

Nếu tỷ giá vượt quá các mức này thì quyền chọn sẽ không còn giá trị. Những rào cản này sẽ làm nản lòng các nhà đầu cơ và do đó giảm đi đáng kể tính bất ổn do NHTW mở rộng biên độ dao động tỷ giá

Chế độ tỷ giá trong thời kỳ hội nhập và tính chuyển đổi của đồng Việt Nam.

Để kết thúc bài viết này, chúng tôi cho rằng, cho đến thời điểm năm 2003 là năm bản lề thực hiện AFTA và hội nhập kinh tế quốc tế, là năm mà các chỉ số kinh tế vĩ mô của Việt Nam luôn luôn ổn định thì việc điều hành chính sách tỷ giá theo hướng linh hoạt hơn, cởi mở hơn và quan trọng hơn là hòa mình vào xu hướng điều hành tỷ giá linh hoạt chung của thế giới là một xu thế nghiêm túc và đúng đắn mà chính phủ cần phải nghiên cứu và gấp rút triển khai. Tất nhiên là không có một chính sách tỷ giá tối ưu cho bất kỳ quốc gia nào nhưng một chính sách điều hành tỷ giá theo kiểu an toàn là trên hết một cách không cần thiết như hiện nay là khó có thể chấp nhận được. NHTW có thể có một lựa chọn khác với những đề xuất của chúng tôi trong bài viết này bởi đây cũng là lẽ đương nhiên. Nhưng có một điều chắc chắn rằng việc điều hành chính sách tỷ giá quá mang nặng tính hành chính như hiện nay là khó có cơ sở để biện minh bởi lẽ hội nhập kinh tế phải gắn liền với hội nhập tỷ giá, phù hợp với các chỉ số kinh tế vĩ mô và lộ trình thực hiện các cam kết với các tổ chức quốc tế. Bài học kinh nghiệm từ vụ kiện cá Ba Sa vẫn đáng để cho chúng ta suy nghĩ. Chúng ta cho rằng Bộ thương mại Mỹ đã cố tình áp đặt tính không chuyển đổi của VND trên tài khoản vãng lai để kết luận rằng Việt Nam không có nền kinh tế thị trường. Cho dù chúng ta có tự do hoá thể nào đi chăng nữa trên tài khoản vãng lai nhưng chế độ tỷ giá vẫn không phản ánh các quan hệ cung cầu thị trường như hiện nay thì khó có thể bàn đến tính chuyển đổi đồng Việt Nam trong tương lai. Mong muốn của chính phủ về một triển vọng trong tương lai đồng Việt Nam chuyển đổi được không thể tách rời khỏi phương thức điều hành chính sách tỷ giá hiện tại ■

Xử lý mối quan hệ giữa lãi suất và tỷ giá

Thạc sĩ ĐẶNG THỊ NGỌC LAN



Lý thuyết ngang giá lãi suất

Mối quan hệ giữa lãi suất trên thị trường tiền tệ với tỷ giá trên thị trường hối đoái sẽ được hiểu rõ thông qua việc nghiên cứu hiệu ứng Fisher quốc tế (International Fisher Effect) và lý thuyết ngang giá lãi suất. Hai lý thuyết này khác nhau ở các hàm ý. Lý thuyết ngang giá lãi suất chú ý luận giải vì sao tỷ giá kỳ hạn khác với tỷ giá giao ngay và mức độ chênh lệch sẽ có. Lý thuyết này liên quan đến một thời điểm nhất định (tỷ giá kỳ hạn), khẳng định tỷ giá hối đoái chịu ảnh hưởng sự sai biệt trong lãi suất. Theo lý thuyết ngang giá về lãi suất, đồng tiền của một quốc gia nào đó có lãi suất thấp hơn thì nhất định sẽ là bù kỳ hạn cho hợp đồng kỳ hạn đối với đồng tiền của một quốc gia nọ có lãi suất cao hơn. Nói cách khác, trừ kỳ hạn hoặc bù kỳ hạn trên giá kỳ hạn là xấp xỉ tương đương với chênh lệch lãi suất giữa hai đồng tiền. Ngược lại, hiệu ứng Fisher quốc tế chú trọng đến

việc tỷ giá giao ngay của một đồng tiền sẽ thay đổi theo thời gian, khẳng định rằng tỷ giá giao ngay sẽ thay đổi theo chênh lệch lãi suất giữa hai nước.

Từ phân tích theo lý thuyết ngang giá lãi suất và hiệu ứng Fisher quốc tế, có thể thấy rằng lãi suất là công cụ giúp các nhà quản trị tài chính dự đoán và xác định tỷ giá trong tương lai để hoạch định chiến lược phòng chống rủi ro và chiến lược kinh doanh hiệu quả. Lãi suất đóng vai trò quan trọng trên thị trường hối đoái bởi vì các khoản tiền gửi lớn được buôn bán tại đó đều được trả lãi, mỗi khoản có một lãi suất, tùy theo đồng tiền mà nó được định danh.

Lợi tức của các khoản tiền gửi được mua bán trên thị trường hối đoái phụ thuộc vào lãi suất và các thay đổi dự kiến của tỷ giá hối đoái.

Sự cân bằng thị trường hối đoái đòi hỏi sự ngang bằng về tiền lãi, điều kiện mà theo đó lợi tức dự kiến của các khoản tiền gửi của hai loại tiền bất kỳ là tương

đương thì được đo bằng một loại tiền (nghĩa là đo bằng các đơn vị có thể so sánh với nhau được). Chỉ khi tất cả các tỷ suất lợi tức dự kiến đều bằng nhau, tức là khi đó điều kiện ngang bằng tiền lãi, thì sẽ không có tình trạng dư cung về một số dạng tiền gửi nào đó và cũng không có tình trạng dư cầu về một số loại tiền gửi khác. Thị trường hối đoái sẽ cân bằng khi không một loại tiền gửi nào ở trong tình trạng dư cầu hoặc dư cung. Do vậy, có thể nói rằng thị trường hối đoái sẽ cân bằng khi có điều kiện ngang bằng về tiền lãi.

Khi phân tích lãi suất tác động đến tỷ giá, chúng ta dựa trên nguyên tắc ceteris paribus, nghĩa là khi nghiên cứu tác động của một nhân tố thì chúng ta cố định các nhân tố khác. Đó là cách làm để đơn giản hóa việc phân tích. Tuy nhiên, các yếu tố có tác động lẫn nhau, vì vậy ảnh hưởng đồng thời của chúng đối với vấn đề nghiên cứu rất phức tạp. Phân tích hối quy thường được sử dụng để đánh giá ảnh hưởng đã qua của một hay nhiều yếu tố đối với đối tượng nghiên cứu. Điều này hàm ý là sự thay đổi về tỷ giá hối đoái tương lai phụ thuộc vào nhiều yếu tố thay vì chỉ phụ thuộc vào lãi suất. Do đó, trong khi lý thuyết ngang bằng tiền lãi có vẻ hợp lý, thực tế không luôn luôn xảy ra như vậy. Các ảnh hưởng khác có thể bù trừ các ảnh hưởng của một nhân tố nào đó. Dù sao chăng nữa, lý thuyết ngang bằng tiền lãi có tầm quan trọng đến độ cho phép người ta dùng nó để khái quát ảnh hưởng của các nhân tố đến việc thay đổi dự kiến của tỷ giá.

Khi nghiên cứu phân tích, chúng ta thường né tránh các vấn đề phức tạp có liên quan đến nội dung nghiên cứu bằng cách giả định "nếu mọi điều kiện khác đều như nhau", tuy nhiên khi xem xét các trường hợp cụ thể, thì thấy rằng "mọi điều kiện khác" thường không như nhau. Trong thực tế, tỷ giá thị trường thường lệch khỏi tỷ giá được hình thành trên cơ sở ngang bằng lãi suất, bởi lẽ trạng thái cân bằng lãi suất của tỷ giá chỉ tồn tại trong một số điều kiện nhất định như chu chuyển vốn trên thị trường tài chính phải hoàn toàn tự do, chi phí giao dịch bằng không (0), rủi ro trong đầu tư vào các tài sản tài chính bằng nhau... Trong các nền kinh tế, các điều kiện này rất khó tồn tại như nhau làm cho mối quan hệ ngang

giá lãi suất không thể được duy trì chính xác mọi lúc, mọi nơi. Cho dù ngang bằng lãi suất có thể không được duy trì trong thực tế, thì nó vẫn có thể đóng một vai trò hữu ích trong phân tích kinh tế. Thứ nhất, người ta có thể sử dụng tỷ giá xác định theo ngang bằng lãi suất như là chuẩn để quyết định xem đồng tiền của một nước là dưới giá hay quá giá so với đồng tiền khác. Thứ hai, người ta có thể thường xuyên làm những so sánh quốc tế có ý nghĩa các số liệu kinh tế, sử dụng tỷ giá xác định theo ngang bằng lãi suất hơn là tỷ giá do thị trường xác định.

Những điều kiện diễn giải trên cho thấy rằng, sự thay đổi trong tỷ giá hối đoái dự kiến trong tương lai phụ thuộc vào các nguyên nhân kinh tế của sự thay đổi về lãi suất. Chúng ta thấy các tỷ giá hối đoái luôn luôn điều chỉnh để duy trì sự ngang bằng tiền lãi. Làm thế nào để điều chỉnh tỷ giá hối đoái? Để trả lời câu hỏi này, chúng ta sẽ so sánh các mối quan hệ có khả năng khác nhau giữa lãi suất và tỷ giá hối đoái dự kiến trong tương lai và việc tỷ giá hối đoái sẽ được sử dụng thế nào cùng với lãi suất để tính ra các tỷ suất lợi tức có thể so sánh được.

Tỷ giá hối đoái được xác định tại thị trường ngoại hối. Thị trường hối đoái sẽ cân bằng khi các khoản tiền gửi của mọi loại tiền đều có một tỷ suất lợi tức dự kiến như nhau, điều kiện mà theo đó những người nắm giữ các khoản tiền gửi ngoại tệ tiềm năng sẽ coi các khoản tiền này như những tài sản được mong muốn như nhau, sẵn sàng nắm giữ tất cả các nguồn cung ứng tiền gửi hiện có của mọi đồng tiền. Nói cách khác, một tỷ giá hối đoái ổn định được thị trường sẽ là một tỷ giá khiến cho những người tham gia thị trường bằng lòng nắm giữ các nguồn cung ứng hiện có về các khoản tiền gửi bằng tất cả các đồng tiền. Như vậy, tỷ giá cân bằng được xác định theo nhu cầu đối với ngoại tệ.

Vì tỷ giá hối đoái là giá tương đối của hai tài sản, nên hợp lý nhất là coi chúng như một loại giá tài sản. Nguyên lý cơ bản của việc định giá tài sản là ở chỗ giá trị hiện tại của tài sản, phụ thuộc vào sức mua tương lai dự kiến của chúng. Khi đánh giá tài sản, người tiết kiệm xem xét tỷ suất lợi tức dự kiến mà tài sản đó mang lại, tức là tỷ suất mà theo đó giá trị của một khoản đầu tư vào tài sản dự kiến sẽ tăng lên qua một thời gian.

Công cụ điều chỉnh tỷ giá

Lãi suất là công cụ được các ngân hàng trung ương sử dụng để điều chỉnh tỷ giá hối đoái trên thị trường, điều chỉnh giá trị đối ngoại của nội tệ. Chính sách lãi suất cao có xu hướng hỗ trợ sự lên giá của nội tệ, bởi vì nó hấp dẫn các luồng vốn nước ngoài chảy vào trong nước, nếu lãi suất trong nước cao hơn so với lãi suất nước ngoài hay lãi suất ngoại tệ sẽ dẫn đến những dòng vốn chảy vào hay sẽ làm chuyển lượng hóa ngoại tệ trong nền kinh tế sang đồng nội tệ để hưởng lãi suất cao hơn. Điều này làm cho tăng cung ngoại tệ trên thị trường (cũng có nghĩa làm tăng cầu đối với đồng nội tệ), từ đó đồng ngoại tệ sẽ có xu hướng giảm giá trên thị trường, hay đồng nội tệ sẽ tăng giá. Trong trường hợp ngược lại, nếu lãi suất trong nước thấp hơn so với lãi suất nước ngoài hay lãi suất ngoại tệ, đồng ngoại tệ có xu hướng tăng giá trên thị trường hay đồng nội tệ sẽ giảm giá.

Về cơ bản, những trình bày trên đây chỉ đúng với các nền kinh tế mở (open economy), nơi có đồng tiền chuyển đổi và tự do lưu chuyển vốn. Về mặt lý thuyết, nếu lãi suất nước ngoài cao hơn, thì dẫn đến xuất khẩu tiền tệ, và trong trường hợp ngược lại, là nhập khẩu tiền tệ. Thực chất, những khác biệt về lãi suất chỉ dẫn tới sự chuyển đổi vốn, và kết quả là dẫn tới sự thay đổi về tỷ giá, nếu dự đoán về lợi nhuận, lãi suất thu được do đầu tư tiền tệ không được đảm bảo hay do việc nhân tín dụng bằng ngoại tệ không cân bằng, bởi những mất mát về tỷ giá. Một khi còn tồn tại những mối lo ngại như vậy, thì ngay cả khi có sự khác biệt lớn về lãi suất cũng không thể dẫn tới sự chuyển đổi vốn đến mức giảm lãi suất.

Dự đoán về một quá trình phát triển tỷ giá đảo ngược để dẫn tới chênh lệch về lãi suất thường xuất hiện khi xem xét lãi suất danh nghĩa của một đồng tiền chứ không phải là lãi suất thực, tức là khi chiết trừ tỷ lệ lạm phát thì đồng tiền với lãi suất danh nghĩa thấp lại có lãi suất thực cao hơn và ngược lại. Thí dụ, đồng tiền A có lãi suất 10%/năm và tỷ lệ tăng giá là 9%/năm; đồng tiền B có lãi suất là 8%/năm và tỷ lệ lạm phát là 5%/năm, như vậy lãi suất danh nghĩa của đồng tiền A cao hơn của đồng tiền B là 2%/năm, nhưng lãi suất thực thì ngược lại, lãi suất của đồng tiền B lại cao hơn so

với đồng tiền A là 2%/năm. Theo cách phân tích này, chỉ có lãi suất thực mới tạo ra được sự nhập vốn; ngược lại, khi đồng tiền có lãi suất thực thấp thì sẽ dẫn tới hiện tượng nhận tín dụng, bởi vì người ta hy vọng rằng, khi thanh toán tín dụng người ta chỉ cần phải chi phí ít đơn vị nội tệ để mua lại số ngoại tệ đã vay, thậm chí còn ít hơn cả khi chưa trao đổi giá trị tín dụng.

Ở các nước có nền kinh tế thị trường phát triển, mức lãi suất cao là công cụ để chống lạm phát và nó thường được sử dụng để đáp ứng yêu cầu can thiệp vào nền kinh tế. Ngoài ra, chính sách lãi suất còn được sử dụng vào mục đích điều chỉnh giá trị đối ngoại của nội tệ. Phương pháp dùng lãi suất tái chiết khấu để điều chỉnh tỷ giá hối đoái có thể nói là phương pháp thường được sử dụng với mong muốn có những thay đổi cấp thời về tỷ giá. Cơ chế tác động của công cụ này đến tỷ giá hối đoái như sau: Trong thế cân bằng ban đầu của cung cầu ngoại tệ trên thị trường, khi lãi suất tái chiết khấu thay đổi, sẽ kéo theo sự thay đổi cùng chiều của lãi suất trên thị trường. Từ đó, tác động đến xu hướng dịch chuyển của các dòng vốn quốc tế làm thay đổi tài khoản vốn (trong cán cân thanh toán quốc tế) hoặc ít nhất cũng làm những người sở hữu vốn trong nước chuyển đổi đồng vốn của mình sang đồng tiền có lãi suất cao hơn để thu lợi và làm thay đổi tỷ giá hối đoái. Cụ thể, nếu lãi suất tăng sẽ dẫn đến xu hướng là một đồng vốn vay ngắn hạn trên thị trường thế giới sẽ đổ vào trong nước và những người sở hữu vốn ngoại tệ trong nước sẽ có khuynh hướng chuyển đổi đồng ngoại tệ của mình sang nội tệ để thu lãi cao hơn. Kết quả là tỷ giá giảm (đồng nội tệ tăng). Trong trường hợp ngược lại, nếu muốn tỷ giá tăng thì sẽ giảm lãi suất tái chiết khấu.

Những hạn chế

Tuy nhiên, cách làm này cũng có những hạn chế nhất định, bởi lẽ lãi suất và tỷ giá chỉ có mối quan hệ tác động qua lại lẫn nhau một cách gián tiếp, chứ không phải là mối quan hệ trực tiếp và nhân quả. Các yếu tố để hình thành lãi suất và tỷ giá không giống nhau. Lãi suất biến động do tác động của quan hệ cung cầu của vốn cho vay. Lãi suất có thể biến động trong phạm vi tỷ suất lợi nhuận

binh quân và trong một tình hình đặc biệt, có thể vượt quá tỷ suất lợi nhuận bình quân. Còn tỷ giá hối đoái thì do quan hệ cung cầu về ngoại hối quyết định, mà quan hệ này lại do tình hình của cán cân thanh toán dự thừa hay thiếu hụt quyết định. Như vậy là nhân tố hình thành lãi suất và tỷ giá không giống nhau, do đó biến động của lãi suất (lên cao chẳng hạn) không nhất thiết đưa đến tỷ giá hối đoái biến động theo (hạ xuống chẳng hạn). Lãi suất lên cao có thể thu hút vốn ngắn hạn của nước ngoài chạy vào, nhưng khi tình hình chính trị, kinh tế và tiền tệ trong nước không ổn định, thì không nhất thiết thực hiện được, bởi vì với vốn nước ngoài, vấn đề lúc đó lại đặt ra trước tiên là sự đảm bảo an toàn cho số vốn chứ không phải là vấn đề thu hút được lãi nhiều. Để minh họa vấn đề này, có thể sử dụng hai ví dụ điển hình trong lịch sử.

Một là, trước thế chiến 2, Anh là một trong những nước điển hình về việc sử dụng lãi suất chiết khấu để can thiệp vào thị trường hối đoái và đã thu được nhiều kết quả đáng kể, do nền kinh tế và tiền tệ nước Anh lúc đó khá ổn định.

Hai là, có thể lấy cuộc khủng hoảng USD thời kỳ 1971-1973 làm ví dụ. Tổng thống Mỹ Nixon, đã phải áp dụng những biện pháp khẩn cấp để cứu nguy cho USD bằng cách tăng lãi suất chiết khấu lên rất cao để thu hút vốn ngắn hạn trên thị trường tiền tệ quốc tế. Vào lúc này, mặc dù lãi suất trên thị trường New York cao gấp rưỡi thị trường London, gấp 3 lần thị trường Frankfurt, nhưng vốn ngắn hạn cũng không được chuyển vào Mỹ mà lại đưa đến Tây Đức và Nhật Bản, dù rằng các nước này thực hiện chính sách lãi suất thấp, vì lúc đó USD đang đứng bên bờ của nguy cơ mất giá.

Như vậy, chính sách lãi suất chiết khấu cũng chỉ có ảnh hưởng nhất định và có giới hạn đối với tỷ giá hối đoái, bởi vì giữa tỷ giá và lãi suất chỉ có quan hệ logic chứ không phải quan hệ nhân quả, lãi suất không phải là nhân tố duy nhất quyết định sự vận động vốn giữa các nước. Tuy nhiên, không nên hoàn toàn coi thường chính sách chiết khấu. Nếu tình hình tiền tệ của các nước đều đại thể như nhau, thì phương hướng đầu tư ngắn hạn vẫn hướng vào những nước có lãi suất cao. Do vậy, hiện nay chính sách lãi suất chiết khấu vẫn có ý nghĩa của nó.

Đồng thời, can thiệp vào tỷ giá là phải có một thị trường vốn (nhất là thị trường vốn ngắn hạn) đủ mạnh, tự do và linh hoạt: tài khoản vốn đã được mở cửa.

Quan hệ biện chứng

Lãi suất và tỷ giá là hai yếu tố nhạy cảm trong nền kinh tế và là các công cụ hữu hiệu của chính sách tiền tệ. Lãi suất và tỷ giá luôn có mối quan hệ chặt chẽ với nhau, ảnh hưởng lẫn nhau và cùng tác động lên các hoạch định của nền kinh tế. Sự khập khiễng giữa chính sách lãi suất và tỷ giá có thể gây ra những hậu quả bất lợi như: nội tệ bị mất giá gây nguy cơ lạm phát "chảy máu" ngoại tệ, đầu cơ tiền tệ, hạn chế nguồn vốn đầu tư nước ngoài... Vì vậy, trong quản lý vĩ mô chính sách lãi suất và tỷ giá phải được xử lý một cách đồng bộ và phù hợp với thực trạng của nền kinh tế trong từng thời kỳ nhất định.

Điều hành và xử lý mối quan hệ giữa lãi suất và tỷ giá là một kỹ thuật vi diệu, vì rằng hai biến số này bị tác động bởi nhiều yếu tố như tình hình xuất, nhập khẩu, lạm phát, đầu tư nước ngoài, chính sách, kinh tế, tài chính của chính phủ, các yếu tố tâm lý... Trong quá trình vận hành hai biến số này tác động ngược lại nhằm thúc đẩy hoặc kiềm chế sự phát triển của các yếu tố trên các yếu tố tác động đến quá trình hình thành và lãi suất và tỷ giá là kết quả hàng loạt quá trình tương tác khác nhau. Vai trò, phương thức, cường độ của từng yếu tố lại phụ thuộc vào môi trường, hoàn cảnh cụ thể của mỗi nước và thay đổi theo từng giai đoạn phát triển. Như vậy, sự thay đổi của lãi suất và tỷ giá tùy thuộc rất nhiều yếu tố, các yếu tố lại thường đan xen vào nhau và tùy thuộc lẫn nhau ở một thời điểm cụ thể, tình hình cụ thể, sẽ có yếu tố nổi bật là nguyên nhân làm thay đổi lãi suất và tỷ giá và cũng có yếu tố trở thành hệ quả của sự thay đổi lãi suất và tỷ giá. Chính mối quan hệ biện chứng này làm cho việc điều hành và xử lý mối quan hệ giữa lãi suất và tỷ giá trở nên khó khăn, phức tạp. Vai trò của lãi suất và tỷ giá như là những công cụ tích cực trong phát triển kinh tế, đồng thời là những công cụ kềm hãm của chính sự phát triển ấy, tùy thuộc vào sự khôn ngoan hay vụng về trong việc sử dụng chúng ■