

Có lẽ không cần thiết phải chứng minh rằng, việc lựa chọn chế độ tỷ giá nào cũng sẽ không làm mất đi sự can thiệp của chính phủ trên thị trường hối đoái. Phần lớn các chính sách của chính phủ đều tác động tới tỷ giá hối đoái, và ít khi chính phủ thực hiện các chính sách mà lại không xem xét tới những tác động của chúng đối với tỷ giá hối đoái. Các chính phủ có thể nỗ lực tác động đến tỷ giá nhằm gây ảnh hưởng đến điều kiện kinh tế hoặc có thể can thiệp vào thị trường hối đoái để tránh đồng tiền nước họ không đi quá xa theo một hướng nào đó.

### Mục đích quản lý tỷ giá

Mỗi nước có một cơ quan chính phủ có thể can thiệp vào các thị trường hối đoái. Thông thường đó là ngân hàng trung ương (NHTU), dù ngân hàng trung ương có nhiều nhiệm vụ khác ngoài việc can thiệp vào thị trường hối đoái. Ngân hàng trung ương quản lý các tỷ giá trên thị trường hối đoái nhằm các mục đích sau:

1. Làm dịu bớt các biến động tỷ giá theo cách nhìn có lợi của NHTU. Nếu có sự lo ngại nền kinh tế sẽ bị ảnh hưởng của các biến động đột ngột trong giá trị đồng nội tệ, NHTU có thể cố gắng làm dịu bớt các biến động tiền tệ qua thời gian, điều đó có thể giúp chu kỳ kinh doanh ít thay đổi, có thể làm giảm bớt sự lo lắng trong thị trường tài chính và hoạt động đầu cơ, từ đó ngăn chặn giá trị của một đồng tiền rơi tự do.

2. Thiết lập các biên độ tỷ giá hối đoái ẩn nhằm điều chỉnh hướng biến động của thị trường. Một vài NHTU nỗ lực duy trì tỷ giá đồng nội tệ trong vòng các biên độ không chính thức (hay ẩn) bằng cách can thiệp để không xảy ra giá trị đồng nội tệ tụt dưới mức hay tăng trên mức chuẩn nào đó. Nói cách khác, NHTU có thể đã thiết lập các giới hạn ẩn cho đồng nội tệ. Tuy nhiên, ngay cả khi có các giới hạn ẩn, các giới hạn này cũng sẽ điều chỉnh qua thời gian, bởi vì đồng nội tệ yếu hay rất mạnh sẽ dễ được chấp nhận ở thời kỳ này hơn là thời kỳ khác. Đồng nội tệ yếu hoặc đồng nội tệ mạnh đều có ảnh hưởng đến nền kinh tế đất nước.

Một đồng nội tệ tụt dưới có thể làm giảm mức thất nghiệp, kích thích nền kinh tế nước nhà, nhưng lại đẩy tỷ lệ lạm phát cao hơn. Đồng nội tệ yếu có

thể kích thích nhu cầu của nước ngoài đối với sản phẩm của nước mình, đưa đến việc tăng xuất khẩu và tăng số lượng việc làm của đất nước, đồng thời có thể làm giảm nhập khẩu của nước mình. Trong khi đồng nội tệ yếu có thể làm giảm mức thất nghiệp trong nước, nó có thể đưa đến lạm phát cao hơn do việc giảm giá đồng nội tệ làm cho hàng hóa từ các nước nhập vào với giá cao, vì vậy các doanh nghiệp trong nước có thể tăng giá hàng của mình mà không sợ các nhà sản xuất ngoại quốc cạnh tranh.

xuất tăng giá sản phẩm của mình và buộc nhà sản xuất sa thải công nhân vì sản xuất giảm sút, người tiêu dùng thích mua hàng hóa ngoại quốc với giá rẻ hơn. Đồng nội tệ mạnh tạo áp lực giảm lạm phát do giá nguyên vật liệu nhập khẩu giảm, các doanh nghiệp trong nước phải hạ giá bán sản phẩm và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, và điều này lại tạo áp lực tăng giá đồng nội tệ.

Giá trị lý tưởng của một đồng tiền tùy thuộc vào quan điểm của nước đó và của các nhà quản lý có liên quan đến

# Sự can thiệp của chính phủ trên thị trường ngoại hối

PGS.TS.LÊ VĂN TƯ

**Can thiệp trên thị trường hối đoái bằng tỷ giá là công cụ nhạy cảm có sẵn trong tay chính phủ để khắc phục những vấn đề của nền kinh tế. Tuy nhiên, cần nhận thấy rằng sự không ổn định của tỷ giá chỉ có thể là do chính sách kinh tế vĩ mô của quốc gia không ổn định, do đó công cụ tốt nhất để hạn chế sự biến động của tỷ giá là phải ổn định chính sách kinh tế của quốc gia, chứ không phải thông qua sự can thiệp trên thị trường hối đoái**

Đồng nội tệ yếu tạo áp lực tăng tỷ lệ lạm phát và tỷ lệ lạm phát cao lại tạo áp lực giảm giá nội tệ.

Một đồng nội tệ mạnh có thể làm giảm lạm phát nhưng lại tạo thất nghiệp cao hơn, vì đồng nội tệ mạnh có thể khuyến khích người tiêu dùng và các doanh nghiệp của nước đó mua hàng hóa từ các nước khác do giá cả hàng hóa ngoại quốc hấp dẫn hơn. Trường hợp này đã làm tăng cạnh tranh của hàng hóa nước ngoài và buộc các nhà sản xuất nội địa không được tăng giá hàng. Vì vậy, có thể dự kiến tỷ lệ lạm phát chung của một nước sẽ thấp trong trường hợp đồng tiền nước này tăng giá, nếu các điều kiện khác bằng nhau. Trường hợp này sẽ ngăn cản nhà sản

những quyết định này. Một đồng tiền mạnh hay yếu chỉ là một trong nhiều yếu tố tác động đến các điều kiện kinh tế của một nước, còn có các yếu tố khác hơn, ngoài sức mạnh của đồng nội tệ, cũng tác động đến thất nghiệp và lạm phát. Tương tự, các yếu tố, ngoài tỷ lệ thất nghiệp hay lạm phát, cũng ảnh hưởng đến sức mạnh của một đồng tiền.

3. Ứng phó với các xáo trộn tạm thời. Trong một số trường hợp, NHTU có thể can thiệp để cố lập giá trị của một đồng tiền khỏi xáo trộn tạm thời. Thí dụ, tin giá dầu hỏa sẽ tăng có thể dẫn đến dự đoán giá trị đồng yên Nhật sẽ giảm trong tương lai do Nhật chuyển đổi đồng yên sang USD để mua dầu hỏa của các nước xuất khẩu dầu. Các

nhà đầu cơ thị trường hối đoái có thể đối đồng yên lấy USD dự phòng cho sự giảm giá này. Vì vậy chính phủ Nhật có thể can thiệp để bù trừ áp lực giảm giá tức thời, của đồng yên do các giao dịch thị trường.

### Tác động của tỷ giá đối với giá chứng khoán

Chính phủ cũng có thể xem xét tác động của tỷ giá đối với giá chứng khoán. Do các dao động trong tỷ giá ảnh hưởng đến lãi suất nên nó cũng ảnh hưởng đến giá chứng khoán mua bán trên các thị trường. Tác động cụ thể tùy thuộc vào loại chứng khoán được mua bán, nhưng có thể nêu vài khái quát về tác động của tỷ giá đối với trái phiếu và cổ phiếu.

-Tác động đối với giá trái phiếu: Nếu các điều kiện khác bằng nhau, đồng nội tệ yếu rất có thể làm tăng dự đoán về lạm phát: mức cầu các nguồn vốn vay tăng, mức cung các nguồn vốn vay giảm và lãi suất thị trường tăng. Lãi suất thị trường tăng làm cho lợi tức từ các trái phiếu hiện hữu tăng, giá trái phiếu giảm. Những người nắm giữ trái phiếu dự đoán đồng nội tệ giảm giá sẽ không muốn giữ trái phiếu, vì giá trị thị trường của trái phiếu giảm nếu đồng nội tệ yếu làm cho lãi suất tăng bởi vì các nhà đầu tư yêu cầu một tỷ suất sinh lợi cao hơn để bù đắp rủi ro do lạm phát. Kết quả có thể là một khoản bán ròng các trái phiếu ngay tức khắc và sẽ tạo áp lực làm giảm giá trái phiếu hơn nữa.

-Tác động đối với giá cổ phiếu: Tỷ giá có thể ảnh hưởng đến giá cổ phiếu vì nhiều lý do. Trước hết các cổ phiếu của các doanh nghiệp nội địa có thể chịu tác động của các nhà đầu tư nước ngoài sử dụng cổ phiếu nội địa như một phương tiện để kiếm lời từ đầu cơ tiền tệ. Các nhà đầu tư nước ngoài có thể cố gắng mua cổ phiếu nội địa khi đồng bản tệ yếu và rồi bán các cổ phiếu này khi đồng nội tệ mạnh. Như vậy, mức cầu của nước ngoài đối với bất kỳ một cổ phiếu nội địa nào đó có thể cao hơn khi đồng nội tệ được dự kiến tăng giá, nếu các điều kiện khác giống nhau.

Giá cổ phiếu cũng chịu ảnh hưởng của tác động thay đổi giá đồng nội tệ đối với các lực lượng tiền tệ. Giá cổ phiếu của doanh nghiệp nội địa chủ yếu liên quan đến xuất khẩu có thể chịu tác động thuận lợi của một đồng nội tệ yếu và tác động bất lợi đối với đồng nội tệ mạnh. Giá cổ phiếu của các công ty

nhập khẩu có thể chịu tác động theo cách ngược lại.

Những thay đổi giá trị tổng nội tệ có thể tác động đến giá cổ phiếu theo một cách khác tác động đến những dự báo về các yếu tố kinh tế ảnh hưởng đến thành quả của doanh nghiệp. Thí dụ, nếu đồng nội tệ yếu kích thích nền kinh tế nước nhà, nó có thể thúc đẩy một doanh nghiệp nội địa có doanh số tùy thuộc nền kinh tế nước nhà. Một đồng nội tệ mạnh có thể tác động ngược lại đối với doanh nghiệp đó nếu nó kìm chế sự tăng trưởng của nền kinh tế đất nước. Các dự báo một đồng nội tệ mạnh có thể giúp gia tăng thuận các dòng vốn vào đất nước và vì vậy tạo áp lực giảm lãi suất (nếu các điều kiện khác bằng nhau). Tác động dự kiến của dự báo về lãi suất đối với các doanh nghiệp trong nước sẽ thay đổi do các đặc tính tài chính khác nhau của các doanh nghiệp này.

### Can thiệp trực tiếp và gián tiếp

Sự can thiệp của chính phủ vào thị trường hối đoái có thể thực hiện theo hai cách: can thiệp trực tiếp và can thiệp gián tiếp.

#### I. Can thiệp trực tiếp

NHTU có thể can thiệp trực tiếp trên thị trường hối đoái bằng các phương thức sau: (1) trực tiếp với các ngân hàng; (2) thông qua các nhà môi giới; (3) thông qua các thị trường giao dịch tương lai; (4) thông qua các NHTU khác

Phương pháp can thiệp trực tiếp thể hiện chủ yếu bằng cách mua hay bán ngoại tệ trên thị trường hối đoái nhằm gia tăng lượng cầu của thị trường đối với một đồng tiền bằng cách tăng lượng cung của thị trường đối với một đồng tiền khác. Ví dụ, để buộc đồng USD giảm giá là bán USD ra thị trường, đổi đồng USD lấy các ngoại tệ khác, "làm tràn ngập thị trường bằng USD" sẽ gây áp lực giảm giá đồng USD.

Can thiệp trực tiếp của NHTU trong các thị trường hối đoái không phải lúc nào cũng đạt được mục tiêu. Với sự lớn mạnh của hoạt động ngoại hối, sự can thiệp của NHTU liên tục bị các giao dịch thị trường áp đảo nên ngày càng kém hiệu quả hơn. Khối lượng các giao dịch hối đoái ngày nay lên đến hơn 1.500 tỷ USD/ngày, đã vượt quá giá trị dự trữ tổng cộng của tất cả các NHTU ở các nước phát triển. Can thiệp trực tiếp thường có hiệu quả nhất khi có một nỗ lực phối hợp giữa các NHTU. Nếu tất cả các NHTU cùng đồng thời cố gắng tăng

giá hay giảm giá USD theo cách mô tả trên, họ có thể gây một áp lực lớn hơn đối với giá trị đồng USD.

Sự can thiệp không vô hiệu hóa (hay can thiệp "không cách ly") và can thiệp vô hiệu hóa (can thiệp "cách ly"). Can thiệp không vô hiệu hóa là trường hợp NHTU can thiệp vào thị trường hối đoái mà không điều chỉnh sự thay đổi trong mức cung tiền tệ, tức là NHTU đã không cách ly các nguồn cung nội tệ của họ ra khỏi nghiệp vụ giao dịch ngoại hối. Thí dụ, nếu NHTU đổi đồng nội tệ lấy ngoại tệ trong các thị trường hối đoái nhằm hạ giá đồng nội tệ, mức cung tiền nội tệ gia tăng. Cần lưu ý, nếu tăng (hay giảm) cung tiền tệ, trong điều kiện mọi yếu tố khác giữ nguyên không đổi, sẽ làm tăng (hay giảm) lạm phát. Do đó, trên thị trường ngoại hối, sự can thiệp không chỉ làm thay đổi tỷ giá hối đoái mà còn làm tăng (hay giảm) lạm phát và cũng tác động đến lãi suất. Sự can thiệp kiểu "không cách ly" có thể để lại tác động lâu dài, lên tỷ giá hối đoái, nhưng một cách thâm sâu, bằng cách tạo ra lạm phát ở một số nước và giảm phát ở nước khác.

Can thiệp vô hiệu hóa là trường hợp NHTU can thiệp vào thị trường hối đoái trong khi vẫn duy trì mức cung tiền tệ bằng cách áp dụng đồng thời các giao dịch trong thị trường ngoại hối và các hoạt động trên thị trường mở. Như vậy, NHTU có thể "cách ly" tác động của sự can thiệp vào thị trường ngoại hối của họ lên lượng cung nội tệ thông qua "nghiệp vụ thị trường mở", đơn giản chỉ là bán ra hoặc mua vào chứng khoán kho bạc. Chẳng hạn, việc NHTU mua vào chứng khoán kho bạc, đem lại dự trữ cho hệ thống ngân hàng và gia tăng lượng cung tiền nội tệ. Tiếp theo sau nghiệp vụ thị trường mở, dân chúng sẽ cầm giữ nhiều tiền mặt và tiền ký gởi ngân hàng hơn và giữ ít chứng khoán kho bạc hơn. Nếu NHTU mua vào đủ các trái phiếu kho bạc, thì lượng cung tiền nội tệ sẽ trở lại mức trước khi xảy ra sự can thiệp. Hoặc giả nếu NHTU muốn giảm giá đồng nội tệ mà không ảnh hưởng đến mức cung tiền nội tệ, NHTU đổi nội tệ lấy ngoại tệ và tiếp theo sẽ bán một số chứng khoán kho bạc hiện có để đổi lấy USD. Hiệu quả thuần là gia tăng lượng trái phiếu chính phủ do các nhà đầu tư nắm giữ và suy giảm trong cán cân ngoại hối của NHTU.

Suy đoán về can thiệp trực tiếp:

Các nhà kinh doanh tiền tệ trong thị trường hối đoái luôn cố gắng đoán định xem khi nào NHTU can thiệp và mức độ can thiệp để thực hiện Arbitrage trên các kết quả dự đoán của nỗ lực can thiệp này. Thông thường, NHTU cố gắng để sự can thiệp của mình không được nhận biết. Tuy nhiên, những người mua bán tiền tại các ngân hàng lớn, giao dịch với NHTU thường chuyển thông tin cho những người tham gia thị trường khác. Cũng vậy, khi NHTU giao dịch trực tiếp với các ngân hàng thương mại, các thị trường sẽ biết rằng NHTU đang can thiệp. Để giấu chiến lược của mình, NHTU có thể giả vờ đang lưu tâm đến việc bán USD trong khi đang thực sự mua USD hay ngược lại. NHTU gọi các ngân hàng thương mại và lấy cả giá hỏi mua và giá chào bán để các ngân hàng thương mại không biết chắc là NHTU đang xem xét việc mua hay bán các ngoại tệ này. Đôi khi NHTU can thiệp đơn giản chỉ là để kiểm nghiệm và thăm dò phản ứng của thị trường là như thế nào.

**2. Can thiệp gián tiếp thông qua chính sách**

NHTU có thể tác động đến đồng nội tệ một cách gián tiếp bằng cách tác động đến các yếu tố có ảnh hưởng đến tỷ giá (như lãi suất, lạm phát v.v...), thí dụ, NHTU có thể cố gắng hạ thấp lãi suất để làm nản lòng các nhà đầu tư ngoại quốc trong việc đầu tư vào chứng khoán trong nước, do đó tạo áp lực giảm giá nội tệ. Hoặc để tăng giá nội tệ, NHTU có thể cố gắng tăng lãi suất.

Những người tham gia thị trường có thể theo dõi sự can thiệp trực tiếp, hoặc thể theo dõi sự can thiệp gián tiếp của NHTU. Chẳng hạn, một vài thay đổi trong suất chiết khấu của NHTU đã tạo nên một phản ứng quan trọng trong các thị trường hối đoái. Điều này cho thấy những người tham gia thị trường hối đoái luôn theo dõi các hành động của NHTU để dự đoán xem những hành động này sẽ tác động thế nào đến các biến số kinh tế có ảnh hưởng đối với tỷ giá (như lãi suất thị trường).

Chính phủ cũng có thể tác động một cách gián tiếp đến các tỷ giá bằng cách áp đặt các hàng rào đối với ngoại thương (mậu dịch quốc tế) hay đầu tư (tài chính) để tác động đến các điều kiện cung và cầu một đồng tiền nào đó. Thí dụ, nếu chính phủ muốn tăng giá đồng nội tệ, họ có thể đánh thuế trên

hàng nhập nhằm làm giảm nhập khẩu, từ đó sẽ làm giảm nhu cầu của đất nước đối với các ngoại tệ và tạo áp lực tăng giá đồng nội tệ.

Chính phủ cũng có thể áp dụng hạn ngạch đối với hàng nhập để đạt được cùng kết quả trên. Hoặc chính phủ có thể giảm hay miễn thuế đánh trên bất cứ thu nhập nào do đầu tư vào trong nước của các nhà đầu tư ngoại quốc, biện pháp này sẽ gia tăng nhu cầu của nước ngoài đối với đồng nội tệ để mua chứng khoán trong nước.

Nhiều hàng rào khác có thể được chính phủ áp dụng. Bất cứ hàng rào nào làm tăng giá đồng nội tệ sẽ được sử dụng để làm tăng nhu cầu của nước ngoài đối với đồng tiền đó, hoặc làm nản lòng các công ty và người tiêu dùng trong việc đổi đồng nội tệ để lấy các ngoại tệ khác. Các hàng rào tài chính và mậu dịch quốc tế cũng có thể được áp đặt để làm giảm giá đồng nội tệ. Ví dụ như việc chính phủ có thể đánh thuế cao thu nhập từ việc mua chứng khoán của các nhà đầu tư, do đó làm giảm nhu cầu của ngoại quốc đối với các chứng khoán tính bằng đồng nội tệ. Cần lưu ý là, chính phủ các nước khác có thể gặp khó khăn do các hàng rào này sẽ trả đũa lại bằng các hàng rào của họ. Do sự cạnh tranh giữa hai nước để làm giảm giá trị đồng nội tệ của mình (hay ít nhất ngăn không cho nó tăng giá) cả hai nước sẽ có thể cùng bị thiệt hại. Thêm nữa, các hàng rào có thể dẫn đến mối quan hệ giữa hai chính phủ xấu đi.

**Những yếu tố khác tác động đến tỷ giá**

Tất cả các phương thức can thiệp trực tiếp và gián tiếp được trình bày trên đây có thể được dùng để tác động một cách có chủ định đến các biến động tỷ giá. Ngoài ra, chính phủ cũng có thể vô tình tác động đến tỷ giá. Chẳng hạn, khi thâm hụt ngân sách lớn, chính phủ bắt buộc phải vay nhiều ở các thị trường tài chính, điều này sẽ tạo áp lực tăng lãi suất. Lãi suất cao hơn sẽ hấp dẫn nước ngoài vào chứng khoán nội địa, làm tăng nhu cầu đối với đồng nội tệ và vì vậy làm tăng giá đồng nội tệ. Đồng nội tệ tăng giá làm người tiêu dùng nước ngoài không muốn mua hàng hóa nội địa và khuyến khích người tiêu dùng trong nước mua hàng hóa nước ngoài. Mức vay nợ cao của chính phủ làm cho các nhà đầu tư nước ngoài dự đoán lãi suất đồng nội tệ sẽ tăng cao và vì vậy sẽ

bán trái phiếu nội địa do họ nắm giữ (vì cho là giá trị thị trường của những trái phiếu này sẽ giảm khi lãi suất tăng) và đem tiền tái đầu tư ở các nước khác. Phản ứng này đã giúp tác động đến sự giảm giá đồng nội tệ. Ngoài ra, cũng có dự đoán là thâm hụt ngân sách lớn phản ánh thuế suất đánh vào người tiêu dùng và các doanh nghiệp nội địa thấp hơn mức thích hợp, từ đó suy ra rằng chi tiêu của nước chủ nhà quá cao và một phần của chi tiêu này dành cho hàng ngoại quốc. Chi tiêu này tạo áp lực hạ giá đồng nội tệ.

Chính phủ của bất kỳ một nước nào đều có thể thực hiện các chính sách thuế và tiền tệ riêng để kiểm soát nền kinh tế nước mình. Ngoài ra, chính phủ có thể cố gắng tác động đến giá trị của đồng nội tệ để cải thiện kinh tế, hạ giá đồng tiền của mình trong vài trường hợp và tăng giá trong vài trường hợp khác. Về cơ bản, tỷ giá trở thành một công cụ, giống như các luật lệ về thuế và mức cung tiền, qua đó chính phủ có thể giúp đạt được các mục tiêu kinh tế mong muốn.

Sự can thiệp của một chính phủ (NHTU) không có tác động lâu dài đối với các biến động tỷ giá. Trong nhiều trường hợp, sự can thiệp này bị các lực lượng thị trường áp đảo. Tuy nhiên, các NHTU hoạt động dựa trên triết lý là tiền tệ sẽ có thể biến động nhiều hơn nếu không có can thiệp.

Vấn đề lựa chọn phương cách can thiệp thích hợp luôn là mối quan tâm hàng đầu của các nhà quản lý kinh tế của các quốc gia. Không dễ dàng về mặt lý thuyết cũng như thực tế khi lựa chọn một phương cách can thiệp thích hợp. Cho đến nay, lịch sử chưa đưa ra một kiểu mẫu tuyệt đỉnh cuối cùng, song nhiều nơi đã có trình độ và kết quả xử lý đáng được ghi nhận. Bản chất của quản lý và điều hành là vậy; nghiên ngẫm và sáng tạo!

Can thiệp trên thị trường hối đoái bằng tỷ giá là công cụ nhạy cảm có sẵn trong tay chính phủ để khắc phục những vấn đề của nền kinh tế. Tuy nhiên, cần nhận thấy rằng sự không ổn định của tỷ giá chỉ có thể là do chính sách kinh tế vĩ mô của quốc gia không ổn định, do đó công cụ tốt nhất để hạn chế sự biến động của tỷ giá là phải ổn định chính sách kinh tế của quốc gia, chứ không phải thông qua sự can thiệp trên thị trường hối đoái ■