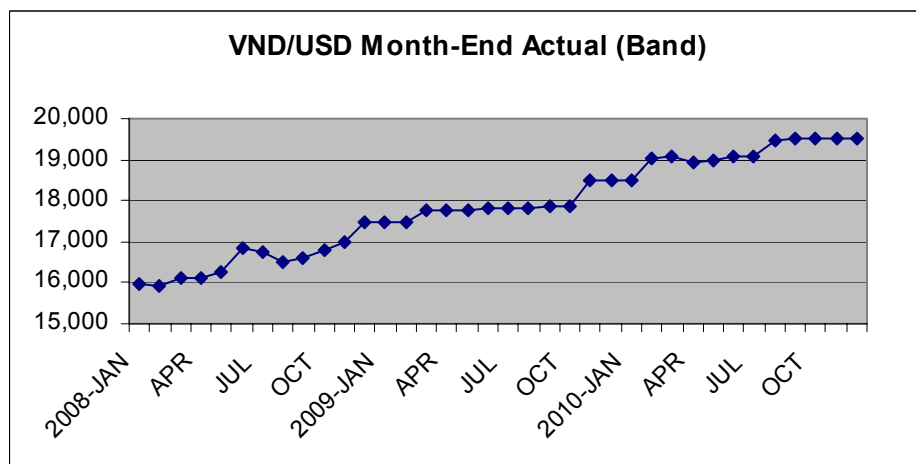


**I. Tại sao VND mất giá so với USD trong ba năm qua ?**

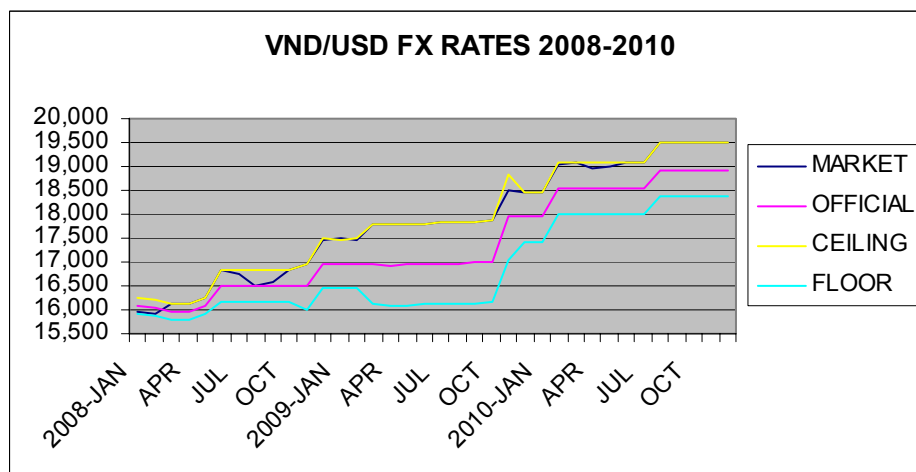
Tháng 01, 2011

Trong vài năm gần đây, mức độ mất giá của VND so với USD dường như đã diễn ra nhanh hơn. Việc mất giá tái diễn một cách đều đặn đã làm cho nhiều người cảm thấy đó như một xu hướng và nghĩ rằng tiền Đồng sẽ tiếp tục mất giá so với USD trong tương lai. Nhưng, có thật sự phải vậy không? Và liệu có hướng nào khác không?



Nguồn: SBV

Biểu đồ trên thể hiện tỷ giá VND/USD (trung bình của giá mua và giá bán) niêm yết tại các ngân hàng thương mại ở thời điểm cuối tháng trong ba năm qua. Trong quãng thời gian này, VND đã mất giá 22,5% (từ 15.917 vào ngày 31.12.2007 lên 19.498 vào ngày 31.12.2010). Điều đáng lưu ý là, mức độ mất giá có thể đã lớn hơn nếu tỷ giá không bị khống chế theo biên độ do Ngân hàng nhà nước (SBV) ban hành. Biên độ hiện hành (áp dụng từ 01.12.2009) là +/- 3% so với tỷ giá bình quân liên ngân hàng do SBV ban hành. Theo thông tin được đăng tải trên báo chí, ở thời điểm viết báo cáo này, tỷ giá trên thị trường không chính thức vào khoảng 21.000 đồng/USD, cao hơn khoảng 7,7% so với mức trần tỷ giá 19.500. Do đó, nếu xét tỷ giá trên thị trường tự do, mức độ mất giá thực chất trong vòng ba năm qua vào khoảng 30%, trung bình khoảng 10% mỗi năm. Trong quãng thời gian này, SBV đã thực hiện nâng tỷ giá năm lần, vào các ngày 27/06/2008 (2,66%), 25/12/2008 (3%), trong tháng 11/2009 (5,5%), 11/02/2010 (3,36%) và 18/08/2010 (2,1%). Qua biểu đồ bên dưới có thể thấy, trong suốt thời gian này, tỷ giá được giao dịch tại các ngân hàng thương mại luôn ở mức trần so với biên độ cho phép. Dường như rất khó thấy đường màu xanh, do nó gần như nằm chồng lên đường màu vàng (đường thể hiện trần biên độ). Biên độ giao dịch cũng đã được điều chỉnh trong suốt thời gian này: từ 1% lên 2% (27/06/2008), 2% lên 3% (07/11/2008), 3% lên 5% (23/03/2009) và lần gần đây nhất là từ 5% về lại 3% (01/12/2009).



Nguồn: SBV

## II. Tỷ giá VND/USD đã thay đổi như thế nào so với đồng tiền các khu vực khác trong hơn ba năm qua?

Đây là yếu tố khiến đồng tiền một nước mất giá so với đồng tiền nước khác? Theo các lý thuyết về tỷ giá, khi nhìn vào một cặp tiền tệ (chẳng hạn như VND/USD), trong một thị trường tự do, tỷ giá sẽ điều chỉnh theo mối tương quan về lạm phát giữa hai nước (trong trường hợp này là Việt Nam và Mỹ), đồng tiền của nước có mức lạm phát cao sẽ mất giá so với đồng tiền của nước kia, sao cho chi phí hàng hóa tại hai nước ở mức ngang bằng với nhau. (Ghi chú: theo IMF, mức lạm phát của Mỹ trong ba năm từ 2008 đến 2010 là 4,91%). Để đánh giá sự biến động của tiền Đồng, chúng ta có thể nhìn vào nhóm “Các nước Á Châu đang phát triển” (theo phân loại của IMF, bao gồm các nước: Trung Quốc, Ấn Độ, Indonesia, Malaysia, Philippines, Thái Lan và Việt Nam). Đồng tiền của các nước thể hiện trong biểu đồ bên dưới lần lượt là: CNY, INR, IDR, MYR, PHP, THB và VND. Biểu đồ cho thấy, mức độ biến động của đồng tiền các nước so với USD trong vòng ba năm qua (từ 31.12.2007 đến 31.12.2010), và tỷ lệ lạm phát bình quân của ba năm từ 2008 đến 2010. Chúng ta có thể nhìn thấy rõ mối tương quan: trong khoảng thời gian trên, đồng tiền của nước có tỷ lệ lạm phát cao nhất sẽ bị mất giá nhiều nhất so với USD.

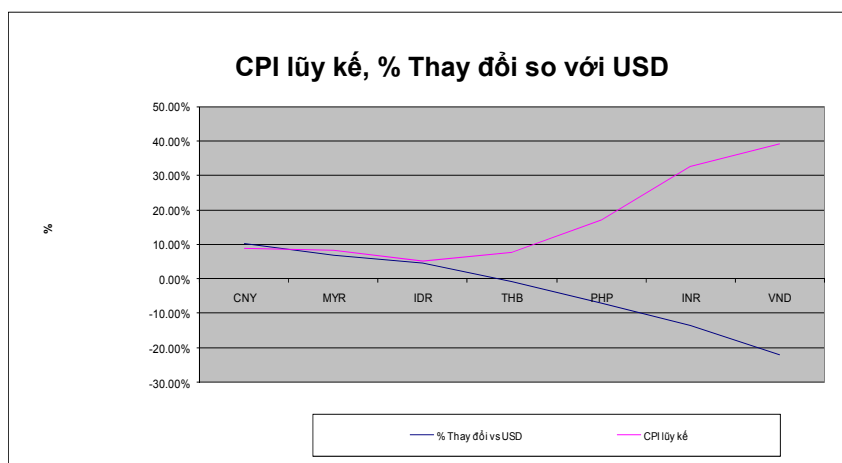


Chart: DAG  
 Nguồn: IMF (inflation rates),  
 finance.yahoo.com: (forex rates)

## III. Đồng Việt Nam mất giá có giúp ích cho các doanh nghiệp xuất khẩu?

Theo ý kiến của tôi, việc giảm giá trị tiền Đồng không giúp ích nhiều cho việc gia tăng xuất khẩu. Điều đó còn phụ thuộc nhiều vào ngành sản xuất. Ví dụ như: sản phẩm dầu khí, than đá, và một số hàng hóa khác được giao dịch theo USD. Giảm giá trị tiền Đồng sẽ không hỗ trợ cho việc gia tăng sản lượng xuất khẩu các mặt hàng này. Hàng may mặc, đồ gỗ, và da giày cũng không được hỗ trợ nhiều, do các ngành này bình quân phải nhập khẩu đến khoảng 70% nguyên liệu đầu vào (chủ yếu đều giao dịch theo USD). Những lợi thế có được đối với hoạt động xuất khẩu gần như phải bù đắp cho những bất lợi từ nhập khẩu.

Trên thực tế, khi tiền Đồng bị mất giá, các doanh nghiệp xuất khẩu có hai lựa chọn: a) Để cho các khách hàng được hưởng lợi bằng việc giảm giá xuất khẩu, b) Duy trì mức giá xuất khẩu để được hưởng lợi. Các doanh nghiệp chỉ chọn phương án a) khi họ muốn gia tăng hoặc tránh bị ảnh hưởng về doanh số xuất khẩu. Tuy nhiên, doanh nghiệp các nước nhập khẩu chỉ gia tăng số lượng mua khi thị trường có nhu cầu.

Hơn nữa, do ảnh hưởng bởi năng lực sản xuất, các doanh nghiệp có thể không đáp ứng được một cách tức thời những đơn hàng lớn hơn. Có thể có sự khác nhau ở các công ty, nhưng hầu như đầu tiên các công ty đều phải nhập nhiều nguyên vật liệu hơn và có thể là thuê nhiều nhân công hơn để có thể gia tăng nguồn cung đầu ra. Bên cạnh đó, các nhà nhập khẩu thường đặt hàng trước một vài tháng và có thể sẽ không đặt lượng hàng lớn hơn cho đến lần đặt hàng tiếp theo. Tóm lại, nếu việc mất giá đồng tiền có lợi cho doanh nghiệp xuất khẩu thì cũng không phải doanh nghiệp nào cũng có khả năng gia tăng sản lượng xuất khẩu hoặc nếu có thì cũng sẽ phải mất khoảng thời gian vài tháng để thấy được điều đó.

#### **IV. Việc phá giá tiền Đồng có thể ngăn chặn hay làm giảm được nhập khẩu ?**

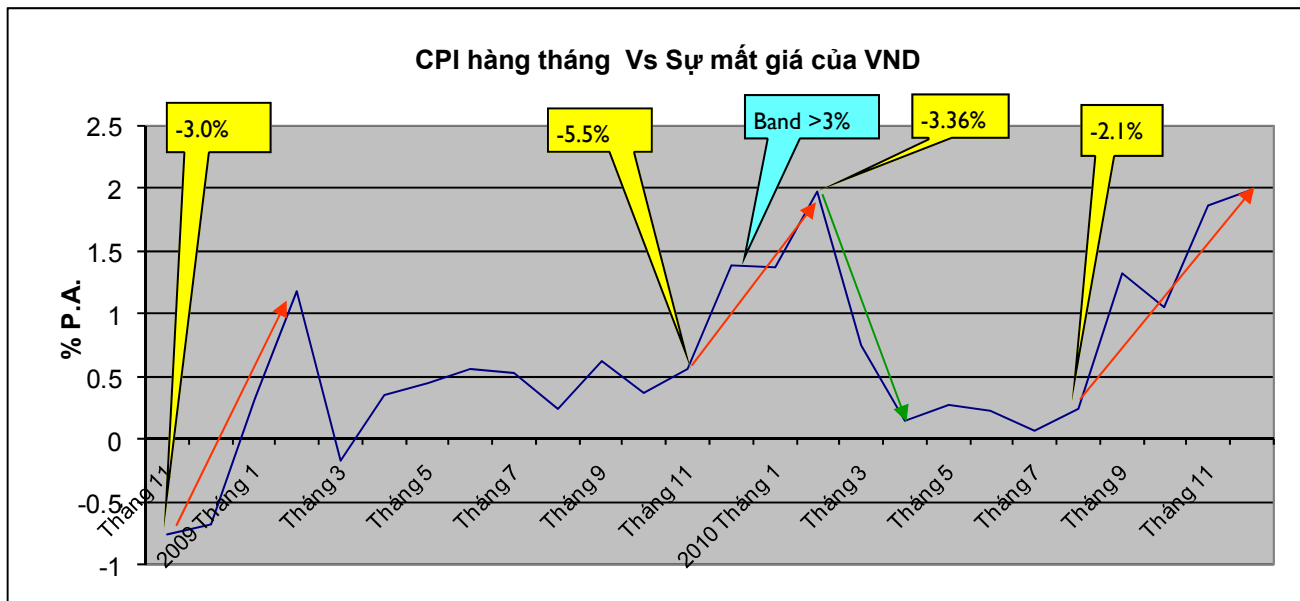
Trong khi phá giá tiền đồng sẽ làm cho các mặt hàng nhập khẩu trở nên đắt hơn cho người tiêu dùng nội địa. Câu hỏi được đặt ra là liệu việc phá giá, làm giá cả hàng hóa tăng sẽ làm thay đổi thói quen tiêu dùng hay không. Sự điều chỉnh tỷ giá đủ lớn và thực hiện trong một lần, chắc chắn sẽ tạo nên hiệu ứng như mong muốn, khi làm giảm nhập khẩu một vài mặt hàng. Tuy nhiên, khi nhà nhập khẩu và người tiêu dùng đối mặt với nhiều lần điều chỉnh tỷ giá nhỏ và kéo dài trong một khoảng thời gian, như trường hợp của Việt Nam trong thời gian gần đây, thì tác dụng của biện pháp này, nhằm kiềm chế nhập khẩu, chắc chắn sẽ bị tan biến. Ngoài ra, còn tùy thuộc vào độ nhạy nhu cầu của từng sản phẩm nhập khẩu khác nhau. Vì vậy, giá của sản phẩm phải tăng bao nhiêu, thì người tiêu dùng sẽ giảm chi tiêu hoặc không mua nữa? phần lớn các sản phẩm nhập khẩu của Việt Nam là hàng công nghiệp và nguyên liệu sản xuất cho sự phát triển kinh tế. Đa số là các mặt hàng thiết yếu và số lượng nhập khẩu sẽ không thay đổi nhiều ngay cả khi giá thành tăng vài phần trăm, Ngược lại nhu cầu cho những sản phẩm không thiết yếu sẽ ảnh hưởng nhiều. Mặc dù vậy, nhu cầu nhập khẩu các mặt hàng xa xỉ phẩm (chiếm 6,8% tổng kim ngạch nhập khẩu trong năm 2010, theo thống kê của một tờ báo) có thể sẽ không có ảnh hưởng nhiều, khi mà người tiêu dùng các mặt hàng xa xỉ phẩm như ô tô, hàng điện tử, thường có đủ khả năng tài chính và sẵn sàng chấp nhận trả giá cao hơn cho các sản phẩm nhập khẩu mà họ yêu thích

#### **V. Nguyên nhân hay hậu quả ? Phá giá tiền Đồng sẽ ảnh hưởng thế nào đến tỷ lệ lạm phát và ngược lại ?**

Việc phá giá tiền Đồng được xem như là một nguyên nhân gây nên lạm phát trong thời gian tới và cũng là hậu quả của lạm phát trong quá khứ. Sơ đồ ở trang 2 cho thấy, trong cùng một giai đoạn xem xét, tỷ lệ lạm phát của 7 nước trong cùng khu vực, có chuyển biến cùng xu hướng với tỷ lệ phá giá tiền đồng nội tệ so với USD. Điều này cho thấy, việc phá giá đồng nội tệ là bình thường và lạm phát tăng là điều không tránh khỏi, đặc biệt là những nước có cho phép tự do trao đổi ngoại tệ. Hoặc, người tiêu dùng nội địa sẽ nhận thấy giá hàng hóa nhập khẩu tương đối rẻ so với hàng nội địa, vì vậy họ tăng nhập khẩu. thêm vào đó, người tiêu dùng và các doanh nghiệp cũng sẽ chuyển sang nắm giữ ngoại tệ. Tuy nhiên, trong một quốc gia mà ngoại tệ không được tự do chuyển đổi và có những quy định cụ thể, thì việc phá giá đồng nội tệ là điều cần thiết, do sự ảnh hưởng của lạm phát có thể được làm giảm bớt khi mà chính phủ từng bước điều chỉnh tỷ giá. Ngoài ra, điều chỉnh tỷ giá cũng góp phần gây nên lạm phát vì giá thành của các sản phẩm nhập khẩu sẽ tăng lập tức, khi tiền nội tệ bị phá giá. Như biểu đồ bên dưới, 3 trong 4 lần điều chỉnh tỷ giá ngày 25/12/2008 (3%), tháng 11, 2009 (5.5%) và 18/08/2010 (2.1%) thường theo sau bởi một đợt tăng chỉ số giá tiêu dùng trong các tháng tiếp theo (mũi tên đỏ)

Một lý do phù hợp vì sao đợt điều chỉnh tỷ giá vào ngày 11.02.2010 đã không làm tăng CPI (thật ra, CPI đã giảm trong 2 tháng tiếp theo) một phần là do ngân hàng nhà nước đã cắt giảm biên giao động của tỷ giá từ +/- 5% xuống +/-3% (mũi tên màu xanh). Hay nói cách khác, biên độ giao động giảm 2%, Việc thu hẹp này có lẽ đã một phần làm giảm ảnh hưởng lạm phát do đợt điều chỉnh tỷ giá vào tháng 2. Ngoài ra, 11/2 là thời điểm trước tết vài ngày và phần lớn mùa tăng giá đã xảy ra hai hoặc ba tháng trước đó

Một số người cho rằng, sự tăng giá tiêu dùng trong tháng 12 và tháng giêng chủ yếu là do mùa vụ, cụ thể là nhu cầu tiêu dùng tăng trong hai tháng trước tết, vì vậy chỉ số CPI cũng sẽ tăng theo. Yếu tố thời vụ chỉ chiếm một phần trong sự tăng giá của CPI. Đợt điều chỉnh tỷ giá 2.1% vào ngày 18/08/2010 đã được thực hiện hơn 5 tháng rưỡi trước tết (vào ngày 03.02.2011), chúng ta thấy là CPI tăng vọt liên tiếp trong tháng 9, tháng 10, 11, thời gian trước mùa mua sắm tết. Do đó, chắc chắn có những yếu tố khác tác động, đó có thể là những ảnh hưởng của việc điều chỉnh tỷ giá



## VI. Vay vòng lẫn quần, lạm phát và phá giá đồng tiền có thể được phá vỡ không ?

Câu hỏi này khó trả lời, tuy nhiên vấn đề có thể giải quyết nếu có sự cố gắng và quyết tâm. Nếu tái diễn việc phá giá tiền Đồng như những năm trước có thể sẽ góp phần tạo tâm lý tiền Đồng sẽ trượt giá thêm nữa trong tương lai, điều này sẽ khuyến khích một bộ phận nhà đầu tư tham gia tìm kiếm lợi nhuận thông qua việc đánh đổ sự ổn định của tiền Đồng ( ví dụ, nhà xuất khẩu sẽ kéo dài thời gian nắm giữ tiền ngoại tệ lâu đến mức có thể, vì mong đợi họ sẽ nhận được số tiền nhiều hơn khi chuyển sang tiền Đồng ). Chính phủ có thể xem xét những đề xuất sau :

- Nếu tỷ giá tiền Đồng có thể giữ ổn định, nó sẽ đóng góp đáng kể vào việc kiềm chế chỉ số CPI. Do đó, tôi khuyến khích chính phủ thực hiện các chính sách nhằm giữ ổn định tỷ giá tiền đồng lâu đến mức có thể
- Giảm, hoãn hoặc tránh những động thái cho thấy chính sách điều chỉnh tỷ giá, thay vào đó nên tập trung vào việc chống tăng lạm phát.
- Xem xét việc bắt buộc các nhà xuất khẩu bán lại ngoại tệ với tỷ lệ cụ thể như đã từng thực hiện trong những năm trước. Qui định này sẽ là một công cụ tạm thời hiệu quả làm tăng nguồn cung ngoại tệ, cho đến khi quốc gia đạt được mục tiêu giảm lạm phát và tỷ giá ở mức ổn định
- Đưa ra các chính sách thuế và các biện pháp hành chính để khuyến khích xuất khẩu và hạn chế nhập khẩu, nhằm làm giảm áp lực lên việc điều chỉnh tỷ giá
- Nhằm hạn chế tình trạng đầu cơ, tất cả các chính sách nên được thông cáo rõ ràng và thực hiện một cách nhất quán trong những năm này và những năm tới.

## **ĐIỀU KHOẢN MIỄN TRÁCH**

**Những ý kiến trong Báo cáo này là của cá nhân tác giả và không phải là ý kiến của Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đông Á (DAS) và Công ty Quản lý Quỹ Đông Á (DAC) hay nhân viên của các công ty này**

Bản tin này được Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đông Á thực hiện một cách độc lập, được dựa trên các nguồn tin đáng tin cậy và có tính chính xác cao tại thời điểm phát hành. Bản tin này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát giúp Quý khách hàng đầu tư hiệu quả hơn và cập nhật hơn tình hình diễn biến trên thị trường chứng khoán trong ngày. Bản tin này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của khách hàng được cung cấp hoặc đọc báo cáo này. Vì vậy, Công ty chứng khoán Ngân hàng Đông Á không chịu trách nhiệm nào về những kết quả ngoài ý muốn khi Quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Bản tin này thuộc bản quyền của Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đông Á, không tổ chức hoặc cá nhân nào được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối Bản tin vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự đồng ý bằng văn bản của Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đông Á.

**Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đông Á**  
**Công ty Quản lý Quỹ Đông Á**

Ad: 56 – 58 Nguyễn Công Trứ - Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: 08. 3821 8666  
Fax: 08. 3914 4372  
Website: [www.dag.vn](http://www.dag.vn)

**Chi nhánh Hà Nội**

Ad: 57 Quang Trung – Hà Nội  
Tel: 04. 3944 5175  
Fax: 04. 3944 5178

**Chi nhánh Chợ Lớn**

Ad: 110C Ngô Quyền – Quận 5 – Tp. HCM  
Tel: 08. 3853 9623  
Fax: 08. 3853 9624

**Thực hiện bởi Nhóm Phân tích**

Lawrence Wolfe, Giám Đốc Phát triển Kinh Doanh