

Sự phức tạp của tỷ giá hối đoái

Châu Văn Thành
2018



Nội dung

- Nhân tố xác định tỷ giá hối đoái là gì?
- Làm thế nào để biết một đồng tiền đang bị định giá cao hay thấp?



Nguồn: Theo Hướng Rồng Bay – Việt Nam (HIID, 1994)

Table 1.1. Selected Indicators of Recent Economic Performance

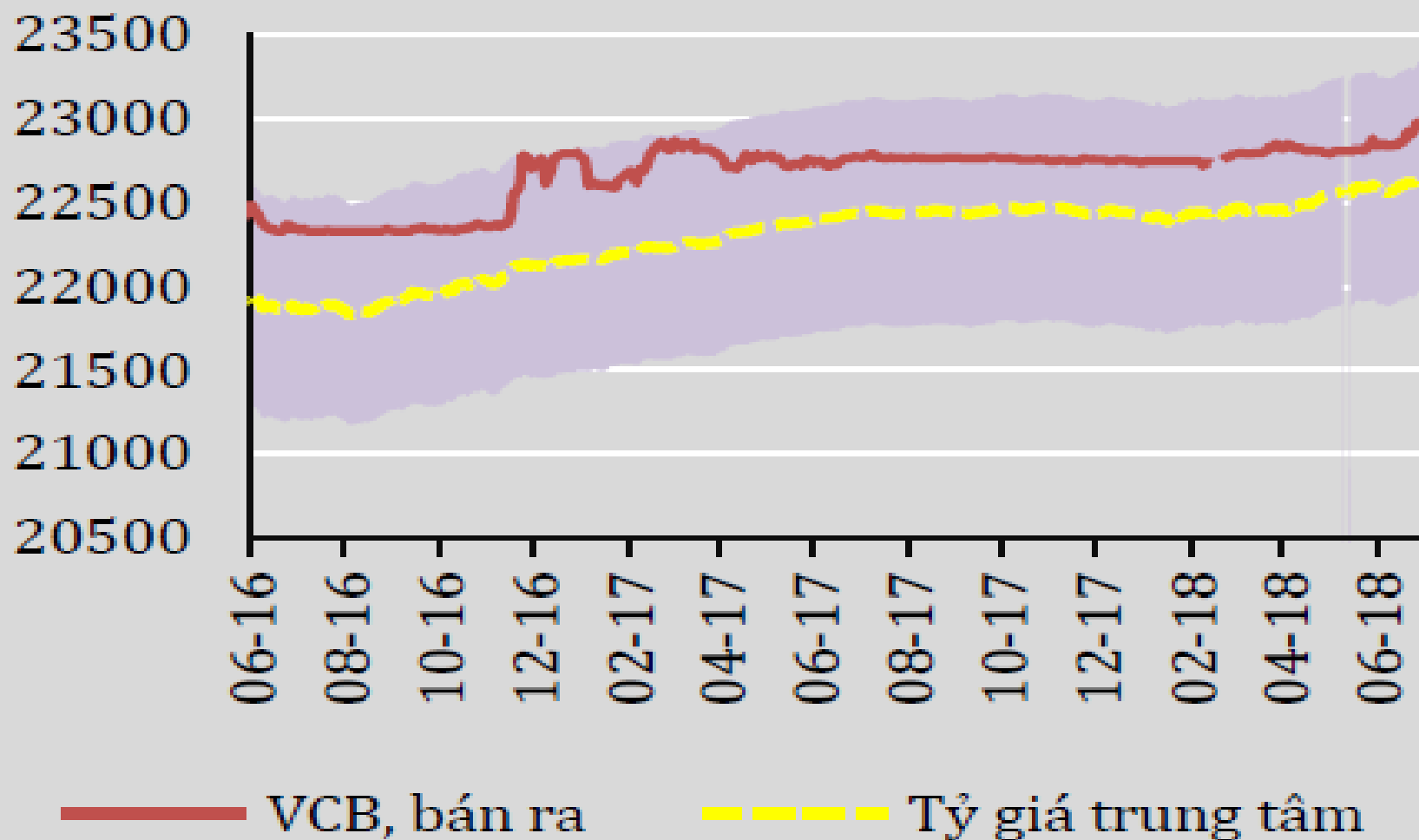
	1976-80	1980-85	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994f
	<i>(Annual Growth Rates, % p.a)</i>										
GDP	0.4	3.5	3.3	3.9	5.1	8.0	5.1	6.0	8.6	8.1	8.5
GDP/capita	-1.8	1.6	0.9	1.4	2.6	5.5	2.8	3.6	6.1	5.7	6.1
Industrial output [GDP after 1989]	0.6	9.5	6.2	10.0	14.3	2.3	10.7	10.0	17.1	12.1	
Agricultural output [GDP after 1989]	2.0	5.2	4.8	0.3	4.3	6.4	10.7	2.2	8.1	3.9	
Inflation (Dec – Dec)	22	74	487	301	308	35	67	67	17	5	12
	<i>(Levels of Output)</i>										
GDP, 1989, dong (bn)			20,579	21,395	22,497	24,308	27,014	28,632	30,988	33,310	36,141
GDP, current dong (bn)			595	2,863	15,374	28,226	41,829	76,707	110,535	136,571	165,961
Population (mid-year, '000)			60,249	61,751	63,263	64,774	66,233	67,774	69,405	70,983	72,596
Exchange Rate (dong/\$)											
Official (mid-year)			18	225	900	3,900	5,150	11,000	11,290	10,600	10,950
Market (mid-year)			425	1,270	5,000	4,832	5,425	8,820			
Industrial output [GDP after 1989]	53	62	82	90	103	106	117	129	151	169	
Agricultural output [GDP after 1989]	60	79	89	89	93	99	110	112	121	126	
Electricity (m kwh)	3,576	4,481	5,683	6,213	6,955	7,948	8,790	9,307	9,818	10,928	
Cement ('000 t)	749	1,018	1,526	1,665	1,954	2,088	2,534	3,127	3,926	4,413	
Grain output/cap (kg/yr rice)	169	203	198	185	201	216	211	211	227	234	
Hard currency exports (\$m)	94	221	350	366	448	1,138	1,352	2,010	2,552	2,970	3,600
of which: oil				30	79	200	390	581	756	799	
Number of visitors ('000)			7	40	60	178	136	188	308	528	800

Main sources: Tran (1992); Statistical Yearbook 1993; State Planning Committee (various)

3 Notes: GDP series revised from 1991 onwards, so levels not comparable (but growth rates are OK)

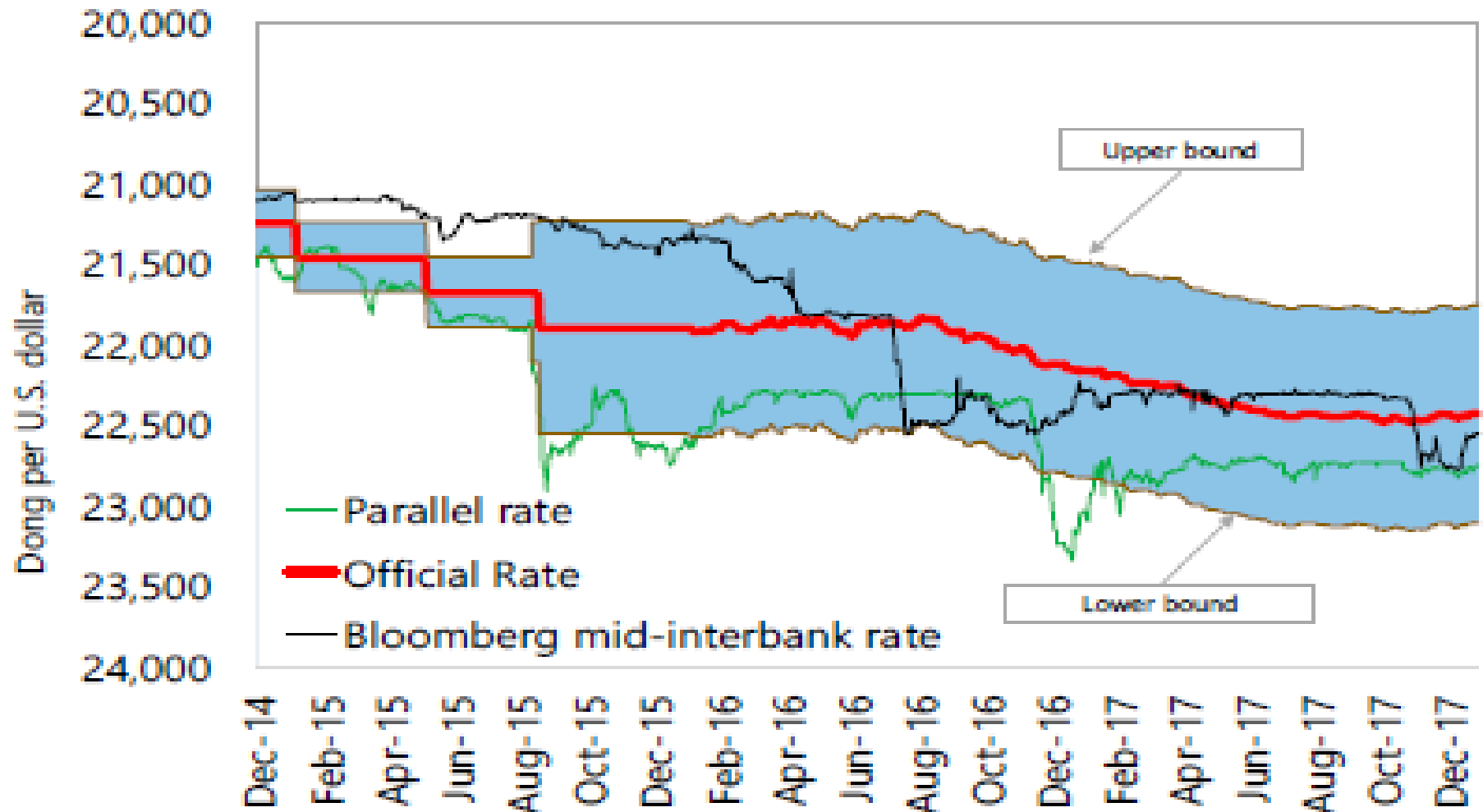
Double vertical bars denote break in series or change in source of data.

Tỷ giá danh nghĩa (VND/USD)



A fixed official reference exchange rate in the face of strong external inflows...

Vietnam: Exchange Rates 1/



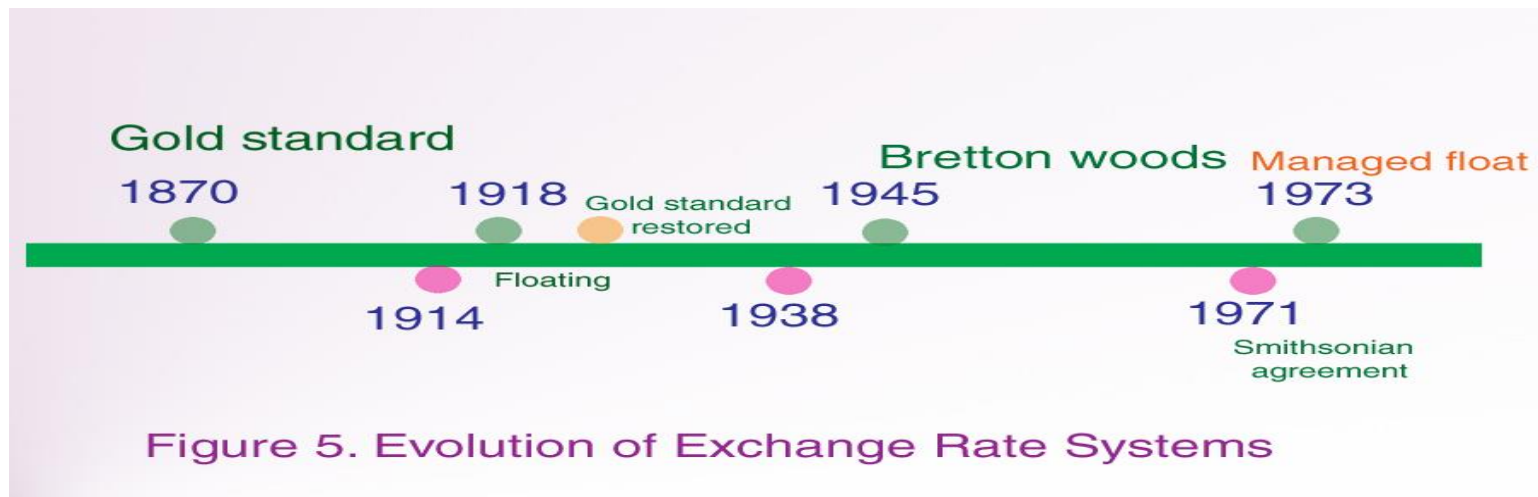
5 Sources: Vietnamese authorities; Bloomberg LP; and IMF staff estimates.

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

Hệ thống tiền tệ quốc tế từ 1870

- Bản vị vàng – Gold Standard (1817-1933)
- Bretton Woods (1944-1973)
- Hậu Bretton Woods – Phi hệ thống (1973-nay)
- Bretton Woods II? (Beijing Woods?)

Mỗi hệ thống vận hành như thế nào và ảnh hưởng gì đến chính sách kinh tế vĩ mô quốc gia?



Hậu Bretton Woods

- Cơ chế phi hệ thống (non-system)
- Lưu chuyển vốn quốc tế tăng mạnh
- Tỷ giá linh hoạt và NHTU can thiệp thị trường ngoại hối.
- Đa dạng tài sản dự trữ quốc tế.
- Tiếp cận nguồn quỹ IMF
- Bốn hệ thống tỷ giá:
 - Thả nổi tự do (Free Float)
 - Thả nổi có quản lý (Managed Float)
 - Cố định (Pegged to another currency)
 - Đôla Mỹ hay Euro
 - Ủy ban/Hội đồng Tiền Tệ (Currency Board)
 - Thay thế đồng tiền quốc gia
 - Đô la hóa hoàn toàn (Full dollarization)



Vấn đề trung tâm hiện nay

- Hội nhập và WTO
 1. Giảm hàng rào thuế quan
 2. Không hạn chế nhập khẩu
 3. Đối xử công bằng
 4. Vốn di chuyển tự do
- Vốn di chuyển và đồng tiền chuyển đổi
 1. Thương mại
 2. Đầu tư dài hạn
 3. Đầu tư tài chính
- Sức ép “Bộ ba bất khả thi” càng mạnh
 1. Tỷ giá hối đoái cố định
 2. Chính sách tiền tệ độc lập
 3. Vốn di chuyển tự do

Làm thế nào để dung hòa giữa vốn lưu chuyển tự do & tỷ giá ổn định?

Tỷ giá hối đoái được xác định như thế nào?

Parity Conditions

1. Relative inflation rates
2. Relative interest rates
3. Forward exchange rates
4. Interest rate parity

Is there a well-developed and liquid money and capital market in that currency?

Spot
Exchange
Rate

Is there a sound and secure banking system in place to support currency trading activities?

Asset Market

1. Relative real interest rates
2. Prospects for economic growth
3. Supply and demand for assets
4. Outlook for political stability
5. Speculation and liquidity
6. Political risks and controls

Balance of Payments

1. Current account balances
2. Portfolio investment
3. Foreign direct investment
4. Exchange rate regimes
5. Official monetary reserves

Nhớ lại

- Cán cân thanh toán BOP
- Cung và cầu ngoại tệ trên thị trường ngoại hối
- Các cơ chế tỷ giá
- Tỷ giá hối đoái danh nghĩa và thực



Tỷ giá hối đoái thực

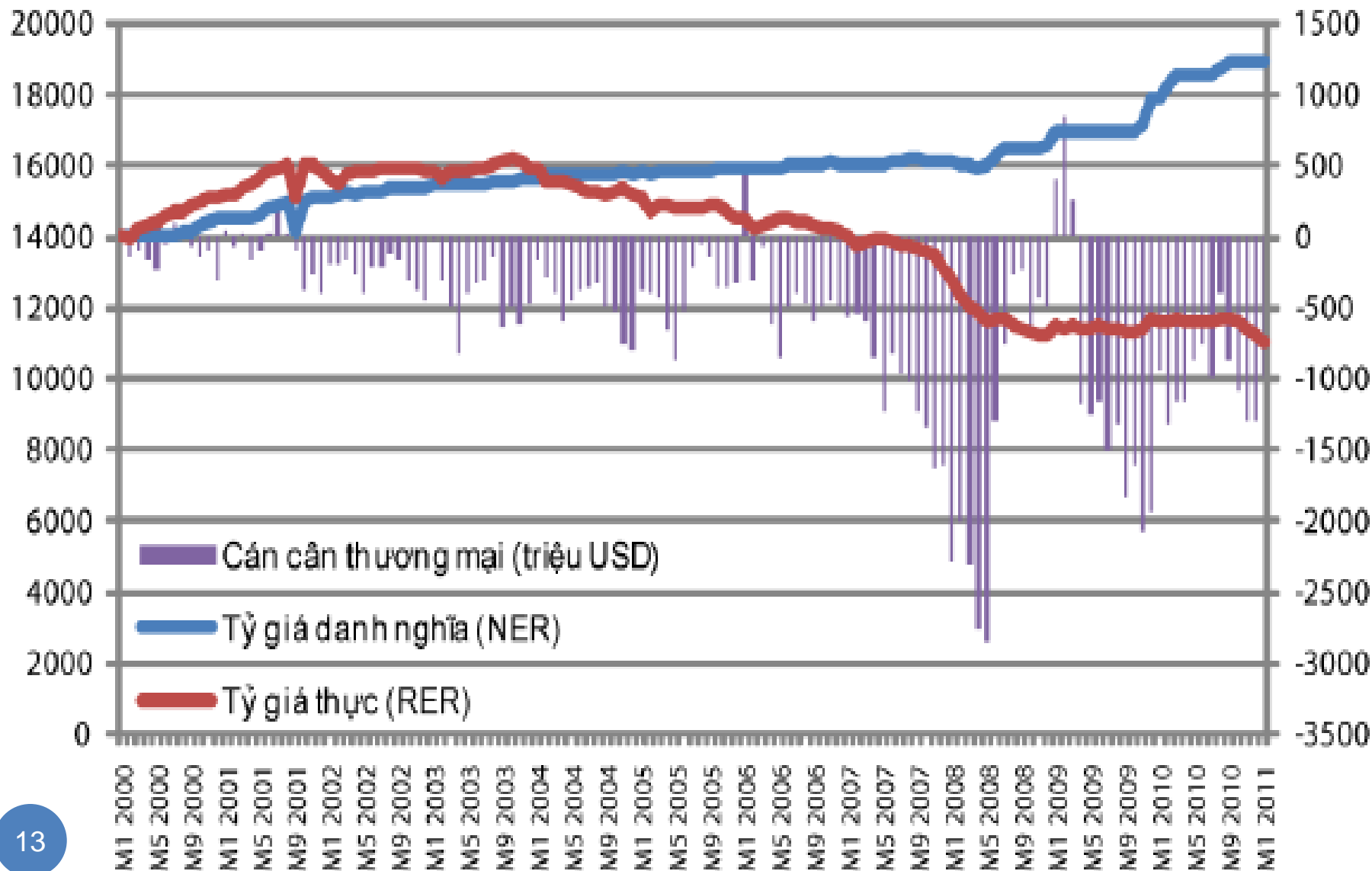
- **Tỷ giá hối đoái thực (Real exchange rates - RER):** tỷ giá được điều chỉnh sự khác biệt quốc tế của các mức giá chung.
- RER: đo lường **khả năng cạnh tranh**
- **$RER = (e \times P^*)/P$**
 - e* tỷ giá hối đoái danh nghĩa (NER)
 - P** mức giá nước ngoài
 - P* mức giá trong nước

Tỷ giá hối đoái thực

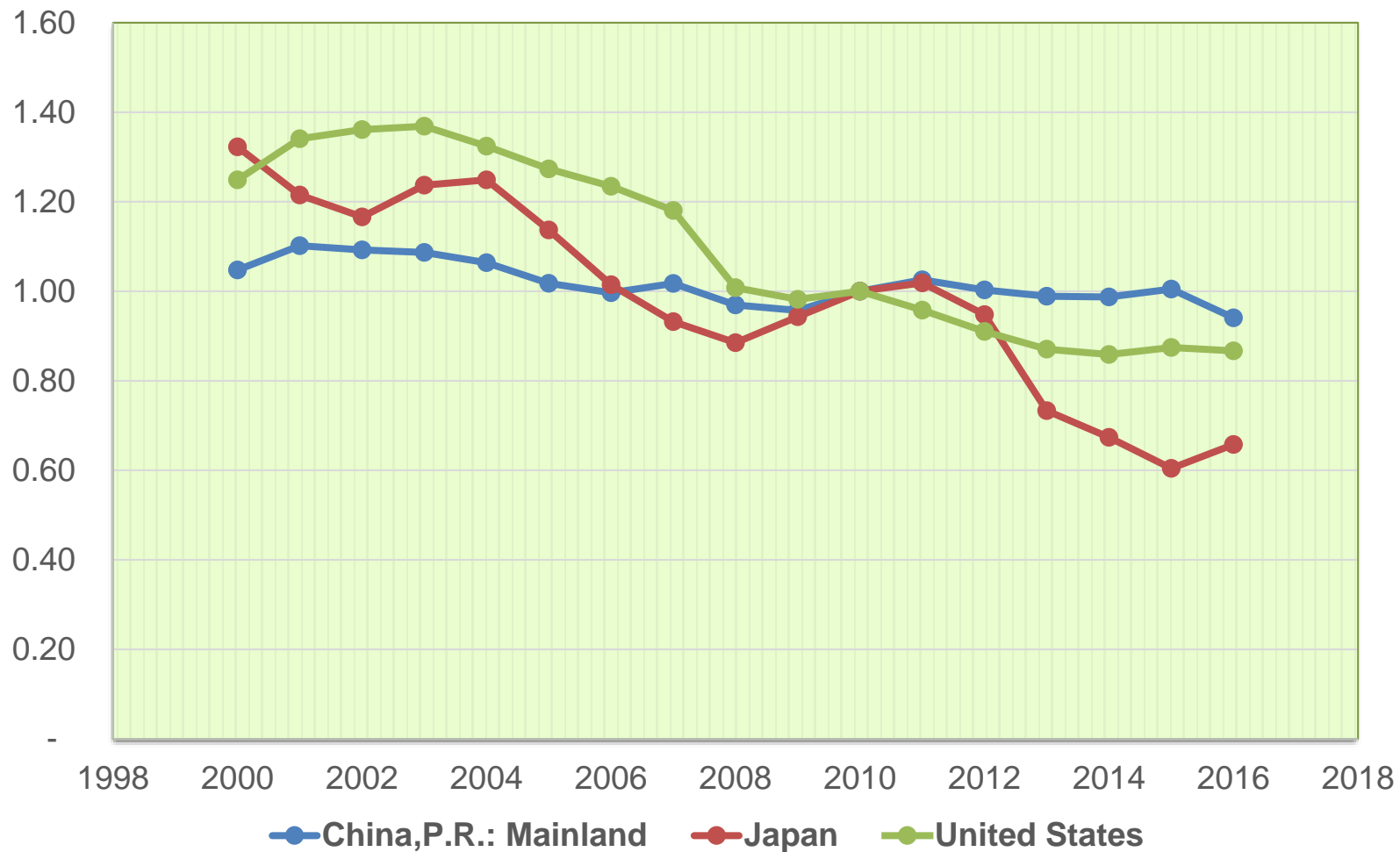
- Giả sử 2 nước US và UK giao dịch áo sơ mi
- Bạn đang đứng ở UK và tính RER cho UK
 - $P^*_{us} = 40 \text{ \$/1áo}$
 - $P_{uk} = 20 \text{ £/1áo}$
 - $e = 0,5 \text{ £/1\$}$
 - $RER_{uk} = ?$
- Chuyện gì xảy ra sau 1 năm, nếu:
 - Lạm phát ở UK là 20%
 - Lạm phát ở US là 0%
 - Tỷ giá $e = 0,5 \text{ £/1\$}$
- Nước Anh sẽ làm gì để giúp hồi phục khả năng cạnh tranh của hàng hóa nước mình?

Hình 4.5. Tỷ giá danh nghĩa, tỷ giá thực và nhập siêu (2000-2011)

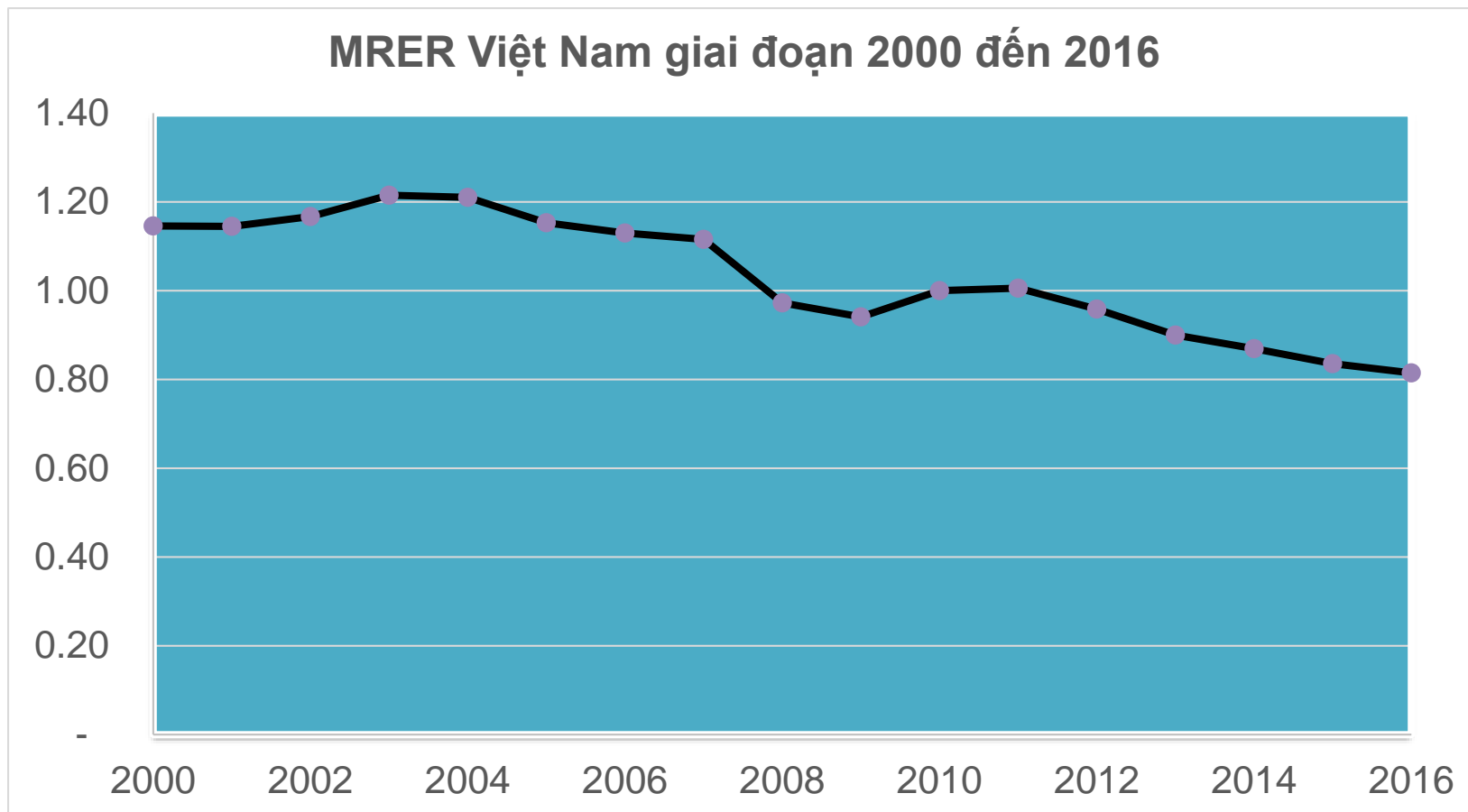
Nguồn: Báo cáo Kinh tế Vĩ Mô Việt Nam 2012 – UBKTQH. Chương 4



BRER giữa Việt Nam , Trung Quốc, Nhật Bản và Hoa Kỳ giai đoạn 2000 đến 2016



2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1.15	1.14	1.17	1.22	1.21	1.15	1.13	1.12	0.97	0.94	1.00	1.01	0.96	0.90	0.87	0.84	0.81



Nguồn: Châu Văn Thành và cộng sự (2018)

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

- Tỷ giá hối đoái có thể hoàn toàn biến thiên và thay đổi số đo trong vài tháng
- Thay đổi tỷ giá hối đoái tác động đến một số biến số như:
 - Giá/ cầu hàng hoá và dịch vụ nhập khẩu
 - Giá/ cầu hàng hoá và dịch vụ xuất khẩu
 - Tổng cầu
 - Tăng trưởng sản lượng thực trong ngắn hạn
 - Khả năng lợi nhuận/ cạnh tranh của các nhà xuất khẩu
 - Tỷ lệ lạm phát trong một nền kinh tế
 - Việc làm/ Thất nghiệp của các ngành công nghiệp “hàng có thể ngoại thương”

Một sự sụt giảm của đồng tiền ảnh hưởng như thế nào đến lạm phát?

- Một đồng tiền yếu hơn làm tăng giá nhập khẩu
 - Giá nhập khẩu cao hơn làm tăng chi phí sản xuất
 - Đây chỉ là một yếu tố (Tiền công quan trọng hơn)
- Giá nhập khẩu cao hơn tác động trực tiếp đến CPI
 - Giá máy tính, xe hơi, nội thất, thực phẩm và đồ uống
- Ảnh hưởng đến vòng thứ hai có thể quan trọng
 - Chi phí nhập khẩu cao hơn có thể là nguyên nhân yêu cầu tăng tiền công do người lao động muốn bảo vệ thu nhập thực

Một sự sụt giảm của đồng tiền ảnh hưởng như thế nào đến lạm phát?

- Đồng tiền yếu hơn dẫn đến AD mạnh hơn
 - Tăng trưởng nhanh hơn của xuất khẩu và chậm hơn của nhập khẩu
 - Tổng cầu mạnh hơn có thể làm tăng áp lực lạm phát - phụ thuộc vào năng lực sẵn có của nền kinh tế (độ co giãn cung)

Lợi thế của nội tệ mạnh

- Một nội tệ mạnh hơn sẽ giảm giá nhập khẩu – tăng mức sống thực của người tiêu dùng ít nhất trong ngắn hạn
- Nhập khẩu nguyên liệu, công cụ, vốn rẻ hơn - Khuyến khích đầu tư công nghệ mới
- Tỷ giá hối đoái 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
- Tăng sức mua thật của người dân khi du lịch ra bên ngoài

Bất lợi của nội tệ mạnh

- 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 - ảnh hưởng lợi nhuận và việc làm trong một số khu vực
- 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

Vì sao Trung Quốc không thả tỷ giá (hay nâng giá RMB) như Mỹ và châu Âu mong muốn?

1. Ảnh hưởng thương mại
2. Giá trị tài sản
3. Nợ bằng ngoại tệ
4. Ảnh hưởng việc làm
5. ...

Tình huống 1: Tại sao người ta mua trái phiếu Nhật Bản?

- Kỳ vọng yên Nhật lên giá
- Tại sao kỳ vọng yên Nhật lên giá:
 - Khác biệt lạm phát
 - Tình trạng CA

Tình huống 2: Sự rớt giá của Krona – Thụy Điển

- Tấn công tiền tệ
- Vì sao tấn công tiền tệ:
 - Suy giảm kinh tế >< Tỷ giá cố định
 - Anh (mạnh hơn) đã thất bại
 - Dự trữ ngoại tệ yếu
 - ...
- Phản ứng của chính phủ diễn ra như thế nào?

Tình huống 3: Sự thặng dư của nền kinh tế Argentina

- Bất ổn chính trị và thành quả kinh tế
- Cơ chế tỷ giá không bền vững (currency board)
- Hệ thống tài chính thiếu niềm tin
- Brazil phá giá

Chương 7 – David Moss

- Đồng tiền là đối tượng của vô số các áp lực tại cùng một thời điểm – tăng/giảm tổng cầu, can thiệp tiền tệ của chính phủ, thay đổi lãi suất, lạm phát ở đây, giảm phát ở kia, hoảng loạn tài chính, khủng hoảng chính trị, các cú sốc dầu hỏa, công nghệ mới, thay đổi kỳ vọng, ... Nói chung những dự đoán tốt nhất có thể là:
 1. **Lãi suất** tạo ra những thay đổi trong ngắn hạn (lãi suất tăng/giảm lần lượt đi cùng với sự lên giá/giảm giá nhanh chóng).
 2. **Lạm phát** tạo ra những thay đổi trong trung hạn (lạm phát cao đi cùng với sự giảm giá)
 3. **Mất cân bằng cán cân vãng lai** tạo ra những thay đổi trong dài hạn (thâm hụt đi cùng với sự giảm giá và thặng dư đi cùng với sự lên giá).
- Không có dự đoán hoàn hảo, các mối quan hệ đơn giản này thể hiện những quy tắc đầu tay

Dự đoán tỷ giá hối đoái

- Thực tế, khó dự đoán thay đổi tỷ giá trong thời gian ngắn dựa vào tăng trưởng cung tiền, tăng trưởng chi tiêu chính phủ, tăng trưởng GDP và các biến số kinh tế “cơ bản” khác.
 - Dự đoán tốt nhất cho tỷ giá ngày mai đó là tỷ giá hôm nay, bất kể các biến số kinh tế khác như thế nào.
 - Nhưng trong thời gian dài hơn (trên 1 năm) thì các *biến số kinh tế khác* đóng vai trò tốt hơn trong việc dự đoán tỷ giá. (*Đó là những biến số nào?*)

Hệ thống 1: Vì sao 6 nhân tố sau quan trọng trong việc xác định tỷ giá hối đoái?

1. Khác biệt về lãi suất.
2. Khác biệt về lạm phát.
3. Thâm hụt CA.
4. Nợ công và nợ nước ngoài.
5. Tỷ lệ trao đổi ngoại thương.
6. Ổn định chính trị và thành quả kinh tế.

1. Lạm phát
2. Lãi suất
3. Đầu cơ
4. Thay đổi khả năng cạnh tranh
5. Biến động tương đối của các đồng tiền khác
6. Cán cân thanh toán
7. Nợ chính phủ
8. Can thiệp của chính phủ
9. Sức khỏe nền kinh tế/Ổn định chính trị

Hệ thống 2: Bài học gì có thể rút ra từ các tình huống?

- Tình huống 1: Tại sao người ta mua trái phiếu Nhật Bản?
- Tình huống 2: Sự rớt giá của Krona – Thụy Điển
- Tình huống 3: Sự thặng dư của nền kinh tế Argentina

Hệ thống 3: Những tác động tiêu cực của một chính sách phá giá?

- Lạm phát
- Nợ ngoại tệ trở nên đắt hơn tính theo VND
- Kỳ vọng phá giá tiếp diễn...

Việt Nam có nên điều chỉnh tỷ giá hối đoái? Ai có lý hơn?

- 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.

Việt Nam có nên điều chỉnh tỷ giá hối đoái? Ai có lý hơn?

- 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.

Việt Nam có nên điều chỉnh tỷ giá hối đoái? Ai có lý hơn?

- 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.

Hệ thống 4: Tỷ giá hối đoái trong dài hạn

- Quy luật một giá (một hàng hóa)
- Ngang bằng sức mua (Purchasing Power Parity):
 - Giá bằng tiền của cùng rổ hàng hóa tham chiếu
 - PPP tuyệt đối và tương đối
- Dài hạn, tỷ giá phải điều chỉnh theo sự khác biệt lạm phát giữa trong và ngoài nước.
- Nếu sự điều chỉnh không diễn ra thì cán cân thương mại và BOP sẽ bị tác động.

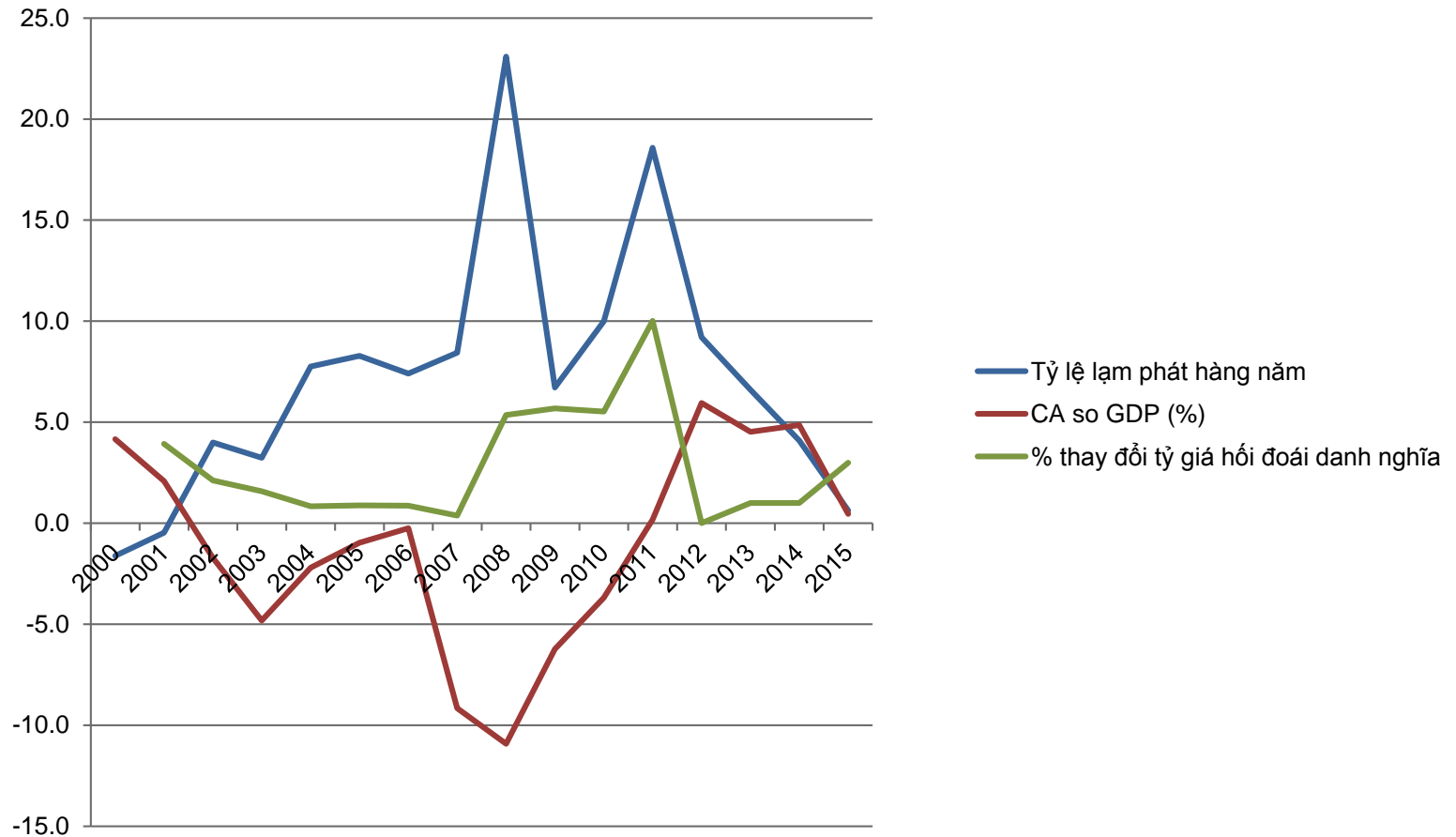
Thực hành số liệu

Để kiểm chứng lại mối quan hệ này trong thực tế ở Việt Nam, học 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:

- Tỷ lệ lạm phát (%)
- Thâm hụt CA so GDP (%)
- % 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.

ER ADB Vietnam 2000-2016.xlsx

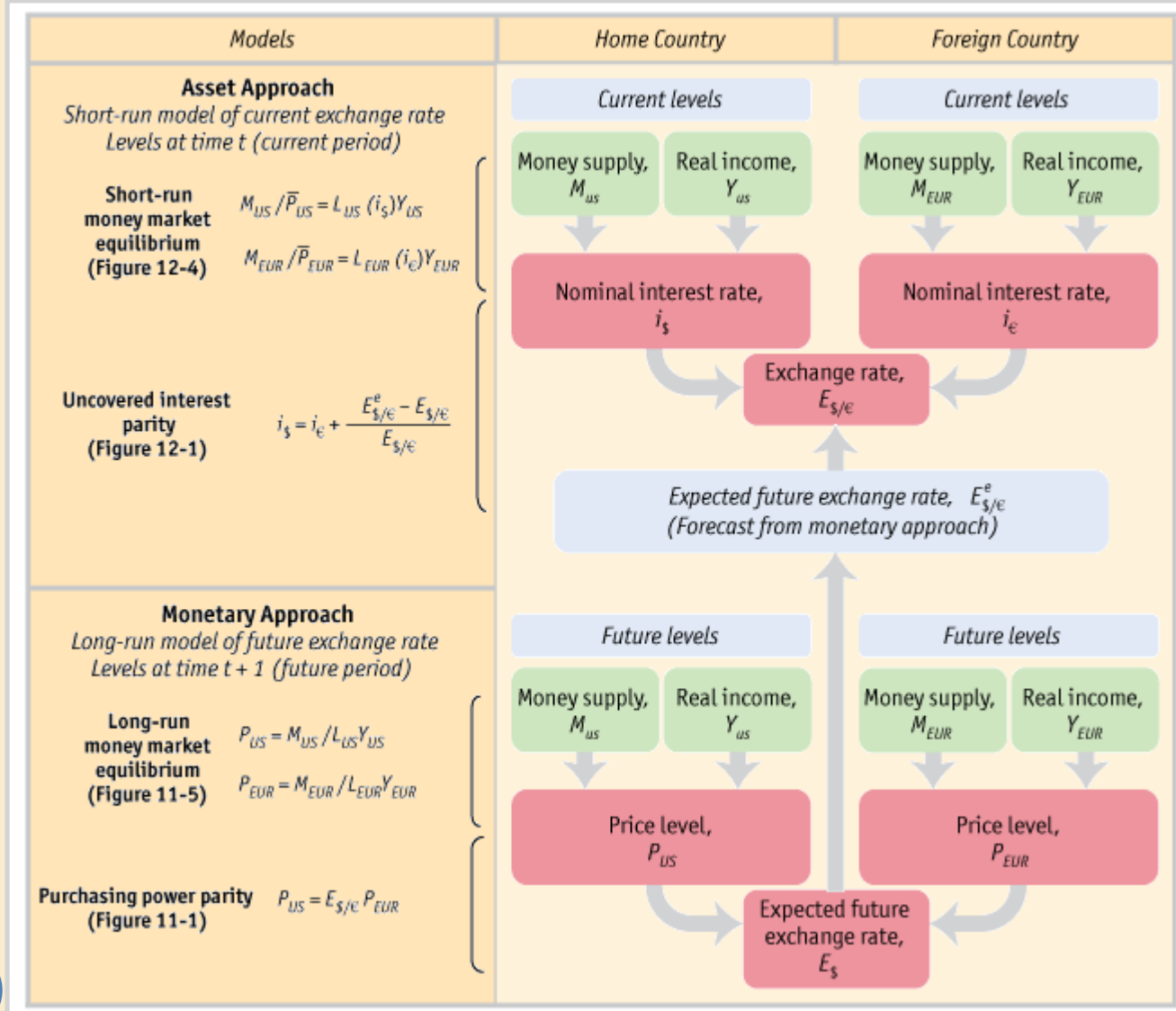


Gỡ dần bài toán tỷ giá, lãi suất và lạm phát

Phạm Đỗ Chí (vnn, 18/03/2011)

- **Lãi suất VND = lãi suất USD + điều chỉnh kỳ vọng (%) của tỷ giá VND/USD**
 - Điều chỉnh tỷ giá 9,3% của NHNN (tỷ giá liên ngân hàng từ 18.932đ lên 20.693đ) hôm 11/2.
 - *Lãi suất huy động VND (14%) = lãi suất USD (4%-5%) + điều chỉnh tỷ giá đã xảy ra (9,3%)*
- Lãi suất VND phụ thuộc lãi suất USD và kỳ vọng lạm phát
 - lạm phát cao hơn có nghĩa VND sẽ mất giá so USD; lạm phát gần 12% ở Việt Nam năm 2010 đã cao hơn lạm phát ở Mỹ khoảng 10% và điều chỉnh tỷ giá 9,3% là mức khác nhau về lạm phát.

Hợp nhất tiếp cận tiền tệ và tài sản



Lý thuyết đầy đủ về tỷ giá thả nổi

Nhập lượng của mô hình là các biến ngoại sinh cho trước (các hộp xanh lá cây).

Xuất lượng của mô hình là các biến nội sinh chưa biết (các hộp màu đỏ).

Cung tiền và thu nhập thực xác định tỷ giá.