

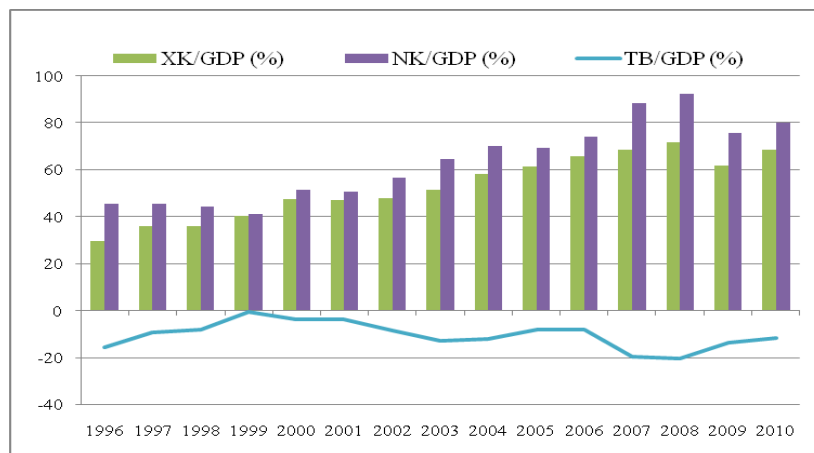
## Nhập siêu sẽ tăng do điều chỉnh tỷ giá?

Ngày 11/2/2010, sau thời gian dài kiểm giữ, NHNN đã điều chỉnh tăng tỷ giá liên ngân hàng lên 9.3%, đồng thời hạ biên độ giao dịch của tỷ giá xuống còn 1%. Động thái này được cho là cần thiết và không quá bất ngờ khi chênh lệch tỷ giá thị trường chính thức và chợ đen ở mức cao 8-9% trong suốt nhiều tháng. Tuy nhiên, điều mà thị trường đang rất quan tâm là liệu việc điều chỉnh này có cải thiện được tình hình nhập siêu, vốn đã rất căng thẳng trong một số năm gần đây, như kỳ vọng của NHNN? Bài viết này sẽ định lượng tác động của việc điều chỉnh tỷ giá đến xuất nhập khẩu và cán cân thương mại của Việt Nam dựa trên một số mô hình kinh tế lượng.

### Lát cắt về thương mại quốc tế trong hơn thập niên qua

Cùng với quá trình hội nhập sâu vào nền kinh tế thế giới, trong hơn một thập niên qua, kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam đã có mức tăng trưởng rất cao (trung bình trên 20% mỗi năm), trừ năm 2009 do tác động của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu. Theo đó, tỷ lệ xuất khẩu/GDP tăng từ 30% năm 1996 lên tới 68,5% năm 2010, trong khi tỷ lệ nhập khẩu/GDP còn tăng mạnh hơn, từ 45,6% lên đến 80% trong cùng thời kỳ, khiến tổng giá trị thương mại/GDP đã đạt 150% - thể hiện độ mở khá lớn của nền kinh tế. Có thể nói, chiến lược hướng về xuất khẩu bắt đầu từ giữa thập kỷ 1990 đã có những đóng góp đáng kể đến tăng trưởng kinh tế của Việt Nam trong nhiều năm.

**Hình 1: Tỷ trọng thương mại quốc tế trên GDP**



Nguồn: GSO và tính toán của TVSC

Tuy nhiên, do tốc độ tăng nhập khẩu nhanh hơn nhiều so với xuất khẩu, cán cân thương mại ngày càng thâm hụt, và đặc biệt trở nên nghiêm trọng kể từ năm 2007 – khi Việt Nam chính thức trở thành thành viên chính thức của WTO. Trung bình giai đoạn

2001-2010, nhập siêu chiếm đến 12% GDP, và tăng lên gần 17% giai đoạn 2007-2010. Nhập siêu tăng cao và dai dẳng trong thời gian dài mà không có bất kỳ dấu hiệu cải thiện nào khiến thị trường ngoại hối luôn trong trạng thái căng thẳng, tiền đồng luôn đối diện sức ép giảm giá, cán cân thanh toán không ổn định, tình trạng đô la hóa gia tăng,.... Điều này, cùng với một số diễn biến vĩ mô bất lợi khác, đã kích hoạt cho những bất ổn kinh tế vĩ mô kéo dài trong một vài năm gần đây.

### **Điều hành tỷ giá, tỷ giá thực và nhập siêu**

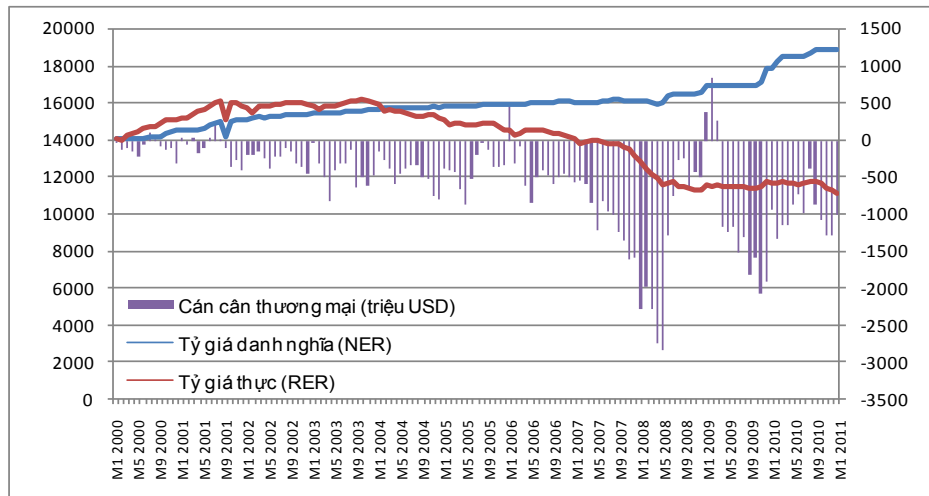
Bên cạnh nguyên nhân cốt lõi liên quan đến mô hình tăng trưởng kinh tế dựa vào đầu tư, đặc biệt là đầu tư công hiệu quả kém, khiến chênh lệch tỷ lệ đầu tư và tiết kiệm trong nước ngày càng nổi lõng, thì điều hành tỷ giá, tác động đến tỷ giá thực - năng lực cạnh tranh về giá của hàng hóa trong nước, vẫn được xem là một nguyên nhân khiến thâm hụt cán cân thương mại quốc tế gia tăng.

Tỷ giá thực tính bằng tỷ giá danh nghĩa, được điều chỉnh bởi chỉ số giá trong nước và nước ngoài theo công thức  $RER = NER.(P^*/P)$ , trong đó RER là tỷ giá thực, NER là tỷ giá danh nghĩa,  $P^*$  và  $P$  lần lượt là chỉ số giá nước ngoài (US) và trong nước. Theo đó, nếu RER tăng, đồng nội tệ được coi là định giá thực thấp, tạo được vị thế cạnh tranh thương mại quốc tế cho hàng hóa trong nước. Ngược lại, nếu RER giảm, đồng nội tệ được coi là định giá thực cao, vị thế cạnh tranh hàng nội địa sẽ xấu đi.

Cách thức điều hành tỷ giá trước năm 2010 của Việt Nam – giữ nguyên tỷ giá liên ngân hàng một thời gian dài và đột ngột điều chỉnh với mức độ không lớn - đã khiến tiền đồng luôn bị định giá cao. Hình 2 (tính tỷ giá thực so với thời điểm đầu năm 2000) cho thấy, trước năm 2004, tỷ giá tương đối ổn định, lạm phát trong nước thấp, tỷ giá thực tăng và bám sát tỷ giá danh nghĩa. Tuy nhiên, từ năm 2007, khi lạm phát gia tăng, việc điều chỉnh tỷ giá ít linh hoạt đã khiến tỷ giá thực bắt đầu rời xa dần tỷ giá chính thức, và tiền đồng đã bị định giá thực cao.

Một số quan điểm cho rằng, việc điều chỉnh tỷ giá danh nghĩa chưa đủ tầm, khiến tỷ giá thực giảm, làm hàng hóa Việt Nam giảm sút tính cạnh tranh trên thị trường quốc tế, và tác động tiêu cực đến thâm hụt thương mại. Tuy nhiên, sau giai đoạn giảm mạnh trong năm 2007, tỷ giá thực hầu như rất ít biến động kể từ đầu năm 2008, nhưng nhập siêu lại biến động rất mạnh trong cùng thời kỳ. Điều này dẫn đến những nghi ngờ rằng ở Việt Nam, liệu việc thay đổi mạnh tỷ giá danh nghĩa (như lần điều chỉnh ngày 11/2 vừa qua), làm tăng tỷ giá thực, có cải thiện được cán cân thương mại hay không?

**Hình 2 – Tỷ giá danh nghĩa, tỷ giá thực và nhập siêu**



Nguồn: SBV, GSO và tính toán của TVSC

### **Định lượng tác động của điều chỉnh tỷ giá đến xuất nhập khẩu và cán cân thương mại**

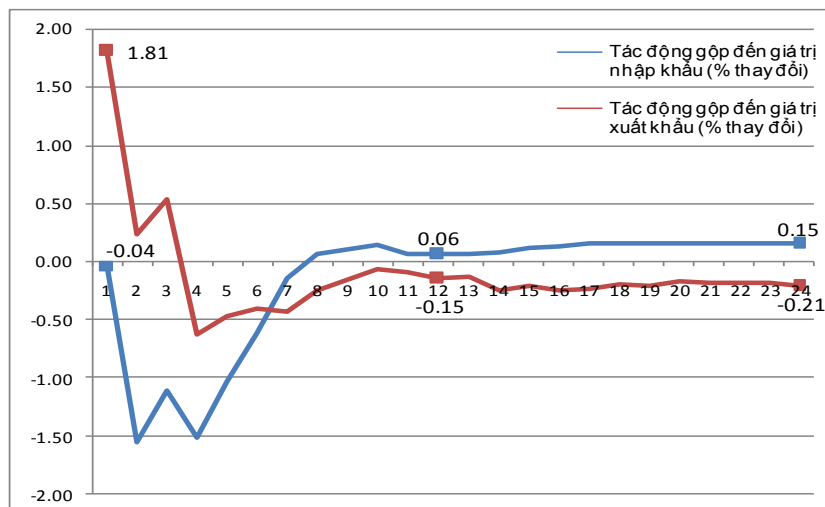
Trước câu hỏi trên, để định lượng tác động của việc điều chỉnh tỷ giá đến cán cân thương mại, chúng tôi sử dụng các mô hình VECM (Vector Autoregressive Error Correction Model) và VAR (Vector Autoregressive) với các biến số như tỷ giá thực, giá trị xuất khẩu, giá trị nhập khẩu, tỷ lệ xuất khẩu/nhập khẩu, giá trị sản xuất công nghiệp trong nước (đại diện cho biến sản lượng nội địa), giá trị sản xuất công nghiệp Mỹ (đại diện cho biến sản lượng thế giới)... thu thập theo tháng từ tháng 1/2000 đến tháng 1/2011.

Kết quả đầu tiên của các mô hình là ước lượng phần trăm thay đổi gộp của giá trị xuất khẩu và nhập khẩu theo 1% thay đổi của tỷ giá (hệ số co giãn) ở các tháng sau khi tỷ giá được điều chỉnh tăng (Hình 3)

Theo lý thuyết, khi phá giá đồng nội tệ, giá hàng nhập khẩu sẽ giảm tính cạnh tranh dẫn đến “*ảnh hưởng sản lượng*” (volume effect) – số lượng hàng nhập khẩu sẽ giảm xuống. Tuy nhiên, phá giá còn dẫn đến “*ảnh hưởng giá hàng nhập khẩu*” (import value effect) - giá mỗi đơn vị hàng nhập khẩu sẽ gia tăng.

Hình 3 cho thấy khi tỷ giá bị điều chỉnh tăng 1%, nhập khẩu trong tháng đầu tiên giảm không đáng kể (-0.04%), và quá trình giảm sẽ kết thúc trong vòng 8 tháng – khoảng thời gian “*ảnh hưởng sản lượng*” chiếm ưu thế so với “*ảnh hưởng giá hàng nhập khẩu*”. Tuy nhiên, từ tháng thứ 9, nhập khẩu bắt đầu tăng do tác động của tỷ giá, và tính gộp sau 1 năm, giá trị nhập khẩu được ước lượng tăng 0.06%. Điều này cho thấy, “*ảnh hưởng giá hàng nhập khẩu*” cuối cùng đã dần trung hòa và lấn át “*ảnh hưởng sản lượng*”. Và vì vậy, riêng với việc điều chỉnh 9,3% tỷ giá lần này, nhập khẩu trong năm 2011 có thể sẽ tăng nhẹ 0.6% chứ không giảm như kỳ vọng.

**Hình 3 – Tác động gộp của điều chỉnh 1% tỷ giá đến xuất nhập khẩu**



*Nguồn: Kết quả các mô hình của TVSC*

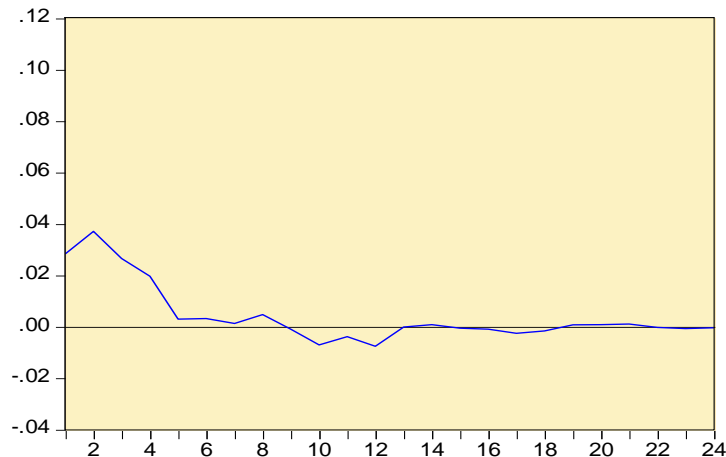
Kim ngạch nhập khẩu không giảm sau khi điều chỉnh tỷ giá được giải thích bởi đặc điểm cơ cấu hàng hóa nhập khẩu của Việt Nam. Phần lớn hàng nhập khẩu là máy móc thiết bị và nguyên nhiên vật liệu, chiếm đến khoảng 85-90% giá trị nhập hàng năm trong suốt giai đoạn 1995-2010, để phục vụ cho quá trình sản xuất trong nước. Nếu ở giai đoạn đầu phát triển kinh tế thì cơ cấu này có thể được cho là hợp lý, nhưng việc cơ cấu này không thay đổi và duy trì quá lâu lại bộc lộ yếu điểm quan trọng là Việt Nam không phát triển được các ngành công nghiệp phụ trợ. Vì vậy, nền kinh tế vẫn bị lệ thuộc quá nhiều vào nhóm hàng đầu vào nhập khẩu, dễ tổn thương trước những cú sốc bên ngoài, và khiến nhập khẩu khó giảm.

Giá trị xuất khẩu, theo mô hình, cũng sẽ không được cải thiện sau khi điều chỉnh tăng tỷ giá. Theo lý thuyết, tỷ giá tăng có thể khiến giá hàng hóa Việt Nam cạnh tranh hơn và vì thế tăng được xuất khẩu. Tuy nhiên, điều này chỉ đúng ở 3 tháng đầu tiên, tác động tiêu cực của điều chỉnh tỷ giá bắt đầu thể hiện từ tháng thứ 4 và các tháng tiếp theo. Sau 1 năm điều chỉnh tăng tỷ giá 1%, giá trị xuất khẩu được ước lượng sẽ giảm 0,15%, do đó, tác động của riêng đợt điều chỉnh tỷ giá lần này là kim ngạch xuất khẩu năm 2011 có thể giảm 1,4%. Xuất khẩu không tăng như kỳ vọng được giải thích bởi phần lớn hàng hóa xuất khẩu chính của Việt Nam đều sử dụng tỷ trọng các yếu tố đầu vào nhập khẩu lớn (ví dụ các ngành lương thực – nhập khẩu phân bón, thuốc trừ sâu; dệt may – nhập khẩu bông vải sợi, ngành điện tử - nhập khẩu máy móc và linh kiện, ...). Sau khi “*ảnh hưởng giá hàng nhập khẩu*” lần át, chi phí đầu vào của các ngành sản xuất hàng xuất khẩu sẽ gia tăng, giá đầu ra tăng theo và trung hòa lại tác động của giá hàng hóa nội địa cạnh tranh hơn lúc ban đầu.

Hình 4 cho thấy tác động gộp của cú sốc dương tỷ giá đến cán cân thương mại chỉ tích cực trong 8 tháng, nhưng tính chung cho cả 1 năm, cán cân thương mại không được cải thiện, thậm chí theo chiều hướng tăng nhập siêu. Cán cân thương mại gần như quay trở

lại trạng thái ban đầu sau 14 tháng điều chỉnh tỷ giá. Với những phản ứng của giá trị xuất khẩu và nhập khẩu do điều chỉnh tỷ giá như phân tích ở trên, diễn biến này của cán cân thương mại là hoàn toàn có thể hiểu được.

**Hình 4: Tác động gộp của cú sốc dương tỷ giá đến cán cân thương mại**



*Nguồn: Kết quả các mô hình của TVSC*

Như vậy, các kết quả định lượng cho thấy, trái ngược với kỳ vọng, việc điều chỉnh tăng tỷ giá lần này không có tác dụng tích cực đáng kể đến cán cân thương mại, thậm chí có thể khiến nhập siêu gia tăng trong năm 2011. Điều này cũng hàm ý, muốn giải quyết được triệt để vấn đề nhập siêu cho Việt Nam, tăng cường ổn định kinh tế vĩ mô cho nền kinh tế, điểm mấu chốt vẫn phải là thay đổi mô hình tăng trưởng và tái cơ cấu sản xuất nền kinh tế.

#### **Điều Khoản Miễn Trừ / Khuyến Cáo**

Báo cáo phân tích này do Phòng Nghiên Cứu Kinh Tế, Công ty Cổ phần Chứng khoán Trí Việt (TVSC) thực hiện. Báo cáo được lập trên cơ sở thu thập, tổng hợp, nghiên cứu từ các nguồn số liệu, thông tin đáng tin cậy và có tính chính xác cao tại thời điểm phát hành. Tuy nhiên chúng tôi không cam kết hay đảm bảo đối với tính chính xác, hoàn chỉnh của các nguồn số liệu và thông tin đó. Trong bản báo cáo có thể thể hiện quan điểm cá nhân của nhóm phân tích, chứ không phải là quan điểm của TVSC. Báo cáo phân tích này chỉ mang tính chất tham khảo, do đó TVSC không chịu trách nhiệm đối với bất cứ rủi ro nào phát sinh từ việc tham khảo hay sử dụng những thông tin trong bản báo cáo này. Chúng tôi khuyến cáo nhà đầu tư, ngoài việc tham khảo báo cáo phân tích của TVSC thì nên kết hợp với việc tìm hiểu thêm các thông tin khác trước khi ra quyết định đầu tư.

Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Trí Việt  
<http://www.tvsc.vn>

Phòng Nghiên Cứu Kinh Tế