

TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP.HCM
KHOA ĐÀO TẠO SAU ĐẠI HỌC



TIỂU LUẬN KINH TẾ VĨ MÔ:
TỶ GIÁ HỐI ĐOẠI VÀ TÁN CÔNG ĐẦU CƠ

GVHD : TS Trần Thị Bích Dung
Lớp : Đêm 3 - K22
Nhóm thực hiện : Nhóm 11

1. Tạ Công Khoa
2. Nguyễn Trần Cao Tấn Khoa
3. Lương Thế Đạt
4. Nguyễn Thị Huỳnh Mi
5. Hạ Khánh An
6. Huỳnh Khương Duy
7. Võ Thị Quốc Hương
8. Trần Việt Đức

Tp. Hồ Chí Minh – Tháng 04/2013

CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN VỀ TỶ GIÁ HỐI ĐOẠI	2
1. Khái quát về tỷ giá	2
1.1 Khái niệm	2
1.2 Phương pháp yết giá	3
1.3 Phương pháp xác định	3
1.4 Phân loại tỷ giá hối đoái	5
1.5 Ý nghĩa kinh tế của tỷ giá hối đoái	7
1.6 Tác động của tỷ giá đến các quan hệ kinh tế quốc tế	7
2. Các biện pháp bình ổn tỷ giá	8
2.1 Nhân tố tác động đến tỷ giá hối đoái	8
2.2 Các biện pháp bình ổn tỷ giá hối đoái	9
2.3 Chính sách điều hành tỷ giá hối đoái	11
CHƯƠNG II: TẤN CÔNG TIỀN TỆ	15
1. Kỳ vọng và các dòng vốn quốc tế	15
2. Đầu cơ tiền tệ	15
3. Tác động của đầu cơ tiền tệ	16
4. Tỷ giá hối đoái cố định và các cuộc tấn công đầu cơ	18
5. Các cuộc tấn công đầu cơ và chính sách kinh tế vĩ mô	21
6. Các cuộc tấn công đầu cơ năm 1997	23
CHƯƠNG III: CHÍNH SÁCH TỶ GIÁ VÀ TẤN CÔNG ĐẦU CƠ Ở VIỆT NAM	29
1. Chính sách tỷ giá Việt Nam qua các thời kỳ	29
1.1 Giai đoạn tỷ giá cố định 1955-1989	29
1.2 Giai đoạn thả nổi tỷ giá: 1989-1991	31
1.3 Giai đoạn cố định tỷ giá: 1993-1996	31
1.4 Giai đoạn điều hành tỷ giá linh hoạt có sự điều tiết của Nhà nước từ năm 1997 đến nay. 33	
1.5 Chính sách tỷ giá và nguy cơ tấn công đầu cơ thời gian gần đây và những điều còn tồn tại (2008-2012)	35
1.6 Nguy cơ tấn công đầu cơ ở Việt Nam thời gian gần đây (2008-2012)	37
CHƯƠNG IV: CÁC KHUYẾN NGHỊ VỀ CHÍNH SÁCH TỶ GIÁ VÀ CHỐNG TẤN CÔNG ĐẦU CƠ Ở VIỆT NAM TRONG TƯƠNG LAI	42
1. Định hướng và giải pháp cho tỷ giá hối đoái ở Việt Nam trong tiến trình hội nhập quốc tế 42	
2. Chính sách tỷ giá phải được điều chỉnh linh hoạt và theo hướng thị trường hơn.	42
3. Chính sách tỷ giá Việt Nam điều chỉnh theo hướng tách rời sự neo buộc vào đồng USD. 43	
4. Giải pháp chính sách tỷ giá hối đoái Việt Nam	43

CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN VỀ TỶ GIÁ HỐI ĐOÁI

1. Khái quát về tỷ giá

1.1 Khái niệm

Tỷ giá hối đoái là mối quan hệ so sánh sức mua giữa các đồng tiền với nhau. Đó là giá cả chuyển đổi một đơn vị tiền tệ của nước này thành những đơn vị tiền tệ của nước khác.

Ví dụ: Tỷ giá bán ra của Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam ngày 12/03/2005 là :

1 USD = 15804VND

Như vậy, bản chất của tỷ giá hối đoái là một loại giá cả nhưng là giá cả của hàng hóa đặc biệt đó là tiền tệ.

Cách hiểu và cách đọc

Tỷ giá thể hiện mối quan hệ giữa hai đồng tiền.

Ký hiệu đơn vị tiền tệ của các quốc gia:

- Ký hiệu bằng 3 ký tự
- 2 ký tự đầu chỉ tên quốc gia
- Ký tự sau cùng chỉ tên đồng tiền.

Ví dụ: Ký hiệu đơn vị tiền tệ:

Dollar Mỹ: USD

Dollar Úc: AUS

Bảng Anh: GBP

Đồng Việt Nam: VND

Dollar Hongkong: HKD

Đồng tiền đứng ở vị trí thứ nhất gọi là đồng tiền yết giá. Đồng tiền đứng ở vị trí thứ hai gọi là đồng tiền định giá.

Đồng tiền yết giá là đồng tiền thể hiện giá trị của nó qua đồng tiền định giá (có hệ số 1,100 hoặc 1.000).

Đồng tiền định giá là đồng tiền dùng để xác định giá trị của đồng tiền yết giá (có hệ số bất kỳ).

Đôi khoản là số tiền này đối ứng với số tiền kia theo một tỷ giá nhất định.

Trong các giao dịch ngoại hối, khách hàng thường lấy tên thủ đô của các nước mà ở đó là thị trường tiền tệ lớn trên thế giới thay cho tên tiền tệ của nước đó.

Trong giao dịch mua bán ngoại hối qua ngân hàng các tỷ giá thường không được đọc đầy đủ mà chỉ được đọc những số nào thường biến động.

Chú ý khi điểm giá bán nhỏ hơn hoặc bằng điểm giá mua thì theo quy ước quốc tế: tại giá bán sẽ đẩy lên một số.

Nguyên tắc: Tỷ giá bán > Tỷ giá mua

Tỷ giá đứng trước là tỷ giá mua của ngân hàng Tỷ giá mua của ngân hàng là tỷ giá ngân hàng áp dụng khi mua ngoại tệ vào. Tỷ giá đứng sau là tỷ giá bán của ngân hàng Tỷ giá bán của ngân hàng là tỷ giá ngân hàng áp dụng khi bán ngoại tệ ra.

1.2 Phương pháp yết giá

Có hai cách niêm yết tỷ giá đó là niêm yết trực tiếp và niêm yết gián tiếp.

▪ Yết giá trực tiếp

Một đơn vị tiền tệ trong nước = ? số lượng ngoại tệ

Ví dụ: Tại thị trường London GBP/USD = 1,6115

GBP/CAD, GBP/JPY

Tại thị trường Mỹ USD/GBP, USD/SEK, USD/EURO

▪ Yết giá gián tiếp

Một đơn vị ngoại tệ sẽ tương ứng với một số lượng tiền tệ trong nước.

Ví dụ: Tại Việt Nam USD/VND

Tại Nhật USD/JPY

Như vậy, hai phương pháp yết giá này về bản chất thì không khác nhau nhưng về hình thức thì khác nhau.

1.3 Phương pháp xác định

Khi xác định tỷ giá hối đoái có các phương pháp sau:

▪ Xác định tỷ giá hối đoái căn cứ vào hàm lượng vàng đảm bảo của các đồng tiền để xác định.

Tỷ giá hối đoái giữa hai đồng tiền A và B được xác định như sau:

Khối lượng vàng đảm bảo sức mua cho đồng tiền A

Tỷ giá A/B =

Khối lượng vàng đảm bảo sức mua cho đồng tiền B

Ví dụ: Năm 1958: Hàm lượng vàng của GBP là 2,488 gr Au nguyên chất. Của đô la Mỹ là 0,888671 gr Au nguyên chất. Quan hệ so sánh về hàm lượng vàng giữa GBP và USD là: $2.488/0.888 = 2.8$. GBP = 2,8 USD

Nhận xét: Hiện nay phương pháp này không được áp dụng nữa bởi chế độ bản vị vàng của các đồng tiền không còn nữa.

▪ **Phương pháp xác định tỷ giá hối đoái nghịch đảo**

Ví dụ: Tại thị trường Frankfurt. USD/EURO = 0,8832/0,8835

Tại thị trường New York EURO/USD = 1,1325/1,1335.

Quy đổi cách yết giá trên thị trường New York theo cách yết giá trên thị trường Frankfurt tức là:

$$USD/EURO = \frac{1}{1.1335} / \frac{1}{1.1325} = 0.8822/30$$

▪ **Phương pháp xác định tỷ giá chéo**

Tỷ giá chéo là tỷ giá giữa hai đồng tiền không phải USD được xác định thông qua USD. (Xác định tỷ giá chéo giữa hai đồng tiền là đồng tiền định giá. Với các thông số thị trường như sau:

$$I/A = (a_1, a_2) \quad I/B = (b_1, b_2)$$

Tính tỷ giá A/B = ?

- Dùng A mua I theo tỷ giá bán của ngân hàng: $I = a_2 A$

Bán I mua B theo tỷ giá mua của ngân hàng: $I = b_1 B$

$$\rightarrow a_2 A = b_1 B \text{ hay } A/B = b_1/a_2$$

- Dùng B mua I theo tỷ giá bán của ngân hàng: $I = b_2 B$ Bán I mua A theo tỷ giá mua của ngân hàng: $I = a_1 A \rightarrow a_1 A = b_2 B$ hay $A/B = b_2/a_1$

Xác định tỷ giá chéo giữa đồng tiền yết giá và đồng tiền định giá. Với các thông số sau:

$$I/B = (b_1, b_2) \quad C/I = (c_1, c_2)$$

Tính tỷ giá C/B = ?

- Dùng B mua I theo tỷ giá bán của ngân hàng: $I = b_2 B$

Bán I mua C theo tỷ giá bán của ngân hàng: $C = c_2 I$

$$\rightarrow C/B = b_2.c_2$$

- Dùng C mua I theo tỷ giá mua của ngân hàng: $C = c_1 I$

Bán I mua B theo tỷ giá mua của ngân hàng: $I = b1B$

$$\rightarrow C/B = b1c1$$

$$\text{Vậy } C/B = b1c1/b2c2$$

Xác định tỷ giá chéo giữa hai đồng tiền là đồng tiền yết giá. Với các thông số thị trường như sau:

$$C/I = (c1, c2) \quad D/I = (d1, d2)$$

Tính tỷ giá $C/D = ?$

- Dùng C mua I theo tỷ giá mua của ngân hàng: $C = c1I$

Bán I mua D theo tỷ giá bán của ngân hàng: $D = d2I$

$$\rightarrow C/D = c1/d2$$

- Dùng D mua I theo tỷ giá mua của ngân hàng: $D = d1I$

Bán I mua C theo tỷ giá bán của ngân hàng: $C = c2I$

$$\rightarrow C/D = c2/d1$$

$$\text{Vậy } C/D = (c1/d2, c2/d1)$$

1.4 Phân loại tỷ giá hối đoái

Có rất nhiều loại tỷ giá khác nhau tùy thuộc vào từng tiêu thức phân loại khác nhau.

Căn cứ vào chế độ quản lý ngoại hối, tỷ giá hối đoái bao gồm

- Tỷ giá chính thức

Là một loại tỷ giá do ngân hàng trung ương của mỗi nước công bố. Tỷ giá hối đoái này được công bố hàng ngày vào đầu giờ làm việc của ngân hàng trung ương.

Dựa vào tỷ giá này các ngân hàng thương mại và các tổ chức tín dụng sẽ ấn định tỷ giá mua bán ngoại tệ giao ngay, có kỳ hạn, hoán đổi. Ở một số nước như Pháp tỷ giá hối đoái chính thức được ấn định thông qua nhiều giao dịch vào thời điểm xác định trong ngày.

- Tỷ giá kinh doanh

Là tỷ giá dùng để kinh doanh mua bán ngoại tệ. Tỷ giá này do các ngân hàng thương mại hay các tổ chức tín dụng đưa ra. Cơ sở xác định tỷ giá này là tỷ giá chính thức do ngân hàng trung ương công bố xem xét đến các yếu tố liên quan trực tiếp đến kinh doanh như: quan hệ cung cầu ngoại tệ, tỷ suất lợi nhuận, tâm lý của người giao dịch đối với ngoại tệ cần mua hoặc bán.

Tỷ giá kinh doanh bao gồm tỷ giá mua, tỷ giá bán.

- Tỷ giá chợ đen:

Tỷ giá được hình thành bên ngoài thị trường ngoại tệ chính thức.

Căn cứ vào tiêu thức thời điểm thanh toán

- Tỷ giá giao nhận ngay:

Là tỷ giá mua bán ngoại tệ mà việc giao nhận ngoại tệ được thực hiện ngay trong ngày hôm đó hoặc một vài ngày sau. Loại tỷ giá này do tổ chức tín dụng yết giá tại thời điểm giao dịch hoặc do hai bên thỏa thuận nhưng phải đảm bảo trong biên độ do Ngân hàng nhà nước quy định. Việc thanh toán giữa các bên phải được thực hiện trong vòng hai ngày làm việc tiếp theo sau ngày cam kết mua bán.

- Tỷ giá giao nhận có kỳ hạn

Là tỷ giá giao dịch do tổ chức tín dụng yết giá hoặc do hai bên tham gia giao dịch tự tính toán và thỏa thuận với nhau nhưng phải đảm bảo trong biên độ quy định về tỷ giá kỳ hạn hiện hành của ngân hàng nhà nước tại thời điểm ký hợp đồng.

Thường là giá mua bán ngoại tệ mà việc giao nhận ngoại tệ được thực hiện theo hợp đồng (1,3,6 tháng...)

- Tỷ giá mở cửa: Tỷ giá mua bán ngoại tệ của chuyển giao dịch đầu tiên trong ngày.
- Tỷ giá đóng cửa: Tỷ giá mua bán ngoại tệ của hợp đồng ký kết cuối cùng trong ngày.

- **Căn cứ vào tiêu thức giá trị của tỷ giá: Tỷ giá được chia thành tỷ giá danh nghĩa và tỷ giá thực.**

- Tỷ giá danh nghĩa là tỷ giá được yết và có thể trao đổi giữa hai đồng tiền mà không đề cập đến tương quan sức mua giữa chúng.
- Tỷ giá thực là tỷ giá đã được điều chỉnh theo sự thay đổi trong tương quan giá cả của nước có đồng tiền yết giá và giá cả hàng hóa của nước có đồng tiền định giá.

- **Căn cứ vào phương tiện chuyển ngoại hối, tỷ giá được phân thành hai loại:**

- Tỷ giá điện hối: là tỷ giá chuyển ngoại hối bằng điện. Đây là tỷ giá cơ sở để xác định các loại tỷ giá khác.
- Tỷ giá thư hối là tỷ giá chuyển ngoại hối bằng thư.

- **Căn cứ vào phương tiện thanh toán quốc tế, tỷ giá được chia ra làm 5 loại:**

- Tỷ giá séc là tỷ giá mua bán các loại séc ngoại tệ

- Tỷ giá hối phiếu trả tiền ngay là tỷ giá mua bán các loại hối phiếu trả tiền ngay bằng ngoại tệ.
- Tỷ giá hối phiếu có kỳ hạn là tỷ giá mua bán các loại hối phiếu có kỳ hạn bằng ngoại tệ.
- Tỷ giá chuyển khoản là tỷ giá mua bán ngoại hối bằng cách chuyển khoản qua ngân hàng
- Tỷ giá tiền mặt là tỷ giá mua bán ngoại hối được thanh toán bằng tiền mặt.

1.5 Ý nghĩa kinh tế của tỷ giá hối đoái

▪ So sánh sức mua giữa các đồng tiền

Tỷ giá hối đoái phản ánh tương quan giá trị giữa hai đồng tiền, thông qua đó có thể so sánh giá cả tại thị trường trong nước và trên thế giới, đánh giá năng suất lao động Giá thành sản phẩm trong nước với các nước khác.

▪ Vai trò kích thích và điều chỉnh xuất nhập khẩu

Thông qua cơ chế tỷ giá, chính phủ sử dụng tỷ giá để tác động đến xuất nhập khẩu trong từng thời kỳ, khuyến khích những ngành hàng chủng loại hàng hóa tham gia hoạt động kinh tế đối ngoại, hạn chế nhập khẩu nhằm thực hiện định hướng phát triển cho từng giai đoạn.

▪ Điều tiết thu nhập trong hoạt động kinh tế đối ngoại

Phân phối lại thu nhập giữa các ngành hàng có liên quan đến kinh tế đối ngoại và giữa các nước có liên quan về kinh tế với nhau.

Khi tỷ giá cao, tức là giảm sức mua của đồng tiền trong nước so với đồng tiền nước ngoài. Điều này có tác dụng giúp cho nhà xuất khẩu có thêm lợi thế để cạnh tranh tăng thêm thu nhập cho nhà xuất khẩu.

▪ Tỷ giá còn là công cụ sử dụng trong cạnh tranh thương mại, giành giật thị trường tiêu thụ hàng hóa, khai thác nguyên liệu của nước khác với giá rẻ.

Đó là biện pháp phá giá đồng tiền. Điển hình là nước Mỹ đã dùng công cụ tỷ giá để cản trở sự xuất khẩu các hàng hóa của Nhật sang Mỹ (đặc biệt là xe hơi). Việc làm này đã gây thiệt hại cho Nhật, làm giảm thu nhập từ xuất khẩu của Nhật.

Phá giá đồng tiền là việc chính phủ đứng ra tuyên bố giảm giá nội tệ so với ngoại tệ.

1.6 Tác động của tỷ giá đến các quan hệ kinh tế quốc tế

- **Tác động đến thương mại quốc tế**

Khi tỷ giá hối đoái tăng theo nghĩa là đồng nội tệ có giá trị giảm xuống so với đồng ngoại tệ sẽ có tác động bất lợi cho nhập khẩu nhưng lại có lợi cho xuất khẩu.

Khi tỷ giá giảm có tác động hạn chế xuất khẩu, khuyến khích nhập khẩu.

- **Tác động đến hoạt động đầu tư**

Khi TGHD tăng lên sẽ hạn chế việc đầu tư ra nước ngoài của nhà đầu tư trong nước, vì họ sẽ không có lợi nếu chuyển vốn bằng đồng nội tệ ra nước ngoài để đổi lấy ngoại tệ tăng giá. Các khoản vốn đầu tư này nếu được tái đầu tư hoặc để mua hàng hóa trong nước thì sẽ đem lại hiệu quả cao hơn. Và ngược lại.

2. Các biện pháp bình ổn tỷ giá

2.1 Nhân tố tác động đến tỷ giá hối đoái

- **Tình hình cán cân thanh toán quốc tế**

Cán cân thanh toán của một quốc gia có thể rơi vào một trong ba trạng thái sau: Cân bằng, thâm hụt hay thặng dư, ảnh hưởng trực tiếp hay nhảy vọt đến tỷ giá. Do vậy, nếu cán cân thanh toán quốc tế dương thì tỷ giá hối đoái có chiều hướng giảm hoặc giữ vững. Ngược lại nếu BOP âm thì tỷ giá hối đoái có xu hướng tăng.

- **Mức độ tăng trưởng hay suy thoái của nền kinh tế**

Mức độ tăng giảm GDP thực tế của một nước so với nước khác, trong điều kiện các nhân tố khác không thay đổi, sẽ làm tăng hay giảm nhu cầu về hàng hóa, dịch vụ nhập khẩu, do đó sẽ làm cho nhu cầu ngoại hối để thanh toán hàng nhập khẩu sẽ tăng lên hay giảm xuống từ đó tác động đến cung cầu về ngoại tệ từ đó làm cho tỷ giá hối đoái của đồng tiền trong nước so đồng tiền nước ngoài giảm đi hoặc tăng lên.

- **Sự chênh lệch lạm phát của đồng tiền quốc gia**

Khi tỷ lệ lạm phát ở một quốc gia tăng lên hay giảm xuống sẽ làm giá trị của đồng tiền nước đó thay đổi dẫn tới tỷ giá hối đoái của đồng tiền nước đó so với nước ngoài bị biến động.

Nếu mức lạm phát của một nước này cao hơn mức lạm phát của nước khác thì sức mua của nội tệ sẽ giảm so với ngoại tệ. Lạm phát cao càng kéo dài, đồng tiền càng mất giá, sức mua của nó càng giảm nhanh, sức mua của tiền trong nước giảm thì sức mua đối ngoại của nó cũng giảm làm cho tỷ giá hối đoái tăng lên.

- **Mức chênh lệch lãi suất giữa các nước**

Ở thị trường nào có mức lãi suất ngắn hạn cao hơn thì những luồng vốn ngắn hạn có xu hướng đổ về thị trường đó làm cho cung về ngoại tệ tăng lên, cầu về ngoại tệ giảm do đó tỷ giá hối đoái có xu hướng giảm.

▪ **Các nhân tố có khả năng tác động cung cầu ngoại tệ**

Như: yếu tố chính trị, kinh tế xã hội, thiên tai chiến tranh... và hoạt động đầu cơ. Ví dụ:

- Nếu có sự đình công, biểu tình thì các nhà đầu tư nước ngoài sẽ rút vốn làm cho ngoại tệ trở nên khan hiếm làm cho cung ngoại tệ giảm do vậy tỷ giá giảm.
- Hoạt động của những người đầu cơ ngoại tệ tác động mạnh đến tỷ giá hối đoái.

Khi nhà đầu cơ dự đoán giá của một loại ngoại tệ nào đó sẽ lên, họ sẽ dùng nội tệ để mua một số lượng lớn ngoại tệ, làm cho ngoại tệ này ở trên thị trường trở nên khan hiếm, cung sẽ nhỏ hơn cầu về ngoại tệ đó dẫn đến giá của loại ngoại tệ đó tăng do đó tỷ giá hối đoái tăng lên.

2.2 Các biện pháp bình ổn tỷ giá hối đoái

▪ **Chính sách lãi suất (Lãi suất tái chiết khấu)**

Đây là biện pháp được sử dụng để điều chỉnh tỷ giá hối đoái trên thị trường. Khi tỷ giá hối đoái có sự biến động bất lợi, vượt ra khỏi mức độ có thể chấp nhận được (thường là tăng). Thông qua NHTW, các chính phủ thực hiện điều chỉnh lãi suất tái chiết khấu tăng (lãi suất cho vay tăng và lãi tiền gửi tăng). Kết quả là vốn ngắn hạn trên thị trường thế giới sẽ chuyển dịch vào trong nước để thu lãi cao hơn từ đó cung về ngoại tệ sẽ tăng, nhu cầu về ngoại tệ giảm làm cho tỷ giá hối đoái không có cơ hội để tăng.

Tuy nhiên, chính sách chiết khấu chỉ có ý nghĩa nhất định đối với tỷ giá hối đoái vì lãi suất và tỷ giá chỉ có mối tác động qua lại chứ không phải là mối quan hệ nhân quả. Lãi suất không phải nhân tố duy nhất quyết định sự vận động vốn giữa các nước. 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 bình 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 cán cân thanh toán thặng dư hay thiếu hụt. Như vậy, nhân tố hình thành lãi suất và tỷ giá là không giống nhau do đó mà biến động của lãi suất không nhất thiết dẫn đến sự biến động của tỷ giá hối đoái. 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 không thực hiện được, bởi vì đối với vốn nước ngoài, vấn đề đặt ra đầu tiên là sự đảm bảo an toàn cho số vốn chứ không phải là vấn đề thu được lãi nhiều. Như vậy, chính sách chiết khấu cũng chỉ có ảnh hưởng nhất định và có hạn đối với tỷ giá hối đoái, bởi vì giữa tỷ giá và lãi suất chỉ có quan hệ logic, chứ không có quan hệ nhân quả. Nếu tình hình tiền tệ của các nước đều như nhau thì phương hướng đầu tư ngắn hạn vẫn hướng vào những nước có lãi suất cao. Do vậy, hiện nay chính sách chiết khấu vẫn có ý nghĩa của nó. Điều kiện để thực hiện chính sách lãi suất chiết khấu là phải có một thị trường vốn đủ mạnh, linh hoạt và tự do.

▪ **Chính sách hối đoái**

Cách thức thực hiện

Đây là biện pháp trực tiếp mà ngân hàng trung ương tác động đến tỷ giá hối đoái. Thông qua các tổ chức kinh doanh ngoại hối, nhà nước đã chủ động tác động vào cung cầu ngoại tệ bằng việc mua bán vàng và ngoại tệ để trực tiếp điều chỉnh tỷ giá.

Khi tỷ giá ở mức cao (tức là đồng nội tệ giảm giá) tới mức làm ảnh hưởng xấu đến các hoạt động kinh tế trong nước cũng như các hoạt động kinh tế đối ngoại, Ngân hàng trung ương sẽ bán ngoại tệ ra để thu nội tệ về. Khi đó do cung về ngoại tệ tăng tác động làm giảm tỷ giá, kéo tỷ giá xuống. Ngược lại, khi tỷ giá hối đoái giảm xuống, ngân hàng trung ương sẽ mua ngoại tệ vào, tức là kích thích cầu ngoại hối khi cung chưa kịp biến động để nâng tỷ giá hối đoái lên tới mức hợp lý.

Ảnh hưởng của chính sách hối đoái

Việc áp dụng chính sách hối đoái thường dẫn đến những phản ứng trái ngược nhau của các doanh nghiệp trong và ngoài nước bắt nguồn chủ yếu từ lợi ích kinh tế của nhau. Những mâu thuẫn này thường xảy ra giữa nhà nhập khẩu và nhà xuất khẩu.

Nhà nhập khẩu muốn hạ thấp tỷ giá xuống, nhà xuất khẩu mong muốn nâng cao tỷ giá hối đoái. Giữa nhà xuất khẩu vốn muốn hạ thấp tỷ giá xuống với nhà nhập khẩu vốn muốn nâng cao tỷ giá hối đoái. Và mâu thuẫn này xảy ra giữa các nước với nhau vì tỷ giá của một nước nâng lên thì sẽ hạn chế xuất khẩu hàng của nước khác, nhưng lại khuyến khích việc xuất khẩu vốn của nước khác làm cho cán cân thương mại và cán cân thanh toán của nước ngoài với các nước thực hiện chính sách hối đoái này bị thiệt hại.

Điều kiện thực hiện

Để có thể thực hiện có hiệu quả chính sách hối đoái, một trong những điều không thể thiếu được là đòi hỏi ngân hàng trung ương phải có dự trữ ngoại tệ thật dồi dào và đủ lớn để có thể can thiệp vào thị trường khi cần thiết tức là phải xây dựng quỹ bình ổn ngoại hối. Chính sách này chỉ có tác dụng tạm thời và hạn chế sự biến động của tỷ giá chứ không thể thay đổi được tình hình tỷ giá trong nước. Nếu tỷ giá giảm sút do cán cân thanh toán quốc tế hay bị lạm phát, ngân hàng trung ương áp dụng chính sách hối đoái là tung ngoại tệ ra bán thì sẽ làm cho dự trữ ngoại tệ càng căng thẳng tình hình hao hụt ngày càng nghiêm trọng hơn do vậy tỷ giá hối đoái càng bị giảm sút.

▪ **Lập quỹ bình ổn hối đoái**

Chính phủ lập ra quỹ riêng nhằm chủ động can thiệp kịp thời vào thị trường tiền tệ khi tỷ giá biến động vượt xa so với mức mà NHTW cho phép.

Phương pháp lập quỹ: Quỹ này được hình thành bằng những cách dưới đây:

- Phát hành trái phiếu kho bạc bằng đồng tiền quốc gia. Khi ngoại tệ nhiều thì sử dụng quỹ này để mua ngoại tệ nhằm hạn chế mức độ mất giá của ngoại tệ. Ngược lại, trong trường hợp vốn vay chạy ra nước ngoài quỹ bình ổn tung ngoại tệ ra bán nhằm ngăn chặn sự tăng giá ngoại tệ.
- Sử dụng vàng để lập quỹ. Khi cán cân thanh toán quốc tế bị thâm hụt, quỹ dự trữ hối đoái sẽ đưa vàng ra bán thu ngoại tệ về để cân bằng cán cân thanh toán. Trường hợp khi ngoại tệ vào nhiều, quỹ tung vàng ra bán để thu về đồng tiền quốc gia, mua ngoại tệ nhằm duy trì sự ổn định của tỷ giá hối đoái.

▪ **Phá giá tiền tệ**

Đây là biện pháp cuối cùng khi NHTW cảm thấy không thể duy trì việc can thiệp bằng các biện pháp kể trên. Là biện pháp hiện đại trong điều chỉnh tỷ giá. Phá giá tiền tệ là việc giảm thấp sức mua của đồng tiền quốc gia so với ngoại tệ. Kết quả của phá giá tiền tệ sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến sự gia tăng của tỷ giá hối đoái. Phá giá tiền tệ được áp dụng trong điều kiện duy trì chế độ tỷ giá hối đoái cố định. Phá giá tiền tệ là biện pháp mạnh, chỉ được sử dụng trong những trường hợp hết sức cần thiết.

2.3 Chính sách điều hành tỷ giá hối đoái

Chính sách tỷ giá hối đoái là một hệ thống các công cụ dùng để tác động vào cung cầu ngoại tệ trên thị trường từ đó giúp điều chỉnh tỷ giá nhằm đạt được những mục tiêu cần thiết.

Về cơ bản, chính sách tỷ giá hối đoái tập trung vào hai vấn đề: Lựa chọn chế độ tỷ giá, Điều chỉnh tỷ giá hối đoái.

Chế độ tỷ giá hối đoái

Chế độ tỷ giá hối đoái là các loại hình tỷ giá được các quốc gia áp dụng, lựa chọn.

Bao gồm các quy tắc xác định phương thức mua bán ngoại tệ giữa các thể nhân hay pháp nhân trên thị trường.

Các loại chế độ tỷ giá

▪ Chế độ tỷ giá cố định

Tỷ giá cố định là tỷ giá được cố định (giữ không đổi) hoặc chỉ được cho phép dao động trong một phạm vi rất hẹp. Nếu tỷ giá bắt đầu dao động quá nhiều thì các chính phủ có thể can thiệp để duy trì tỷ giá hối đoái trong vòng giới hạn của phạm vi này.

Chế độ tỷ giá hối đoái cố định là một chế độ tỷ giá hối đoái được nhà nước công bố duy trì không thay đổi tỷ giá giữa đồng nội tệ với một đồng ngoại tệ nào đó.

Đặc điểm của chế độ tỷ giá cố định

Về cơ bản, những lực cung - cầu vẫn tồn tại trong thị trường ngoại tệ và chi phối số lượng cung - cầu ngoại tệ trên thị trường.

Nhà nước cam kết sẽ duy trì tỷ giá hối đoái ở mức độ cố định nào đó bằng cách nung trên thị trường lớn hơn cầu ở mức tỷ giá cố định thì nhà nước đảm bảo mua hết số dư cung ngoại tệ. Nếu cung trên thị trường nhỏ hơn cầu ở mức tỷ giá cố định đó thì nhà nước sẽ đảm bảo cung cấp một lượng ngoại tệ bằng đúng lượng dư cầu. Nhà nước sẽ thực hiện hoạt động mua bán lượng dư cung hay cầu đó với tư cách là người mua bán cuối cùng, người điều phối.

Những dự báo thay đổi tỷ giá trên thị trường gần bằng không từ trường hợp nhà nước thay đổi mức tỷ giá cố định.

Chế độ tỷ giá cố định được một số nước áp dụng như Trung Quốc từ những năm 80 của thập niên 20. Đáng chú ý là Thái Lan với cuộc khủng hoảng tài chính - tiền tệ tháng 7/1999 do áp dụng chế độ tỷ giá cố định quá lâu. Nước ta trước năm 1991 đã áp dụng chế độ tỷ giá hối đoái này. Nói chung chế độ tỷ giá này chỉ phù hợp với một thời gian nào đó mà thôi. Hiện nay chế độ tỷ giá hối đoái này coi như không được áp dụng trên thế giới.

- Điều kiện: Phải có sự can thiệp của chính phủ

- Ưu điểm: Đảm bảo sự ổn định về tỷ giá trong một thời gian dài.

- Nhược điểm: Không phản ánh đúng tỷ giá thị trường do vậy phát sinh tình trạng tỷ giá ngầm. Đây chỉ là tỷ giá mang tính hình thức.

▪ **Chế độ tỷ giá thả nổi tự do**

TGHD được xác định hoàn toàn dựa trên tương quan (mối quan hệ) cung cầu giữa các đồng tiền trên thị trường ngoại hối mà không cần đến bất kỳ sự can thiệp nào của NHTW.

Chế độ tỷ giá thả nổi là chế độ mà trong đó tỷ giá hối đoái được xác định và vận động một cách tự do theo quy luật thị trường mà trực tiếp là quy luật cung - cầu ngoại tệ trên thị trường ngoại tệ.

Đặc điểm của chế độ tỷ giá thả nổi:

Tỷ giá hối đoái được xác định và thay đổi hoàn toàn tùy thuộc vào tình hình cung cầu ngoại tệ trên thị trường

Nhà nước hoàn toàn không có bất cứ một tuyên bố, một cam kết nào về điều hành và chỉ đạo tỷ giá

Nhà nước không có bất kỳ sự can thiệp trực tiếp nào vào thị trường ngoại tệ.

Ưu điểm: Chế độ tỷ giá hối đoái này đảm bảo cân cân thanh toán, đảm bảo chính sách tiền tệ, làm cho nền kinh tế trở nên độc lập, góp phần ổn định kinh tế, đầu tư tư nhân, ổn định thị trường. Chính sách này được nhiều nước tư bản có đồng tiền mạnh áp dụng như Mỹ, Anh...

Nhược điểm: Đặt ra những rủi ro khó lường trước cho việc quản lý nguồn vốn và hoạt động xuất nhập khẩu.

Khi xảy ra những biến động về cung cầu của các đồng tiền thì các đồng tiền sẽ có xu hướng tăng hoặc giảm giá một cách tự động

Điều kiện áp dụng: Đối với những nước đã có thị trường ngoại hối tương đối hoàn chỉnh.

▪ **Chế độ tỷ giá linh hoạt có sự quản lý của nhà nước**

Về cơ bản tỷ giá do thị trường quyết định nhưng có sự can thiệp của nhà nước vào những lúc cần thiết nhằm tránh những con số về tỷ giá, hạn chế sự biến động

Tỷ giá được xác định và thay đổi hoàn toàn phụ thuộc tình hình quan hệ cung cầu trên thị trường

Ngân hàng nhà nước tuyên bố một mức biến động cho phép đối với tỷ giá và chỉ can thiệp vào thị trường với tư cách là người mua bán cuối cùng khi tỷ giá có sự biến động mạnh vượt mức cho phép.

Nếu tình hình kinh tế có những thay đổi lớn thì mức tỷ giá hối đoái, biên độ dao động cho phép được nhà nước xác định và công bố lại.

Do những ưu điểm của chế độ này nên chế độ này được nhiều nước áp dụng đặc biệt là các nước đang phát triển trong đó có Việt Nam.

Chính sách điều hành tỷ giá

▪ Khái niệm

Chính sách tỷ giá hối đoái là một thể thống nhất những định hướng và giải pháp của nhà nước đảm bảo ổn định tỷ giá và thị trường ngoại hối nhằm đạt được những mục tiêu kinh tế-xã hội đã dự định.

▪ Ý nghĩa của chính sách tỷ giá

Là một bộ phận hữu cơ của chính sách tiền tệ, không thể tách rời khỏi chính sách ổn định tiền tệ.

Thực hiện tốt chính sách điều hành tỷ giá sẽ góp phần điều hành tốt các chính sách khác.

Có tác dụng tăng sức cạnh tranh của hàng hóa nội địa trên thị trường quốc tế cũng như là bảo vệ những ngành, những lĩnh vực cần thiết trong nước.

Góp phần tác động đến những dòng chảy ngoại tệ vào mỗi quốc gia

▪ Mục tiêu của chính sách tỷ giá

Mục tiêu ngắn hạn

Giữ ổn định của chính sách tiền tệ nói chung mà trước hết là ổn định tỷ giá, đặc biệt là tỷ giá với các đồng tiền mạnh của thế giới.

Thu hút được nhiều ngoại tệ và tăng dự trữ ngoại hối quốc gia, cải thiện cán cân thanh toán quốc tế.

Mở rộng dần các hoạt động tài chính quốc tế của quốc gia bằng cách tăng cường các hoạt động thương mại quốc tế, thu hút vốn đầu tư, tín dụng quốc tế...

Mục tiêu dài hạn

Đẩy mạnh quá trình mở cửa và hội nhập quốc tế

Nâng dần vị trí quốc tế của đồng nội tệ

CHƯƠNG II: TẤN CÔNG TIỀN TỆ

1. Kỳ vọng và các dòng vốn quốc tế

Dòng vốn quốc tế di chuyển giữa nước này và nước khác không chỉ phụ thuộc vào lãi suất (hay khác biệt lãi suất) mà còn phụ thuộc vào kỳ vọng về tỷ giá hối đoái trong tương lai.

Sự lên giá, giảm giá của đồng tiền và các khoản sinh lợi kỳ vọng

Giả sử chúng ta xét việc đầu tư vào loại trái phiếu kỳ hạn một năm của chính phủ Hoa Kỳ với lãi suất 3% và trái phiếu của chính phủ Việt Nam với lãi suất 8%. Cả hai chính phủ đều được đánh giá là rất đáng tin cậy và không có vấn đề rủi ro gì khác trong việc thanh toán khi đến hạn. Đây là loại trái phiếu được thanh toán bằng chính tiền tệ của nước phát hành (a dollar-denominated bond đối với Hoa Kỳ và a VND-denominated bond đối với Việt Nam). Sau một năm việc đầu tư vào trái phiếu của nước nào sẽ mang lại sinh lợi cao hơn? Câu trả lời không chỉ phụ thuộc vào lãi suất của trái phiếu mà còn vào sự thay đổi tỷ giá của USD và VND (Để đơn giản, chúng ta không xét đến các cơ hội đầu tư hay sự hoán đổi cho các loại ngoại tệ nào khác).

Giả sử tỷ giá hối đoái giữa VND và USD ở thời điểm đầu tư là $16.000 \text{ VND} = 1 \text{ USD}$. Hai trường hợp được xét đến đó là sau một năm: (1) VND giảm giá 10% so USD ($17.600 \text{ VND} = 1 \text{ USD}$); và (2) VND lên giá 10% so USD ($14.400 \text{ VND} = 1 \text{ USD}$).

Giá trị của 1 USD hay 16.000 VND đầu tư sau một năm

		VND giảm giá 10% (USD lên giá) $17.600 \text{ VND} = 1 \text{ USD}$	VND lên giá 10% (USD giảm giá) $14.400 \text{ VND} = 1 \text{ USD}$
Nếu đầu tư vào trái phiếu Hoa Kỳ	Giá trị tính theo USD	1,03 USD	1,03 USD
	Giá trị tính theo VND	$1,03 \times 17.600 = 18.128 \text{ VND}$	$1,03 \times 14.400 = 14.832 \text{ VND}$
Nếu đầu tư vào trái phiếu Việt Nam	Giá trị tính theo VND	17.280 VND	17.280 VND
	Giá trị tính theo USD	$17.280 / 17.600 = 0,982 \text{ USD}$	$17.280 / 14.400 = 1,2 \text{ USD}$

Ghi chú: Đây là một ví dụ dựa vào thời điểm 2008. Bạn có thể thay đổi và tính lại theo từng thời điểm xem xét vì cũng sẽ nhận ra kết quả tương tự.

Như vậy, nếu VND tăng giá so với USD thì trái phiếu Việt Nam sẽ có sinh lợi cao hơn, trong khi VND giảm giá so USD thì trái phiếu Hoa Kỳ sẽ là lựa chọn tốt hơn theo tính toán đơn giản này. Tất nhiên, quyết định đầu tư vào trái phiếu nước nào hay trái phiếu được gắn với đồng tiền nào phụ thuộc vào nhiều yếu tố khác trong thực tế. Ví dụ bên trên cho chúng ta thấy rằng sự thay đổi của tỷ giá hối đoái có tác động rất lớn đến sinh lợi của trái phiếu và quyết định đầu tư và chính vì thế dự báo về tỷ giá có vai trò quan trọng

2. Đầu cơ tiền tệ

Rất khó để có thể dự báo một cách chính xác tỷ giá hối đoái của một hay một số đồng tiền theo các đồng tiền khác trong tương lai, thời điểm một năm nữa kể từ bây giờ chẳng hạn. Tuy nhiên, lại có nhiều lý do để những nhà đầu tư hay đầu cơ kỳ vọng về sự lên giá hay mất giá của một đồng tiền nào đó trong tương lai. Nếu như kỳ vọng này mạnh đến mức họ quyết định thực hiện kinh doanh tiền tệ thông qua các nguồn quỹ của mình, có nghĩa là họ đang tham gia đầu cơ tiền tệ (currency speculation). Để đầu cơ tiền tệ, các nhà đầu tư thường phân tích các yếu tố sau đây:

Sự khác biệt về tỷ lệ lạm phát: Trong dài hạn, tỷ giá hối đoái có xu hướng tuân thủ theo quy tắc PPP (ngang bằng sức mua), hay tỷ giá hối đoái danh nghĩa sẽ thay đổi nhằm bù trừ sự khác biệt về tỷ lệ lạm phát giữa 2 nước. Kết quả là các nhà đầu tư sẽ kỳ vọng rằng đồng tiền của các nước có tỷ lệ lạm phát cao sẽ giảm giá so với đồng tiền của các nước có tỷ lệ lạm phát thấp.

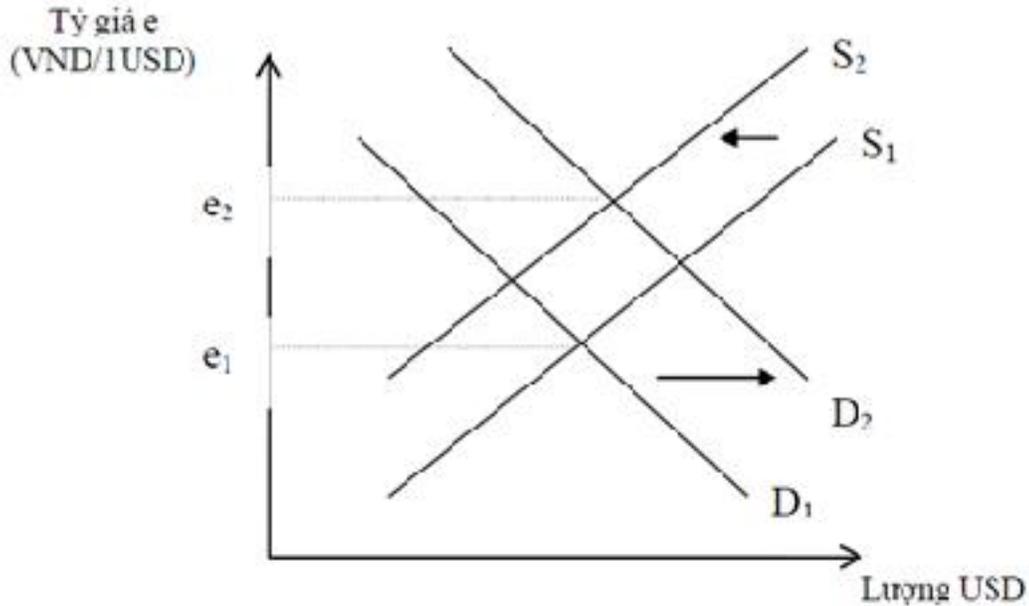
Độ lệch so với ngang bằng sức mua (Purchasing Power Parity, PPP): Nếu PPP là đúng có nghĩa là giá cả hàng hoá và dịch vụ trên thế giới có xu hướng tuân thủ theo quy luật một giá. Hay nói khác hơn, nếu giá cả hàng hoá và dịch vụ ở một nước được đánh giá là đắt đỏ so với nước khác thì sẽ xuất hiện một kỳ vọng về sự điều chỉnh giá cả thông qua sự giảm giá của đồng tiền nước này và ngược lại.

Sự mất cân bằng lớn của cán cân vãng lai: Thâm hụt lớn của cán cân vãng lai được hiểu là cần vay mượn nhiều để có thể trang trải chi tiêu. Tình trạng này có thể tồn tại trong một giai đoạn nhưng không thể kéo dài mãi mãi. Để góp phần giải quyết và ngăn chặn sự thâm hụt, một trong những cách là cần một sự giảm giá của nội tệ để hàng hoá và dịch vụ trở nên rẻ hơn một cách tương đối. Do vậy, các nhà đầu tư kỳ vọng vào một sự mất giá tiền tệ của các nước có cán cân vãng lai thâm hụt lớn, và tăng giá đồng tiền của các nước có cán cân vãng lai thặng dư.

Những áp lực đối với cơ chế tỷ giá hiện hành: Một cơ chế tỷ giá hối đoái cố định được duy trì thông qua các biện pháp can thiệp nhưng có dấu hiệu không bền vững như lượng dự trữ ngoại tệ đang có xu hướng cạn kiệt, hay một quốc gia cố gắng duy trì mức lãi suất cao trong thời kỳ suy thoái nhằm cố gắng bảo vệ tỷ giá và ngăn chặn sự tháo chạy của dòng vốn là những tín hiệu tạo ra kỳ vọng về sự mất giá của tiền tệ trong tương lai.

3. Tác động của đầu cơ tiền tệ

Đầu cơ tiền tệ dựa trên các kỳ vọng tương lai về sự mất giá hay lên giá của đồng tiền. Do vậy, các quyết định đầu tư của các nhà đầu tư ảnh hưởng rất mạnh đến tỷ giá hối đoái hiện hành. Để dễ liên hệ với tình huống của Việt Nam, chúng ta hãy xem xét thị trường ngoại hối về cung và cầu USD và tỷ giá hối đoái đang theo cơ chế thả nổi. Trục hoành đo lường lượng USD và trục tung đo lường tỷ giá danh nghĩa e (số lượng VND đổi lấy 1 USD) (hình vẽ).



Trước tiên, giả sử các nhà đầu tư không kỳ vọng về sự tăng giá hay giảm giá của VND, tỷ giá tương lai cũng giống như tỷ giá hiện tại. Trên thị trường ngoại hối, đường cung USD (S_1) và đường cầu USD (D_1) giao nhau tại mức tỷ giá cân bằng ban đầu là e_1 . Bây giờ, vì một số lý do nào đó, các nhà đầu tư thay đổi kỳ vọng của họ theo hướng VND mất giá so với USD trong tương lai. Điều này có nghĩa là trái phiếu Hoa Kỳ (chính xác hơn là trái phiếu theo USD) được xem là có sinh lợi hấp dẫn hơn nếu sau cùng quy đổi theo VND. Sự kỳ vọng về VND giảm giá này sẽ làm dịch chuyển đường cầu USD sang phải. Người dân Việt Nam muốn mua nhiều trái phiếu Hoa Kỳ hơn ứng với các mức tỷ giá cho trước, họ bán VND và mua USD, cầu USD tăng lên. Tương tự như vậy, nếu xét ở góc độ thị trường trái phiếu Việt Nam đủ lớn để có thể thu hút người dân Hoa Kỳ, diễn biến sẽ là trái phiếu Việt Nam ít hấp dẫn hơn, cầu trái phiếu Việt Nam của người dân Hoa Kỳ giảm, cầu VND giảm và họ giảm bán ra USD, nên đường cung USD dịch trái. Kết quả là tỷ giá cân bằng mới ở mức cao hơn

($e > e_1$), VND mất giá ngay từ bây giờ, khi xuất hiện kỳ vọng về sự mất giá của VND trong tương lai.

4. Tỷ giá hối đoái cố định và các cuộc tấn công đầu cơ

Đối với cơ chế tỷ giá hối đoái thả nổi, kỳ vọng về sự giảm giá trong tương lai của một đồng tiền cùng với đầu cơ có thể làm cho tỷ giá thay đổi theo hướng đồng tiền đó mất giá ngay hiện tại. Trong cơ chế tỷ giá hối đoái cố định, loại kỳ vọng này xuất hiện sẽ tạo sức ép và làm cho cơ chế này rất khó duy trì và có thể bị sụp đổ.

Hoạt động đầu cơ đe dọa cơ chế tỷ giá hối đoái cố định như thế nào?

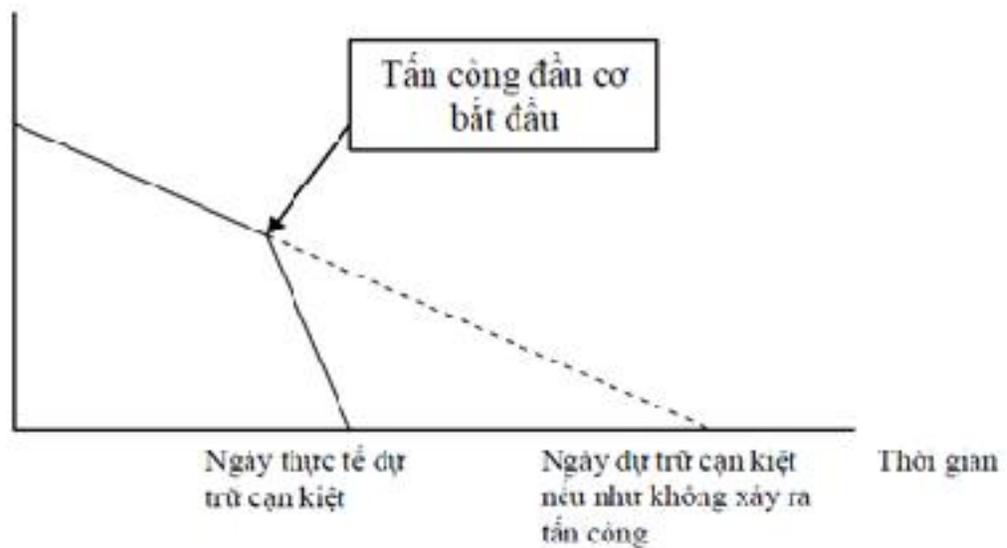
Sau chiến tranh thế giới thứ hai và nhất là sau khi hiệp định Bretton-Woods sụp đổ, càng xuất hiện nhiều trường hợp các nước từ bỏ cơ chế tỷ giá hối đoái cố định một cách chủ động hay thụ động. Một số trường hợp trong đó xảy ra là do sự tấn công vào đồng tiền của các nước này. Khi các nhà đầu tư tin rằng cơ chế tỷ giá hối đoái cố định của một quốc gia nào đó sớm hay muộn sẽ bị từ bỏ, họ bắt đầu tấn công bằng cách bất ngờ bán ra một lượng lớn nội tệ nước này và kéo theo đồng tiền này giảm giá. Do vậy, khi đồng tiền của một quốc gia gặp trục trặc do đối diện với các cuộc tấn công đầu cơ còn được biết đến như là cuộc khủng hoảng tiền tệ (currency crisis).

Thái Lan trong cuộc khủng hoảng tài chính 1997 là một ví dụ điển hình cho cuộc tấn công đầu cơ vào một cơ chế tỷ giá hối đoái cố định đang có dấu hiệu không vững chắc. Khi Baht Thái được cố định ở mức 25 Baht = 1 USD. Tại mức tỷ giá này Baht Thái được đánh giá là có giá trị cao hơn mức cân bằng tính theo USD, do vậy dẫn đến tình trạng thặng dư Baht Thái trên thị trường. Chính phủ Thái sử dụng dự trữ ngoại tệ (USD) để mua lượng Baht hàng ngày trên thị trường ngoại hối nhằm duy trì tỷ giá cam kết (hay có thể hiểu là bán ra USD vào thị trường). Khi các nhà đầu tư bắt đầu kỳ vọng về sự mất giá của Baht trong tương lai, họ đẩy mạnh bán ra Baht. Để giữ tỷ giá cố định, chính phủ Thái phải sử dụng ngày càng nhiều hơn lượng dự trữ ngoại tệ của mình để can thiệp vào thị trường. Thực tế là các nhà đầu tư đã thực hiện một cuộc tấn công đầu cơ bằng cách chuyển một dòng vốn khổng lồ ra khỏi Thái Lan, họ bán tài sản Thái và chuyển các dòng vốn của họ sang các tài sản theo đô la Mỹ ở các tài khoản ngoại tệ bên ngoài. Dự trữ ngoại hối cạn kiệt, Baht mất giá và chuyển sang rơi tự do, cơ chế tỷ giá hối đoái cố định kết thúc. Vấn đề là khi nào thì kỳ vọng xuất hiện, và khi bị tấn công cơ chế tỷ giá cố định sụp đổ ngay không?

Lô-gic của một cuộc tấn công đầu cơ

Sự cạn kiệt của dự trữ ngoại tệ nhìn thấy trước: Lô-gic của sự cạn kiệt dự trữ ngoại tệ tương tự như tình huống của Thái Lan. Khi cạn kiệt dự trữ, tỷ giá hối đoái hay giá trị của Baht Thái sẽ trở về giá trị cân bằng của nó (mức tỷ giá khi không có sự can thiệp), các nhà đầu tư xây dựng diễn cảnh đó vào kỳ vọng hiện tại của họ - đồng Baht sẽ mất giá trong tương lai ngay cả khi tỷ giá là cố định trong hiện tại, và họ bắt tay vào công việc “đầu tư” từ hôm nay. Dự trữ ngoại tệ Thái cạn kiệt nhanh hơn là tiến trình lẽ ra nó sẽ diễn ra nếu không có tấn công đầu cơ (hình vẽ)

Dự trữ ngoại tệ



Vấn đề kinh tế vĩ mô và niềm tin của công chúng - Trường hợp của nước Anh - 1992: Nước Anh từ bỏ cơ chế tỷ giá hối đoái cố định tháng 09 năm 1992 mà lý do bị tấn công cơ bản không phải là dự trữ ngoại tệ cạn kiệt mà là dân chúng Anh không còn kiên nhẫn với chính sách thắt chặt tiền tệ, duy trì mức lãi suất cao và nền kinh tế bị kiềm nén, cán cân vãng lai bị thâm hụt ngày càng cao, tỷ lệ thất nghiệp gia tăng. Lãi suất trái phiếu của Anh cao và cơ chế tỷ giá hối đoái cố định đã thu hút các nhà đầu tư giữ trái phiếu Anh và đồng Bảng Anh. Điều này đã làm cho khả năng thúc đẩy nền kinh tế thông qua cắt giảm lãi suất không thể thực hiện được. Trước sự căng thẳng diễn ra, các nhà đầu tư càng tin vào khả năng sẽ có những quyết định chính trị nhằm từ bỏ cơ chế tỷ giá hối đoái cố định và kỳ vọng vào một sự mất giá của Bảng Anh. Tấn công đầu cơ đã đẩy chính phủ Anh nâng mức lãi suất cao hơn nhằm bảo vệ tỷ giá. Cuối cùng thì những căng thẳng cũng bị đẩy đến một kết cục của quyết định từ bỏ cơ chế tỷ giá hối đoái cố định và kỳ vọng của các nhà đầu tư cũng xảy ra.

Những lời tiên đoán có đủ sức mạnh không?

Lô-gic của các cuộc tấn công đầu cơ giống như một vòng lặp: một nước bị buộc cho phép đồng tiền của mình mất giá bởi đầu cơ tiền tệ, và việc đầu cơ này phản ánh niềm tin của các nhà đầu tư rằng đồng tiền của nước này sớm hay muộn cũng được cho phép mất giá. Một số nhà kinh tế, nhìn vào vòng lặp này, lập luận rằng trong một số trường hợp tấn công đầu cơ có thể là kết quả của sự tự đáp lại những lời tiên đoán.

Đây là lời giải thích vì sao lập luận của họ có thể xảy ra. Giả sử một nước theo cơ chế tỷ giá hối đoái cố định và chính cơ chế tỷ giá này tạo ra khó khăn cho chính sách kinh tế nhưng chính phủ nước này vẫn muốn duy trì nó. Ví dụ ở Thụy Điển năm 1992, điều này được mô tả trong đạo luật kinh tế. Thời gian này chính phủ Thụy Điển muốn tự do cắt giảm lãi suất để chống chọi với suy thoái nhưng họ cũng muốn duy trì tỷ giá hối đoái cố định giữa krona với mark Đức. Mãi đến mùa thu 1992 mong muốn của chính phủ để cố định tỷ giá vẫn còn nặng hơn sự căm dỗ về sự tự do của chính sách tiền tệ.

Nhưng bây giờ giả sử vì một số lý do nào đó các nhà đầu tư bắt đầu tin rằng tỷ giá hối đoái cố định sẽ bị từ bỏ. Sự thay đổi kỳ vọng này sẽ dẫn đến dòng vốn đi ra và lãi suất cao hơn. Theo kết quả đó, sẽ rất khó khăn để chính phủ duy trì tỷ giá hối đoái cố định. Vấn đề là ở chỗ kỳ vọng về tỷ giá hối đoái cố định bị từ bỏ có thể đẩy một đất nước vào việc từ bỏ tỷ giá cố định: một cuộc tấn công đầu cơ có thể là sự tự đáp lại những lời tiên đoán.

Và điều gì đã kích động sự tự đáp lại như vậy? Có thể là bất kỳ thứ gì - một vụ xì căng đan ảnh hưởng đến chính phủ, một mảng tin kinh tế xấu, một lời tuyên bố bất cẩn của quan chức chính phủ.

Các nhà kinh tế cũng bị phân chia theo mức độ quan trọng của các cuộc khủng hoảng tự đáp lại các cuộc tấn công đầu cơ. Tất cả các chuyên gia đồng ý rằng nhiều, hay có lẽ là hầu hết, cuộc khủng hoảng là kết quả của các trục trặc kinh tế mang tính nền tảng. Họ cũng đồng ý việc các quốc gia với vị thế kinh tế vững chắc thật sự không là mục tiêu của các cuộc tấn công đầu cơ. Nhưng đối với một số quốc gia trong vùng xám: họ đủ mạnh để một cuộc tấn công đầu cơ không xảy ra, với tình trạng hiện hành, nhưng họ cũng yếu đủ để có thể bị đẩy vào tình trạng từ bỏ tỷ giá hối đoái cố định nếu có một cuộc tấn công đầu cơ tạo ra và theo cách đó có sự trải nghiệm về sự tự đáp lại lời tiên đoán.

Một số các nhà kinh tế vĩ mô tin rằng bản chất của sự tự đáp lại từng phần của các cuộc tấn công đầu cơ có thể giải thích tại sao các cuộc tấn công này dường như thường xảy ra

theo các làn sóng với một cuộc tấn công đầu cơ vào một loại tiền tệ này nhanh chóng kéo theo sự tiếp diễn với một cuộc tấn công vào một loại tiền tệ khác, và cứ thế tạo ra sự lan truyền. Cuộc tấn công đầu cơ vào bảng Anh 1992 kéo theo chẳng bao lâu sau là các cuộc tấn công vào đồng lira Ý, franc Pháp, và krona Thụy Điển. Một cuộc tấn công vào baht Thái 1997 kéo theo một chuỗi các cuộc tấn công trên phạm vi toàn thế giới, lên đến cực điểm là cuộc tấn công vào đồng real Brazil đầu 1999. Các nhà kinh tế gọi hiện tượng này, theo đó, một cuộc khủng hoảng ở một quốc gia dường như lan sang nhiều quốc gia khác, hay còn gọi là sự lan truyền hay lây nhiễm (contagion), và gợi ý rằng điều này có thể xảy ra bởi vì sự sụp đổ của cơ chế tỷ giá hối đoái cố định ở một quốc gia làm cho các nhà đầu tư lo lắng về sự bất ổn của các cơ chế ở các quốc gia khác.

5. Các cuộc tấn công đầu cơ và chính sách kinh tế vĩ mô

Tác động vĩ mô của các cuộc tấn công tiền tệ

Tấn công tiền tệ tác động rất khác nhau đến nền kinh tế vĩ mô của các quốc gia khác nhau. Cuộc tấn công vào Mêhicô 1994; Thái Lan, Malaysia, Hàn Quốc và Indonesia 1997-1998; và Argentina tháng 12 năm 2001 đã gây thiệt hại nghiêm trọng đến đất nước này trong khi cuộc tấn công xảy ra ở Anh tháng 9 năm 1992 thì hầu như không tạo ra hệ quả xấu gì. Như vậy, đâu là lời giải thích và vì sao lại có sự khác biệt về hậu quả như vậy? Giả sử chúng ta xem xét một nền kinh tế mở theo cơ chế tỷ giá hối đoái cố định trải qua cuộc tấn công tiền tệ và buộc phải từ bỏ cơ chế này, hệ quả chung nhất đối với nền kinh tế sẽ như thế nào?

Theo lý thuyết, đối với một nền kinh tế mở và vốn di chuyển tự do, từ bỏ cơ chế tỷ giá hối đoái cố định thì chính sách tiền tệ sẽ có vai trò và khả năng lớn hơn trong việc ổn định hoá nền kinh tế. Các bằng chứng từ nghiên cứu thực nghiệm cho thấy một sự giảm giá bất ngờ của đồng tiền của một quốc gia có thể phá vỡ hệ thống tài chính của nền kinh tế này thông qua 02 tác động: (1) Sự sụp đổ của hệ thống ngân hàng thông qua hiện tượng rút tiền ồ ạt (Bank Runs); và (2) Hiệu ứng Bảng cân đối tài sản (Balance-Sheet Effect).

Sự sụp đổ của hệ thống ngân hàng (Bank Runs): Tác động này xuất phát từ sự mất niềm tin của người gửi tiền mang tính dây chuyền và đổ xô rút tiền, hệ thống ngân hàng kéo theo sụp đổ ngay cả khi ngân hàng đang ăn nên làm ra, giá trị tài sản của ngân hàng đang lớn hơn giá trị nguồn vốn. Ở các quốc gia có hệ thống tài chính và ngân hàng vững mạnh, hệ thống bảo hiểm tiền gửi hoạt động tốt và ngân hàng trung ương đóng vai trò cứu cánh cuối

cùng tốt và hiệu quả thì ngân hàng được giải nguy từ sự hoảng loạn này. Tuy nhiên, tình hình có thể trở nên nghiêm trọng khi tiền gửi ngân hàng dưới dạng tài khoản ngoại tệ.

Hiệu ứng Bảng cân đối tài sản (Balance-Sheet Effect): Nội tệ giảm giá cũng đồng nghĩa giảm của cải và tăng nợ nần khi quy đổi hay tính theo ngoại tệ. Kết quả là sẽ kéo theo sụt giảm chi tiêu, nguy cơ phá sản và xáo trộn về tình hình tài chính.

Các cuộc khủng hoảng và tranh luận chính sách

Thập niên 90 và đầu những năm 2000 đánh dấu hàng loạt các cuộc khủng hoảng và tấn công đầu cơ. Do tính chất phức tạp và có tính lan truyền nhanh chóng của các cuộc khủng hoảng nên hầu hết các quốc gia đều thống nhất về sự cần thiết phải ngăn chặn tình trạng này. Tuy nhiên, các nhà chính sách vẫn còn tranh luận chưa đi đến sự đồng thuận về bài thuốc và loại hình chính sách nào nên được áp dụng. Hiện có 3 loại phản ứng chính sách hay giải pháp đã được triển khai: (1) Các phản ứng tài khoá và tiền tệ đối với cuộc khủng hoảng; (2) IMF và các giải pháp cứu trợ trọn gói; và (3) Quay về với kiểm soát vốn.

Các phản ứng tài khoá và tiền tệ đối với cuộc khủng hoảng: Trước những cú sốc phía cầu, lý thuyết kinh tế vĩ mô chỉ rõ rằng cần áp dụng chính sách tiền tệ và tài khoá mở rộng để giải quyết tình trạng suy thoái và chính sách thắt chặt để cắt giảm áp lực lạm phát. Đối với các cú sốc gây ra từ cuộc tấn công tiền tệ, đồng tiền có nguy cơ mất giá và dòng vốn tháo chạy thì giải pháp không rõ ràng và thường có tác động 2 mặt. Tăng lãi suất nhằm khuyến khích giữ lại các dòng quỹ đầu tư nhưng nguy cơ kéo theo suy thoái do cầu đầu tư giảm. Duy trì lãi suất và cho phép nội tệ mất giá thì lại bị tác động của hiệu ứng bảng cân đối tài sản. Tăng thuế và cắt giảm chi tiêu là một khả năng lựa chọn khác nhưng phải đối mặt với sự sụt giảm tăng trưởng kéo theo suy thoái. Tiếp tục duy trì thành tích kinh tế bằng cách mở rộng tài khoá kích cầu thì có thể gây nên tình trạng nghi ngờ khả năng thanh toán nợ nần của chính phủ và làm trầm trọng thêm khả năng bị tấn công đầu cơ.

IMF và các giải pháp cứu trợ: Dự trữ ngoại tệ yếu kém hay khả năng cạn kiệt dự trữ là một trong những nguyên nhân chủ yếu một quốc gia bị tấn công tiền tệ và phải từ bỏ cơ chế tỷ giá hối đoái cố định. Trong một số trường hợp khẩn cấp, các nguồn cho vay có thể đến từ các nước khác (20 tỷ USD đã được chính phủ Hoa Kỳ cho Mêhicô vay năm 1994-95), hay nguồn vay có thể đến từ các tổ chức quốc tế (IMF và các giải pháp cho vay trọn gói đến các nước Hàn Quốc, Thái Lan, Indonesia năm 1997). Tuy nhiên, sự thành công của các cứu trợ từ các nguồn này không thực sự rõ ràng và gây ra khá nhiều tranh cãi từ sự khác biệt trong

các giải pháp trọn gói (thường là tăng thuế, cắt giảm chi tiêu trong thời kỳ khủng hoảng) và hệ quả thực tế của các nền kinh tế nhận cứu trợ.

Kiểm soát vốn (Capital Controls): Đây là loại hình kiểm soát giao dịch ngoại hối đặc biệt thông qua ngăn cấm các dòng vốn quốc tế. Về nguyên tắc, khi quốc gia tuyên bố kiểm soát vốn thì chỉ có các giao dịch ngoại hối cho thanh toán nhập khẩu hàng hoá và dịch vụ và một số các giao dịch khác trong tài khoản vãng lai của cán cân thanh toán mới được phép, các giao dịch trong tài khoản vốn hoàn toàn bị ngăn cấm. Điều này có nghĩa là bạn không thể chuyển đổi ngoại tệ cho hoạt động mua bán cổ phiếu, trái phiếu với bên ngoài. Câu hỏi đặt ra là có nên hay không nên áp dụng chính sách này? và thời điểm nào áp dụng là phù hợp và hiệu quả nhất? Malaysia là nước đã áp dụng hình thức này trong cuộc khủng hoảng tài chính châu Á 1997. Về nguyên tắc, kiểm soát vốn có thể có tác dụng ngăn chặn đầu cơ tiền tệ khi có dấu hiệu hay trong thời gian xảy ra khủng hoảng. Đây là giải pháp có tính tạm thời và có thể tháo bỏ khi tình hình trở nên lắng dịu. Cái giá phải trả cho giải pháp này là sự ảnh hưởng đến niềm tin của các nhà đầu tư, các động cơ khuyến khích bị bóp méo và tình trạng quan liêu của quyền có thể trở thành gánh nặng

Các cuộc khủng hoảng quốc tế như là vấn đề kinh tế vĩ mô quan trọng

Kinh tế học vĩ mô được xem như một ngành học non trẻ. Sau cuộc Đại khủng hoảng 1929-33, lý thuyết Keynes đã giúp hình thành sự hiểu biết và ứng xử trước sự sụt giảm phía cầu của nền kinh tế. Vào những năm 1970, tình trạng đình lạm (Stagflation) đã mang lại cho các nhà chính sách kinh tế vĩ mô một cách phân tích và kết hợp chính sách hoàn toàn mới để giải quyết các trục trặc mới nổi lên ở cả phía cung và phía cầu. Thập niên 90 đến nay, nhất là sau các cuộc khủng hoảng ở châu Á và châu Mỹ la tinh, một lần nữa lý thuyết kinh tế vĩ mô được cập nhật và bổ sung nhằm giúp các quốc gia tìm ra các giải pháp hữu hiệu trước các biến động của một nền kinh tế hội nhập sâu rộng và khá nhiều rủi ro tiềm ẩn. Tuy vậy, hiện vẫn chưa có một “cái neo” vững chắc cho hệ thống lý thuyết và chính sách kinh tế vĩ mô cho nền kinh tế thế giới nói chung và các nền kinh tế đang phát triển nói riêng. Bằng chứng là cuộc khủng hoảng ở Hoa Kỳ 2008 và sự suy giảm kinh tế lan rộng phạm vi toàn cầu kéo dài đến nay vẫn chưa thực sự kết thúc. Con đường tìm tòi và nghiên cứu vẫn còn ở phía trước.

6. Các cuộc tấn công đầu cơ năm 1997

Như đã biết, hầu hết các nước Châu Á từ lâu đều cố gắng duy trì nội tệ của họ ở một hối suất tương đối cố định so với đô-la Mỹ hay so với một “rổ tiền” (basket of currencies) của những nước bạn hàng quan trọng. Chính sách này có ưu điểm là giữ cho nội tệ tương đối vững giá khiến mọi người yên tâm làm ăn và công ty nước ngoài mạnh danh đầu tư. Tuy nhiên, qua những diễn biến đã ghi nhận trong những bài trước, với những thay đổi sâu xa từ cả trong lẫn ngoài thì cơ cấu kinh tế của các nước trong vùng đã bắt đầu có những vết rạn nứt lớn. Lợi dụng cơ hội, nhóm đầu cơ tiền tệ đã nhào vào tấn công. Phản ứng thông thường của chính phủ là cố gắng bảo vệ đồng tiền của mình bằng cách sẵn sàng mang ngoại tệ trong quỹ phòng ra ứng chiến với “điều hâu”.

Thái Lan, Indonesia, Hàn Quốc... đầu hàng vô điều kiện

Nếu áp lực kéo dài thì chính phủ sẽ lập tức gây khó khăn cho “điều hâu” bằng những phương cách sau đây:

- Tăng lãi suất ngân hàng. Ngày 10/7/1997 Malaysia cho tăng lãi suất ngắn hạn từ 9% lên 50% với mục đích làm cho việc đi vay để “bán khống” trở nên tốn kém hơn. Tuy nhiên phương sách này không thể duy trì lâu dài vì lãi suất cao sẽ gây khó khăn cho các công ty trong nước và đưa đến những hậu quả xấu cho nền kinh tế.
- Tăng chỉ số thế chấp. Đây cũng là một biện pháp tương tự nhằm mục đích tăng chi phí vay tiền để đầu cơ.
- Cấm ngân hàng không cho người nước ngoài vay để đầu cơ. Thay vì áp dụng hai phương thuốc trên thì tiện nhất là cấm ngân hàng không cho giới đầu cơ vay. Đây là biện pháp mà Ngân hàng Trung ương Thái Lan đưa ra ngày 16/5/1997.
- Hạn chế người nước ngoài bán nội tệ nếu không có nhu cầu thanh toán thương mại. Ngày 3/7/1997, ngân hàng Malaysia công bố không cho người nước ngoài vay quá 2 triệu USD nếu không có nhu cầu thanh toán các dịch vụ thương mại.
- Cấm “bán khống”. Ngày 28/8/1997, Chính phủ Malaysia cấm ngân hàng không được cho vay cổ phiếu của 100 công ty lớn để “bán khống”.

Trên đây chỉ là những phương thức căn bản để cố gắng tái lập trật tự trên thị trường tiền tệ và thị trường chứng khoán (TTCK). Tuy nhiên trong cuộc khủng hoảng vừa qua thì những biện pháp này hầu như đã không mang lại kết quả mong muốn. Một trong những lý do chính là vì cục diện chiến trường giờ đã đổi khác. Lấy thí dụ của Malaysia, tính ra thì chỉ có 5% lượng tiền rínggít của họ là được mua bán trong nước còn thì phần lớn cuộc chiến đã xảy

ra tại các thị trường quốc tế ở New York, London, Tokyo, Singapore... nghĩa là ngoài vòng kiểm soát của Chính phủ! Tương tự, các cổ phiếu của Malaysia từ lâu cũng đã đồng thời được yết bán tại một “chợ nhỏ” thuộc TTCK Singapore và chính đây là nơi các nhóm đầu cơ đã tha hồ thao túng!

Tại Thái Lan, sau 6 tháng.. anh dũng chiến đấu, ngày 19/6/1997 Bộ trưởng Tài chính Amunay Virvan đệ đơn từ chức, sau khi Chính phủ đã mất 6 tỉ USD để cố gắng cứu đồng baht một cách vô hiệu. Tân Bộ trưởng Thanon Bidaya năm hôm sau đích thân đến Ngân hàng Trung ương và đòi xem cho được chi tiết các con số lâu nay vẫn được tuyệt đối giữ bí mật. Ông ta khám phá ra rằng hầu hết số lượng ngoại tệ dự trữ khoảng 30 tỉ USD đều đã được đổ vào mua baht từ các hợp đồng “bán khống”, và quỹ ngoại tệ của Thái Lan lúc ấy chỉ còn hơn 1 tỉ USD, hay nói vắn tắt là Thái Lan đã... hết đạn! Đúng một tuần lễ sau, Chính phủ Thái Lan giương cờ trắng đầu hàng tuyên bố thả nổi đồng baht. Nhìn thấy cuộc chiến đấu tuyệt vọng của Thái Lan, thay vì “vút... đô-la Mỹ qua cửa sổ”, ngày 14/8/1997 Indonesia quyết định thả nổi đồng rupiah. Sau đó, đến ngày 21/10/1997, Ngân hàng Trung ương Hàn quốc cũng công bố ngưng mọi hoạt động trợ giá đồng won.

Chiến trường Hồng Kông, Đài Loan và Malaysia đáng để ta chú ý hơn.

Hồng Kông chiến đấu đến cùng!

Thị trường tài chính Hồng Kông đã phát triển từ lâu nên có nhiều sản phẩm tinh xảo hơn, thí dụ như tại đây người ta có thể “đánh cá” vào “chỉ số chứng khoán tương lai – CSTL” (stock – index futures), và đây là mặt trận thứ ba mà “điều hâu” cũng đã đổ vào tấn công ngoài hai mặt trận tiền tệ và chứng khoán.

Chiến thuật cổ điển của “điều hâu” lại một lần nữa được mang ra áp dụng Trước hết, họ cho “bán khống” cổ phiếu và các hợp đồng CSTL, và kế đó thì họ “bán khống” đồng đô-la Hồng Kông (HKD). Làm như vậy “điều hâu” hy vọng chính quyền Hồng Kông sẽ lâm chiến và để giữ hối suất cố định với đô-la Mỹ, sẽ cho gia tăng lãi suất ngân hàng. Khi lãi suất gia tăng thì những người thường vay tiền để mua cổ phiếu nay vì quá tốn kém nên phải đổ bớt cổ phiếu ra bán trả nợ. Khi có nhiều người muốn bán thì cổ phiếu sẽ lại sụt giá, giúp “điều hâu” mua lại cổ phiếu vì các hợp đồng CSTL với giá rẻ hơn để giao trả các hợp đồng “bán khống” trước đây và có lãi. Thêm vào đó cứ tiếp tục “pháo kích” thì có thể đồng HKD sẽ mất giá và “điều hâu” lại đại thắng ở mặt trận tiền tệ. Trong khoảng thời gian này, những

nhóm đầu cơ đã lớn tiếng khoe khoang rằng đối với họ, Hồng Kông không khác gì... một máy rút tiền tự động hễ nhấn nút là có tiền nhanh chóng, dễ dàng!

Thế nhưng Hồng Kông nào phải tay vừa! Ngày 14/8/1998, cho rằng sự việc đã đi quá đà, chính quyền Hồng Kông bèn “tung độc chuông”! Với một lượng tiền khổng lồ, họ tung quân xông vào chiến trường làm ba đợt để ổn định mặt trận tiền tệ, thay vì cho tăng lãi suất, Chính phủ đô-đô-la Mỹ ra mua nội tệ của “điều hâu”. Đợt hai, họ tràn vào TTCK và hễ “điều hâu” muốn bán bao nhiêu cổ phiếu thì chính quyền Hồng Kông đổ tiền ra mua bấy nhiêu. Sau cùng để gây thương tích tối đa cho những “điều hâu” đã bán không các hợp đồng CSTL mong TTCK sụt giá, chính quyền ào ạt mua cổ phiếu khiến giá cổ phiếu tăng vùn vụt. Đây là một đòn tối hậu, hiếm khi được mang ra áp dụng và đã mang lại kết quả tức khắc. Chỉ số Hang Seng tăng vọt lên 8,5% ngay trong ngày đầu giao chiến và liên tục gia tăng sau đó chứ không giảm đi như “điều hâu” đã mong muốn. Bằng hoàng lữ “điều hâu” đành phải mua nội tệ và cổ phiếu với giá cao hơn để giao trả các hợp đồng bán không nên bị lỗ nặng. Họ đồng loạt lớn tiếng xỉ vả chính quyền Hồng Kông là đã không tôn trọng... luật chơi tư bản (!) mà đã xía vào thị trường! Cuộc chiến kéo dài hai tuần lễ và tính ra thì chính quyền Hồng Kông đã đổ ra hơn 15 tỉ USD, tức là 15% quỹ ngoại tệ dự phòng để phản công thắng lợi.

Đài Loan... không thềm đánh

Trong những nước châu Á thì Đài Loan được xếp vào hạng “cọc lớn” với quỹ dự phòng lên tới 100 tỉ USD, xếp hạng 3 thế giới. Nói chung thì Đài Loan có đủ khả năng tài chính để “tổng phản công” như Hồng Kông đã làm. Tuy nhiên, họ đã chọn chiến thuật bỏ ngõ, chỉ chống đỡ... qua loa để bảo vệ đồng tiền của mình. Có thể nói rằng một trong những biện pháp tương đối khác thường mà Đài Loan đã đưa ra là tạm thời cấm không cho ngân hàng mang vật thế chấp ra bán để đòi nợ, được ban hàng vào tháng 8/1998 trong lúc cuộc chiến giữa Hồng Kông và “điều hâu” bước vào giai đoạn quyết liệt.

Giới quan sát cho rằng chiến thuật thả nổi nội tệ là một đòn độc của Đài Loan, cố ý để dành ngoại tệ dự phòng và muốn để sản phẩm của mình rẻ hơn hâu tạo áp lực khiến Hồng Kông phải phá bỏ mức hối suất cố định, làm cho Trung Quốc mất mặt!

Malaysia đổi luật chơi!

Với 97 tỉ USD trong quỹ dự phòng thì Hồng Kông có đủ khả năng đánh lớn, nhưng nếu là... nhà nghèo như Malaysia thì đành phải áp dụng cách khác!

Cũng như các nước trong vùng, Malaysia đã phải điều đứng với lũ “điều hâu”. Ngày 13/9/1997 trong một bài diễn văn đọc tại cuộc họp của Quỹ Tiền Tệ Quốc Tế (IMF) và Ngân hàng Thế giới tại Hồng Kông Thủ tướng Mahathir đã kịch liệt đả kích các nhóm đầu cơ tiền tệ là đã kiếm lãi hàng tỉ đô-la Mỹ “bằng cách làm khánh kiệt người khác” và cho rằng “các quốc gia Đông Nam Á đã trở thành những con mồi vì không đủ khả năng tài chính để tự vệ”.

Qua kinh nghiệm của Thái Lan, Indonesia và Hàn Quốc, ông Mahathir nhất quyết không trông cậy vào IMF mà chọn một lối đi riêng cho Malaysia. Tính ra trong vòng một năm từ khi Thái Lan thả nổi đồng baht thì đồng ringgit của Malaysia đã mất đi 40% giá trị và TTCK Kuala Lumpur cũng đã sụt giá 70%. Ngày 28/8/1998, Malaysia công bố số liệu cho biết nền kinh tế của họ đã đi thụt lùi 6,8% trong quý II/1998, chính thức đưa Malaysia vào giai đoạn suy thoái kinh tế (recession) lần đầu tiên sau 13 năm. Ba hôm sau, Chính phủ Malaysia bắt đầu công bố một loạt những biện pháp cứng rắn để bảo vệ đồng ringgit gồm những điểm chính sau đây:

- Cổ phiếu của công ty Malaysia chỉ được mua bán tại TTCK Kuala Lumpur. Tất cả những cổ phiếu Malaysia hiện đang lưu hành tại thị trường Singapore đều phải chuyển về TTCK Kuala Lumpur, nếu không thì sẽ bị coi là vô giá trị.
- Tiền bán cổ phiếu và ngoại tệ phải được ký thác vào những trương mục ngoại (external accounts). Tiền giữ trong những trương mục này chỉ được dùng để mua hàng và đầu tư tại Malaysia, và mọi thanh toán từ trương mục này đều phải xin phép trước.
- Cổ phiếu phải được giữ hơn một năm thì sau khi bán mới được quyền đổi ra ngoại tệ và chuyển tiền ra khỏi Malaysia.
- Tất cả tiền Malaysia hiện đang lưu hành ở nước ngoài đều phải chuyển về Malaysia nếu không sẽ bị coi là vô giá trị.
- Dân Malaysia muốn đầu tư ra nước ngoài phải xin phép trước. Đồng thời khi ra nước ngoài họ không được mang theo quá 1.000 ringgit, và người nước ngoài vào Malaysia phải khai báo ngoại tệ.
- Xác định hối suất 1USD = 3,8 ringgit.

Những biện pháp cứng rắn của Malaysia dĩ nhiên là đã bị giới đầu tư quốc tế phản đối kịch liệt. Họ đồng loạt “tẩy chay” Malaysia vì cho là đã ngang nhiên đổi luật chơi! Nhiều công ty lớn lập tức tuyên bố đóng cửa văn phòng, cắt đứt mọi hoạt động tại Malaysia... Ngay cả Ngân hàng Thế giới ban đầu cũng đe dọa là sẽ mang ra xét lại những món nợ cho

Malaysia vay dài hạn! Hoàn cảnh Malaysia thật đáng thương vì bị dồn vào một thế kẹt. Tuy nhiên nếu nhìn vấn đề dưới con mắt thông cảm của người trong vùng thì nếu không áp dụng những biện pháp cứng rắn này thử hỏi ông Mahathir có còn cách gì khác hơn? Bằng cách không cho đồng ringgit được hoán đổi tự do, Malaysia tự mình cô lập hóa khỏi cú sốc tài chính thế giới, thì như vậy cũng không khác gì Trung Quốc và Ấn Độ là hai nước đã không bị ảnh hưởng mấy của cuộc khủng hoảng tiền tệ. Thêm vào đó, kinh nghiệm ở Thái Lan và nhất là ở Indonesia đã cho thấy là phương thuốc IMF không công hiệu, và rồi chính IMF cũng lúng túng vì không tìm kịp nguồn tài trợ để giải cứu nhiều “bệnh nhân” mới “nhập viện” như Nga, Brazil...

Bàn cờ kinh tế châu Á đã được vẽ lại

Nói chung thì tất cả đều quy về những nhóm đầu cơ tiền tệ! Họ là ai và hoạt động như thế nào, điều này rất ít người biết đến vì họ không nằm dưới sự kiểm soát của một cơ quan hay một quốc gia nào trên thế giới. Tuy đặt cơ sở hoạt động ở Mỹ, một số lớn các công ty này được đăng ký tại một quốc gia thứ ba với những luật lệ dễ dãi và do đó những số liệu kế toán, phương thức hoạt động của họ đều được giữ hết sức bí mật. Từ lâu nay các hoạt động này chưa mang đến những hậu quả tai hại cho Mỹ nên giới tài chính quốc tế chưa hề bận tâm. Tuy nhiên thị trường tài chính Mỹ vừa qua đã rung động mạnh khi một “điều hâu” lớn bị... “trúng đạn”! Ngày 23/9/1998, chính Ngân hàng Trung ương Mỹ tại New York đã phải triệu tập một phiên họp khẩn cấp với một số ngân hàng lớn nhất để dàn xếp cho vay 3,6 tỉ USD cứu quỹ Long Term Capital Management khỏi bị sập tiệm! Đây là một biến chuyển có tầm ảnh hưởng cực kỳ quan trọng đến cục diện kinh tế thế giới vì nếu không cứu vãn kịp thời thì những phản ứng dây chuyền có thể làm sụp đổ các TTCK quốc tế và đưa đến một cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu.

Sau một năm đầy sóng gió, bàn cờ kinh tế châu Á đã được vẽ lại hoàn toàn. Dựa trên tiêu chuẩn lợi tức bình quân, hối suất, lượng tiền tệ dự phòng, khả năng phát triển... thì thứ tự sắp xếp và sự cách biệt giữa các nước đã có nhiều thay đổi. Lấy thí dụ về mức lợi tức bình quân chẳng hạn thì Malaysia đã từ 5.000 USD tụt xuống còn 1.500 USD, và Indonesia thì chỉ còn khoảng 3.00 USD!

Nhìn về tương lai thì con đường trước mặt còn lắm chông gai. Để khôi phục lại những gì đã mất, phương sách chính mà các nước trong vùng mang ra áp dụng là phải tìm mọi cách tăng xuất khẩu để phát triển. Chiến lược này đã mang đến những kết quả huy hoàng trong

những thập niên trước đây nhưng giờ thì cuộc diện đã thay đổi và thị trường tiêu thụ hàng hóa sản xuất bởi các nước Đông Nam Á ngày càng thu hẹp dần. Lý do là vì sau khi đồng yên mất giá, những sản phẩm kỹ thuật cao của Nhật giờ đây tương đối rẻ hơn, tạo nên một sức ép từ trên xuống. Trong khi đó thì Trung Quốc và Ấn Độ đang dần tiến vào sản xuất những mặt hàng rẻ tiền truyền thống của các nước Đông Nam Á, tạo một sức ép từ dưới lên.

Bị kẹp giữa hai đầu, đâu là thế chiến lược của các nước Đông Nam Á trong những ngày sắp tới? Đó là một thách đố lớn.

CHƯƠNG III: CHÍNH SÁCH TỶ GIÁ VÀ TẤN CÔNG ĐẦU CƠ Ở VIỆT NAM

1. Chính sách tỷ giá Việt Nam qua các thời kỳ

1.1 Giai đoạn tỷ giá cố định 1955-1989

▪ Bối cảnh kinh tế

- Nền kinh tế Việt Nam là nền kinh tế đóng cửa và hướng nội. Đây là thời kỳ của cơ chế tập trung quan liêu bao cấp.
- Các bạn hàng chủ yếu là các nước XHCN trong hội đồng tương trợ kinh tế. Hình thức trao đổi thương mại chủ yếu là hàng đổi hàng giữa các nước theo một tỷ giá đã được thoả thuận trong hiệp định ký kết song phương hay đa phương.

▪ Chính sách tỷ giá (phương pháp xác định, chính sách quản lý)

Tỷ giá trong giai đoạn này được xác định dựa trên việc so sánh sức mua giữa hai đồng tiền, sau đó được qui định trong các hiệp định thanh toán được ký kết giữa các nước XHCN.

Tỷ giá của Việt Nam lần đầu tiên được công bố vào ngày 25/11/1955 là tỷ giá giữa đồng Nhân dân tệ (CNY) và VND. $1\text{CNY}=1470\text{VND}$. (Tỷ giá này được xác định bằng cách chọn ra 34 đơn vị hàng hóa cùng loại, thông dụng nhất, tại cùng một thời điểm tại thủ đô và có tham khảo thêm giá cả ở một số tỉnh khác để qui đổi ra tổng giá cả của 34 mặt hàng đó theo hai loại tiền của 2 nước.)

Sau đó, khi Việt Nam có quan hệ ngoại thương với Liên Xô, tỷ giá giữa VND và đồng Rúp (SUR) được tính chéo nhờ tỷ giá giữa CNY và SUR đã có từ trước. $1\text{SUR} = 0.5\text{CNY} \Rightarrow 1\text{SUR} = 735\text{VND}$.

Tỷ giá hối đoái trong giai đoạn này được giữ cố định trong một thời gian dài. Một đặc trưng nữa của tỷ giá trong giai đoạn này là “đa tỷ giá” tức là việc tồn tại song song nhiều loại tỷ giá tỷ giá chính thức, phi mậu dịch, kết toán nội bộ.

Tỷ giá chính thức: (còn gọi là tỷ giá mậu dịch) là tỷ giá do ngân hàng nhà nước công bố và dùng để thanh toán mậu dịch với Liên Xô và các nước XHCN khác. Đây là tỷ giá dùng trong thanh toán có liên quan đến mua, bán hàng hóa, dịch vụ vật chất giữa các nước trong phe XHCN.

Tỷ giá phi mậu dịch: là tỷ giá dùng trong thanh toán chi trả hàng hóa hoặc dịch vụ vật chất không mang tính thương mại. Như: chi về ngoại giao, đào tạo, hội thảo, hội nghị ...

Tỷ giá kết toán nội bộ: được tính trên cơ sở tỷ giá chính thức cộng thêm hệ số phần trăm nhằm bù lỗ cho các đơn vị xuất khẩu. Tỷ giá này không công bố ra ngoài mà chỉ áp dụng trong thanh toán nội bộ. Nó thoát ly tỷ giá mậu dịch nhằm bù đắp những khoản thua lỗ trong kinh doanh xuất nhập khẩu của các doanh nghiệp nhà nước. Đây thực chất là một hình thức bù lỗ có tính chất bao cấp thông qua tỷ giá.

▪ Tác động đến nền kinh tế

Thực ra trong giai đoạn này do quan hệ thương mại đầu tư của Việt Nam và khối SEV là quan hệ hàng đổi hàng mang nặng tính chất viện trợ, việc di chuyển, chuyển giao về ngoại tệ là không có nên việc quy định tỷ giá hối đoái giữa VND và các ngoại tệ khác chỉ mang tính hạch toán.

Quan hệ về cung cầu ngoại hối trên thị trường đã không được phản ánh đúng đắn trong tỷ giá. Biểu hiện rõ nhất của tình trạng này là việc tồn tại một thị trường “chợ đen” với một tỷ giá khác xa tỷ giá chính thức. (Tham khảo bảng xx trong phần phụ lục.)

Do đồng tiền Việt Nam được định giá quá cao so với các đồng tiền tự do chuyển đổi nên:

Cán cân thương mại bị thâm hụt nặng, xuất khẩu gặp nhiều bất lợi trong khi nhập khẩu thì có lợi và thường xuyên tăng lên. Hậu quả là hàng nội bị hàng ngoại chèn ép, sản xuất trong nước bị đình đốn.

Nhà nước phải áp dụng tỷ giá kết toán nội bộ để bù lỗ cho các đơn vị sản xuất hàng xuất khẩu nhưng chưa đáp ứng được nhu cầu và chưa đủ bù đắp chi phí sản xuất.

Cán cân thanh toán bị bội chi, dự trữ ngoại tệ bị giảm sút, phản ứng của chính phủ lúc này là tăng cường quản lý ngoại hối, bảo hộ mậu dịch và kiểm soát hàng nhập khẩu. Nhưng từ đó nảy sinh tình trạng khan hiếm vật tư, hàng hóa, nguyên vật liệu cần thiết khiến cho tốc độ tăng trưởng chậm lại, sản xuất trong nước trì trệ, đình đốn lại càng trở nên tồi tệ, sức ép lạm phát tăng vọt.

1.2 Giai đoạn thả nổi tỷ giá: 1989-1991.

▪ Bối cảnh kinh tế.

Đông Âu, Liên Xô sụp đổ.

Quan hệ ngoại thương được bao cấp với các thị trường truyền thống bị gián đoạn, khiến chúng ta phải chuyển sang buôn bán với khu vực thanh toán bằng đồng Đô-la Mỹ.

Quá trình đổi mới kinh tế thực sự diễn ra mạnh mẽ bắt đầu từ năm 1989. Chính phủ cam kết và thực thi chiến lược ổn định hóa nền kinh tế - tài chính - tiền tệ, trong đó vấn đề tỷ giá được coi là khâu đột phá, có vai trò cực kỳ quan trọng đối với quá trình cải cách, chuyển đổi cơ chế và mở cửa kinh tế.

▪ Chính sách tỷ giá.

Nghị định 53/HĐBT ra đời, qui định về việc tách hệ thống Ngân hàng Việt Nam từ một cấp thành hai cấp, bao gồm ngân hàng nhà nước thực hiện chức năng quản lý vĩ mô và hệ thống ngân hàng thương mại thực hiện chức năng kinh doanh tiền tệ và tín dụng. Tỷ giá mua bán của các ngân hàng được phép dựa trên cơ sở tỷ giá chính thức do NHNN công bố cộng từ 5%.

Quá trình xóa bỏ chế độ tỷ giá kết toán nội bộ diễn ra cùng lúc với việc điều chỉnh giảm giá mạnh nội tệ (không khác gì thả nổi).

Để giảm bớt chênh lệch tỷ giá nhằm tiến tới điều hành tỷ giá dựa chủ yếu vào quan hệ cung cầu trên thị trường, nhà nước đã thông qua chính sách tỷ giá linh hoạt hơn – điều chỉnh tỷ giá chính thức theo tỷ giá trên thị trường tự do sao cho mức chênh lệch nhỏ hơn 20%. Kết quả là mức chênh lệch tỷ giá được thu hẹp.

▪ Tác động đến nền kinh tế.

Kim ngạch xuất khẩu tăng Năm 1990 tăng 18,8% ; 1991: 48,63%.

Đồng Việt Nam liên tục bị mất giá so với Đô la Mỹ làm giá cả hàng nhập khẩu tăng nhanh.

Chi phí đầu vào cho quá trình sản xuất tăng lên là điều kiện thúc đẩy lạm phát. Tỷ lệ lạm phát của nước ta tăng trở lại: từ 34,7% năm 1989 lên 67,5% trong hai năm 1990 và 1991.

1.3 Giai đoạn cố định tỷ giá: 1993-1996

▪ Bối cảnh kinh tế.

Thị trường với các nước XHCN cũ bị thu hẹp một cách đáng kể.

Về phương diện thanh toán quốc tế, Việt Nam đứng trước một tình thế vô cùng khó khăn. Bên cạnh hệ thống thanh toán đa biên đã bị tan rã, tất cả các nước CNXH đều đồng loạt chuyển đổi đồng tiền thanh toán với Việt Nam bằng ngoại tệ tự do chuyển đổi (chủ yếu là

USD). Việc chuyển đổi đồng tiền thanh toán có ảnh hưởng lớn đến khả năng thanh toán của Việt Nam bằng ngoại tệ vì trước đó, hầu hết nguồn thu ngoại tệ của Việt Nam đều bằng đồng Rúp chuyển nhượng chỉ có một lượng nhỏ bằng ngoại tệ tự do chuyển đổi.

Điều đó đã dẫn đến cán cân vãng lai và cán cân thương mại thâm hụt lớn, nhập khẩu gấp 3 lần xuất khẩu. sự thiếu hụt trong cán cân thương mại được bù đắp bằng các khoản viện trợ, cho vay của các nước CNXH mà chủ yếu là Liên Xô.

- **Chính sách tỷ giá.**

Thời kỳ 1992-1994: tỷ giá chính thức hình thành trên cơ sở đấu thầu tại trung tâm giao dịch ngoại tệ.

Trong thời gian này, NHNN đề nghị với chính phủ thành lập Quỹ điều hòa ngoại tệ tại NHNN để có thể can thiệp vào thị trường ngoại hối nhằm ổn định tỷ giá. Chính phủ ủy quyền cho Thống đốc được toàn quyền điều hành quỹ một cách linh hoạt.

Có thể nói, việc thành lập quỹ ngoại tệ tại NHNN đã làm dịu những biến động thất thường của tỷ giá trên thị trường NHNN đã sử dụng quỹ một cách rất linh hoạt và hiệu quả. Quỹ tạo cho NHNN một lực thực sự để can thiệp nhằm ổn định tỷ giá, đáp ứng nhu cầu thiết yếu của nền kinh tế về ngoại tệ.

Tháng 9/1991 ngân hàng nhà nước đã thành lập một trung tâm giao dịch ngoại tệ tại thành phố Hồ Chí Minh và tháng 11/1991, một trung tâm giao dịch thứ hai ở Hà Nội cũng ra đời.

Đối tượng tham gia giao dịch trên các trung tâm này là các ngân hàng được phép kinh doanh ngoại tệ, các tổ chức XNK kinh doanh trực tiếp với nước ngoài và NHNN. Ngoài ra các ngân hàng được phép tập hợp các yêu cầu mua bán ngoại tệ của khách hàng không trực tiếp mua bán tại trung tâm.

Trung tâm hoạt động theo nguyên tắc đấu giá từ thấp đến cao hoặc ngược lại để đạt được cân bằng cung cầu về ngoại tệ.

Tỷ giá chính thức của đồng Việt Nam được xác định có căn cứ vào tỷ giá đóng cửa tại các phiên giao dịch ở các trung tâm theo nguyên tắc tỷ giá mua vào không được vượt quá 0.5% so với tỷ giá ấn định tại phiên giao dịch trước.

Việc thành lập hai trung tâm giao dịch ngoại tệ là bước ngoặt đầu tiên của hệ thống ngân hàng trong quá trình đổi mới thực sự theo hướng thị trường. Thông qua hoạt động của hai trung tâm, với vai trò là người tổ chức và điều hành, NHNN đã kịp thời nắm bắt cung cầu

ngoại tệ trên thị trường để điều hành chính sách tiền tệ cũng như tỷ giá phù hợp với tín hiệu thị trường

Thời kỳ 1995-1999: tỷ giá được hình thành trên cơ sở tỷ giá liên ngân hàng

Thành lập thị trường ngoại tệ liên ngân hàng (20/10/1994). Có qui mô lớn hơn, hoạt động linh hoạt hơn nên tỷ giá hối đoái ngày càng phản ánh đầy đủ hơn quan hệ cung cầu thị trường. Qua thị trường liên ngân hàng, ngân hàng nhà nước nắm bắt dấu hiệu thị trường về tỷ giá hối đoái, công bố tỷ giá chính thức hàng ngày và biên độ giao dịch cho các ngân hàng thương mại.

Từ tháng 7/1997, do chịu ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ Châu Á, đồng Việt Nam chịu áp lực giảm giá mạnh đã khiến cho thị trường ngoại hối rơi vào tình trạng đầu cơ, tích trữ ngoại tệ, cầu ngoại tệ luôn lớn hơn cung. Trong hai năm 1997-1998, nhà nước đã ba lần chủ động điều chỉnh tỷ giá VND/USD, đồng thời nới rộng biên độ giao dịch giữa các ngân hàng thương mại với các khách hàng trên thị trường ngoại tệ.

- **Tác động đến nền kinh tế.**

Cuối giai đoạn, trong thời kỳ xảy ra khủng hoảng tài chính ở khu vực, tỷ giá tăng lên do điều chỉnh của chính phủ là để tăng cao sức cạnh tranh của hàng hóa Việt Nam.

Việc tỷ giá của Việt Nam không tăng quá nhanh như của các nước khác trong khu vực có tác động tích cực vì không tạo tâm lý hoang mang cho người dân, không gây ra một sức ép lớn lên nợ nước ngoài và không gây thiệt hại cho nhập khẩu.

1.4 Giai đoạn điều hành tỷ giá linh hoạt có sự điều tiết của Nhà nước từ năm 1997 đến nay.

- **Bối cảnh kinh tế**

Tỷ giá đã dần đi vào ổn định.

- **Chính sách tỷ giá**

Tháng 2/1999, với sự ra đời của quyết định 64/QĐ-NHNN7, cơ chế tỷ giá Việt Nam đã có một bước cải cách triệt để hơn. Nhà nước không ấn định và công bố tỷ giá chính thức như trước nữa mà chỉ “thông báo” tỷ giá giao dịch bình quân liên ngân hàng

Các NHTM được phép xác định tỷ giá mua bán đối với USD không được vượt quá +0.1% so với ý giá bình quân liên ngân hàng của ngày giao dịch trước đó. Sau đó, từ ngày 1/7/2002, biên độ này được mở rộng lên (cộng trừ) 0.25%.

- **Tác động đến nền kinh tế**

Năm 1999, Ngân hàng Nhà nước đã bãi bỏ việc công bố tỷ giá chính thức và thay vào đó là việc “ thông báo” tỷ giá giao dịch bình quân liên ngân hàng. Xét về mặt lý thuyết, đây là bước cải cách có ý nghĩa rất lớn vì nó chuyển từ cơ chế tỷ giá xác định một cách chủ quan theo ý chí của NHNN sang một cơ chế tỷ giá xác định khách quan hơn theo quan hệ cung cầu, đó là cơ chế tỷ giá thả nổi có điều tiết.

Từ tỷ giá đó, các NHTM xác định tỷ giá kinh doanh:

$$TGKD = TGBQLNH +(-) 0,25\%$$

Tuy nhiên tính cho tới nay thì “ tính linh hoạt” vẫn còn được đánh giá là chưa cao.

Đồng Euro đã xuất hiện 6 năm trên thị trường tiền tệ thế giới nhưng cho đến nay vẫn chưa được giao dịch với quy mô lớn ở Việt Nam do 3 nguyên nhân chính sau:

Đồng tiền này còn chứa đựng nhiều rủi ro, tỷ giá giữa USD và EURO luôn biến động với biên độ lớn.

Các hợp đồng thương mại, vay vốn nước ngoài, đầu tư tại Việt Nam đều sử dụng USD làm phương tiện thanh toán. Tỷ giá cũng được công bố dựa trên đồng USD. USD là đồng tiền quá phổ biến không chỉ ở nước ta mà trên toàn thế giới.

Trong thời gian gần đây, Mỹ sử dụng chính sách đồng đô la yếu nhằm đẩy mạnh xuất khẩu trong khi đó giá trị đồng VND lại tương đối ổn định. Điều này có nghĩa là đồng VND đã lên giá tương đối so với đồng USD do chế độ tỷ giá ở Việt Nam được xây dựng trên cơ sở một ngoại tệ- đô la Mỹ.

Một đồng tiền khác khá quen thuộc với chúng ta là Nhân dân tệ bởi Trung Quốc là bạn hàng lâu năm, lại có nhiều điều kiện và bối cảnh kinh tế giống với Việt Nam. Trong năm 2005, đồng NDT lên giá 2%, liệu vấn đề này có ảnh hưởng gì tới Việt Nam? Phải khẳng định rằng NDT chưa phải ngoại tệ mạnh tự do chuyển đổi tại Việt Nam do cơ cấu thanh toán của đồng tiền này chưa cao. Cơ cấu nhập khẩu của Việt Nam sẽ còn tăng trong những năm tới nhưng con số 2% không có ảnh hưởng gì lớn. Xét về mặt tỷ giá, vẫn có lợi cho Việt Nam và sự kiện này không có nghĩa NDT sẽ tiếp tục tăng giá

▪ **Ưu điểm và hạn chế**

• **Ưu điểm:**

- Tạo quyền chủ động của NHTM trong việc quy định tỷ giá với các ngoại tệ khác.
- Tỷ giá được xác định một cách khách quan trên quan hệ cung cầu, các doanh nghiệp chủ động hơn đồng thời đảm bảo được vai trò kiểm soát của nhà nước.

- Những biến động có thể tạo ra khoảng cách giữa tỷ giá thị trường tự do và tỷ giá của các NHTM sẽ khó xảy ra.
 - Giảm bớt tâm lý hoang mang dao động, giảm đầu cơ.
 - Do được hình thành trên cơ sở thị trường nên tỷ giá linh hoạt hơn, mềm dẻo hơn, phù hợp với thông lệ quốc tế, góp phần tăng cường sự hòa nhập của nền kinh tế nước ta vào nền kinh tế thế giới.
- Hạn chế:
 - Tỷ giá được xác định từ ngày hôm trước nên nó chưa là cơ sở vững chắc để tỷ giá chính thức thực sự có ý nghĩa kinh tế.
 - Biên độ 0,25% còn là hẹp, nếu có đột biến cung cầu thì sẽ dẫn đến sai lệch tỷ giá là quá lớn, giao dịch ngày hôm đó có thể đình trệ hay đóng băng
 - Thị trường tiền tệ liên ngân hàng còn kém phát triển, chưa hoàn hảo, dự trữ ngoại tệ hạn hẹp nên can thiệp của NHNN vào thị trường ngoại tệ chỉ trong một giới hạn nhất định mà thôi.

Theo dự báo của một số nhà kinh tế thì tỷ giá sẽ tiếp tục ổn định trong những tháng cuối của năm 2005, diễn biến có lợi cho xuất khẩu, nhập khẩu và vay nợ của Việt Nam. Đây rất có thể là thời điểm thích hợp để tiến hành cuộc phá giá chủ động tích cực.

1.5 Chính sách tỷ giá và nguy cơ tấn công đầu cơ thời gian gần đây và những điều còn tồn tại (2008-2012)

Quỹ Tiền tệ Quốc Tế IMF đã phân loại chính sách tỷ giá thành 8 loại, từ không có chính sách tỷ giá, tức không dùng đồng tiền bản địa (như El Salvadore) đến chính sách hoàn toàn thả nổi theo thị trường, tức Ngân hàng Trung ương can thiệp có giới hạn vào tỷ giá và không xác định mức tỷ giá mục tiêu cho một thời hạn nhất định. Việt Nam thành công trong việc hợp nhất hai tỷ giá chính thức và tỷ giá trên thị trường tự do với hệ quả kinh tế tương đối ít đau đớn từ năm 1990 và chủ yếu thực hiện cơ chế neo tỷ giá với biên độ được điều chỉnh (crawling bands) với một số biến thể khác nhau trong từng thời kỳ.

Tuy nhiên, trong giai đoạn vài năm trở lại đây khi điều kiện thâm hụt thương mại lớn, cán cân tài khoản vãng lai thường xuyên thâm hụt, lạm phát gần đây thuộc loại cao nhất khu vực, thì nền kinh tế tiếp tục bị dollar hóa với tỷ lệ đáng kể. Lạm phát cao cũng làm tăng nhu

cầu tích trữ của cải, hệ quả là giá vàng trong nước thường xuyên cao hơn giá vàng quốc tế dẫn đến nhập lậu vàng đáng kể. Trong bối cảnh như vậy, chính sách tỷ giá chịu nhiều sức ép và khó có thể làm hài lòng tất cả mọi người.

So với các nước trong khu vực, kể cả so với đồng Kip của Lào và đồng Baht của Thái Lan, đồng tiền Việt Nam mất giá đáng kể. Trong thị trường nội địa tỷ giá song hành giữa tỷ giá chính thức, và tỷ giá thị trường tự do vẫn tồn tại với biên độ rộng, hẹp khác nhau như hình minh họa trên đây.

Qua biểu đồ biến động tỷ giá, chúng ta thấy tỷ giá được điều hành gặt cụt trong năm 2011 với mức phá giá kỷ lục 9,2% vào tháng 2.2011, góp phần làm cho lạm phát bùng phát.

Nhờ có các biện pháp hành chính mạnh tay như cấm mua bán ngoại tệ tự do (có vài vụ bắt người và thu giữ ngoại tệ), cấm niêm yết giá bằng USD (phạt khách sạn Metropole Hà Nội và cả hai hãng taxi ở thành phố Hồ Chí Minh mỗi đơn vị 500 triệu VNĐ vì niêm yết giá bằng USD), kiểm soát thị trường vàng tự do, khoảng cách giữa hai tỷ giá có xích lại gần nhau.

Song giữa tỷ giá danh nghĩa (Nominal Exchange Rate) và tỷ giá thực (REER Real Effective Exchange Rate) vẫn có khoảng cách khá rộng:

Trong khi về danh nghĩa, đồng tiền Việt Nam liên tục mất giá thì tỷ giá hối đoái thực, đồng tiền Việt Nam lại lên giá so với đồng USD do lạm phát trong nước tăng mạnh nhưng điều hành tỷ giá lại muốn neo tỷ giá trong biên độ cho trước để góp phần ổn định kinh tế vĩ mô. Thí dụ như trong năm 2011, chỉ số lạm phát trong thị trường nội địa là 18,58%/năm (cao hơn rất nhiều so với chỉ tiêu tăng 7% được Quốc hội thông qua) thì đồng VNĐ chỉ mất giá 10,2% so với đồng USD, dẫn đến đồng VNĐ trên thực tế đã lên giá khoảng 8% so với đồng USD. Thống đốc Ngân hàng Nhà nước Việt Nam công bố mục tiêu cho năm 2012 tỷ giá tăng dưới 3% trong khi các chuyên gia ước lượng mức lạm phát sẽ khoảng 12%, tức là đồng VNĐ sẽ lại tiếp tục lên giá thêm 9% nữa trên thực tế. Điều này sẽ không khuyến khích xuất khẩu như mục tiêu chính sách kinh tế hướng tới mà khuyến khích nhập khẩu vốn đã nhập siêu ở mức cao.

Trong tháng 1 và tháng 2 năm 2012, có người đã báo tin mừng là tỷ giá ổn định, dự trữ ngoại tệ tăng lên song đó chưa hẳn là tin mừng mà còn là điều cần lo lắng. Nguyên nhân là do khu vực kinh tế trong nước nhập khẩu chỉ 7,7 tỷ USD, giảm -6,4% so với cùng kỳ năm

trước. Nhập khẩu nguyên liệu cho sản xuất giảm có nghĩa là sản xuất trong nước bị đình đốn, thể hiện rõ qua mức tăng 3,9% so với cùng kỳ năm trước.

Nhìn chung chính sách neo tỷ giá có mục tiêu là giúp ổn định kinh tế vĩ mô nhưng cũng làm tăng sức ép cho nhà quản lý, dẫn đến có giai đoạn điều hành bị giật cục, làm tăng lạm phát như xảy ra gần đây. Bên cạnh đó khi tình hình lạm phát trong nền kinh tế vẫn tiếp tục ở mức cao thì tác động của neo tỷ giá đến xuất-nhập khẩu cần được làm rõ thêm.

1.6 Nguy cơ tấn công đầu cơ ở Việt Nam thời gian gần đây (2008-2012)

Năm 2008, lần đầu tiên từ khi Việt Nam tiến hành cải cách, nền kinh tế phải đối mặt với một nguy cơ khủng hoảng rất lớn. Các chỉ số kinh tế trong nước liên tục xấu đi và dường như chúng ta chưa đủ kinh nghiệm để đương đầu với tình hình này.

Bản thân nền kinh tế, mặc dù có tốc độ phát triển rất cao trong hơn 5 năm gần đây, vẫn mang nặng dấu ấn của một nền kinh tế kế hoạch hóa và vẫn thiếu sự uyển chuyển cần thiết của một nền kinh tế thị trường để có thể tự điều chỉnh mình khi môi trường thay đổi. Một trong những điểm yếu quan trọng của nền kinh tế Việt Nam là cơ chế tỷ giá hối đoái

Với cơ chế tỷ giá danh nghĩa (nominal exchange rate) gần như cố định với đồng dollar Mỹ (USD), tỷ giá thực của đồng Việt Nam (VNĐ) sẽ có biến động rất lớn nếu tình hình lạm phát tương đối giữa Việt Nam và Mỹ thay đổi. Khi tỷ giá thực của VNĐ tăng lên, khả năng cạnh tranh của hàng hóa Việt Nam sẽ giảm xuống nhanh chóng và cán cân thương mại (current account) sẽ xấu đi.

Khi thâm hụt thương mại quá lớn các dòng vốn nước ngoài chảy vào không đủ để bù đắp khoản thiếu hụt ngoại tệ, ngân hàng trung ương sẽ phải đối mặt với hai lựa chọn: (i) bán ngoại tệ từ dự trữ quốc gia ra thị trường để duy trì tỷ giá hoặc (ii) phá giá đồng nội tệ.

Thường các nước chọn phương án (i) trước cho đến khi dự trữ ngoại tệ cạn kiệt thì phải thực hiện phương án (ii). Tuy nhiên nếu chỉ vì thâm hụt thương mại quá lớn mà phải phá giá thì tình hình không quá tồi tệ.

Thứ nhất, hoạt động xuất nhập khẩu thường khá cố định nên các Ngân hàng Trung ương có thể dự báo được tình hình từ rất sớm để đưa ra cách thức đối phó.

Thứ hai, ngay cả khi nội tệ bị phá giá ảnh hưởng trực tiếp và tức thời vào nền kinh tế cũng không lớn quá

Thậm chí, nếu việc phá giá là hợp lý và đúng thời điểm, nó còn giúp phân bổ lại nguồn lực xã hội hợp lý hơn và sẽ có tác động tích cực về lâu dài cho nền kinh tế. Vấn đề phá

giá nội tệ chỉ trở nên tồi tệ khi nó đi cùng với một cuộc khủng hoảng cán cân thanh toán, đôi khi còn được gọi là khủng hoảng tiền tệ. Không may là đa số các trường hợp gần đây, nhất là ở các nước đang phát triển, việc Ngân hàng Trung ương phá giá nội tệ thường đi kèm khủng hoảng cán cân thanh toán.

Theo phân loại của giới học giả và IMF, khủng hoảng cán cân thanh toán ở các nước đang phát triển có hai loại: khủng hoảng thể hệ I và khủng hoảng thể hệ II (hiện nay đã có mô hình lý thuyết về khủng hoảng thể hệ III). Khủng hoảng thể hệ I, điển hình như cuộc khủng hoảng ở các nước Mỹ Latin trong thập kỷ 80, có nguyên nhân từ nợ nước ngoài quá lớn do chính phủ để ngân sách thâm hụt trong một thời gian quá dài.

Khi đồng nội tệ có nguy cơ bị phá giá, các chủ nợ không tiếp tục cho vay nữa và/hoặc sẽ đồng loạt rút tiền gây ra sự tháo chạy của đồng vốn nước ngoài (capital flight). Điều này sẽ ảnh hưởng tức thời tới các hoạt động kinh tế và hệ thống ngân hàng gây ra khủng hoảng kinh tế.

Khủng hoảng loại II, điển hình như Thái Lan 1997, vừa có nguyên nhân do tiền đầu tư “nóng” từ nước ngoài chảy vào ồ ạt che lấp khoản thâm hụt thương mại nghiêm trọng vừa do những cuộc tấn công vào đồng nội tệ có chủ ý của giới đầu cơ tiền tệ quốc tế mà chủ yếu là các global macro hedge fund. Hậu quả cũng là capital flight và nền kinh tế bị suy sụp.

Trong tình hình hiện nay của Việt nam, liệu một cuộc khủng hoảng cán cân thanh toán (khủng hoảng tiền tệ) có thể xảy ra hay không? Và liệu tấn công tiền tệ có phải là ngòi nổ của cuộc khủng hoảng này hay không?

Bài phân tích “Beyond the tipping point” của Stewart Newnham (Morgan Stanley – 28/05/2008) khẳng định một cuộc khủng hoảng tiền tệ ở Việt nam là điều không tránh khỏi và chỉ còn là vấn đề thời gian. Quan điểm này cũng được một số nhà phân tích Việt Nam ủng hộ.

Người viết bài này tuy cũng cho rằng khả năng khủng hoảng tiền tệ của Việt nam là khá cao, vẫn hi vọng chính phủ Việt Nam sẽ có những biện pháp khéo léo và hợp lý để ngăn chặn nó. Tuy vậy, với tình hình cán cân thanh toán của Việt nam ngày một xấu đi, liệu một cuộc tấn công tiền tệ của giới hedge fund có thể xảy ra với đồng Việt Nam trong hoàn cảnh hiện tại để khơi mào cho một cuộc khủng hoảng ở Việt nam hay không?

- **Cơ chế của một cuộc tấn công tiền tệ**

Về cơ bản, một cuộc tấn công tiền tệ diễn ra như sau. Các quỹ đầu tư rủi ro, sau khi phân tích tình hình kinh tế vĩ mô của một nước, dự đoán rằng không sớm thì muộn nước này sẽ phải phá giá đồng nội tệ.

Để có thể trục lợi từ việc phá giá đồng nội tệ, các quỹ rủi ro (hedge funds) sẽ tiến hành ký những hợp đồng mua USD (bán nội tệ) có thời hạn (forward contract) với các NHTM trong nước. Chênh lệch giữa giá USD vào thời điểm hiện tại (spot rate) so với giá qui định trong hợp đồng kỳ hạn (forward rate) bằng đúng với chênh lệch lãi suất giữa đồng nội tệ và USD vào thời điểm hợp đồng kỳ hạn được ký.

Đây là nguyên lý Covered Interest Rate Parity (cân bằng tỷ giá với lãi suất quy ngang) mà bất cứ giáo trình tài chính cơ bản nào cũng giải thích cặn kẽ.

Việc ký hợp đồng forward như thế tương đương với việc bán khống (short sell) đồng nội tệ làm tăng thêm áp lực phá giá đồng nội tệ. Mặc dù hợp đồng kỳ hạn chỉ yêu cầu trao đổi tiền tệ trong tương lai, nhưng một khi lượng bán khống đồng nội tệ quá lớn, các NHTM sẽ buộc phải phòng ngừa rủi ro các nghĩa vụ bán USD trong tương lai của mình bằng cách bán đồng nội tệ và mua vào USD trên thị trường giao ngay.

Ngoài việc gây áp lực phá giá lên đồng nội tệ, các quỹ đầu tư rủi ro sử dụng hợp đồng kỳ hạn như là công cụ để khuếch đại sức mạnh tài chính của mình. Chỉ với vài chục triệu USD tiền vốn, họ có thể làm cầu USD tăng lên vài trăm triệu, thậm chí vài tỷ USD trên thị trường.

Thông thường đòn bẩy của các quỹ từ 10 đến 100 lần vốn của họ tùy vào từng thị trường. Nếu áp lực phá giá chưa đủ lớn, các quỹ này lại tiếp tục mua USD kỳ hạn đẩy cầu USD trên thị trường giao ngay cao lên nữa cho đến khi Ngân hàng Trung ương buộc phải phá giá. Lúc đó các quỹ chỉ việc thanh lý các hợp đồng kỳ hạn còn hiệu lực và kiếm được một khoản lợi nhuận bằng chênh lệch tỷ giá hiện tại sau khi đã bị phá giá với tỷ giá theo hợp đồng đã ký được trước đây.

Điểm mấu chốt để cơ chế này có thể thành công là các hợp đồng mà các quỹ đầu tư rủi ro ký được phải có thời hạn dài hơn khoảng thời gian mà Ngân hàng Trung ương có thể cầm cự được trước khi phá giá.

Nếu các hợp đồng này hết hạn trước đó, các quỹ sẽ buộc phải thực thi việc mua USD với tỷ giá chưa bị phá và ký tiếp hợp đồng khác. Tuy nhiên điều này rất khó khăn vì các quỹ với đòn bẩy rất lớn sẽ phải thực hiện việc trao đổi ngoại tệ có giá trị có thể lớn hơn nhiều lần vốn của họ.

Nếu hedge fund vay nội tệ từ các NHTM bản địa để thực hiện nghĩa vụ này, với lãi suất cao hơn nhiều so với lãi suất nhận được từ khoản USD thu được, nên họ sẽ phải chịu một khoản lỗ lớn do chênh lệch lãi suất cho đến khi cuộc tấn công thành công. Còn nếu quỹ rủi ro đi vay USD từ bên ngoài rồi đổi ra nội tệ thì lượng USD đó sẽ làm tăng thêm cung ngoại tệ và làm giảm áp lực lên đồng nội tệ, giảm đi sức mạnh của cuộc tấn công.

Trong cuộc khủng hoảng Thái Lan 1997, NHTU Thái Lan (Bank of Thailand – BoT) đã nâng lãi suất lên rất cao khi một số hợp đồng kỳ hạn đáo hạn nhằm hạn chế khả năng các quỹ vay đồng baht để có thể ký lại các hợp đồng kỳ hạn.

Tuy nhiên BoT đã mất cảnh giác trong ba tháng đầu năm 1997 để các quỹ rủi ro tích trữ được một lượng lớn hợp đồng kỳ hạn (xấp xỉ 15 tỷ USD) có thời hạn rất dài (12 tháng).

Một điều đáng tiếc nữa là chính BoT đã tham gia trực tiếp vào thị trường forward để cố gắng ngăn chặn sức ép lên đồng baht. Bởi vậy, khi lãi suất đã được đẩy lên rất cao để chống lại rollover, nền kinh tế Thailand đã không chịu nổi chi phí vốn cao trong thời gian dài như vậy nên đã bắt đầu có dấu hiệu suy sụp vào đầu tháng 7/1997. Đến lúc đó, BoT không còn lựa chọn nào khác ngoài phương án phá giá đồng baht bằng cách tuyên bố thả nổi tỷ giá để cứu nền kinh tế.

▪ Liệu VNĐ có bị tấn công?

Quay về tình hình Việt nam vào thời điểm hiện tại, liệu các điều kiện cho một cuộc tấn công tiền tệ vào VNĐ đã hội đủ ở Việt nam hay chưa. Điều kiện cần đầu tiên là sự hiện diện đủ lớn của giới macro quỹ rủi ro có ý định tấn công VNĐ. Sẽ rất khó xác định được điều này vì các quỹ rủi ro không bao giờ để lộ kế hoạch kinh doanh của mình.

Tuy nhiên với những thông tin mà tác giả bài viết này có được thì một số macro quỹ rủi ro lớn chưa quan tâm đến Việt Nam trong thời gian gần đây. Để tiến hành đầu cơ vào một thị trường, giới quỹ rủi ro bao giờ cũng phải quan tâm đến mức độ thanh khoản (liquidity) của thị trường đó.

Hiện tại tính thanh khoản của VNĐ giữa các tay buôn tiền lớn vẫn chưa có dấu hiệu gia tăng. Số liệu về non-deliverable forward (NDF – forward bên ngoài hệ thống NHTM Việt Nam, không yêu cầu hoán đổi thực sự ngoại tệ khi đáo hạn) cho thấy thị trường này vẫn rất thiếu tính thanh khoản trong hơn một năm qua (chỉ có khoảng 1-2 hợp đồng được mua bán trong ngày và bid/ask spread khá cao). Bởi vậy, khả năng các quỹ đã bắt đầu lên kế hoạch tấn công VNĐ không cao.

Điều kiện thứ hai là cơ chế quản lý ngoại hối của Việt Nam, hay mức độ mở của tài khoản vốn, đã đủ để các quỹ rủi ro bên ngoài mua được hợp đồng kỳ hạn với VNĐ hay chưa. Câu trả lời gần như là chưa.

Nếu một quỹ rủi ro ở bên ngoài muốn ký hợp đồng kỳ hạn với một NHTM trong nước (hay kể cả NHTM ở một nước nào đó có mua bán VNĐ) thì để đồng USD có thể rời khỏi Việt nam, về nguyên tắc nó cũng phải được phép của NHNN.

Tuy nhiên hiện tại qui định quản lý ngoại hối của Việt nam chỉ cho phép dòng vốn có xuất xứ từ hoạt động nhập khẩu, tiêu dùng cá nhân, và chuyển tiền lợi tức được phép rời Việt nam tự do (theo nghĩa luật định).

Tuy các NHTM và các doanh nghiệp vẫn có cách lách luật để chuyển ngoại tệ ra ngoài, nhưng đó không thể là kênh chính để các quỹ rủi ro dựa vào cho mục đích tấn công VNĐ.

Điều kiện thứ ba là liệu giới quỹ rủi ro có thể tấn công ngay từ trong nước, hoặc một cuộc tấn công có xuất xứ từ ngoài Việt liệu có khả năng xảy ra hay không. Điều này phụ thuộc vào khả năng mua được forward từ các NHTM Việt nam.

Cho đến thời điểm này, các sản phẩm phái sinh vẫn còn khá mới mẻ trong hệ thống tài chính của Việt Nam. Mặc dù đã có một số NHTM bán kỳ hạn cho các doanh nghiệp nhưng điều này chủ yếu cho mục đích quản lý rủi ro, nghĩa là phải liên quan đến một hoạt động kinh tế có thật (như nhập khẩu).

Hiện tại, mặc dù có sự khan hiếm ngoại tệ, vẫn chưa có một đợt biến nào lớn trên thị trường ngoại tệ giữa các NHTM, tức là chưa có dấu hiệu của một đợt phát hành hợp đồng kỳ hạn lớn. Ngoài ra, với sự quản lý chặt chẽ của NHNN đối với các NHTM, ít nhất là với 5 NHTM quốc doanh, khả năng các doanh nghiệp hoặc các quỹ đầu tư trong nước dồn dập mua hợp đồng kỳ hạn để đầu cơ mà không bị phát hiện là rất nhỏ.

Điểm cuối cùng là mức độ chênh lệch lãi suất giữa VNĐ và USD. Hiện tại lãi suất cho vay của VNĐ xấp xỉ 18%/năm, trong khi lãi suất huy động USD trong nước khoảng 7%/năm, còn thấp hơn nữa nếu gửi ở nước ngoài. Do vậy, tỷ giá kỳ hạn và hiện tại sẽ chênh lệch nhau khoảng 11%. Điều đó có nghĩa là nếu một quỹ ký được hợp đồng kỳ vào thời điểm này thì họ chỉ có thể có lời nếu VNĐ bị phá giá quá 11% trước khi đáo hạn. Tất nhiên khả năng này có thể xảy ra, nhưng rõ ràng khoảng cách 11% sẽ làm giảm đáng kể động cơ đầu cơ của các quỹ.

Tóm lại, với tình hình hiện tại sẽ khó có thể xảy ra một cuộc tấn công tiền tệ nhằm vào VNĐ từ các quỹ rủi ro quốc tế. Khả năng tấn công từ trong nước cũng rất nhỏ. Vậy nếu một cuộc khủng hoảng tiền tệ xảy ra với nền kinh tế Việt nam, nó sẽ mang nhiều tính chất của một cuộc khủng hoảng thể hệ I, nghĩa là xuất phát từ sự rút vốn hàng loạt của các nhà đầu tư nước ngoài, trực tiếp và gián tiếp.

CHƯƠNG IV: CÁC KHUYẾN NGHỊ VỀ CHÍNH SÁCH TỶ GIÁ VÀ CHỐNG TẤN CÔNG ĐẦU CƠ Ở VIỆT NAM TRONG TƯƠNG LAI

1. Định hướng và giải pháp cho tỷ giá hối đoái ở Việt Nam trong tiến trình hội nhập quốc tế

Bước sang thế kỷ 21, xu hướng quốc tế hoá nền kinh tế thế giới ngày càng trở nên mạnh mẽ. Sự hội nhập quốc tế của kinh tế Việt Nam thông qua cơ chế thị trường mở là nhu cầu khách quan và tất yếu, từ đó đặt ra yêu cầu cấp bách về cải cách thể chế và pháp luật, hoàn thiện chính sách kinh tế vĩ mô nói chung, và chính sách tỷ giá hối đoái nói riêng.

Những năm vừa qua, chính sách tỷ giá hối đoái của Việt Nam đã đạt được một số thành tựu bước đầu, đặc biệt trong việc ổn định sức mua đối nội và đối ngoại của đồng Việt Nam, góp phần ổn định kinh tế vĩ mô, cải thiện cán cân thương mại và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, khi nền kinh tế ngày càng phát triển, các nhân tố trong cơ chế thị trường ngày càng phát huy tác dụng thì cơ chế điều hành chính sách tỷ giá hối đoái như hiện nay mặc dù đã hoàn thiện căn bản, phù hợp với hướng phát triển thị trường mở nhưng vẫn cần phải tiếp tục hoàn thiện hơn trong thời gian tới. Để góp phần khai thác tối đa những lợi ích và giảm thiểu những rủi ro từ hội nhập kinh tế quốc tế, chính sách tỷ giá hối đoái Việt Nam trong thời gian tới cần hoàn thiện theo những định hướng cơ bản sau:

2. Chính sách tỷ giá phải được điều chỉnh linh hoạt và theo hướng thị trường hơn.

Việt Nam đang trong quá trình mở cửa và hội nhập, việc cam kết thực hiện các điều kiện của tự do hóa thương mại đòi hỏi phi cắt giảm hàng rào thuế quan và phi thuế quan, cùng với sự nâng cao sức cạnh tranh của nền kinh tế. Khi tham gia vào thị trường quốc tế, các nhà sản xuất của Việt Nam sẽ gặp phải sự cạnh tranh mãnh liệt từ các nhà cung ứng nước ngoài. Với tư cách là nước đi sau, mới tham gia vào thị trường quốc tế, nhiều doanh nghiệp có thể đứng trước nguy cơ phá sản nếu như không có một sự bảo hộ cần thiết để thích ứng dần

với điều kiện mới. Do vậy, tỷ giá phải được điều chỉnh để phát huy vai trò tích cực trong việc bảo hộ một cách hợp lý các doanh nghiệp trong nước.

Hội nhập kinh tế quốc tế đòi hỏi các chính sách nói chung và chính sách tỷ giá nói riêng phải điều chỉnh linh hoạt thích ứng với môi trường quốc tế thường xuyên thay đổi, giảm thiểu các cú sốc bất lợi bên ngoài tác động đến nền kinh tế nội địa, đồng thời hướng tới một tỷ giá thị trường, là sản phẩm của quan hệ cung cầu ngoại tệ trên thị trường ngoại hối. Việc tăng tính linh hoạt của tỷ giá sẽ giúp đối phó được với các cú sốc từ bên ngoài và có được sự kiểm soát tốt hơn đối với các điều kiện tiền tệ trong nước.

Quan điểm chung trong việc điều hành chính sách tỷ giá hối đoái là cần phải đẩy mạnh quá trình tự do hóa tỷ giá hối đoái, tiến tới tỷ giá hối đoái sẽ phải do thị trường quyết định. Thay vì sử dụng các công cụ, biện pháp hành chính như trong cơ chế tập trung, quan liêu, bao cấp, trong thời gian tới, Chính phủ phải chủ yếu sử dụng các công cụ, các cơ chế gián tiếp để điều tiết thị trường ngoại hối. Nhà nước cần chuẩn bị các điều kiện cần thiết (dự trữ ngoại hối, pháp lý...) và xác định rõ mục tiêu điều chỉnh tỷ giá hối đoái để có những công cụ hoặc biện pháp điều tiết hữu hiệu, can thiệp đúng lúc.

3. Chính sách tỷ giá Việt Nam điều chỉnh theo hướng tách rời sự neo buộc vào đồng USD.

Hiện nay, NHNN Việt Nam thông báo tỷ giá USD/VND một ngày một lần, còn đối với hơn 20 loại ngoại tệ khác thì thông báo 10 ngày một lần và được tính chéo qua USD. Điều này chứng tỏ đồng Việt Nam còn phụ thuộc nhiều vào đồng Đôla Mỹ.

Việc đồng Việt Nam neo vào đồng đôla Mỹ có thuận lợi vì đồng đôla Mỹ là một trong những đồng tiền chủ yếu sử dụng trong thanh toán quốc tế, do đó làm đơn giản hoá việc xác định tỷ giá đồng Việt Nam với các ngoại tệ khác. Điều này có tác dụng tích cực khi giá trị đồng đôla Mỹ ổn định trên thị trường tài chính quốc tế. Tuy nhiên, không phải lúc nào đồng đôla Mỹ cũng ổn định. Do sự phụ thuộc như vậy nên chỉ cần đồng đôla Mỹ lên giá so với các ngoại tệ khác thì đồng Việt Nam cũng lên giá theo, dẫn đến giảm xuất khẩu, tăng nhập khẩu, góp phần làm cho cán cân tài khoản vãng lai bị thâm hụt lớn.

NHNN nên xác định cơ cấu “rổ” ngoại tệ để xác định tỷ giá VND với các ngoại tệ khác khách quan hơn, tránh sự lệ thuộc vào USD; tiến tới xác định và công bố tỷ giá trung bình của VND với cả rổ ngoại tệ.

4. Giải pháp chính sách tỷ giá hối đoái Việt Nam

- **Nâng cao hiệu quả hoạt động của ngân hàng nhà nước trên thị trường ngoại hối.**

Trong những năm gần đây, nhờ áp dụng cơ chế quản lý tỷ giá mới của Ngân hàng nhà nước mà thị trường ngoại hối Việt Nam đã có những thay đổi đáng kể. Sự thành công của cơ chế mới thể hiện ở tỷ giá USD/VNĐ, cả trên thị trường chính thức và thị trường tự do đã đạt đến trạng thái ổn định, ít biến động. Tình hình đó đã tác động tích cực đến hoạt động xuất khẩu, thu hút đầu tư nước ngoài vào Việt Nam, kiềm chế lạm phát... NHNN đã có những can thiệp đúng lúc và hiệu quả, có thể nói là đã có vai trò lớn trong việc bình ổn thị trường tiền tệ. Tuy nhiên, vẫn còn có những rào cản cứng nhắc, những văn bản pháp quy về điều hành tỷ giá chưa phù hợp, chông chéo, NHNN vẫn cần phải có những thay đổi tích cực hơn nữa tiến tới một cơ chế TGHĐ linh hoạt, theo hướng thị trường. Cụ thể về các giải pháp nâng cao hiệu quả hoạt động của NHNN như sau:

+ NHNN tiếp tục và nhất quán thực hiện chủ trương điều hành tỷ giá linh hoạt, theo hướng thị trường chủ động can thiệp khi cần thiết.

Với vai trò là NHTW, hiện nay NHNN quản lý thị trường ngoại tệ chủ yếu thông qua can thiệp mua bán, công bố tỷ giá bình quân giao dịch liên ngân hàng, quy định trần tỷ giá giao ngay, tỷ lệ % gia tăng của tỷ giá kỳ hạn và các biện pháp quản lý ngoại hối. Trong giai đoạn trước mắt thì các biện pháp này còn cần thiết, nhưng cần phải nới lỏng từng bước vì các biện pháp này không phải lúc nào cũng hiệu quả, đôi khi lại trở thành lực cản cho sự phát triển thị trường ngoại hối. Nhà nước không thể thay được vai trò của thị trường ngoại hối trong xu thế hội nhập, mà Nhà nước chỉ can thiệp bằng các công cụ, nghiệp vụ của mình, tránh xảy ra các cú sốc cho nền kinh tế.

Trước mắt, có thể nói ngay biên độ dao động từ mức $\pm 0.25\%$ lên $\pm 0.5\%$, đồng thời bỏ mức trần tỷ giá kỳ hạn. Điều này sẽ tạo điều kiện để các NHTM yết tỷ giá cạnh tranh và tăng mức độ khách quan của tỷ giá. Về lâu dài, NHNN nên dỡ bỏ biên độ dao động và không trực tiếp ấn định tỷ giá, mà chỉ tiến hành can thiệp trên thị trường ngoại hối để tỷ giá biến động có lợi cho nền kinh tế; chuyển hướng từ từ sang sử dụng công cụ lãi suất để điều tiết thị trường ngoại tệ.

+ Việc can thiệp của NHNN cần phải diễn ra kịp thời với quy mô thích hợp.

Sự can thiệp của NHTW 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 kinh tế vĩ mô. Do vậy, NHNN phải

xác định rõ ràng, chính xác mục tiêu của việc can thiệp, đồng thời phải xác định thời gian và mức độ can thiệp tuân theo các quy định chung. Một khi NHNN không tiến hành can thiệp hoặc can thiệp diễn ra chậm hoặc quy mô không thích hợp sẽ làm phá sinh tâm lý rụt rè ngóng đợi, khiến cho thị trường rơi vào tình trạng trầm lắng kích thích đầu cơ và gây áp lực lên tỷ giá NHNN có những tác động lớn đến thị trường ngoại hối. Vì vậy, nếu có những điều chỉnh khôn ngoan thì sẽ ảnh hưởng tích cực để thị trường tiếp tục hoạt động thông suốt và hiệu quả.

+ Nâng cao tính minh bạch trong các chính sách can thiệp của NHNN.

Sự minh bạch này giúp tạo lòng tin vào cơ chế tỷ giá mới. Việc cam kết công khai về mục tiêu hành động can thiệp sẽ tạo điều kiện cho thị trường có khả năng giám sát và đồng thời nâng cao trách nhiệm của NHNN trong hoạt động ngoại hối.

▪ **Hoàn thiện thị trường ngoại hối.**

Việt Nam đã thực hiện cơ chế tỷ giá linh hoạt và sự can thiệp của NHNN đóng vai trò thiết yếu. Liên quan chặt chẽ đến vấn đề này là việc phát triển thị trường ngoại hối. Một thị trường ngoại hối có khả năng thanh khoản cao và hoạt động có hiệu quả sẽ cho phép tỷ giá đáp ứng tín hiệu của thị trường, giảm thiểu các rủi ro tỷ giá. Do vậy, chính sách quản lý ngoại hối phải được thực hiện nghiêm ngặt, có thể cải cách theo các hướng:

NHNN cần xây dựng quy chế thông tin, thống kê, hệ thống hoá kịp thời số liệu luồng ngoại tệ ra, vào trong nước, từ đó dự báo về quan hệ cung cầu trên thị trường để làm căn cứ điều hành chính sách tỷ giá và quản lý ngoại hối.

Quản lý chặt chẽ các khoản vay, nợ nước ngoài, đặc biệt là vay ngắn hạn. Kiểm soát chặt chẽ việc bảo lãnh vay trả chậm của các NHTM cho các doanh nghiệp vay từ nước ngoài. Do dự trữ ngoại hối của NHNN còn mỏng nên NHNN cần tiếp tục kiên trì các biện pháp thu hút kiều hối: mở rộng đối tượng được uỷ thác, làm dịch vụ chi trả kiều hối...

NHNN cần từng bước thực hiện cơ chế tự do hoá các giao dịch vãng lai, từng bước tự do hoá các giao dịch vốn, cho phép một số ngân hàng thương mại tiếp tục thực hiện thí điểm một số nghiệp vụ giao dịch hối đoái theo thông lệ quốc tế, nâng cao tính linh hoạt của thị trường ngoại hối.

Tiến tới hoàn thiện thị trường ngoại tệ liên ngân hàng với đúng nghĩa là một “thị trường thực sự” làm cơ sở xác định tỷ giá bình quân liên ngân hàng sát với cung- cầu ngoại tệ trên thị trường. Thị trường ngoại tệ LNH là một cơ sở hạ tầng quan trọng để NHNN can thiệp và điều hành tỷ giá, do đó thị trường ngoại tệ LNH phải hoạt động thông suốt, liên tục, không bị giới

hạn bởi không gian và thời gian để tạo điều kiện cho các ngân hàng trong hoạt động mua bán ngoại tệ, qua đó giải quyết nhanh chóng nhu cầu thanh toán ngoại tệ cho các doanh nghiệp. Đồng thời có cơ chế ràng buộc các tổ chức tài chính, tín dụng tham gia trên thị trường ý thức được trách nhiệm và quyền lợi của mình để xây dựng một mô hình thị trường ngoại tệ liên NH hoàn thiện, điều tiết can thiệp mua, bán ngoại tệ nhằm cân đối cung cầu và thực hiện chính sách tỷ giá theo định hướng của Nhà nước.

Củng cố và phát triển thị trường nội tệ liên NH với đầy đủ các nghiệp vụ hoạt động của nó để tạo điều kiện cho NHNN phối hợp, điều hòa giữa hai khu vực thị trường ngoại tệ và nội tệ một cách thông suốt.

Tiếp tục đẩy mạnh cải cách hành chính, hoàn thiện hệ thống văn bản pháp quy phù hợp. Các văn bản pháp quy về điều hành tỷ giá và quản lý ngoại hối cần được rà soát lại, thống nhất và đơn giản hoá, bãi bỏ những quy định không phù hợp hay chông chéo. Thông qua cơ chế chính sách, các biện pháp quản lý hành chính của Chính phủ có thể tác động đến hoạt động của thị trường hối đoái, quản lý các nguồn ngoại tệ trôi nổi trên thị trường, chống những hiện tượng đầu cơ, buôn bán trái phép ngoại tệ, góp phần ổn định TGHĐ.

Đào tạo đội ngũ cán bộ có trình độ chuyên môn nghiệp vụ giỏi, thông thạo ngoại ngữ, có trình độ sử dụng các phụng tiện hiện đại phục vụ cho chuyên môn. Đầu tư các phụng tiện thông tin hiện đại để phục vụ công tác giao dịch trong nước và quốc tế cho các ngân hàng.

▪ **Phá giá nhẹ đồng Việt Nam.**

Nền kinh tế Việt Nam hiện đang ở tình trạng vừa thâm hụt cán cân tài khoản vãng lai vừa có tình trạng thất nghiệp cao. Việc đánh giá cao đồng nội tệ sẽ là bất lợi vì đồng nội tệ tăng giá thực tế có nghĩa là hàng Việt Nam trở nên đắt hơn so với hàng ngoại trên cả thị trường trong nước và quốc tế. Kết quả là nhập khẩu tăng, xuất khẩu bị thu hẹp, cán cân tài khoản vãng lai sẽ ngày càng lún sâu vào thâm hụt. Một chính sách giảm giá nhẹ đồng Việt Nam sẽ có tác dụng tích cực trong việc cải thiện đồng thời cả cân bằng bên trong và cân bằng bên ngoài: khuyến khích xuất khẩu, hạn chế nhập khẩu, tăng việc làm, tăng sản lượng và thu nhập của nền kinh tế trong khi vẫn kiểm chế lạm phát ở mức thấp.

Tuy nhiên, trong bối cảnh hiện tại, việc phá giá mạnh đồng nội tệ là không thực tế. Mặc dù phá giá sẽ làm cho hàng hoá trong nước rẻ tương đối so với hàng ngoại, nghĩa là tăng sức cạnh tranh, nhưng nếu phá giá mạnh thì hậu quả để lại là khôn lường. Phá giá mạnh đồng Việt Nam sẽ làm mất lòng tin của dân chúng đối với VND và chính sách tiền tệ của nhà nước, làm

giảm đầu tư trong nước, đồng thời chức năng thanh toán và bảo tồn giá trị của đồng tiền có thể bị xói mòn, nguy cơ về một cuộc khủng hoảng rất lớn. Mặt khác, phá giá sẽ gây thiệt hại về kinh tế cho các hoạt động sản xuất kinh doanh có liên quan đến vay tiền bằng ngoại tệ. Trong điều kiện hiện nay, chính sách phá giá nhẹ đồng Việt Nam hiện nay là thích hợp, không những kích thích tăng trưởng kinh tế mà còn không gây tổn thương cho bất cứ đơn vị kinh tế nào, hạn chế tình trạng đầu cơ trên thị trường ngoại hối, góp phần ổn định kinh tế vĩ mô.

▪ **Thực hiện chính sách đa ngoại tệ.**

Hiện nay, ngoài đôla Mỹ, trên thị trường có nhiều loại ngoại tệ có giá trị thanh toán quốc tế như Euro, JPY, CAD, GBP... Điều này tạo điều kiện cho Việt Nam có thể thực hiện chính sách đa ngoại tệ trong thanh toán quốc tế và điều hành chính sách tỷ giá. Việt Nam cần xây dựng một cơ chế ngoại tệ hợp lý trên cơ sở đa dạng hóa rõ ngoại tệ mạnh, làm căn cứ cho việc ấn định tỷ giá VND. Cơ chế ngoại tệ đa dạng tạo điều kiện cho các NHTM cung ứng bảo hiểm rủi ro về lãi suất, tỷ giá hối đoái, cho phép các ngoại tệ mạnh trên lãnh thổ Việt Nam được tự do chuyển đổi làm cho vai trò của USD sẽ dần hạn chế hơn. Đặc biệt chú ý đến đồng Euro và JPY vì châu Âu là một thị trường lớn, và Nhật Bản có hệ thống tín dụng, ngân hàng hàng đầu thế giới.

Đồng thời, Nhà nước nên có chính sách khuyến khích các công ty XNK đa dạng hoá cơ cấu tiền tệ trong giao dịch thung mại quốc tế để nâng cao sự cân đối cung, cầu ngoại tệ, qua đó góp phần đa dạng hóa tiền tệ của nền kinh tế một cách cân đối hơn.

▪ **Tạo điều kiện để đồng Việt Nam có thể chuyển đổi được.**

Ngày nay, một đồng tiền được coi là có khả năng chuyển đổi khi mà bất cứ ai có đồng tiền đó đều có thể tự do chuyển đổi sang một trong những đồng tiền đóng vai trò dự trữ quốc tế chủ yếu như USD, GBP, euro... theo tỷ giá thị trường.

Nếu cứ tiếp tục như tình hình hiện nay thì nền kinh tế Việt Nam vẫn tiếp tục chịu thiệt hại do những bất lợi trong thanh toán quốc tế gây ra. Việc phấn đấu cho đồng Việt Nam chuyển đổi được từng phần đặt ra nhiều đòi hỏi cho nền kinh tế, trong đó việc kiềm chế lạm phát là một yêu cầu bức thiết. Ngoài ra, mức dự trữ ngoại hối cũng cần phải được củng cố và tăng cường để ngân hàng nhà nước có đủ tiềm lực can thiệp vào thị trường ngoại hối ngăn chặn các cú sốc bất lợi tác động đến nền kinh tế. Để tăng khả năng chuyển đổi của đồng tiền Việt Nam, nhà nước cần tạo điều kiện thuận lợi cho tiền Việt Nam tham gia hoạt động thanh toán quốc tế. Làm được điều này sẽ tạo điều kiện cho các hoạt động kinh tế đối ngoại nước ta

phát triển mạnh mẽ, tạo điều kiện cho hàng hoá Việt Nam dễ dàng thâm nhập vào thị trường thế giới.

▪ **Phối hợp đồng bộ chính sách tỷ giá với các chính sách kinh tế vĩ mô khác.**

Để nâng cao hiệu lực và hiệu quả của chính sách tỷ giá hối đoái đối với nền kinh tế, cần phải có sự phối hợp với các chính sách kinh tế vĩ mô khác như chính sách tài khoá và chính sách tiền tệ.

Cần duy trì chính sách tài khoá thận trọng và tiến hành điều chỉnh các chính sách thuế. Trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế và đàm phán ra nhập WTO, chính phủ cần cắt giảm thuế quan, giảm thiểu và tiến tới xoá bỏ những hàng rào phi thuế quan đang cản trở các hoạt động thương mại và đầu tư quốc tế. Trong chính sách chi tiêu cần phải có các ưu tiên hợp lý hơn trong chi tiêu, loại bỏ những khoản chi không cần thiết, tăng tỉ lệ chi đầu tư xây dựng cơ bản và có biện pháp hạn chế thất thoát lãng phí. Đảm bảo thâm hụt ngân sách trong phạm vi có thể quản lý được, tức là ở mức có thể bù đắp được mà không gây mất ổn định kinh tế vĩ mô. Tuy nhiên chính sách tài khoá không nên thắt chặt quá mức vì điều này sẽ gây tổn hại tăng trưởng kinh tế dài hạn.

Bên cạnh đó, chúng ta cần tiến hành chuyển đổi các công cụ của chính sách tiền tệ từ trực tiếp hiện nay sang gián tiếp nhằm điều hành chính sách tiền tệ linh hoạt hơn, hiệu quả hơn và ít gây tiêu cực đối với nền kinh tế. Hơn nữa, khi thị trường tiền tệ phát triển, giá cả trên thị trường (lãi suất, tỷ giá ...) được hình thành theo quan hệ cung cầu, các nguồn vốn được phân bổ hiệu quả, thị trường không bị chia cắt sẽ tránh được tình trạng mất cân bằng kinh tế vĩ mô. Từ đó tăng tính hiệu quả của việc điều hành chính sách tiền tệ.

Như vậy, việc hoàn thiện chính sách tỷ giá hối đoái cần phối hợp đồng bộ nhiều giải pháp, không chỉ từ hướng NHTW. Tùy theo điều kiện thực tế để lựa chọn công cụ, hay biện pháp phù hợp, nhằm thực hiện một chính sách tỷ giá theo xu hướng chung và đem lại hiệu quả tốt nhất.