

Nếu các kiểm định đưa ra bằng chứng xác đáng là có sự can thiệp “quá mạnh tay” của chính phủ vào nền kinh tế và nếu như chúng ta mong muốn mở cửa thị trường tài chính nhiều hơn nữa thì cần thiết phải xem lại phương thức điều hành tỷ giá hiện nay.

Việt Nam cũng như các quốc gia đang phát triển hiện đang gặp phải tình thế tiến thoái lưỡng nan trong việc lựa chọn các mục tiêu cơ bản của chính sách kinh tế vĩ mô. Có ba mục tiêu chính sách kinh tế vĩ mô mà chúng ta theo đuổi và hướng đến là (1) tự do hóa các giao dịch vốn (2) thực thi một chính sách tiền tệ độc lập và (3) ổn định tỷ giá. Tuy nhiên, do tính loại trừ lẫn nhau nên sẽ không có bất kỳ một quốc gia nào thỏa mãn được cùng lúc 3 mục tiêu. Các quốc gia chỉ có thể đạt được 2 trong số 3 mục tiêu mà thôi.

Để thực hiện 2 trong số 3 các mục tiêu lựa chọn, có 1 trong 3 công cụ để thực thi là (1) lựa chọn cơ chế tỷ giá cố định (2) lựa chọn cơ chế tỷ giá thả nổi hoàn toàn và (3) kiểm soát vốn. Mỗi công cụ chỉ có thể đồng thời đạt được một cặp mục tiêu mà thôi.

Nói cách khác, khi con đường hội nhập tài chính là không thể tránh khỏi, chỉ còn lại 1 trong 2 “cửa” mục tiêu để có thể lựa chọn: ổn định tỷ giá hay là thực thi một chính sách tiền tệ độc lập?

Câu trả lời đã khá rõ. Ổn định tỷ giá là mục tiêu mà NHNN luôn tuân thủ tuyệt đối. Như vậy, 2 trong số 3 mục tiêu mà chúng ta lựa chọn trong thời gian qua là (1) hội nhập tài chính hoàn toàn và (2) ổn định tỷ giá. Công cụ để thực hiện 2 mục tiêu này là thực thi chính sách tỷ giá cố định.

Trong thực tế, khó có việc một quốc gia đang phát triển nào đó đặt mục tiêu hội nhập tài chính “hoàn toàn”, hoặc lựa chọn cơ chế tỷ giá cố định thả nổi hoặc cố định “hoàn toàn”. Nằm đâu đó giữa các trạng thái trên chính là con đường mà chúng ta theo đuổi: tự do hóa tài chính theo lộ trình (mục tiêu) và tỷ giá thả nổi có quản lý (công cụ).

Sự can thiệp của Chính phủ trong cơ chế tỷ giá thả nổi quản lý ở nước ta trong thời gian qua cần phải được nhận diện theo hướng chúng đã tác động đến các giao dịch vốn như thế nào. Đây chính là mục tiêu mà bài viết này nghiên cứu thông qua các bằng chứng thực nghiệm.

Nếu các kiểm định đưa ra bằng chứng xác đáng là có sự can thiệp “quá mạnh tay” của chính phủ vào nền kinh tế và nếu như chúng ta mong muốn mở cửa thị trường tài chính nhiều hơn nữa thì cần thiết phải xem

Can thiệp của Chính phủ vào tỷ giá đối với các giao dịch vốn

TS. NGUYỄN THỊ NGỌC TRANG

lại phương thức điều hành tỷ giá hiện nay.

Để có thể định lượng sự can thiệp của chính phủ, tác giả tiến hành kiểm định ngang giá lãi suất IRP giữa USD và VND và so sánh chi phí giao dịch trên thị trường VN với một thị trường chuẩn (mà tác giả chọn là Hồng Kông). Mức chênh lệch quá lớn của chi phí giao dịch trên thị trường VN sẽ cho thấy “độ lớn” mức độ can thiệp của chính phủ vào tỷ giá như thế nào.

Lệch chuẩn so với ngang giá lãi suất – Chi phí giao dịch trên thị trường VN

Lệch chuẩn trong trường hợp ngang giá lãi suất không phòng ngừa rủi ro - UIP

Ngang giá lãi suất trong trường hợp không phòng ngừa rủi ro được thể hiện bằng phương trình sau đây:

$$(i_t^k - i_t^*) - \Delta S_{t,t+k}^e = [i_t^k - i_t^* - (f_{t,t+k} - S_t)] + (f_{t,t+k} - S_{t,t+k}^e) \quad (1)$$

Tính theo logarit ta có:

$$\ln\left(\frac{1+i_t^k}{1+i_t^*}\right) - \ln\left(\frac{S_{t,t+k}^e}{S_t}\right) = \left[\ln\left(\frac{1+i_t^k}{1+i_t^*}\right) - \ln\left(\frac{f_{t,t+k}}{S_t}\right)\right] + \ln\left(\frac{f_{t,t+k}}{S_t}\right) - \ln\left(\frac{S_{t,t+k}^e}{S_t}\right)$$

Với:

- i_t^k là lãi suất đối với tài sản định danh bằng đồng nội tệ. i_t^* là lãi suất đối với tài sản định danh bằng đồng ngoại tệ. Cả hai được tính theo logarit.

- Ta có vế trái của phương trình là lệch chuẩn của UIP trên thực tế được diễn đạt theo logarit.

- $\Delta S_{t,t+k}^e = S_{t,t+k}^e - S_t$, là thay đổi kỳ vọng của tỷ giá hối đoái vào thời điểm tương lai ($t+k$) và tỷ giá hối đoái ở hiện tại (t), tính theo logarit.

- $f_{t,t+k} - S_t$ là chênh lệch giữa tỷ giá hối đoái kỳ hạn ($t+k$) so với tỷ giá giao ngay hiện tại, tính theo logarit.

- Biểu thức trong ngoặc vuông của vế bên phải phương trình chính là lệch chuẩn của ngang giá lãi suất khi không có phòng ngừa rủi ro.

- $S_{t,t+k}^e$ là tỷ giá hối đoái tương lai vào thời điểm ($t+k$).

- Biểu thức trong ngoặc đơn của vế bên phải phương trình chính là phần bù kỳ hạn hay rủi ro tỷ giá.

Lệch chuẩn đối với ngang giá lãi suất có phòng ngừa rủi ro - IRP

Phương trình (1) có thể được viết lại để diễn đạt lệch chuẩn của ngang giá lãi suất có phòng ngừa rủi ro như sau:

$$[i_t^k - i_t^{k*} - (f_{t,t+k} - S_t)] = [(i_t^k - i_t^{k*}) - \Delta S_{t+k}^e] + (f_{t,t+k} - S_{t+k}^e) \quad (2)$$

Tính theo logarit ta có:

$$\left[\ln \left(\frac{1+i_t^k}{1+i_t^{k*}} \right) - \ln \left(\frac{f_{t,t+k}}{S_t} \right) \right] = \left[\ln \left(\frac{1+i_t^k}{1+i_t^{k*}} \right) - \ln \left(\frac{S_{t+k}^e}{S_t} \right) \right] + \ln \left(\frac{f_{t,t+k}}{S_t} \right) - \ln \left(\frac{S_{t+k}^e}{S_t} \right)$$

Chúng ta thừa nhận rằng trong thị trường vốn hoàn hảo, IRP sẽ tồn tại. Nói cách khác, các lệch chuẩn đối với IRP sẽ bằng zero. Nhưng nhiều nghiên cứu thực nghiệm lại chứng minh điều ngược lại, đó là điều kiện ngang bằng lãi suất IRP ít khi tồn tại trong thế giới thực. Thậm chí ngay cả ở những quốc gia có các khu vực tài chính hoàn toàn tự do; thị trường vốn hoàn hảo và hiệu quả cao, thì IRP cũng không luôn đúng. Sở dĩ như vậy là vì tất cả các giao dịch đều phải chịu chi phí chẳng hạn như tiền hoa hồng và các khoản chi trả khác cho các công ty môi giới và ngân hàng, thời gian tìm kiếm thông tin, rủi ro quốc gia, khả năng thay đổi các phương pháp kiểm soát vốn, tiền phạt do tham gia các giao dịch bất hợp pháp v.v. Mặc dù vậy, chi phí giao dịch đặc biệt cao ở một thị trường đều thể hiện chính sách kiểm soát chặt chẽ của chính phủ lên thị trường thông qua các can thiệp vào thị trường ngoại hối và tiền tệ cùng với những bất hoàn hảo khác.

Để đánh giá mức độ can thiệp của Chính phủ vào thị trường VN như thế nào tác giả tính toán lệch chuẩn so với IRP trong một thời kỳ dài. Độ rộng của lệch chuẩn chính là chi phí giao dịch trên thị trường VN trong suốt thời kỳ này (Hình 1).

Lệch chuẩn đối với IRP có phòng ngừa rủi ro thường nằm trong một dải băng nào đó xoay quanh đường ngang giá. Trong thực tế, bề rộng của dải băng sẽ được xác định bởi: (1) lệch chuẩn khỏi UIP – tác giả gọi là rủi ro kinh doanh chênh lệch – (2) rủi ro tỷ giá và (3) chi phí giao dịch thuần.

Để đơn giản, tác giả kết hợp rủi ro kinh doanh chênh lệch và rủi ro tỷ giá lại với nhau, ký hiệu là TCr.

Chi phí giao dịch thuần ký hiệu là TCp. Như vậy, lệch chuẩn đối với IRP có thể được xem là tổng chi phí giao dịch, TC: gồm có TCr và TCp.

Tác giả tiến hành xem xét 3 loại thị trường liên quan đến giao dịch các tài sản nội tệ và tài sản bằng đồng đô la như sau:

Thị trường A đại diện cho thị trường giao dịch trong nước (onshore), trong khi thị trường B, đại diện cho thị trường giao dịch giữa VN và một nền kinh tế hải ngoại (Cross border), chẳng hạn như Mỹ. Ngoài hai thị trường trên thì ta còn xem xét thị trường C, là một thị trường được xem như là một chuẩn mực dùng để so sánh chi phí giao dịch trong mỗi thị trường A và B. Thị trường chuẩn mực có thể được chọn như là thị trường giao dịch tài sản định danh bằng USD và tài sản định danh bằng đô la Hồng Kông.

Bằng cách tính toán độ rộng của dải băng xoay quanh IRP cho mỗi thị trường A, B (ký hiệu là TCa, TCb) tác giả có thể so sánh mỗi thị trường với thị trường còn lại. Việc so sánh như vậy sẽ cho phép tác giả trả lời các câu hỏi về định lượng và thảo luận các vấn đề có liên quan thông qua việc nhận diện các thay đổi trong các chính sách tỷ giá và các nhân tố khác mà chúng có thể thay đổi trong chi phí giao dịch.

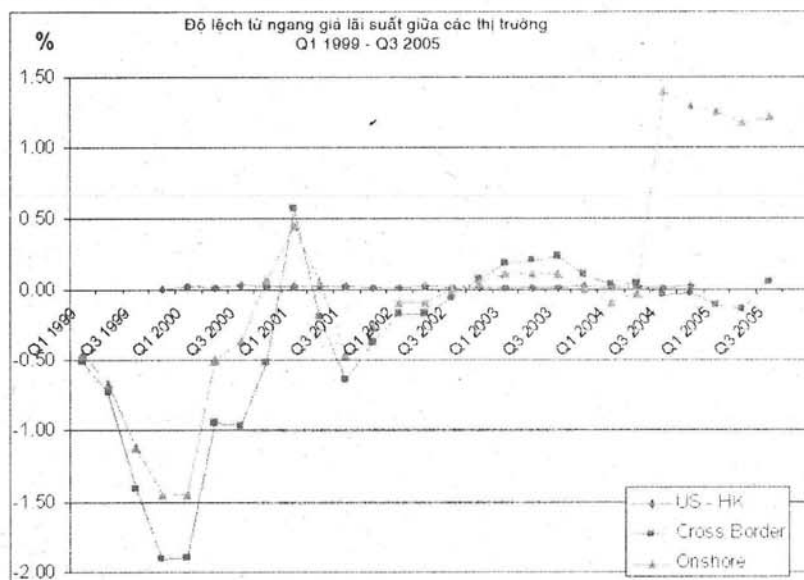
Kết quả thực nghiệm

Dựa trên những công thức ở phần trên, kết hợp với những dữ kiện đã thu thập được trong khoảng thời gian từ quý 4 năm 1999 đến quý 3 năm 2005, tác giả thiết lập bảng tính chi phí giao dịch và thể hiện trong đồ thị (hình 1).

Lệch chuẩn từ ngang giá lãi suất có phòng ngừa rủi ro – Kết quả so sánh

Phần này thể hiện các kết quả thực nghiệm về chi phí giao dịch ước tính trong 3 thị trường:

Hình 1: Lệch chuẩn khỏi ngang giá lãi suất giữa các thị trường, Q1.1999 – Q3.2005



thị trường A, B và C bằng cách sử dụng vế trái của phương trình (2) trong phần trên. Khoảng thời gian nghiên cứu thực nghiệm là từ Q1 năm 1999 đến Q3 năm 2005.

Trong mỗi thị trường A và B, dữ liệu của mẫu quan sát được dựa trên các quan sát hàng quý của tỷ giá giao ngay, tỷ giá kỳ hạn 3 tháng, lãi suất 3 tháng của tài sản định danh bằng đồng VND và lãi suất 3 tháng của tài sản định danh bằng đồng USD tại thị trường trong nước và thị trường Mỹ. Kết quả thực nghiệm khỏi IRP cho mỗi thị trường được tóm tắt trong hình 1. Phân tích này cho thấy:

- Trước hết, lệch chuẩn khỏi IRP giữa đồng đô la Hồng Kông và đồng đô la Mỹ trong thị trường C (thị trường chuẩn) dao động trong dải băng khá hẹp xoay quanh mức 0 trong suốt thời kỳ quan sát, với lệch chuẩn bình quân hàng quý chỉ khoảng 0,013%. Mức ước tính này là thấp đáng kể so với các ước tính được thực hiện trước kia, các nhà nghiên cứu Clinton (1988), Frankel (1991) đã tính toán là vào khoảng 0,13%. Do đó có thể kết luận chi phí giao dịch kết hợp với rủi ro quốc gia trong thị trường C là không đáng kể trong thời kỳ này.

- Thứ hai, nhìn chung trong suốt khoảng thời gian quan sát từ Q1.1999 đến Q3.2005 lệch chuẩn khỏi IRP trong thị trường A (thị trường Onshore) đã dao động trong dải băng rất rộng. Trong khoảng thời gian từ Q1.1999 - Q3.2000 [1]: lệch chuẩn hay chi phí giao dịch ở mức khá cao so với toàn bộ khoảng thời gian còn lại. Kết quả này hoàn toàn phù hợp với thực tế trong giai đoạn này. Trong khoảng thời gian này do nền kinh tế Mỹ phát triển rất nóng nên FED đã liên tục tăng lãi suất, mức cao nhất là 7,5%. Trong khi đó, thời gian này lãi suất VND là khá thấp, khoảng 6%, cộng với tỷ giá VND/USD hầu như không dao động cho nên đã khuyến khích dòng vốn (ngắn hạn) chảy từ trong nước ra nước ngoài. Điều này đã tạo ra sức ép NHNN gia tăng lãi suất VND. Những gia tăng liên tục trong lãi suất VND từ đó cho đến nay đã làm cho kinh doanh chênh lệch xuất hiện theo chiều ngược lại so với trước đây. Kết quả là chi phí giao dịch từ cuối năm 2000 cho đến 2004 ngày càng có xu hướng hẹp dần, dao động nhẹ với mức bình quân khoảng 0,1% (nhưng luôn cao hơn so với biên độ dao động của chi phí giao dịch trên thị trường chuẩn).

Tuy nhiên bắt đầu từ Q3-2004 cho đến nay, có hai xu hướng mới diễn ra trên thị trường A và thị trường B.

Trên thị trường A, kết quả thực nghiệm phát hiện ra các nhà kinh doanh và cư dân dịch chuyển mạnh việc chuyển từ các khoản ký gửi bằng USD sang VND. Lý do là trong khoảng thời gian này các NHTM trong nước đua nhau tăng lãi suất VND lên đến mức khá cao, trong khi lãi suất USD ít có sự thay đổi.

Cũng trong khoảng thời gian này trên thị trường B,

lãi suất bằng VND tuy cao hơn với lãi suất USD trên thị trường quốc tế nhưng do đồng USD liên tục tăng giá (khoảng 15% so với EUR), nên NHNN và các NHTM đã đem ký gửi các khoản dự trữ ngoại hối của mình ra thị trường quốc tế. Trên thực tế, dòng vốn ra trên thị trường B là không có gì đáng ngại do chúng chỉ phản ánh các khoản ký gửi ngắn hạn của NHNN và các NHTM ra nước ngoài mà thôi.

Kết quả sự khác biệt này có vẻ như là từ tác động nỗ lực của Chính phủ trong việc khuyến khích dòng vốn ra mà không khuyến khích dòng vốn vào trong khoảng thời gian này. Những cố gắng như vậy đã dẫn đến xu hướng thiếu hụt nguồn vốn cho nền kinh tế quốc nội mà lẽ ra nguồn vốn này đã có thể được đáp ứng trong điều kiện không có kiểm soát vốn. Về mặt lý thuyết, sự thiếu hụt này sẽ tạo một áp lực lên lãi suất trong nước.

Tuy nhiên trường hợp này là không xảy ra đối với VN bởi vì trong khoảng thời gian này chính phủ VN kiểm soát rất chặt các khoản đầu tư ra nước ngoài chẳng những trên cán cân vãng lai mà còn trên tài khoản vốn. Do đó gần như những thay đổi trong lệch chuẩn khỏi IRP chính là sự phản ánh của các thay đổi chi phí phát sinh do rủi ro quốc gia trong quá trình kiểm soát vốn.

Mặc dù biến động chi phí giao dịch trên thị trường A và B trong thời gian qua là cùng chiều với nhau nhưng về mức độ tuyệt đối thì thị trường B thường lớn hơn thị trường A. Điều này ngụ ý rằng chi phí giao dịch trên thị trường B lớn hơn chi phí giao dịch trên thị trường A. Sự khác biệt cho thấy khi kinh doanh ngoại tệ trên thị trường quốc tế thì các thành phần tham gia thị trường phải gánh chịu thêm một khoản chi phí bổ sung, với khoảng cách biến động từ mức thấp nhất đến mức cao nhất là 0,75%, chi phí bình quân là 0,17%.

Kết luận

Độ lớn tác động từ thay đổi trong chính sách tỷ giá và các biện pháp kiểm soát vốn là đáng kể. Tuy có giảm dần theo thời gian để phản ánh sự và nhất quán trong chủ trương điều hành tỷ giá linh hoạt và nới lỏng từng bước các biện pháp kiểm soát vốn của Chính phủ, nhưng độ lớn này vẫn còn rất cao so với thị trường chuẩn. Và điều này cho thấy chính sách tỷ giá trong thời gian qua đã tạo ra những lực cản đến việc hội nhập sâu rộng vào thị trường tài chính quốc tế của VN■

Chú thích

[1] Trong giai đoạn này, theo quy chế quản lý ngoại hối hiện hành, chỉ có các ngân hàng thương mại và một số tổ chức kinh tế mới được phép có tài khoản ngoại tệ tại nước ngoài. Tuy nhiên số dư ngoại tệ từ tổ chức kinh tế gởi ở nước ngoài là không đáng kể do phải tuân thủ quy định quản lý ngoại hối (khí số dư tài khoản trên mức quy định các DN phải chuyển ngoại tệ về nước). Mặc dù vậy theo số liệu từ ngân hàng thanh toán quốc tế BIS cho thấy ngoại tệ của các tổ chức và cá nhân VN gửi tại ngân hàng nước ngoài tăng từ 24 triệu USD lên 130 triệu USD vào cuối năm 2000.