

Bài 14: Vấn đề tỷ giá trong thẩm định dự án

Thẩm định Đầu tư Phát triển

Học kỳ Thu
2009

Đơn vị tiền tệ và tỷ giá

- ◆ Thẩm định dự án đòi hỏi ta phải ước tính giá trị ngân lưu theo một đơn vị tiền tệ thống nhất.
- ◆ Tuy nhiên, các hạng mục ảnh hưởng đến ngân lưu có thể được tính theo các đơn vị tiền tệ khác nhau. Ví dụ như các hạng mục xuất khẩu hay nhập khẩu sẽ được tính theo ngoại tệ, trong khi các hạng mục khác được tính theo nội tệ.
- ◆ Khi dự án có các hạng mục ngân lưu tính theo đơn vị tiền tệ khác nhau, thì nhà phân tích phải quyết định sử dụng một đơn vị tiền tệ thống nhất, và quy định tất cả các giá trị bằng đồng tiền khác về đơn vị tiền tệ này thông qua việc sử dụng tỷ giá hối đoái.
- ◆ Khi thẩm định về mặt tài chính, tỷ giá hối đoái áp dụng là tỷ giá sẽ được sử dụng để quy đổi trên thực tế khi triển khai dự án. Ví dụ, nếu dự án được cam kết chuyển đổi tiền tệ theo tỷ giá hối đoái chính thức của một ngân hàng thương mại thì đó chính là tỷ giá được sử dụng. Ngược lại, nếu dự án không được cam kết chuyển đổi tiền tệ theo tỷ giá chính thức thì tỷ giá sử dụng là tỷ giá trên thị trường tự do.

Tỷ giá hối đoái kỳ vọng theo PPP

- ◆ Vì việc thẩm định đòi hỏi phải ước tính ngân lưu trong suốt vòng đời của dự án nên ta cũng phải tính tỷ giá hối đoái kỳ vọng hàng năm trong suốt vòng đời này.
- ◆ Cơ sở tốt nhất để dự báo tỷ giá hối đoái trong dài hạn là nguyên tắc cân bằng sức mua (PPP): tốc độ thay đổi tỷ giá hối đoái hàng năm giữa đồng nội tệ và ngoại tệ sẽ bằng chênh lệch giữa tỷ lệ lạm phát nội tệ và tỷ lệ lạm phát ngoại tệ:

$$E_t = E_{t-1} \frac{1 + \pi_t^{VND}}{1 + \pi_t^{USD}}$$

- ◆ Trong đó, E_t là tỷ giá hối đoái kỳ vọng VND/USD vào năm t , E_{t-1} là tỷ giá hối đoái vào năm $t-1$, π_t^{VND} và π_t^{USD} là tỷ lệ lạm phát kỳ vọng của VND và USD vào năm t .
- ◆ Ví dụ, vào năm 2009, tỷ giá hối đoái E_{t-1} là 18.000 VND/USD. Tỷ lệ lạm phát kỳ vọng của VND và USD vào năm 2010 lần lượt là 6,8% và 0,8%. Sử dụng công thức PPP, ta tính được tỷ giá hối đoái kỳ vọng năm 2010 là $E_t = 18.000 * (1 + 6,8\%) / (1 + 0,8\%) = 19.071$ VND/USD.

Tỷ giá hối đoái kỳ vọng

- ◆ Khi đưa lạm phát vào mô hình tài chính, ta đã phải dự báo lạm phát đối với nội tệ và ngoại tệ trong suốt vòng đời của dự án, để rồi tính chỉ số giá hàng năm theo các đồng tiền này. Dựa trên các chỉ số giá, ta có thể tính ngay được tỷ giá hối đoái kỳ vọng cho các năm.
- ◆ Từ công thức PPP, ta có thể suy ra rằng:

$$E_t = E_0 \frac{(1 + \pi_1^{VND})(1 + \pi_2^{VND}) \dots (1 + \pi_t^{VND})}{(1 + \pi_1^{USD})(1 + \pi_2^{USD}) \dots (1 + \pi_t^{USD})}$$

- ◆ Ta biết chỉ số giá của VND và USD được tính theo công thức sau:

$$CPI_t^{VND} = (1 + \pi_1^{VND})(1 + \pi_2^{VND}) \dots (1 + \pi_t^{VND})$$

$$CPI_t^{USD} = (1 + \pi_1^{USD})(1 + \pi_2^{USD}) \dots (1 + \pi_t^{USD})$$

- ◆ Vậy, tỷ giá hối đoái kỳ vọng vào năm t sẽ bằng:

$$E_t = E_0 \frac{CPI_t^{VND}}{CPI_t^{USD}}$$

Dự án căn hộ dịch vụ cao cấp ven biển Non Nước

Năm	Lạm phát VND	Lạm phát USD	Chỉ số giá VND	Chỉ số giá USD	Tỷ giá VND/USD	
2009	0	5,70%	0,80%	1,000	1,000	18.000
2010	1	6,80%	0,80%	1,068	1,008	19.071
2011	2	7,10%	0,80%	1,144	1,016	20.263
2012	3	7,30%	0,80%	1,227	1,024	21.570
2013	4	7,60%	0,80%	1,321	1,032	23.025
2014	5	8,30%	0,80%	1,430	1,041	24.738
2015	6	8,20%	0,80%	1,547	1,049	26.554
2016	7	8,20%	0,80%	1,674	1,057	28.504
2017	8	8,20%	0,80%	1,812	1,066	30.596
2018	9	8,10%	0,80%	1,958	1,074	32.812
2019	10	8,10%	0,80%	2,117	1,083	35.189
2020	11	8,10%	0,80%	2,289	1,092	37.737
...
2031	22	6,70%	0,80%	4,812	1,192	72.693
2032	23	6,70%	0,80%	5,135	1,201	76.948
2033	24	6,70%	0,80%	5,479	1,211	81.452
2034	25	6,70%	0,80%	5,846	1,220	86.220
2035	26	6,70%	0,80%	6,238	1,230	91.266
2036	27	6,70%	0,80%	6,655	1,240	96.608

Tỷ giá hối đoái kỳ vọng trong ngắn hạn

- ◆ Đương nhiên, trong ngắn hạn biến động tỷ giá sẽ không tuân theo nguyên tắc PPP vì nó còn phụ thuộc vào nhiều yếu tố khác như cán cân thương mại và dòng vốn quốc tế.
- ◆ Nhà phân tích có thể sử dụng dự báo tỷ giá trong những năm đầu của dự án từ một nguồn có uy tín thay vì sử dụng tỷ giá kỳ vọng theo PPP.
- ◆ Ta cần lưu ý rằng khi sử dụng PPP, thì việc một hạng mục được tính theo VND hay USD sẽ không ảnh hưởng đến kết quả thẩm định tài chính vì biến động về lạm phát và tỷ giá luôn tương thích với nhau.
- ◆ Khi sử dụng dự báo tỷ giá không tuân theo PPP thì việc một hạng mục được tính theo VND hay USD có thể sẽ ảnh hưởng đến kết quả thẩm định tài chính của dự án