan	1,306.5	50.1	26%	39%
Switzerland	896.1	117.9	123%	86%
Taiwan	488.7	21.7	79%	258%
India	465.8	65.1	18%	444%
Korea	398.6	6.3	25%	258%
Brazil	336.8	-41.3	20%	471%
Singapore	309.8	38.3	89%	25%
Thailand	230.3	23.7	44%	439%
Mexico	183.1	9.1	16%	359%
UK	134.9	9.3	5%	2%
Malaysia	98.8	0.0	29%	103%
Vietnam	83.4	19.5	25%	334%
Canada	74.7	-0.2	4%	11%
France	53.8	4.9	2%	2%
Italy	43.0	1.8	2%	4%
Germany	37.9	1.1	1%	2%
Belgium	10.9	0.4	2%	2%
Netherlands	4.0	-0.2	0%	0%
Ireland	3.3	0.3	1%	0%
World	12,007.5	272.3	n.a.	n.a.

Foreign exchange reserves as of June 2020.

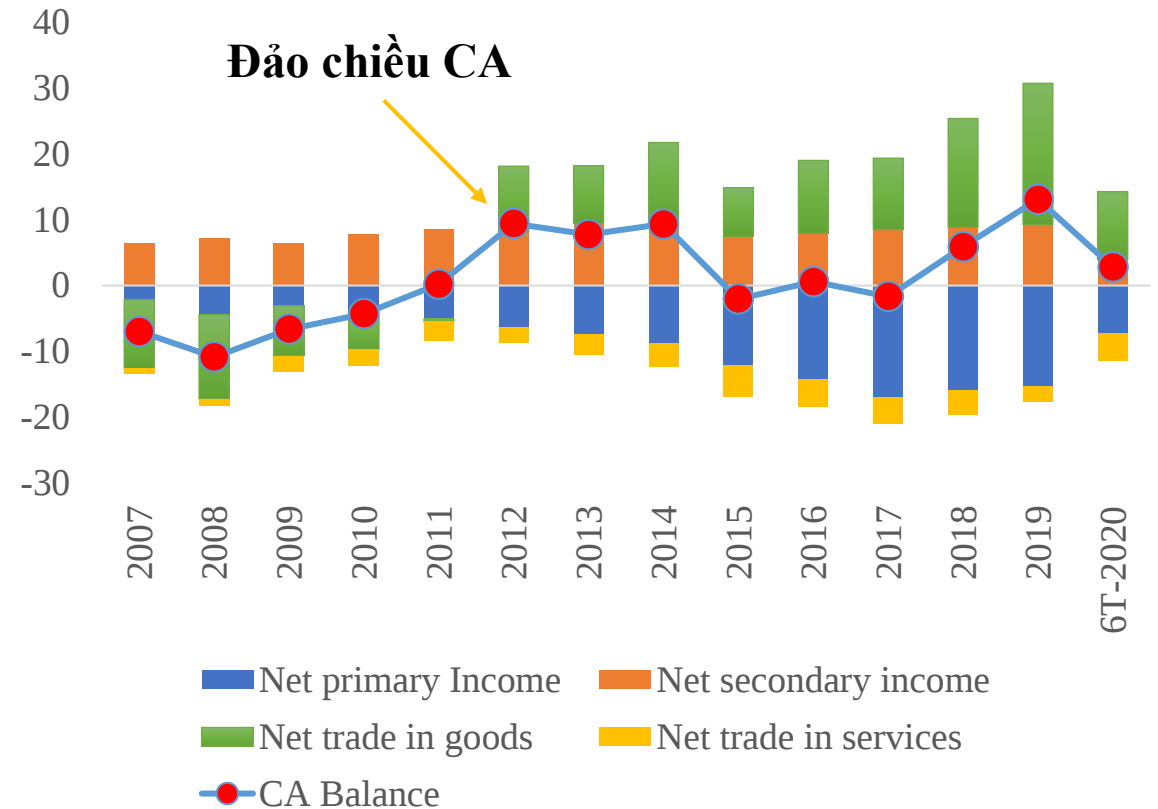
GDP calculated as sum of rolling 4Q GDP through Q2-2020.

Nguồn: USDT 2020

Việt Nam

- Tận dụng lợi thế lực lượng lao động lớn và có kỹ năng, mức lương cạnh tranh, dân số trẻ, trình độ học vấn tốt, Việt Nam đã thu hút được nhiều FIEs vào Việt Nam.
- FIEs là khu vực duy nhất giúp VN đạt thặng dư thương mại (16 tỷ USD, tương đương 6% GDP trong 4Q đến 6/2019.)
 - FIEs thặng dư (15% GDP)
 - DIEs thâm hụt (8,3% GDP)
- Thâm hụt CA của VN đã đảo chiều từ năm 2012 nhờ đạt thặng dư thương mại lớn trong các sản phẩm điện tử và công nghiệp chế biến chế tạo.
- Thặng dư thương mại hàng hóa bị san lấp một phần **do thâm hụt dịch vụ và thu nhập sơ cấp**, khiến cho CA chỉ còn thặng dư 1,7% GDP tính trong 4Q đến 6/2019.
- IMF đánh giá vị thế đối ngoại của Việt Nam về cơ bản mạnh hơn đáng kể so với các nguyên tắc cơ bản và chính sách mong muốn, tuy nhiên nền kinh tế trong nước vẫn còn tương đối kém hiệu quả và những hạn chế đối với đầu tư tư nhân.

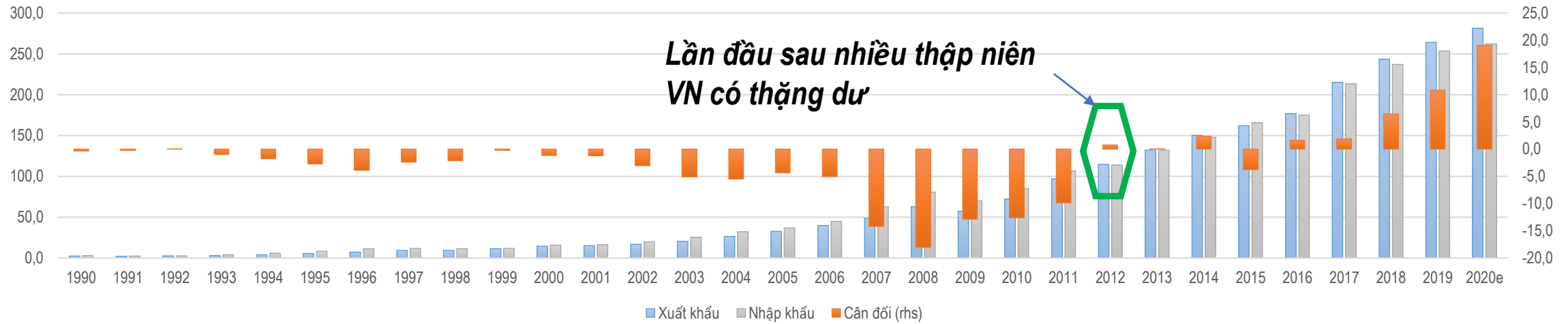
Cơ cấu cán cân vãng lai của Việt Nam
(tỷ USD)



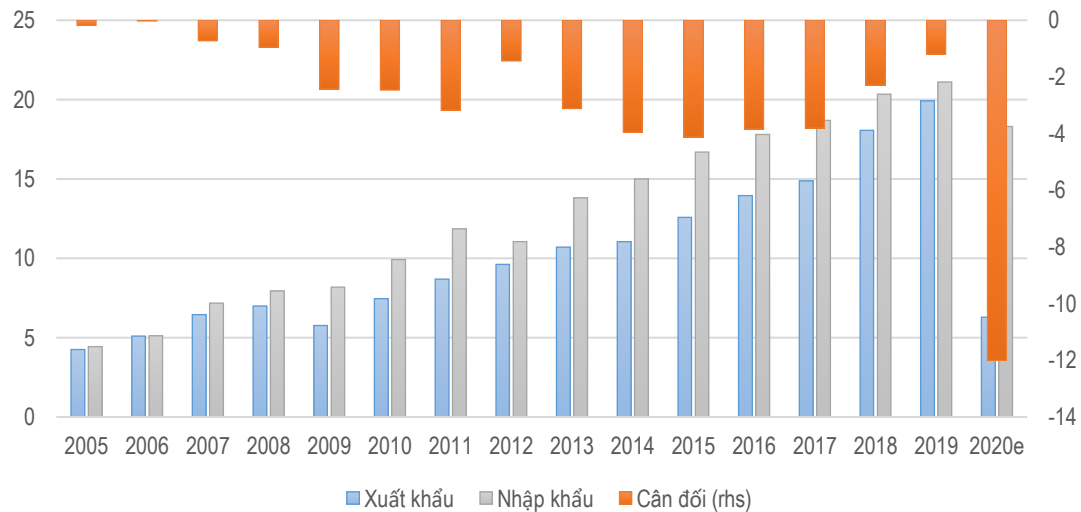
Nguồn: Số liệu BOP của IMF

Cán cân thương mại của Việt Nam

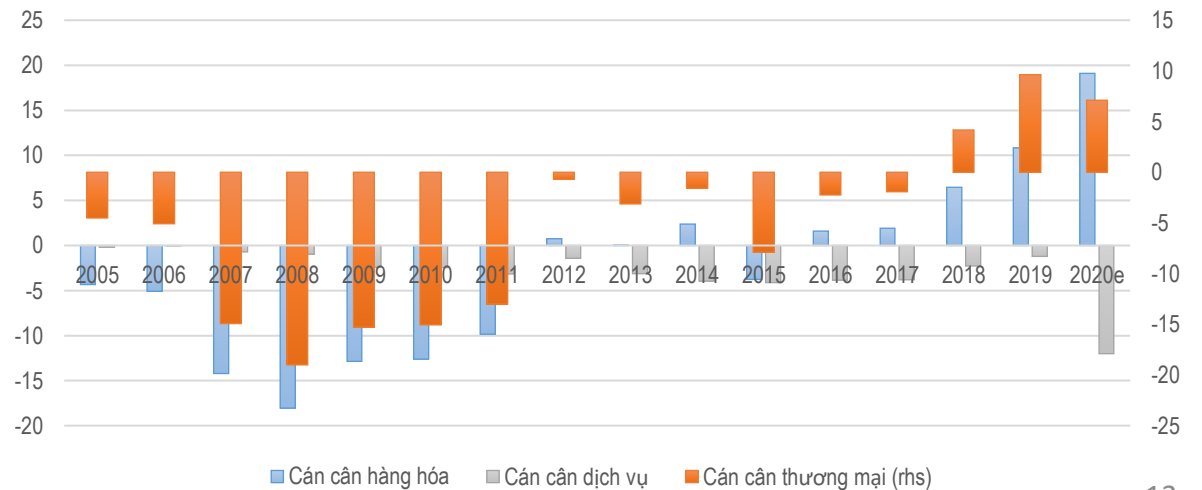
Cán cân thương mại hàng hóa của Việt Nam (tỉ USD)



Cán cân thương mại dịch vụ Việt Nam (tỉ USD)



Cán cân thương mại của Việt Nam (tỉ USD)



Bức tranh cân bằng bên ngoài của Việt Nam

Vietnam: Exchange Rates 1/



Sources: Vietnamese authorities; Bloomberg LP.

1/ An upward movement indicates an appreciation of the dong.

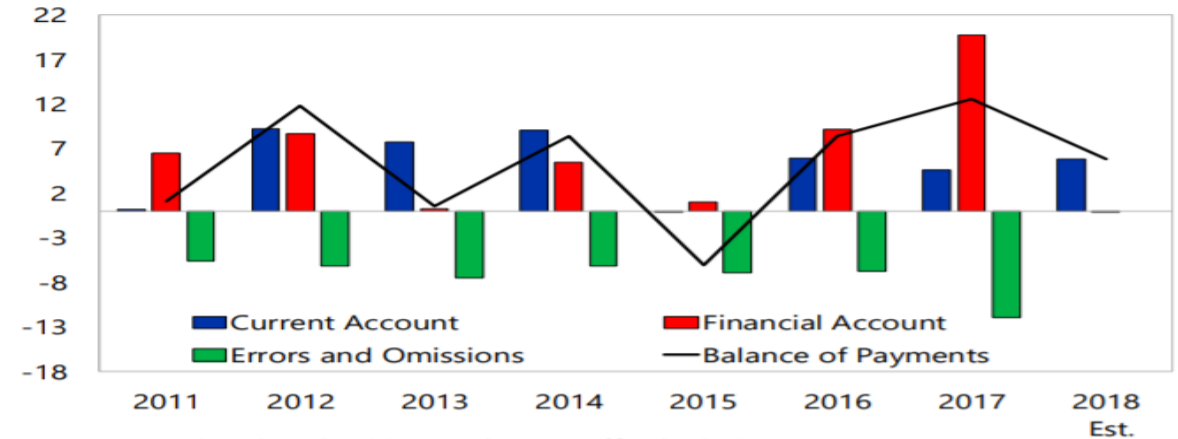
Cán cân thanh toán quốc tế (triệu USD)

	2016	2017	2018	2019	2020.6T
Cán cân vãng lai	625	-1,649	5,768	12,478	2,816
Cán cân thương mại HH (FOB)	11,042	10,846	16,539	21,221	10,272
Cán cân dịch vụ	-4,258	-4,030	-3,810	-1,191	-4,198
Thu nhập đầu tư	-14,144	-16,993	-15,818	-16,795	-7,228
Chuyển tiền	7,985	8,528	8,857	9,243	3,970
Cán cân tài chính	10,727	20,028	5,238	18,971	6,731
Đầu tư trực tiếp	11,600	13,620	15,062	15,670	6,551
Vay trung-dài hạn	3,190	4,395	32	4,931	606
Vay ngắn hạn	-566	6,436	-2,571	286	873
Đầu tư gián tiếp (CK)	228	2,069	3,021	2,998	-790
Tiền và tiền gửi	-3,806	-6,445	-9,690	-5,206	-138
Tài sản khác	81	-47	-616	292	-371
Lỗi và sai sót	-2,960	-5,833	-1,482	-8,195	755
Cán cân tổng thể	8,392	12,546	9,524	23,254	10,302

Nguồn: IMF & NHNN.

External Accounts

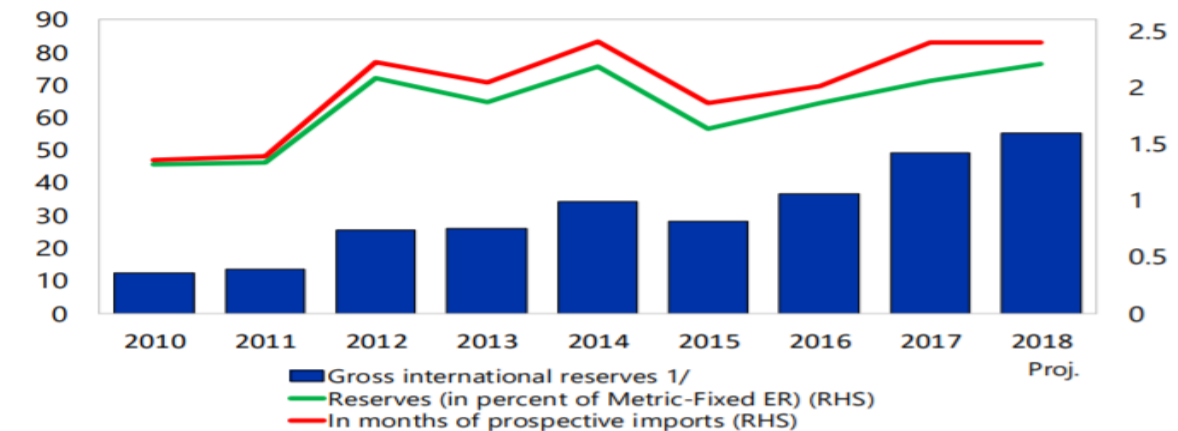
(In Percent of GDP)



Sources: National authorities; and IMF staff calculations.

Reserves

(In Billions of USD)



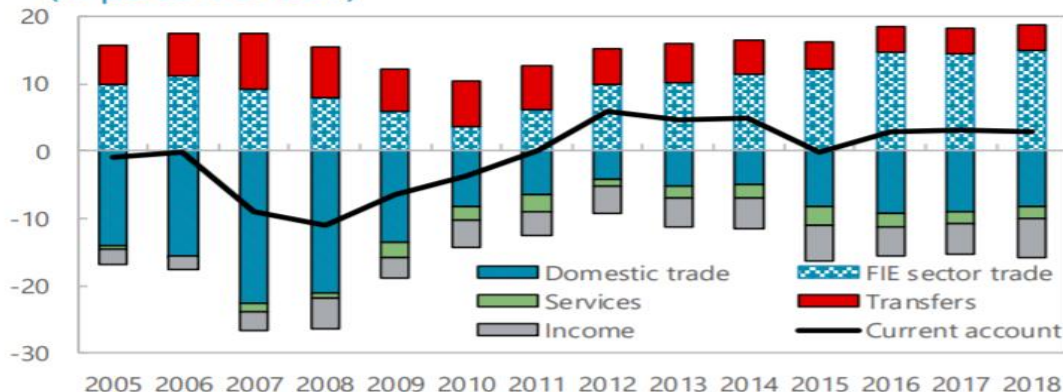
Sources: National authorities; and IMF staff calculations.

1/Excludes government deposits.

Nguồn: IMF 2019

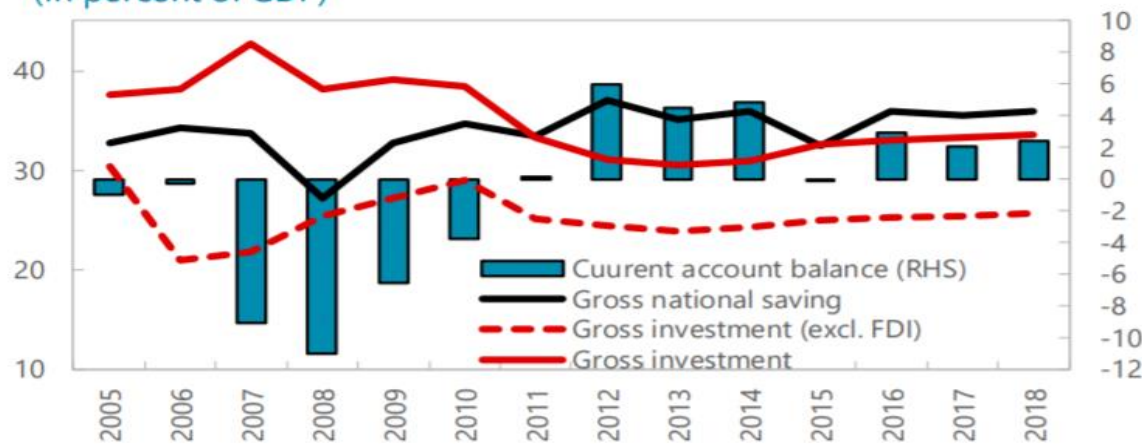
Bản chất thặng dư của Việt Nam

Vietnam: Current Account Balance, 2005–18
(In percent of GDP)



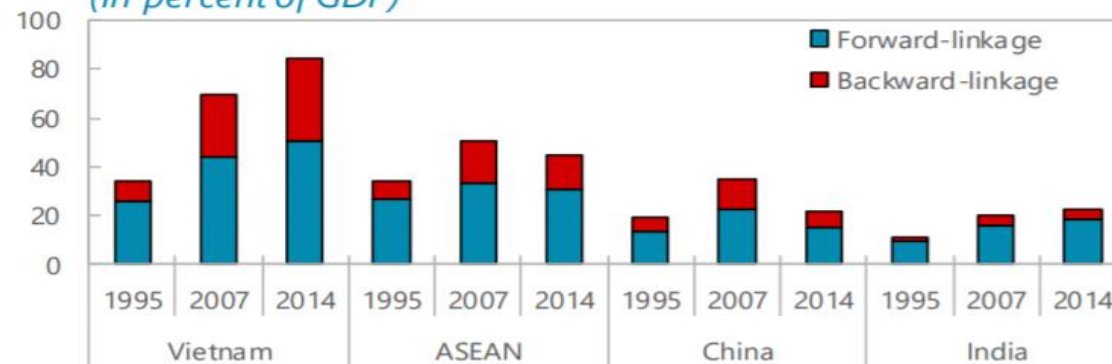
Sources: Vietnamese authorities; and IMF staff estimates.

Vietnam: Savings, Investment and Current Account
(In percent of GDP)



Sources: Vietnamese authorities; and IMF staff estimates.

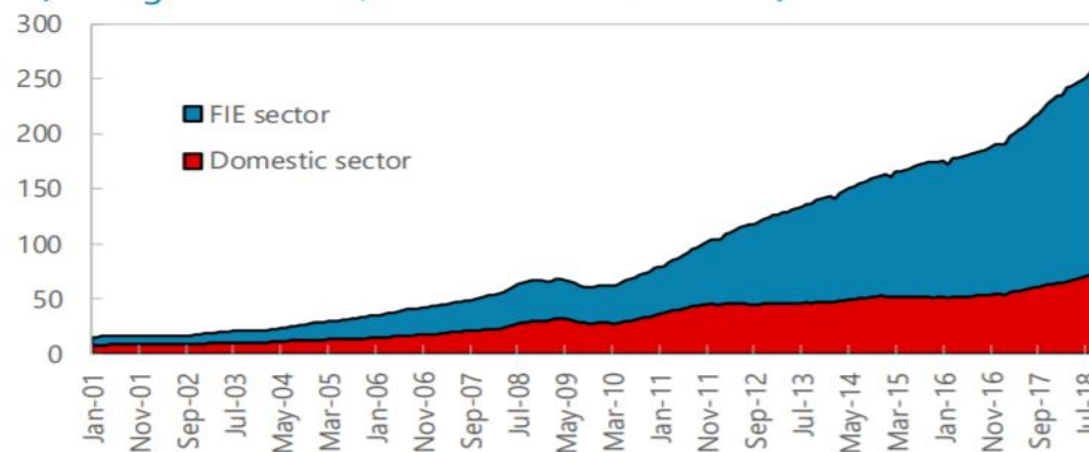
Vietnam: Participation in Global Value Chains
(In percent of GDP)



Sources: TiVa database; and IMF staff calculations.

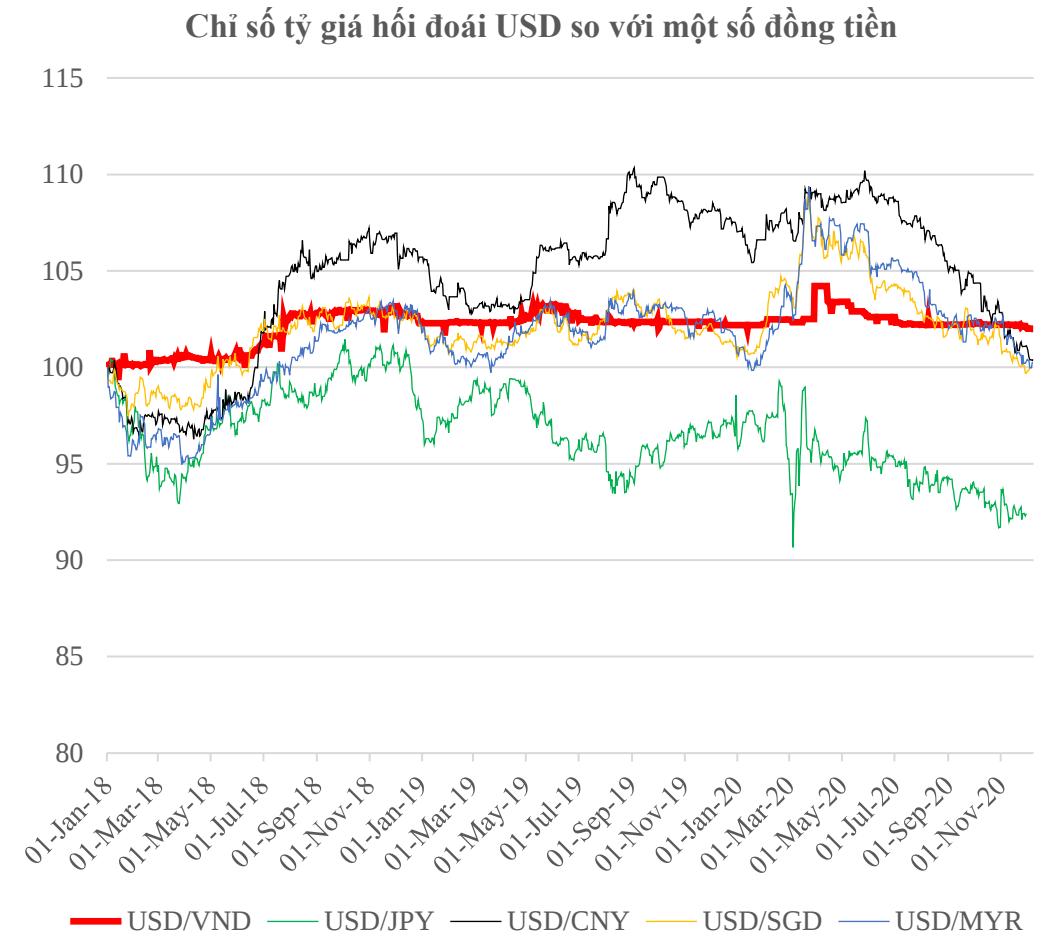
ASEAN includes Indonesia, Malaysia, Philippines, Thailand, and Vietnam. Forward linkages are domestically produced intermediates to be used in third countries, and backward linkages are foreign value-added in domestic exports.

Vietnam: Exports–Domestic and FIE Sector, Jan.01–Dec.18
(Rolling 12-months, in billions of U.S. dollars)



Chính sách tỷ giá

- Việt Nam quản lý khá chặt giá trị của tiền đồng.
- Từ tháng 1/2016, SBV đã cho phép VND biến động +/- 3% so với rổ tiền tệ đã thiết lập trước đó, với tỷ giá tham chiếu được cập nhật hàng ngày.
- Xét về mặt danh nghĩa, cả so với USD hay rổ tiền tệ, VND vẫn khá ổn định kể từ năm 2011.
- Với sự tăng trưởng năng suất mạnh mẽ, cùng với lạm phát cao hơn nhiều so với các đối tác thương mại, REER đã tăng lên đáng kể từ cuối năm 2010 đến cuối năm 2015 (tăng 22%), sau đó nhìn chung ổn định từ 2015 đến nay.
- VND đã duy trì tương đối ổn định so với USD trong năm 2019, tuy nhiên **NEER và REER đã lên giá lần lượt 1,7% và 2,2% trong 11 tháng đầu năm 2019.**
- Đánh giá gần nhất của IMF chỉ ra rằng **VND đã bị định giá thấp hơn 8,4% so với tỷ giá thực cơ sở năm 2018.**



Việt Nam vs. Hoa Kỳ

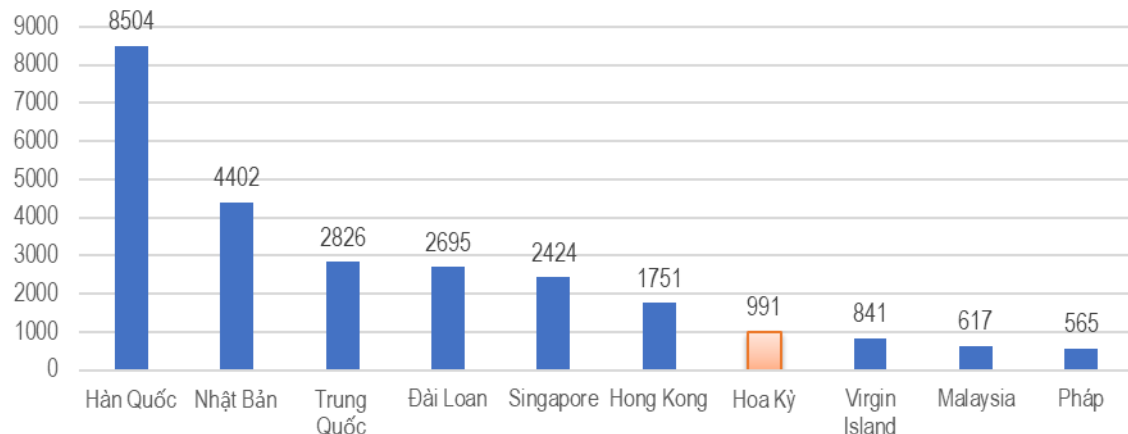
- Thặng dư thương mại hàng hóa của VN với Hoa Kỳ chạm mốc 47 tỷ USD trong 4Q đến 6/2019, đứng thứ 6 trong các đối tác thương mại lớn của Hoa Kỳ.
- Năm 2020: Thặng dư thương mại hàng hóa ước đạt 63 tỷ USD
- Theo USDT:
 - Thặng dư thương mại ngày càng tăng với Hoa Kỳ phản ánh sự mở rộng năng lực xuất khẩu hàng may mặc và công nghệ của Việt Nam, sự hội nhập chuỗi cung ứng toàn cầu ngày càng tăng của VN.
 - Tuy nhiên, các hàng rào thuế quan và phi thuế quan đã cản trở các công ty Hoa Kỳ và các nhà sản xuất nông nghiệp tiếp cận với thị trường Việt Nam trong lĩnh vực ô tô, nông nghiệp, thương mại kỹ thuật số, thanh toán điện tử và các lĩnh vực khác.

Quan ngại:

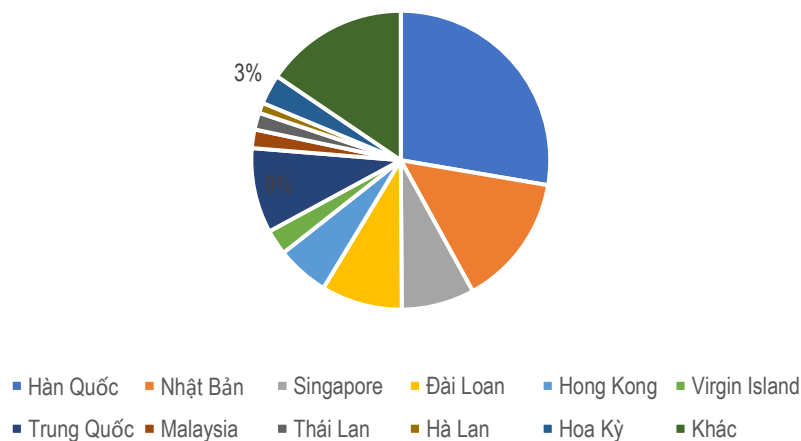
- Một số mặt hàng nhập khẩu từ Việt Nam tăng mạnh, đối ngược với sự sụt giảm nhập khẩu các mặt hàng tương tự từ Trung Quốc.
 - Phản ánh sự dịch chuyển của chuỗi cung ứng, và việc gia tăng sản xuất trong các nhà máy hiện có (cả sản phẩm có GTGT thấp [quần áo, giày dép và túi xách] và sản phẩm GTGT cao hơn [thiết bị điện và điện tử]).
 - Tuy nhiên, có tình trạng trung chuyển hàng (**trans-shipment**) qua Việt Nam để tránh thuế nhập khẩu của Trung Quốc.
- **Việt Nam cần tiếp tục củng cố khuôn khổ pháp lý để chống gian lận thương mại và tăng cường các biện pháp thực thi nhằm giảm lượng hàng trung chuyển.**

Đầu tư của Mỹ vào Việt Nam còn khiêm tốn

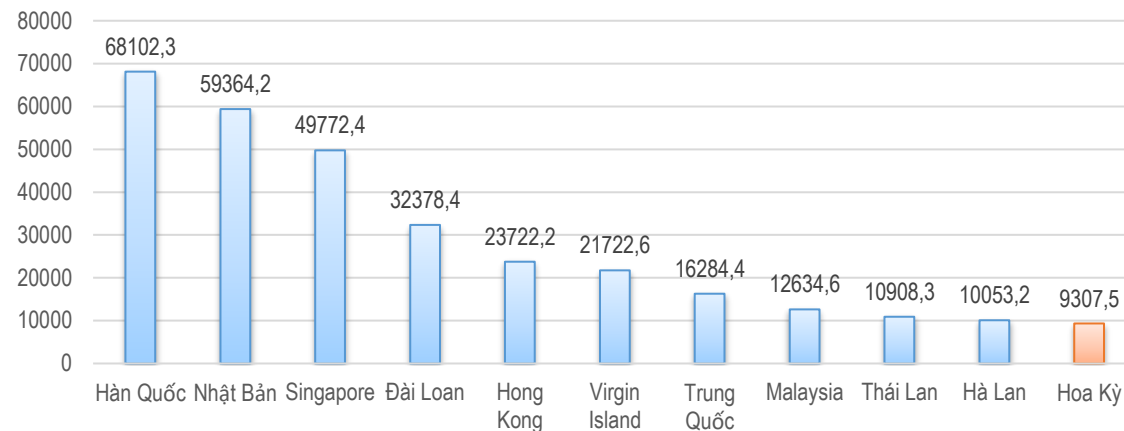
Top 10 nước có số dự án FDI lớn nhất vào Việt Nam
(Lũy kế dự án còn hiệu lực đến cuối 2019)



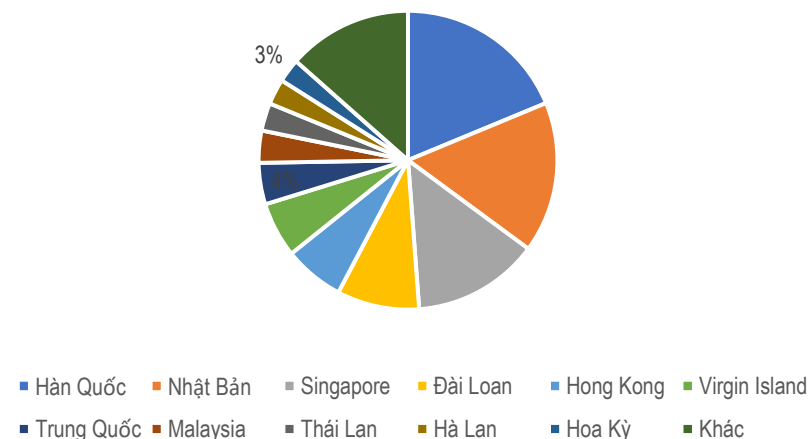
Cơ cấu dự án FDI từ các nước



Top 11 nước có số vốn FDI lớn nhất vào Việt Nam
(Triệu US\$, Lũy kế dự án còn hiệu lực đến cuối 2019)



Cơ cấu vốn đầu tư FDI từ các nước



Ngang bằng sức mua (PPP)

- PPP tuyệt đối:

$$E_{VND/USD} = P_{VN}/P_{US}$$

- Từ lý thuyết định lượng về tiền:

$$E_{VND/USD} = \frac{P_{VN}}{P_{US}} = \frac{M_{VN}^S/L(Y_{VN}, r_{VN})}{M_{US}^S/L(Y_{US}, r_{US})}$$

- PPP tương đối:

$$(E_{VND/USD, t} - E_{VND/USD, t-1})/E_{VND/USD, t-1} = \pi_{VN, t} - \pi_{US, t}$$

NGANG BẰNG LÃI SUẤT (IRP)

- Ngang bằng lãi suất có bảo hiểm (CIP)

$$i_{VND} - i_{USD} = \frac{F - S}{S}$$

- Ngang bằng lãi suất không bảo hiểm (UIP)

$$i_{VND} - i_{USD} = \frac{E(S_{t+1}) - S_t}{S_t}$$

REER và NEER

- Tỷ giá hiệu dụng danh nghĩa (Nominal Effective Exchange Rate - NEER) và tỷ giá hiệu dụng thực (Real Effective ER – REER) là trung bình trọng số của chỉ số tỷ giá danh nghĩa và chỉ số tỷ giá thực đối với tỷ giá của nước (i) năm (t)

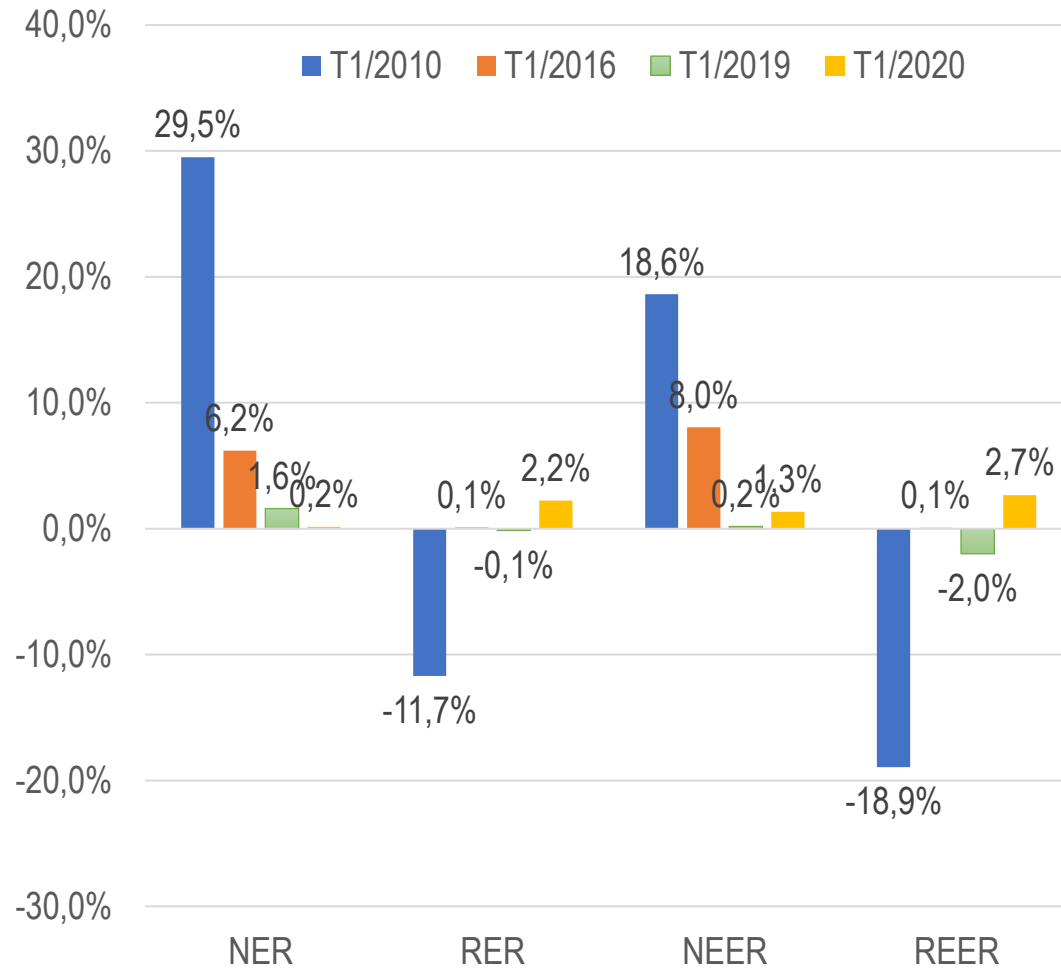
$$NEER_{VN, t} = \sum w_i \bar{E}_{j/i, t}$$

$$REER_{VN, t} = \sum w_i \bar{\epsilon}_{j/i, t}$$

- Trong đó, w_i là trọng số ngoại thương giữa VN với nước i. $\bar{E}_{j/i, t}$ và $\bar{\epsilon}_{j/i, t}$ lần lượt là chỉ số tỷ giá danh nghĩa và chỉ số tỷ giá thực của VN với nước i trong năm t.
- NEER và REER cho thấy năng lực cạnh tranh về giá của một nước so với nhiều nước khác (i = 1, 2...N).

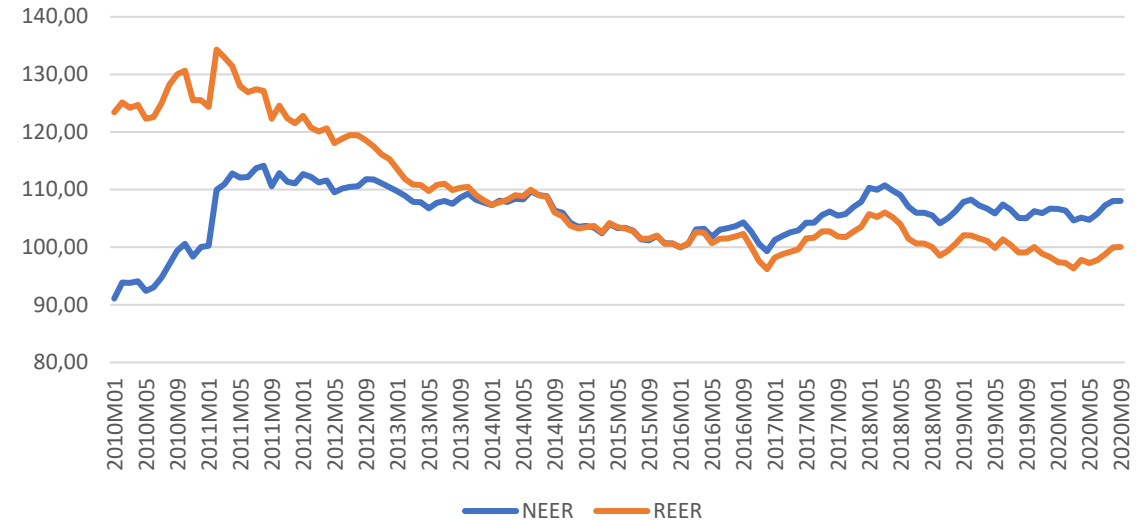
Chỉ số tỷ giá hối đoái song phương và đa phương

Chỉ số tỷ giá hối đoái song phương và đa phương

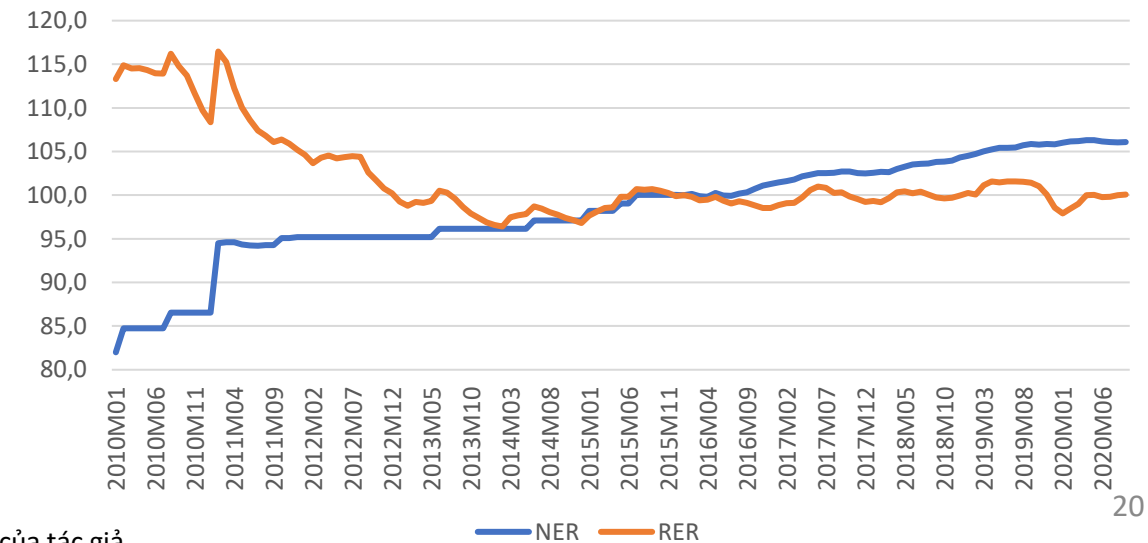


Nguồn: Tính toán của tác giả

Chỉ số tỷ giá đa Phương (2016=100)



Chỉ số tỷ giá song phương USD/VND (2016=100)



Giảm thặng dư CA nếu
bù trừ lỗi và sai EO

Cán cân vãng lai
($CA > 0$)

Cán cân vốn và tài chính
($KA > 0$)

Lỗi và sai
($EO < 0$)

Thay đổi dự trữ*
($\Delta FR < 0$)

* Do nguyên tắc bút toán kép,
 $\Delta FR < 0$ có nghĩa dự trữ tăng

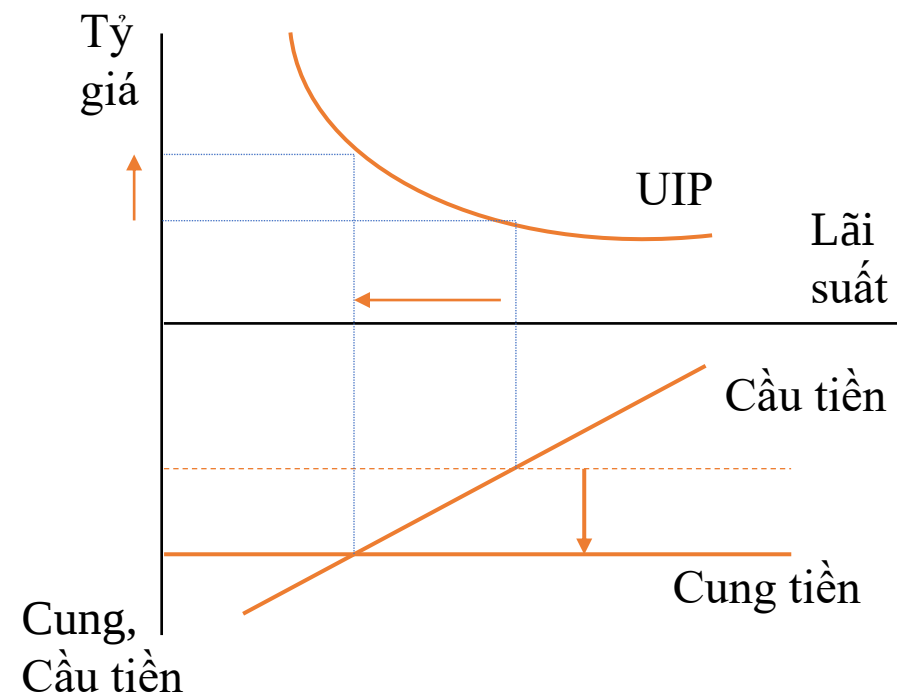
Tăng dự trữ chính thức

Tăng cung tiền (M)

Áp lực lạm phát
và tỷ giá

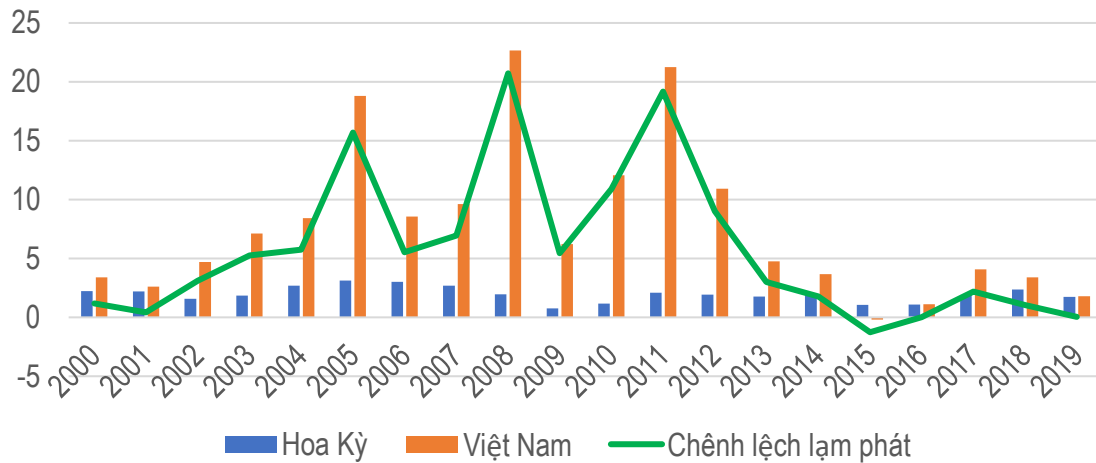
Chính sách vô hiệu
hóa

Áp lực lãi suất

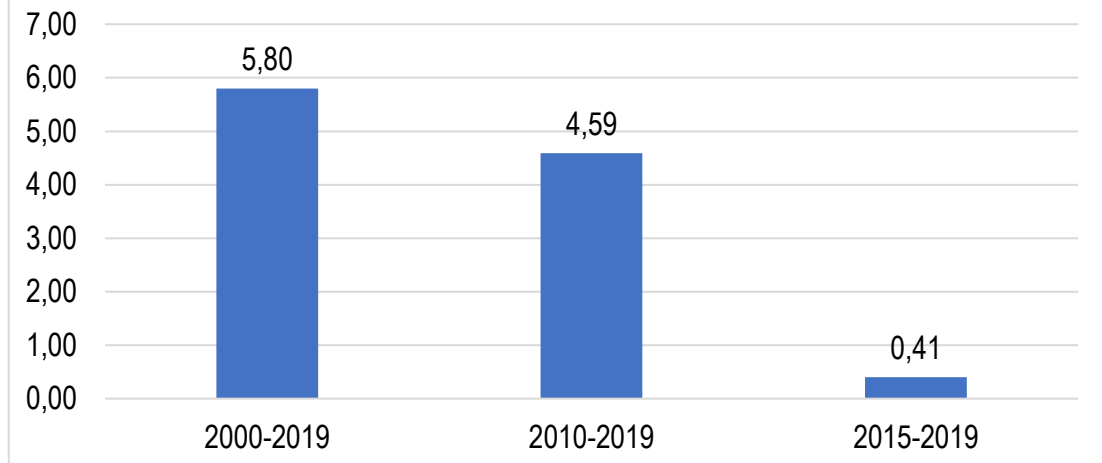


So sánh lạm phát và lãi suất Việt Nam với Hoa Kỳ

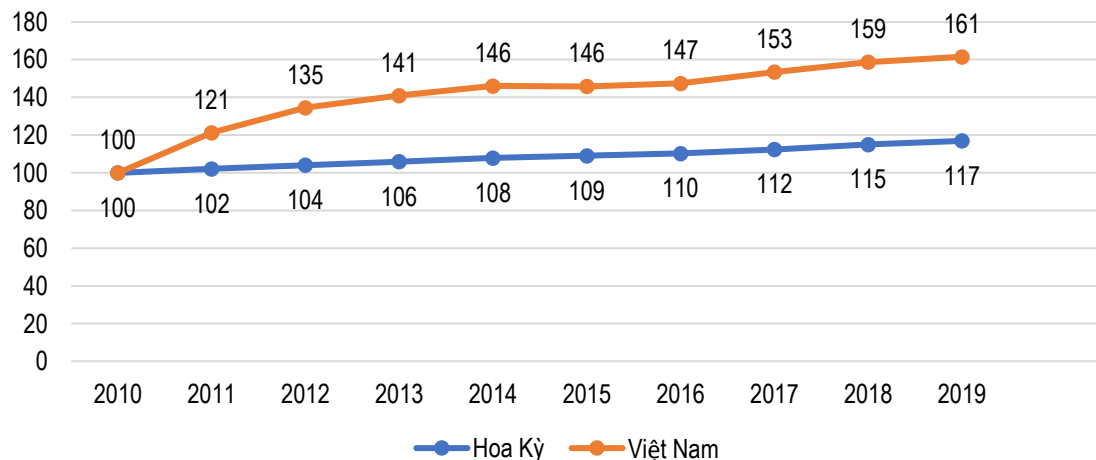
Lạm phát (GDP deflator) Việt Nam vs. Hoa Kỳ (%)



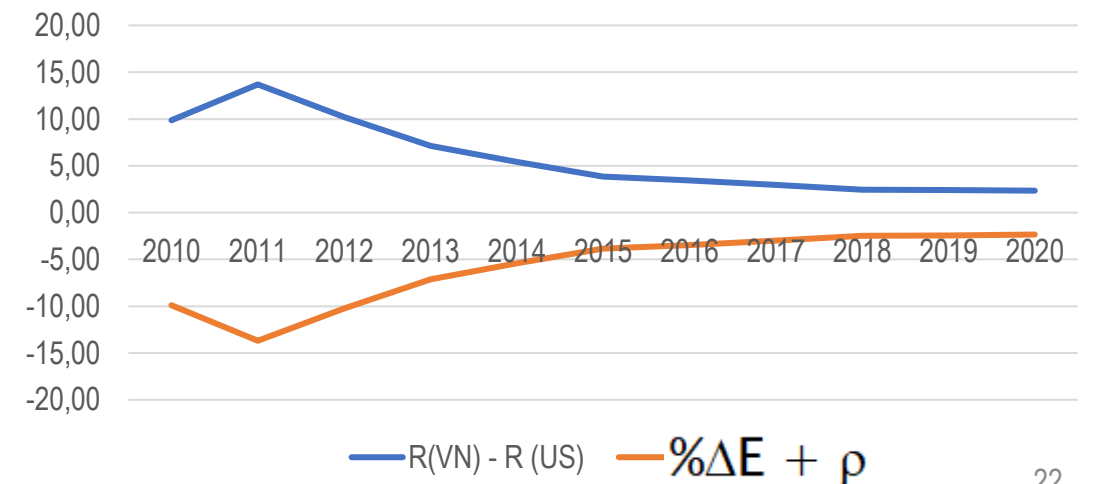
Chênh lệch lạm phát bình quân giữa VN vs. US (điểm %)



Chỉ số khử lạm phát giai đoạn 2010-2019 (2010=100)



Ngang bằng lãi suất

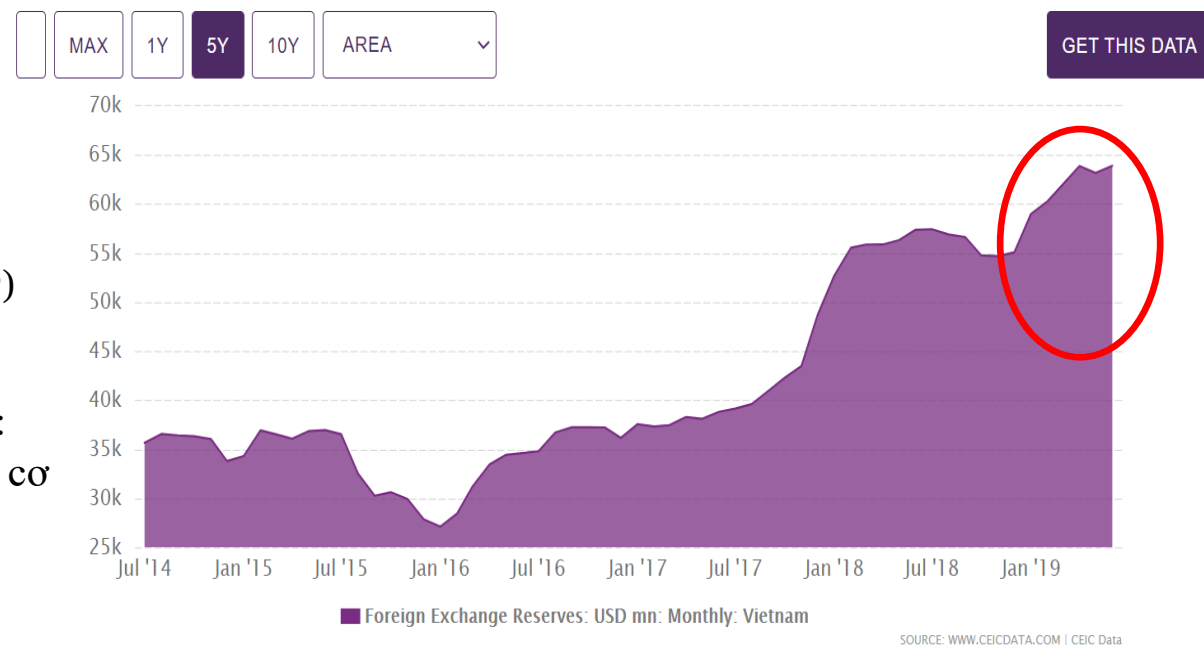


Nguồn: Tính toán của tác giả

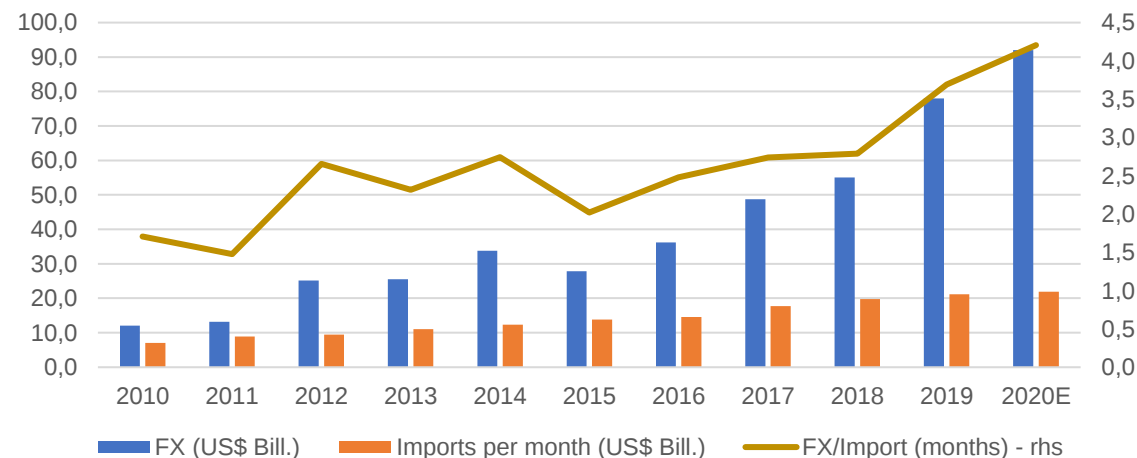
Can thiệp dự trữ ngoại hối

- VN đã can thiệp cả hai chiều trong 4Q đến 6/2019:
 - Bán ra FR trong nửa cuối 2018 (bất ổn tài chính ở các EMs khiến dòng vốn rút ra, gây áp lực giảm giá các đồng tiền, trong đó có VND)
 - SBV đã mua về trở lại FR trong nửa đầu 2019.
 - SBV mua ròng 0,8% GDP trong 4Q đến 6/2019.
- FR của VN vẫn chưa đủ chuẩn tối thiểu theo khuyến cáo của IMF:
 - Chỉ đạt 76% mức khuyến cáo của IMF vào cuối 2018 (trong cơ chế tỷ giá cố định).
- Các khuyến nghị:
 - Một khuôn khổ chính sách tiền tệ hiện đại và mạnh mẽ hơn sẽ cho phép SBV chuyển sang cơ chế chính sách tiền tệ gắn với mục tiêu lạm phát.
 - Nâng cao chất lượng và cải thiện độ chính xác của dữ liệu tài chính sẽ giúp SBV giám sát và ứng phó tốt hơn với các lỗ hổng tài chính.
 - SBV cần giảm bớt sự phụ thuộc vào mục tiêu tăng trưởng tín dụng, qua đó cho phép các tổ chức tài chính phân bổ vốn và quản lý rủi ro tốt hơn.
 - Khi đã củng cố khuôn khổ chính sách tiền tệ và dự trữ đạt mức phù hợp, VN nên giảm bớt sự can thiệp và cho phép tỷ giá hối đoái biến động phù hợp với các nguyên tắc cơ bản của nền kinh tế, bao gồm việc nâng dần tỷ giá REER, qua đó giúp giảm mất cân bằng bên ngoài, trong đó có thặng dư thương mại song phương với Hoa Kỳ.

Vietnam Foreign Exchange Reserves



Năng lực đảm bảo dự trữ ngoại hối của Việt Nam



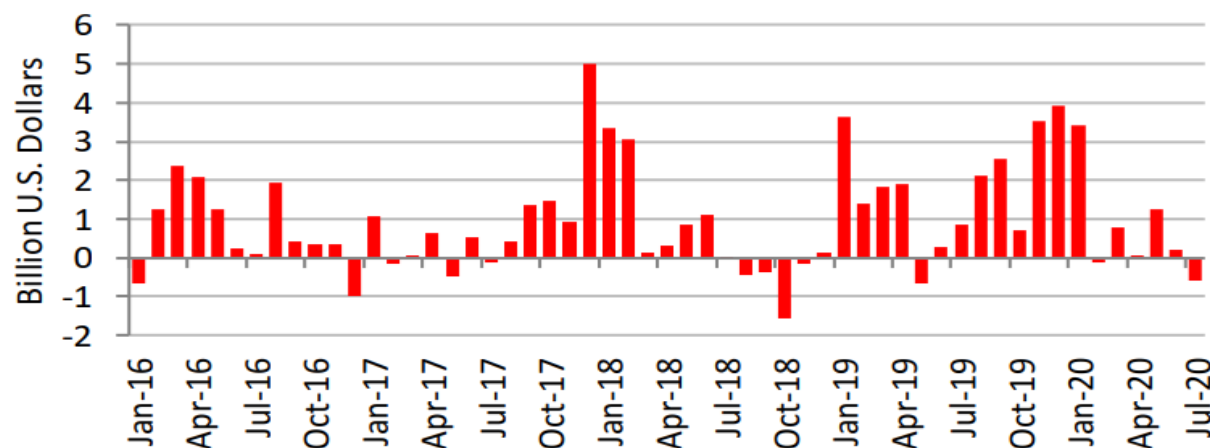
Nguồn: Tính theo số liệu IMF và VN GSO

IMF 2019 Article IV Consultation – Press Release: Staff Report; and Statement by The Executive Director for Vietnam

- *Tác động của các biện pháp can thiệp ngoại hối lên tỷ giá hối đoái thực là nhỏ và tồn tại trong thời gian ngắn.”*
- *Do đó, trong khi lý thuyết cho rằng ngân hàng trung ương có thể sử dụng các biện pháp can thiệp ngoại hối như một công cụ chính sách để giảm thiểu chênh lệch tỷ giá hối đoái thực so với giá trị cơ bản (Ghosh 2016), thì điều đó có thể khó thực hiện ở Việt Nam.”*

- Mặc dù mức tích lũy FX lớn, tỷ lệ đảm bảo vẫn chỉ ở mức khoảng 76 phần trăm của chỉ số ARA, do tăng trưởng nhanh về xuất khẩu, nợ nước ngoài và cung tiền của Việt Nam.
- Với mức khoảng 2,4 tháng nhập khẩu hàng hóa và dịch vụ, dự trữ vẫn dưới mức trung bình 9 tháng của các nước thị trường mới nổi trong khu vực.

Vietnam: Estimated FX Intervention



Sources: State Bank of Vietnam, U.S. Treasury estimates

Nguồn: USDT

Các yếu tố tác động lên tỷ giá hối đoái, lạm phát Việt Nam

- Hơn một nửa biến động có thể được giải thích bởi các cú sốc nội tại, bao gồm cú sốc TFP đối với khu vực sản xuất, thông qua hiệu ứng Balassa-Samuelson. Nửa biến động còn lại chủ yếu được giải thích bởi cú sốc đối với tỷ giá hối đoái thực, được đo bằng độ lệch so với UIP.
- Các yếu tố khác bao gồm sự can thiệp của tỷ giá hối đoái và cú sốc **chính sách tiền tệ hầu như không đáng kể để giải thích cho tỷ giá hối đoái thực tại Việt Nam.**

2019 Article IV Consultation – Press Release: Staff Report; and Statement by The Executive Director for Vietnam

Vietnam: Variance Decomposition for Real and Nominal FX Rate and Inflation

	(%)			
	Internal shock	External shock	FX intervention	Monetary policy
Real FX rate	63.4	35.6	0.7	0.3
Nominal FX rate	36.5	26.5	21.5	15.6
Inflation rate	53.9	7.8	21.9	16.4
FX reserve	13.6	23.8	5.1	57.5

Note: "Internal shock" includes the aggregate and manufacturing TFP shocks, and "External shock" includes the FX rate shock (deviations from UIP) and the US monetary policy shock.

Source: IMF Staff estimates.

Vấn đề của Việt Nam hay của Mỹ?

- **Vấn đề nằm ở Việt Nam?**

- **Chuyển dịch các nhà máy** lắp ráp quần áo, giày, điện tử sang Việt Nam do sức ép tăng chi phí lao động ở Trung Quốc và căng thẳng thương mại với Hoa Kỳ
- **Giá trị gia tăng hàng hóa xuất khẩu** của khối FDI thường là rất thấp và rất nhiều giá trị “thặng dư của Việt Nam” với Mỹ là phần chiêu của hàng nhập khẩu từ phần còn lại của châu Á.
- Thặng dư thương mại, cán cân tài khoản vãng lai hay dự trữ ngoại hối đều **không cho thấy có dấu hiệu đáng kể hay có sự gia tăng về thao túng tiền tệ**.

- **Hay vấn đề ở Hoa Kỳ?**

- **Đồng USD mạnh trong năm 2019 là nhờ lãi suất của Cơ quan dự trữ liên bang tăng** từ gần 0 trước 2016 lên hơn 2 phần trăm vào cuối năm 2019.
- Chính sách cắt giảm thuế mạnh và trạng thái toàn dụng lao động ở Mỹ năm 2017 đã làm **tăng cầu ở Mỹ** và góp phần vào thâm hụt thương mại đang tăng.

(*Phân tích của GS. David Dapice, 2020, “Giải đáp cáo buộc Việt Nam thao túng tiền tệ”, <https://www.eastasiaforum.org/2020/11/10/debunking-vietnams-currency-manipulation/#more-311818>)

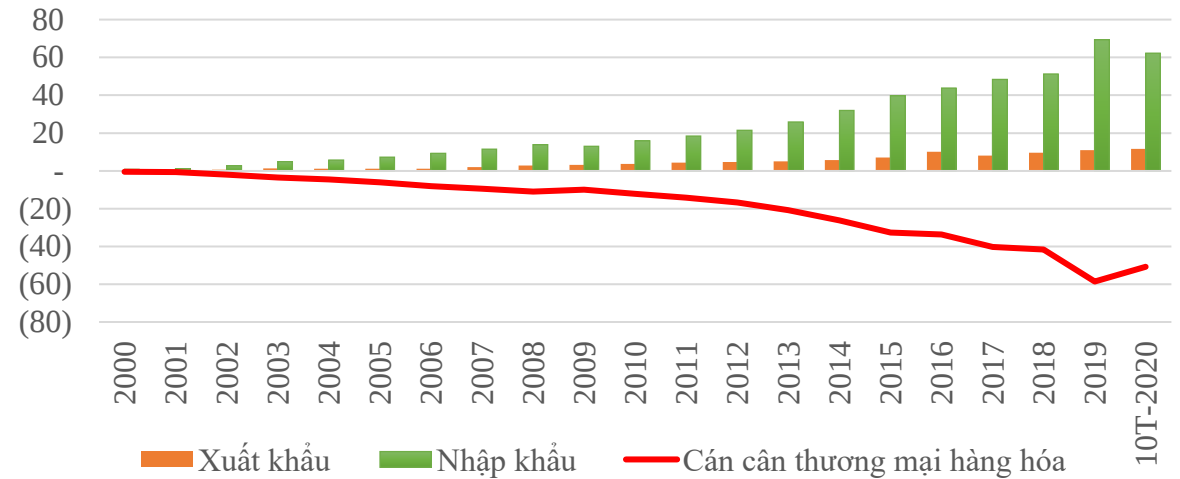
- **Thảo luận:**

- Thâm hụt cán cân dịch vụ
- Bản chất thặng dư CA
- Lỗi và sai lớn trên BOP
- Chính sách can thiệp FX
- Đầu tư của Mỹ vào Việt Nam
- Nhập khẩu của Việt Nam từ doanh nghiệp Mỹ ở ngoài nước Mỹ
- Nâng giá VND có giúp cải thiện thâm hụt thương mại của Mỹ với VN?
- Thương mại là tự do hay có thể lực thị trường?
- Hệ thống tiền tệ quốc tế: Tại sao Mỹ thâm hụt?
-

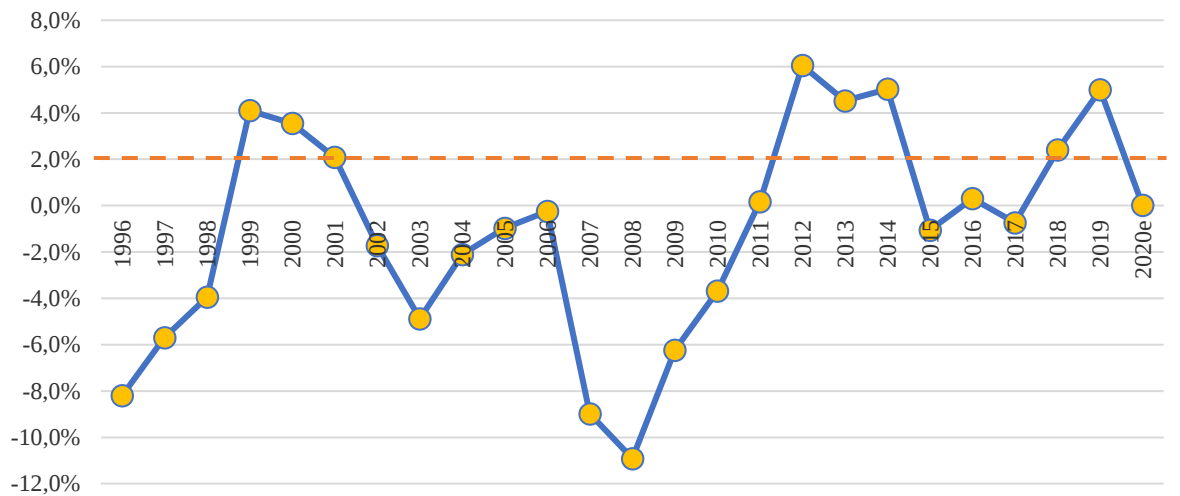
Khả năng báo cáo tiếp theo của Bộ Tài chính Mỹ?

	Thương mại song phương	Cán cân vãng lai	Can thiệp FX	
Ngưỡng	20 tỷ USD	2% GDP	2% GDP	6/12 tháng
4Q2018	40	5.40%	1.70%	Không
2H2018-1H2019	47	1.70%	0.80%	Không
4Q2019	58.5	5.00%	7.37%	Không
2H2019-1H2020	58	4.60%	5.10%	Có
4Q2020	~ 63	0.02%	3.5%	Không

Cán cân thương mại hàng hóa của Hoa Kỳ với VN (tỷ USD)



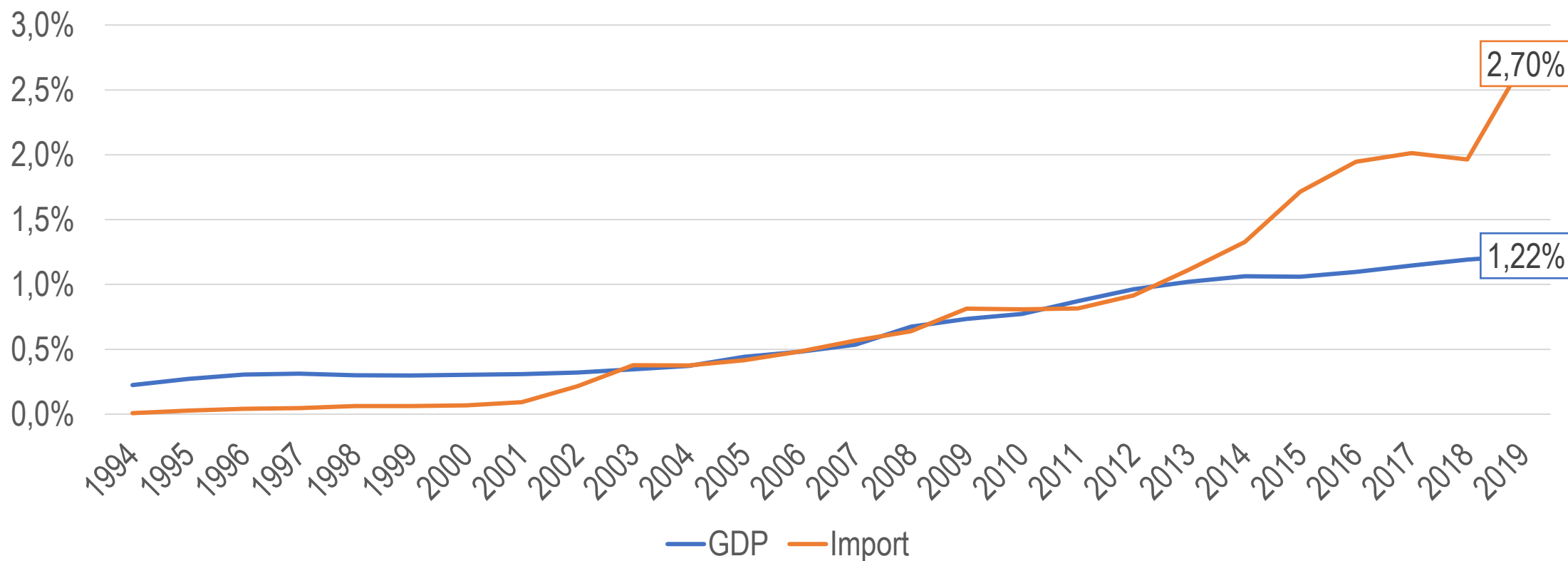
Cán cân vãng lai (% GDP)



Nguồn: Tính toán của tác giả

Việt Nam có khả năng theo tóng nền kinh tế Mỹ không?

Quy mô kinh tế VN so với Mỹ và tỷ trọng nhập khẩu từ VN vào Mỹ



Chiến lược và giải pháp

- **Chính trị và ngoại giao rất quan trọng**

- Tranh thủ sự ủng hộ của các kênh
- Vận động hành lang

- **Ngắn hạn (chiến thuật)**

- Cùng hợp tác để làm rõ căn cứ cáo buộc của USTR và USDT
- Điều hành tỷ giá linh hoạt hơn theo tín hiệu thị trường
- Can thiệp song chiều cả mua và bán FX linh hoạt
- Tăng dự trữ FR tối thiểu dựa theo khuyến cáo của IMF
- Tìm kiếm sự hỗ trợ của IMF (Article IV)
- Chống gian lận thương mại, chống chuyển tải (trans-shipment)
- Kiểm soát lỗi và sai trên BOP
- Chiến lược bình luận công chúng (Public Comments)

- **Dài hạn (chiến lược)**

- Xây dựng khuôn khổ chính sách tiền tệ hiện đại
- Kiểm soát lạm phát
- Cải thiện chất lượng dữ liệu tài chính
- Giảm phụ thuộc vào mục tiêu tăng trưởng tín dụng, sử dụng các công cụ giám sát ngân hàng theo chuẩn mực Basel
- Tăng cường khả năng chống chịu bằng các khuôn khổ chính sách mạnh mẽ hơn
- Mở cửa thị trường Việt Nam trong các lĩnh vực nông nghiệp, thương mại kỹ thuật số, thanh toán điện tử và các lĩnh vực khác
- Khuyến khích thu hút đầu tư từ Hoa Kỳ
- Thực hiện cam kết cải cách theo các FTA thế hệ mới
- Tăng sức cạnh tranh của khu vực nội địa, cải cách cơ cấu và năng suất