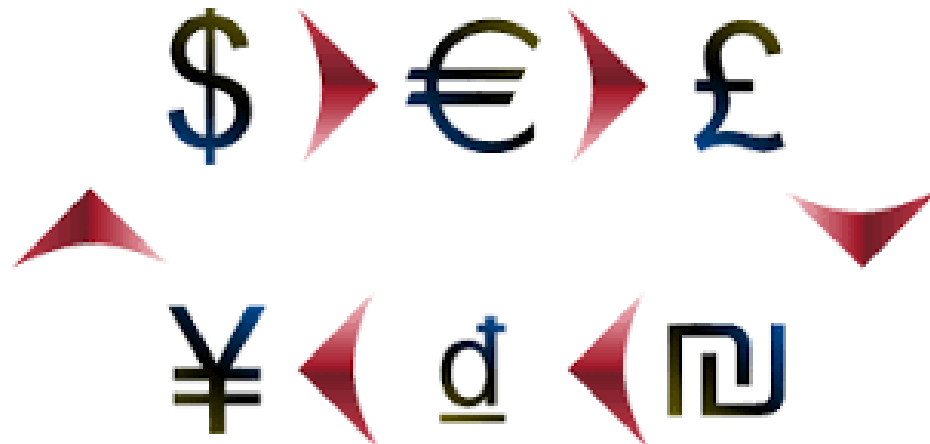


Bài giảng 16

Cơ chế tỷ giá hối đoái nào cho Việt Nam?

Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright
Học kỳ Thu

Đỗ Thiên Anh Tuấn



Nội dung trình bày

- Lựa chọn cơ chế tỷ giá của các nước
- Khái lược bức tranh vĩ mô của Việt Nam
- Lựa chọn cơ chế tỷ giá hối đoái nào?

Sự phát triển của các chế độ tỷ giá

	Shares		
	1990	1997	2004*
All countries			
Hard pegs ^a	15.82	18.48	25.67
Intermediate ^b	68.99	52.72	45.45
Floating ^c	15.19	28.80	28.88
Total	100.00	100.00	100.00
Members	158	184	187
Advanced countries			
Hard pegs ^a	0.00	4.17	54.17
Intermediate ^b	73.91	58.33	4.17
Floating ^c	26.09	37.50	41.67
Total	100.00	100.00	100.00
Members	23	24	24
Emerging market countries			
Hard pegs ^a	6.67	12.50	12.50
Intermediate ^b	76.67	56.25	40.63
Floating ^c	16.67	31.25	46.88
Total	100.00	100.00	100.00
Members	30	32	32
Developing countries			
Hard pegs ^a	21.90	22.66	23.66
Intermediate ^b	65.71	50.78	54.20
Floating ^c	12.38	26.56	22.14
Total	100.00	100.00	100.00
Members	105	128	131

Source: Barry Eichengreen and Raul Razo-Garcia, 2006

Tình trạng kiểm soát dòng vốn ở các nước trên thế giới

	Shares		
	1990	1997	2003
All countries			
Closed	77.63	66.87	59.63
Open	22.37	33.13	40.37
Total	100.00	100.00	100.00
Members	152	163	161
Advanced countries			
Closed	42.86	18.18	9.09
Open	57.14	81.82	90.91
Total	100.00	100.00	100.00
Members	21	22	22
Emerging market countries			
Closed	80.00	74.19	54.84
Open	20.00	25.81	45.16
Total	100.00	100.00	100.00
Members	30	31	31
Developing countries			
Closed	84.16	74.55	71.30
Open	15.84	25.45	28.70
Total	100.00	100.00	100.00
Members	101	110	108

Source: Barry Eichengreen and Raul Razo-Garcia, 2006

Kiểm soát vốn và cơ chế tỷ giá ở các nước

		Capital controls	Exchange rate	Shares		
				1990	1997	2003
All countries						
I	Open	Fixed		3.31	2.47	11.80
II	Open	Intermediate		14.57	19.75	14.29
III	Open	Floating		4.64	11.11	14.29
IV	Closed	Fixed		12.58	14.20	11.80
V	Closed	Intermediate		54.97	32.72	32.92
VI	Closed	Floating		9.93	19.75	14.91
Total				100.00	100.00	100.00
Members				151	162	161
Advanced countries						
I	Open	Fixed		0.00	0.00	50.00
II	Open	Intermediate		33.33	45.45	4.55
III	Open	Floating		23.81	36.36	36.36
IV	Closed	Fixed		0.00	0.00	0.00
V	Closed	Intermediate		42.86	13.64	0.00
VI	Closed	Floating		0.00	4.55	9.09
Total				100.00	100.00	100.00
Members				21	22	22
Emerging market countries						
I	Open	Fixed		6.67	6.45	12.90
II	Open	Intermediate		13.33	12.90	12.90
III	Open	Floating		0.00	6.45	19.35
IV	Closed	Fixed		0.00	6.45	0.00
V	Closed	Intermediate		63.33	45.16	25.81
VI	Closed	Floating		16.67	22.58	29.03
Total				100.00	100.00	100.00
Members				30	31	31
Developing countries						
I	Open	Fixed		3.00	1.83	3.70
II	Open	Intermediate		11.00	16.51	16.67
III	Open	Floating		2.00	7.34	8.33
IV	Closed	Fixed		19.00	19.27	17.59
V	Closed	Intermediate		55.00	33.03	41.67
VI	Closed	Floating		10.00	22.02	12.04
Total				100.00	100.00	100.00
Members				100	109	108

Source: Barry Eichengreen and Raul Razo-Garcia, 2006

Cơ chế tỷ giá các nước dự báo đến 2025 (dựa theo cách phân loại của Reinhart và Rogoff)

Scenario	Hard pegs	Intermediate	Floating	Freely floating
All countries				
Bad	18.37	53.19	13.51	14.93
Average	37.71	29.09	31.31	1.89
Good	79.75	10.45	9.66	0.14
Advanced countries				
Bad	23.89	12.92	63.02	0.17
Average	47.45	12.02	40.38	0.15
Good	64.82	11.21	23.84	0.13
Emerging market countries				
Bad	17.66	52.69	7.02	22.64
Average	19.98	16.23	59.47	4.32
Good	16.70	66.19	15.54	1.58
Developing countries				
Bad	49.59	33.14	6.47	10.79
Average	47.47	33.61	14.64	4.28
Good	43.66	25.32	29.48	1.54

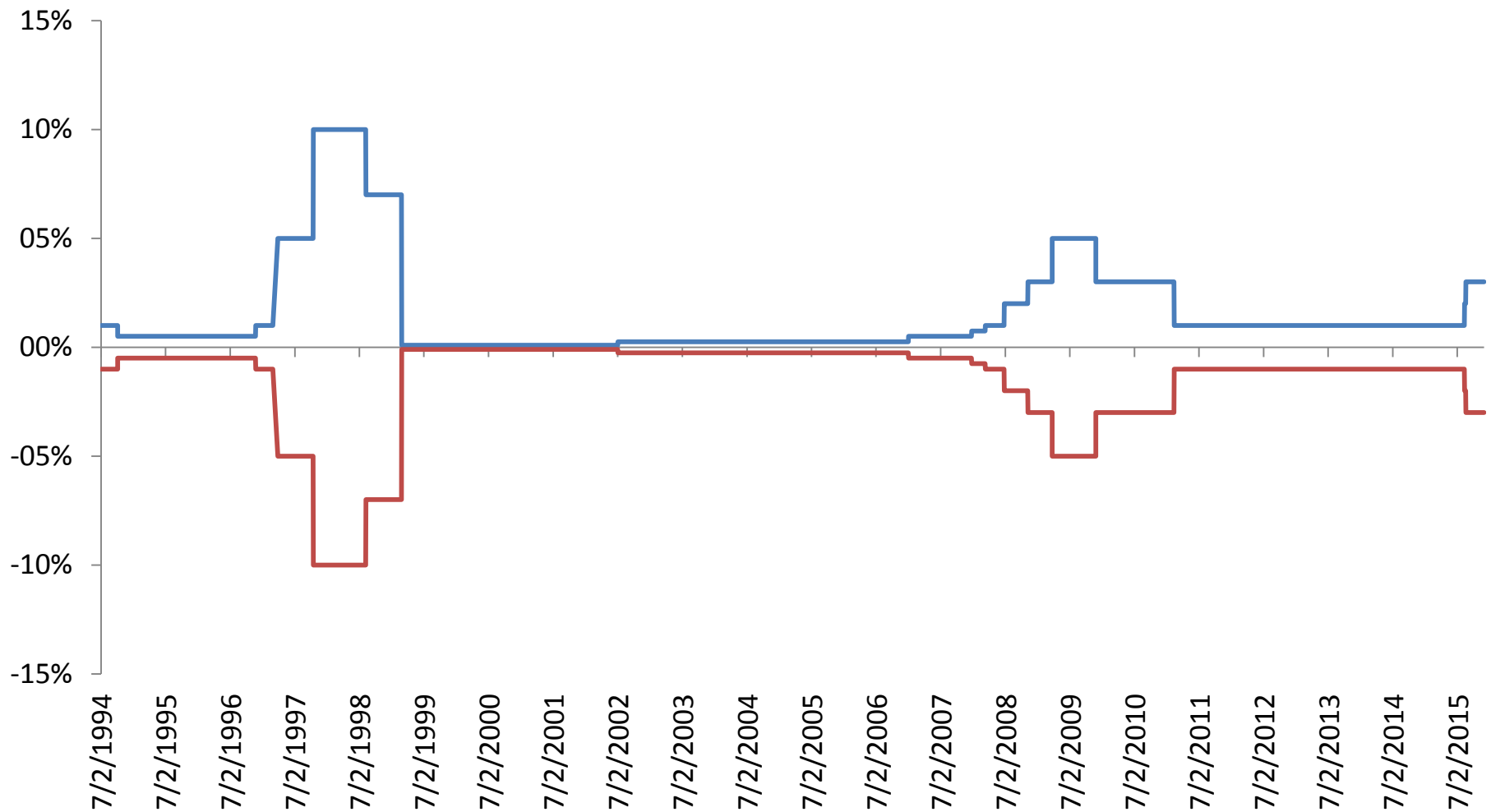
Các đánh đổi trong việc lựa chọn cơ chế tỷ giá

	Thả nổi	Trung gian	Neo mềm	Neo cứng
Ổn định	- -	+ -	++	++
Tính dễ bị tổn thương trước khủng hoảng tiền tệ	++	++	--	++
Tính dễ bị tổn thương trước các cú sốc	++	+ -	--	--
Sự độc lập trong chính sách tiền tệ	++	+ -	--	--

Tóm lược chính sách tỷ giá của Việt Nam

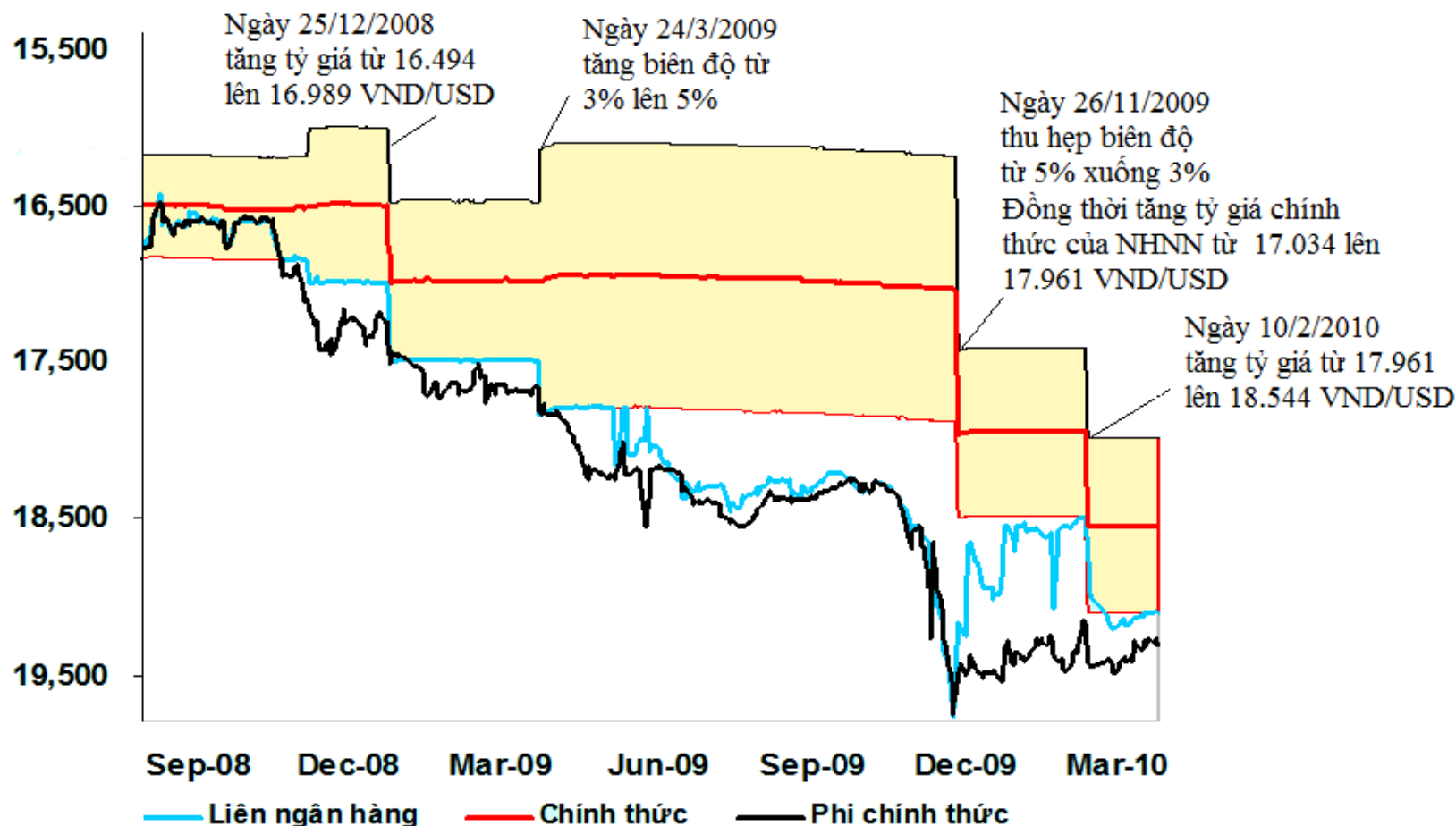
- 1955 – 1989: Chế độ đa tỷ giá
- 1989 – 1991: Chế độ đơn tỷ giá, điều chỉnh theo tín hiệu lạm phát, lãi suất, BOP
- 1991 – 1999: Ấn định tỷ giá chính thức trên cơ sở đấu thầu tại 2 trung tâm giao dịch ngoại tệ, giới hạn biên độ tỷ giá
- 1999 – nay: Công bố tỷ giá bình quân liên ngân hàng, giới hạn biên độ tỷ giá

Lịch sử biên độ tỷ giá VND

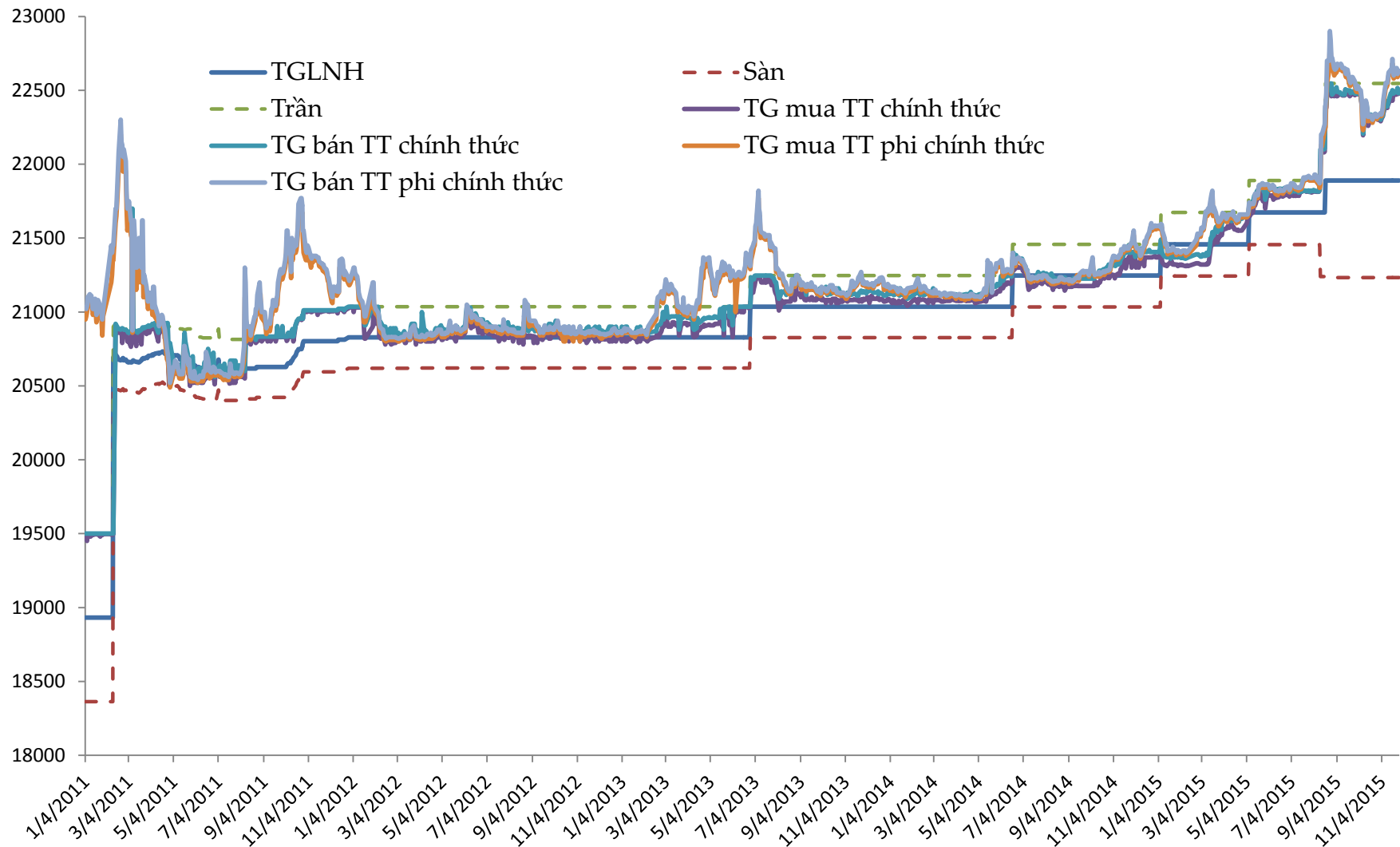


Nguồn: Tác giả tổng hợp

Sức ép tỷ giá ở Việt Nam 2008 - 2010

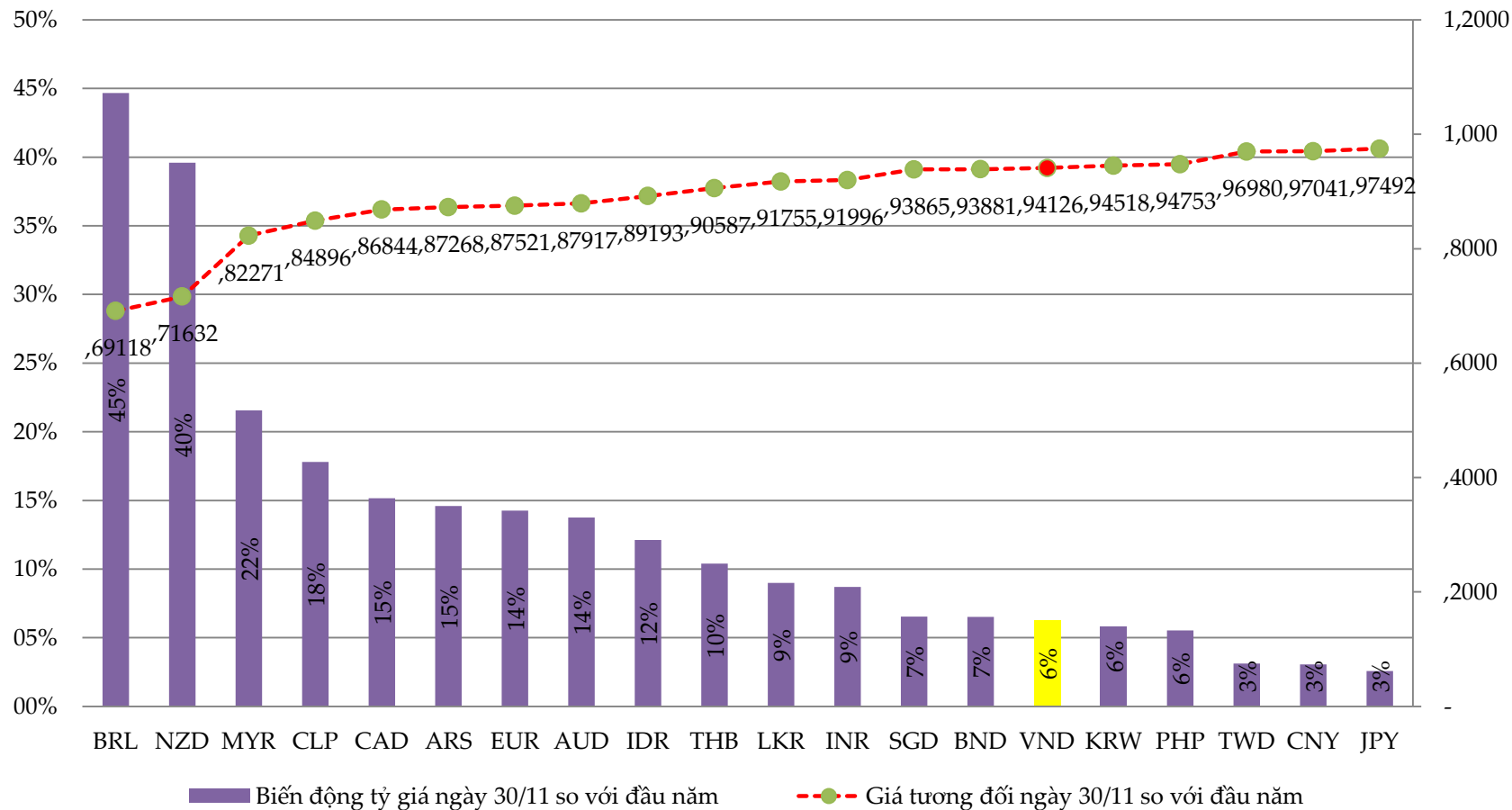


Tình hình tỷ giá 2011-2015



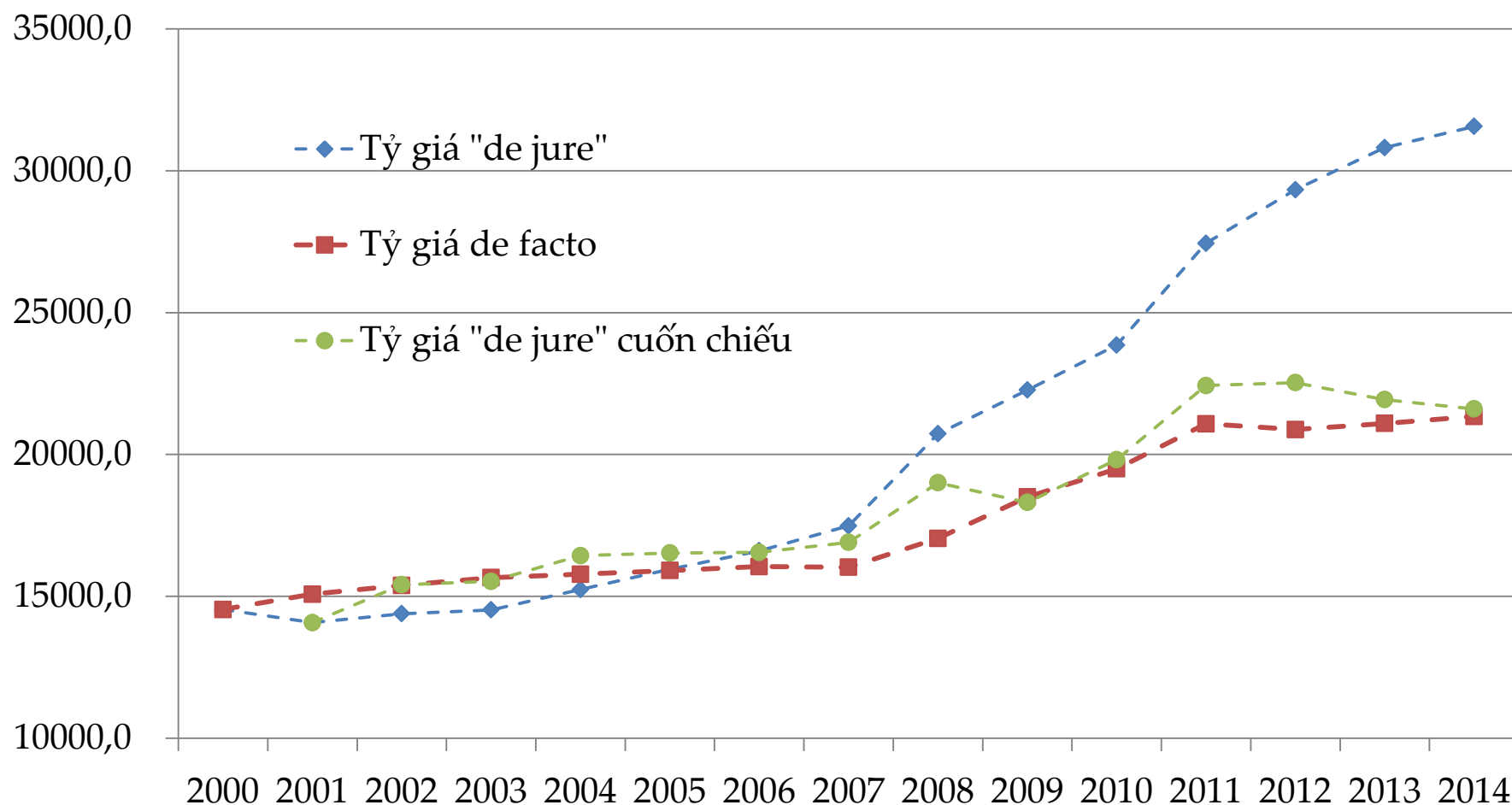
Nguồn: HSC, Reuters

Can thiệp tỷ giá của VN và các nước so với đầu năm 2015

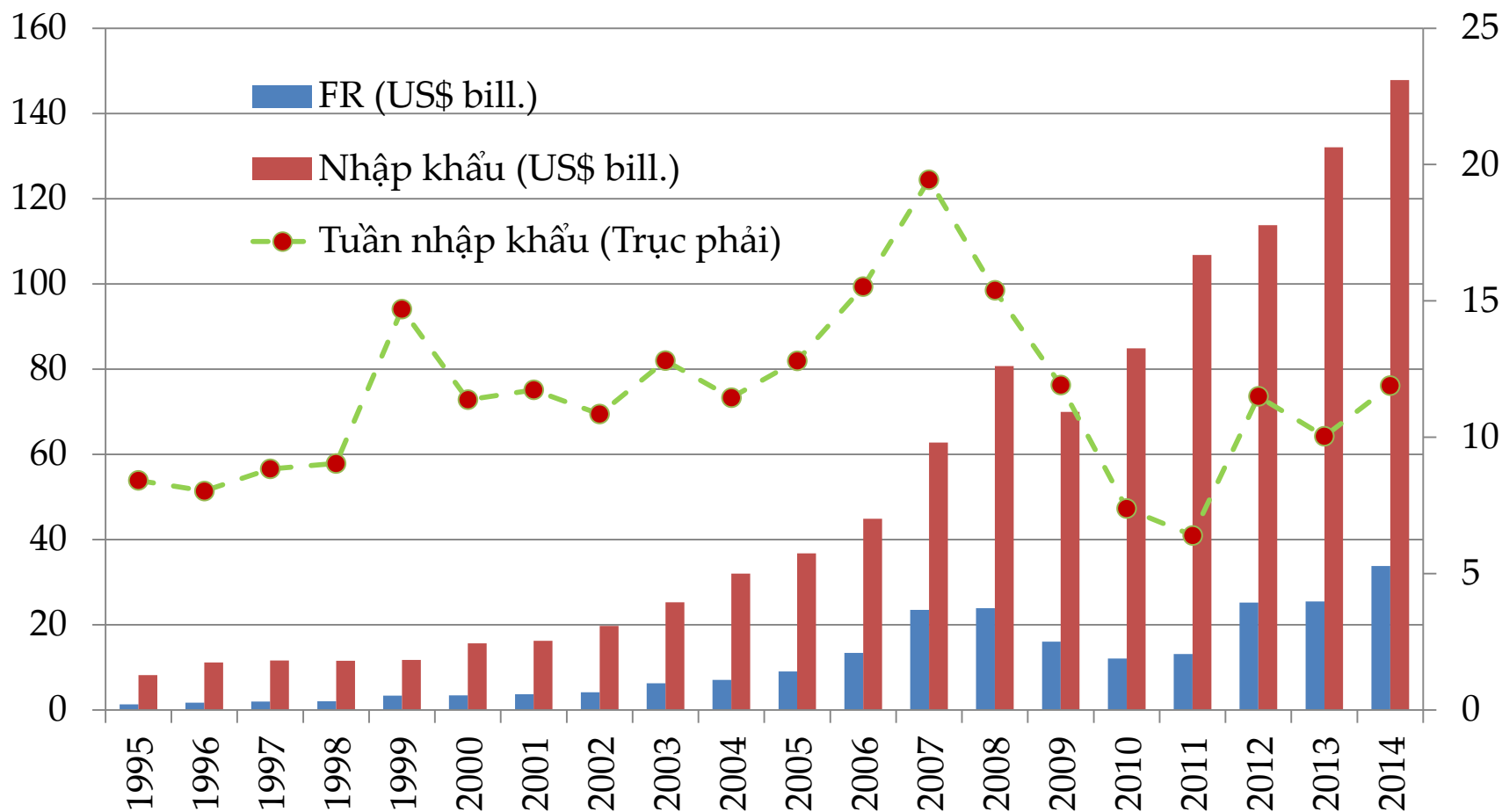


Tỷ giá “de jure” vs. de facto

(tỷ giá ex ante tính dựa trên PPP tương đối)



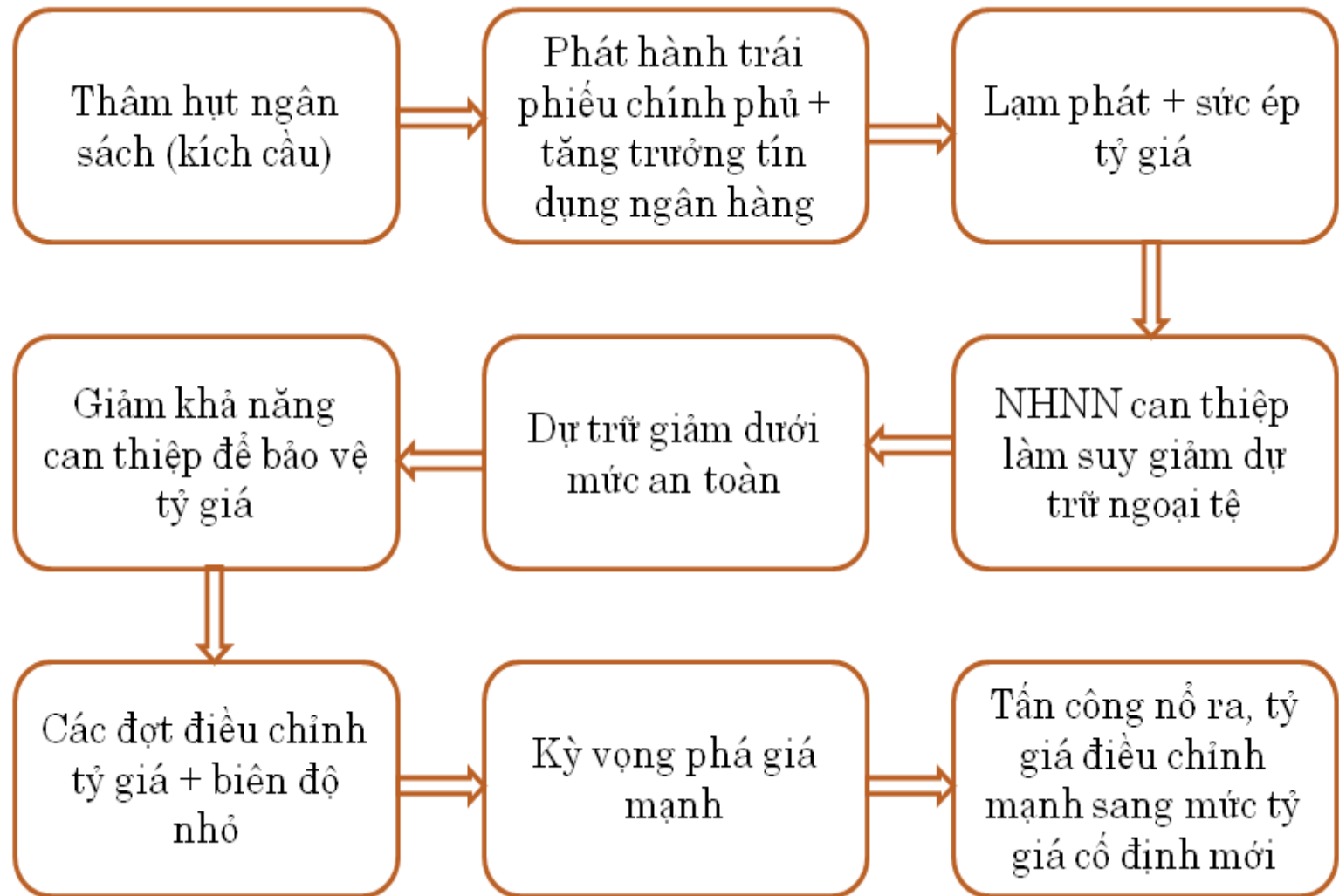
Dự trữ ngoại hối của Việt Nam



Nguồn: IFS (IMF)

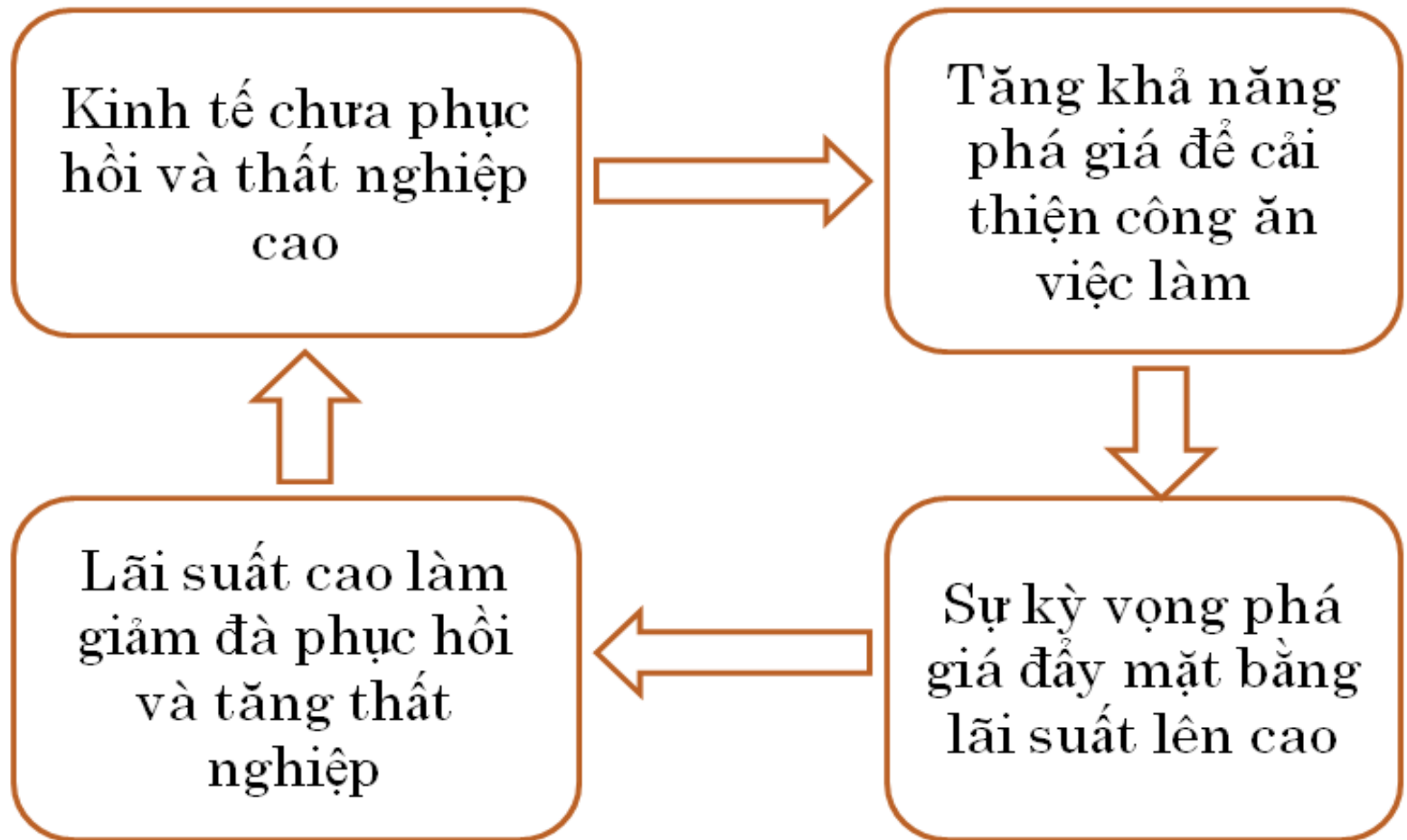
Khủng hoảng tiền tệ ở Việt Nam?

Mô hình 1



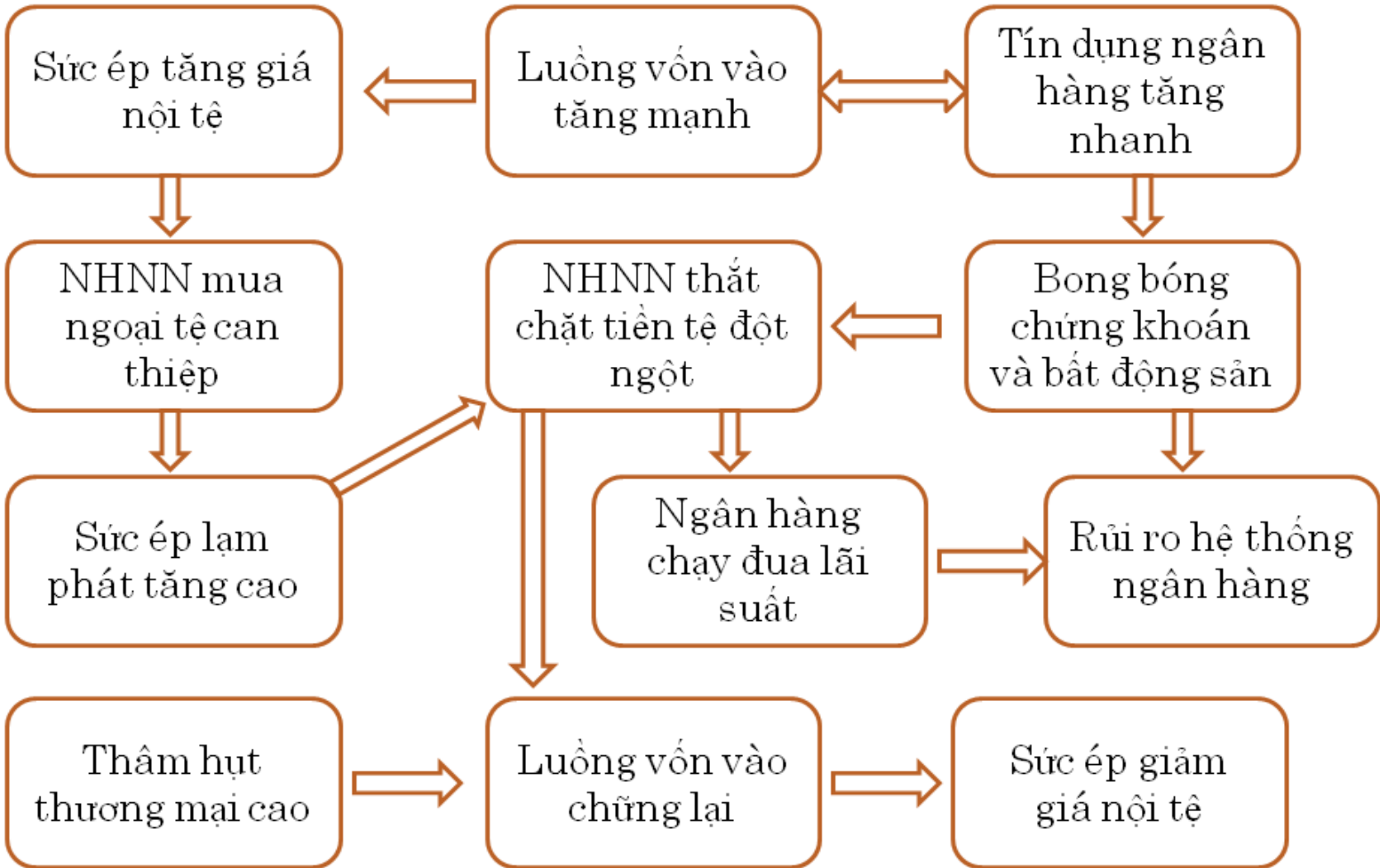
Khủng hoảng tiền tệ ở Việt Nam?

Mô hình 2



Khủng hoảng tiền tệ ở Việt Nam?

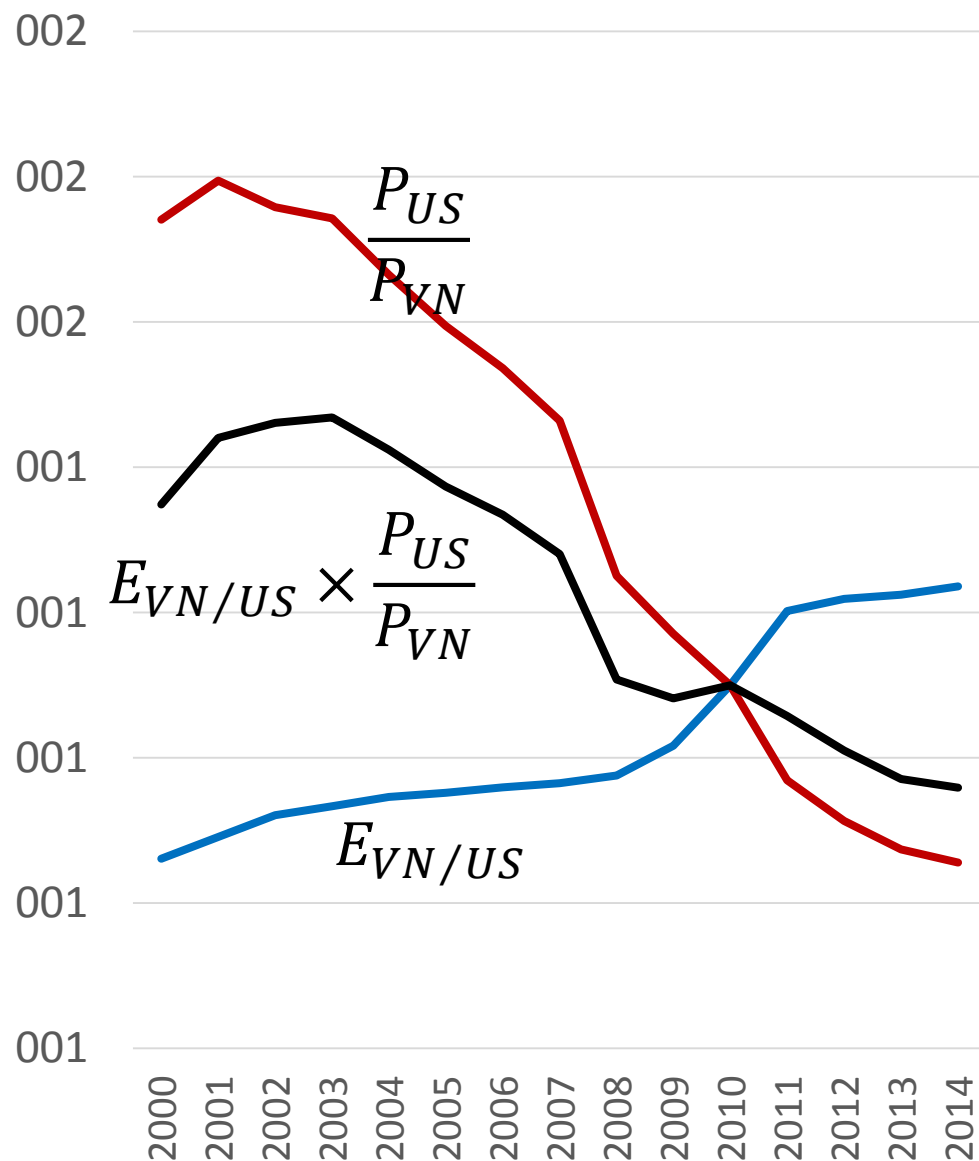
Mô hình 3



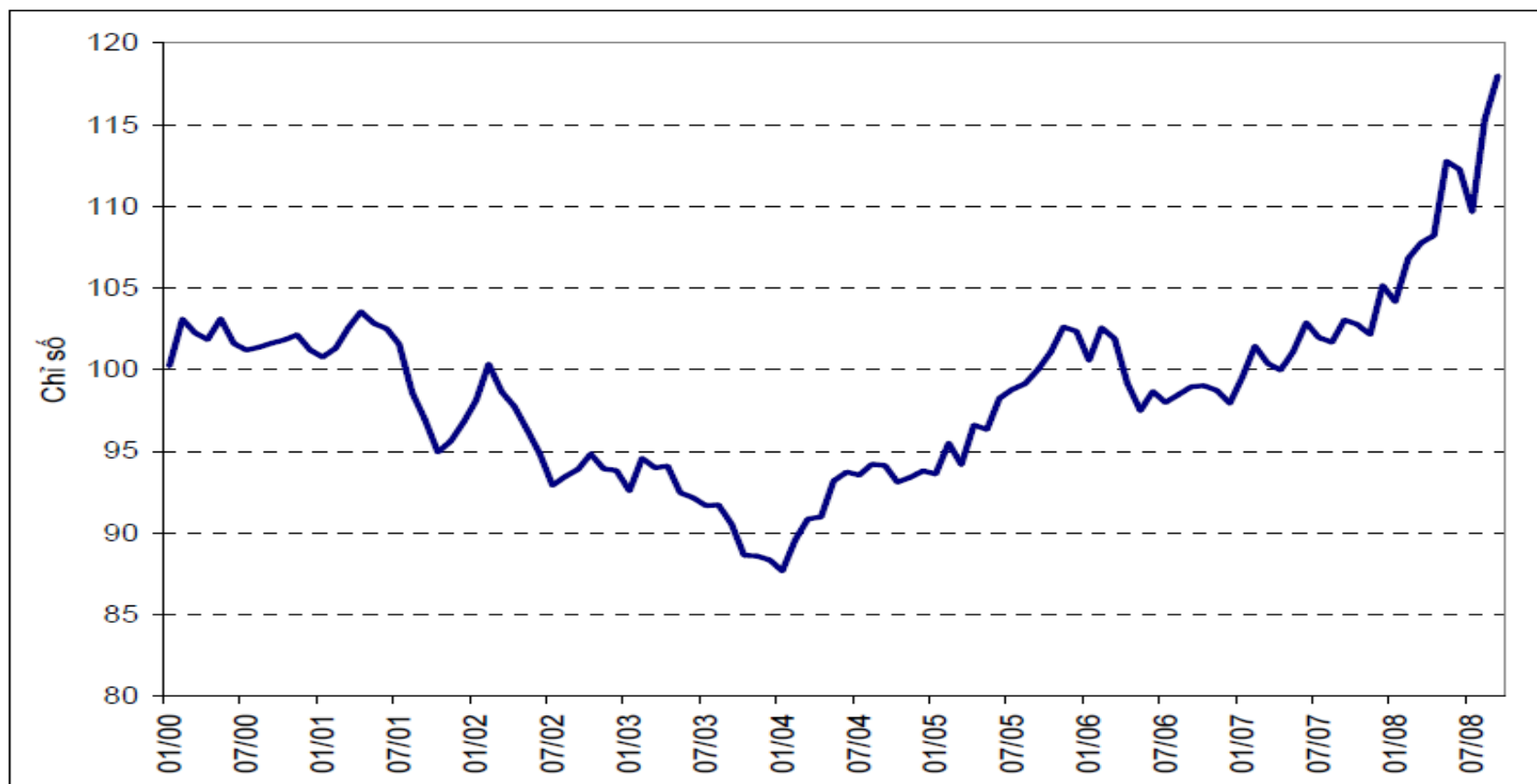
Tỷ giá VND-dollar danh nghĩa và thực : 2000-2014

Year	$E_{VN/US}$	$E_{VN/US}$	P_{US}	P_{VN}	P_{us}/P_{vn}
2000	14,168	0.76	79.0	48.1	1.64
2001	14,725	0.79	81.2	47.9	1.69
2002	15,280	0.82	82.5	49.8	1.66
2003	15,510	0.83	84.4	51.4	1.64
2004	15,746	0.85	86.6	55.3	1.57
2005	15,859	0.85	89.6	59.9	1.49
2006	15,994	0.86	92.4	64.4	1.44
2007	16,105	0.87	95.1	69.7	1.36
2008	16,302	0.88	98.7	85.8	1.15
2009	17,065	0.92	98.4	91.9	1.07
2010	18,613	1.00	100.0	100.0	1.00
2011	20,510	1.10	103.2	118.7	0.87
2012	20,828	1.12	105.3	129.5	0.81
2013	20,933	1.12	106.8	138.0	0.77
2014	21,148	1.14	108.6	143.6	0.76

Nguồn: World Development Indicators
and OECD online data



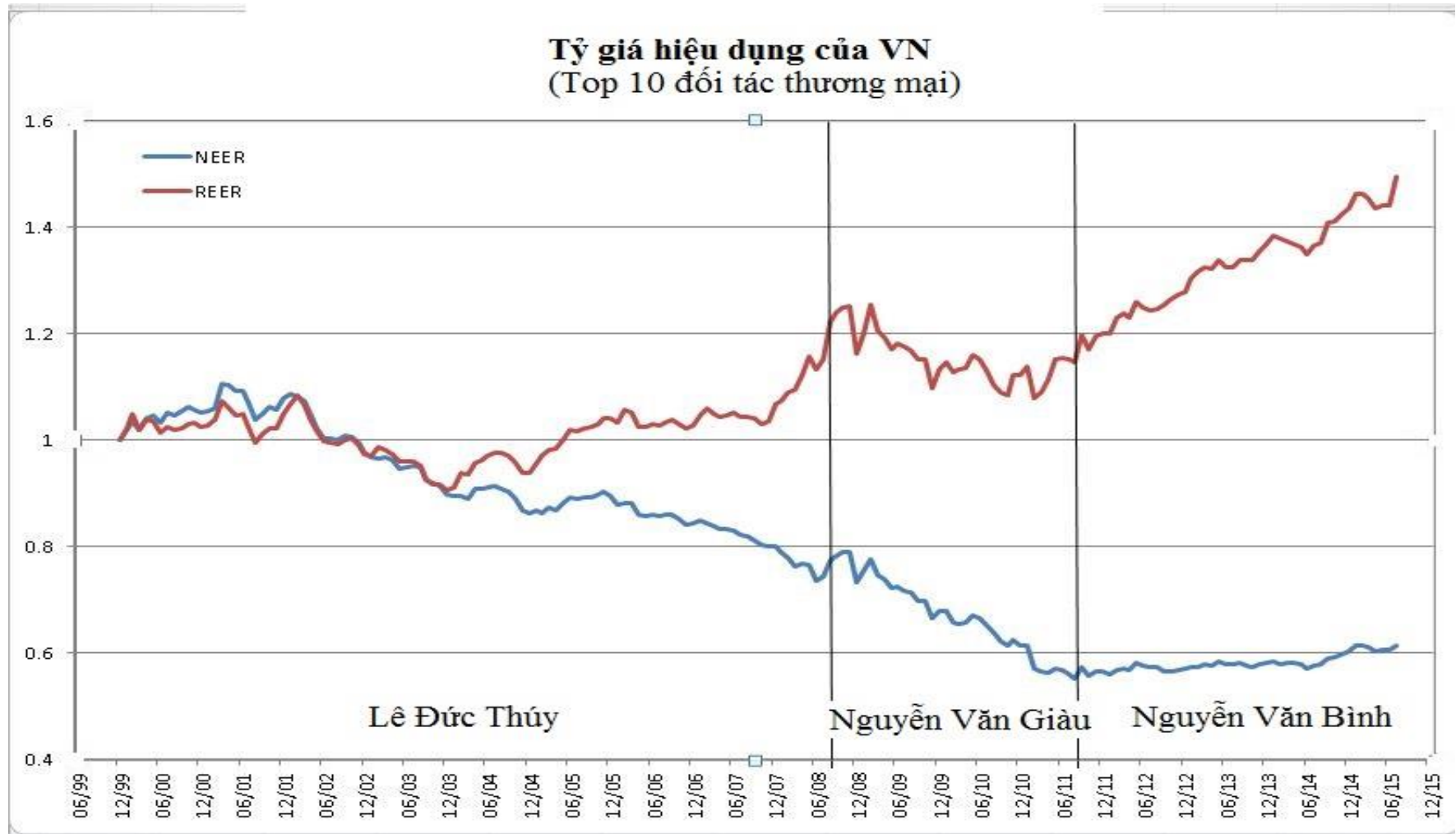
Tỷ giá thực hiện dụng của Việt Nam (REER)



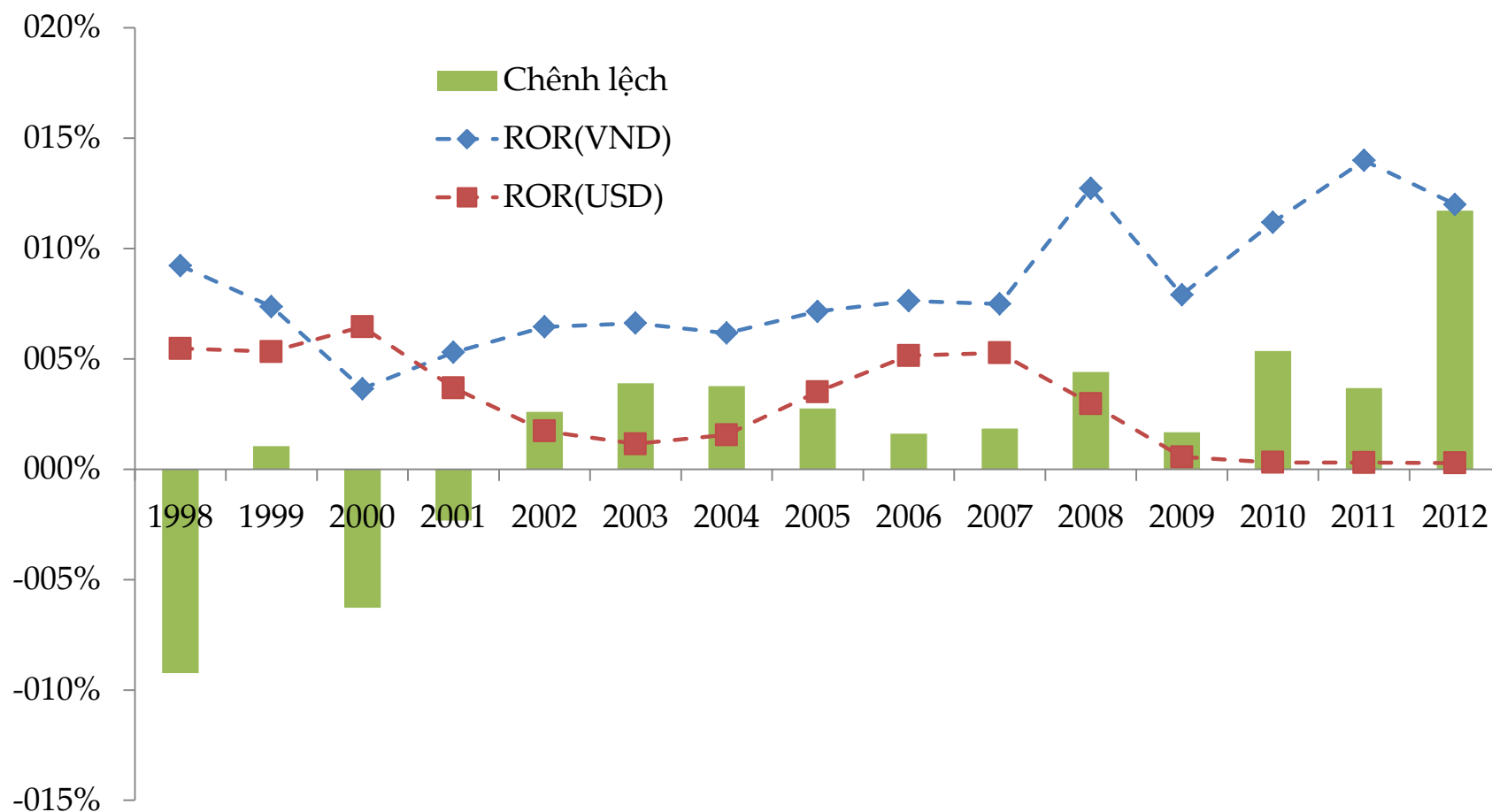
Nguồn: Bài thảo luận số 4, FETP

Ghi chú: Tính toán dựa trên đồng tiền của 15 nước đối tác thương mại lớn, chiếm trên 90% tổng kim ngạch thương mại của Việt Nam.

Tỷ giá hiệu dụng của VND

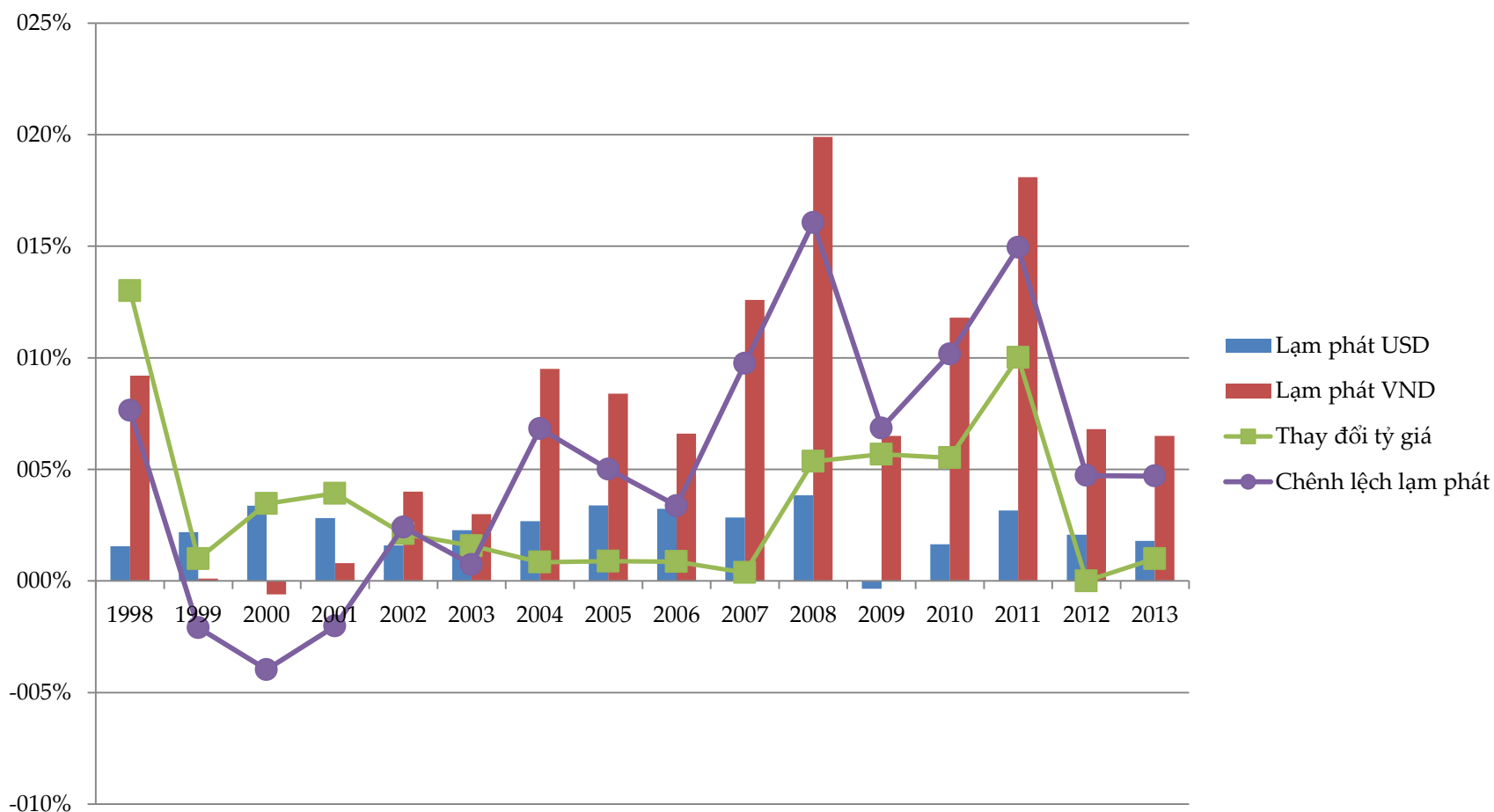


Chênh lệch lợi suất VND sv. USD



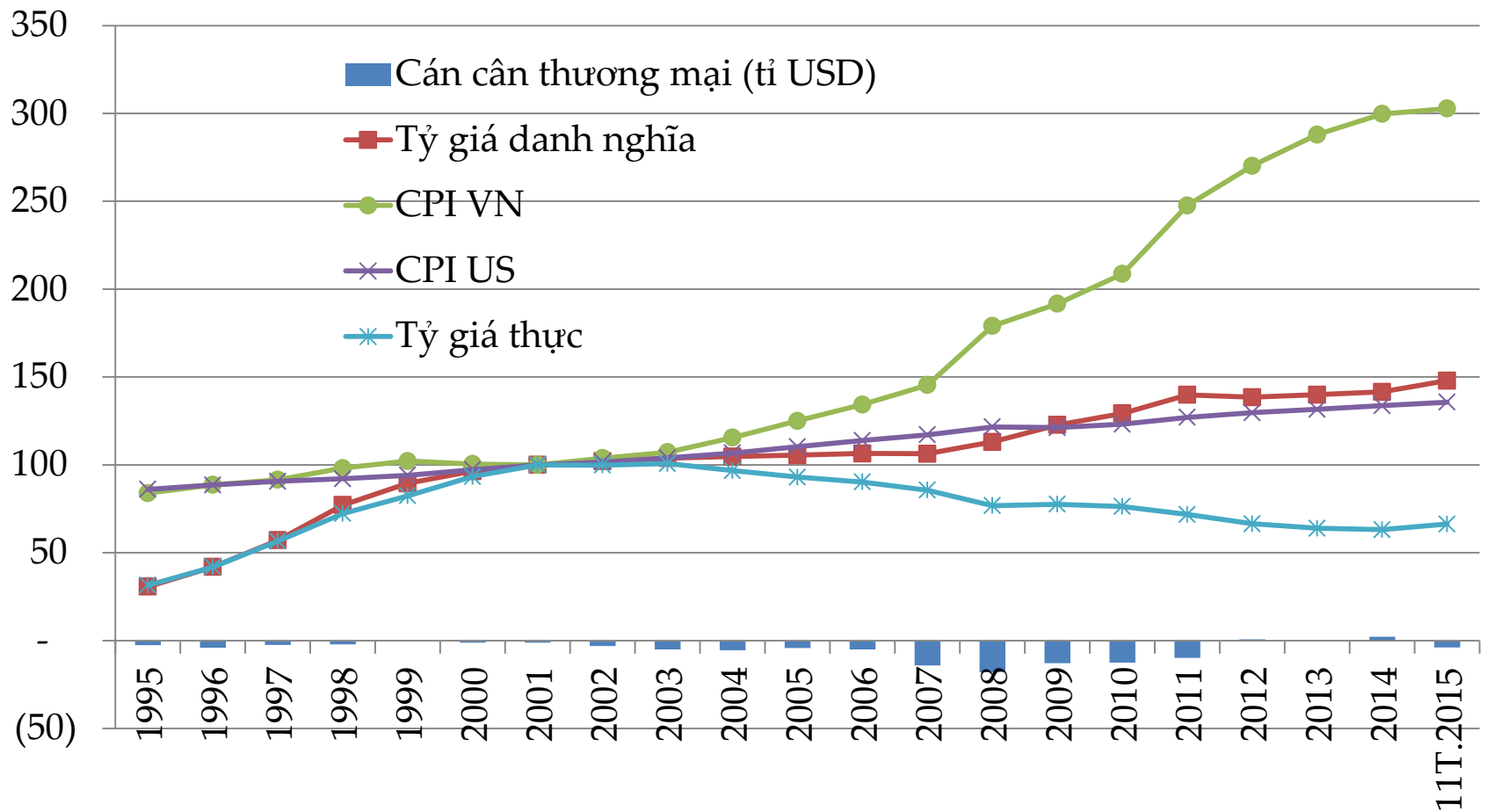
Nguồn: Tính từ số liệu của IFS, IMF

Chênh lệch lạm phát và tỷ giá VND/USD



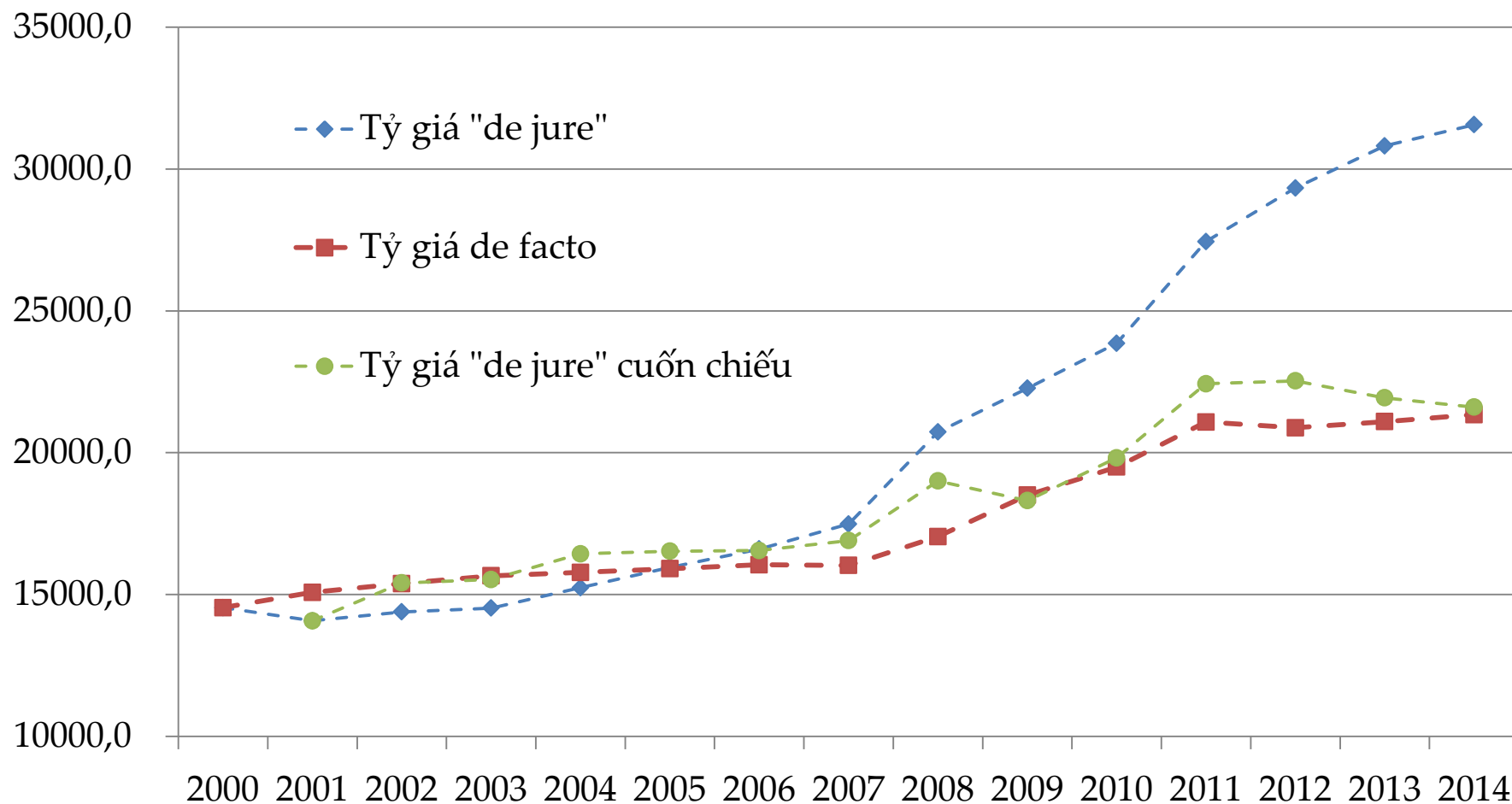
Nguồn: Tính từ số liệu của IFS, IMF

Tỷ giá và thâm hụt thương mại



Tỷ giá ex ante vs. ex post

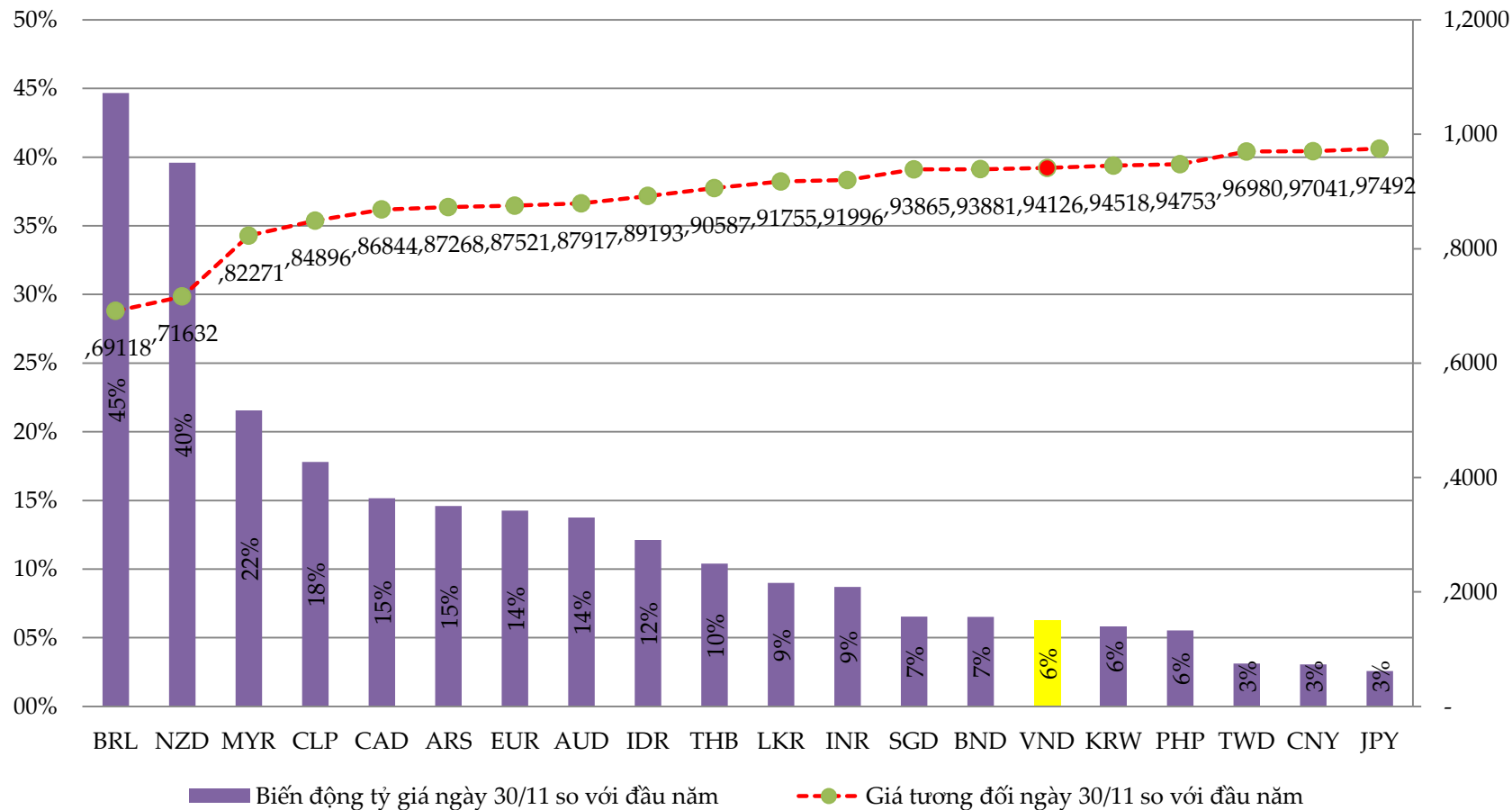
(tỷ giá ex ante tính dựa trên PPP tương đối)



Lựa chọn tỷ giá như thế nào?

- Thả nổi hay cố định?
- Có phải chỉ đơn giản là dựa trên ưu và nhược điểm của mỗi cơ chế tỷ giá
- Tỷ giá và ngoại thương
- Tỷ giá và thâm hụt ngân sách
- Tỷ giá và nợ nước ngoài
- Tỷ giá và chính sách công nghiệp
- Tỷ giá và chính sách tiền tệ (lãi suất)
- Tỷ giá và hội nhập tài chính (tài khoản vốn)
- Tỷ giá và bất ổn vĩ mô
-

Tỷ giá và ngoại thương



Tỷ giá và nợ nước ngoài

	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>
Nợ nước ngoài của quốc gia so với GDP (%)	42.2	41.5	37.4	37.3
Nghĩa vụ trả nợ nước ngoài trung dài hạn của quốc gia so với tổng kim ngạch xuất khẩu (%)	3.4	3.5	3.5	4.3

Vay và trả nợ nước ngoài của quốc gia (tỷ USD)

	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>
Dư nợ	44.3	50.6	58.3	63.5
Nợ nước ngoài của CP	28.0	32.0	34.9	36.3
Nợ nước ngoài của DN	16.3	18.6	23.3	27.2
Rút vốn vay trong kỳ	32.5	39.0	33.2	38.9
Vay nước ngoài của CP	4.7	3.8	4.4	5.3
Vay nước ngoài của DN	27.8	35.2	28.8	33.7
Tổng trả nợ trong kỳ	1.9	3.3	3.0	33.1
Trả nợ nước ngoài của CP	1.1	1.3	1.4	1.9
Trả nợ nước ngoài của DN	0.8	2.0	1.6	31.3
Vay ròng	30.6	35.8	30.2	5.8
Vay ròng nước ngoài của CP	3.6	2.5	3.0	3.4
Vay ròng nước ngoài của DN	27.0	33.2	27.2	2.4

Tỷ giá và nền công nghiệp phụ trợ

- Để sản xuất 1 sản phẩm A ở VN phải bỏ ra chi phí 24.000 VND
- Giá sản phẩm A ở nước ngoài là 1 USD
- Tỷ giá là 22.000 VND/USD
- Bạn sẽ sản xuất SP A ở VN hay nhập khẩu SP A về bán ở trong nước?
- Nếu tỷ giá là 25.000 VND/USD thì bạn có thay đổi quyết định của mình không?
- Điều gì làm cho giá thành sản xuất SP A ở Việt Nam là 24.000 VND mà không phải là 22.000 VND?
- Cuối cùng mục tiêu của bạn là gì? Lựa chọn của bạn là gì?

Lập luận ủng hộ và phê phán chính sách tỷ giá hiện hành

Ủng hộ	Phê phán
• Giúp cân bằng tăng trưởng, ổn định kinh tế vĩ mô và kiềm chế lạm phát • Thu hút đầu tư nước ngoài và ổn định niềm tin cộng đồng đầu tư quốc tế • Bất ổn kinh tế thế giới và tác động đến hệ thống tài chính và kinh tế • Hệ thống tài chính, ngân hàng yếu kém dễ bị tổn thương • Năng lực cạnh tranh của nền kinh tế thấp • Phụ thuộc nhập khẩu các yếu tố đầu vào cho sản xuất • Gánh nặng nợ nước ngoài lớn	• Luôn đối diện với vấn đề bộ ba bất khả thi • Công cụ vô hiệu hóa yếu • Cơ chế cứng nhắc, phản ứng chính sách chậm và thụ động và không theo quy tắc • Tạo ra sự không chắc chắn trong môi trường kinh doanh, làm phát sinh các rủi ro không thể phòng ngừa • Cơ chế tỷ giá hiện đang làm giảm sức cạnh tranh của nền kinh tế, khuyến khích nhập khẩu và vay nợ nước ngoài • Nguy cơ tấn công tiền tệ cao • Tạo áp lực lên dự trữ ngoại tệ • Làm giảm hiệu lực của chính sách tiền tệ

Những câu hỏi then chốt

1. Bạn đề nghị VN nên theo đuổi cơ chế tỷ giá nào?
2. Lập luận của bạn là gì?
3. Bạn dựa trên bằng chứng nào?
4. Vấn đề nhân quả: Ổn định tỷ giá là để ổn định vĩ mô hay ổn định vĩ mô sẽ giúp tỷ giá ổn định?