

# Cuộc chiến tỷ giá và đề xuất chính sách cho Việt Nam



## BÁO CÁO VĨ MÔ

### KHOÍ PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Giám đốc:	Võ Văn Minh	email: minh.vo@lvs.com.vn
Chuyên viên:	Nguyễn Minh Giang	email: giang.nguyen@lvs.com.vn

## **Cuộc chiến tỷ giá giữa các đồng tiền thế giới và đề xuất chính sách cho Việt Nam**

Tỷ giá là một biến số vĩ mô đặc biệt quan trọng trong thời đại toàn cầu hoá khi mà các nền kinh tế trên thế giới phụ thuộc chặt chẽ vào hoạt động xuất nhập khẩu hàng hoá sang nhau. Sự thay đổi của tỷ giá sẽ tác động tới sự mạnh yếu của đồng tiền mỗi nước và hoạt động xuất nhập khẩu. Các quốc gia sẽ can thiệp vào tỷ giá khi họ muốn điều chỉnh trạng thái nhập siêu hoặc xuất siêu. Sự điều chỉnh nhằm đạt được mục tiêu của nước này có thể làm phương hại đến lợi ích của nước khác.

Lịch sử kinh tế thế giới được chứng kiến nhiều các mối quan hệ căng thẳng giữa các nước về vấn đề tỷ giá. Gần đây, ngày 1/10, Hạ viện Mỹ đã chọn đúng thời khắc Quốc khánh Trung Quốc để khai mào “cuộc chiến tỷ giá” bằng hành động thông qua dự luật mở đường cho việc áp đặt thuế đối với hàng hóa Trung Quốc nhằm “trả đũa” hành động được cho là cố tình duy trì tỷ giá đồng nhân dân tệ (NDT, RMB) thấp dưới giá trị thực.

Là một nước nhỏ, Việt Nam sẽ bị ảnh hưởng thế nào từ sự can thiệp tỷ giá của các nước. Chính sách tỷ giá của Việt Nam sẽ điều chỉnh ra sao? Hoạt động và cơ cấu xuất nhập khẩu của Việt nam sẽ biến động thế nào? Bài viết này sẽ tìm các trả lời ngắn gọn các câu hỏi trên.

### **Diễn biến sự can thiệp tỷ giá trên thế giới**

Giữa tháng 9/2010, chính phủ Nhật đã can thiệp mạnh vào thị trường ngoại hối trước những áp lực tăng giá mạnh mẽ của đồng Yên. Tuy nhiên, động thái này của chính phủ Nhật không đạt được kết quả như mong đợi do không nhận được sự đồng hỗ trợ từ phía các quốc gia có quan hệ thương mại với Nhật Bản. Đồng Yên giảm giá nhẹ 2% sau động thái bơm tiền nhưng sau đó 1 tuần thì đồng Yên lại tăng giá. Sáng (21/9) tại thị trường Tokyo, tỷ giá Yên là 85,60 Yên/USD, so với mức 85,69 Yên/USD đóng cửa hôm 20/9 và mức 85,86 Yên/USD đóng cửa tuần trước tại New York. Mục đích hỗ trợ hoạt động xuất khẩu của Nhật không thành công.

Dự luật H.R. 2378: Currency Reform for Fair Trade Act (Cải cách chính sách tiền tệ vì công bằng thương mại) được giới thiệu từ 13/5/2009 và được Hạ viện Mỹ thông qua vào ngày 28/9/2010. Tuy nhiên để được chính thức trở thành luật, nó đang trong quá trình chờ Thượng Viện Hoa Kỳ thảo luận, bỏ phiếu thông qua và sau đó là sự phê chuẩn của tổng thống Obama. Do đó, hiện tại HR 2378 nên được coi là một cảnh báo mạnh mẽ gửi tới Trung Quốc với một yêu cầu rõ ràng là điều chỉnh tỷ giá đồng RMB.

Chính phủ Trung quốc không chấp nhận việc tăng giá đồng RMB lên 20% như đề xuất của Mỹ mà chỉ chấp nhận giải pháp để RMB tăng giá từ từ. Trong tháng 10, chính phủ hai nước sẽ có đàm phán trực tiếp về chủ đề này.

### **Khả năng thông qua dự luật và phản ứng của Trung Quốc**

Hạ viện đã thông qua dự luật với số phiếu thuận (81%, 348 phiếu) và phiếu chống (19 %, 79 phiếu. Có nhiều khả năng sẽ được thông qua tiếp ở Thượng viện do tỷ lệ thông qua ở Hạ viện cao. Thêm

nữa, tại Thượng viện, số thành viên đảng Dân chủ là 56, số thành viên đảng Cộng hòa là 41. Chính sách này mang tính bảo hộ sẽ được ủng hộ bởi các nghị sĩ Dân chủ với tỷ lệ đa số trong Thượng viện. Mặc dù chính sách này khó thuyết phục đảng cộng hòa (đảng có quan điểm cởi mở kinh tế và ko thích bảo hộ) nhưng chúng tôi cho rằng, với tỷ lệ ủng hộ cao ở Hạ viện thì số Nghị sĩ phản đối sẽ không nhiều.

Sau khi dự luật được thông qua sẽ có hai tình huống:

*Dự thảo luật được Nghị viện và tổng thống thông qua, thuế hàng hoá nhập khẩu sẽ tăng, Trung Quốc điều chỉnh nhẹ tỷ giá (65%).* Khả năng này nhiều cơ hội xảy ra và đây cũng là phản ứng mang tính lý trí hợp lý của các bên trong trò chơi tỷ giá. Mỹ muốn ép Trung Quốc nâng giá đồng RMB. Trung Quốc mặc dù không muốn nhưng đành phải điều chỉnh nhẹ tỷ giá để duy trì tính cạnh tranh của hàng xuất khẩu. Sự điều chỉnh của Trung Quốc là cần thiết để đối phó với áp lực không chỉ từ phía Mỹ mà còn từ phía các quốc gia khác trên thế giới như Nhật, Braxin, Pháp, EU.

*Dự thảo luật được Nghị viện và tổng thống thông qua, thuế hàng hoá nhập khẩu sẽ tăng, Trung Quốc không điều chỉnh tỷ giá (35%).* Quốc hội Mỹ thông qua dự luật nhưng Trung Quốc không điều chỉnh tỷ giá và thay vào đó là hành động khuyến khích tiêu dùng nội địa để hấp thụ một phần sản phẩm dành cho xuất khẩu. Chúng tôi dự đoán chỉ khoảng 35% xảy ra tình huống này lý do như đã đề cập ở phần trên khi một loạt nền kinh tế lớn như Nhật, Braxin, EU cần nhắc và hành động điều chỉnh tỷ giá. Sức ép này không phải là nhỏ với Trung Quốc.

Như vậy, chúng ta đã dự báo khả năng điều chỉnh tỷ giá giữa đồng RMB và USD, hai đồng tiền quan trọng nhất trong quan hệ thương mại của Việt Nam. Trước khi tìm hiểu những tác động của hai đồng tiền này tới Việt Nam, điều cần làm là nhìn lại hoạt động xuất nhập khẩu.

### **Dự báo mức độ điều chỉnh tỷ giá RMB**

Tỷ giá đồng RMB bị tác động điều chỉnh bởi hai loại yếu tố: xu hướng tăng tự nhiên mang tính khách quan hiện có trên thị trường ngoại hối, sự can thiệp chủ quan của chính phủ Trung Quốc. Để có thể dự báo được liều lượng điều chỉnh trong thời gian tới, chúng ta sẽ đo lường tốc độ tăng tỷ giá hiện tại của RMB bằng phương pháp định lượng và sử dụng các thông tin định tính để dự báo mong muốn của chính phủ Trung Quốc về liều lượng thay đổi tỷ giá.



Tỷ giá USDRMB

Đồ thị trên là mô hình vận động của tỷ giá RMB kể từ giữa tháng 4 đến 4/10/2010. Tỷ giá có mức ổn định trong khoảng thời gian từ giữa tháng 4 đến 15/6. Sau đó, tỷ giá vận động theo chiều hướng

giảm nhưng có gia tốc không đều và khó dự báo. Xu hướng giảm với gia tốc đều đặn có khả năng dự báo cao bắt đầu từ 1/9 đến 4/10. Chúng ta sẽ sử dụng mô hình hồi qui tự tương quan biến trễ 1 thời kì để ước lượng gia tốc thay đổi của tỷ giá RMB.

Mô hình hồi qui tự tương quan biến trễ 1 số liệu từ 1/9/2010 đến 4/10/2010. Chúng ta thu được kết quả  $RMB = 0.301057831 + 0.9545392616 * RMB(-1)$ .

Dự báo tỷ giá (dự báo điểm) xuất phát từ tỷ giá ngày 4/10 là: 6.69121 sau đó 27 ngày cho kết quả 6.641971. Như vậy, gia tốc thay đổi tỷ giá sẽ là khoảng 0.74 % trong 1 tháng.

Về mặt định tính, trước các sức ép thì Trung Quốc sẽ quyết định lựa chọn hình thức nâng giá đồng tiền theo phương án nào? Liệu pháp sốc hay liệu pháp tăng giá từ từ thông qua việc cộng thêm gia tốc tăng tự nhiên.

Nhìn nhận lại lịch sử điều chỉnh tỷ giá của thế giới ta sẽ dự báo được sự lựa chọn nào là khôn ngoan trong hiện tại. Ngày 22/9/1985, tại khách sạn Plaza, Hiệp định Plaza được thông qua bởi nhóm G5 gồm Mỹ, Nhật, Đức, Anh, Pháp nhằm giảm giá đồng USD so với đồng Yên Nhật và đồng Mác Đức. Trong vòng hai năm, tỷ giá USD và yên Nhật đã giảm tới 51%. Mục tiêu giảm thâm hụt cán cân vãng lai, hồi phục nền kinh tế của Mỹ đã đạt được nhưng Nhật lại bị trả giá đắt. Nền kinh tế Nhật sau đó bị ảnh hưởng nặng từ thỏa ước trên khi bong bóng bất động sản và cổ phiếu vỡ do chính sách tiền tệ nới lỏng.

Trung Quốc đã vượt Nhật và trở thành nền kinh tế lớn thứ 2 thế giới. Trung Quốc rõ ràng không muốn lặp lại thảm họa kinh tế của Nhật. Liệu pháp tăng gia tốc từ từ sẽ là lựa chọn khôn ngoan và hợp lý. Vấn đề là Trung Quốc sẽ thêm liều lượng bao nhiêu:

$0.74\% (\text{tăng tự nhiên}) / 1 \text{ tháng} + x \% (\text{tăng chủ quan}) / 1 \text{ tháng}$ .

Giá trị cụ thể của x sẽ được xác định thông qua các cuộc đàm phán trực tiếp của Mỹ, và Trung Quốc cũng như những tranh cãi nội bộ của hai quốc gia này. Theo chúng tôi nhận định thì giá trị của x sẽ là khoảng 1% trong thời gian ngắn sắp tới. x sẽ là một đại lượng được linh hoạt điều chỉnh tùy theo diễn biến thị trường.

### **Tình hình xuất nhập khẩu của Việt Nam 9 tháng đầu năm 2010**

#### *Xuất khẩu*

Kim ngạch hàng hóa xuất khẩu tháng 9/2010 ước tính đạt 6,1 tỷ USD, giảm 11% so với tháng trước và tăng 32,2% so với cùng kỳ năm 2009. Tính chung chín tháng, kim ngạch hàng hóa xuất khẩu đạt 51,5 tỷ USD, tăng 23,2% so với cùng kỳ năm trước. (Tổng cục thống kê)

Hoa Kỳ vẫn là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam với kim ngạch tám tháng năm 2010 ước tính đạt 9,1 tỷ USD, tăng 25,7% so với cùng kỳ năm trước; tiếp đến là EU đạt 6,9 tỷ USD, tăng 12,5%; ASEAN đạt 6,8 tỷ USD, tăng 19,7%; Nhật Bản đạt 4,8 tỷ USD, tăng 24,4%; Trung Quốc đạt 4,1 tỷ USD, tăng 46,8%; Hàn Quốc đạt 1,7 tỷ USD, tăng 31,5%. (Tổng cục thống kê)

### Nhập khẩu

Kim ngạch hàng hóa nhập khẩu tháng 9/2010 ước tính đạt 7,2 tỷ USD, giảm 1,4% so với tháng trước và tăng 8,2% so với cùng kỳ năm 2009. Tính chung chín tháng, kim ngạch hàng hóa nhập khẩu đạt 60 tỷ USD, tăng 22,7% so với cùng kỳ năm trước (Tổng cục thống kê)

Kim ngạch hàng hoá nhập khẩu tám tháng năm 2010 từ các thị trường chủ yếu đều tăng so với cùng kỳ năm 2009, trong đó hàng hóa nhập từ Trung Quốc đạt 12,5 tỷ USD, tăng 29%; từ ASEAN đạt 10,1 tỷ USD, tăng 27,7%; từ Hàn Quốc đạt 5,8 tỷ USD, tăng 40,3%; từ Nhật Bản đạt 5,6 tỷ USD, tăng 23,2%; từ EU đạt 4 tỷ USD, tăng 17,3%; từ Đài Loan 4,5 tỷ USD, tăng 10,4%.

Nhập siêu hàng hoá tháng 9/2010 ước tính 1,05 tỷ USD. Nhập siêu hàng hóa chín tháng là 8,6 tỷ USD, tăng 19,8% so với cùng kỳ năm 2009 và bằng 16,7% tổng kim ngạch hàng hoá xuất khẩu, trong đó chủ yếu nhập siêu từ thị trường Trung Quốc với trên 8,4 tỷ USD (chiếm 97% nhập siêu).

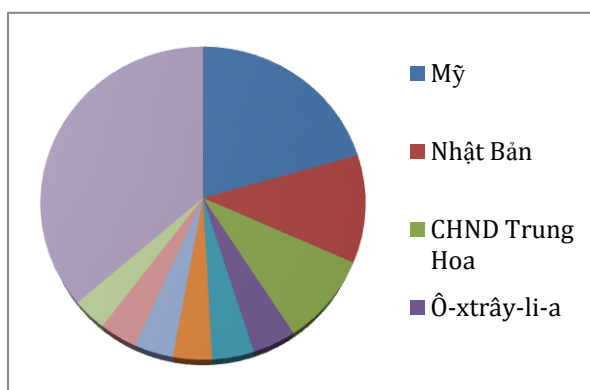
Đánh giá chung tình hình 9 tháng đầu năm 2010, tình hình xuất nhập khẩu của Việt Nam đều tăng thể hiện sự mở rộng của nền kinh tế tuy nhiên tốc độ tăng của xuất khẩu (23,2 %) chỉ nhỉnh hơn một chút so với tốc độ tăng của nhập khẩu (22,7%). Chính vì thế, tình trạng nhập siêu về cơ bản không được cải thiện nhiều. Nhập siêu chủ yếu xuất phát từ Trung Quốc (97%). Đây là một dấu hiệu hết sức bất thường cho một nền kinh tế nói chung nhưng lại có thể được lý giải và cho là không bất thường cho mối quan Việt Nam - Trung Quốc.

### Dự báo tác động của điều chỉnh tỷ giá trong tương lai tới Việt Nam

Sự phụ thuộc quá nhiều vào nhập khẩu từ Trung Quốc tạo ra một mối quan hệ kinh tế thiếu bình đẳng và công bằng. Nhập siêu luôn là điều không mong đợi trong tình trạng dự trữ ngoại tệ của Việt Nam mỏng khoảng 13 tỷ USD. Chính vì thế, sự kiện mà Việt Nam mong chờ trong tương lai chính là việc Trung Quốc nâng giá đồng RMB lên.

Để có thể dự báo chính xác hơn những tác động của ma trận tỷ giá tới cơ cấu và qui mô xuất nhập khẩu của Việt Nam, chúng ta cần xem xét tỷ trọng xuất nhập khẩu của Việt Nam với các nước:

Mỹ	20.55%
Trung Hoa	9.20%
Ô-xtrây-li-a	4.19%
Thụy Sĩ	4.04%
Hàn Quốc	3.75%
Xin-ga-po	3.74%

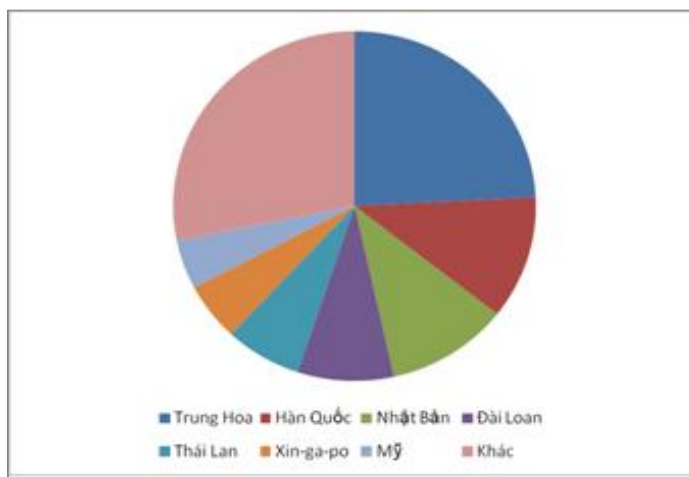




Phi-li-pin	3.66%
Đức	3.34%
Khác	36.37%

#### Cơ cấu xuất khẩu theo quốc gia 7 tháng đầu năm 2010 (số liệu GSO)

Trung Hoa	24.18%
Hàn Quốc	11.39%
Nhật Bản	10.92%
Đài Loan	8.63%
Thái Lan	6.82%
Xin-ga-po	5.38%
Mỹ	4.52%
Khác	28.16%



#### Cơ cấu nhập khẩu theo quốc gia 7 tháng đầu năm 2010 (số liệu GSO)

Cơ cấu xuất nhập khẩu của Việt Nam là thuận lợi với xu hướng biến đổi của ma trận tỷ giá. Như vậy, để hạn chế nhập siêu, chúng ta cần chú hạn chế nhập từ thị trường Trung Quốc, Hàn Quốc. Để thúc đẩy xuất khẩu, điều cần làm là tập trung cho thị trường Mỹ, Nhật Bản.

Khi đồng RMB được kéo về gần hơn với sức mạnh thực của nó và đồng USD giảm giá tương đối so với RMB, cán cân thương mại của Việt Nam - Trung Quốc, Việt Nam – Mỹ sẽ vận động theo chiều hướng như sau:

Nhập siêu từ Trung Quốc sẽ giảm và tác động nhưng chúng tôi cho rằng tác động giảm nhập siêu là không lớn. Lý do là vì qua biểu đồ tỷ giá giữa đồng RMB và VND dưới đây, ta thấy rõ xu hướng đồng RMB tăng giá. Kể từ đầu năm 2010 đến đầu tháng 10, đồng RMB đã tăng 7.55%, một mức khá lớn. nhưng cán cân thương mại giữa Việt Nam và Trung Quốc vẫn nghiêng hẳn về phía bạn. Do

đó, vấn đề nhập siêu của Việt Nam với Trung Quốc không xuất phát từ và do đó không được giải quyết bằng con đường tỷ giá.



**Biểu đồ tỷ giá VND với RMB, USD (nguồn www.xe.com)**



**Biểu đồ tỷ giá VND với EUR, JPY (nguồn www.xe.com)**

Nhập siêu từ Trung Quốc có nguyên nhân chính trị, kinh tế, và không gian. Các sức ép chính trị khiến chúng ta lựa chọn đối tác Trung Quốc. Sự gần gũi về mặt không gian và thị hiếu hàng hoá khiến chúng ta lựa chọn sử dụng nhiều hàng hoá Trung Quốc.

Do đó, để giảm tình trạng nhập siêu, chúng ta cần tập trung vào đẩy mạnh xuất khẩu. Qua biểu đồ tỷ giá giữa VND và các đồng tiền USD, JPY, EUR ta nhận thấy có một xu hướng chung đó là các đồng tiền trên đều tăng giá so với đồng VND. Xu hướng này có tác dụng khuyến khích xuất khẩu và không ảnh hưởng nhiều đến nhập khẩu do chúng ta ít nhập khẩu từ các quốc gia này.

### **Đề xuất chính sách**

Trước những diễn biến mới của tình hình tỷ giá thế giới, Việt Nam cần theo dõi sát sao sự điều chỉnh tỷ giá của các nước và đặc biệt là đồng RMB. Để có thể tận dụng tối đa lợi ích từ sự điều chỉnh tỷ giá đến tình trạng nhập siêu thì Ngân hàng nhà nước Việt Nam nên điều chỉnh nhẹ tỷ giá VND/USD sau sự kiện RMB điều chỉnh. Liều lượng điều chỉnh VND có thể tương xứng với tốc độ điều chỉnh tự nhiên của RMB (0.75%).

Như phân tích ở phần trên, tình trạng nhập siêu của Việt Nam với Trung Quốc không nằm ở câu chuyện tỷ giá với RMB nên để có thể giảm nhập siêu, chúng ta cần tập trung gia tăng xuất khẩu và hạn chế bớt sự ảnh hưởng địa chính trị, văn hoá của Trung Quốc tới hoạt động nhập khẩu hàng hoá, máy móc, công nghệ về Việt Nam.

Về mặt trung hạn, chúng tôi mạnh dạn đề xuất thay đổi hẳn chế độ neo tỷ giá đồng VND với USD hiện nay sang chế độ neo VNĐ với một rổ tiền tệ bao gồm USD, RMB, EUR, JPY. Khi đó, tỷ giá VND sẽ được phản ánh chính xác hơn và ít bị phụ thuộc riêng vào sự mạnh yếu của đồng USD. Tình trạng đô la hóa cũng sẽ giảm đi nhiều. Nguyên tắc không bỏ tất cả trứng vào một rổ cũng khá tương đồng với nguyên tắc không phụ thuộc quá nhiều vào đồng tiền hay một quốc gia nào.

Những lợi ích của việc thay đổi chế độ niêm yết tính toán tỷ giá là nhận thấy rõ ràng tuy nhiên việc thay đổi nếu có cũng sẽ gặp phải nhiều khó khăn. Thói quen của nền kinh tế và hệ thống nhà nước cản trở sự đổi mới. Sự tồn kém trong quá trình thiết kế lại hệ thống định giá, tính thuế và hoạt động kinh doanh cũng là một sức cản không nhỏ. Tuy nhiên, theo chúng tôi, đây là một việc cần làm. Khó khăn tồn kém trong ngắn hạn sẽ được bù đắp lại bằng những lợi ích kinh tế ổn định và dài hạn trong tương lai.

Khi chuyển sang chế độ neo tỷ giá theo một rổ ngoại tệ, chúng ta cần tính toán tỷ lệ mỗi loại tiền tệ đóng góp trong rổ tiền tệ. Tỷ lệ này phụ thuộc vào tầm quan trọng tương đối của mỗi đồng tiền trong quan hệ thương mại với Việt Nam. Căn cứ vào tổng kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam với Mỹ, Nhật, Trung Quốc và EU kể từ năm 2007 đến nay, chúng tôi đề xuất tỷ lệ đóng góp của mỗi đồng tiền trong rổ tiền tệ như sau:

(22.87% USD) (23.54% JPY) (32.54% RMB) (21.05% EUR)

Bên cạnh đó, để có thể hạn chế được tối đa rủi ro tỷ giá và chi phí huy động sử dụng ngoại tệ, Ngân hàng nhà nước và các ngân hàng thương mại nên thực hiện nghiệp vụ Swap hoán đổi ngoại tệ. Swap là một cam kết song phương giữa hai ngân hàng, theo đó các ngân hàng sẽ trao cho nhau vào một ngày nhất định, một số lượng nhất định đồng tiền này lấy một số lượng biến đổi đồng tiền khác, trong một thời hạn xác định với điều hứa hẹn với nhau là hoàn lại vốn khi đến kỳ hạn.

Trên đây là những đề xuất chính sách của chúng tôi. Mục tiêu là vì một nền kinh tế Việt Nam ổn định và tăng trưởng.



*Bản báo cáo này được lập bởi Khối Phân tích & Tư vấn Đầu tư – Công ty cổ phần Chứng khoán Liên Việt và chỉ mang tính tham khảo cho nhà đầu tư. Thông tin trong báo cáo được LVS tổng hợp và phân tích dựa trên các nguồn tin đáng tin cậy và phổ biến. LVS không chịu trách nhiệm đối với những quyết định mua bán chứng khoán của nhà đầu tư do việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần thông tin trong báo cáo này.*