

CHƯƠNG 2

CƠ CHẾ TỶ GIÁ: ĐÁNH GIÁ RỦI RO VÀ GIẢI PHÁP THỂ CHẾ

DẪN NHẬP

Trong giai đoạn 2011-2013, tỷ giá tương đối ổn định và đã góp phần đáng kể vào ổn định kinh tế vĩ mô. Tuy nhiên, việc giữ tỷ giá cố định một thời gian dài đang đặt ra một số vấn đề như: (i) giá trị thực của VND đang tăng lên liệu có ảnh hưởng đến năng lực cạnh tranh của hàng xuất khẩu Việt Nam, trong điều kiện dự trữ ngoại hối đang gia tăng, liệu có nên điều chỉnh tỷ giá? (ii) tỷ giá ổn định nhưng ở những giai đoạn nhất định tỷ giá vẫn bị đẩy lên, liệu cơ chế hiện thời có thể hạn chế những hành vi đó không? (iii) trong năm 2014 và những năm tiếp sau, giá USD trên thị trường thế giới vẫn ở xu thế giảm giá, điều này ảnh hưởng thế nào đến cơ chế điều hành tỷ giá? (iv) trong bối cảnh hội nhập kinh tế đang ngày càng sâu rộng, những cam kết mở cửa tài khoản vốn đang dần đến gần thì mối liên hệ giữa điều hành tỷ giá và chính sách tiền tệ đặt NHNN vào sự lựa chọn như thế nào giữa ổn định tỷ giá và sự độc lập của chính sách tiền tệ? Chương này sẽ nghiên cứu những vấn đề trên của cơ chế điều hành tỷ giá và đề xuất các giải pháp thể chế hợp lý cho điều hành tỷ giá trong ngắn và trung hạn.

Đặc điểm cơ chế điều hành tỷ giá tại Việt Nam

Tại Việt Nam, chính sách tỷ giá có thể coi là một thành phần trong chính sách tiền tệ, bao gồm việc lựa chọn chế độ tỷ giá, các công cụ can thiệp và điều tiết tỷ giá (như mua bán ngoại hối, điều chỉnh lãi suất, xác lập biên độ dao động tỷ giá, phá giá/nâng giá đồng nội tệ, sử

dụng quỹ dự trữ ngoại hối v.v...) để tác động đến cung cầu ngoại tệ trên thị trường ngoại hối và đạt được mục tiêu của chính sách tiền tệ là kiểm soát lạm phát và ổn định sức mua của đồng tiền; khuyến khích xuất khẩu, hạn chế nhập khẩu và góp phần vào tăng trưởng kinh tế.

Bảng 1 tổng kết lại cơ chế điều hành tỷ giá Việt Nam áp dụng kể từ 1989 tới nay, theo hệ thống phân loại của Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF). Theo đó, tháng 3/1989, Việt Nam chính thức áp dụng cơ chế neo tỷ giá với biên độ được điều chỉnh, tỷ giá chính thức được điều chỉnh dựa trên các tín hiệu lạm phát, lãi suất, cán cân thanh toán; tỷ giá thị trường tự do, tỷ giá ngân hàng thương mại được phép dao động trong giới hạn 5% tỷ giá chính thức. Trong giai đoạn 1990-1991, tỷ giá chính thức thường xuyên thấp hơn tỷ giá tự do và để giải quyết vấn đề này, thị trường ngoại hối chính thức được thành lập vào năm 1991 bao gồm 2 sàn giao dịch ngoại hối ở Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh. Tỷ giá chính thức được xác định dựa trên tỷ giá đấu thầu tại 2 sàn, tỷ giá ngân hàng thương mại chỉ được phép dao động không quá 0,5% so với tỷ giá chính thức.

Bảng 2.1. Cơ chế tỷ giá của Việt Nam giai đoạn 1989-2013

Thời gian	Cơ chế áp dụng	Đặc điểm chế độ tỷ giá thực tế (de facto)
Trước 1989	Cơ chế nhiều tỷ giá	- Ba tỷ giá chính thức. - Tỷ giá thị trường tự do tồn tại song song với các tỷ giá của nhà nước. - Tỷ giá chính thức (OER) được thống nhất.
1989-1990	Neo tỷ giá với biên độ được điều chỉnh (crawling bands)	- OER được NHNN điều chỉnh dựa trên các tín hiệu lạm phát, lãi suất, cán cân thanh toán và tỷ giá thị trường tự do. - Các ngân hàng thương mại được phép thiết lập tỷ giá giao dịch trong biên độ +/-5%.
1991-1993	Neo tỷ giá trong biên độ (pegged exchange rate within horizontal bands)	- Việc sử dụng ngoại tệ được kiểm soát chặt chẽ. - Kiểm soát việc sử dụng ngoại tệ chặt chẽ hơn; hạn chế mang tiền ra khỏi biên giới. - Thành lập quỹ dự trữ ngoại tệ chính thức để ổn định tỷ giá. - Thành lập 2 sàn giao dịch ngoại tệ ở TP. HCM và Hà Nội. - OER được hình thành dựa trên các tỷ giá đấu thầu tại hai sàn; NHNN can thiệp mạnh vào giao dịch trên hai sàn. - Tỷ giá tại các ngân hàng thương mại dao động thấp hơn 0,5% OER công bố.

		- Thị trường ngoại hối liên ngân hàng được hình thành thay thế cho 2 sàn giao dịch tỷ giá; NHNN tiếp tục can thiệp mạnh vào giao dịch trên thị trường này.
1994-1996	Cơ chế tỷ giá neo cố định (conventional fixed peg arrangement)	- OER được hình thành và công bố dựa trên tỷ giá liên ngân hàng. - Tỷ giá tại các NHTM dao động trong biên độ +/-0,5% OER công bố. Đến cuối 1996, biên độ được nới rộng từ thấp hơn +/-0,5% lên +/-1% (11/1996).
1997-1998	Neo tỷ giá với biên độ được điều chỉnh (crawling bands)	- OER được giữ ổn định ở mức 11.100VND/USD. - Biên độ tỷ giá tại các ngân hàng thương mại so với OER được nới rộng từ +/-1% lên +/-5% (02/97) và từ +/-5% lên +/-10% (13/10/97) và sau đó được điều chỉnh xuống không quá 7% (7/8/98). - OER được điều chỉnh lên 11.800VND/USD (16/02/98) và 12.998 VND/USD (07/08/98). - OER công bố là tỷ giá liên ngân hàng trung bình ngày làm việc hôm trước (28/2/99)
1999-2000	Cơ chế tỷ giá neo cố định (conventional fixed peg arrangement)	- Biên độ tỷ giá tại các ngân hàng thương mại giảm xuống không quá 0,1%. - OER được giữ ổn định ở mức 14.000VND/USD.
2001-2007	Cơ chế neo tỷ giá có điều chỉnh (crawling peg)	- OER được điều chỉnh dần từ mức 14.000VND/USD năm 2001 lên 16.100 VND/USD năm 2007. - Biên độ tỷ giá tại các NHTM được điều chỉnh lên mức +/-0,25% (từ 1/7/02 đến 31/12/06) và +/-0,5% năm 2007. - OER được điều chỉnh dần từ mức khoảng 16.100VND/USD vào đầu năm 2008 lên 16.500 VND/USD (06/08 đến 12/08), lên 17.000 VND/USD (01/09 đến 11/09), lên 17.940 VND/USD (12/09 đến 01/10), lên 18.544 VND/USD (từ 02/10 đến 08/2010), lên 18.932 VND/USD (từ 08/10 đến 02/11), và sau đó lên 20.693 (từ 02/2011) và điều chỉnh tăng dần đến 20.828 vào cuối năm 2012.
2008-2011	Neo tỷ giá với biên độ được điều chỉnh (crawling bands)	- Biên độ tỷ giá tại các NHTM được điều chỉnh nhiều lần lên mức +/-0,75% (từ 23/12/07 đến 09/03/08), +/-1% (10/03/08 đến 25/06/08), +/-2% (26/05/08 đến 05/11/08), +/-3% (06/11/08 đến 23/03/09), +/-5% (24/03/09 đến 25/11/09), và +/-3% (26/11/09 đến 11/02/2011), và sau đó được thu hẹp xuống +/-1% (từ 11/02/2011).
2012 -2013	Cơ chế tỷ giá neo cố định (conventional fixed peg arrangement)	- OER giữ nguyên ở 20.828 VND/USD từ tháng 1/2012 đến 28/6/2013, tăng lên 21.036 VND/USD - Biên độ giao dịch được giữ cố định +/-1%

Nguồn: Tác giả cập nhật từ Nguyễn Thị Thu Hằng, Đinh Tuấn Minh, Tô Trung Thành, Lê Hồng Giang và Phạm Văn Hà (2010), và NHNN.

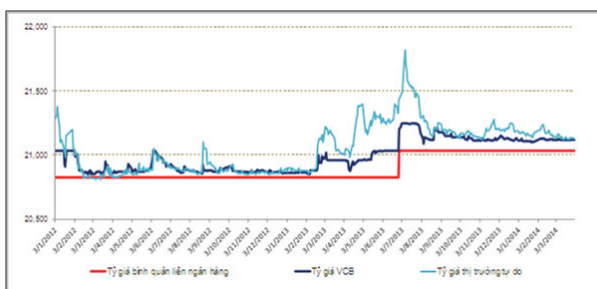
Thị trường liên ngân hàng được thành lập vào tháng 9/1994 để thay thế cho 2 sàn giao dịch ngoại hối, tỷ giá chính thức được NHNN quyết định dựa trên tỷ giá giao dịch trên thị trường này. Để gia tăng tính linh hoạt của tỷ giá và với mục đích định giá thấp tiền đồng cho mục tiêu xuất khẩu, biên độ dao động của tỷ giá đã được nới lỏng từ 0,5% lên 1% vào tháng 11/1996, lên 5% vào tháng 2/1997, 10% vào tháng 10/1997 trước khi giảm xuống còn 7% vào tháng 8/1998. Do ảnh hưởng bởi những yếu tố nội tại của nền kinh tế như lạm phát, mất cân đối cán cân thanh toán nên NHNN đã phải giảm giá mạnh tiền đồng 2 lần liên tiếp trong năm 1998 (tháng 2 và tháng 8) với tổng tỉ lệ phá giá lên đến 16,3%. Đến tháng 2 năm 1999, tỷ giá chính thức công bố là tỷ giá liên ngân hàng trung bình ngày làm việc hôm trước, và tỷ giá của NHTM chỉ còn được phép giao dịch xung quanh 0,1% và sau vài năm được nới lỏng thêm lên 0,25% vào tháng 7/2002 và 0,5% vào năm 2007.

Sau khi Việt Nam gia nhập sâu hơn vào kinh tế toàn cầu với việc chính thức là thành viên của Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO), chính sách điều hành tỷ giá đã có những biến động mạnh so với giai đoạn trước. Dòng vốn đổ vào nền kinh tế gia tăng đột biến trong 2 năm 2007-2008 khiến thị trường ngoại hối trở nên dư thừa ngoại tệ ở quy mô lớn, VND tăng giá và tỷ giá NHTM luôn nằm sàn dưới của biên độ cho phép. Tuy nhiên, những tác động từ khủng hoảng kinh tế thế giới khiến luồng đầu tư gián tiếp vào Việt Nam đảo chiều từ nửa cuối năm 2008 cộng với sức ép từ lạm phát, nhập siêu gia tăng, chênh lệch lớn giữa giá vàng trong nước và quốc tế, yếu tố tâm lý lo ngại về khả năng phá giá đã khiến VND mất giá danh nghĩa, chênh lệch tỷ giá chính thức và tự do tăng vọt, tỷ giá NHTM luôn cận trần biên độ cho phép trong năm 2009. NHNN đã phải liên tục gia tăng tỷ giá chính thức và nới lỏng biên độ giao dịch cho phép lên 0,75% (từ 23/12/07 đến 09/03/08), 1% (10/03/08 đến 25/06/08), 2% (26/05/08 đến 05/11/08), 3% (06/11/08 đến 23/03/09) và 5% (24/03/09 đến 25/11/09). Với sức ép mạnh mẽ đến VND, NHNN

đã buộc phải chính thức điều chỉnh 5,4% vào ngày 26/11/2009, tỉ lệ điều chỉnh cao nhất trong một ngày trong vòng 10 năm.

Diễn biến tỷ giá tiếp tục phức tạp trong năm 2010 bất chấp những lần tăng tỷ giá chính thức ở mức độ cao vào đầu năm và tháng 8, hàng loạt các biện pháp hành chính như giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi ngoại tệ, mở rộng đối tượng cho vay ngoại tệ, chấm dứt việc giao dịch vàng trên các tài khoản ở nước ngoài của các NHTM và các tổ chức tín dụng, đóng cửa các sàn vàng và tăng lãi suất. Một số nguyên nhân cơ bản của tình trạng nói trên là do: (i) nhập siêu vẫn ở mức cao; (ii) tín dụng ngoại tệ tăng mạnh để tránh lãi suất tiền đồng tăng cao khiến cầu ngoại tệ tăng cao khi các khoản vay ngoại tệ (thường là ngắn hạn) đến hạn; (iii) biến động trên thị trường vàng, chênh lệch giá vàng trong nước và quốc tế tăng cao dẫn đến các hoạt động buôn lậu vàng và đầu cơ, gây sức ép lớn đến thị trường ngoại hối. Trước những bất ổn kinh tế vĩ mô căng thẳng, tháng 2 năm 2011, Chính phủ ra Nghị quyết 11/NQ-CP với mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô, kiềm chế lạm phát, theo đó, NHNN đã điều chỉnh tiền VND ở mức cao nhất trong lịch sử (9,3%), đồng thời giảm biên độ xuống còn 1%. Tỷ giá đã ổn định trở lại, trong khi chênh lệch tỷ giá trên thị trường tự do và thị trường chính thức đã giảm mạnh từ cuối tháng 4/2011, NHNN đã mua lại được lượng ngoại tệ lớn và gia tăng dự trữ ngoại hối (từ tháng 4 đến tháng 7/2011 đã mua vào được gần 7 tỷ USD).

Hình 2.1. Diễn biến tỷ giá, 2012-2014



Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ nhiều nguồn.

Tiếp nối diễn biến từ nửa cuối năm 2011, giai đoạn 2012-2013 chứng kiến sự ổn định của tỷ giá, cả trên thị trường chính thức và thị trường tự do. Tỷ giá bình quân liên ngân hàng được giữ cố định ở mức 20.828 VND/USD trong suốt một thời gian dài (từ đầu năm 2012) trước khi được điều chỉnh nhẹ lên 21.036 VND/USD từ cuối tháng 6/2013, trong khi đó, biên độ giao dịch giữ nguyên ở mức 1% từ đầu tháng 2/2011. Tỷ giá chính thức giao dịch tại các ngân hàng thương mại khá ổn định và nhìn chung đều nằm trong biên độ cho phép. Tại nhiều thời điểm, tỷ giá giao dịch tại ngân hàng thấp hơn khá nhiều so với biên độ cho phép, dù có vượt so với tỷ giá liên ngân hàng. Trong khi đó, tỷ giá trên thị trường tự do hầu hết đều bám khá sát với diễn biến thị trường chính thức.

Một điểm mới trong hai năm gần đây (2012, 2013) là NHNN đã chủ động hơn trong việc thông tin về định hướng điều hành tỷ giá, việc điều hành thanh khoản ngoại tệ cũng được lưu tâm hơn, thông qua các hoạt động của NHNN với vai trò là người mua/người bán cuối cùng trên thị trường và hạn chế trạng thái ngoại tệ của các tổ chức tín dụng (theo Thông tư 07/2012/TT-NHNN ngày 20/3/2012). Trên một phương diện khác, NHNN cũng đã nỗ lực bình ổn thị trường vàng, thực hiện nghiêm yêu cầu kết thúc tất toán hoạt động huy động vàng vào cuối tháng 6/2013. NHNN cũng đã sắp xếp lại thị trường vàng, trực tiếp tham gia với tư cách là đầu mối độc quyền nhập khẩu, độc quyền sản xuất vàng miếng và thực hiện cung ứng ra thị trường thông qua cơ chế đấu thầu. Tính từ ngày 28/3/2013 đến 31/12/2013, NHNN đã tổ chức 76 phiên đấu thầu bán vàng miếng với tổng khối lượng trúng thầu là 1.819.900 lượng trên tổng số 1.932.000 lượng chào thầu. Mặc dù hiệu quả của các biện pháp can thiệp thị trường vàng còn gây nhiều tranh cãi, nhưng đây là một trong những nguyên nhân khiến hoạt động đầu tư, đầu cơ trên thị trường vàng giảm đáng kể so với giai đoạn trước.

Tuy nhiên, sự ổn định của tỷ giá trong giai đoạn 2012-2013 chủ yếu bắt nguồn từ nguyên nhân quan trọng nhất là bối cảnh kinh tế

khó khăn làm giảm đáng kể nhu cầu nhập khẩu và thâm hụt thương mại so với các năm trước đó, theo đó làm giảm nhu cầu ngoại tệ trên thị trường. Trong khi đó, nguồn cung ngoại tệ vẫn tương đối dồi dào với mức giải ngân đầu tư nước ngoài và kiều hối ổn định và dự trữ ngoại hối gia tăng.

Bảng 2.2. Cán cân thương mại giai đoạn 2004-2013

Năm	Cán cân thương mại (Tỷ USD)	CCTM/GDP (%)	Nhập siêu/xuất khẩu (%)
2004	-5,45	12,0	20,6
2005	-4,54	8,5	14,0
2006	-5,06	8,3	12,7
2007	-14,12	19,9	29,1
2008	-18,03	20,1	28,8
2009	-12,85	14,0	22,5
2010	-12,60	12,4	17,4
2011	-9,84	8,1	10,2
2012	0,75	0,5	na
2013	0,0003	na	na

Nguồn: Tổng cục Hải quan.

Như vậy, về bản chất, chế độ tỷ giá hối đoái của Việt Nam xoay quanh chế độ neo tỷ giá theo USD. Trên nền tảng chính sách neo tỷ giá này, tỷ giá chính thức và biên độ dao động có sự thay đổi trong từng giai đoạn để phản ứng với những cú sốc. Cụ thể, biên độ tỷ giá rộng hơn trong các giai đoạn 1989-1991 (Việt Nam bước sang cơ chế thị trường), giai đoạn 1997-1999 (khủng hoảng tài chính châu Á), giai đoạn 2008-2009 (khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế toàn cầu thế giới). Tỷ giá chính thức cũng được điều chỉnh mạnh ở những thời điểm thị trường ngoại hối căng thẳng trong những năm gần đây (2009-2011). Tuy nhiên, ngay khi tác động của các cú sốc chấm dứt, chính sách tỷ giá lại quay trở về cơ chế tỷ giá neo cố định hoặc neo có điều chỉnh. Về mặt lý thuyết, cơ chế tỷ giá này có thể giảm được các chi phí giao dịch và rủi ro tỷ giá, phù hợp với những

quốc gia nhỏ, thương mại quốc tế phụ thuộc vào một (một số) đối tác chính và chưa mở cửa hoàn toàn thị trường tài chính. Tuy nhiên, cơ chế này dễ bị tổn thương khi xuất hiện hiện tượng đầu cơ và nền kinh tế phải đánh đổi giữa hội nhập tài chính và tính độc lập của chính sách tiền tệ (theo lý thuyết Bộ ba bất khả thi). Một điểm lưu ý nữa là sự tồn tại song song của thị trường tự do bên cạnh thị trường chính thức tại Việt Nam và có những ảnh hưởng tiêu cực đến thị trường chính thức trong một số giai đoạn nhất định.

Rủi ro của cơ chế điều hành tỷ giá hiện nay

Nội dung phần này sẽ phân tích những rủi ro của cơ chế điều hành tỷ giá hiện nay, bám theo 3 mục tiêu quan trọng nhất của chính sách tỷ giá Việt Nam là ổn định tỷ giá, kiểm soát lạm phát và hỗ trợ cán cân thương mại.

Rủi ro bất ổn từ việc giữ tỷ giá ổn định trong thời gian dài

Tỷ giá được giữ ổn định trong thời gian dài, mặc dù lạm phát đã được kiểm soát tốt nhưng vẫn ở mức cao so với thế giới, dẫn đến tiền đồng đang được định giá cao, gây áp lực dồn nén đến tỷ giá, theo đó, yếu tố tâm lý và đầu cơ vẫn có thể đe dọa sự ổn định của thị trường ngoại hối, đặc biệt trong bối cảnh yêu cầu tăng tỷ giá để hỗ trợ xuất khẩu đang được tranh luận và áp lực lạm phát đang phần nào suy giảm. Thực tiễn cho thấy ở một số thời điểm trong năm 2013 tỷ giá thị trường tự do tăng mạnh và cao hơn nhiều tỷ giá chính thức liên quan đến tâm lý đồn đoán điều chỉnh tiền đồng (vào tháng 6/2013 và cuối năm khi NHNN còn dự định điều chỉnh tỷ giá theo công bố đầu năm).

Tuy nhiên, rủi ro lớn hơn là Việt Nam đang phải đối mặt với áp lực điều chỉnh mạnh, theo đó sẽ ảnh hưởng mạnh đến ổn định vĩ mô, một khi kinh tế đảo chiều, tăng trưởng tốt hơn, nhu cầu nhập khẩu gia tăng và/hoặc giám sát các dòng vốn vào do bất ổn kinh tế, chính trị thế giới. Trong bối cảnh kinh tế trong nước còn nhiều rủi ro bất ổn, thì khả năng nói trên vẫn cần phải được tính đến. Bên cạnh đó,

nhiều chuyên gia nhận định dòng tiền nóng vào Việt Nam trong vài năm qua gia tăng nhanh chóng chủ yếu để tận dụng mức lãi suất cao so với mặt bằng lãi suất chung của thế giới. Tuy nhiên, lãi suất đang có xu hướng giảm nhanh và các dòng tiền nóng này có thể đổi chiều nhanh chóng, gia tăng rủi ro đến ổn định tỷ giá.

Kiểm soát lạm phát phụ thuộc vào hiệu quả biện pháp trung hòa

Về lý thuyết, giữ ổn định tỷ giá sẽ có ảnh hưởng tích cực đến kiểm soát lạm phát thông qua việc tạo dựng niềm tin vào đồng nội tệ, ổn định giá cả hàng hóa tiêu dùng và đầu vào nhập khẩu.

Tuy nhiên, về cơ bản, tác động của cơ chế tỷ giá hiện nay đến lạm phát phụ thuộc rất lớn vào hiệu quả của các biện pháp trung hòa của NHNN trong ràng buộc bộ ba bất khả thi. Lý thuyết bộ ba bất khả thi phát biểu rằng: một quốc gia không thể đồng thời đạt được cùng một lúc ba mục tiêu chính sách vĩ mô là: (i) ổn định tỷ giá; (ii) tự do hóa tài khoản vốn; và (iii) chính sách tiền tệ độc lập; trong đó, chính sách tiền tệ độc lập được hiểu là khả năng NHTW có thể chủ động thực thi các công cụ chính sách tiền tệ thích hợp với các mục tiêu đã xác định - ví dụ khi nền kinh tế quá nóng, NHTW có thể tăng lãi suất và giảm cung tiền; hay khi nền kinh tế suy thoái, Ngân hàng Trung ương (NHTW) có thể giảm lãi suất và tăng cung tiền, mà không bị tác động và ảnh hưởng bởi các yếu tố khác như biến động dòng vốn vào ra nền kinh tế. Chính sách tiền tệ độc lập cho phép gia tăng hiệu quả chính sách khi các công cụ đưa ra có thể tác động đến kết quả của nền kinh tế theo định hướng mục tiêu mong muốn.

Mô hình “kim cương” nghiên cứu sự đánh đổi giữa các mục tiêu chính sách trong ràng buộc bộ ba bất khả thi và khả năng giảm nhẹ sự đánh đổi nhờ sử dụng hiệu quả dự trữ ngoại hối của Việt Nam cho thấy giai đoạn 1993-2000, độ mở về tài chính còn thấp, các biện pháp kiểm soát tài khoản vốn vẫn còn chặt chẽ nên một mặt tỷ giá được giữ ổn định ở mức cao, mặt khác, Việt Nam vẫn giữ được tính độc lập nhất định về chính sách tiền tệ. Trong giai đoạn 2001-

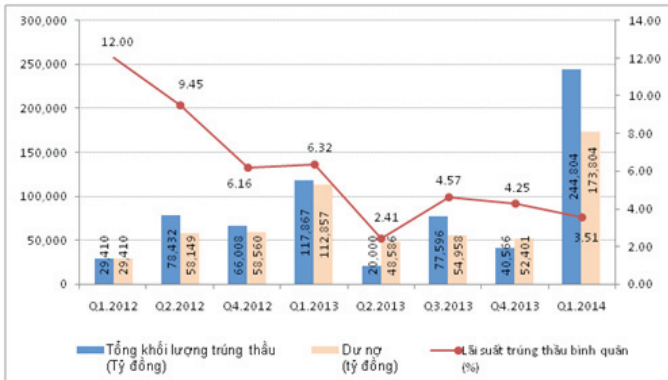
2007, Việt Nam đã có lựa chọn mở cửa hơn về tài chính với việc gỡ bỏ nhiều quy định pháp lý về chu chuyển các dòng vốn quốc tế, nhưng vẫn tiếp tục theo đuổi mục tiêu tỷ giá ổn định đi kèm với dự trữ ngoại hối gia tăng mạnh. Điều này chỉ ra rằng, nói lỏng kiểm soát tài khoản vốn đã thu hút được rất nhiều các dòng vốn vào, NHNN đã kiểm soát tỷ giá bằng cách mở rộng quy mô dự trữ ngoại hối. Tuy nhiên, cả 2 mô hình “kim cương” đều cho thấy mặc dù NHNN gia tăng dự trữ ngoại hối và đẩy khối lượng tiền đồng lớn ra nền kinh tế để giữ tỷ giá ổn định nhưng mức độ độc lập của chính sách tiền tệ không bị suy giảm; cho thấy NHNN đã trung hòa dòng vốn ngoại tương đối hiệu quả và chưa gánh chịu nhiều hệ lụy và chi phí (do quy mô các dòng vốn vào ra chưa lớn và dễ kiểm soát). Điều này thống nhất với lý thuyết cho rằng nếu trung hòa có hiệu quả thì can thiệp thông qua dự trữ ngoại hối là một biến số có thể giảm nhẹ được sự đánh đổi giữa các mục tiêu trong tam giác bất khả thi, cho phép các nhà hoạch định chính sách linh hoạt hơn trong sự đánh đổi giữa mức độ độc lập chính sách tiền tệ và ổn định tỷ giá trong trường hợp độ mở tài khoản vốn ít thay đổi lớn.

Tuy nhiên, kể từ năm 2008 đến nay chúng ta đã chứng kiến những thay đổi lớn trong xử lý bộ ba bất khả thi tại Việt Nam. Trong khi tỉ lệ dự trữ ngoại hối/GDP không có thay đổi lớn, gia tăng độ mở tài chính và nói lỏng kiểm soát các dòng vốn chu chuyển đã khiến NHNN phải hi sinh sự ổn định về tỷ giá ở một mức độ nhất định. Theo nguyên tắc Bộ ba bất khả thi, do hai chỉ số mục tiêu chính sách trên có biến động ngược chiều thì chỉ số còn lại (mức độ độc lập của chính sách tiền tệ) có thể giữ được ổn định. Tuy nhiên, mức độ độc lập về chính sách tiền tệ đã giảm mạnh, phản ánh các biện pháp trung hòa dòng vốn của NHNN chưa có hiệu quả cao, theo đó, kiểm soát ổn định tỷ giá thực ra lại ảnh hưởng tiêu cực đến mục tiêu kiểm soát lạm phát. Bài học của năm 2007-2008 là một ví dụ điển hình.

Bên cạnh đó, thậm chí nếu trung hòa có hiệu quả thì các biện pháp trung hòa vẫn có những hệ lụy và chi phí. Theo báo cáo của

NHNN tại cuộc họp thường kỳ Chính phủ tháng 3, NHNN đã mua được kỷ lục 7,7 tỉ USD chỉ trong vòng 1 quý (so với khoảng 10 tỉ cả năm 2013). Như vậy, riêng quý I, NHNN đã tung ra khoảng 160 nghìn tỉ đồng để mua ngoại tệ. Tuy nhiên, các biện pháp trung hòa (kể từ năm 2012) chủ yếu thông qua phát hành tín phiếu NHNN (do thị trường tài chính còn chưa phát triển, các tài sản có giá còn thiếu, thị trường thứ cấp cho các tài sản này còn mỏng và bị phân đoạn). Kể từ ngày 15/3/2012 đến ngày 9/12/2013, NHNN đã phát hành tổng cộng 412.591 tỉ đồng tín phiếu các kỳ hạn từ 28 đến 182 ngày, trong đó năm 2012 NHNN phát hành 173.850 tỉ đồng và năm 2013 phát hành 238.741 tỉ đồng, trong đó khối lượng tín phiếu đáo hạn năm 2012 là 115.290 tỷ đồng và trong năm 2013 là 252.164 tỷ đồng²⁹. Riêng trong quý I năm 2014, khối lượng tín phiếu phát hành lên đến 244.804 tỉ đồng, cao nhất từ trước đến nay. Tính chung từ ngày 15/3/2012 đến nay, NHNN đã phát hành 674.683 tỉ đồng tín phiếu, trong đó đã có 500.879 tỉ đồng tín phiếu đáo hạn, hiện còn 173.804 tỉ đồng tín phiếu chưa đáo hạn, trong đó tín phiếu kỳ hạn 28 ngày là 61.381 tỉ đồng và kỳ hạn 91 ngày là 112.423 tỉ đồng.

Hình 2.2. Khối lượng phát hành tín phiếu NHNN năm 2012-2014



Nguồn: NHNN, Reuters.

²⁹<http://cafef.vn/tai-chinh-ngan-hang/tin-phieu-ngan-hang-quy-mo-va-lai-phai-tra-ngay-cang-tang-2013121307114058316ca34.chn>

Trung hòa gánh chịu chi phí rỗng, phản ánh sự chênh lệch giữa lãi suất phải trả trên những tài sản nợ (tín phiếu NHNN v.v...) mà NHNN phát hành để hấp thụ thanh khoản và lợi tức nhận được từ tài sản nước ngoài nắm giữ trong dự trữ ngoại hối. Hiện nay, chi phí của biện pháp vô hiệu hóa qua tín phiếu NHNN gia tăng nhanh và vượt xa lợi tức thu được từ tài sản trong dự trữ ngoại hối. Điều này ám chỉ rằng, theo thời gian, quy mô can thiệp càng lớn thì chi phí rỗng càng gia tăng. Ngay trước mắt, với khối lượng tín phiếu NHNN đang gia tăng ở mức cao như hiện nay, kỳ hạn lại ngắn (28 và 91 ngày) thì trong quý 2/2014 tới, áp lực phát hành tiếp tục tín phiếu NHNN gia tăng, ảnh hưởng và gây áp lực đến việc điều hòa cung tiền và chính sách tiền tệ. Ngoài ra, khó có thể cải thiện được hiệu quả hoạt động của các NHTM khi họ phải giữ một khối lượng lớn tín phiếu NHNN có mức lãi suất thấp trong danh mục đầu tư của mình.

Việc sử dụng công cụ dự trữ bắt buộc cần hết sức thận trọng vì công cụ này sẽ hữu hiệu khi sử dụng để giảm bớt khối lượng cung tiền nhằm chống lạm phát chứ không dùng để điều tiết lợi nhuận. Ngoài ra, biện pháp này nếu lạm dụng có thể bóp méo tài chính (financial distortion), cản trở sự phát triển của thị trường trái phiếu và thay đổi hành vi của ngân hàng. Biện pháp này cũng có thể đưa ra tín hiệu sai khi nền kinh tế đang tự do hóa thị trường tài chính. Tăng dự trữ bắt buộc thực ra là đánh thuế vào các NHTM, dẫn đến các hoạt động trung gian tài chính - tiền tệ có thể dịch chuyển ra khỏi hệ thống ngân hàng chính thức, và làm yếu đi khả năng kiểm soát chính sách tiền tệ của NHNN.

Tóm lại, với cơ chế điều hành tỷ giá và độ mở về tài khoản vốn duy trì như hiện nay tại Việt Nam thì tính độc lập của chính sách tiền tệ, và hiệu quả kiểm soát lạm phát có rủi ro lớn là phụ thuộc vào hiệu quả của các biện pháp trung hòa, trong khi tính phi hiệu quả và chi phí của các biện pháp đang càng ngày càng gia tăng cùng với quy mô trung hòa.

Điều hành tỷ giá ít có tác động đến cán cân thương mại

Hình 2.3. Tỷ giá REER, NEER và nhập siêu



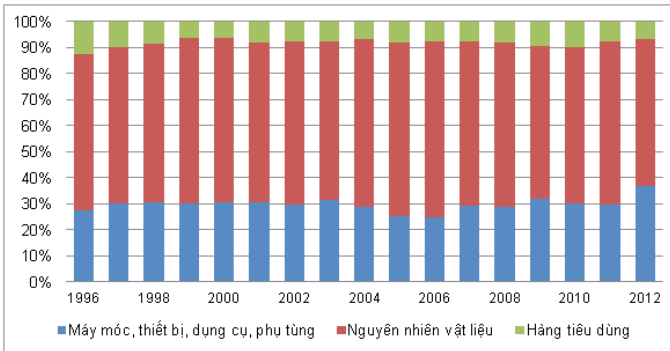
Nguồn: Tổng cục Thống kê và tính toán của tác giả.

Về mặt lý thuyết, nếu tiền đồng được định giá cao, hàng hóa nội địa sẽ mất dần tính cạnh tranh, ảnh hưởng đến xuất khẩu và cán cân thương mại; ngược lại nếu tiền đồng được định giá thấp, hàng hóa trong nước có tính cạnh tranh hơn, đóng góp vào tăng trưởng xuất khẩu và cải thiện cán cân thương mại. Hình 3 thể hiện tỷ giá NEER và REER³⁰ và tỉ lệ cán cân thương mại/GDP (%) tại Việt Nam trong giai đoạn 1996-2013. Kết quả cho thấy do điều hành tỷ giá tương đối cứng nhắc nên kể từ năm 2005 đến nay, chênh lệch NEER và REER gia tăng nhanh chóng, và từ năm 2011 đến nay, tiền đồng đang được định giá quá cao. Tuy nhiên, Hình 3 cho thấy trong thực

³⁰ $NEER_t = \sum_{j=1}^n e_{ij} \cdot w_j / e_{0j}$ trong đó, e_{ij} là tỷ giá danh nghĩa song phương của nước j trong thời kỳ i với Việt Nam, được tính toán thông qua tỷ giá của hai nước với đồng USD; e_{0j} là tỷ giá danh nghĩa song phương của nước j với Việt Nam trong thời kỳ gốc. Kỳ gốc được chọn trong tính toán này được sử dụng là quý I/1996; w_j là tỷ trọng xuất nhập khẩu của nước j trong tổng giá trị xuất nhập khẩu của Việt Nam. $REER_t = NEER_t \cdot (CPI_1^{VN}/CPI_0^{VN}) / (CPI_1^w/CPI_0^w)$, trong đó, CPI_1^w là chỉ số giá của nước w trong thời kỳ i ; CPI_1^{VN} là chỉ số giá của Việt Nam thời kỳ i . Thời kỳ gốc CPI_0 được chọn là quý I năm 1996. Trong tính toán này chúng tôi sử dụng số liệu của 16 quốc gia có giá trị xuất nhập khẩu lớn nhất trong kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam bao gồm: Australia, Campuchia, Canada, Hồng Kông, Trung Quốc, Ấn Độ, Indonesia, Nhật Bản, Hàn Quốc, Malaysia, Philippines, Liên bang Nga, Singapore, Thái Lan, Vương quốc Anh và Mỹ.

tế, tỷ giá và cán cân thương mại tại Việt Nam ít thấy mối quan hệ chặt chẽ theo lý thuyết.

Hình 2.4. Cơ cấu nhập khẩu phân theo nhóm hàng



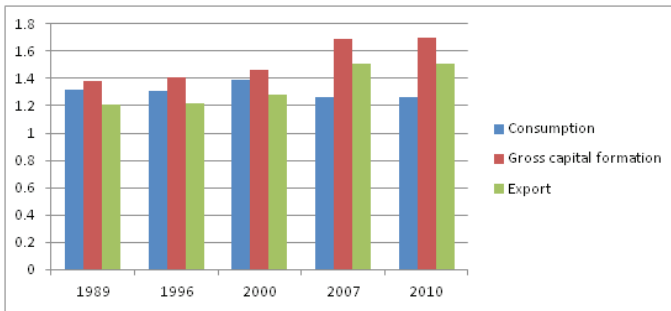
Nguồn: Tổng cục Thống kê.

Điều này phản ánh cán cân thương mại của Việt Nam chủ yếu phụ thuộc vào những yếu tố “thực”, “cơ cấu” chứ không phải là yếu tố “danh nghĩa”. Lý do là vì cơ cấu sản xuất trong nước và xuất khẩu phụ thuộc phần lớn đầu vào nhập khẩu trong khi ngành công nghiệp phụ trợ còn thiếu vắng và chưa phát triển. Nhập khẩu Việt Nam vẫn chủ yếu là nhập khẩu tư liệu sản xuất, bao gồm: máy móc, thiết bị, dụng cụ, phụ tùng và nguyên nhiên vật liệu. Tỷ lệ này luôn chiếm trên 90% tổng giá trị hàng hoá nhập khẩu, kéo dài liên tục trong nhiều năm mà không có dấu hiệu thay đổi. Phần lớn các mặt hàng xuất khẩu của Việt Nam là mặt hàng gia công, bởi thế khi xuất khẩu tăng cũng đồng nghĩa với nguyên, nhiên vật liệu nhập khẩu cũng tăng theo (Hình 4).

Trong giai đoạn 2007 cho đến nay đầu tư kích thích nhập khẩu nhiều nhất, đặc biệt là đầu tư công. Nếu đầu tư tăng thêm 1 đơn vị sản phẩm sẽ kích thích đến nhập khẩu 1,69 đơn vị sản phẩm. Điều này có thể thấy càng đầu tư không hiệu quả thì càng kích thích nhập khẩu mạnh. Bên cạnh đó, khi tăng 1 đơn vị sản phẩm xuất khẩu sẽ lan toả đến 1,5 đơn vị nhập khẩu, và chỉ số này tăng lên rất lớn so với giai đoạn trước (17%). Trong khi đó tiêu dùng cuối cùng sản

phẩm sản xuất trong nước lan toả đến nhập khẩu giảm so với giai đoạn trước: nếu trong 10 năm trước tiêu dùng sản phẩm trong nước lan toả đến nhập khẩu là 1,4 thì trong giai đoạn hiện nay giảm xuống còn 1,26³¹.

Hình 2.5. Nhập khẩu lan toả bởi các nhân tố của nhu cầu nội địa



Nguồn: Bùi Trinh, Kiyoshi Kobayashi (2014).

Đi sâu vào các ngành hàng xuất khẩu có thể thấy hầu hết xuất khẩu của các nhóm ngành công nghiệp chế biến - chế tạo đều kích thích nhập khẩu mạnh mẽ. Trong thực tế, khu vực FDI đóng góp đến 65% giá trị xuất khẩu, trong khi đó các doanh nghiệp FDI chủ yếu tận dụng lao động rẻ để gia công tại Việt Nam. Ví dụ Samsung Vina gần như nhập khẩu 100% linh kiện của Samsung từ Trung Quốc để sản xuất hàng điện thoại, giá trị gia tăng tại Việt Nam không lớn trong tổng số 12 tỉ USD xuất khẩu năm 2012 và gần 23 tỉ USD xuất khẩu năm 2013. Vì vậy, mặc dù doanh nghiệp này đóng góp lớn đến xuất khẩu nhưng cũng là thủ phạm gia tăng nhập khẩu.

Như vậy, có thể nhận định rằng nguyên nhân quan trọng dẫn đến tình trạng nhập siêu trong giai đoạn qua là do cơ cấu sản xuất và xuất khẩu trong nước, cụ thể là hiệu quả đầu tư thấp và nhu cầu nhập khẩu gia tăng cho các ngành hàng xuất khẩu (đặc biệt là những ngành mang nặng tính gia công như nhóm ngành công nghiệp chế biến chế tạo). Như vậy, mục tiêu cải thiện cán cân thương mại một cách bền

³¹Xem thêm Bùi Trinh, Kiyoshi Kobayashi (2014),

vững khó có thể đạt được với các cách điều hành tỷ giá nếu không có cải thiện trong mô hình tăng trưởng kinh tế và cơ cấu nền kinh tế. Điều này hàm ý, nếu tỷ giá được điều chỉnh mạnh hơn thì chưa chắc cán cân thương mại được cải thiện, mục tiêu lấy tỷ giá để hỗ trợ xuất khẩu là không phù hợp trong giai đoạn hiện nay. Tuy nhiên, nếu giữ tỷ giá ổn định một cách cứng nhắc trong giai đoạn dài thì cơ cấu sản xuất và xuất khẩu cũng không có động lực để thay đổi theo hướng tích cực. Cụ thể, chế độ tỷ giá định giá cao tiền đồng khiến việc xây dựng công nghiệp hỗ trợ khó khăn hơn do khuyến khích nhập khẩu các yếu tố đầu vào thay vì khuyến khích và hỗ trợ sản xuất trong nước, theo đó, làm trầm trọng thêm tình trạng gia công của nền kinh tế. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp FDI ít có động lực để gia tăng hàm lượng công nghệ và giá trị gia tăng nội địa, và cơ hội để thu hút thêm các doanh nghiệp nước ngoài có khả năng đóng góp cao hơn vào tiềm lực khoa học và công nghệ quốc gia sẽ ít đi.

Bên cạnh đó, cơ chế neo cố định theo USD hiện nay ảnh hưởng không thuận lợi đến cán cân thương mại ở khía cạnh là tiền đồng quá lệ thuộc vào USD. Hiện nay, cơ cấu xuất khẩu của Việt Nam vào Mỹ chưa tới 20%, trong khi nhập khẩu của Việt Nam từ Mỹ chỉ chiếm khoảng 4% tổng kim ngạch nhập khẩu. Trong năm 2013, tổng kim ngạch xuất nhập khẩu giữa Việt Nam và Mỹ chỉ chiếm 11%, trong khi Trung Quốc là 19%, Nhật Bản là 9,5% và EU là 12,8%.

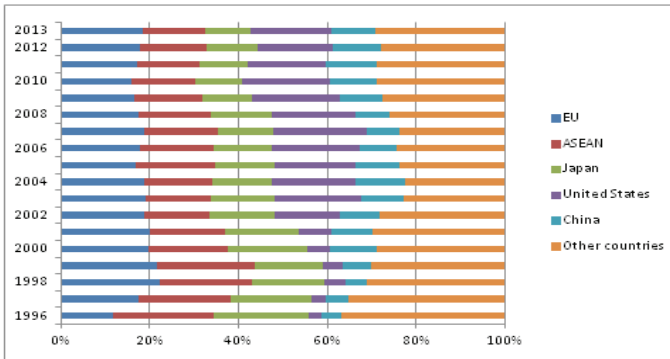
Ngoài ra, cơ cấu đồng tiền trong nợ nước ngoài của Việt Nam cũng đã trở nên đa dạng, không chỉ phụ thuộc chính vào đồng USD. Các chủ nợ lớn của Việt Nam năm 2012 bao gồm Nhật Bản (34,5% tổng nợ), WB (28,8%) hay ABD (15,5%). Như vậy, phần lớn nợ nước ngoài của Việt Nam chủ yếu định giá bằng các đồng tiền mạnh như JPY, SDR, USD và EUR. Còn nếu tính đến tháng 12/2010, cơ cấu nợ công nước ngoài Việt Nam là JPY (38,8%), SDR (27,1%), USD (22,2%) và EUR (9,2%).

Việc phụ thuộc lớn vào USD, trong khi thương mại và vay nợ phụ thuộc vào đồng tiền các nước khác với tỉ trọng cao hơn khiến

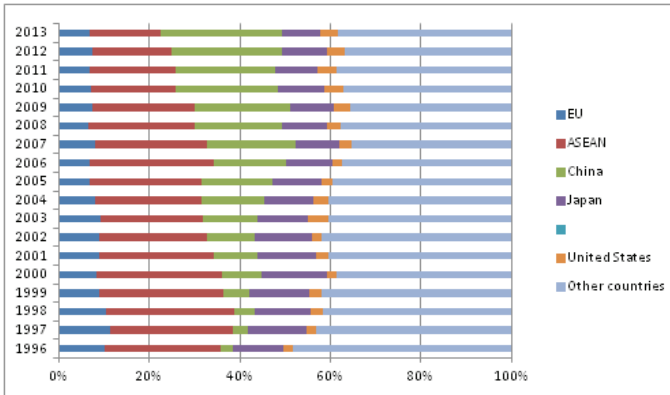
cho tỷ giá song phương giữa Việt Nam và các nước bạn hàng lớn bị ảnh hưởng trong quan hệ thương mại và đầu tư, không phản ánh được đúng tương quan kinh tế giữa Việt Nam và các nước bạn hàng, đặc biệt trong bối cảnh tiền USD trên thị trường thế giới biến động mạnh như hiện nay.

Hình 2.6. Cơ cấu xuất nhập khẩu của Việt Nam theo các khối nước

Cơ cấu xuất khẩu

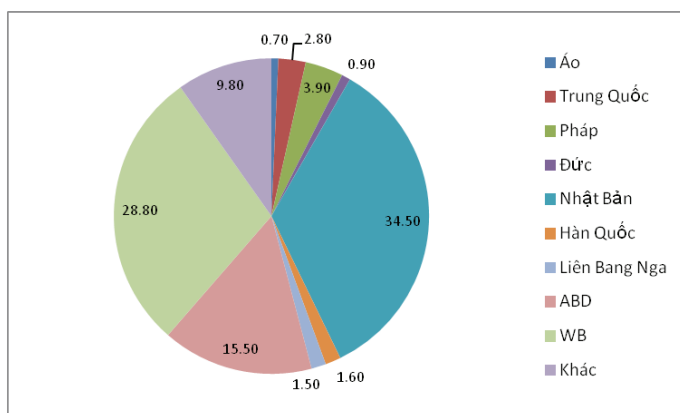


Cơ cấu nhập khẩu



Nguồn: Tổng cục Thống kê

Hình 2.7. Cơ cấu chủ nợ nước ngoài của Việt Nam năm 2012 (%)



Nguồn: Bộ Tài chính.

Kết luận và khuyến nghị chính sách

Những phân tích ở trên cho thấy, cơ chế điều hành tỷ giá hiện nay là neo cố định theo USD, theo đó, rủi ro bất ổn tỷ giá đang bị dồn ép, việc kiểm soát cung tiền và lạm phát đang gặp thách thức do chi phí của các biện pháp trung hòa đang gia tăng nhanh chóng. Trong khi sử dụng công cụ tỷ giá có thể không đóng góp nhiều vào cải thiện cán cân thương mại bền vững thì việc giữ tỷ giá cố định trong thời gian quá dài không tạo được động lực để phát triển công nghiệp hỗ trợ trong nước cũng như không khuyến khích được việc gia tăng hàm lượng công nghệ và giá trị gia tăng của các ngành hàng xuất khẩu. Vì thế, định hướng chung là cần thay đổi cơ chế điều hành tỷ giá linh hoạt hơn.

Tuy nhiên, điều chỉnh cơ chế tỷ giá sang cơ chế thả nổi có quản lý chưa phải là thời điểm thích hợp bởi các điều kiện thực hiện chưa có đủ và vẫn có một số lý do để trì hoãn trong thời gian ngắn. Tỷ giá hối đoái chỉ có thể linh hoạt cao một khi các thị trường tài chính và công cụ tài chính, cùng với các công ty ngoài lĩnh vực tài chính, có thể tự bảo hiểm các rủi ro bằng cân đối kế toán của họ, đi kèm với một thị trường ngoại hối phát triển và hiện đại. Ví dụ, các công ty có thể bảo hiểm rủi ro tỷ giá thông qua hoán đổi rủi ro với ngân hàng,

ngân hàng tự bảo hiểm bằng cách hoán đổi rủi ro với người nước ngoài. Nhưng điều này chỉ làm được nếu kiểm soát vốn được dỡ bỏ. Trong giai đoạn trước mắt, tự do hoá hoàn toàn tài khoản vốn vẫn chưa đến hạn (cho đến năm 2018), trong khi đó, hiện nay thị trường tài chính kém phát triển, sức cạnh tranh của các định chế tài chính trong nước thấp, mức độ rủi ro cao đồng thời lại thiếu cơ chế giám sát tài chính đầy đủ và hiệu quả, cộng với tầm quan trọng của chiến lược công nghiệp hóa theo định hướng xuất khẩu mà Việt Nam vẫn đang theo đuổi. Vì vậy yêu cầu cần hiện nay trước khi mở cửa hoàn toàn tài khoản vốn là phải củng cố được hệ thống tài chính lành mạnh, phát triển các tài sản và công cụ tài chính đa dạng, và theo đó, các rủi ro có thể được giảm thiểu bởi các biện pháp tự bảo hiểm; gia tăng các quy định và giám sát tài chính thận trọng; tăng cường minh bạch và quản trị nội bộ công ty. Đây cũng là giai đoạn cần tăng cường quá trình tái cơ cấu nền kinh tế nói chung và khu vực tài chính ngân hàng nói riêng. Trong giai đoạn tài khoản vốn vẫn chưa hoàn toàn mở cửa thì duy trì tỷ giá ổn định có thể vẫn giữ được độc lập chính sách tiền tệ ở mức độ nhất định nếu NHNN tăng cường hơn nữa hiệu quả các biện pháp trung hòa và giảm thiểu các chi phí trung hòa.

Vì vậy, trong giai đoạn ngắn hạn trước mắt (2014-2015), cần có cơ chế kiểm soát vốn hiệu quả để có thể ổn định được tỷ giá ở mức độ nhất định cùng với gia tăng dự trữ ngoại hối đủ lớn và nâng cao hiệu quả các biện pháp trung hòa để chống lại các cú sốc, cải thiện được tính độc lập của chính sách tiền tệ, đặc biệt trong bối cảnh kinh tế thế giới còn đối diện nhiều rủi ro bất ổn khó lường trong những năm sắp tới.

Kiểm soát vốn hiệu quả nên thể hiện ở việc lựa chọn cách thức kiểm soát vốn hợp lý trong bối cảnh phải mở cửa nền kinh tế, liên quan đến ưu tiên mở cửa khu vực nào và mức độ đến đâu. Kiểm soát vốn nên coi là giải pháp tạm thời và trong giai đoạn chuyển đổi trước khi tự do hơn vào năm 2018, và Việt Nam cần tận dụng thời

gian này để nền kinh tế có thể xử lý các vấn đề trong nước và xây dựng thị trường tài chính đủ lành mạnh³². Trong giai đoạn này, một số biện pháp sau đây cần đặc biệt được chú ý như: (i) kiểm soát nợ nước ngoài; (ii) kiểm soát vốn đầu tư gián tiếp; (iii) tăng cường các biện pháp chống đô la hóa và vàng hóa; (iv) thắt chặt tài khóa (một biện pháp tác động tương tự như kiểm soát vốn); và (v) xây dựng các biện pháp giám sát tài chính có hiệu quả.

Đối với cơ chế điều hành tỷ giá, cần có những biện pháp giảm thiểu rủi ro và hạn chế của cơ chế hiện thời. Cụ thể:

- Việc neo giữ chặt vào đồng USD khiến lựa chọn chính sách trở nên thu hẹp hơn. Kinh nghiệm của các quốc gia cho thấy³³, chuyển sang cơ chế neo giữ một giỏ tiền tệ là một lựa chọn hợp lý, vừa giữ được ổn định tỷ giá ở mức độ nhất định, vừa đảm bảo tính linh hoạt của chính sách. Có thể nói Việt Nam hiện nay đã đáp ứng đủ các điều kiện cho việc neo tỷ giá theo giỏ tiền tệ bởi độ mở kinh tế nước ta lớn nhưng lại không bị lệ thuộc chủ yếu vào một đối tác cụ thể nào nên cơ chế này không những không khiến Việt Nam bị tác động mạnh bởi các cú sốc từ thị trường tiền tệ bên ngoài mà còn giúp Việt Nam ngăn chặn tốt hơn các cú sốc từ thị trường hàng hóa quốc tế.

³²Kinh nghiệm của Malaysia cho thấy năm 1998 (sau khủng hoảng tài chính châu Á), Malaysia đã kiểm soát vốn chặt chẽ hơn, theo đuổi tỷ giá hối đoái cố định và không cho phép giao dịch quốc tế đồng Ringgit, và từ đó có được chính sách tiền tệ độc lập hơn, BNM có thể giảm lãi suất để kích thích tăng trưởng kinh tế mà không cần phải lo lắng về luân chuyển vốn hoặc biến động tiền tệ. Tuy nhiên, đây chỉ là phản ứng tạm thời và là giải pháp cuối cùng để các nhà hoạch định chính sách có thêm thời gian để xử lý các vấn đề trong nước và phục hồi kinh tế từ khủng hoảng. Một khi một quốc gia thực hiện kiểm soát vốn, đặc biệt là trên các dòng vốn ra thì các nhà đầu tư sẽ nghĩ rằng họ có thể bị kiểm soát một lần nữa trong tương lai, điều này có thể ngăn cản các dòng vốn hiệu quả trong tương lai. Vì vậy, kể từ khi nền kinh tế phục hồi, Malaysia đã dần loại bỏ các biện pháp kiểm soát tài khoản vốn (cả dòng vốn vào và ra đối với cả người dân cư trú và không cư trú). Trong giai đoạn 1999-2005, Malaysia vẫn neo giữ đồng Ringgit vào USD, nhưng chu chuyển vốn quốc tế dần dần được khơi thông, đặc biệt là sau năm 2001. BNM đã tái mở cửa cho các dòng vốn (từ năm 2001), người dân đã được phép mở tài khoản ngoại tệ bằng tiền với các ngân hàng trong và ngoài nước (từ năm 2008), theo đó, các dòng vốn (đặc biệt là FDI) đã dần gia tăng trở lại.

³³Ngày 21/7/2005, NHTW Malaysia chính thức công bố loại bỏ việc neo giá đồng Ringgit theo USD và thay thế bằng chế độ tỷ giá định giá so với một giỏ các loại tiền tệ, từ đó lấy lại được tính độc lập của chính sách tiền tệ. Chế độ tỷ giá thả nổi có quản lý và chính sách quốc tế hóa đồng Ringgit là các yếu tố quan trọng cho phép NHTW Malaysia thiết lập được chính sách lãi suất phù hợp với tình hình trong nước.

- Để tăng cường tính linh hoạt của tỷ giá trong giới hạn ổn định cho phép, cần tăng biên độ dao động của tỷ giá NHTM xung quanh tỷ giá chính thức thay vì vẫn giữ ở mức 1% hiện nay (kể từ đầu năm 2011). Bên cạnh đó, cần tránh xu hướng điều chỉnh tăng đột ngột một chiều tỷ giá sau đó giữ nguyên tỷ giá chính thức trong thời gian dài, thay vào đó, cần tạo một khuôn khổ linh hoạt hơn cho tỷ giá với sự thay đổi tỷ giá chính thức có lên, có xuống với mức điều chỉnh nhẹ với tần suất nhiều hơn.

- Gia tăng hiệu quả các biện pháp trung hòa trong ngắn hạn với các giải pháp:

Phát triển hơn nữa thị trường mở để các biện pháp trung hòa mang tính thị trường. Để có đủ hàng hóa trên thị trường này và không lệ thuộc vào tín phiếu NHNN (bắt buộc hay không bắt buộc) thường mang lại chi phí cao hơn, thì thị trường trái phiếu Chính phủ thứ cấp nên được phát triển mạnh mẽ.

Cần sử dụng thêm một số các công cụ của biện pháp trung hòa (hoặc các biện pháp bổ sung hay cho kết quả tương tự) để có thể giảm nhẹ những chi phí từ biện pháp thông qua phát hành tín phiếu NHNN như chuyển tiền gửi của Chính phủ từ các NHTM về NHNN. Biện pháp này không làm gia tăng chi phí tài khóa (hoặc cận tài khóa) trừ phi lãi suất của các khoản tiền gửi này tại NHNN cao hơn tại các NHTM.

- Tiếp tục đẩy mạnh tái cơ cấu hệ thống ngân hàng để xây dựng một hệ thống phát triển, có khả năng tham gia sâu rộng vào thị trường ngoại hối trong nước và quốc tế, chống lại được các rủi ro từ bên ngoài, đảm bảo là một chủ thể quan trọng cùng với NHNN có tác động tích cực đến tỷ giá.

Trong trung hạn (2016-2018), khi các điều kiện vĩ mô đã chín muồi, thị trường tài chính trong nước được cải thiện cùng với các cơ chế giám sát hữu hiệu, mở cửa tài chính là bắt buộc và tất yếu theo lộ trình cam kết mở cửa tài khoản vốn thì cơ chế thả nổi tỷ giá có quản lý là một lựa chọn hợp lý.