

[5/2018]

SỰ PHỨC TẠP CỦA TỶ GIÁ HỐI ĐOÁI

Châu Văn Thành

Phần I - Bối cảnh và khung phân tích

Giới thiệu

Ở Việt Nam, mỗi khi Tết đến hay quý IV gần kề, chúng ta thường bắt gặp những tin tức trên nhiều mặt báo và thông tin đại chúng nói về sự biến động của tỷ giá hối đoái. Cụ thể như là USD biến động mạnh, hay nỗi lo USD trên thị trường tự do lên các mức cao kỷ lục mới và dường như chưa thấy điểm dừng... Về phía ngân hàng nhà nước và các quan chức tiền tệ, họ thường lập đi lập lại điệp khúc như là biến động tỷ giá là do tâm lý, ngân hàng nhà nước hoàn toàn có thể kiểm soát tình hình và có đủ khả năng can thiệp để bình ổn. Nhưng rồi cuối cùng, theo thời gian, chúng ta cũng nhìn thấy xu hướng tỷ giá thay đổi theo hướng phải có nhiều VND đổi lấy một USD hơn nữa, cứ thế tiếp diễn, bất kể lời giải thích là gì. *Vậy căn cơ hay gốc rễ của sự biến động này là do đâu?* Hãy thử xem lý thuyết kinh tế học nói gì và sau đó chúng ta sẽ cùng xem xét các tình huống thực tế để rút ra các bài học hữu ích.

Kinh tế học nói gì về tỷ giá hối đoái và cơ chế vận hành của nó?

Kể từ năm 1817 đến nay, hệ thống tiền tệ thế giới đã trải qua ba giai đoạn khác nhau. Đầu tiên là thời kỳ Bản vị Vàng (1817-1933), tiếp đến là cơ chế tỷ giá cố định theo Hiệp định Bretton Woods (1944-1973), và cuối cùng là cơ chế Hậu Bretton Woods mang tên Phi Hệ thống (từ 1973 đến nay). Hệ thống tiền tệ với cơ chế Phi Hệ thống mà chúng ta đang hoạt động trong đó rất khác với hai hệ thống trước. Bên cạnh tiếp cận nguồn quỹ của Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) thì lưu chuyển vốn quốc tế có chiều hướng tăng lên rất nhanh, tỷ giá thường theo hướng linh hoạt và các ngân hàng trung ương thường can thiệp vào thị trường ngoại hối. Các ngân hàng trung ương cũng đa dạng hóa tài sản dự trữ quốc tế (không chỉ nắm giữ vàng và USD). Ngoài ra, hiện có

hiều hệ thống tỷ giá hối đoái song hành (thả nổi tự do, thả nổi có quản lý, cố định, và đô la hóa từng phần hay hoàn toàn).

Trong khi đó, xu hướng hội nhập thương mại và tài chính ngày càng mạnh mẽ hơn đi cùng với những cam kết như giảm hàng rào thuế quan, không hạn chế nhập khẩu, đối xử công bằng và vốn di chuyển tự do hơn. Để vốn có thể di chuyển tự do giữa các nước đòi hỏi đồng tiền các quốc gia đó phải có khả năng chuyển đổi dưới ba cấp độ từ thấp đến cao, tùy vào độ mở của từng quốc gia, bao gồm: (1) đồng tiền có khả năng chuyển đổi cho mục tiêu thương mại; (2) chuyển đổi cho đầu tư dài hạn; và (3) chuyển đổi cho đầu tư tài chính. Chính vì thế sức ép của “bộ ba bất khả thi”¹ ngày càng mạnh hơn đối với việc điều hành chính sách kinh tế vĩ mô. Do vậy, vấn đề trung tâm hiện nay với nhiều quốc gia là làm thế nào để có thể dung hòa giữa vốn di chuyển tự do và tỷ giá hối đoái cố định trong khi ngân hàng trung ương vẫn có thể điều hành chủ động chính sách tiền tệ của mình.

Tác động kinh tế của sự thay đổi tỷ giá hối đoái của một quốc gia

Tỷ giá hối đoái có thể thay đổi trong vài tháng, thậm chí chỉ trong vài ngày. Thay đổi tỷ giá hối đoái tác động đến một số biến số khác như là giá cả và sức cầu hàng hóa và dịch vụ xuất nhập khẩu, tổng cầu của nền kinh tế, tăng trưởng sản lượng thực trong ngắn hạn, khả năng tạo ra lợi nhuận và cạnh tranh của các nhà xuất khẩu, tỷ lệ lạm phát của nền kinh tế, và việc làm hay tỷ lệ thất nghiệp của các ngành “hàng có thể ngoại thương”²...

Một đồng tiền yếu đi sẽ tác động như thế nào đến nền kinh tế? Cơ chế tác động của một đồng tiền yếu đi được thể hiện qua nhiều kênh tác động. Khi một đồng tiền yếu đi sẽ làm tăng giá nhập khẩu. Giá nhập khẩu cao hơn làm tăng chi phí sản xuất. Giá nhập khẩu cao hơn tác động trực tiếp đến chỉ số giá tiêu dùng CPI và từ đó có thể là nguyên nhân tạo ra áp lực tăng lương do người lao động muốn bảo vệ thu nhập thực của mình. Bên cạnh đó, đồng tiền yếu hơn dẫn đến tổng cầu

¹ Bộ ba bất khả bao gồm: (1) vốn di chuyển tự do; (2) tỷ giá hối đoái ổn định hay cố định; và (3) chính sách tiền tệ độc lập.

² Kinh tế học phân biệt giữa hàng có thể ngoại thương (T: tradable goods) và hàng không thể ngoại thương (N: Non-tradable goods). Hàng T là những hàng hóa mà một quốc gia thiếu hay thừa thì có thể nhập hay xuất khẩu được với các nước còn lại, đồng thời giá của chúng phụ thuộc vào giá thế giới. Hàng N là những hàng hóa không thể mua bán giữa các quốc gia và giá của chúng phụ thuộc vào giá cả trong nước.

AD mạnh hơn do xuất khẩu tăng trưởng nhanh hơn và nhập khẩu suy yếu. Tổng cầu AD mạnh hơn có thể làm tăng áp lực lạm phát (tác động này còn phụ thuộc vào năng lực sản có hay phản ứng từ phía cung của nền kinh tế).

Vậy lợi ích và bất lợi của một đồng tiền mạnh lên sẽ là gì? Một đồng tiền mạnh hơn sẽ làm giảm giá nhập khẩu, từ đó có thể làm tăng mức sống thực của người tiêu dùng ít nhất trong ngắn hạn. Nhập khẩu nguyên liệu, công cụ và vốn rẻ hơn đến lượt nó sẽ khuyến khích đầu tư công nghệ mới. Một đồng tiền mạnh hơn có thể kiểm soát lạm phát vì nhà sản xuất nội địa có thể nhập khẩu với chi phí rẻ hơn và có thể cắt giảm chi phí. Bên cạnh đó, đồng tiền mạnh lên làm tăng sức mua thật của người dân khi du lịch ra bên ngoài. Tuy nhiên, nhập khẩu rẻ hơn có thể làm gia tăng nhập khẩu và thâm hụt thương mại lớn hơn; các nhà xuất khẩu mất khả năng cạnh tranh giá, kéo theo ảnh hưởng đến lợi nhuận và việc làm trong một số khu vực; và nếu xuất khẩu giảm, sẽ có tác động âm đối với tăng trưởng kinh tế thông qua tác động số nhân.

Lợi ích và bất lợi của biến động tỷ giá hối đoái không chỉ có vậy. Chúng ta có thể đặt câu hỏi rằng vì sao Trung Quốc không thả tỷ giá (hay chính xác hơn là nâng giá nhân dân tệ, RMB) như Hoa Kỳ và châu Âu mong muốn trong thời kỳ dòng vốn vào nhiều và thặng dư thương mại lớn giai đoạn trước năm 2014? Câu trả lời bao gồm nhiều nhân tố mang tính phức tạp hơn bên cạnh ảnh hưởng đến xuất nhập khẩu, lạm phát hay tiền lương, như là giá trị tài sản tài chính và dự trữ ngoại hối, nợ bằng ngoại tệ, ảnh hưởng cơ cấu sản xuất của nền kinh tế và việc làm.

Tỷ giá hối đoái biến động là do đâu?

Tỷ giá hối đoái (hay tỷ lệ trao đổi giữa hai đồng tiền, hay tỷ lệ trao đổi giữa một đồng tiền này với những đồng tiền khác) là đối tượng của vô số các áp lực tại cùng một thời điểm và theo thời gian. Chúng ta có thể kể đến các yếu tố này như là việc tăng hay giảm tổng cầu AD của nền kinh tế, mức độ can thiệp tiền tệ của chính phủ, thay đổi lãi suất giữa các quốc gia, lạm phát ở nước này và giảm phát ở nước kia, hoảng loạn hay khủng hoảng tài chính một vài khu vực, khủng hoảng chính trị vùng này hay vùng khác, các cú sốc tăng hay giảm giá dầu, sự thay đổi nhanh chóng của công nghệ và phát minh mới, thay đổi kỳ vọng của người dân và nhà đầu tư trước những diễn biến chính sách, môi trường đầu tư,...

Nói như thế sẽ làm cho chúng ta rất hoang mang và có thể rất khó xác định câu trả lời cho câu hỏi *tỷ giá hối đoái biến động là do đâu?* May mắn là các nhà kinh tế học cũng cố gắng hệ thống cho chúng ta một vài điều cơ bản. Có thể thấy rằng những dự đoán tốt nhất về sự biến động của tỷ giá hối đoái có thể là do một số những yếu tố quan trọng nhất: (1) lãi suất; (2) lạm phát, và (3) cán cân vãng lai. Theo đó, *lãi suất* tạo ra những thay đổi tỷ giá hối đoái trong ngắn hạn, lãi suất tăng hay giảm lần lượt đi cùng với sự lên giá hay giảm giá nhanh chóng của một đồng tiền này so với đồng tiền khác; *lạm phát* tạo ra những thay đổi tỷ giá hối đoái trong trung hạn, lạm phát cao đi cùng với sự giảm giá của đồng tiền nước đó; *mất cân bằng cán cân vãng lai CA* tạo ra những thay đổi tỷ giá hối đoái trong dài hạn, nước nào có CA thâm hụt lớn và kéo dài đi cùng với xu hướng giảm giá của nội tệ và nước nào có CA thặng dư đi cùng với sự lên giá của đồng tiền của mình.

Thực ra, không có dự đoán hoàn hảo kể cả dự đoán của những tổ chức hàng đầu thế giới về tỷ giá hối đoái. Các mối quan hệ đơn giản rút ra bên trên chỉ là những quy tắc đầu tay để nhớ cho người học. Thực tế, khó mà dự đoán thay đổi tỷ giá hối đoái trong thời gian ngắn dựa vào các biến đổi của tăng trưởng cung tiền, tăng trưởng chi tiêu chính phủ, tăng trưởng GDP hay các biến số kinh tế “cơ bản” khác. Một cách dự đoán tốt nhất cho tỷ giá hối đoái ngày mai đó là căn cứ vào tỷ giá hối đoái ngày hôm nay, bất kể các biến số kinh tế khác như thế nào. Trong thời gian dài hơn một chút, như là trên một năm chẳng hạn, thì các *biến số kinh tế khác* sẽ đóng vai trò tốt hơn trong việc dự đoán tỷ giá.

Tỷ giá hối đoái trong dài hạn thì sao? Dựa vào Quy luật Một giá (the law of one price) (Một hàng hóa phải được bán cùng một giá ở tất cả mọi nơi) và Lý thuyết Ngang bằng Sức mua (purchasing power parity-PPP) (Một đơn vị của bất kỳ loại tiền tệ nào đều có thể mua được cùng một lượng hàng hóa ở tất cả các nước) trong dài hạn, theo đó tỷ giá hối đoái phải điều chỉnh theo sự khác biệt lạm phát giữa trong và ngoài nước theo nguyên tắc: nước nào có lạm phát cao hơn thì đồng tiền nước đó sẽ có xu hướng mất giá. Tuy nhiên, do thuyết Ngang bằng Sức mua không luôn luôn đúng trong thực tế do có nhiều hàng hóa không thể ngoại thương dễ dàng giữa các quốc gia ngay cả chênh lệch giá tồn tại; hay ngay cả khi các hàng hóa có thể ngoại thương đi nữa thì chúng vẫn không thể đóng vai trò thay thế hoàn hảo cho nhau. Chính vì thế, nếu sự điều chỉnh theo lạm phát như nguyên tắc PPP không diễn ra thì cán cân thương mại và cán cân thanh toán BOP của quốc gia đó sẽ bị tác động.

Tài liệu tham khảo

David A. Moss (2014), A Concise Guide to Macroeconomics – What Managers, Executives, and Students Need to Know, *Harvard Business School Press*, 2nd edition.

Krugman, Paul (1979), “A Model of Balance of Payments Crises,” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 11, pp. 311-325.

Krugman, Paul (1999), “Balance Sheets, The Transfer Problem, and Financial Crises,” *International finance and financial crises*.

Obstfeld, Maurice (1994), “The Logic of Currency Crises,” *Cahiers Economiques et Monetaires*, Bank of France, Vol. 43, pp. 189-213.

Phần II – Thực hành

Sau đây là bốn bài thực hành về sự phức tạp của tỷ giá hối đoái

Thực hành 1 – Ba câu chuyện thật

Các tình huống³

Tình huống 1

Tại sao người ta mua trái phiếu Nhật?

Những năm đầu thập niên 2000, chính phủ Nhật đối mặt với tình trạng thâm hụt ngân sách lớn, do vậy hằng năm họ phải bán ra một lượng lớn trái phiếu. Các nhà đầu tư Nhật không bị hạn chế mua bán trái phiếu của Nhật nên họ có thể mua bán trái phiếu của các nước khác. Trong thực tế, các nhà đầu tư tổ chức của Nhật, như các quỹ hưu trí, đã mua một lượng lớn trái phiếu Hoa Kỳ cũng như trái phiếu Nhật.

Nhưng trái phiếu Nhật có mức lãi suất thấp hơn nhiều so với lãi suất trái phiếu Hoa Kỳ. Quý II 2005, lãi suất ngắn hạn ở Nhật trung bình là 0,03% so mức trung bình của Hoa Kỳ là 3,16% (do hiện

³ Các tình huống sau đây được biên soạn dựa vào bài viết: “Capital liberalization, speculative attacks, and crises” của giáo sư Paul Krugman.

tượng bấy thanh khoản ở Nhật). Cũng trong giai đoạn tương tự, mức lãi suất trung bình của trái phiếu 10 năm của Nhật là 1,4% so với mức 4,3% của Hoa Kỳ. Nếu có nhiều lựa chọn mua trái phiếu các nước khác nhau, vì sao người ta lại mua trái phiếu Nhật?

Phân tích về tác động của sự lên giá hay xuống giá kỳ vọng sẽ gợi ý cho câu trả lời của chúng ta: *các nhà đầu tư sẵn lòng mua trái phiếu Nhật, mặc dù chúng có mức lãi suất thấp hơn nhiều so lãi suất trái phiếu Hoa Kỳ bởi vì họ kỳ vọng về sự lên giá của đồng yên so với đô-la. Kỳ vọng này bắt nguồn từ đâu?*

Một dấu hiệu làm cho các nhà đầu tư kỳ vọng về sự thay đổi tỷ giá đó là *sự khác nhau về tỷ lệ lạm phát giữa hai nước*. Hoa Kỳ có tỷ lệ lạm phát thông thường ở mức 2-3% năm trong khi Nhật tiếp tục trải qua giảm phát. Vì vậy, ứng với bất kỳ rổ hàng hoá cho trước nào, sẽ cần nhiều đô-la hơn và ít yên hơn để mua được rổ hàng đó trong tương lai. Theo đó, nếu như tỷ giá hối đoái thực giữa yên và đô-la duy trì không đổi, đồng yên sẽ tăng giá so với đô-la xét về tỷ giá danh nghĩa.

Dấu hiệu khác làm cho các nhà đầu tư đôi lúc kỳ vọng về sự thay đổi tỷ giá hối đoái đó là *tồn tại tình hình thặng dư hay thâm hụt của cán cân vãng lai*. Hoa Kỳ hiện tại đang bị thâm hụt cán cân vãng lai rất lớn, Nhật lại có thặng dư cán cân vãng lai đáng kể - và đây là lý do để kỳ vọng về sự lên giá của đồng yên so với đô-la.

Sự lên giá kỳ vọng của đồng yên so với đô-la có nghĩa là đầu tư vào trái phiếu theo đồng yên cũng tốt như đầu tư vào trái phiếu theo đô-la mặc dù mức lãi suất của chúng thấp. Dĩ nhiên, không chắc chắn là tỷ giá sẽ thay đổi đúng như dự đoán. Điều này hoàn toàn có thể xảy ra, ví dụ như đồng yên có thể giảm giá thay vì lên giá như dự đoán trong thời kỳ tiếp theo. Nhưng rõ ràng rằng dự đoán tốt nhất của các nhà đầu tư là yên sẽ tăng giá theo thời gian.

Câu hỏi thảo luận:

1. Tại sao các nhà đầu tư chọn mua trái phiếu Nhật mà không phải là trái phiếu của Hoa Kỳ?
2. Để tránh sự kỳ vọng về biến động tỷ giá hối đoái, bài học về điều hành kinh tế vĩ mô ở đây là gì?

Tình huống 2

Sự rớt giá của đồng krona - Thụy Điển

Vào đầu những năm 1990, Thụy Điển theo cơ chế tỷ giá hối đoái cố định, krona được gắn với mark Đức. Khi nước Anh từ bỏ cơ chế tỷ giá hối đoái cố định, nhiều nhà đầu tư bắt đầu tự hỏi liệu rằng Thụy Điển sẽ có thể làm điều tương tự. Những nỗ lực nhằm duy trì cơ chế tỷ giá hối đoái cố định của Thụy Điển cũng đã góp phần chứng minh về sự khó khăn khi một quốc gia phải ra tay đối phó với một *cuộc tấn công đầu cơ* như thế nào.

Làn sóng tấn công đầu tiên đến vào tháng 09/1992 sau khi bảng Anh gặp trục trặc. Cũng như Anh, Thụy Điển gánh chịu sự *sụt giảm kinh tế*, nhiều người hoài nghi về đất nước này sẽ *từ bỏ cơ chế tỷ giá hối đoái cố định và sẽ đi đến quyết định tự do giảm lãi suất*. Nhưng chính phủ đã khẳng khái cam kết cố định tỷ giá. Nhằm giữ chân các nhà đầu tư giữ tiền của họ ở lại Thụy Điển, ngân hàng trung ương đã tăng tạm thời lãi suất qua đêm – tương đương với mức lãi suất liên ngân hàng Hoa Kỳ - đến 500%.

Để biết được tại sao mức lãi suất lại tăng lên quá cao như vậy, chúng ta cần phải nhớ lại vào tháng 09/1992, các nhà đầu tư nghĩ có nhiều khả năng krona sẽ mất giá – khoảng 10% trong một hay hai năm tiếp theo. Để bù đắp cho sự mất giá kỳ vọng đó, ngân hàng trung ương Thụy Điển phải chào mức lãi suất thay đổi tăng vài phần trăm mỗi tuần. Tương đương mức lãi suất vài trăm phần trăm hàng năm.

Lãi suất cao đã đánh bại cuộc tấn công đầu cơ lúc đầu vào krona, nhưng chỉ kéo dài được vài tháng. Tháng 11/1992, tấn công đầu cơ vào krona lại tiếp tục, chính phủ lúc này lo sợ về hệ quả kinh tế vĩ mô nếu như lãi suất tăng một lần nữa. Thay vào đó, chính phủ đã ngăn chặn dòng vốn ra bằng cách *can thiệp vào thị trường ngoại hối*. Nhưng quy mô yêu cầu can thiệp lại quá lớn. Chỉ sau vài ngày, Thụy Điển đã mua khoảng 160 tỷ krona – tương đương 29 tỷ đô-la trên thị trường ngoại hối. Thụy Điển là một nước nhỏ hơn nhiều so với Hoa Kỳ, vì vậy sự can thiệp này tương đương với một sự can thiệp ở Hoa Kỳ lên đến hơn 1000 tỷ đô-la trong cùng một giai đoạn thời gian.

Ngày 19/11/1992 Thụy Điển đã tung cờ trắng đầu hàng và cho phép krona mất giá so với mark Đức. Nền kinh tế trở nên dễ chịu hơn sau vài năm với cơ chế tỷ giá hối đoái thả nổi. Đến năm 2003, một cuộc trưng cầu dân ý với đề nghị từ bỏ krona chuyển sang sử dụng chung đồng euro, có nghĩa là đất

nước này sẽ chuyển sang cơ chế tỷ giá hối đoái cố định lâu dài đã được bầu chọn bởi đại đa số người dân Thụy Điển.

Câu hỏi thảo luận:

1. Tại sao krona của Thụy Điển lại bị rớt giá?
2. Bài học về điều hành kinh tế vĩ mô nhằm tránh sự kỳ vọng mất giá nội tệ xảy ra, một quốc gia cần quản lý nền kinh tế vĩ mô như thế nào?

Tình huống 3

Sự thăng trầm của nền kinh tế Argentina

Argentina có một lịch sử kinh tế với rất nhiều trục trặc. Những năm đầu thế kỷ 20, Argentina được đánh giá là một nền kinh tế giàu có và là điểm đến hấp dẫn của dân di cư châu Âu. Nhưng nền kinh tế này đã tăng trưởng chậm lại hầu như suốt thế kỷ, Argentina bị bỏ lại phía sau. Đất nước này thường xuyên phải đối mặt với các cuộc *đảo chính quân sự và khủng hoảng kinh tế*.

Vào đầu những năm 1990, Argentina đã cố gắng thực hiện một cuộc khởi đầu mới mẻ. Chính phủ mới được bầu chọn một cách dân chủ. Về kinh tế, Argentina cố gắng ngăn chặn rui ro lạm phát bằng việc gắn chặt peso với đô-la Mỹ (theo cơ chế Hội đồng tiền tệ, 1 peso = 1 đô-la). Kết quả là suốt những năm 1990, nền kinh tế đạt được thành tựu đáng kể: tăng trưởng nhanh, thu hút dòng vốn nước ngoài vào rất lớn.

Cuối những năm 1990, trục trặc bắt đầu xuất hiện. Đô-la Mỹ tăng giá so với euro, *người láng giềng Brazil phá giá real*. Theo đó, do gắn với đô-la, peso lên giá so euro và real đã làm giảm xuất khẩu của Argentina, vì vậy *tăng trưởng kinh tế chậm lại, dòng vốn vào bắt đầu chậm lại và cạn kiệt, nền kinh tế rơi vào tình trạng suy thoái*. Các nhà đầu tư mất dần niềm tin cả vào *tương lai của peso và khả năng trả nợ* của chính phủ Argentina. Nhiều người đã không còn tin vào sự gắn chặt của peso so với đô-la, họ bắt đầu kỳ vọng Argentina sẽ từ bỏ cơ chế tỷ giá cố định và peso sẽ giảm giá so với đô-la. Trong một nỗ lực nhằm giữ lại các dòng vốn ở lại trong nước, chính phủ Argentina đã tăng lãi suất và cố gắng thực hiện cân bằng ngân sách, nhưng tất cả những cố gắng này đã đẩy nền kinh tế

roi sâu vào tình trạng suy thoái.

Cuối cùng, vào cuối năm 2001, sự sụp đổ của hàng loạt ngân hàng ở Argentina đã đẩy tình hình vào khủng hoảng thật sự. Trong một nỗ lực nhằm ngăn chặn sự sụp đổ của ngân hàng, chính phủ đã định ra hạn mức đối với các khoản mà người dân có thể rút tiền từ các tài khoản của họ ở ngân hàng. Kết quả là hàng loạt các cuộc biểu tình chống đối, bạo động diễn ra và lan rộng, 20 người bị giết chết. Ngày 20/12/2001, tổng thống từ chức trong tình trạng thất sủng, bộ trưởng tài chính - kiến trúc sư của các chính sách kinh tế thập niên 1990 từ chức với tội danh tham nhũng. Ngày 03/01/2002, cơ chế tỷ giá hối đoái cố định bị từ bỏ và peso mất giá nhanh chóng, 1 peso chỉ còn đổi được 0,3 đô-la. Đất nước cũng ngừng thực hiện việc thanh toán các khoản nợ nước ngoài. Trong sự hỗn loạn này, nhiều doanh nghiệp bị phá sản, niềm tin người tiêu dùng bị sa sút nghiêm trọng, và nền kinh tế gánh chịu một sự giảm sút trầm trọng của GDP thực.

Nhưng ít nhất là câu chuyện này cũng kết thúc có hậu. Sau nhiều bất ổn về chính trị, một vị tổng thống mới cũng được bầu lên vào tháng 05/2003, peso mất giá đã kéo theo một sự bùng nổ xuất khẩu ròng, giúp nền kinh tế hồi phục nhanh chóng: GDP thực tăng khoảng 9% năm 2003 và 2004. Argentina đạt được một thoả thuận giải quyết các khoản nợ với các chủ nợ của mình theo đó đã cắt giảm nợ xuống khoảng 70%.

Mặc dù sự hồi phục nhanh chóng đã thành hiện thực, khủng hoảng ở Argentina vẫn còn để lại một lời cảnh báo đối với các nhà kinh tế học vĩ mô. Đã 70 năm từ khi John Maynard Keynes xuất bản tác phẩm Lý thuyết tổng quát về Việc Làm, Lãi suất và Tiền tệ, thì một số các quốc gia vẫn còn phải gánh chịu những cuộc suy sụp kinh tế được xem là có thể so sánh với Đại Khủng hoảng 1929-1933.

Câu hỏi thảo luận:

1. Vì sao Argentina bị buộc phải từ bỏ tỷ giá hối đoái cố định của mình?
2. Bài học điều hành kinh tế vĩ mô về việc ổn định tỷ giá hối đoái, một quốc gia cần phải có những điều kiện nào?

Thực hành 2 – Hàm ý và phản ứng chính sách

Tổng hợp từ 3 tình huống trong thực hành 1, hãy thảo luận tại sao thị trường ở một quốc gia lại xuất hiện kỳ vọng phá giá đồng tiền? Trước áp lực này, chính phủ thường phản ứng thế nào? Cơ chế kinh tế của những phản ứng này là gì?

Thực hành 3 – Dữ liệu Việt Nam

Để kiểm chứng lại mối quan hệ về các nhân tố quan trọng tác động lên sự thay đổi tỷ giá hối đoái trong thực tế ở Việt Nam, sinh viên được yêu cầu thu thập dữ liệu về các biến số sau đây trong một giai đoạn thời gian (ví dụ xem file **ER ADBVietnam2000-2016.xlsx** chẳng hạn):

1. Tỷ lệ lạm phát (%)
2. Thâm hụt CA so GDP (%)
3. % thay đổi tỷ giá hối đoái danh nghĩa (năm sau so với năm trước đó, YOY)

Sau đó vẽ đồ thị cả 3 biến số trên trên cùng một tọa độ theo thời gian và nhận xét.

Thực hành 4 – Việt Nam có nên điều chỉnh tỷ giá hối đoái?

Suốt năm 2012, tỷ giá bình quân liên ngân hàng được ngân hàng nhà nước (NHNN) giữ ở mức 20.828 VND đổi lấy 1 USD. Mức này ổn định kể từ ngày 24/12/2011. Trong khi chỉ tiêu điều chỉnh tỷ giá năm 2012 là +/-3% được xác định ở đầu năm thì các nhà điều hành chính sách tiền tệ của Việt Nam chỉ điều chỉnh +1%.

Khác với hoàn cảnh khó khăn của gần hai thập niên trước đó, năm 2012 Việt Nam bắt đầu có thặng dư thương mại và cán cân thanh toán thặng dư lớn, NHNN đã mua 15 tỷ USD đưa vào dự trữ ngoại hối. Thậm chí, 22 ngày đầu của tháng 1/2013, NHNN đã mua vài tỷ USD.

Trong những trường hợp thông thường, thặng dư trên thị trường ngoại hối đã giúp cho nhiệm vụ bình ổn tỷ giá hối đoái của NHNN trở nên dễ dàng hơn bao giờ hết. Tuy vậy, một vài ý kiến trái chiều nhau về chính sách điều hành tỷ giá bắt đầu xuất hiện tạo ra những tranh luận đáng suy ngẫm.

Chuyên gia kinh tế A cho rằng nên để tỷ giá tăng (VND mất giá) khoảng 4% năm 2013. Lý do mà nhà kinh tế này dựa vào là nhiều khả năng kinh tế sẽ phục hồi vào nửa cuối năm. Từ đó, nhu cầu nhập khẩu sẽ tăng so với nhu cầu xuất khẩu và đưa nền kinh tế chuyển dần từ thặng dư thương mại sang thâm hụt thương mại – sức cầu ngoại tệ sẽ tăng. Do vậy, tỷ giá lúc đó sẽ theo chiều hướng tăng, nhất là khi các nhà nhập khẩu cần nhiều ngoại tệ hơn. Cán cân thanh toán vì thế có thể chuyển dịch theo hướng thâm hụt mạnh, dù năm 2012 đang là thặng dư. Hơn nữa, nếu so sánh tỷ giá song phương giữa VND và USD thì VND đang bị định giá cao khoảng 23%. Vì thế, nếu không điều chỉnh tỷ giá hối đoái theo hướng phá giá VND, theo chuyên gia này, sẽ xảy ra một số hệ quả không mong muốn mà trước hết là tác động xấu đến xuất khẩu.

Ý kiến khác có tính bổ sung cho lập luận của A, nhà kinh tế B cho rằng tỷ giá hối đoái danh nghĩa của Việt Nam không thay đổi nhiều trong khi lạm phát tăng cao suốt 2 năm qua khiến VND tiếp tục lên giá thực so với USD. Đồng nội tệ hiện bị định giá cao khiến các ngành xuất khẩu và phụ thuộc xuất khẩu gặp khó khăn. Cụ thể là các ngành và doanh nghiệp xuất khẩu này bị giảm khả năng cạnh tranh. Bên cạnh đó, theo chuyên gia này, để phục hồi đà tăng trưởng kinh tế cần giảm lãi suất cho vay và tiếp tục cung ứng tín dụng ổn định cho nền kinh tế là việc làm cần thiết. Việc kết hợp phương án chủ động phá giá VND khoảng 3 - 4% trong cả năm, thông qua một số bước với biên độ từ 1-1,5% sẽ tăng hiệu quả điều hành chính sách tỷ giá của Việt Nam.

Phản bác lại với hai lập luận trên, một chuyên gia C cho rằng không thể nói vì xuất khẩu mà nói tỷ giá. Điển hình là năm 2012, xuất khẩu vẫn tốt dù không nói tỷ giá lần nào. Bên cạnh đó, việc nói tỷ giá còn liên quan đến nhiều vấn đề về nợ quốc gia, nợ nước ngoài bằng ngoại tệ của các doanh nghiệp. Quan trọng hơn, phá giá có thể châm ngòi cho lạm phát quay trở lại sau nhiều nỗ lực bình ổn thành công trước đó. Chuyên gia này nhấn mạnh rằng việc nói tỷ giá sẽ tạo ra kỳ vọng lớn của thị trường, gây bất ổn; hơn nữa, những điều chỉnh bất thường sẽ luôn gây mất niềm tin cho các nhà đầu tư vào chính sách và sự ổn định vĩ mô của Việt Nam. Vì thế, theo chuyên gia C, điều chỉnh tỷ giá là bài toán về lợi ích, lòng tin chứ không chỉ xuất khẩu.

Câu chuyện tranh luận này có nét rất tương đồng với tình hình kinh tế vĩ mô hiện nay (giai đoạn 2016-2017 và những tháng đầu năm 2018). Lạm phát ổn định, tăng trưởng kinh tế khá tốt, thặng dư thương mại và cán cân thanh toán, dòng vốn vào mạnh, NHNN liên tục lập kỷ lục mua vào

ngoại tệ và dự trữ ngoại hối leo lên đỉnh kỷ lục khoảng 63 tỷ USD⁴. Điều hành chủ động tỷ giá hối đoái đầu đó vẫn là một ẩn số gây nhiều tranh luận – liệu có nên chủ động phá giá VND?

Câu hỏi thảo luận:

- Theo bạn, nhà kinh tế học nào có lý hơn, A, B hay C? Vì sao?

⁴ Số liệu báo cáo của Ngân hàng Nhà nước đến cuối tháng 4/2018.