

Vận dụng chế độ tỷ giá linh hoạt tại Việt Nam nhằm thực thi chính sách mục tiêu lạm phát

Mai Thu Hiền*

Đại học Ngoại thương, 91 Chùa Láng, Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam

Nhận ngày 28 tháng 4 năm 2016

Chỉnh sửa ngày 25 tháng 5 năm 2016; Chấp nhận đăng ngày 23 tháng 6 năm 2016

Tóm tắt: Chế độ tỷ giá thả nổi có quản lý được Ngân hàng Nhà nước thông báo áp dụng từ đầu năm 2016 với cách thức điều hành mới linh hoạt hơn. Bài nghiên cứu này phân tích thuận lợi và khó khăn của việc áp dụng chế độ tỷ giá linh hoạt tại Việt Nam, sự phối hợp giữa chế độ tỷ giá linh hoạt với chính sách mục tiêu lạm phát nhằm mục tiêu kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô. Trên cơ sở đó, bài nghiên cứu sẽ đề xuất một số giải pháp nhằm vận dụng thành công chế độ tỷ giá linh hoạt kết hợp với việc thực hiện chính sách mục tiêu lạm phát tại Việt Nam.

Từ khóa: Chế độ tỷ giá cố định, chế độ tỷ giá thả nổi, chế độ tỷ giá linh hoạt, chính sách mục tiêu lạm phát.

1. Đặt vấn đề

Tại Việt Nam, kiểm soát lạm phát vẫn được coi là mục tiêu hàng đầu của chính sách tiền tệ (CSTT) theo quy định tại điều 4, Luật Ngân hàng Nhà nước (NHNN) năm 2010 và mục tiêu đề ra tại các Kế hoạch phát triển kinh tế-xã hội 5 năm 2011-2015 và 2016-2020. Tuy nhiên, các Nghị quyết và Kế hoạch phát triển kinh tế-xã hội của Chính phủ trong thời gian qua vẫn thể hiện NHNN đang theo đuổi một CSTT đa mục tiêu khi kết hợp mục tiêu kiểm soát lạm phát với ổn định kinh tế vĩ mô, đảm bảo an sinh xã hội đi đôi với đổi mới mô hình tăng trưởng, hay thực hiện các giải pháp tháo gỡ khó khăn cho hoạt động sản xuất kinh doanh để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế hợp lý, đồng thời đảm bảo an toàn cho các tổ chức tín dụng (TCTD). Để kiểm chế lạm

phát, NHNN đã sử dụng hai chiếc neo danh nghĩa là kiểm soát tốc độ tăng của lượng cung tiền (tổng phương tiện thanh toán M2) và ổn định tỷ giá. Tuy nhiên, trong thời gian qua, hai chiếc neo này chưa thể hiện đủ độ mạnh cũng như độ tin cậy để kiểm soát lạm phát. Do bối cảnh nền kinh tế có nhiều khó khăn, biến động khó lường, kể từ khi bắt đầu khủng hoảng tài chính năm 2008 đến 2013, tăng trưởng M2 và tín dụng thường không đạt được chỉ tiêu định hướng được giao và do đó lạm phát cũng biến động ngoài dự kiến, mặc dù tình hình đã được cải thiện trong hai năm 2014-2015, tốc độ tăng M2 đã được điều tiết trong mục tiêu. Đối với chiếc neo tỷ giá, việc ổn định tỷ giá chưa phải là chiếc neo đáng tin cậy đủ mạnh để kiểm soát lạm phát, thể hiện ở chỗ đầu cơ ngoại tệ và những bất cân đối về cung cầu ngoại tệ thường xuyên diễn ra khiến cho tỷ giá biến động không lường và NHNN thường xuyên phải can thiệp điều chỉnh tỷ giá trên thị trường ngoại tệ liên

*ĐT.: 84-979424786

Email: hien.mai.1512@gmail.com

ngân hàng (TGLNH), nhiều nhất là năm 2008 với 3 lần điều chỉnh biên độ và 3 lần điều chỉnh TGLNH và năm 2015 với 2 lần điều chỉnh biên độ và 3 lần điều chỉnh TGLNH. Chế độ tỷ giá (CĐTG) cố định còn không thể hiện tính bền vững trong bối cảnh tự do hóa tài khoản vốn, khi Việt Nam đang tham gia ngày càng sâu rộng vào làn sóng tự do hóa thương mại. Không những thế, việc theo đuổi mục tiêu tỷ giá còn đòi hỏi Việt Nam phải có dự trữ ngoại hối dồi dào để đảm bảo khả năng can thiệp khi tỷ giá biến động. Tuy nhiên, Việt Nam lại là nước có thâm hụt thương mại dai dẳng và dự trữ ngoại tệ mỏng, mặc dù có cải thiện trong những năm gần đây nhưng chưa thể hiện tính bền vững

Chính vì vậy, từ đầu năm 2016, NHNN thông báo về việc áp dụng CĐTG thả nổi có quản lý với cách thức điều hành mới linh hoạt hơn, theo đó thả nổi có quản lý là linh hoạt hơn với thị trường nhưng vẫn có sự quản lý của NHNN. Việc áp dụng CĐTG thả nổi có quản lý được đánh giá là phù hợp, cần thiết với diễn biến thị trường và cần được phối hợp với chiếc neo danh nghĩa thứ ba là chính sách mục tiêu lạm phát (CSMTLP) để kiểm soát lạm phát. Không những thế, trong quá trình điều hành NHNN còn phải quan tâm đến mối quan hệ giữa CĐTG với các vấn đề kinh tế khác như quản trị rủi ro, thị trường ngoại hối, chính sách can thiệp ngoại hối, khu vực tài chính và đặc biệt phải đặt CĐTG trong bối cảnh hội nhập kinh tế quốc tế. Chính vì vậy, bài nghiên cứu sẽ phân tích thuận lợi và khó khăn của việc áp dụng CĐTG thả nổi có quản lý ở Việt Nam, cách thức vận dụng CĐTG thả nổi có quản lý phối hợp với CSMTLP, từ đó đề ra các giải pháp nhằm vận dụng thành công CĐTG thả nổi có quản lý nhằm đạt được mục tiêu kiểm soát lạm phát của CSTT.

Bài nghiên cứu sẽ sử dụng phương pháp thu thập dữ liệu và thông tin về tình hình điều hành CSTT của Việt Nam, trên cơ sở đó thực hiện các phân tích, đánh giá bằng phương pháp so sánh, tham chiếu với các tiêu chí do IMF đề xuất, từ đó đưa ra các khuyến nghị về điều hành chính sách cho Việt Nam. Bài nghiên cứu gồm có 6 phần, sau phần đặt vấn đề là tổng quan tình

hình nghiên cứu. Tiếp theo là khái quát quá trình chuyển đổi CĐTG ở Việt Nam, từ đó đưa ra các đánh giá việc áp dụng CĐTG linh hoạt với CSMTLP ở Việt Nam. Phần thứ năm là các giải pháp nhằm thực hiện thành công CĐTG linh hoạt kết hợp với CSMTLP ở Việt Nam. Cuối cùng là kết luận.

2. Tổng quan tình hình nghiên cứu

Việc nghiên cứu chính sách tỷ giá (CSTG) không thể tách rời CSTT vì CSTG là một bộ phận của CSTT và Ngân hàng trung ương (NHTW) cũng sử dụng các công cụ CSTT để điều tiết tỷ giá. Bên cạnh đó, việc nghiên cứu CSTG cũng không thể tách rời CĐTG bởi CĐTG xác định các quy tắc để trên cơ sở đó NHTW hoạch định và thực hiện các chính sách điều hành tỷ giá.

CSTT là chính sách kinh tế vĩ mô mà thông qua đó cơ quan nhà nước có thẩm quyền sử dụng các công cụ chính sách qua các kênh truyền dẫn tiền tệ nhằm đạt được các mục tiêu đã định ra [1]. Mục tiêu (hay mục tiêu cuối cùng) của CSTT có thể là ổn định giá cả, tăng trưởng kinh tế, tạo việc làm, ổn định thị trường tài chính, ổn định lãi suất hoặc ổn định thị trường ngoại hối. Đa số các NHTW đều theo đuổi mục tiêu ổn định giá cả, kiểm soát lạm phát để ổn định kinh tế vĩ mô. Để giải quyết vấn đề các mục tiêu có thể mâu thuẫn nhau trong ngắn hạn, NHTW vẫn theo đuổi mục tiêu ổn định giá cả trong dài hạn nhưng có thể cho phép giá cả tăng lên ở một mức độ nhất định trong ngắn hạn để giảm bớt sự bất ổn đối với tăng trưởng kinh tế.

Một CSTT có thể đạt được mục tiêu ổn định giá cả khi chính sách đó có độ tin cậy nhất định, tức là nếu các chủ thể kinh tế tin tưởng rằng NHTW sẽ thực hiện các biện pháp cần thiết để điều hành CSTT nhằm đạt được mục tiêu đã công bố, họ sẽ không phản ứng quá mạnh mẽ đối với những biến động của giá cả và sẽ xác định các mức giá cả và tiền lương dựa trên kỳ vọng là lạm phát sẽ được kiểm soát, qua đó giá cả sẽ được duy trì ổn định. Trên thực tế, để tạo

lòng tin cho các chủ thể kinh tế rằng mục tiêu ổn định giá cả sẽ được theo đuổi đến cùng, NHTW có thể thỏa thuận với Chính phủ cùng chịu trách nhiệm trong việc ổn định giá cả. NHTW lựa chọn mục tiêu trung gian cho CSTT bằng việc sử dụng một chiếc neo danh nghĩa để neo giá cả với một giá trị nhất định tại một thời điểm xác định. Chiếc neo này có thể dưới dạng giới hạn lượng tiền đưa vào lưu thông (neo lượng cung tiền), công bố tỷ lệ lạm phát chính thức cho một khoảng thời gian nhất định (neo lạm phát), hoặc cố định giá trị đồng nội tệ với một đồng ngoại tệ (neo tỷ giá) [2]. Tương ứng với 3 chiếc neo này là chiến lược mục tiêu tiền tệ (CLMTTT), chiến lược mục tiêu lạm phát hay chính sách mục tiêu lạm phát (CSMTLP) và chiến lược mục tiêu tỷ giá (CLMTTG).

CLMTTT liên quan đến việc NHTW công bố về mục tiêu tăng trưởng của lượng cung tiền và chịu trách nhiệm để đạt được mục tiêu này. CLMTTG được áp dụng theo cách cố định giá trị đồng nội tệ với đồng tiền mạnh của một quốc gia có tỷ lệ lạm phát thấp. CSMTLP hay “mục tiêu lạm phát là một khuôn khổ của CSTT, theo đó, NHTW thông báo cho công chúng về một chỉ tiêu định lượng của tỷ lệ lạm phát (hay một khung lạm phát) cho tầm nhìn một hoặc nhiều năm, đồng thời xác nhận rõ ràng rằng, một tỷ lệ lạm phát thấp và ổn định là mục tiêu dài hạn cơ bản của CSTT. Những yếu tố quan trọng khác của CSMTLP là sự nỗ lực trong việc phổ biến với công chúng về kế hoạch và mục tiêu điều hành CSTT và nỗ lực nhằm tăng cường trách nhiệm của NHTW trong việc đạt được các mục tiêu” [3]. Việc điều hành CSTT nhằm mục tiêu kiểm soát lạm phát dưới CĐTĐ thả nổi có thể sử dụng CSMTLP, dưới CĐTĐ cố định chính là áp dụng CLMTTG hoặc kết hợp CLMTTG với CLMTTT.

Để thực hiện CSMTLP cần thỏa mãn 4 nhóm điều kiện [4]: sự độc lập về thể chế (NHTW phải được trao quyền và trách nhiệm để theo đuổi mục tiêu lạm phát); cơ sở kỹ thuật (các điều kiện liên quan đến năng lực điều hành CSTT của NHTW); cơ sở kinh tế; và hệ thống tài chính đủ mạnh. Các nghiên cứu chỉ ra rằng, không nước nào thực hiện CSMTLP đáp ứng

được tất cả các điều kiện trước khi áp dụng CSMTLP, vì vậy, tất cả các điều kiện tiên quyết cho việc lựa chọn thành công CSMTLP có thể không cần thiết phải thỏa mãn ngay mà các nước có thể thực hiện một quá trình chuyển đổi sang CSMTLP.

CĐTĐ là tập hợp các quy tắc xác định giá trị đồng nội tệ so với đồng tiền khác. Theo mức độ linh hoạt giữa hai đồng tiền, CĐTĐ gồm có ba loại: CĐTĐ thả nổi, CĐTĐ trung gian và CĐTĐ cố định. Điều hành CSTĐ liên quan đến việc lựa chọn CĐTĐ và các công cụ điều tiết tỷ giá nhằm phục vụ mục tiêu của quốc gia trong một thời kỳ nhất định như ổn định giá cả, nâng cao sức cạnh tranh, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, ổn định tài chính trong nước, quản lý nợ công, ngăn ngừa khủng hoảng, hạn chế tác động của các cú sốc bên ngoài. Việc lựa chọn CĐTĐ phụ thuộc vào các đặc điểm cấu trúc của nền kinh tế, bản chất và nguồn gốc của các cú sốc đối với nền kinh tế và sự ưu tiên của các nhà hoạch định chính sách [1].

Bốn yếu tố để chuyển đổi thành công sang CĐTĐ linh hoạt¹ là: thị trường ngoại hối phát triển và có tính thanh khoản; chính sách can thiệp ngoại hối chặt chẽ; neo danh nghĩa thay thế phù hợp; hệ thống phù hợp để kiểm soát và quản lý rủi ro tỷ giá của khu vực nhà nước và tư nhân [5]. Dựa vào kinh nghiệm của các quốc gia, IMF khẳng định rằng bốn yếu tố trên được xem là khung lý tưởng cho CĐTĐ linh hoạt nhưng không phải mọi yếu tố đều phải được thỏa mãn trước khi chuyển đổi sang CĐTĐ linh hoạt. Quyết định từ bỏ CĐTĐ cố định dựa trên sự đánh đổi giữa lợi ích của việc chuyển đổi sớm sang CĐTĐ linh hoạt và chi phí trì hoãn để đáp ứng tất cả các điều kiện cần thiết. Tuy nhiên, để tránh sự rối loạn hoặc buộc phải chuyển đổi do khủng hoảng, các quốc gia được khuyến khích thực hiện chuyển đổi sớm [6].

Tại Việt Nam, trong những năm gần đây, bên cạnh những nghiên cứu về đo lường tác động của tỷ giá lên lạm phát còn có một số nghiên cứu đáng chú ý về lựa chọn chế độ tỷ

¹ CĐTĐ thả nổi về bản chất là CĐTĐ linh hoạt nhưng cụm từ “linh hoạt” phản ánh rõ hơn mức độ thả nổi.

giá như nghiên cứu của tác giả Mai Thu Hiền năm 2013 về “*Chính sách tỷ giá hối đoái cho nền kinh tế chuyển đổi Việt Nam*”, Nhà xuất bản Bách Khoa. Tác giả đã đề cập đến việc lựa chọn CĐTĐ cho Việt Nam trong bối cảnh là một nền kinh tế chuyển đổi và hội nhập kinh tế quốc tế. Theo đó việc xác định CĐTĐ phù hợp cho Việt Nam sẽ giúp nền kinh tế chủ động trước những biến động bất thường, thoát khỏi những cú sốc, từ đó giúp ổn định giá cả, thu hút đầu tư, tạo lòng tin của người dân vào đồng nội tệ và vào chính sách kinh tế. Việc đổi mới điều hành CSTG cần phải đáp ứng mục tiêu của CSTT. Trên cơ sở xác định mục tiêu của việc điều hành CSTT và CSTG tại Việt Nam là ổn định giá cả, từ đó góp phần ổn định kinh tế vĩ mô, tác giả đã xây dựng các mô hình để lựa chọn CĐTĐ phù hợp cho Việt Nam dựa trên các tiêu chí là CĐTĐ đó phải đủ độ tin cậy, đảm bảo mục tiêu ổn định giá cả và hạn chế các tác động bất lợi của các cú sốc đối với nền kinh tế trong bối cảnh tự do hóa tài khoản vốn (mô hình lựa chọn CĐTĐ dựa trên lòng tin, mô hình về tính độc lập của NHTW, mô hình lựa chọn CĐTĐ nhằm hạn chế tác động của các cú sốc). Từ kết quả của mô hình và thực tiễn ở Việt Nam, tác giả kết luận CĐTĐ thả nổi (hay linh hoạt) sẽ đáp ứng tốt hơn các tiêu chí về lựa chọn CĐTĐ phù hợp cho Việt Nam và đề xuất Việt Nam nên thực hiện một quá trình chuyển đổi CĐTĐ từ cố định sang linh hoạt và chuyển đổi CSTT từ hai mục tiêu tỷ giá và tiền tệ sang mục tiêu lạm phát nhằm xây dựng các điều kiện cần thiết cho việc áp dụng thành công CĐTĐ linh hoạt tại Việt Nam. Các khuyến nghị về chiến lược chuyển đổi và các giải pháp nhằm thực hiện thành công CĐTĐ linh hoạt ở Việt Nam còn được đặt trong mối liên hệ với CSTT, chính sách tài khóa, sự phát triển của hệ thống tài chính-ngân hàng và thị trường ngoại hối, thiết lập thống quản lý rủi ro trong bối cảnh tự do hóa các giao dịch vốn.

Tác giả Nguyễn Thị Thu Hằng và cộng sự năm 2010 đã có bài nghiên cứu về “*Lựa chọn chính sách tỷ giá trong bối cảnh phục hồi kinh tế*” thuộc Trung tâm nghiên cứu Kinh tế và Chính sách, Đại học Kinh tế, Đại học Quốc gia,

trên cơ sở xem xét CSTG của Việt Nam trong gần hai thập niên gần đây, đã đưa ra khuyến nghị nhanh chóng dịch chuyển sang CĐTĐ thả nổi có quản lý bởi vì Việt Nam đã hội tụ đủ một số các điều kiện quan trọng như giá cả của hầu hết các loại hàng hóa đã vận hành theo cơ chế thị trường, và tuy có độ mở của nền kinh tế lớn nhưng Việt Nam không phụ thuộc quá nhiều vào một đối tác thương mại nào. Để CSTG thả nổi có kiểm soát thực sự phát huy tác dụng, Việt Nam cần phải chuẩn bị thêm một số điều kiện khác như xây dựng một ngân hàng trung ương hoạt động tương đối độc lập có nhiệm vụ chính là kiểm soát lạm phát theo mục tiêu và xây dựng thị trường ngoại hối hiện đại. Trong quá trình chuẩn bị các điều kiện còn thiếu để chuyển hẳn sang CĐTĐ thả nổi có quản lý, NHNN cũng cần có những biện pháp nhằm giảm bớt những hạn chế của cơ chế điều hành tỷ giá hiện tại và quan tâm đến việc công khai thường kỳ CSTG, áp dụng các chính sách lãi suất để nâng cao uy tín VND, và áp dụng một số biện pháp thuế quan ở mức hợp lý nhằm giảm áp lực giảm giá VND [7].

Liên quan đến CSMTLP, tác giả Tô Thị Ánh Dương và các cộng sự (2012) với nghiên cứu “*Lạm phát mục tiêu và hàm ý đối với khuôn khổ chính sách tiền tệ ở Việt Nam*”, Nhà xuất bản Tri thức, đã đánh giá khả năng áp dụng lạm phát mục tiêu ở Việt Nam. Nghiên cứu đã tìm cách trả lời câu hỏi về mối quan hệ giữa tăng trưởng và lạm phát, thông qua việc học hỏi kinh nghiệm của các quốc gia trên thế giới và đưa ra kết luận lạm phát mục tiêu chính là hướng đi tương lai cho tình trạng kinh tế Việt Nam. Nghiên cứu cũng xác định duy trì lạm phát thấp và ổn định nên trở thành mục tiêu hàng đầu của CSTT để đảm bảo ổn định kinh tế vĩ mô, đồng thời phải gắn liền với nâng cao hiệu quả các chính sách về cơ cấu kinh tế, đồng thời đề xuất lộ trình cụ thể và các nhóm giải pháp để có thể áp dụng cơ chế này ở nước ta trong thời gian tới [8].

Tác giả Võ Trí Thành năm 2014 cũng “*Bàn về việc áp dụng khung khổ chính sách tiền tệ theo lạm phát mục tiêu*” trên Tạp chí Kinh tế và Dự báo, trên cơ sở phân tích điều kiện áp dụng và đưa ra các hàm ý chính sách đối với Việt

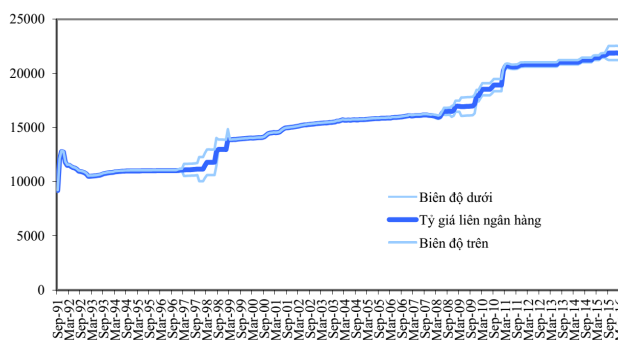
Nam và kết luận Việt Nam ngày càng quan tâm đến khung khổ CSTT theo lạm phát mục tiêu nhưng, mức độ đáp ứng của Việt Nam đều chưa cao. Từ thực tiễn ở các thị trường mới nổi, tác giả khuyến nghị khung khổ này vẫn là một lựa chọn để cân nhắc ngay cả khi chưa đáp ứng đủ các điều kiện cần thiết. Điều quan trọng là trong thời gian tới, quá trình kiểm chế lạm phát và tháo gỡ khó khăn cho hoạt động sản xuất, kinh doanh phải đi cùng với nâng cao năng lực thể chế và năng lực điều hành cho NHNN trước khi cân nhắc chuyển sang một hình thức cụ thể của khung khổ CSTT theo lạm phát mục tiêu [9].

Như vậy có thể thấy các tác giả Nguyễn Thị Thu Hằng, Tô Thị Ánh Dương và Võ Trí Thành đều nghiên cứu khá riêng rẽ việc lựa chọn CĐTĐ và CSMTLP. Trên cơ sở kế thừa các kết quả nghiên cứu của tác giả Mai Thu Hiền năm 2013 về việc lựa chọn CĐTĐ và CSMTLP, việc NHNN công bố áp dụng CĐTĐ thả nổi có quản lý với cách thức điều hành mới linh hoạt hơn, và Kế hoạch phát triển kinh tế xã hội 5 năm 2016-2020 vẫn đặt ra giải pháp chủ yếu về chính sách vĩ mô là kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, bài nghiên cứu này tiếp tục đưa ra các đánh giá về việc áp dụng CĐTĐ thả nổi có quản lý kết hợp với CSMTLP dựa trên thực trạng điều hành CSTT và CSTG có xét đến đặc điểm nền kinh tế Việt Nam, trên cơ sở đó đưa ra các giải pháp nhằm thực hiện thành công CĐTĐ linh hoạt kết hợp với CSMTLP ở Việt Nam.

3. Khái quát quá trình chuyển đổi chế độ tỷ giá ở Việt Nam

Kể từ ngày 26/02/1999, NHNN đã giới thiệu CĐTĐ thả nổi có điều tiết. Trên thực tế, tỷ giá trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng (TGLNH) luôn được điều chỉnh theo hướng mất giá. TGLNH được duy trì khá ổn định kể từ năm 1999 đến 2007 (Hình 1). Từ năm 2008 đến nay, tỷ giá được điều chỉnh linh hoạt phù hợp với các diễn biến của nền kinh tế trong nước và quốc tế. Giai đoạn 2008-2011, VND mất giá bình quân trên 7%/năm so với USD. Giai đoạn 2012-2014, TGLNH được điều chỉnh ổn định, mất giá cả giai đoạn khoảng 2%. Năm 2015, TGLNH được điều chỉnh mất giá 5% (tỷ giá tăng 3% và biên độ mở rộng 2%) nhằm đối phó với việc Nhân dân tệ giảm giá mạnh và đón đầu các tác động nếu FED điều chỉnh tăng lãi suất [10].

Mặc dù NHNN công bố CĐTĐ từ năm 1999 là thả nổi có điều tiết nhưng theo hệ thống phân loại de facto của IMF², VND lại được *neo cố định* với đồng USD (thuộc loại *không neo cứng*). Từ năm 2005-2008, CĐTĐ được IMF phân loại là *neo cố định thông thường* (conventional fixed peg). Từ năm 2009 đến nay, CĐTĐ được phân loại theo hệ thống defacto mới 2009 là *chế độ tỷ giá ổn định* (stabilized arrangement) – vẫn thuộc loại *chế độ không neo cứng* nhưng không nhấn mạnh vào việc phải có cam kết về mặt chính sách với sự biến động của tỷ giá.



Hình 1. Tỷ giá liên ngân hàng VND/USD²

Nguồn: Tính toán từ số liệu của NHNN

² Phân loại CĐTĐ theo đúng diễn biến của tỷ giá trên thị trường chứ không theo chế độ mà NHTW công bố.

Từ ngày 04/01/2016, NHNN áp dụng CĐTĐ thả nổi có điều tiết nhưng tỷ giá được điều chỉnh linh hoạt hơn phù hợp với bối cảnh Việt Nam sẽ hội nhập sâu rộng hơn thông qua việc đã và sẽ ký kết hàng loạt các Hiệp định và Cộng đồng thương mại tự do. NHNN công bố tỷ giá trung tâm VND/USD (tỷ giá giao dịch bình quân trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng TTNgTLNH của VND với USD) có thể được điều chỉnh lên/xuống hàng ngày và được xác định trên cơ sở: (i) tham chiếu diễn biến tỷ giá bình quân gia quyền trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng (sẽ được chốt vào giờ đóng cửa của phiên hôm trước, nhằm khắc phục hạn chế của việc tham chiếu dựa vào tỷ giá đóng cửa của phiên hôm trước làm tỷ giá tham chiếu cho ngày hôm sau khiến các thành viên tham gia thị trường lợi dụng làm giá dẫn đến tỷ giá biến động mạnh); (ii) diễn biến tỷ giá trên thị trường quốc tế của một số đồng tiền của các nước có quan hệ thương mại, vay, trả nợ, đầu tư lớn với Việt Nam (lấy giá vào lúc 7 giờ sáng và liệt kê 5 phiên giao dịch gần nhất chốt trước 7 giờ sáng của đồng tiền các nước Mỹ, EU, Trung Quốc, Nhật Bản, Singapore, Hàn Quốc, Đài Loan, và Thái Lan), và các cân đối kinh tế vĩ mô, tiền tệ và phù hợp với mục tiêu CSTT (Quyết định 2730/QĐ-NHNN ngày 31/12/2015). Cách thức điều hành tỷ giá mới cho phép tỷ giá biến động linh hoạt hàng ngày theo diễn biến cung cầu ngoại tệ trong nước, biến động trên thị trường thế giới (chiếm trọng số lớn trong công thức xác định tỷ giá) nhưng vẫn đảm bảo vai trò quản lý của NHNN theo mục tiêu điều hành CSTT.

4. Đánh giá việc áp dụng chế độ tỷ giá linh hoạt với chính sách mục tiêu lạm phát

Một CĐTĐ phù hợp cho Việt Nam cần đảm bảo đạt được mục tiêu kiểm soát lạm phát, có đủ độ tin cậy và giúp nền kinh tế tránh hoặc hạn chế tác động tiêu cực của các cú sốc bên ngoài. CĐTĐ cố định ở Việt Nam đã không đáp ứng được tiêu chí trên, đặc biệt không thể hiện tính bền vững trong bối cảnh tự do hóa tài khoản vốn với những diễn biến mới của kinh tế trong và ngoài nước. Trước tình hình đó, NHNN đã

chủ động công bố áp dụng CĐTĐ thả nổi có điều tiết với cách tính tỷ giá linh hoạt hơn. Để đảm bảo CĐTĐ linh hoạt đáp ứng yêu cầu các cân đối kinh tế vĩ mô, tiền tệ và phù hợp với mục tiêu CSTT, tác giả đề xuất Việt Nam nên áp dụng CĐTĐ linh hoạt (sau đây gọi CĐTĐ linh hoạt thay cho CĐTĐ thả nổi) cùng với CSMTLP làm cái neo danh nghĩa mới để làm tăng độ tin cậy cho CĐTĐ linh hoạt, kết hợp với việc trao cho NHNN tính độc lập trong điều hành CSTT nhằm kiểm soát lạm phát.

Việc áp dụng CĐTĐ linh hoạt gắn với CSMTLP sẽ có những thuận lợi sau:

Thứ nhất, CĐTĐ linh hoạt cho phép NHNN vận hành CSTT một cách độc lập vì NHNN không còn nghĩa vụ phải duy trì tỷ giá cố định mà sẽ tập trung vào những diễn biến kinh tế trong nước. Khi nền kinh tế bị ảnh hưởng bởi những cú sốc thì dưới CĐTĐ linh hoạt, NHNN sẽ chủ động hơn trong việc thực thi CSTT mở rộng hay thắt chặt để đối phó chứ không phải điều hành CSTT để cố định tỷ giá nữa. Do vậy, CĐTĐ linh hoạt giúp cho nền kinh tế có thể thích ứng (trung hòa, hấp thụ) với các cú sốc một cách tốt hơn [1]. Vì mục tiêu bao trùm của CSTT là ổn định giá cả nên việc theo đuổi mức lạm phát mục tiêu là nhiệm vụ của chính NHNN. Vì vậy, tính độc lập của NHNN sẽ là một yếu tố then chốt để đảm bảo thực thi CSTT.

Thứ hai, CĐTĐ linh hoạt còn hạn chế hoạt động đầu cơ bởi vì các chủ thể kinh tế không còn nghi ngờ về việc NHNN có thể duy trì được tỷ giá cố định hay không. Vấn đề chính là làm thế nào NHNN có thể tạo dựng được độ tin cậy cho công chúng sau khi từ bỏ CĐTĐ cố định. Điều này yêu cầu phải giới thiệu và thực hiện một chiến lược CSTT hoàn toàn mới dưới CĐTĐ linh hoạt. Ưu tiên hàng đầu là CSMTLP, là cam kết về mặt thể chế về việc ổn định giá cả là mục tiêu hàng đầu của CSTT, trong đó NHNN được trao quyền độc lập để điều hành CSTT nhằm mục tiêu ổn định giá cả. CSMTLP giúp các chủ thể kinh tế xây dựng kỳ vọng lạm phát hợp lý do NHNN khi đã áp dụng CSMTLP thì sẽ phải công bố đầy đủ mọi thông tin có liên quan khiến các chủ thể kinh tế hiểu rõ hơn, trên cơ sở đó giám sát, đánh giá việc mà NHNN

đang tiến hành, từ đó xây dựng được lòng tin hơn vào việc điều hành chính sách của NHNN. Quan trọng hơn là mục tiêu của CSTT là một tỷ lệ lạm phát mục tiêu sẽ dễ hiểu hơn đối với công chúng thay vì cố định tỷ giá hay giới hạn lượng cung tiền để ổn định giá cả nên CSTT trở nên rõ ràng và đáng tin cậy hơn. Việc áp dụng CSMTLP sẽ nhận được sự đồng thuận mạnh mẽ từ Chính phủ trong việc hạn chế chi tiêu Chính phủ, tránh được vấn đề bất nhất theo thời gian, phối hợp chặt chẽ hơn giữa CSTT và CSTK. CSMTLP không buộc NHNN phải từ bỏ các mục tiêu khác của CSTT. Trong dài hạn, ổn định giá cả là cơ sở để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Thứ ba, CDTG linh hoạt cùng với sự tự do luân chuyển vốn và sự vững mạnh của hệ thống ngân hàng có thể hạn chế được những mầm mống của khủng hoảng tài chính. Không bị hấp dẫn bởi tỷ giá ổn định, các doanh nghiệp sẽ phải thận trọng khi đưa ra quyết định vay mượn, qua đó sẽ tránh được hiện tượng bong bóng tín dụng ngoại tệ hay những áp lực ngoại hối quá mức trong nền kinh tế.

Thứ tư, tỷ giá linh hoạt hơn khuyến khích các chủ thể kinh tế thực hiện các biện pháp phòng vệ rủi ro về tỷ giá.

Thứ năm, NHNN không cần can thiệp tỷ giá trong bối cảnh dự trữ ngoại hối quá thấp, thị trường hợp tỷ giá biến động quá mức.

Thứ sáu, cho phép tỷ giá tiến gần tới giá trị cân bằng của nó kết hợp với những biện pháp hợp lý để kiểm soát lạm phát sẽ hạn chế tình trạng VND bị lên giá thực, từ đó góp phần nâng cao sức cạnh tranh cho hàng hóa Việt Nam, đặc biệt trong hai bối cảnh mới là đồng Nhân dân tệ CNY đã chính thức trở thành đồng tiền dự trữ của IMF và FED đã chính thức đưa ra lộ trình bình thường hóa (tăng) lãi suất trong giai đoạn 2016 - 2018. Việt Nam đang phụ thuộc rất lớn vào trao đổi thương mại với Trung Quốc, sự mất giá của CNY sẽ có những tác động đáng kể đến nền kinh tế Việt Nam. Lộ trình tăng lãi suất của FED sẽ gây áp lực lớn đến cán cân vốn của Việt Nam khi các dòng tiền đầu cơ ngắn hạn có xu hướng đảo chiều về Mỹ, nơi có lãi suất cao hơn.

Thứ bảy, cho phép linh hoạt tỷ giá là một bước quyết định để nâng cao độ sâu và tính hiệu quả của thị trường ngoại hối, từ đó hạn chế được những vấn đề luân chuyển thường khó tránh khỏi: tỷ giá linh hoạt cần có một thị trường ngoại hối hoạt động hiệu quả nhưng để có được một thị trường ngoại hối hoạt động hiệu quả thì lại yêu cầu linh hoạt tỷ giá.

Thứ tám, cho phép tỷ giá linh hoạt sẽ hạn chế được tình trạng đô la hóa.

Thứ chín, sự linh hoạt tỷ giá kết hợp với sự vững mạnh của hệ thống ngân hàng và sự di chuyển luồng vốn tự do sẽ mở rộng cơ hội để hội nhập sâu rộng hơn với thị trường tài chính thế giới.

Khó khăn với CDTG linh hoạt tại Việt Nam

Hiện nay NHNN vẫn chưa để tỷ giá được thả nổi hoàn toàn theo biến động cung cầu ngoại tệ trên thị trường, lý do là:

Thứ nhất, nếu tỷ giá được thả nổi hoàn toàn có thể dẫn đến sự mất giá lớn của tỷ giá kéo theo lạm phát gia tăng, thậm chí còn làm tăng chi phí đầu vào nhập khẩu, từ đó có tác động tiêu cực đến sự ổn định giá cả ở Việt Nam.

Thứ hai, nền kinh tế sẽ không chịu nổi các cú sốc do sự biến động quá mức của tỷ giá như gánh nặng nợ nần tính bằng VND tăng; các doanh nghiệp gặp phải rủi ro tỷ giá do hệ thống tài chính vẫn còn khá non nớt, khả năng dự báo kém; các giao dịch bằng ngoại tệ không được phòng vệ rủi ro; đầu cơ và găm giữ ngoại tệ nhiều hơn do các chủ thể kinh tế lo lắng về sự mất giá của nội tệ, đặc biệt trong bối cảnh nền kinh tế có mức độ đô la hóa còn cao, khiến cho việc điều tiết cung cầu ngoại tệ trên thị trường càng khó khăn (Bảng 1).

Thứ ba, sự biến động thường xuyên của tỷ giá dưới CDTG thả nổi sẽ làm tăng chi phí giao dịch, do đó ảnh hưởng đến dòng vốn chảy vào trong nước - một yếu tố đóng một vai trò quan trọng trong phát triển kinh tế tại Việt Nam.

Bên cạnh đó, Việt Nam cũng chưa đáp ứng đầy đủ các tiêu chí để thực hiện chuyển đổi sang CDTG linh hoạt

Thị trường ngoại hối phát triển và có tính thanh khoản. Thị trường ngoại hối Việt Nam bao gồm TTNgTLNH do Sở giao dịch NHNN trực tiếp điều hành, thị trường với khách hàng và thị trường chợ đen. Hiện chưa có con số thống kê chính thức về doanh số và hoạt động của thị trường ngoại hối. Thị trường ngoại hối chưa phát triển thể hiện ở doanh số giao dịch thấp, giao dịch một chiều (có thời điểm chỉ mua, có thời điểm chỉ bán ngoại tệ), các chủ thể tham gia thị trường ít và chưa tích cực, các giao dịch hiện đại (như giao dịch phái sinh) chưa phát triển, công nghệ thanh toán chưa hiện đại, chưa có nhiều các trung gian tài chính, NHNN thường xuyên phải can thiệp vào thị trường và thông tin trên thị trường chưa được công khai và minh bạch. Nguyên nhân là (i) tỷ giá cố định đã hạn chế khám phá thị trường và các biện pháp phòng vệ rủi ro tỷ giá; (ii) NHNN can thiệp vào thị trường và quản lý chặt chẽ các giao dịch ngoại hối; (iii) nhu cầu của các chủ thể kinh tế được thỏa mãn trên thị trường chợ đen đã hạn chế sự phát triển của thị trường chính thức; (iv) thiếu vắng các nhà môi giới ngoại tệ; (v) năng lực cán bộ trong lĩnh vực tài chính, ngân hàng và kinh doanh ngoại hối còn hạn chế [1].

Bên cạnh đó, thị trường tiền tệ chưa phát triển, công cụ còn nghèo nàn, các thành viên tham gia vào thị trường còn chưa đa dạng. Thị trường chứng khoán còn rất nhỏ bé so với các nước trong khu vực, mang nặng tính đầu cơ, bầy đàn; hàng hóa còn kém đa dạng; cơ sở hạ tầng kỹ thuật còn chưa phát triển; còn phụ thuộc nhiều vào nhà đầu tư nước ngoài nên dễ tổn thương, do đó từ năm 2008 đến nay có nhiều diễn biến bất thường và phát triển ồ ạt. Thị trường trái phiếu quy mô nhỏ, thanh khoản thấp, trái phiếu Chính phủ thống lĩnh thị trường nhưng lãi suất trái phiếu Chính phủ lại chưa định hướng được thị trường; sự tham gia của các nhà đầu tư tổ chức, định chế trung gian còn hạn chế; khả năng tập trung phân bổ nguồn lực tài chính qua thị trường chưa thực sự hiệu quả.

Thị trường ngoại hối chưa phát triển, thị

trường tài chính Việt Nam phát triển ở trình độ rất thấp, chưa có sự phối hợp đồng bộ trong công tác điều hành thị trường vốn và thị trường tiền tệ. Điều này đã gây ra nhiều khó khăn trong việc cân đối ngoại tệ của nền kinh tế và hệ thống ngân hàng. Những bất ổn từ hai cuộc khủng hoảng tài chính tại Mỹ 2007-2008 và khủng hoảng nợ công ở Châu Âu từ 2010 cùng với thị trường ngoại hối và tỷ giá biến động phức tạp, đặc biệt là tình trạng đô la hóa trong nền kinh tế, đã khiến việc ổn định thị trường ngoại hối và tỷ giá trở nên khó khăn hơn. Tuy nhiên, kể từ năm 2012 đến nay, thị trường ngoại hối đã hoạt động thông suốt hơn [10]. Doanh số mua bán ngoại tệ trên TTNgTLNH và giữa tổ chức tín dụng (TCTD) và khách hàng đều tăng qua các năm. Nhu cầu mua bán ngoại tệ hợp pháp của người dân được các TCTD đáp ứng đầy đủ, kịp thời hơn. Giao dịch trên TTNgTLNH chủ yếu vẫn là giao dịch giao ngay, tuy nhiên tỷ trọng giảm từ khoảng 76% năm 2013 xuống 71% năm 2014. Nhờ các giải pháp đồng bộ của NHNN, tỷ giá ổn định, doanh nghiệp và người dân liên tục bán ngoại tệ cho hệ thống ngân hàng, qua đó, NHNN mua ngoại tệ nâng quy mô dự trữ ngoại hối lên mức kỷ lục, từ 12,4 tỷ USD năm 2010 lên dự tính 48,8 tỷ USD năm 2015 (Bảng 1).

Nhìn chung, tỷ giá và thị trường ngoại tệ ổn định là sự kết hợp của nhiều nguyên nhân: (i) Kinh tế vĩ mô ổn định; (ii) Nguồn cung ngoại tệ dồi dào từ cán cân vãng lai thặng dư kỷ lục, các luồng vốn ròng (FDI, vay trả nợ nước ngoài) tiếp tục thặng dư ổn định, trong khi đầu tư và cầu ngoại tệ ở mức thấp (Bảng 1); (iii) NHNN điều hành tỷ giá chủ động, linh hoạt, phối hợp đồng bộ nhiều biện pháp, công cụ chính sách để ổn định tỷ giá và thị trường ngoại tệ như quản lý chặt chẽ tín dụng ngoại tệ, duy trì trần lãi suất huy động ngoại tệ ở mức thấp, tỷ lệ dự trữ bắt buộc cao đối với tiền gửi ngoại tệ nhằm hạn chế tình trạng đô la hóa, đầu cơ và găm giữ ngoại tệ, quản lý chặt chẽ thị trường vàng, điều tiết thanh khoản VND dư thừa trên thị trường mở thông qua phát hành tín phiếu NHNN.

Bảng 1. Việt Nam: Một số chỉ số về tự do hóa và tổn thương tài chính, 2008-2015

Năm	Đơn vị: tỷ USD							
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Cán cân thương mại	-12,78	-8,31	-5,15	-0,45	8,71	8,71	12,13	-3,54
Cán cân vãng lai	-10,79	-7,44	-4,28	0,23	9,27	7,74	9,14	-
FDI ròng	9,28	6,90	7,10	6,57	7,17	6,94	8,05	-
FII ròng	-0,60	-0,10	2,37	1,41	1,99	1,47	0,09	-
Cán cân vốn	12,34	11,45	6,20	6,49	8,73	-0,28	5,77	-
Dự trữ ngoại hối	23,00	14,10	12,40	13,50	25,40	26,00	38,00	48,80
Dự trữ ngoại hối (tuần nhập khẩu)	14,90	10,70	7,70	6,60	11,60	10,20	13,30	15,30
Nợ công (ngưỡng 65% GDP)	36,20	41,90	56,30	54,90	50,80	54,20	59,50	61,30
Nợ nước ngoài của Quốc gia (% GDP)	29,80	39,00	42,20	41,50	37,40	37,30	39,90	41,50
Dư nợ Chính Phủ (ngưỡng 50% GDP)	-	42,00	44,60	43,20	39,40	42,30	47,40	48,90
Thâm hụt ngân sách (% GDP)	4,58	6,90	5,50	4,40	5,36	6,60	5,30	5,00
Tiền gửi bằng ngoại tệ/Tổng tiền gửi (%)	23,83	23,73	21,09	19,53	15,64	14,73	12,66	-
Nợ bằng ngoại tệ/Tổng nợ (%)	20,07	17,50	18,50	19,93	17,50	13,29	12,39	-
Độ mở cửa thương mại (%), XNK/GDP	158,69	123,43	137,97	150,15	147,11	154,91	158,81	160,27

Nguồn: IMF, Ngân hàng Nhà nước, Bộ Tài chính, Tổng cục Thống kê, Tổng cục Hải quan, Báo cáo tình hình kinh tế - xã hội hàng năm của Chính Phủ, Thông cáo báo chí về tình hình kinh tế - xã hội các năm, Bản tin nợ công số 3 tháng 8/2014, Báo cáo tại hội nghị tổng kết ngành tài chính ngày 30/12/2015

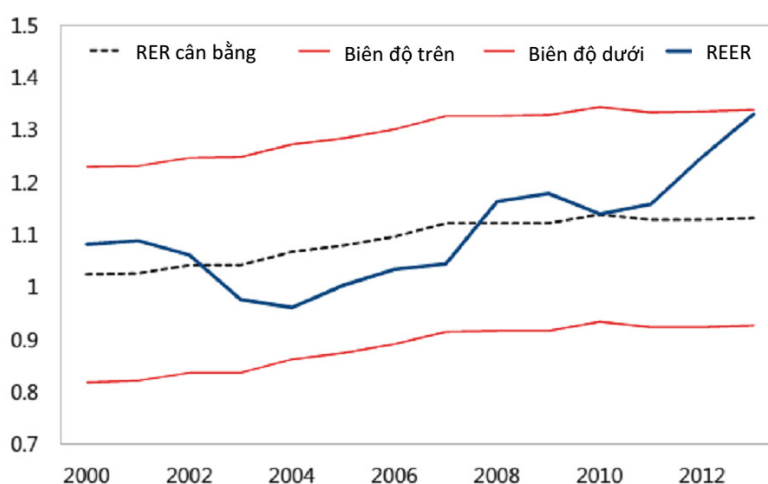
Chính sách can thiệp ngoại hối chặt chẽ. Chính sách can thiệp của NHNN chưa chặt chẽ thể hiện qua các nội dung như mục tiêu, thời lượng, khối lượng và tính minh bạch. Về mục tiêu can thiệp, NHNN can thiệp vào thị trường ngoại hối để ổn định tỷ giá, qua đó ổn định kinh tế vĩ mô, kiềm chế lạm phát, thu hút đầu tư nước ngoài, khuyến khích xuất khẩu và phát triển kinh tế. Tuy nhiên mục tiêu can thiệp không phải lúc nào cũng đạt được thể hiện VND thường xuyên lên giá thực do lạm phát cao. Tỷ giá hiệu quả bình quân (EER) của VND lên giá thực từ năm 2008-2013 (trừ năm 2009 mất giá thực 2,1% trong khi mất giá danh nghĩa 9%). EER lên giá thực khoảng 4,2% năm 2010,

11% từ 2011-2012 và tiếp tục lên giá thực và bị định giá cao giá trị 16% từ 2012-2013 [11], [12]. Như vậy, việc VND thường xuyên lên giá thực và bị định giá cao giá trị là do tỷ giá duy trì cố định trong bối cảnh lạm phát tăng cao. Hậu quả là so với các nước ASEAN, sức cạnh tranh của Việt Nam đang bị xói mòn và NHNN phải can thiệp liên tục mỗi khi căng thẳng cung cầu ngoại tệ trên thị trường thường xuyên diễn ra (Hình 2).

Về khối lượng và thời gian can thiệp, trong thời gian qua các can thiệp chỉ mang tính chất đối phó chứ chưa đón đầu được thị trường. Thậm chí việc can thiệp quá mức còn làm dự trữ ngoại hối đã thấp lại bị sụt giảm nghiêm

trọng từ năm 2009-2011 mặc dù có phục hồi sau đó. Tuy nhiên dự trữ ngoại hối đầu năm 2014 chỉ tương đương 2,5 tháng nhập khẩu, thấp hơn rất nhiều so với mức 8 tháng nhập khẩu các nền kinh tế mới nổi trong khu vực (Bảng 2) và chưa đạt mức tối thiểu theo tính toán của IMF cho các nước duy trì CĐTĐ cố định [12]. Về tính minh bạch của can thiệp,

NHNN thường không công bố cụ thể về việc can thiệp và các con số về dự trữ ngoại hối qua các tháng. Thực chất việc công bố thường có độ trễ nhất định, khi sự việc đã xảy ra và thông tin cũng không đầy đủ khiến các chủ thể kinh tế trên thị trường cảm thấy khó hiểu và khó nắm bắt.



Hình 2. Việt Nam: Tỷ giá thực cân bằng.

Nguồn: IMF

Bảng 2. So sánh các chỉ tiêu dự trữ ngoại hối các nền kinh tế mới nổi trong khu vực

Chi tiêu	Số tháng dự trữ nhập khẩu hàng hóa và dịch vụ	Dự trữ/Giá trị xuất khẩu hàng hóa và dịch vụ (%)	Dự trữ/Tổng phương tiện thanh toán (%)	Dự trữ/ Nợ ngắn hạn (%)	Dự trữ/GDP (%)
Trung Quốc	20	159	22	597	42
Ấn Độ	6	62	19	283	16
Indonesia	6	48	32	229	11
Malaysia	7	52	33	407	43
Philippines	11	115	54	492	31
Singapore	6	48	68	-	92
Sri Lanka	4	48	29	70	11
Thái Lan	7	59	32	292	43
Trung bình các nước (*)	8	74	36	339	36
Việt Nam	3	25	17	331	21

Nguồn: IMF

(*) Không tính Singapore khi tính các chỉ tiêu nợ ngắn hạn

Neo danh nghĩa phù hợp. Trước năm 2016, NHNN sử dụng neo tỷ giá và neo lượng cung tiền để điều hành CSTT nhằm mục tiêu kiểm soát lạm phát, tức là áp dụng đồng thời CLMTTT và CLMTTG. CLMTTT khó trở thành chiếc neo danh nghĩa đáng tin cậy do tăng trưởng M2 và tín dụng thường không đạt được chỉ tiêu định hướng được giao và do đó lạm phát cũng biến động ngoài dự kiến (Bảng 3). Tỷ giá cố định cũng chưa phải là chiếc neo đáng tin cậy đủ mạnh để kiểm soát lạm phát, thể hiện đầu cơ ngoại tệ và những bất cân đối về cung cầu ngoại tệ thường xuyên diễn ra khiến cho tỷ giá biến động khôn lường và NHNN thường xuyên phải can thiệp điều chỉnh tỷ giá (nhiều nhất là năm 2008 với 3 lần điều chỉnh biên độ

và 3 lần điều chỉnh TGLNH và năm 2015 với 2 lần điều chỉnh biên độ và 3 lần điều chỉnh TGLNH). Việc theo đuổi mục tiêu tỷ giá chưa thể hiện tính bền vững trong bối cảnh tự do hóa tài khoản vốn và còn đòi hỏi NHNN phải có dự trữ ngoại hối dồi dào để đảm bảo khả năng can thiệp khi tỷ giá biến động nhưng Việt Nam lại là nước có thâm hụt thương mại dai dẳng và dự trữ ngoại tệ mỏng, mặc dù có cải thiện trong những năm gần đây nhưng chưa thể hiện tính bền vững (Bảng 1). Ngoài ra, NHNN còn gặp một số khó khăn khi áp dụng đồng thời CLMTTG và CLMTT bởi vì chưa có quy định để giải quyết khi CLMTTT mâu thuẫn với CLMTTG.

Bảng 3. Lạm phát, tăng trưởng M2 và tín dụng, 2008-2015

Mục tiêu (% thay đổi)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
M2	≤ 32	18-20	Khoảng 25	15-16	14-16	14-16	16-18	16-18
Tín dụng	≤ 30	21-23	Khoảng 25	< 20	15-17	Khoảng 12	12-14	13-15
Lạm phát	Thấp hơn tốc độ tăng trưởng GDP	<15	<7%	<7	<10,0	Khoảng 8	Khoảng 7	Khoảng 5
Thực tế (thay đổi so với tháng 12 năm trước)								
M2	20,31	28,99	33,32	12,08	18,46	18,85	17,69	16,23
Tín dụng	23,38	39,60	32,48	14,69	8,85	12,52	14,16	15,51
Lạm phát	22,97	6,88	9,19	18,58	9,21	6,59	4,09	0,63

Nguồn: Tính toán từ số liệu của NHNN

Chính vì neo tỷ giá và neo lượng cung tiền chưa đủ độ tin cậy và đủ mạnh nên tác giả đề xuất NHNN áp dụng chiếc neo danh nghĩa thứ ba là CSMTLP. Sử dụng CSMTLP sẽ mang lại một số lợi ích như cho phép NHNN sử dụng mọi công cụ để kiểm soát lạm phát; tạo ra một cơ chế trao cho NHNN tính độc lập, trách nhiệm, minh bạch và tăng cường thông tin với công chúng, từ đó xây dựng được lòng tin việc điều hành chính sách của NHNN; không buộc NHNN phải từ bỏ các mục tiêu khác của CSTT mà trong dài hạn, ổn định giá cả là cơ sở để

thúc đẩy tăng trưởng kinh tế; và nhận được sự đồng thuận mạnh mẽ từ Chính phủ trong việc hạn chế chi tiêu Chính phủ, phối hợp chặt chẽ hơn giữa CSTT và CSTK. Tuy nhiên, khi đánh giá các điều kiện để áp dụng CSMTLP thì thấy Việt Nam chưa đáp ứng được tất cả, tác giả đề xuất Việt Nam nên thực hiện quá trình chuyển đổi sang CSMTLP để trong quá trình đó xây dựng những điều kiện cần thiết cho việc áp dụng thành công CSMTLP, đặc biệt những cải thiện về tiền tệ, tài khóa và kỹ thuật.

Hệ thống phù hợp để kiểm soát và quản trị rủi ro tỷ giá. Hệ thống ngân hàng và doanh nghiệp rất dễ gặp phải các rủi ro về tỷ giá khi 20% các khoản tín dụng là bằng ngoại tệ và các khoản vay nợ nước ngoài có xu hướng gia tăng, khoảng 40% GDP từ năm 2009 so với mức bình quân trên 30% giai đoạn 2000-2008 (Bảng 1). Trong khi đó việc duy trì tỷ giá ổn định đã không khuyến khích các chủ thể kinh tế thực hiện các biện pháp quản trị rủi ro về tỷ giá, mặc dù NHNN đã nâng tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu từ 8% lên 9% vốn tự có và phương pháp tính đã tiếp cận theo Basel II vào năm 2010 và thu hẹp trạng thái ngoại tệ cuối ngày không vượt quá 20% vốn tự có kể từ tháng 5/2012.

5. Giải pháp nhằm thực hiện thành công chế độ tỷ giá linh hoạt kết hợp với chính sách mục tiêu lạm phát tại Việt Nam

Với thuận lợi của việc áp dụng CĐTGLH linh hoạt gắn với CSMTLP nhằm ổn định giá cả và những thách thức do Việt Nam chưa đáp ứng đầy đủ các điều kiện để chuyển đổi sang CĐTGLH và CSMTLP đầy đủ, tác giả cho rằng việc NHNN chuyển đổi một cách tự nguyện sang CĐTGLH linh hoạt hơn là phù hợp trong bối cảnh CĐTGLH cố định và CLMTTT không phải là chiếc neo danh nghĩa đủ tin cậy để kiểm soát lạm phát, đặc biệt trong thời gian tới các dòng lưu chuyển vốn đang được tự do hóa và Việt Nam hội nhập sâu rộng hơn vào nền kinh tế thế giới.

Trước mắt, Việt Nam cần chuẩn bị lộ trình phù hợp cho việc chuyển đổi về thời gian, cách thức và trình tự chuyển đổi. Về mặt thời gian, NHNN đã thực hiện chuyển đổi tự nguyện bằng việc công bố về việc áp dụng CĐTGLH thả nổi có quản lý với cách thức điều hành tỷ giá linh hoạt hơn chứ không phải do áp lực của khủng hoảng. Khi độ mở thương mại, nợ công và thâm hụt thương mại có xu hướng gia tăng thì NHNN nên để cho tỷ giá biến động linh hoạt hơn. Việc chuyển đổi sang CĐTGLH linh hoạt nên thực hiện dần dần, từ việc neo VND với 1 đồng tiền sang neo với 1 giờ tiền tệ gồm 8 đồng tiền, đến công bố tỷ giá trung tâm có tham chiếu tới cung cầu

ngoại tệ trên thị trường trong nước, bối cảnh quốc tế và các cân đối vĩ mô và mục tiêu CSTT. NHNN cũng nên cân nhắc việc mở rộng biên độ để tránh tình trạng phải can thiệp bảo vệ tỷ giá khi thị trường biến động, từ đó giúp CSTT độc lập hơn, hấp thụ tốt hơn các cú sốc. Trong quá trình chuyển đổi sang CĐTGLH linh hoạt, khi tỷ giá vẫn chưa được thả nổi mà vẫn được điều tiết ổn định, mỗi khi có mẫu thuẫn giữa neo tỷ giá và neo mục tiêu lạm phát thì NHNN cần ưu tiên cho neo lạm phát để tạo độ tin cậy cho các chủ thể kinh tế với CSMTLP.

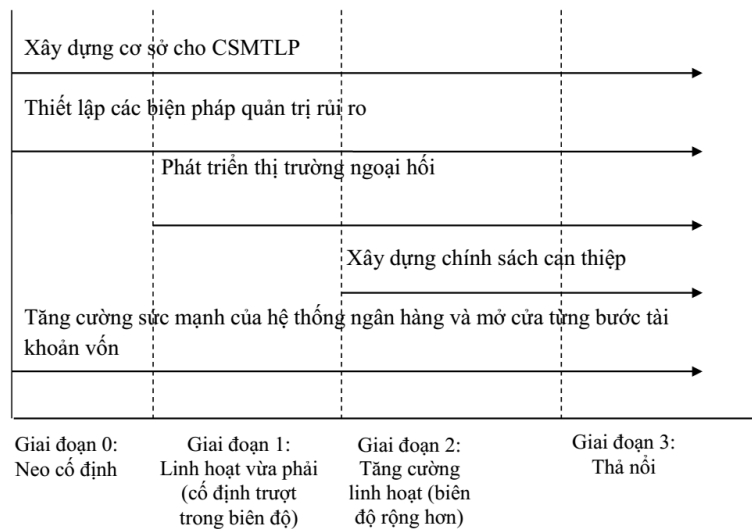
Hình 3 mô tả về trình tự chuyển đổi từ CĐTGLH cố định sang linh hoạt ở Việt Nam. Hai nhiệm vụ quan trọng cần thực hiện đầu tiên và song song là xây dựng cơ sở cho chiếc neo danh nghĩa thay thế là CSMTLP và thiết lập hệ thống quản trị rủi ro tỷ giá. Các điều kiện tiên quyết cho việc áp dụng khuôn khổ CSMTLP có thể không cần phải đáp ứng hoàn toàn trước khi thả nổi mà có thể được hoàn thành khi Việt Nam đã chuyển sang chế độ tỷ giá thả nổi.

Khi tỷ giá linh hoạt ở một mức độ nhất định thì thị trường ngoại hối yêu cầu phải phát triển để tỷ giá có thể được hình thành trên một thị trường ngoại hối hiệu quả và ngược lại. Hai nhiệm vụ xây dựng CSMTLP và thiết lập các biện pháp quản trị rủi ro vẫn tiếp tục được xây dựng. Trong khi cho phép tỷ giá linh hoạt ở một mức độ nhất định, NHNN vẫn phải can thiệp ở một mức độ nhất định để giải quyết những bất ổn trên thị trường hoặc để đạt được mục tiêu CSTT. Do đó, NHNN cần xây dựng một chính sách can thiệp phù hợp. Trong quá trình đó, NHNN vẫn phải ưu tiên hàng đầu cho mục tiêu ổn định giá cả.

Thêm vào đó, phát triển hệ thống ngân hàng đóng một vai trò quan trọng dưới bất cứ CĐTGLH nào. Do vậy, việc này cũng cần thực hiện ngay từ đầu của quá trình chuyển đổi, thậm chí trước khi chuyển đổi. Hiện nay Việt Nam đang thực hiện tái cấu trúc hệ thống ngân hàng để tăng cường sức mạnh cho hệ thống ngân hàng Việt Nam. Việc mở cửa từng bước tài khoản vốn vẫn đang được thực hiện song song nhằm đáp ứng các cam kết với WTO và Mỹ và sắp tới là EVFTA, TPP và AEC.

Tóm lại, ngay từ ban đầu khi chuyển đổi sang chế độ tỷ giá linh hoạt, Việt Nam cần xây dựng các khuôn khổ cho CSMTLP và hệ thống quản trị rủi ro tỷ giá. Sau đó, song song với việc cho phép tỷ giá linh hoạt hơn có thể tiến hành các biện pháp nhằm phát triển thị trường ngoại hối và sau đó là chính sách can thiệp hợp lý của

NHNN. Việc tăng cường sức mạnh cho hệ thống ngân hàng và năng lực sản xuất của nền kinh tế là cần thiết đối với bất cứ CĐTĐ nào và nên được thực hiện ngay từ đầu, khi bắt đầu hoặc trước khi thực hiện chuyển đổi tỷ giá. Việc mở cửa tài khoản vốn nên được thực hiện song song với việc linh hoạt tỷ giá.



Hình 3. Trình tự chuyển đổi sang CĐTĐ linh hoạt tại Việt Nam

Nguồn: Tác giả tổng hợp

Các giải pháp để chuyển đổi thành công sang CĐTĐ linh hoạt và CSMTLP bao gồm:

Thứ nhất, xây dựng chính sách mục tiêu lạm phát, bao gồm thực hiện chuyển đổi sang chính sách mục tiêu lạm phát, xây dựng khung thể chế cho CSMTLP và vận hành CSMTLP.

Ngay từ năm 2005, các thành viên chính phủ Việt Nam đã đưa ra ý kiến áp dụng CSMTLP (vào năm 2010 hoặc sau đó) và kêu gọi sự giúp đỡ của IMF. IMF nhận thấy sức ỳ của lạm phát tại Việt Nam lớn hơn các nước Châu Á khác, các nhân tố tiền tệ có thể ảnh hưởng đến giá cả trong nước nên đã khuyến nghị áp dụng CSMTLP kết hợp với CSTK để kiểm soát lạm phát hơn là cố định tỷ giá. Để chuyển đổi thành công sang CSMTLP, Việt Nam nên cải thiện các điều kiện về thể chế góp phần vận hành CSTT tốt hơn một khi CSMTLP

được áp dụng; phát triển các cấu trúc kinh tế đáp ứng được những yêu cầu của CSMTLP; tăng cường sức mạnh của hệ thống tài chính, tăng tính ổn định của các tổ chức tài khoá; phát triển một thị trường tài chính theo chiều sâu và có tính thanh khoản; xây dựng độ tin cậy cho CSMTLP khi NHNN quyết định chuyển đổi sang CSMTLP. Lộ trình áp dụng CSMTLP ở Việt Nam sẽ gồm 2 giai đoạn: giai đoạn chuyển đổi khoảng từ 4 đến 5 năm để tập trung hoàn thiện các điều kiện còn thiếu cho việc áp dụng một CSMTLP đầy đủ; và giai đoạn áp dụng CSMTLP đầy đủ sau khi đã hoàn thành giai đoạn chuyển đổi, các điều kiện cần thiết đã được thiết lập. Kể từ giai đoạn này, NHNN sẽ tuyên bố công khai việc áp dụng CSMTLP, giảm lạm phát về khung mục tiêu và điều hành CSTT nhằm duy trì ổn định mức lạm phát này.

Xây dựng khung thể chế cho chính sách mục tiêu lạm phát bao gồm xây dựng khung pháp lý cho NHNN thực hiện CSMTLP, lựa chọn và xác định mục tiêu lạm phát và thực hiện công tác truyền thông để thể hiện tính minh bạch và trách nhiệm giải trình của NHNN.

Vận hành CSMTLP bao gồm nâng cao năng lực dự báo lạm phát, xây dựng kênh truyền dẫn CSTT trong nền kinh tế phù hợp với Việt Nam nhấn mạnh ổn định giá cả là mục tiêu chính của CSTT và lãi suất ngắn hạn là mục tiêu hoạt động, và vận hành chính sách thông qua những công cụ gián tiếp như là dự trữ bắt buộc, nghiệp vụ thị trường mở, lãi suất tái cấp vốn để duy trì mục tiêu hoạt động ở mức mong muốn

Thứ hai, thiết lập các hệ thống quản trị rủi ro. Trong bối cảnh tỷ giá linh hoạt và luồng vốn được luân chuyển tự do hơn, đặc biệt khi hệ thống tài chính trong nước vẫn còn non yếu thì nền kinh tế nước ta sẽ phải đối mặt với nhiều nguy cơ rủi ro gia tăng. Xét trên góc độ vi mô, các chủ thể kinh tế như doanh nghiệp và các định chế tài chính cần thực hiện các biện pháp nhằm phòng vệ rủi ro, xây dựng quy trình quản trị rủi ro cho đơn vị mình. Xét trên góc độ tổng thể nền kinh tế, việc phát triển một hệ thống giám sát tài chính quốc gia có vai trò quan trọng trong việc giám sát, đánh giá, cảnh báo và hạn chế rủi ro.

Thứ ba, phát triển thị trường ngoại hối. Thị trường ngoại hối của Việt Nam chưa phát triển, có tính thanh khoản thấp và thường chịu các áp lực ngoại hối. Bên cạnh đó, việc tồn tại thị trường chợ đen đã gây cản trở cho việc điều hành chính sách. Do vậy, một số giải pháp nhằm phát triển thị trường ngoại hối tại Việt Nam là: (i) tăng cường vai trò của NHNN trên TTNgTLNH với vai trò là người tạo lập thị trường đích thực đảm bảo thanh khoản cho thị trường chứ không phải là nhà phân phối ngoại tệ; NHNN thực hiện tổ chức, giám sát, điều hành TTNgTLNH và chỉ tham gia thị trường với tư cách là người mua, bán cuối cùng, thực hiện can thiệp khi cần thiết vì mục tiêu CSTT quốc gia; (ii) cho phép tỷ giá linh hoạt và biến động theo hai chiều để khuyến khích các chủ thể kinh tế giao dịch trên thị trường ngoại hối;

(iii) chính sách tỷ giá về lâu dài cần hướng tới sự ổn định thị trường ngoại hối, xác lập mức tỷ giá phù hợp với quan hệ cung cầu và phản ánh tương quan sức mua với các đối tác thương mại chính, tránh cho tỷ giá bị định giá cao giá trị, do đó làm hạn chế sức cạnh tranh của nền kinh tế; (iv) tăng cường sự minh bạch thông tin về các giao dịch ngoại hối và cán cân thanh toán để giúp các chủ thể kinh tế có được nhìn nhận chính xác về CSTT và CSTG để từ đó đưa ra được quyết định chính xác về giao dịch ngoại hối; (v) thống nhất thị trường bằng cách xoá bỏ các yếu tố dẫn đến sự tồn tại của chợ đen; (vi) phát triển các trung gian và môi giới tiền tệ; (vii) hiện đại hóa thị trường ngoại hối, đầu tư công nghệ hiện đại và thích hợp để có thể theo kịp sự phát triển của thị trường thế giới; (viii) hoàn thiện các văn bản pháp lý, các quy định về giao dịch ngoại hối phù hợp với thông lệ quốc tế; và (ix) thực hiện các biện pháp khuyến khích phát triển các công cụ phái sinh.

Thứ tư, xây dựng chính sách can thiệp ngoại hối. Can thiệp ngoại hối vẫn cần thiết dưới CĐTĐ thả nổi. Dưới CĐTĐ cố định trượt trong biên độ, NHTW phải can thiệp để đảm bảo tỷ giá biến động trong biên độ. Dưới chế độ tỷ giá thả nổi có điều tiết hoặc thả nổi hoàn toàn, can thiệp ngoại hối được sử dụng để hạn chế những biến động quá mức của tỷ giá. Thêm vào đó, NHTW can thiệp vào thị trường ngoại hối nhằm để điều chỉnh sự mất cân bằng của tỷ giá thực, điều này có thể xảy ra dưới cả hai CĐTĐ cố định và thả nổi, đặc biệt là ở những nền kinh tế mới nổi, thay đổi cơ cấu kinh tế diễn ra nhanh khiến cho tỷ giá dễ biến động và dễ chệch khỏi giá trị cân bằng. Hơn nữa, khi NHTW muốn có một mức dự trữ ngoại hối nhất định hoặc muốn cung ngoại hối ra thị trường thì việc can thiệp là không thể tránh khỏi. Do vậy, chính sách can thiệp của NHNN trong thời kỳ chuyển đổi sang CĐTĐ linh hoạt cần lưu ý: (i) xác định mục đích, thời gian và khối lượng can thiệp có thể theo nguyên tắc hoặc tùy ý theo điều kiện thị trường; và (ii) tăng cường tính minh bạch của chính sách thông qua việc công bố thông tin về can thiệp, về dự trữ ngoại hối, về

công cụ CSTT và việc điều hành CSTT và CSTG một cách đầy đủ, thường xuyên và kịp thời.

Thứ 5, cải cách khu vực tài chính tập trung vào tái cơ cấu và sắp xếp lại hệ thống tài chính, tập trung vào cải cách khu vực ngân hàng ở cả hai cấp là NHNN và hệ thống các TCTD, và các giải pháp cho sự phát triển của thị trường tài chính.

Đối với các NHTM, để nâng cao năng lực tài chính của các ngân hàng thương mại, cần tiếp tục tập trung vào tái cấu trúc hệ thống ngân hàng theo hướng sáp nhập, hợp nhất và mua lại giữa các ngân hàng và xử lý các vấn đề chính như tình hình nợ xấu, vấn đề sở hữu chéo, tỷ lệ vốn chủ sở hữu thấp và thiếu thanh khoản trong hệ thống ngân hàng; thực hiện hiện đại hóa công nghệ ngân hàng.

Để nâng cao năng lực điều hành của NHNN, cần (i) củng cố, hoàn thiện bộ máy và nâng cao hiệu quả hoạt động các chức năng cơ bản của NHNN; (ii) tăng cường tính minh bạch của CSTT, tính minh bạch và độ tin cậy về dữ liệu, nâng cao chất lượng nguồn thông tin; (iii) tăng cường khả năng dự báo rủi ro và thay đổi trong thị trường tài chính quốc tế, xây dựng mô hình kinh tế lượng để đưa ra những quyết định chính xác và hạn chế rủi ro liên quan đến sự ổn định của thị trường tài chính trong nước và ổn định kinh tế vĩ mô; (iii) xây dựng cơ chế truyền dẫn CSTT, nâng cao hiệu quả CSTT thông qua công cụ CSTT; (iv) nâng cao tính độc lập của NHNN trong việc điều hành CSTT, bao gồm sự độc lập về mục tiêu và công cụ; (v) phát triển thị trường tài chính và thị trường ngoại hối; và (vi) phát triển hệ thống thanh tra, giám sát và phối hợp xây dựng mạng lưới an ninh tài chính quốc gia.

Để phát triển một thị trường tài chính theo chiều sâu và có tính thanh khoản, giúp chuyển tải thông tin về các biến số kinh tế và những kỳ vọng của thị trường về CSTT tới NHNN, từ đó tạo điều kiện cho việc hình thành, thực hiện CSTT cũng như việc vận hành tỷ giá và tiền tệ, có thể thực hiện các biện pháp sau: (i) hoàn thiện hệ thống các văn bản hướng dẫn thi hành Luật Chứng khoán 2006, từng bước xây dựng

Luật Chứng khoán mới theo hướng đồng bộ, thống nhất, xoá bỏ các xung đột với các luật khác, phạm vi điều chỉnh rộng hơn, dựa trên các chuẩn mực và thông lệ quốc tế nhưng phù hợp với hoàn cảnh Việt Nam; (ii) tập trung phát triển thị trường tài chính theo chiều sâu bằng cách: tái cấu trúc các tổ chức kinh doanh chứng khoán, nâng cao chất lượng và đa dạng hàng hóa trên thị trường chứng khoán, cấu trúc lại thị trường trái phiếu, hoàn thiện và hiện đại hóa cơ sở hạ tầng, công nghệ thông tin, và nâng cao hiệu lực hệ thống giám sát tài chính nhằm đảm bảo sự ổn định cho hệ thống tài chính.

Thứ sáu, từng bước tự do hoá tài khoản vốn. Tự do hoá tài khoản vốn mang lại nhiều lợi ích cho nền kinh tế nhưng nó còn gây ra nhiều rủi ro và khả năng dẫn đến khủng hoảng nếu việc mở cửa các giao dịch vốn không phù hợp với sự thay đổi thích hợp và cần thiết trong chính sách kinh tế vĩ mô cũng như cấu trúc của hệ thống tài chính. Do đó, tự do hoá tài khoản vốn cần được thực hiện phù hợp với những cuộc cải cách và các chính sách khác. Quá trình tự do hoá tài khoản vốn cần được thực hiện dần dần trong một khoảng thời gian dài nhằm đảm bảo tính thận trọng trên cơ sở xem xét tình hình kinh tế và hiệu quả tác động của các chính sách hỗ trợ này.

Để Việt Nam có thể thực hiện tự do hóa tài khoản vốn thì các chính sách vĩ mô cần phải nhất quán, linh hoạt kết hợp với một hệ thống tài chính vững chắc, các cơ quan Nhà nước có một hệ thống đầy đủ các quy chế nhằm tăng cường khả năng quản lý đối với các dòng vốn vào và ra khi có những biến động mạnh trong nền kinh tế, tăng cường chức năng giám sát và báo cáo thường xuyên, chính xác đối với các hoạt động giao dịch vốn. Cụ thể là cần: (i) chính sách giúp nền kinh tế vĩ mô ổn định; (ii) cuộc cải cách hệ thống ngân hàng triệt để; (iii) hệ thống tài chính đủ mạnh; (iv) hệ thống giám sát tài chính có hiệu quả; (v) cơ cấu kinh tế hợp lý, có sức cạnh tranh và năng lực sản xuất cao; (vi) tự do hóa tài khoản vốn phải phù hợp với thị trường chứng khoán; (vii) theo dõi được số liệu thống kê tài khoản vốn một cách cập nhật;

và (viii) phải thực hiện pháp luật nghiêm minh, có cơ chế xử lý vi phạm hiệu quả.

Về chính sách kinh tế vĩ mô, phối hợp đồng bộ giữa các chính sách kinh tế vĩ mô, tăng cường thực hiện chế độ tỷ giá hối đoái linh hoạt, điều chỉnh lạm phát thông qua lãi suất, kết hợp giữa CSTK với CSTT và CSTG, tạo điều kiện cho sự phát triển thị trường tài chính trong nước và duy trì tính thanh khoản của thị trường ngoại hối, đảm bảo cho các luồng vốn chu chuyển phù hợp với trình độ phát triển của hệ thống tài chính và khả năng giám sát các luồng vốn quốc tế.

Kết luận

Tóm lại, trên cơ sở xác định mục tiêu điều hành CSTG tại Việt Nam là ổn định giá cả, CĐTG tạo độ tin cậy và tránh được các cú sốc bên ngoài, đặc biệt trong bối cảnh các dòng vốn đang được tự do luân chuyển theo các cam kết với quốc tế, thực tiễn cho thấy Việt Nam nên áp dụng CĐTG linh hoạt kết hợp với CSMTLP. Tuy nhiên, các điều kiện để Việt Nam thực hiện chế độ đó không được thỏa mãn trong bối cảnh kinh tế hiện nay. Chính vì vậy, tác giả đề xuất Việt Nam nên thực hiện chuyển đổi sang CĐTG linh hoạt và xây dựng các điều kiện cần thiết để thực hiện thành công CSMTLP, trong đó nhấn mạnh NHNN cần được trao quyền độc lập trong việc điều hành CSTT và coi mục tiêu ổn định giá cả là mục tiêu hàng đầu của CSTT. Từ đó, tác giả đã đề xuất việc chuyển đổi sang CĐTG linh hoạt cho Việt Nam về thời gian, cách thức và trình tự chuyển đổi. Cuối cùng, tác giả đề xuất 6 nhóm giải pháp nhằm chuyển đổi thành công, bao gồm xây dựng chính sách mục tiêu lạm phát, thiết lập các hệ thống quản trị rủi ro, phát triển thị trường ngoại hối, xây dựng chính

sách can thiệp ngoại hối, cải cách khu vực tài chính và từng bước tự do hóa tài khoản vốn.

Tài liệu tham khảo

- [1] Mai Thu Hiền, Chính sách tỷ giá hối đoái cho nền kinh tế chuyển đổi Việt Nam, NXB Bách Khoa, ISBN 978-604-911-585-1, 2013.
- [2] Mishkin, Frederic S., International experiences with different monetary policy regimes, *Journal of Monetary Economics* 43 (1999), 579.
- [3] Bermanke, Ben S., Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin, and Adam S. Posen, *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton University Press, ISBN 0-691-05955-1, 1999.
- [4] Carare, Alina, Andrea Schaechter, Mark Stone, and Mark Zelmer, *Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting*, IMF Working Paper WP/02/102, 2002.
- [5] Duttgupta, Rupa, Gilda Fernandez, and Cem Karacadag, *Moving to a Flexible Exchange Rate: How, When, and How Fast?*, *Economic Issues* 38, ISBN 1-58906-476-3, 2005
- [6] IMF, IMF Executive Board Discusses “Fixed to Float: Operational Aspects of Moving towards Exchange Rate Flexibility”, IMF Public Information Notice No.04/141, 2005.
- [7] Nguyễn Thị Thu Hằng, Đinh Tuấn Minh, Tô Trung Thành, Lê Hồng Giang và Phạm Văn Hà, *Lựa chọn chính sách tỷ giá trong bối cảnh phục hồi kinh tế*, Trung tâm nghiên cứu Kinh tế và Chính sách, Đại học Kinh tế, Đại học Quốc gia, 2010.
- [8] Tô Thị Ánh Dương, Bùi Quang Tuấn, Phạm Sỹ An, Dương Thị Thanh Bình và Trần Thị Kim Chi, *Lạm phát mục tiêu và hàm ý đối với khuôn khổ chính sách tiền tệ ở Việt Nam*, Nhà xuất bản Tri thức, 2012.
- [9] Võ Trí Thành, *Bàn về việc áp dụng khung khổ chính sách tiền tệ theo lạm phát mục tiêu*, Tạp chí Tài chính, ngày 20/02/2014.
- [10] Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, *Báo cáo thường niên, các năm từ 1999-2014*.
- [11] IMF, IMF Country Report No.12/165, 2012.
- [12] IMF, IMF Country Report No.14/311, 2014.

Applying the Flexible Exchange Rate Regime in Vietnam for Inflation Targeting Policy

Mai Thu Hien

Foreign Trade University, 91 Chua Lang, Dong Da, Hanoi, Vietnam

Abstract: Since early 2016, the State Bank of Vietnam announced a managed floating exchange rate regime with more flexible management. The paper analyses advantages and disadvantages faced with the flexible exchange rate regime in Vietnam, as well as the coordination between the flexible exchange rate regime and the inflation targeting policy with the aim of controlling inflation and stabilizing macro-economy. On this basis, the paper will propose a number of solutions to apply successfully the flexible exchange regime in accompaniment with the implementation of the inflation targeting policy in Vietnam.

Keywords: Fixed exchange rate regime, floating exchange rate regime, flexible exchange rate regime, inflation targeting policy.