

# Chính sách tỷ giá hối đoái - những vấn đề lý luận và kinh nghiệm điều hành từ các nước

NGUYỄN TRỌNG TÀI

**T**ỷ giá hối đoái (TGHD) là một trong các biến số vĩ mô quan trọng trong nền kinh tế mở, nếu vận dụng tốt công cụ này sẽ tác động tích cực đến sự phát triển kinh tế, ngược lại có thể sẽ gây ra các hậu quả khôn lường đối với sự phát triển kinh tế - xã hội. Ở Việt Nam, công cụ tỷ giá đã được chú ý vận dụng từ lâu, song nó chỉ thực sự được đề cao kể từ khi nước ta chủ trương phát triển kinh tế theo hướng hội nhập. Tuy nhiên, nhìn một cách tổng thể thì công cụ tỷ giá chưa thực sự phát huy vai trò và vị trí của nó như mục tiêu mong đợi. Để góp thêm hiểu biết về tầm quan trọng của TGHD, bài viết tập trung đề cập một số vấn đề lý luận tổng quan cũng như kinh nghiệm các nước trong điều hành TGHD.

## 1. Sự hình thành và các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái

Có thể hiểu: tỷ giá là số đơn vị đồng tiền định giá trên một đơn vị đồng yết giá.

Sự hình thành TGHD là quá trình tác động của nhiều yếu tố chủ quan và khách quan, nhưng nhìn chung các yếu tố chính tác động đến tỷ giá đó là:

(i). *Cung cầu ngoại tệ trên thị trường.* Đây là nhân ảnh hưởng trực tiếp đến sự biến động của tỷ giá hối đoái. Đến lượt nó, cung cầu ngoại tệ lại chịu ảnh hưởng của các yếu tố khác nhau, trong đó có cán cân thanh toán quốc tế. Cụ thể: nếu cán cân thanh toán quốc tế thặng dư, dẫn đến cung ngoại tệ lớn hơn cầu ngoại tệ, điều này sẽ khiến cho tỷ giá giảm và ngược lại. Tình trạng của cán cân thanh toán quốc tế lại phụ thuộc vào các hạng mục cấu thành nên cán cân thanh toán. Chẳng hạn, khi nền kinh tế có mức tăng trưởng ổn định, nhu cầu về hàng hóa và dịch vụ sẽ tăng, do đó, nhu cầu về ngoại tệ cho thanh toán nhập khẩu tăng lên. Ngược lại, khi nền kinh tế rơi vào suy thoái, các hoạt động sản xuất kinh doanh và xuất nhập khẩu bị đình trệ làm cho nguồn cung ngoại tệ giảm đi. Trong khi nhu cầu nhập

khẩu chưa kịp thời được điều chỉnh trong ngắn hạn, việc giảm cung ngoại tệ sẽ đẩy tỷ giá lên cao.

(ii). *Mức chênh lệch về lãi suất giữa các nước.* Nước nào có lãi suất tiền gửi ngắn hạn cao hơn lãi suất tiền gửi của các nước khác, thì vốn ngắn hạn sẽ chảy vào (nhằm thu phân chênh lệch do tiền lãi tạo ra), do đó, làm cho cung ngoại tệ tăng lên, TGHD sẽ giảm xuống.

(iii). *Mức chênh lệch lạm phát giữa các nước.* Giả sử trong điều kiện cạnh tranh lành mạnh, năng suất lao động của hai nước tương đương nhau, cơ chế quản lý ngoại hối tự do, khi đó, tỷ giá biến động phụ thuộc vào mức chênh lệch lạm phát giữa hai đồng tiền: nước nào có mức lạm phát lớn hơn thì đồng tiền của nước đó bị mất giá so với đồng tiền của các nước còn lại. Yếu tố chênh lệch lạm phát ảnh hưởng đến biến động tỷ giá trong dài hạn.

Ngoài những yếu tố nêu trên, TGHD còn chịu tác động của các yếu tố khác như tâm lý, chính sách của chính phủ, uy tín của đồng tiền...

---

Nguyễn Trọng Tài, TS. Học viện Ngân hàng.

Như vậy, tỷ giá biến động tăng hoặc giảm chịu sự tác động của nhiều yếu tố khác nhau. Vì vậy, để có một tỷ giá phù hợp cho từng thời kỳ cần phải xác định được các yếu tố chủ quan, khách quan tác động trực tiếp và gián tiếp lên tỷ giá,

### 2. Tầm quan trọng của công cụ tỷ giá trong nền kinh tế

TGHD trở thành mối quan tâm đặc biệt trong nền kinh tế mở là do nó được sử dụng để phục vụ chiến lược thương mại quốc tế, làm tăng vị thế cạnh tranh của quốc gia đó. Sở dĩ như vậy là do sự biến động của tỷ giá sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến giá cả hàng hóa xuất nhập khẩu. Chẳng hạn, khi TGHD tăng, đồng nội tệ mất giá, sự biến động này có lợi cho hoạt động xuất khẩu (vì giá xuất khẩu của hàng hóa và dịch vụ nước đó sẽ giảm đi tương đối trên thị trường nước ngoài), với điều kiện giá cả hàng hóa và dịch vụ nước đó giữ ở mức ổn định trên thị trường nội địa. Cộ nghĩa là, với sự mất giá của đồng nội tệ sẽ góp phần làm tăng khả năng cạnh tranh của hàng hóa, dịch vụ nước đó. Trong khi đó, khi TGHD tăng, thì giá cả hàng nhập khẩu sẽ đắt tương đối trên thị trường nội địa. Chính vì vậy, một số nước sử dụng chính sách phá giá đồng nội tệ để hạn chế nhập khẩu, điều này sẽ có tác động làm cải thiện tích cực cán cân vãng lai. Kết quả sẽ ngược lại khi TGHD biến đổi theo hướng làm tăng giá đồng nội tệ: sự tăng giá của đồng nội tệ có tác dụng tăng giá tương đối hàng hóa, dịch vụ của một nước so với nước ngoài sẽ có tác dụng làm giảm xuất khẩu, tăng nhập khẩu và điều này khiến cán cân thương mại chuyển dịch về phía thâm hụt.

Hơn nữa, khi TGHD thay đổi không chỉ tác động đến cán cân thương mại, mà còn tác động trực tiếp đến cán cân vốn. Cụ thể: một sự thay đổi trong TGHD theo hướng tăng giá đồng nội tệ có tác dụng thúc đẩy và tạo điều kiện cho các nhà đầu tư trong nước đẩy mạnh đầu tư ra nước ngoài. Nhật Bản là một thí dụ điển hình: trong điều kiện khan hiếm về tài nguyên đã tạo ra lượng tư

bản dư thừa một cách tương đối. Việc duy trì đồng Yên được đánh giá cao từ sau những năm 1970 đã có tác động tích cực khuyến khích tăng cường đầu tư ra nước ngoài. Tuy nhiên, với sự tăng giá trở lại của đồng Yên vào những năm 1990 so với các đồng tiền của Đông Nam Á một lần nữa đã thúc đẩy Nhật tăng nhanh tỷ trọng đầu tư vào các khu vực này. Theo các tính toán của các chuyên gia kinh tế cho thấy, vào năm 1994 - 1995, khi đồng Bath mất giá 1%, thì khả năng đầu tư của Nhật Bản vào Thái Lan đã tăng lên 1,8%. Ngược lại, một sự biến đổi theo hướng giảm giá đồng nội tệ sẽ có tác động gia tăng thu hút đầu tư nước ngoài. Đây có thể là một công cụ mà các nước đang phát triển có thể khai thác để giảm bớt tình trạng khan hiếm về vốn trong quá trình công nghiệp hóa nếu biết điều hành chính sách tỷ giá hợp lý (chủ động giảm đồng nội tệ để đạt mục đích khuyến khích xuất khẩu, hạn chế nhập khẩu và còn tạo điều kiện tăng thêm khả năng thu hút vốn đầu tư nước ngoài). Nhưng tác động tích cực của tỷ giá theo hướng đánh giá thấp đồng nội tệ nhằm tăng cường thu hút đầu tư nước ngoài lại mâu thuẫn với các khoản vay đã huy động trước đó, vì nó làm tăng thêm gánh nặng nợ nước ngoài; đồng thời, nó cũng làm tăng những rủi ro của đầu tư trong tương lai khi các nhà đầu tư có dự kiến tăng về tính không ổn định của TGHD. Đây là một sự mâu thuẫn đòi hỏi các nhà hoạch định chính sách phải cân nhắc khi lựa chọn chính sách TGHD.

Có thể khẳng định rằng, những tác động của tỷ giá đến các mối quan hệ trong cán cân thanh toán tương tác lẫn nhau, không những làm thay đổi cân đối bên ngoài nền kinh tế, mà qua đó, nó tác động làm thay đổi những cân đối bên trong nền kinh tế. Một số nước đã thành công khi sử dụng TGHD làm công cụ để tăng vị thế của quốc gia. Chẳng hạn trường hợp của Trung Quốc: việc sử dụng công cụ TGHD đã đem đến cho nước này bước chuyển lớn, cán cân thương mại từ

chỗ thâm hụt 12,2 tỷ USD năm 1993 chuyển thành thặng dư 5,4 tỷ USD năm 1994 và kể từ đó đến nay, xu hướng này vẫn luôn được giữ vững với mức thặng dư tương đối ổn định. Thêm vào đó, việc duy trì ổn định tỷ giá đồng Nhân dân tệ (CNY) với đồng đôla Mỹ đã giúp nước này tạo được lợi thế cạnh tranh trong xuất khẩu, tạo lợi thế tuyệt đối trong việc tìm kiếm thị trường xuất khẩu trên thế giới (vấn đề này sẽ được đề cập cụ thể hơn khi đi sâu nghiên cứu kinh nghiệm Trung Quốc ở phần sau).

### 3. Vấn đề lựa chọn chế độ tỷ giá hối đoái

Trong thực tiễn, việc lựa chọn chế độ tỷ giá của các nước thông thường xoay quanh các vấn đề chính sau đây:

*Thứ nhất, mối quan hệ giữa nền kinh tế quốc gia với nền kinh tế thế giới.* Đây thực chất là việc xác định nền kinh tế quốc gia là mở cửa hay đóng cửa:

- *Các nước lựa chọn một hệ thống kinh tế mở thường thiên về lựa chọn chế độ tỷ giá cố định.* Lựa chọn thỏa ước chế độ tỷ giá cố định tức là chấp nhận sự ràng buộc của các chính sách kinh tế quốc gia, đặt các chính sách quốc gia trong mối tương quan với cả hệ thống khu vực và quốc tế. Về nguyên tắc, các nước chỉ có thể thực hiện được các chính sách kinh tế đối nội hỗn hợp một khi duy trì chế độ tỷ giá cố định, vì vậy việc hoạch định chính sách đối nội trở thành biến ngoại sinh và tuân thủ theo thỏa ước tỷ giá. Nói cách khác, lựa chọn tỷ giá cố định ngang với việc áp đặt các ràng buộc quốc tế vào chính sách kinh tế quốc gia. Sự lựa chọn này tương đương với chọn một hệ thống mở cửa, trong đó luôn có sự tương tác giữa các nhân tố quốc gia và cả thế giới. Dưới chế độ tỷ giá cố định, ảnh hưởng của các chính sách đối nội và đối ngoại sẽ lan truyền rộng rãi cả hệ thống. Các nước lựa chọn chế độ tỷ giá cố định thể hiện sự ràng buộc chính sách kinh tế quốc gia đối với chính sách kinh tế quốc tế, có nghĩa là không theo đuổi các chính sách kinh tế đối nội một cách độc lập. Đây là

đặc thù của hệ thống kinh tế mở, mà vì lý do không tránh khỏi rò rỉ thông tin, nên không còn cách nào khác ngoài việc không khuyến khích các hoạt động độc lập.

- *Các nước lựa chọn một hệ thống kinh tế đóng cửa thường lựa chọn chế độ tỷ giá linh hoạt.* Với việc lựa chọn chế độ tỷ giá linh hoạt, về nguyên tắc, không chấp nhận một sự ràng buộc nào từ bên ngoài vào các chính sách kinh tế đối nội. Các bất ổn từ bên ngoài sẽ bị "chặn lại" không thể gây tác động tới nền kinh tế trong nước nhờ có sự dao động của tỷ giá. Thực tế việc lựa chọn này giữ cho chính sách kinh tế quốc gia không bị ràng buộc quốc tế.

Tỷ giá linh hoạt là một công cụ chính sách có thể sử dụng để giữ cho hoạt động kinh tế của một quốc gia không bị ảnh hưởng bởi các tác động của hệ thống quốc tế. Vì vậy, có thể tích cực thực hiện chính sách tỷ giá quốc gia mà không cần quan tâm đến các tác động bên ngoài.

Trong hoạt động kinh tế, hầu hết các nước đều phải đối mặt với những sự bất ổn (rối loạn kinh tế), cho nên, trong việc lựa chọn chế độ TGHD, các nước đều phải tính đến yếu tố này. Rối loạn kinh tế được chia thành rối loạn danh nghĩa và rối loạn thực. Đối với *rối loạn danh nghĩa* (chẳng hạn rối loạn phát sinh từ sự mất cân đối trên thị trường tiền tệ) thì tốt nhất lựa chọn chế độ tỷ giá cố định. Ví dụ, sự rối loạn do cung ứng quá nhiều tiền sẽ dẫn đến thâm hụt cán cân thanh toán do hao tổn dự trữ ngoại tệ để phục hồi sự cân đối trong thị trường tiền tệ, *rối loạn này sẽ không thực sự ảnh hưởng đến nền kinh tế vì nó đã được bảo vệ bởi chế độ tỷ giá cố định.* Một chính sách tỷ giá cố định duy trì được sự ổn định tương đối dài hạn của tỷ giá có khả năng giảm bớt áp lực đối với giá cả và lạm phát. Đối với *rối loạn thực* (như rối loạn phát sinh từ sự mất cân đối thị trường hàng hóa), *tốt nhất dùng chế độ tỷ giá linh hoạt,* vì các biến động mức cầu trong nước sẽ dẫn đến thay đổi tỷ giá do điều chỉnh mức cầu ngoài nước, vì vậy tổng

sản phẩm trong nước không bị ảnh hưởng nghiêm trọng. Kinh nghiệm thực tế cho thấy, chế độ tỷ giá linh hoạt được phép biến động đáng kể trước những dao động lớn của cán cân tài khoản vãng lai và thị trường hàng hóa trong nước sẽ có tác động che chắn, giảm sốc cho nền kinh tế để đảm bảo cho các mục tiêu ổn định giá cả và sản lượng. Vấn đề đặt ra là rất khó phân biệt nguồn gốc của hai loại rối loạn này. Trên thực tế, tất cả các nền kinh tế đều gặp phải hai loại rối loạn dạng nghĩa và rối loạn thực, nguồn gốc của rối loạn này đồng thời là hậu quả của quá trình tích lũy những mất cân đối cả bên trong và bên ngoài nền kinh tế suốt một thời kỳ dài trước đó, các cú sốc cũng có thể từ thị trường này chuyển sang thị trường khác hay từ một thị trường lan ra nhiều thị trường và toàn bộ nền kinh tế. Một chính sách tỷ giá không thể liên tục chuyển từ chế độ tỷ giá này sang chế độ tỷ giá khác để đối phó với các rối loạn loạn đó, vì nó sẽ làm gia tăng nhanh chóng tác động của yếu tố rủi ro tỷ giá, khi đó, nó sẽ không còn khả năng xử lý các vấn đề rối loạn nữa, mà còn làm tăng thêm hậu quả nghiêm trọng do các rối loạn gây ra. *Điều này, đến lượt nó, sẽ tác động xấu đến TGHD và có thể đẩy chính phủ vào khả năng mất kiểm soát đối với tỷ giá.* Vì vậy, việc lựa chọn chế độ tỷ giá nào thật sự là khó khăn. Tuy nhiên, tùy theo điều kiện thực tế của mỗi quốc gia trong từng giai đoạn, để lựa chọn chế độ tỷ giá cho phù hợp nhằm thực hiện các mục tiêu trên có thể căn cứ vào một số tiêu chí sau:

- *Mức độ giao dịch ngoại thương của một nước.* Ngoại trừ các cú sốc (các rối loạn kinh tế), quy mô giao dịch ngoại thương của một nước chịu ảnh hưởng khác nhau đối với những rủi ro TGHD. Trong các giao dịch ngoại thương, thì chế độ tỷ giá thả nổi chứa đựng rủi ro hối đoái rất lớn cho các nhà xuất khẩu. Tuy các nhà kinh doanh xuất nhập khẩu có thể sử dụng các công cụ cho việc phòng chống rủi ro, nhưng chi phí để thực hiện các nghiệp vụ này tương đối cao, vì vậy

chỉ thích hợp với các giao dịch có giá trị lớn. Một chế độ tỷ giá ổn định tạo tâm lý trong công chúng về sự ổn định giá trị đối ngoại của đồng nội tệ, giảm thiểu rủi ro phát sinh trong thương mại quốc tế, vì vậy thúc đẩy hoạt động giao lưu kinh tế quốc tế phát triển.

- *Mức độ luân chuyển vốn và liên kết giữa lãi suất trong nước và lãi suất quốc tế.* Trong điều kiện thị trường tài chính ngày nay có mức độ giao lưu rất lớn giữa các nước, làm cho lãi suất trong nước phụ thuộc rất lớn vào sự biến động của lãi suất trên thị trường tài chính quốc tế, do vậy, một chế độ tỷ giá cố định sẽ giúp hạn chế sự biến động của lãi suất trong nước, từ đó, giúp ổn định các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô (đầu tư, chi tiêu)... Ngược lại, khi mức độ lưu chuyển vốn và liên kết lãi suất trong nước với lãi suất quốc tế là lỏng lẻo, thì một chế độ tỷ giá thả nổi sẽ thích hợp hơn, vì sẽ tạo khả năng để phối hợp chính sách tỷ giá và chính sách tiền tệ chủ động nhằm đạt được mục tiêu cân bằng nội.

- *Mức độ linh hoạt của tiền lương nói riêng và chi phí sản xuất nói chung (yếu tố giá cả).* Nếu mức độ phản ánh của TGHD và mức tiền lương (mức giá cả) là chặt chẽ, thì những biến động của tỷ giá không gây ra những biến động lớn trong tiền lương thực tế và do đó, không có ảnh hưởng lớn đến đầu tư (không gây những xáo trộn lớn trong sản lượng) sẽ phù hợp với chính sách tỷ giá thả nổi có tính linh hoạt. Ngược lại nên chọn chế độ tỷ giá cố định.

*Thứ hai, mối quan hệ của chính sách tỷ giá với chính sách tiền tệ.* Chính sách tỷ giá là một bộ phận của chính sách tiền tệ, vì vậy, chính sách tiền tệ và chính sách tỷ giá có mối quan hệ chặt chẽ với nhau và có tác động qua lại lẫn nhau. Tuy nhiên, mức độ liên quan giữa tỷ giá hối đoái và chính sách tiền tệ khác nhau trong những chế độ tỷ giá khác nhau.

- *Với chế độ tỷ giá thả nổi,* Ngân hàng Trung ương không có trách nhiệm duy trì

TGHD, do đó, có thể thực hiện được tính tự chủ trong chính sách tiền tệ và có thể phối hợp tốt các chính sách tài chính để thực hiện các mục tiêu kinh tế vĩ mô. Điều này có nghĩa là, các quốc gia sẽ bảo đảm được tính độc lập trong việc hoạch định và thực thi chính sách tiền tệ của mình.

Sự độc lập trong chính sách tiền tệ thể hiện trên các giác độ:

(i). *Dưới chế độ tỷ giá thả nổi, cán cân thanh toán sẽ tự động cân bằng.* Chẳng hạn, nếu tài khoản vãng lai bị thâm hụt, sẽ khiến cho đồng nội tệ giảm giá, kéo theo sự gia tăng của xuất khẩu và sự sụt giảm của nhập khẩu cho đến khi cán cân quay trở lại cân bằng. Tương tự như vậy, thặng dư tài khoản vãng lai sẽ khiến cho đồng nội tệ tăng giá, kéo theo sự sụt giảm của xuất khẩu và sự gia tăng của nhập khẩu cho tới khi cán cân quay trở lại trạng thái cân bằng.

(ii). *Cho phép các quốc gia tự xác định mức lạm phát tùy ý với hoàn cảnh của riêng mình.* Những quốc gia ưu tiên mức lạm phát thấp có xu hướng áp dụng chính sách kinh tế vĩ mô thắt chặt sẽ trải qua thời kỳ nội tệ lên giá; ngược lại, những quốc gia theo đuổi chính sách kinh tế vĩ mô mở rộng sẽ trải qua thời kỳ lạm phát cao và nội tệ giảm giá.

- *Trong chế độ tỷ giá cố định.* Để duy trì tỷ giá cố định, buộc các nước phải có chung một tỷ lệ lạm phát, nghĩa là các nước phải duy trì chính sách tiền tệ như nhau. Chính vì vậy mà các nước chưa có hệ thống các công cụ tài chính, tiền tệ phát triển (do đó khó có khả năng có được các chính sách tài chính tiền tệ chủ động và phối hợp chặt chẽ giữa chúng), thì áp dụng chế độ tỷ giá cố định sẽ phù hợp hơn, nhằm tạo ra mô neo danh nghĩa cho việc phối hợp chính sách. Ngược lại, những nước có khả năng kiểm soát tốt thị trường tài chính thông qua các công cụ tài chính đa dạng và hoạt động hiệu quả, thì nên duy trì chính sách tỷ giá linh hoạt sẽ hiệu quả hơn.

*Thứ ba, tính chất cơ cấu nền kinh tế và mục tiêu của các chính sách kinh tế bên*

*trong.* Khi lựa chọn chế độ tỷ giá, vấn đề cần xem xét là tính chất cơ cấu nền kinh tế:

- *Với quốc gia đòi hỏi nhân tố sản xuất lớn* thì bắt buộc phải lựa chọn mô hình mở của kinh tế, khi đó, các nước này nên áp dụng chế độ tỷ giá cố định. Với quốc gia ít đòi hỏi nhân tố sản xuất thì nên lựa chọn tỷ giá thả nổi.

- *Khi lựa chọn chế độ tỷ giá, mục tiêu của các chính sách kinh tế bên trong* là vấn đề không thể bỏ qua, nghĩa là phải xem xét phạm vi mà ở đó nền kinh tế quốc gia tham gia vào các mục tiêu chung, hoặc có chính sách tương đồng, hoặc cả hai. Cụ thể, *quốc gia càng có nhiều mục tiêu chính sách chung và càng nhiều chính sách tương đồng thì cơ chế tỷ giá cố định sẽ hiệu quả hơn.* Ngược lại, nếu quốc gia có càng ít mục tiêu chính sách chung và càng ít các chính sách tương đồng thì chế độ tỷ giá linh hoạt sẽ hiệu quả hơn.

*Thứ tư, qui mô nền kinh tế và vị thế của đồng tiền.* Các quốc gia có nền kinh tế lớn thường có tính độc lập cao hơn và thường muốn có sự linh hoạt trong việc thực hiện các chính sách kinh tế của mình hơn là phụ thuộc vào một nước khác. Điều này cũng dễ hiểu, vì tỷ trọng xuất khẩu trong GDP thường giảm theo qui mô, *nền kinh tế lớn thường ít quan tâm đến tỷ giá hơn là nền kinh tế nhỏ.* Điều này là do với các cường quốc kinh tế, đồng tiền của họ thường có vị thế trên thị trường tài chính, tiền tệ quốc tế, vì hầu hết các đồng tiền này có khả năng thanh toán chắc chắn và giá trị có tính ổn định cao, tạo cho nó sự tín nhiệm cao, dẫn đến tỷ giá của nó thường ít có sự biến động so với ngang bằng sức mua. Chính vì thế, cho dù các nước này áp dụng chế độ tỷ giá linh hoạt, thì mức biến động của tỷ giá của đồng tiền các nước này thường không lớn. Hơn nữa, một chính sách tỷ giá có tính linh hoạt cao sẽ tạo khả năng chủ động trong chính sách tiền tệ của họ. Trong khi đó, ở hầu hết các nước đang phát triển có nền kinh tế chuyển đổi với sự phát triển kinh tế

còn ở trình độ thấp, làm cho đồng tiền của những nước này không có vị trí trên thị trường tài chính, tiền tệ quốc tế. Điều này tạo tâm lý đề phòng, thiếu tin tưởng của dân chúng các nước này vào các đồng nội tệ của mình, dẫn đến tình trạng “đôla hóa”. Chính vì thế, với các nước có đồng tiền yếu, thì một chính sách tỷ giá cố định là thích hợp, có tác dụng làm giảm phần nào tâm lý thiếu lòng tin vào các đồng nội tệ và giảm hiện tượng “đôla hóa”.

*Thứ năm, tình hình dự trữ ngoại tệ và uy tín của Ngân hàng Trung ương.* Dự trữ ngoại tệ của một nước có liên quan trực tiếp đến việc duy trì sự ổn định của TGHĐ. Muốn duy trì chế độ tỷ giá cố định, thì buộc Ngân hàng Trung ương phải có một lượng dự trữ ngoại hối đủ mạnh để sẵn sàng can thiệp trên thị trường nhằm duy trì tỷ giá đã công bố.

Yếu tố then chốt quyết định giá trị và sự ổn định của đồng tiền là dựa vào sức mạnh của Ngân hàng Trung ương, cơ quan quyền lực cao nhất và duy nhất được phát hành tiền. Các đồng tiền có giá trị cao và ổn định là các đồng tiền được đánh giá cao về khả năng duy trì sức mua và nó được phát hành bởi các Ngân hàng Trung ương uy tín. Ngược lại, các đồng tiền có giá trị thấp là những đồng tiền được dự kiến không có khả năng đảm bảo sức mua và có sự biến động lớn về TGHĐ do sự hạn chế trong quản lý của Ngân hàng Trung ương. Do vậy, với các nước đang phát triển, khi mà Ngân hàng Trung ương còn chưa khẳng định được sức mạnh và uy tín của mình, thì nên lựa chọn chế độ tỷ giá cố định là hợp lý.

*Thứ sáu, khả năng cung cấp thông tin.* Một chính sách TGHĐ chỉ có thể được xác lập và duy trì ổn định khi nó dựa trên cơ sở nguồn thông tin thông suốt, có độ tin cậy đối với mọi chủ thể trên thị trường hối đoái, có khả năng giảm được những cú sốc tác động lên nền kinh tế.

#### **4. Kinh nghiệm các nước trong điều hành tỷ giá hối đoái**

##### **4.1. Kinh nghiệm Trung Quốc**

Trước đây, tất cả các nước trong hệ thống xã hội chủ nghĩa, trong đó có Trung Quốc, đã áp dụng chính sách tỷ giá cố định và đa tỷ giá, nhưng không hoàn toàn tuân theo nguyên tắc của chế độ tỷ giá cố định. Tỷ giá được ấn định khác nhau tùy thuộc vào các thoả thuận trong quan hệ song phương hay đa phương có tính chất nội bộ hệ thống, xoay quanh giá trị của đồng Rúp được ấn định ngang bằng với giá trị của đồng đôla Mỹ. Trên thực tế, giao dịch ngoại thương giữa các nước xã hội chủ nghĩa trước đây chủ yếu là trao đổi thương mại trực tiếp (hàng đổi lưu) và TGHĐ được ấn định (tỷ giá kết toán nội bộ) được sử dụng vào thanh toán số dư cuối kỳ các hiệp định thương mại hoặc cuối kỳ kế toán. Thực chất của chế độ tỷ giá cố định và đa tỷ giá trước đây ở các nước xã hội chủ nghĩa nói chung, trong đó có Trung Quốc, đã xoá nhòa những tín hiệu của thị trường. Các yếu tố thị trường như quan hệ cung cầu ngoại tệ, những nhân tố tác động đến tỷ giá và thị trường ngoại hối, thị trường tài sản... chỉ tồn tại có tính hình thức. Các tổ chức kinh tế thụ động thực thi các kế hoạch tập trung của nhà nước. Nhà nước bao quát tất cả mọi khâu của quá trình sản xuất, từ việc cung cấp các yếu tố đầu vào, đến việc sản xuất cái gì, sản xuất như thế nào, cho ai, bao nhiêu, ở đâu... Cơ chế này đã tước đoạt quyền chủ động trong kinh tế, không gắn lợi ích của các chủ thể kinh tế với hoạt động của chính họ. Trung Quốc đã sớm nhận ra tính bất cập của cơ chế quản lý dựa gần như tuyệt đối vào công cụ kế hoạch hóa và bắt đầu cải tổ, chuyển đổi nền kinh tế từ năm 1979.

Cùng với quá trình cải tổ và chuyển đổi nền kinh tế, chính sách tỷ giá của nước này cũng được chuyển đổi, phù hợp với những yêu cầu của nền kinh tế phát triển dựa trên cơ chế thị trường có sự điều tiết của Nhà nước theo định hướng xã hội chủ nghĩa. Bước đầu của quá trình chuyển đổi trong chế độ và chính sách của Trung Quốc là để

## Chính sách tỷ giá ...

cho tỷ giá ấn định trước đây thả nổi theo sát với những diễn biến trên thị trường. Thực tế Trung Quốc đã tiến hành điều chỉnh liên tục TGHĐ danh nghĩa biến động theo hướng

giảm giá trị của đồng Nhân dân tệ cho phù hợp với sức mua thực tế của nó trong suốt thời kỳ đầu quá trình cải cách đến đầu những năm 1990 (bảng 1).

**BẢNG 1: Diễn biến TGHĐ CNY/USD giai đoạn 1978 - 1990**

	1978	1980	1982	1984	1986	1988	1990
Tỷ giá cuối năm	1,557	1,530	1,992	2,795	3,722	3,722	5,222
Tỷ giá trung bình năm	1,683	1,498	1,892	2,320	3,453	3,722	4,783

Nguồn: International Financial Statistics, Yearbook, 2002, IMF.

Chính việc phá giá đồng Nhân dân tệ trong giai đoạn này đã giúp Trung Quốc đẩy mạnh xuất khẩu, giảm thâm hụt cán cân thanh toán, tăng ngoại tệ dự trữ.

Sau khi tỷ giá được điều chỉnh phản ánh tương đối sát với những biến động

của thị trường và sức ép thực tế của đồng Nhân dân tệ, Trung Quốc chuyển sang áp dụng cơ chế tỷ giá cố định. Diễn biến tỷ giá từ năm 1990 đến 1993 được duy trì ổn định từ 5,2 đến 5,8 CYN/USD (bảng 2).

**BẢNG 2: Biến động tỷ giá danh nghĩa CNY/USD đầu những năm 1990**

	1990	1991	1992	1993
Tỷ giá cuối năm	5,222	5,434	5,752	5,8
Tỷ giá trung bình năm	4,783	5,323	5,515	5,762

Nguồn: International Financial Statistics, Yearbook, 2002, IMF.

Như vậy, trong giai đoạn từ 1979 - 1993, Trung Quốc đã liên tục điều chỉnh TGHĐ, xu hướng chung là phá giá mạnh đồng Nhân dân tệ (chẳng hạn, năm 1993, mức phá giá so với năm 1985 xấp xỉ 70%). Tuy phá giá với biên độ lớn, nhưng tổn

thất trong xuất khẩu do tỷ giá gây ra vẫn rất lớn (bảng 3). Lý do là tỷ giá CNY/USD có mặt bằng xuất phát "phá giá" quá thấp, nên dù phá giá mạnh như vậy, mức tỷ giá vẫn chưa đạt đến điểm hòa vốn cho doanh nghiệp xuất khẩu.

**BẢNG 3: Tổn thất tài chính đối với xuất khẩu do thay đổi tỷ giá ở Trung Quốc**

Đơn vị: CNY

Chỉ tiêu	1979	1981	1983	1985	1988	1993
Chi phí để thu 1USD xuất khẩu	2,40	2,31	3,02	3,67	5,80	6,32
Tổn thất ứng với 1USD xuất khẩu	0,85	0,49	0,22	0,73	2,08	1,0

Nguồn: N. Lardy 1992; Wong 1998.

Để cải thiện tình hình, năm 1994, Chính phủ Trung Quốc quyết định: (i) phá mạnh CNY, với biên độ tới xấp xỉ 50% (từ mức 5,75 CNY/USD năm 1993 lên 8,7 CNY/USD năm 1994); (ii) huỷ bỏ tỷ giá ấn định của Nhà nước, chuyển sang thực hiện chế độ một tỷ giá và được thả nổi có quản lý, dựa trên

quan hệ cung cầu; (iii) đưa ra hàng loạt các quy định mới như: xoá bỏ sự ghìm giá hay tăng giá ngoại hối của các công ty, xây dựng thị trường ngoại hối liên ngân hàng, cải tiến cơ chế hình thành tỷ giá hối đoái, cải tiến và hoàn thiện quản lý thu chi, kết toán ngoại hối, xoá bỏ kế hoạch mang tính mệnh lệnh

đối với ngoại hối, kết hợp việc kiểm soát chặt chẽ của Ngân hàng Trung ương đối với các hoạt động ngoại hối ở các ngân hàng thương mại bằng cách quy định các ngân hàng nào được phép chuyển đổi với một số ngoại tệ là bao nhiêu (đối với các công ty nước ngoài, Trung Quốc yêu cầu phải có bảng cân đối ngoại tệ hàng năm, đối với các doanh nghiệp liên doanh, phải có giấy phép đổi ngoại tệ mạnh sang đồng Nhân dân tệ, đối với doanh nghiệp nhà nước yêu cầu phải nộp 100% ngoại tệ thu được thay vì 50% như trước đây). Từ ngày 1-7-1996, Trung Quốc đã cho phép các công ty nước ngoài được giao dịch mua bán ngoại tệ mạnh ở một số ngân hàng Trung Quốc, ở các ngân hàng liên doanh và các chi nhánh nước ngoài ở Trung Quốc. Chính điều này tạo điều kiện để đồng Nhân dân tệ thâm nhập nhanh hơn vào thị trường tiền tệ thế giới (ngày 1-12-1996, đồng Nhân dân tệ đã chính thức được IMF công nhận là đồng tiền chuyển đổi tự do ở các tài khoản vãng lai).

Kết quả của những điều chỉnh kết hợp thả lỏng và xiết chặt từng bộ phận trong chính sách tỷ giá trong giai đoạn này đã có tác động tích cực, giúp nhanh chóng khôi phục lại đà tăng trưởng trong xuất khẩu và tăng trưởng kinh tế của Trung Quốc. Điều chỉnh theo hướng phá giá mạnh đồng Nhân dân tệ thời gian này không những chỉ thu được lợi ích trong ngắn hạn, nhanh chóng đẩy mạnh xuất khẩu, giúp hàng hóa, dịch vụ của Trung Quốc chiếm lĩnh thị trường thế giới, mà còn tạo cơ sở để nước này có thể duy trì chính sách ổn định tỷ giá trong một thời gian tương đối dài, giảm thiểu những rủi ro hối đoái và tạo môi trường hấp dẫn thu hút mạnh các nguồn đầu tư nước ngoài (năm 1994, lượng FDI thu hút đạt mức tăng trưởng 23%, đến năm 1998 tăng tới 200%. Năm 1997, Trung Quốc đã vươn lên đứng đầu các nước đang phát triển về mức độ thu hút đầu tư nước ngoài). Đây cũng chính là cơ sở tạo ra khả năng góp phần giảm sốc cho nền kinh tế Trung Quốc trước tác động của cuộc khủng hoảng tài chính - tiền tệ khu vực.

Sau khủng hoảng kinh tế khu vực năm 1997, Trung Quốc đứng trước áp lực phá giá đồng Nhân dân tệ, tuy nhiên, nhờ sức mạnh nội lực của nền kinh tế với lượng ngoại tệ dự trữ tương đối lớn (gần 150 tỷ USD) cũng như chính sách quản lý hối đoái đúng hướng (chú trọng tới dòng chu chuyển ngoại tệ trong và ngoài nước, đưa ra một loạt các biện pháp quản lý ngoại hối chặt chẽ) đã giúp nước này duy trì được chính sách TGHD của mình. Tháng 6-1999, Trung Quốc đưa ra quy định mới, trong đó, cấm các giao dịch mua bán đồng Nhân dân tệ ở nước ngoài nhằm hạn chế khả năng đầu cơ vào đồng Nhân dân tệ. Những nỗ lực trên đã giúp duy trì tỷ giá CNY/USD gần như cố định trong suốt thời gian dài. Điều này đến lượt nó, giúp Trung Quốc vươn lên trở thành nhà xuất khẩu hàng đầu thế giới: năm 2002, đạt mức tăng trưởng xuất khẩu 22% và tăng tới 34% trong nửa đầu năm 2003 (đạt 190 tỷ USD). Thặng dư cán cân vãng lai của Trung Quốc năm 2002 chiếm tới 2,2% GDP và nếu tính cả lượng FDI ròng chảy vào, thì cán cân thanh toán chung có thặng dư 6% GDP. Dự trữ ngoại hối tăng rất nhanh, hiện đang là nước đứng đầu thế giới về dự trữ ngoại hối (tính đến cuối năm 2007 dự trữ ngoại hối nước này đã đạt 1.530 tỷ USD).

Trước sức ép mạnh mẽ của các nước Mỹ, EU, Nhật Bản đòi hỏi Trung Quốc phải thực hiện điều chỉnh TGHD, ngày 21-7-2005, nước này đã chính thức tuyên bố nâng giá đồng Nhân dân tệ lên 2,1% và chuyển sang thực hiện “chế độ tỷ giá thả nổi có điều tiết” với 2 điểm thay đổi chính trong cơ chế điều hành tỷ giá: (1) đồng Nhân dân tệ sẽ được quản lý trên cơ sở phù hợp với “rổ tiền tệ”. Tức là tỷ giá Nhân dân tệ sẽ được tính toán trên cơ sở rổ tiền tệ với các đồng tiền của các đối tác thương mại chính của Trung Quốc; (2) tỷ giá sẽ trở nên “linh hoạt” hơn dựa trên yếu tố cung cầu thị trường.

Sau 14 năm kể từ năm 1994, Trung Quốc đã cố định tỷ giá đồng Nhân dân tệ với đồng đôla Mỹ luôn ở mức CNY/USD = 8,27. Nhờ

định giá thấp đồng Nhân dân tệ, xuất khẩu Trung Quốc đã tạo được lợi thế gần như là tuyệt đối trong việc tìm kiếm thị trường thế giới. Vào lúc Trung Quốc đang tìm kiếm nhiều biện pháp thúc đẩy nền kinh tế hội nhập sâu rộng hơn, thì chính sách tỷ giá cố định được xem như một công cụ hữu hiệu nhất. Nhờ cố định tỷ giá mà các luồng vốn đầu tư vào Trung Quốc gần như được bảo hiểm do không còn rủi ro về biến động tỷ giá. Điều đó cho phép Trung Quốc đứng vào hàng ngũ của những quốc gia có sức hút cực mạnh từ những dòng vốn nước ngoài.

**4.2. Kinh nghiệm Achentina**

Achentina đã từng có một quá khứ vàng son vào năm nửa đầu thế kỷ XX. Trước năm 1940, Achentina là một trong những cường quốc trên thế giới, phát triển nhờ tài nguyên thiên nhiên và XK nông sản thực phẩm. Trong giai đoạn 1940 - 1990, nước này sa vào trạng thái bị cô lập, bất ổn chính trị, nền kinh tế rơi vào lạm phát phi mã triền miên, đặc biệt trong những năm 1970s và 1980s. Trong những năm 1990s, Achentina đã có những cải cách kinh tế vĩ mô sâu rộng, nhờ đó, đã đạt mức tăng trưởng khá ngoạn mục.

Nhưng kể từ năm 1999, kinh tế nước này lại bắt đầu rơi vào suy thoái với mức tiêu dùng và đầu tư giảm mạnh, tương ứng -2,1% và -12,8% (1999) xuống -5,8% và -17,6% (năm 2003), kéo theo tăng trưởng âm của GDP. Tháng 12 năm 2001, Chính phủ Achentina tuyên bố đình chỉ trả khoản nợ nước ngoài lớn nhất lịch sử thế giới (141 tỷ USD).

Nguyên nhân của cuộc khủng hoảng xuất phát từ nhiều yếu tố có liên hệ mật thiết, làm tiền đề cho nhau, tích tụ gánh nợ nước ngoài, mà chính sách TGHD không hợp lý là một trong những nguyên nhân chính gây ra khủng hoảng này. Cụ thể: kể từ năm 1991, Achentina bắt đầu ấn định tỷ giá cố định thay cho tỷ giá thả nổi trước đây. Việc áp dụng chế độ tỷ giá cố định khi nền kinh tế đang có dấu hiệu bất ổn có lẽ là một sự lựa chọn đúng đắn của Chính phủ, bởi nó giúp kiềm chế lạm phát hiệu quả: từ mức 1.345% năm 1990 xuống còn 171,7% năm 1991 và giữ ở mức một con số và thậm chí lạm phát âm. Điều quan trọng là chế độ tỷ giá cố định đã tạo niềm tin cho các nhà đầu tư tăng cường đầu tư ở Achentina, nhất là trong nửa thập niên đầu (bảng 4).

**BẢNG 4: Diễn biến FID ở Achentina giai đoạn 1990 - 1998**

*Đơn vị: tỷ USD*

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
FDI	1,836	2,439	3,218	2,059	2,447	3,818	4,922	5,099	4,504

Nguồn: Latin Focus, 2000.

Tuy nhiên, việc áp dụng cứng nhắc trong chính sách tỷ giá là tác nhân chủ yếu làm gia tăng nợ nước ngoài và tác động tiêu cực đến nền kinh tế. Chế độ tỷ giá của Achentina về mặt thực chất là chế độ tỷ giá hội đồng tiền tệ (currency board) nghĩa là tỷ giá được cam kết giữ cố định bằng luật pháp. Luật chuyển đổi tiền tệ của nước này đưa ra quy định khá chặt chẽ: (i) TGHD giữa Peso (ARP) và đôla Mỹ là cố định (ARP/USD = 1); (ii) việc Ngân hàng Trung ương tăng lượng tiền cơ sở (in thêm tiền ARP) đòi hỏi phải tăng dự trữ ngoại hối (bằng USD) tương ứng; (iii) thâm hụt cán cân thanh toán bất buộc phải thắt chặt chính sách

tiền tệ. Đây là giải pháp nhằm khống chế lạm phát, nhưng đồng thời, nó cũng hạn chế khả năng của Ngân hàng Trung ương trong việc hỗ trợ bù đắp ngân sách nhà nước và giúp các ngân hàng thương mại tăng cường tính thanh khoản. Đặc biệt, với chế độ tỷ giá hội đồng tiền tệ đòi hỏi cần một lượng dự trữ ngoại khá lớn và ổn định, tối thiểu phải tương đương với 3 tháng nhập khẩu, tối ưu phải tương đương với 6 tháng nhập khẩu (trong giai đoạn 1991 - 2001, hàng năm Achentina đã liên tục giữ mức dự trữ quốc tế trung bình tương đương 11 tháng nhập khẩu). Trên thực tế, khi đồng đôla Mỹ lên giá (do ảnh hưởng của khủng hoảng

tài chính Châu Á năm 1997), để giữ vững TGHD, Ngân hàng Trung ương Acentina đã tung đôla Mỹ từ quỹ dự trữ để mua Peso. Việc sử dụng lượng dự trữ quốc tế lớn để can thiệp liên tục nhằm duy trì tỷ giá ARP/USD cố định đã gây ra nhiều tổn kém (do phải thực hiện thường xuyên việc trung hòa hóa cũng như chi phí cơ hội của việc giữ lượng dự trữ ngoại hối quá lớn), kết cục gây tích tụ và làm tăng gánh nợ nước ngoài.

Cũng trong giai đoạn 1991 - 2001, bản thân chế độ tỷ giá cố định đã góp phần thu hút một lượng vốn nước ngoài khá lớn ở Acentina (tăng nhanh trong giai đoạn 1991-1998), làm đồng Peso bị định giá cao, gây hiệu ứng tăng nhập khẩu và kìm hãm xuất khẩu. Hơn nữa, cũng trong giai đoạn này, nền kinh tế Acentina đã hứng chịu nhiều cú sốc từ bên ngoài. Trước hết là cuộc khủng hoảng ở Mêhicô năm 1994 đã tác động tiêu cực đối với tăng trưởng kinh tế của Acentina, khiến nước này không đạt mức tăng trưởng mạnh mẽ như trước (khoảng 9% trong giai đoạn 1992-1994). Việc Braxin, đối tác thương mại lớn nhất (trung bình chiếm hơn 30% giá trị xuất khẩu của Acentina), phá giá trầm trọng đồng Real năm 1999 đã tạo sức ép gián tiếp đáng kể lên tỷ giá ARP/USD. Các điểm yếu trong nền kinh tế nước này cũng bắt đầu lộ ra. Vì là nền kinh tế tự do hóa cao độ, nên việc rút vốn diễn ra

rất dễ dàng, một cuộc tháo chạy ô ạt của nhà đầu tư nước ngoài khỏi Acentina, buộc nước này phải cầu viện đến IMF: Cho đến cuối năm 2001, dự trữ ngoại tệ của Ngân hàng Trung ương Acentina chỉ còn đúng 2 tỷ USD. Cũng vào cuối năm 2001, IMF ngừng cấp các khoản cho vay mới với lý do Acentina không đáp ứng được các đòi hỏi tài chính. Acentina tuyên bố phá sản ngay sau đó. Tháng 1- 2002, Chính phủ Acentina tuyên bố chấm dứt hoạt động của chế độ tỷ giá hối đoái tiền tệ và lên kế hoạch phá giá đồng Peso (xuống còn 1,4 ARP/USD rồi sau đó là 1,85 ARP/USD). Những yếu tố khác trong chính sách kinh tế bao gồm: i) chuyển đổi tất cả các khoản nợ có giá trị trên 100.000 USD thành ARP; ii) kiểm soát tài khoản ngân hàng và dòng chảy tư bản; iii) cân bằng thu chi ngân sách. Việc quyết định phá giá đồng Peso cũng như thay đổi chính sách TGHD đã từng bước phát huy tác dụng, hàng xuất khẩu nước này có sức cạnh tranh hơn, dẫn đến thặng dư tài khoản vãng lai và Acentina đã dần thoát khỏi khủng hoảng. Năm 2003, Acentina đạt mức tăng trưởng > 6% (năm 2002 tăng trưởng -10%), giai đoạn năm 2004 - 2005, tăng trưởng kinh tế hàng năm đạt 9%, năm 2006 tăng trưởng đạt 8,5%, GDP xấp xỉ 213 tỷ USD, GDP đầu người 5.462 USD. Nền kinh tế của Acentina phục hồi khá nhanh và duy trì tốc độ tăng trưởng cao (bảng 5).

**BẢNG 5: Một số chỉ tiêu cơ bản về kinh tế Acentina**

	2006	2007
GDP (tỷ USD)	210	254
GDP bình quân đầu người (USD)	5.250	6.319
Tốc độ tăng trưởng (%)	8,5	8,6
Lạm phát (%)	9,8	10,2
Thất nghiệp(%)	8,7	7,5
Dự trữ quốc gia (tỷ USD)	32,1	46,2
Xuất khẩu (tỷ USD)	46,6	55,93
Nhập khẩu (tỷ USD)	31,7	44,78
Đầu tư nước ngoài (tỷ USD)	4,8	4,7
Nợ nước ngoài (tỷ USD)	109	137,1

Nguồn: Joseph Stiglitz (2001) "Acentina's addition to IMF money", Cato Institue.

Có thể khẳng định rằng, Achentina đã gắn định tỷ giá đồng nội tệ với đồng đôla Mỹ bằng pháp luật trong thời gian dài mà không xét đến việc phải điều chỉnh tỷ giá khi nó hoàn thành sứ mệnh ban đầu là ổn định vĩ mô nền kinh tế (kiềm chế lạm phát và thu hút đầu tư...). Cũng vì ấn định tỷ giá cứng nhắc, đã khiến đồng nội tệ lên giá (do luồng vốn nước ngoài gia tăng cũng cũng như do đồng bản tệ của các đối tác thương mại phá giá). Cái giá phải trả cho việc neo đồng bản tệ với một đồng tiền khác là gây hao hụt dự trữ ngoại hối, thâm hụt cán cân thương mại và có khuynh hướng làm tăng vay nợ nước ngoài. Từ bài học kinh nghiệm của Argentinian cho thấy, *chế độ tỷ giá hội đồng tiền tệ chỉ có thể sử dụng được ở nước có nền tảng kinh tế vĩ mô vững chắc, đặc biệt là mức xuất khẩu lớn (tỷ lệ tổng nợ/xuất khẩu nhỏ) và điều quan trọng nữa là phải có thể chế kinh tế, chính trị tốt.*

### 5. Bài học rút ra

**Thứ nhất, về việc lựa chọn chế độ tỷ giá hối đoái.** Chế độ tỷ giá cố định có hiệu quả hơn chế độ tỷ giá linh hoạt trong điều kiện nền kinh tế có dấu hiệu lạm phát, bởi nó có tác dụng kìm chế lạm phát, bình ổn giá cả và ổn định tiền tệ. Quyết định cố định TGHĐ để bình ổn giá cả là rất cần thiết trong giai đoạn đầu của thời kỳ chuyển đổi sau khi bị khủng hoảng tài chính. Kinh nghiệm của Trung Quốc cho thấy, chế độ tỷ giá gắn với đồng ngoại tệ có thể giữ được lòng tin và đóng góp vào ổn định giá cả trong giai đoạn đầu của quá trình tự do hóa. Kèm theo tự do hóa giá cả, tỷ giá gắn với đồng ngoại tệ đã phục vụ không chỉ như một mồi neo cho mức giá cả nội địa mà còn là xu hướng chỉ đạo làm cho giá cả được cân bằng nhanh chóng theo từng thị trường. Tuy nhiên, chế độ tỷ giá cố định đòi hỏi các nước cần có mức dự trữ ngoại tệ đủ lớn hoặc có sự hỗ trợ từ bên ngoài. Một chế độ tỷ giá quá cứng nhắc (neo giữ cố định quá lâu vào một đồng tiền trước tình hình kinh tế và tài chính, luôn biến động) khó có thể ứng phó với những cú sốc từ bên ngoài,

đặc biệt những cú sốc không dự kiến trước được. Vì vậy, việc một số nước (Thái Lan, Achentina...) chuyển sang chế độ tỷ giá thả nổi là tất yếu, không phải vì tính ưu việt của chế độ tỷ giá thả nổi, mà bởi vì họ không có dự trữ ngoại tệ để cố định tỷ giá và bảo vệ nó một cách hiệu quả.

Để thực hiện mục tiêu tăng trưởng nhanh, các nước đang phát triển đều nỗ lực tìm kiếm nguồn vốn từ bên ngoài. Nhằm mục đích tạo môi trường thuận lợi thu hút các dòng vốn đầu tư quốc tế, chính phủ các nước đang phát triển thường phải hy sinh một số mục tiêu khác, trong đó có mục tiêu TGHĐ. Chính sách TGHĐ góp phần đẩy nhanh quá trình tăng trưởng dựa vào nguồn vốn đầu tư nước ngoài là chính sách tỷ giá danh nghĩa ổn định lâu dài, nhằm kiềm chế lạm phát và giảm những rủi ro của vốn ngoại tệ. Nhưng việc duy trì quá lâu tỷ giá danh nghĩa ổn định, bất chấp những thay đổi của yếu tố bên trong và bên ngoài sẽ làm tăng tính rủi ro của các đồng nội tệ ở các nền kinh tế mới nổi, vốn chưa có chỗ đứng ổn định trên thị trường tài chính quốc tế. Tính rủi ro này, đến lượt nó, sẽ làm tăng dự kiến của nhà đầu tư về khả năng sẽ phá giá đồng nội tệ. Chính họ đã biến những dự kiến này thành sự thật khi tìm cách bảo vệ đồng vốn của mình và đẩy các nước họ đầu tư vào thảm họa, hoặc không có khả năng thanh toán, hoặc không có khả năng trả nợ (Thái Lan là ví dụ điển hình).

*Một chính sách tỷ giá danh nghĩa được duy trì quá lâu trong điều kiện các đồng tiền mạnh (thường là các đồng tiền của các nước có quan hệ chủ yếu với các nước đang phát triển về thương mại và đầu tư) có xu hướng lên giá sẽ làm cho các nhà đầu tư trong nước ảo tưởng giá vốn ngoại tệ rẻ hơn và khuyến khích họ đi vay ngoại tệ để mở rộng sản xuất, bất chấp hiệu quả kinh tế và khả năng trả nợ. Ảo tưởng này sẽ biến thảm họa cho đất nước của họ, trong điều kiện thị trường tài chính đã được quốc tế hóa với khả năng di chuyển dòng vốn dễ dàng.*

Từ đó có thể thấy, không nên áp dụng một mô hình chính sách đơn lẻ nào trong thời kỳ chuyển đổi. Chính sách tỷ giá phải thay đổi theo thời gian để thích ứng với tiến trình cải cách và sự biến đổi không ngừng của các điều kiện kinh tế vĩ mô. Kinh nghiệm điều hành tỷ giá của các nước cho thấy rằng, lựa chọn chế độ tỷ giá cho mỗi nước tùy thuộc vào điều kiện thực tế phát triển kinh tế và xã hội nước đó. Một chế độ tỷ giá có thể vận dụng thành công ở nước này, nhưng lại thất bại ở nước khác, tùy thuộc vào điều kiện cụ thể của mỗi nước cũng như năng lực vận hành cơ chế chính sách của chính phủ mỗi nước. *Điều hành tỷ giá là công việc đòi hỏi phải rất linh hoạt và chiến thuật.* Nhìn chung, với các nước nhỏ, công cụ điều hành chính sách tiền tệ chưa cao, đồng nội tệ chưa có khả năng chuyển đổi, thì việc cố định tỷ giá (cho phép tỷ giá dao động xung quanh tỷ giá trung tâm trong một biên độ nhất định) là một sự hợp lý, nhưng tỷ giá cố định không nên duy trì quá lâu trong điều kiện lạm phát cao. Với những nước có nền ngoại thương lớn và phát triển vững mạnh, đồng nội tệ có thể tự do chuyển đổi, khả năng kiểm soát tốt thị trường tài chính thông qua hệ thống các công cụ tài chính đa dạng và hoạt động hiệu quả, thì việc lựa chọn tỷ giá linh hoạt là cần thiết.

**Thứ hai, về sự phối hợp đồng bộ giữa các chính sách tỷ giá và các chính sách kinh tế vĩ mô khác.** Chính sách tỷ giá là một bộ phận của chính sách tiền tệ, nằm trong mối quan hệ của hệ thống các chính sách kinh tế vĩ mô. Vì vậy, chính sách tỷ giá có thể đạt được những mục tiêu của mình khi quá trình điều hành được đặt trong mối quan hệ của hệ thống chính sách kinh tế, đặc biệt là chính sách tiền tệ. Mục tiêu của chính sách tỷ giá và chính sách kinh tế khác trong ngắn hạn thường có sự mâu thuẫn nhau, do vậy, một sự phối hợp chặt chẽ và linh hoạt trong điều hành chính sách có thể đem lại hiệu quả cao hơn cho chính sách tỷ giá và giảm thiểu được

những rủi ro đối với nền kinh tế mà nó có thể gây ra; đồng thời, thực hiện linh hoạt chính sách tài khóa và tiền tệ nhằm hỗ trợ cho chính sách tỷ giá là điều vô cùng quan trọng. Đối với Trung Quốc, cải cách TGHĐ là điều kiện tiên quyết để cải cách thương mại, đặc biệt trong điều kiện mở cửa và hội nhập quốc tế. Nếu không có cải cách thương mại, thì cải cách TGHĐ sẽ không có hiệu quả.

Như vậy, tính hiệu quả trong khả năng điều tiết của Chính phủ về chính sách TGHĐ để đạt được mục tiêu kinh tế vĩ mô phụ thuộc vào tính chất hoàn thiện, đồng bộ của hệ thống tài chính, sự vững mạnh, an toàn và được quản lý chặt chẽ bằng các biện pháp thị trường của hệ thống ngân hàng và mức dồi dào của dự trữ quốc gia.

**Thứ ba, về mục tiêu điều hành tỷ giá hối đoái.** Cơ chế điều hành TGHĐ cần phải hướng thực hiện tốt các mục tiêu kinh tế vĩ mô của đất nước, cải thiện cán cân thanh toán quốc tế, tăng dự trữ ngoại tệ, hướng tới phát triển kinh tế bền vững. Kinh nghiệm của Trung Quốc cho thấy, chính sách TGHĐ phải gắn với chính sách quản lý ngoại hối, nhà nước phải quản lý ngoại hối chặt chẽ, đảm bảo sử dụng nguồn ngoại tệ có hiệu quả, góp phần ổn định tỷ giá và thực hiện cân đối cán cân thanh toán quốc tế trong các thời kỳ khác nhau. Cơ chế điều hành TGHĐ phải đảm bảo hướng tới mục tiêu hỗ trợ tốt nhất cho chính sách khuyến khích xuất khẩu, từ đó cải thiện cán cân thanh toán, tăng dự trữ ngoại tệ. Một thành công lớn trong điều hành chính sách tỷ giá ở Trung Quốc là các biện pháp cải cách TGHĐ đã tạo một cơ chế bảo vệ lợi ích cho nhà xuất khẩu.

**Thứ tư, về điều hành tỷ giá.** Hàm lượng các yếu tố thị trường (như quan hệ cung - cầu về ngoại hối, lạm phát, lợi tức của các tài sản ngoại tệ, sở thích...) phản ánh trong tỷ giá càng cao, thì khả năng một chính sách tỷ giá có hiệu quả càng cao và

chống đỡ được các cú sốc kinh tế. Chính sách TGHĐ có khả năng dự kiến những diễn biến của tỷ giá cao sẽ tạo khả năng ổn định tương đối dài hạn và giảm thiểu được những rủi ro hối đoái, đẩy mạnh thu hút đầu tư nước ngoài - một vấn đề có ý nghĩa rất quan trọng đối với các nước đang phát triển.

Chính sách phá giá đồng nội tệ ở các nước đang phát triển có thể mang lại nhiều lợi ích hơn và phải trả giá ít hơn, xét cả về mặt ngắn hạn và dài hạn (tạo lợi thế so sánh, tăng sức cạnh tranh quốc tế, mở rộng mối quan hệ ngoại thương, quan hệ kinh tế đối ngoại, thu hút đầu tư hiệu quả, thúc đẩy nền kinh tế tăng trưởng nhanh). Tuy nhiên, để một cuộc phá giá thành công phải chuẩn bị sẵn những điều kiện tiên đề cần thiết nhằm sẵn sàng ứng phó với những cú sốc có thể xảy ra cùng với việc phá giá (theo mô hình Marshall - Lerner thì một nước phá giá nội tệ chỉ thành công khi tổng hệ số cơ giãn xuất khẩu ( $n_X$ ) và nhập khẩu ( $n_M$ ) phải  $> 1$ ).

Tính nhạy cảm và khả năng phản ứng của nhà điều hành chính sách luôn là yếu tố hàng đầu quyết định thành bại của chính sách tỷ giá - một loại chính sách kinh tế phức tạp, chịu ảnh hưởng của nhiều yếu tố dự kiến và rủi ro trong quá trình biến động, đặc biệt là quan hệ chặt chẽ của nó với những yếu tố rủi ro có tính chất chính trị. Điển hình là trường hợp Trung Quốc, nếu các nhà quản trị và điều hành chính sách không kiên định và vững vàng trong việc bảo vệ giá trị đồng Nhân dân tệ vì những mục tiêu cuối cùng của nền kinh tế, thì đã bị thất bại bởi những áp lực cả về kinh tế và chính trị vào thời điểm khủng hoảng đang ở ranh giới giữa khu vực với phạm vi toàn cầu./.

### TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Bộ thương mại: *Khủng hoảng tài chính tiền tệ ở Châu Á- nguyên nhân và bài học*. Nxb Chính trị quốc gia, 1998.
2. Nguyễn Công Nghiệp và Lê Hải Mơ: *Tỷ giá hối đoái - phương pháp tiếp cận và nghệ thuật điều hành*. Nxb Tài chính, 1996.
3. Nguyễn Thị Mùi: *Lựa chọn chế độ và điều hành tỷ giá hối đoái. Kinh nghiệm quốc tế và thực tiễn Việt Nam*. Nxb Hà Nội, 2006.
4. Nguyễn Thị Thu: *Tỷ giá hối đoái và tác động của nó đối với ngoại thương qua thực tiễn phát triển kinh tế một số nước*. Nxb Chính trị quốc gia, 2004.
5. Viện IMF: *Các quan điểm về chính sách tỷ giá hối đoái*. Nxb Thống kê, 1995.
6. Ngân hàng thế giới: *Suy ngẫm lại sự thân kỳ Đông Á*, Nxb Chính trị quốc gia. Hà Nội, 2002.
7. Đinh Công Tuấn: *Tác động của cuộc khủng hoảng tài chính - tiền tệ ở Đông Nam Á đến Trung Quốc* - Tạp chí Những vấn đề kinh tế thế giới số 2(64) 2000.
8. Nguyễn Thị Thu: *Điều hành chính sách tỷ giá hối đoái của Trung Quốc trong quá trình chuyển đổi nền kinh tế. Một số kinh nghiệm cho Việt Nam*. Tạp chí Nghiên cứu Trung Quốc, số 4(32)- 2000.
9. Lương Xuân Quý - Nguyễn Tuấn Anh: *Cơ chế điều hành tỷ giá và mối quan hệ với quá trình đổi mới thể chế kinh tế của Nhà nước* - Tạp chí Kinh tế phát triển, 2008.
10. Brink Linsey: *How Argentina got in to this mess* - Cato Institute, 2003.
11. Joseph Stiglitz: *Argentina crisis shows need for reform of IMF* - Taipei Times, 2001.
12. Steve H.Hanke: *Argentina's bom and bust* - Cato Institute, 2001.
13. Morris Goldstein: *China's Exchange Rate Regime* - Insitute for International Economics, October 2003.
14. Central Insitute for Economic Management, 2001: *Exchange Rate in Vietnam: Arrangement Information Content and Policity Options*, Hanoi, 2001.
15. [www.imf.ofg](http://www.imf.ofg)
16. [www.worldbank.org.com](http://www.worldbank.org.com)
17. [www.thomsonreuters.com](http://www.thomsonreuters.com)
18. [www.chinatoday.com](http://www.chinatoday.com)
19. [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)