

Can thiệp trung hòa và không trung hòa - sự liên thông giữa thị trường tiền tệ và thị trường ngoại hối

GS. TS. NGUYỄN VĂN TIẾN

Học viện Ngân hàng

Trong thực tế, khi tìm hiểu về “can thiệp trung hòa” (sterilized) và “can thiệp không trung hòa” (non-sterilized) của Ngân hàng Trung ương (NHTW) còn một số nhầm lẫn giữa cung cầu trên thị trường tiền tệ và cung cầu trên thị trường ngoại hối. Nhằm làm rõ hơn về vấn đề này, bài viết sẽ tiếp cận phân tích quy luật cung cầu và đưa ra các tiêu chí phân biệt giữa hai thị trường này.



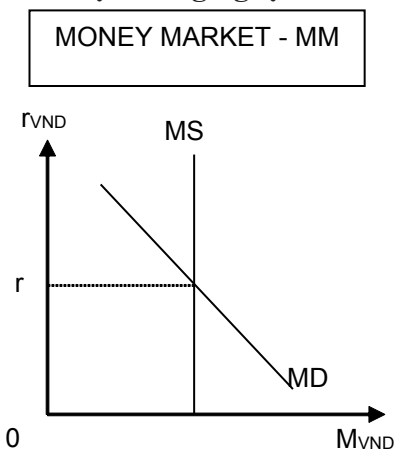


1. Thị trường tiền tệ và thị trường ngoại hối

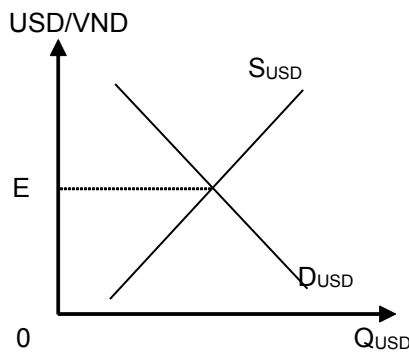
Cho đến nay, việc phân biệt giữa thị trường tiền tệ và thị trường ngoại hối là chưa thống nhất. Có tài liệu phân biệt riêng biệt hai thị trường này, nhưng cũng có tài liệu coi thị trường ngoại hối là một bộ phận của thị trường tiền tệ.

Thị trường tiền tệ (Money Market- MM) được khái niệm là nơi đi vay và cho vay, còn thị trường ngoại hối (Foreign Exchange Market- FX) là nơi mua bán các đồng tiền khác nhau. Hai thị trường này được mô tả và phân biệt như sau:

Đồ thị 1. Thị trường tiền tệ và thị trường ngoại hối



FX MARKET - FX



Vấn đề được đặt ra là, khi NHTW can thiệp trên thị trường ngoại hối bằng cách mua vào hay bán ra đồng nội tệ, khiến cho không những cung cầu trên thị trường ngoại hối thay đổi mà cung trên thị trường tiền tệ cũng thay đổi, khiến cho không ít người bị nhầm lẫn mối quan hệ giữa hai thị trường này, đặc biệt là trường hợp đối với các quốc gia dùng phương pháp yết tỷ giá gián tiếp (ví dụ như Úc).

Để phân biệt rõ bản chất cung cầu trên hai thị trường này, chúng ta cần làm rõ khái niệm và nội dung về can thiệp trung hòa và can thiệp không trung hòa của NHTW.

2. Can thiệp không trung hòa hay không khử (non-sterilized)

Khi NHTW can thiệp trên FX thông qua mua bán đồng nội tệ, làm cho lượng cung ứng tiền trong lưu thông thay đổi, tác động làm thay đổi mục tiêu chính sách tiền tệ như chỉ tiêu lạm phát và lãi suất. Những can thiệp trên FX tác động làm thay đổi mục tiêu chính sách tiền tệ gọi là can thiệp không trung hòa hay không khử (non-sterilized). Tùy theo phương pháp yết tỷ giá là gián tiếp hay trực tiếp mà cơ chế truyền dẫn cũng khác nhau.

* Đối với nước dùng phương pháp yết tỷ giá trực tiếp (Việt Nam):

Trường hợp 1: Can thiệp **mua** vào nội tệ, tức bán ra ngoại tệ, sẽ tạo ra các hiệu ứng:

Hiệu ứng 1: Do NHTW bán ra ngoại tệ, dẫn đến cung ngoại tệ **trên FX** tăng, làm dịch chuyển đường cung ngoại tệ trên FX sang phải, kết quả là tỷ giá giảm (Đồ thị 2a).

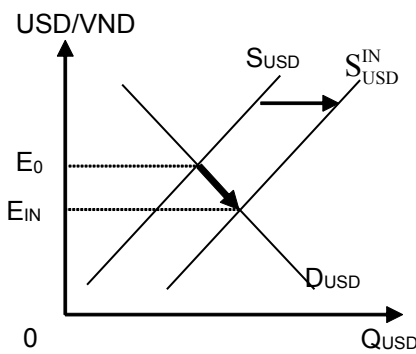
Hiệu ứng 2: Do NHTW mua vào nội tệ dẫn đến cung ứng tiền trong lưu thông **trên MM**

Bảng 1. Các tiêu chí đặc trưng của thị trường tiền tệ và thị trường ngoại hối

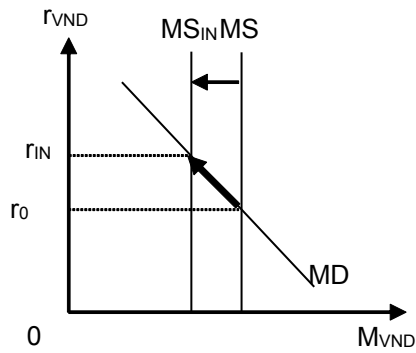
MONEY MARKET	FOREX MARKET
1. Đi vay và cho vay	1. Mua và bán
2. Liên quan đến một đồng tiền	2. Liên quan đến hai đồng tiền
3. Chuyển giao quyền sử dụng vốn	3. Chuyển giao quyền sở hữu vốn
4. Định giá thông qua lãi suất	4. Định giá thông qua tỷ giá
5. Tạo ra luồng tiền dương và âm của một đồng tiền tại các thời điểm khác nhau	5. Tạo ra luồng tiền dương và âm của hai đồng tiền tại cùng một thời điểm
6. Không làm phát sinh trạng thái ngoại tệ	6. Làm phát sinh trạng thái ngoại tệ
7. Trạng thái luồng tiền ròng có thể làm cân bằng thông qua giao dịch trên thị trường tiền tệ hay thị trường ngoại hối	7. Trạng thái ngoại tệ ròng chỉ có thể làm cân bằng thông qua giao dịch trên thị trường ngoại hối
8. Chịu rủi ro lãi suất	8. Chịu rủi ro tỷ giá



Đồ thị 2a. FX MARKET - FX



Đồ thị 2b. MONEY MARKET - MM



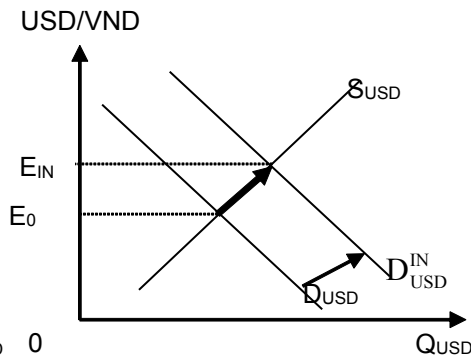
giảm, làm dịch chuyển đường cung tiền trên MM sang trái, kết quả là lãi suất tăng và cung tiền giảm nên gây thiếu phát (Đồ thị 2b).

Trường hợp 2: Can thiệp **bán** ra nội tệ, tức mua vào ngoại tệ, sẽ tạo ra các hiệu ứng:

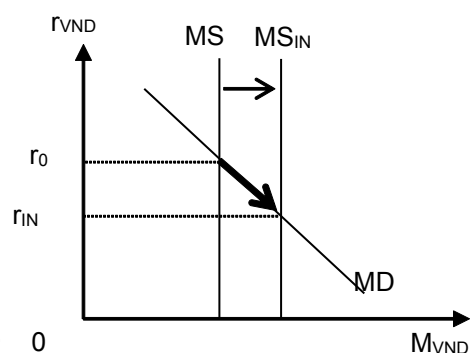
Hiệu ứng 1: Do NHTW mua vào ngoại tệ, dẫn đến cầu ngoại tệ **trên FX** tăng, làm dịch chuyển đường cầu ngoại tệ trên FX sang phải, kết quả là tỷ giá tăng (Đồ thị 3a).

Hiệu ứng 2: Do NHTW bán ra nội tệ dẫn đến cung ứng tiền trong lưu thông **trên MM** tăng, làm dịch chuyển đường cung tiền trên MM sang phải, kết quả là lãi suất giảm và cung tiền tăng nên gây lạm phát (Đồ thị 3b).

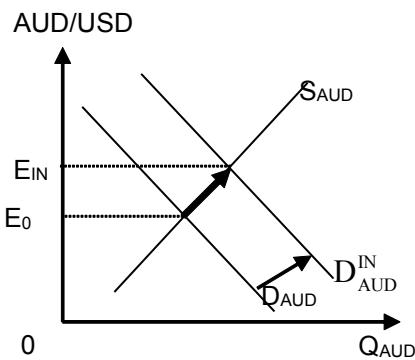
Đồ thị 3a. FX MARKET - FX



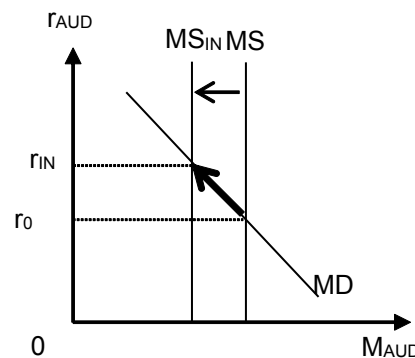
Đồ thị 3b. MONEY MARKET - MM



Đồ thị 4a. FX MARKET - FX



Đồ thị 4b. MONEY MARKET - MM



* *Đối với nước dùng phương pháp yết tỷ giá gián tiếp (Úc):*

Trường hợp 1: Can thiệp **mua** vào nội tệ (AUD), tức bán ra ngoại tệ (USD), sẽ tạo ra các hiệu ứng:

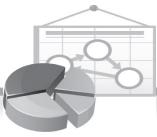
Hiệu ứng 1: Do NHTW mua vào nội tệ (AUD-đồng tiền yết giá), dẫn đến cầu đồng tiền yết giá (AUD) **trên FX** tăng, làm dịch chuyển đường cầu đồng tiền yết giá (AUD) trên FX sang phải, kết quả là tỷ giá tăng, tức AUD lên giá (Đồ thị 4a).

Hiệu ứng 2: Do NHTW mua vào nội tệ (AUD) dẫn đến cung ứng tiền (AUD) trong lưu thông **trên MM** giảm, làm dịch chuyển đường cung tiền (AUD) trên MM sang trái, kết quả là lãi suất tăng và cung tiền trên MM giảm nên gây thiếu phát (Đồ thị 4b).

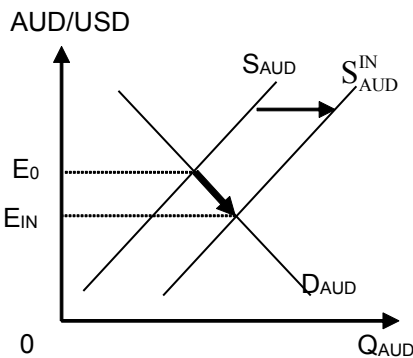
Trường hợp 2: Can thiệp **bán** ra nội tệ (AUD), tức mua vào ngoại tệ (USD), sẽ tạo ra các hiệu ứng:

Hiệu ứng 1: Do NHTW bán ra nội tệ (AUD-đồng tiền yết giá), dẫn đến cung đồng tiền yết giá (AUD) **trên FX** tăng, làm dịch chuyển đường cung đồng tiền yết giá (AUD) trên FX sang phải, kết quả là tỷ giá giảm, tức AUD giảm giá (Đồ thị 5a).

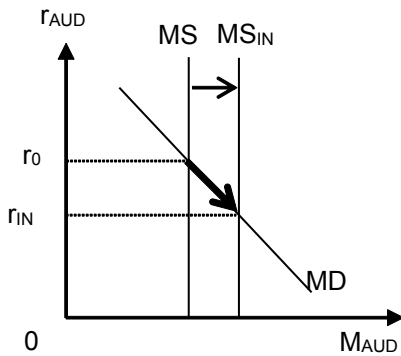
Hiệu ứng 2: Do NHTW bán ra nội tệ (AUD), dẫn đến cung ứng tiền (AUD) trong lưu thông **trên MM** tăng, làm dịch chuyển đường cung tiền (AUD) trên MM sang



Đồ thị 5a. FX MARKET- FX



Đồ thị 5b. MONEY MARKET- MM



phải, kết quả là lãi suất giảm và cung tiền trên MM tăng nên gây lạm phát (Đồ thị 5b).

Tóm lại, can thiệp trên FX của NHTW làm thay đổi cung ứng tiền (tăng hoặc giảm), tác động làm thay đổi mục tiêu chính sách tiền tệ như chỉ tiêu lạm phát hay lãi suất được gọi là can thiệp không trung hòa hay không khử (non-sterilized).

3. Can thiệp trung hòa hay can thiệp có khử (Sterilized)

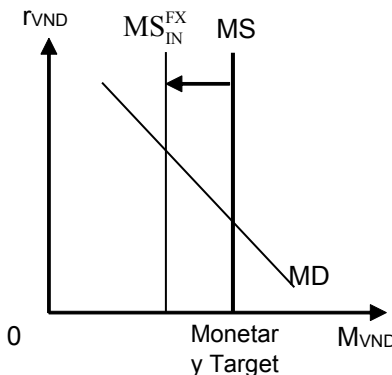
Đối với mỗi nền kinh tế thì mục tiêu chính sách tiền tệ có ý nghĩa và quyết định đến ổn định kinh tế vĩ mô, trước hết là duy trì một tỷ lệ lạm phát hợp lý. Chính vì vậy, nhiệm vụ hàng đầu của các NHTW hiện đại là kiểm soát và duy trì lạm phát ở mức có lợi cho nền

kinh tế. Để làm được điều này, NHTW phải kiểm soát và duy trì được khối lượng cung ứng tiền trong lưu thông. Như trên đã phân tích, can thiệp trên FX của NHTW làm cho khối lượng cung ứng tiền trong lưu thông thay đổi, có thể gây ra lạm phát hay thiếu hụt vượt ra ngoài mục tiêu chính sách tiền tệ của NHTW. Để khắc phục hiệu ứng không mong muốn lên mục tiêu chính sách tiền tệ, thì đồng thời với can thiệp trên FX, NHTW phải sử dụng nghiệp vụ thị trường mở (open market operation- OMO) mua vào hay bán ra giấy tờ có giá để trung hòa (hay khử) khối lượng tiền cung ứng thiếu hụt hay thặng dư do can thiệp trên FX tạo ra. Cụ thể như sau:

a/ Nếu can thiệp trên FX tạo ra thiếu hụt tiền trong lưu thông, ví dụ, trường hợp Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) mua vào nội tệ và bán ra ngoại tệ, NHNN sẽ tiến hành một giao dịch trên OMO bằng cách mua vào giấy tờ có giá nhằm bơm vào lưu thông một lượng VND đúng bằng

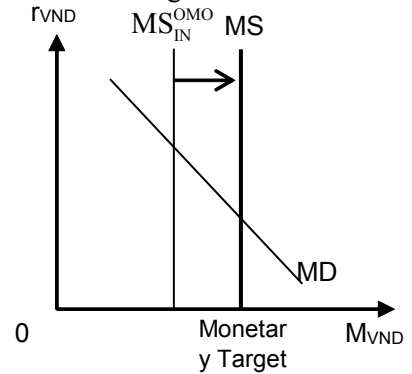
Đồ thị 6a.

Hiệu ứng can thiệp FX lên MS



Đồ thị 6b.

Can thiệp trung hòa bằng OMO

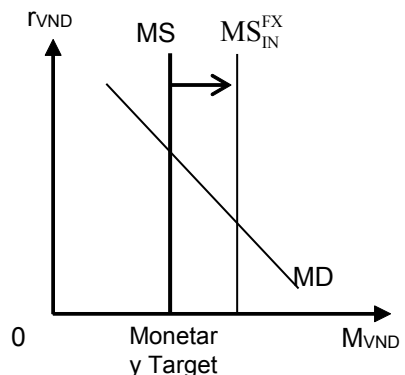


hiệu ứng can thiệp trên FX tạo ra (Đồ thị 6a và 6b).

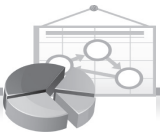
b/ Nếu can thiệp trên FX tạo ra thặng dư tiền trong lưu thông (ví dụ, trường hợp NHNN bán ra nội tệ và mua vào ngoại tệ), thì NHNN sẽ tiến hành một giao dịch trên OMO bằng cách bán ra giấy tờ có giá nhằm hấp thụ từ lưu thông một lượng VND đúng bằng hiệu ứng can thiệp trên FX tạo ra (Đồ thị 7a và 7b).


Tóm lại, can thiệp trung hòa là việc NHTW thực hiện nghiệp vụ thị trường mở để **khử** hiệu ứng không mong

Đồ thị 7a. Hiệu ứng can thiệp FX lên MS



xem tiếp trang 22



hối mà còn cả thị trường hàng hóa. Tuy nhiên, đợt phá giá năm 2011 với biên độ lớn lại không tạo hiệu ứng tâm lý, các thành phần khác trong nền kinh tế sau đợt phá giá này không kỳ vọng trong ngắn hạn NHNN sẽ tiếp tục phá giá. Do đó, việc phá giá tiền tệ để cải thiện CCTM đối với Việt Nam là không khả thi. Trong trường hợp cần thiết phải phá giá tiền tệ, công tác truyền thông cần được quan tâm để tạo hiệu ứng tâm lý không gây sốc và sự đồng thuận trong xã hội. 

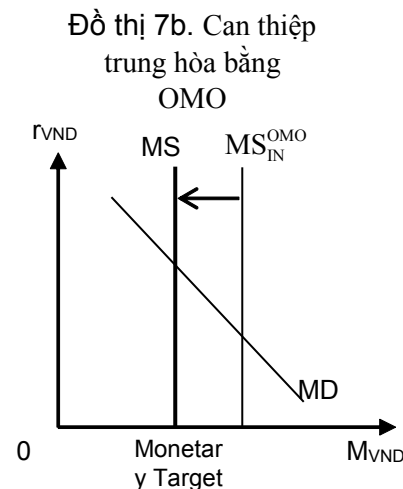
Tài liệu tham khảo

1. Nguyễn Ái Đoàn, *Kinh tế học vĩ mô* (2005)
2. Trần Ngọc Thơ, *Tài chính quốc tế* (2001)
3. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2001-2011), *Báo cáo thường niên các năm*
4. Tổng cục thống kê (2001- 2011), *Niên giám thống kê các năm*
5. Nguyễn Khắc Quốc Bảo, *IMF tư vấn chính sách tỷ giá cho các nước như thế nào?*, *Tạp chí phát triển kinh tế*, số 191, 2006.
6. Noer Azam Achsani và các đồng sự (2010), *The Relationship between Inflation and Real Exchange Rate: Comparative Study between ASEAN+3, the EU and North America*, *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, ISSN 1450-2275 Issue 18 (2010).
7. Nguyễn Trần Phúc và Nguyễn Đức Thọ (2009). *Exchange Rate Policy in Vietnam, 1985- 2008*, *ASEAN Economic Bulletin*, Vol 26, No 2, August 2009.

*Mọi thắc mắc về mô hình


và số liệu của mô hình xin liên hệ trực tiếp với tác giả qua địa chỉ mail: minhhd@sem.hut.edu.vn.

tiếp theo trang 14



muốn phát sinh từ can thiệp trên thị trường ngoại hối lên cung ứng tiền trên thị trường tiền tệ nhằm duy trì ổn định mục tiêu chính sách tiền tệ của mình.

Để tránh nhầm lẫn giữa cung cầu trên thị trường tiền tệ với cung cầu trên thị trường ngoại hối, cần phân biệt thị trường ngoại hối và thị trường tiền tệ, hơn nữa thay đổi cung cầu trên thị trường tiền tệ làm thay đổi lãi suất, còn thay đổi cung cầu

trên thị trường ngoại hối làm thay đổi tỷ giá. Do thị trường ngoại hối và thị trường tiền tệ liên thông với nhau, nên để duy trì ổn định mục tiêu chính sách tiền tệ, thì bên cạnh can thiệp trên thị trường ngoại hối, NHTW phải sử dụng một can thiệp trên thị trường tiền tệ (OMO) để trung hòa hiệu ứng của can thiệp ngoại hối, có như vậy mới đạt được mục tiêu chính sách tiền tệ đặt ra. 

Tài liệu tham khảo

1. PGS. TS. Tô Kim Ngọc, *Giáo trình Tiền tệ- Ngân hàng*, NXB Thống kê, 2012.
2. Học viện Ngân hàng, *Giáo trình Ngân hàng Trung Ương*, NXB Thống kê, 2005.
3. Học viện Tài chính, *Giáo trình Tài chính quốc tế*, NXB Tài chính, 2002.
4. PGS. TS. Nguyễn Văn Tiến, *Tài chính quốc tế hiện đại trong nền kinh tế mở*, NXB Thống kê, 2005.
5. Frederic S. Mishkin, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets, Fifth Edition*, Addison - Wesley, 2009.
6. Pilbean, K.S., *International Finance*, London Macmillan Business, 2006.



Truyện cười

Vào 1 buổi sáng có 1 vị linh mục đi dạo trong rừng. Đột nhiên ông nhìn thấy 1 con gấu ông liền quì xuống và nói: - Xin CHÚA hãy ban lòng tốt cho con gấu này.

Bất chợt con gấu cũng quì xuống và nói: - Cảm ơn CHÚA đã cho con 1 bữa ăn ngon!

- Theo cậu thì người như thế nào bị gọi là kẻ ngốc?
- Là người cố gắng diễn đạt điều mình muốn nói nhưng người khác không hiểu. Cậu có hiểu không? - KHÔNG!!!