

## Làm thế nào để NHTW các nước đang phát triển có thể can thiệp tốt nhất vào các thị trường ngoại hối bất ổn?

Việc can thiệp chính thức vào thị trường ngoại hối là một công việc mạo hiểm, đặc biệt là ở những nước đang phát triển có ngân hàng trung ương kém tin cậy và tính thanh khoản thấp. Việc can thiệp nhiều khi phải trả giá đắt và không đạt được kết quả như mong muốn. Tình trạng cạn kiệt nguồn dự trữ ngoại tệ để bảo vệ các đồng tiền của mình tại Mêhicô năm 1994 và của Thái Lan năm 1995 là một nhân tố quan trọng dẫn đến khủng hoảng tài chính. Kể từ đó, cả Braxin và Thổ Nhĩ Kỳ đã phải đối mặt với những thách thức đối với việc ổn định tỷ giá hối đoái thông qua can thiệp. Thậm chí, ngay cả đối với các đồng tiền chủ chốt, thì hiệu quả của việc can thiệp vẫn là vấn đề. Việc đồng euro tăng mạnh so với USD đã dẫn đến nhiều tranh cãi về một cuộc phối hợp can thiệp nhằm ngăn chặn sự tụt giá của đồng USD.

Mặc dù có nhiều tranh luận xung quanh vấn đề này, song việc can thiệp vẫn là một công cụ quan trọng đối với các ngân hàng trung ương, đặc biệt là ở các nền kinh tế đang phát triển.

*Các ngân hàng trung ương điều hành chế độ tỷ giá linh hoạt ở các nước đang phát triển can thiệp vào thị trường ngoại hối vì 4 lý do chính:*

- *Điều chỉnh những lệch lạc hoặc ổn định hóa tỷ giá hối đoái.* Việc định tỷ giá hối đoái cao có thể làm xói mòn khả năng cạnh tranh về xuất khẩu của đất nước và làm giảm tính thanh khoản, trong khi việc định tỷ giá thấp hoặc quá thấp có thể tạo ra những áp lực lạm phát. Đối với nhiều nước đang phát triển, tỷ giá hối đoái được coi là một hình

ảnh tượng trưng để đánh giá cho sự thành công của chính phủ trong quản lý kinh tế vĩ mô. Do vậy, can thiệp thường được áp dụng để chống lại những biến động mạnh về tỷ giá.

- *Trấn an các thị trường bất ổn.* Sự sụp đổ về tính thanh khoản khi các trung gian thị trường đối mặt với những khó khăn trong việc kết nối cung - cầu có thể đem lại những tác động tiêu cực đến nền kinh tế hàng hóa.

- *Tích lũy nguồn dự trữ.* Tích lũy nguồn dự trữ ngoại tệ thường được coi là một ưu tiên ở mức độ cao. Đặc biệt, sau khi xảy ra khủng hoảng tiền tệ, để xây dựng lòng tin đối với các nhà đầu tư, thì việc tăng cường năng lực thanh toán nợ và việc giành lại thị trường có ý nghĩa hết sức quan trọng.

- *Cung cấp ngoại hối cho thị trường.* Khi khu vực công là nguồn thu ngoại hối chủ yếu và ngân hàng trung ương là đại diện về ngoại hối cho khu vực công, thì sự can thiệp của các ngân hàng trung ương lại chủ yếu nhằm cung cấp ngoại hối cho nền kinh tế nói chung.

Tỷ giá hối đoái về cơ bản phản ánh mối quan hệ cung và cầu ngoại hối nhưng cũng cần phải gắn với các nhân tố kinh tế vĩ mô cơ bản và các nhân tố nền tảng khác. Trên thực tế, các học giả đã đưa ra những bằng chứng cho thấy có mối quan hệ giữa tỷ giá hối đoái với các nguyên tắc cơ bản trong dài hạn. Tuy nhiên, tỷ giá hối đoái thường



trệch xa khỏi những giá trị theo các nguyên tắc cơ bản và những điều kiện ngang bằng trong ngắn hạn, thậm chí kể cả ở những thị trường vận hành tốt.

Sự tách rời giữa các mức tỷ giá hối đoái ngắn hạn và các nguyên tắc cơ bản về kinh tế vĩ mô có thể tạo ra nhu cầu phải can thiệp để điều hòa, và sự can thiệp này tác động đến tỷ giá hối đoái chủ yếu thông qua tác động của nó đến các kỳ vọng, phí rủi ro, và dòng các đơn đặt hàng (áp lực mua trên thị trường ngoại hối). Đặc biệt, can thiệp điều hòa có thể được sử dụng để hạn chế những diễn biến tỷ giá hối đoái không mong muốn xuất phát từ những cú sốc tạm thời mà không ảnh hưởng đến các điều kiện kinh tế vĩ mô cơ sở. Đối với các nền kinh tế đang có những mất cân đối về kinh tế vĩ mô hoặc yếu kém về

cơ cấu, thì sự can thiệp có thể giúp tạm thời nối lỏng áp lực về tỷ giá hối đoái chỉ khi có cam kết đáng tin cậy về điều chỉnh kinh tế vĩ mô và điều chỉnh cơ cấu, đồng thời có cơ sở xác đáng để hy vọng những điều chỉnh đó đạt được tiến bộ.

### Các xu hướng can thiệp

Hiện nay, trừ Ngân hàng Nhật Bản, các ngân hàng trung ương của các đồng tiền dự trữ quốc tế chủ chốt - Cục dự trữ liên bang Mỹ, Ngân hàng trung ương châu Âu - ít khi tiến hành can thiệp. Xu hướng này ở các nền kinh tế phát triển cũng tương tự, mặc dù cần phải thừa nhận rằng tần suất can thiệp giảm có thể phản ánh môi trường tài chính toàn cầu trong những năm gần đây yên bình hơn. Ví dụ, Ngân hàng Canada đã tích cực can thiệp trong nhiều năm, nhưng đã ngừng can thiệp từ năm 1998. Ngân hàng dự trữ Niu Dilân đã không can thiệp kể từ năm 1985. Một số nền kinh tế thị trường mới nổi đã làm theo như vậy. Nhưng ngược lại, nhiều nước đang phát triển vẫn tích cực can thiệp vào thị trường ngoại hối giao ngay.

Việc can thiệp vào thị trường ngoại hối ở nhiều nước đang phát triển có thể hiệu quả so với ở các nước phát triển, mặc dù ở các nước này niềm tin vào thị trường kém hơn. So với các nước phát triển, các nước đang phát triển thường can thiệp về lượng. Ngân hàng trung ương ở các nước này thường quan tâm đến các khách hàng lớn trên thị trường ngoại hối, đặc biệt là khi khu vực công tồn tại một nguồn thu ngoại hối quan trọng. Việc kiểm soát ngoại hối và vốn có thể cũng cho phép các ngân hàng trung ương có được nhiều thông tin hơn so với các thành viên khác tham gia thị trường.

Tuy nhiên, những cuộc khủng

hoảng tiền tệ trong những năm 90 cho thấy hiệu quả hạn chế của việc can thiệp với tư cách là một công cụ chính sách độc lập. Việc Mêhicô cố giữ đồng nội tệ gắn với đồng USD đã đột ngột chấm dứt vào năm 1994 khi nguồn dự trữ của ngân hàng trung ương bị cạn kiệt. Việc can thiệp của Thái Lan để bảo vệ đồng Baht trong nửa đầu năm 1997 đã thất bại khi nguồn dự trữ ngoại tệ của ngân hàng trung ương gần như trống rỗng.

### Bài học rút ra

- Can thiệp không phải là một công cụ chính sách độc lập. Nó không thể tạo ra những thay đổi lâu dài về mức tỷ giá hối đoái khi các mức mục tiêu không phù hợp với các chính sách vĩ mô.

- Lòng tin đối với thể chế và chính sách là một yếu tố quan trọng quyết định đến hiệu quả của việc can thiệp. Lòng tin làm tăng hiệu quả của việc can thiệp và thậm chí nhờ lòng tin có thể không cần sự can thiệp.

- Các thị trường ngoại hối hoạt động có hiệu quả có thể giúp giảm thiểu những lệch lạc của thị trường và do vậy làm giảm nhu cầu can thiệp.

### Các nhân tố tiến hành can thiệp tốt nhất

*Các ngân hàng trung ương phải đối mặt với một số vấn đề về cơ chế can thiệp, trong đó có:*

- Sự can thiệp của ngân hàng trung ương cần được thực hiện theo những quy định hay được tiến hành một cách tự quyết?

- Ngân hàng trung ương cần can thiệp vào thị trường ngoại hối ở mức độ nào và thực hiện vào khi nào?

- Việc can thiệp cần được thông báo công khai hay bí mật? Những ưu điểm và nhược điểm của mỗi

trường hợp?

- Cần can thiệp vào đồng tiền nào, công cụ nào và những khu vực kinh doanh nào?

*Dưới đây là những gợi ý về khả năng can thiệp tốt nhất do các chuyên gia IMF nghiên cứu và đúc kết:*

*Mục tiêu can thiệp.* Các giới chức cần xác định rõ ràng và chính xác mục tiêu của việc can thiệp. Các mục tiêu này thường có liên quan trực tiếp đến chế độ tỷ giá hối đoái hoặc liên quan đến những khía cạnh khác của thị trường ngoại hối, như các thị trường bất ổn. Việc đưa ra các mục tiêu can thiệp chính xác có ý nghĩa quan trọng quyết định thành công và hiệu quả của việc can thiệp.

*Thực hiện theo các quy định hoặc tự quyết.* Các ngân hàng trung ương cần có mức độ tự quyết nhất định trong việc xác định thời gian và mức độ can thiệp, nhưng các ngân hàng này cũng cần phải tuân thủ những quy định chung. Việc tự quyết rất quan trọng vì nhiều lý do. Trước hết, việc quy định về chính sách can thiệp là cần thiết khi đã có một cam kết gắn với một trụ cột danh nghĩa về phi tỷ giá hối đoái, như trong một cơ cấu mục tiêu lạm phát. Thứ hai, những người tham gia thị trường có thể hưởng lợi thế của một ngân hàng trung ương nếu hoạt động của ngân hàng này bị trói chặt vào những quyết định khắt khe. Thứ ba, thực tế về các quy định can thiệp "tốt ưu" là rất hạn chế. Và thứ tư, thường cần phải khá quyết đoán khi đưa ra thông tin về định tính và định lượng.

Việc can thiệp dựa vào quy định có thể phù hợp với những bối cảnh cụ thể trong ngắn hạn. Các can thiệp theo quy định của Braxin - theo đó ngân hàng trung ương chỉ được hạn chế bán ngoại tệ ở mức 50 triệu USD/ ngày trong nửa cuối

năm 2001- đã có hiệu quả. Ở Thổ Nhĩ Kỳ cũng tương tự.

Tuy nhiên, nhiều ngân hàng trung ương - vốn phải tuân thủ các quy định về can thiệp- đã bãi bỏ hoặc sửa đổi các quy định để cho phép có quyền tự quyết nhất định. Chính sách can thiệp của Canada trong những năm 90 đã được sửa đổi vào năm 1995 và huỷ bỏ vào năm 1998 để cho phép ngân hàng trung ương có quyền tự quyết hơn và để nhằm giảm tần suất can thiệp. Tương tự, chính sách can thiệp của Braxin cũng được sửa đổi vào giữa năm 2002 theo hướng dành cho ngân hàng trung ương quyền tự quyết hơn trong việc can thiệp vào thị trường khi các điều kiện thị trường thay đổi.

**Mức độ can thiệp.** Không có bất cứ quy định giản đơn nào cho việc xác định mức độ can thiệp tối ưu vào thị trường ngoại hối. Các ngân hàng trung ương thường xác định lượng can thiệp "hiệu quả" thông qua việc "thử và sửa". Ở một số nước đang phát triển, việc thiếu nguồn ngoại tệ dự trữ là một trở ngại chính. Lượng can thiệp phụ thuộc một phần vào những tác động kỳ vọng đến tỷ giá hối đoái. Kỳ vọng thay đổi có thể làm cho những người tham gia thị trường điều chỉnh hoạt động của mình hướng theo tỷ giá mục tiêu và giảm lượng tiền cần thiết đối với sự can thiệp.

Các ngân hàng trung ương cần tránh can thiệp một cách phiến diện. Thay vào đó, chính sách cần được điều chỉnh nhằm giải quyết những nguyên nhân dẫn đến mất cân đối mới phát sinh.

**Xác định thời gian can thiệp.** Việc xác định thời gian can thiệp mang tính chủ quan. Để làm việc này cần phân tích các chỉ số thị trường và các thông tin bí mật về thị trường. Các mô hình kinh tế và

các quy định chính sách có thể tạo cơ sở cho việc đưa ra quyết định, nhưng cũng cần phải có những phán đoán và việc này phụ thuộc vào những giới hạn điều chỉnh. Việc định thời gian cuối cùng phụ thuộc vào đánh giá của ngân hàng trung ương đối với các nhân tố sau:

● **Sai lệch về tỷ giá hối đoái.** Mức độ sai lệch cần được xác định để can thiệp. Trong thực tiễn, các ngân hàng trung ương đã dựa vào một số chỉ số về độ sai lệch. Tuy nhiên, hiện còn chưa có sự thống nhất về các chỉ số này.

● **Đặc điểm của những cú sốc.** Liệu việc can thiệp có cơ sở xác đáng hay nó không phụ thuộc vào những đặc điểm của những cú sốc. Ví dụ, những cú sốc thường trực đối với điều kiện tiền tệ trong nước hoặc các điều kiện thương mại dự kiến sẽ tạo ra thay đổi trong những kỳ vọng, và trong những trường hợp này nói chung không cần phải can thiệp. Ngược lại, các cú sốc tạm thời đối với nền kinh tế có thể cần can thiệp nếu như chúng gây ra những biến động không mong muốn về tỷ giá hối đoái nhưng không ảnh hưởng đến những yếu tố nền tảng về kinh tế vĩ mô. Phải thừa nhận rằng, việc phân biệt giữa những cú sốc thường trực và cú sốc tạm thời là rất khó khăn.

● **Biến động lớn về tỷ giá hối đoái.** Biến động lớn về tỷ giá hối đoái có thể là biểu hiện đầu tiên khi thị trường mất tính thanh khoản. Tuy nhiên, động thái giá cả tăng nhanh cũng có thể xảy ra ở thị trường có tính thanh khoản nhưng thanh khoản vẫn là vấn đề đáng lo ngại vì có nguy cơ tiềm tàng dẫn đến biến động và bất ổn.

● **Cơ cấu và quy mô to lớn của doanh thu ngoại hối.** Thông tin về vấn đề này rất quan trọng, vì nó phản ánh tính thanh khoản và động thái hoạt động của thị trường chiếm

ưu thế.

● **Sự không ổn định về tỷ giá hối đoái.** Sự không ổn định thường phản ánh sự không rõ ràng trong các chính sách kinh tế và các yếu tố xác định nền tảng khác đối với tỷ giá hối đoái. Khi sự biến động về tỷ giá hối đoái còn nằm trong phạm vi của một thị trường có trật tự (có tính thanh khoản), thì ngân hàng trung ương chưa cần can thiệp. Các ngân hàng trung ương cần thận trọng nỗ lực để cân bằng giữa ổn định và không ổn định trong khi hạn chế can thiệp vào những động thái giá cả mà có thể là biểu hiện của sự sụp đổ thị trường. Trong dài hạn, các chính phủ cần phải nỗ lực xây dựng niềm tin đối với các chính sách của mình.

**Sự minh bạch.** Sự minh bạch trong chính sách tỷ giá hối đoái và các mục tiêu can thiệp có thể tăng cường niềm tin đối với các ngân hàng trung ương. Tuy nhiên, mức độ minh bạch liên quan đến việc thực hiện các chính sách can thiệp có thể khác với những mục tiêu cụ thể của việc can thiệp.

**Lựa chọn các thị trường.** Việc can thiệp nói chung cần được thực hiện ở những thị trường giao ngay hơn là ở thị trường giao dịch kỳ hạn. Việc can thiệp vào thị trường giao ngay có tác động trực tiếp đến tỷ giá hối đoái giao ngay. Can thiệp vào thị trường giao dịch kỳ hạn dựa vào cơ chế chuyển đổi từ tỷ giá hối đoái kỳ hạn sang tỷ giá hối đoái giao ngay và việc này có thể bị tác động bởi những diễn biến của thị trường tiền tệ cũng như bởi những hành vi kiểm soát ngoại hối và kiểm soát vốn. Ngoài ra, trên các thị trường giao ngay, có thể tìm đối tác dễ dàng hơn vì ràng buộc hơn.

**Lựa chọn địa điểm và đồng tiền.** Thông thường nên tiến hành can

thiệp trong nước và với đồng tiền được kinh doanh rộng rãi nhất nhằm giảm chi phí và tạo thuận lợi cho việc thanh toán. Có thể can thiệp hải ngoại khi có một thị trường tiền tệ hải ngoại đặc biệt mạnh làm mất ổn định hoạt động kinh doanh và thị trường ngoại hối trong nước.

*Lựa chọn đối tác.* Ngân hàng trung ương cần đưa ra mục tiêu và tiêu chí minh bạch hóa đối với các đối tác lựa chọn để can thiệp và kinh doanh chủ yếu với các nhà tạo lập thị trường, đặc biệt là tại các thị trường ngoại hối cạnh tranh và hoạt động có hiệu quả.

*Quản trị và điều hành.* Cần có sự phối hợp chặt chẽ và có các kênh thông tin đáng tin cậy giữa các cá nhân chịu trách nhiệm thông qua và thực hiện các chính sách tiền tệ và tỷ giá hối đoái. Hơn nữa, ngân hàng trung ương cần thông báo cho chính phủ biết về những vấn đề thường nảy sinh trong quá trình can thiệp.

### Kết luận

Can thiệp không phải là một công cụ chính sách độc lập và thành công của nó lại phụ thuộc vào sự ổn định của các tỷ giá hối đoái và các chính sách kinh tế vĩ mô. Những lệch lạc về tỷ giá và sự hoạt động mất ổn định của thị trường để biện minh cho sự can thiệp - là cực kỳ khó xác định. Để xác định thời gian và mức độ can thiệp cần phải phán đoán và việc này phụ thuộc nhiều vào những điều kiện thị trường thay đổi. Do vậy, cần có sự tự quyết ở mức độ nào đó. Việc tự quyết khôn ngoan và đảm bảo minh bạch có thể làm tăng hiệu quả can thiệp và giảm thiểu rủi ro.

V. TRẦN

(Theo Finance & Development, Sept., 2003)