

NGOẠI HỐI

(Foreign Exchange)

Jeffrey A. Frankel

[Người lược dịch: Châu Văn Thành, dùng cho nghiên cứu và giảng dạy]

<https://www.econlib.org/library/Enc/ForeignExchange.html>

Thị trường ngoại hối (foreign exchange market) là thị trường mà ở đó ngoại tệ (foreign currency, viết tắt là FC) được trao đổi với nội tệ (domestic currency, viết tắt là DC) – ví dụ ở Việt Nam, 23.200VND = 1USD. Dạng “Thị trường” này không phải là một địa điểm tập trung mà là một mạng lưới phi tập trung nhưng được tích hợp ở mức độ cao thông qua công nghệ THÔNG TIN (information) và VIỄN THÔNG (telecommunications) hiện đại.

Số liệu khảo sát cho thấy doanh số giao dịch hàng ngày trung bình toàn cầu của các thị trường ngoại hối truyền thống lên đến hàng ngàn tỷ đô la. Ngoài ra, hàng ngàn tỷ đô la giao dịch các chứng khoán phái sinh (derivatives) như là các giao dịch kỳ hạn (forwards) và quyền chọn (options). Trên thị trường giao ngay (spot market), các bên ký kết cung cấp ngoại hối (foreign exchange) ngay tức thời. Ở thị trường kỳ hạn (forward market), các bên ký kết hợp đồng giao dịch vào một số thời điểm trong tương lai, như 3 tháng chẳng hạn. Với thị trường quyền chọn (option market), các bên tham gia vào một hợp đồng cho phép một bên mua hay bán ngoại hối trong tương lai, nhưng không yêu cầu phải thực hiện (do vậy mà có từ “quyền chọn” (option)). Hầu hết việc giao dịch được thực hiện giữa các ngân hàng (banks), với vai trò hoặc là đại diện cho khách hàng hoặc là từ các tài khoản của chính các ngân hàng. Đối tác của giao dịch có thể là đại lý khác (dealer), định chế tài chính khác (financial institution), hay một khách hàng phi tài chính (nonfinancial customer).

Khảo sát cũng cho thấy đa phần giao dịch gắn với đô la có thể ở phía này hoặc là phía kia của một giao dịch diễn ra. Do vậy, đô la (USD) được sử dụng như là một dạng “phương tiện tiền tệ giao dịch” (vehicle currency) và giải thích tại sao khối lượng giao dịch là rất cao: ví dụ như người ta chuyển từ ringgit Malay sang rand Nam Phi cũng thông qua đô la). Một tỷ phần còn lại của giao dịch ngoại hối là đi qua euro, yên Nhật (yen), bảng Anh (British pound), franc Thụy Sĩ (Swiss franc), đô la Úc (Australian dollar), đô la Canada (Canadian dollar)...Luân Đôn

là trung tâm lớn nhất trên thế giới về giao dịch ngoại hối, tiếp sau là New York, Tokyo, Singapore, Frankfurt...

Tỷ giá hối đoái (exchange rate) thường được định nghĩa là giá của ngoại tệ. Ví dụ ở Việt Nam, tỷ giá hối đoái giữa VND và USD được công bố phổ biến bằng số tiền VND đổi lấy 1 USD (?VND/1 USD) hay bao nhiêu DC đổi lấy 1 FC. Lấy ví dụ cụ thể như là 23.200VND = 1USD chẳng hạn. Nếu tỷ giá hối đoái được chào này tăng từ 23.200 VND thành 25.000VND = 1USD, chúng ta nói VND giảm giá (depreciation). Ngược lại, nếu 20.000VND = 1USD ta nói VND lên giá (appreciation). Một số các quốc gia “thả nổi” (float) tỷ giá hối đoái, nghĩa là ngân hàng trung ương (central bank) (cơ quan chức trách tiền tệ quốc gia) không mua hay bán ngoại hối, thay vào đó tỷ giá trao đổi giữa các đồng tiền được xác định trên các thị trường tư nhân. Tương tự như các loại giá cả thị trường khác, tỷ giá hối đoái được xác định bởi CUNG và CẦU (supply & demand), cụ thể trong trường hợp này đó là cung và cầu trên thị trường ngoại hối.

Ở một số các quốc gia khác, thay vì thả nổi thì họ lại “cố định” (fix) tỷ giá hối đoái, ít nhất là trong một giai đoạn thời gian nào đó. Có nghĩa là ngân hàng trung ương của chính phủ đóng vai trò là một nhà giao dịch chủ động (active trader) trên thị trường ngoại hối. Ngân hàng trung ương mua và bán ngoại tệ, tùy thuộc tính cấp thiết nhằm gắn đồng tiền của mình vào một tỷ giá cố định (a fixed exchange rate) với một ngoại tệ được chọn. Trong trường hợp này, dự trữ ngoại hối (foreign exchange reserves) tăng sẽ làm tăng CUNG TIỀN (money supply), từ đó (có thể) dẫn đến LẠM PHÁT (inflation) nếu như không được bù trừ bằng chính sách vận hành có tên gọi là CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VÔ HIỆU HÓA (monetary sterilization policy hay “sterilization” operations). Vô hiệu hóa (sterilization) có nghĩa là ngân hàng trung ương đáp lại sự gia tăng dự trữ ngoại hối nhằm duy trì tổng cung tiền không thay đổi. Cách thức thông thường để thực hiện điều này đó là bán ra TRÁI PHIẾU (bonds) trên thị trường mở; một cách làm ít phổ biến hơn đó là tăng yêu cầu dự trữ bắt buộc (reserve requirements) ở các ngân hàng.

Cũng có nhiều quốc gia chọn một số cơ chế trung gian giữa cố định hoàn toàn và thả nổi hoàn toàn (ví dụ như vùng mục tiêu hay biên độ dao động (bands or target zones), cố định với một rổ tiền tệ (basket pegs), cố định có điều chỉnh dần dần (crawling pegs), và cố định có thể điều chỉnh (adjustable pegs)). Nhiều ngân hàng trung ương theo đuổi “thả nổi có quản lý” (managed floating), qua đó ngân hàng trung ương có thể can thiệp vào thị trường ngoại hối thông qua cái gọi là “leaning against the wind” (đi ngược chiều gió). Để thực hiện cách làm này, ngân hàng trung ương bán ra ngoại hối khi tỷ giá hối đoái đang có chiều hướng tăng lên, do vậy chặn được

sự biến động tăng này, và mua ngoại hối khi tỷ giá hối đoái có chiều hướng đi xuống. Mục đích là để giảm khả năng biến động của tỷ giá hối đoái. Các nhà đầu tư tư nhân có thể thực hiện công việc tương tự: như “bình ổn đầu cơ” (stabilizing speculation) – mua thấp đi cùng với kế hoạch bán cao – tạo ra khả năng thu lợi nếu các nhà đầu cơ dự kiến được chính xác xu hướng tỷ giá hối đoái tương lai.

Mãi đến thập niên 1970, xuất khẩu (exports) và nhập khẩu (imports) hàng hóa đóng vai trò là nguồn cung và cầu ngoại hối quan trọng. Ngày nay, các giao dịch tài chính (financial transactions) chiếm vị thế áp đảo. Khi tỷ giá hối đoái tăng, chủ yếu là bởi vì các thành viên thị trường quyết định mua tài sản gắn với loại tiền tệ mà họ hy vọng lên giá nhiều hơn. Các nhà kinh tế học tin rằng các nền tảng kinh tế vĩ mô (macroeconomic fundamentals) xác định tỷ giá hối đoái trong dài hạn. Giá trị đồng tiền của một quốc gia được cho là sẽ phản ánh rõ nét một cách tích cực các nền tảng kinh tế vĩ mô của quốc gia đó, ví dụ như là tăng tốc tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế, cán cân thương mại tốt lên, giảm tỷ lệ lạm phát, hay lãi suất thực (lãi suất danh nghĩa sau khi điều chỉnh lạm phát) tăng lên.

Một mô hình đơn giản xác định tỷ giá hối đoái cân bằng dài hạn là dựa vào thuyết số lượng tiền (quantity theory of money). Phiên bản trong nước (domestic version) của thuyết số lượng tiền cho rằng tăng cung tiền một lần (one-time increase in the money supply) thì sẽ sớm được phản ánh bởi sự gia tăng theo tỷ lệ của mức giá trong nước (a proportionate increase in the domestic price level). Phiên bản quốc tế (international version) cho rằng cung tiền tăng (increase in the money supply) cũng được phản ánh trong sự gia tăng theo tỷ lệ của tỷ giá hối đoái (proportionate increase in the exchange rate). Tỷ giá hối đoái, hay giá tương đối của tiền (P^*/P), có thể được xem như là được xác định bởi cầu tiền (demand for money) (nội tệ so với ngoại tệ), mà đến lượt nó chịu sự tác động có tính đồng biến của tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế thực và nghịch biến của tỷ lệ lạm phát.

Một khuyết điểm của thuyết số lượng tiền quốc tế đó là nó không thể tính hết những biến động của tỷ giá hối đoái thực (real exchange rate) trái ngược với tỷ giá hối đoái danh nghĩa đơn giản (nominal exchange rate). Tỷ giá hối đoái thực được định nghĩa là tỷ giá hối đoái danh nghĩa đã khử đi các mức giá (nước ngoài so với trong nước). Tỷ giá hối đoái thực này có vai trò quan trọng đối với nền kinh tế thực. Nếu một đồng tiền (a currency) có giá trị cao theo nghĩa thực (high value in real terms), có nghĩa là sản phẩm của nền kinh tế này đang bán ra với giá cả kém cạnh tranh hơn trên thị trường thế giới, từ đó có xu hướng không khuyến khích xuất khẩu và

lại khuyến khích nhập khẩu. Nếu tỷ giá hối đoái thực là không đổi, thì “ngang bằng sức mua” (purchasing power parity) được giữ nguyên hay đang đúng: tỷ giá hối đoái sẽ tương ứng hay tỷ lệ với giá cả tương đối. Thực tế, ngang bằng sức mua thì không giữ nguyên hay đúng hoàn toàn trong ngắn hạn, ngay cả không xấp xỉ đúng, nhất là đối với hàng hóa và dịch vụ được mua bán trên thế giới. Nhưng ngang bằng sức mua có xu hướng đúng trong dài hạn.

Một lý thuyết có tính thuyết phục khác về xác định tỷ giá hối đoái đó là “mô hình tăng vọt” (overshooting model) của Rudiger Dornbusch. Theo lý thuyết này, tăng lãi suất thực (real interest rate) – ví dụ như do một chính sách thắt chặt tiền tệ chẳng hạn – sẽ làm cho đồng tiền (currency) nước này lên giá (appreciate) nhiều hơn trong ngắn hạn hơn là nó sẽ thay đổi trong dài hạn. Lời giải thích cho hiện tượng này đó là với suất sinh lợi của tài sản trong nước (rate of return on domestic assets, ROR) cao hơn do chính sách thắt chặt tiền tệ, các nhà đầu tư quốc tế sẽ sẵn lòng nắm giữ tài sản nước ngoài (foreign assets) chỉ khi nếu họ kỳ vọng giá trị của nội tệ giảm trong tương lai. Sự giảm giá trị này của giá trị đồng nội tệ sẽ làm cho suất sinh lợi thấp hơn của tài sản nước ngoài (rate of return on foreign assets) được dung hòa (hay tăng lên trở lại: make up). Với giá trị của nội tệ tăng lên trong ngắn hạn, chỉ có cách duy nhất giá trị nội tệ sẽ giảm trong tương lai đó là nếu nó tăng lên trong ngắn hạn nhiều hơn trong dài hạn. Do vậy mà có thuật ngữ “tăng vọt” (overshooting). Điểm mạnh của lý thuyết này trong thuyết số lượng tiền quốc tế (international quantity theory of money) đó là nó có thể tính đến những biến động của tỷ giá hối đoái thực.

Dự đoán hướng đi của tỷ giá hối đoái ngắn hạn thì cực kỳ khó khăn. Các nhà kinh tế học thường xem những thay đổi của tỷ giá hối đoái có dạng “theo bước ngẫu nhiên” (a random walk), có nghĩa là trong tương lai, tỷ giá hối đoái có thể tăng cũng có thể giảm. Những biến động ngắn hạn thì khó giải thích ngay cả sau khi sự kiện xảy ra. Không nghi ngờ một số những thay đổi ngắn hạn phản ánh nỗ lực của các thành viên thị trường thiết lập định hướng tương lai của các nền tảng kinh tế vĩ mô. Nhưng nhiều chuyển động ngắn hạn thì khó giải thích và có thể là do những yếu tố quyết định không thể xác định được như là một số “cảm tính thị trường” (market sentiment) có tính mơ hồ hay “bong bóng đầu cơ” (speculative bubbles: những chuyển động của tỷ giá hối đoái không liên quan đến các nền tảng kinh tế vĩ mô, thay vào đó nó là kết quả của những thay đổi tự đáp ứng (self-fulfilling) của kỳ vọng (expectations)). Những ai giao dịch ngoại hối để sinh sống thường nhìn vào các mô hình về các nền tảng cơ bản của các nhà kinh tế, khi nghĩ về độ dài thời gian một năm hay dài hơn. Với độ dài thời gian một tháng hay ngắn hơn, họ có xu hướng dựa nhiều hơn vào các phương pháp không liên quan đến các nền tảng cơ

bản về kinh tế, như là “phân tích kỹ thuật” (technical analysis). Một chiến lược phân tích kỹ thuật thông thường đó là mua đồng tiền bất cứ khi nào mà trung bình chuyển động ngắn hạn tăng vượt khỏi trung bình chuyển động dài hạn, và bán khi nó đi theo hướng ngược lại.

Tỷ giá hối đoái biến động rất lớn. Suốt thời kỳ kể từ khi các tỷ giá hối đoái giữa các đồng tiền chủ yếu (bảng Anh, đô la Mỹ, yên Nhật, mark Đức) bắt đầu thả nổi vào năm 1971, đôi lúc tỷ giá giữa bảng Anh và đô la biến động lên đến 5% thậm chí lớn hơn 10% trong vòng 36 tháng. Ngược lại, tỷ giá khá ổn định giai đoạn 1955-1970, dưới cơ chế tỷ giá hối đoái cố định của Hiệp định Bretton Woods.

Rất nhiều doanh nhân từ lâu đã quan tâm đến mức biến động cao của tỷ giá hối đoái sẽ tạo ra chi phí cho các nhà nhập khẩu, các nhà xuất khẩu và những ai có ý định vay hay cho vay xuyên biên giới giữa các quốc gia. Mãi đến gần đây, các nhà kinh tế học vẫn nghi ngờ về tầm quan trọng của hiệu ứng này. Theo lý thuyết, các nhà nhập khẩu, các nhà xuất khẩu và những người khác có thể phòng vệ (hedge) rủi ro tỷ giá hối đoái trên thị trường ngoại hối kỳ hạn (forward exchange market). Và về mặt thống kê, khó nhận ra rằng sự gia tăng biến động tỷ giá hối đoái về lịch sử có đi kèm với sự giảm sút thương mại. Tuy nhiên, gần đây hiệu ứng này đã được chấp nhận một cách nghiêm túc hơn. Các thị trường ngoại hối kỳ hạn không tồn tại đối với nhiều đồng tiền nhỏ hơn và hiếm khi tồn tại trong khoảng thời gian lâu hơn 1 năm. Ngay cả khi thị trường kỳ hạn có liên quan này tồn tại, thì cũng có chi phí sử dụng loại giao dịch này: chi phí giao dịch (transaction costs) cộng với phí ngoại hối (foreign-exchange premium). Về mặt thống kê, các nhà kinh tế lượng giờ đây đã khám phá ra những tác động quan trọng: khi các quốc gia loại bỏ sự thay đổi của tỷ giá hối đoái song phương, và đặc biệt là khi các nước này thành lập liên minh tiền tệ (currency union), thương mại song phương giữa các quốc gia thành viên tăng lên đáng kể. Ví dụ, thương mại giữa các quốc gia sử dụng chung đồng euro đã tăng lên khoảng 30% chỉ trong vòng vài năm đầu tiên khởi này hình thành.

Với sự biến động cao của tỷ giá hối đoái trong thực tế, ngay cả những người nắm bắt các lý thuyết đầy đủ và có cơ sở vững chắc về hướng chuyển động khả dĩ trong tương lai của tỷ giá cũng phải thừa nhận mức độ không chắc chắn cao này. Thật vậy, những khác biệt về quan điểm và cách nhìn này chính là nguyên nhân tạo ra phần nhiều trong số những khối lượng giao dịch ngoại hối rất cao. Nói các khác, trong mỗi giao dịch có một người mua và một người bán, và thường thì họ có những cách nhìn nhận đối nghịch nhau liên quan đến những chuyển động tương lai của tỷ giá hối đoái.

Cách phổ biến nhất nhằm cố gắng xác định quan điểm trung bình của các thành viên tham gia thị trường đó là nhìn vào tỷ giá hối đoái kỳ hạn (forward exchange rate). Trên thị trường tỷ giá hối đoái kỳ hạn, ví dụ như các thành viên tham gia đổi đô la lấy một ngoại tệ được cung ứng trong vòng một năm trong tương lai, nhưng tại một mức giá được xác định hôm nay. Nếu một đồng tiền đang bán với một mức phí kỳ hạn (a forward premium) so với đồng đô la – có nghĩa là giá theo đô la của đồng tiền này thì cao hơn trên thị trường kỳ hạn một năm (one-year forward market) so với thị trường giao ngay (spot market) – chúng ta có thể nói rằng “thị trường kỳ hạn nghĩ đồng tiền này sẽ lên giá so với đồng đô la (appreciate against the dollar)” năm tới.

Không may, trong thực tế, tỷ giá kỳ hạn (forward rate) dường như là một phỏng đoán tồi về tỷ giá hối đoái tương lai (future exchange rate). Tỷ giá giao ngay trong tương lai (future spot rate) có xu hướng chuyển động theo hướng *ngịch* lại với dự báo đó bởi vì tỷ giá kỳ hạn (forward rate) ít nhất là thường đi theo hướng được chỉ định (indicated direction)! Các nhà nghiên cứu chưa bao giờ có thể quyết định liệu rằng đây có phải là dấu hiệu của sự phi lý từ các nhà đầu cơ hay từ những điều gì khác. Lời giải thích kỹ thuật (technical explanation) thông thường này được gọi là phí bù rủi ro hối đoái (exchange-risk premium). Phí bù rủi ro hối đoái là sự bù đắp mà các nhà đầu tư không thích rủi ro (risk-averse) yêu cầu nhằm tự mình gánh chịu rủi ro. Phí bù rủi ro (risk premiums) có thể nhỏ. Nhưng chúng chịu tác động lớn bởi cả sự không chắc chắn và bởi số lượng tài sản chính phủ phát hành, như trái phiếu chẳng hạn.

Đến thập niên 1990, các nước giàu hơn đã loại bỏ hầu như tất cả các biện pháp kiểm soát vốn (capital controls) – đó là các biện pháp hạn chế việc mua và bán các tài sản tài chính (financial assets) xuyên biên giới giữa các quốc gia của họ. Các nước nghèo hơn, dù mở cửa thị trường vẫn có những biện pháp hạn chế đáng kể. Trong trường hợp không còn rào cản đối với sự chuyển dịch vốn tài chính (financial capital) giữa các quốc gia, vốn (capital) di chuyển cao và các thị trường tài chính (financial markets) hội nhập mức độ cao. Trong trường hợp này, mua thấp bán cao (hay kinh doanh chênh lệch giá, arbitrage) tự do vận hành: các nhà đầu tư mua tài sản ở các quốc gia mà chúng đang rẻ và bán chúng nơi đắt hơn, và vì vậy mà hoạt động này giúp mang giá cả trở lại ngang bằng với nhau. Mua thấp bán cao vận hành mang lại mức lãi suất (interest rates) ngang bằng giữa các quốc gia. Hình thức kinh doanh chênh lệch giá chắc chắn nhất mang lại “ngang bằng lãi có bảo hiểm” (covered interest parity): nó mang chiết khấu kỳ hạn (forward discount) vào trong sự ngang bằng với chênh lệch các mức lãi suất.

Kinh doanh chênh lệch lãi suất có bảo hiểm (covered interest arbitrage) mang lại ngang bằng lãi suất có bảo hiểm (covered interest parity, CIP) trong trường hợp không có chi phí giao dịch lớn (transaction costs), kiểm soát vốn (capital controls), hay các hàng rào khác đối với sự chuyển dịch quốc tế của tiền tệ. Một lần nữa, định nghĩa “ngang bằng lãi suất có bảo hiểm” (covered interest parity) đó là chiết khấu kỳ hạn (forward discount) thì bằng với phần chênh lệch lãi suất (differential in interest rates).

Sẽ ít rõ ràng hơn nếu tính đến ngang bằng lãi suất không có bảo hiểm (*uncovered* interest parity, UIP) được duy trì hay được xem là đúng. Dưới ngang bằng lãi suất không có bảo hiểm, chênh lệch lãi suất sẽ không chỉ bằng với chiết khấu kỳ hạn (forward discount) mà còn mức kỳ vọng của sự thay đổi tỷ giá hối đoái tương lai kỳ vọng (expected rate of future change in the exchange rate). Khó đo lường liệu rằng điều kiện này là đúng trong thực tế hay không, bởi vì khó mà đo lường kỳ vọng tư nhân của các nhà đầu tư. Một lý do ngang bằng lãi suất không có bảo hiểm (uncovered interest parity) có thể dễ dàng thất bại là sự tồn tại của phí bù rủi ro hối đoái (exchange-risk premium). Nếu ngang bằng lãi suất không có bảo hiểm là đúng, thì các quốc gia có thể tài trợ thâm hụt không giới hạn bằng cách vay nước ngoài, cho đến khi nào mà họ sẵn lòng và có thể trả được với suất sinh lợi của thế giới (world rate of return) vẫn tiếp diễn. Nhưng nếu ngang bằng lãi suất không có bảo hiểm là không đúng, thì các quốc gia sẽ nhận ra rằng càng vay nhiều, họ phải trả mức lãi suất càng cao.

Về tác giả

Jeffrey Frankel là giáo sư kinh tế Đại học Harvard, thành viên Ủy Ban Cố Vấn Kinh tế Tổng thống Bill Clinton (1996-1999), chuyên trách về kinh tế quốc tế, kinh tế vĩ mô và môi trường; từng giữ nhiệm vụ lãnh đạo chương trình Tài chính Quốc tế và Kinh tế Vĩ mô của NBER (National Bureau of Economic Research).

Đọc thêm

Dornbusch, Rudiger. “Expectations and Exchange Rate Dynamics.” *Journal of Political Economy* 84 (1976): 1161–1176.

Engel, Charles. “The Forward Discount Anomaly and the Risk Premium: A Survey of Recent Evidence.” *Journal of Empirical Finance* 3 (June 1996): 123–191.

Frankel, Jeffrey, and Andrew Rose. "A Survey of Empirical Research on Nominal Exchange Rates." In Gene Grossman and Kenneth Rogoff, eds., *Handbook of International Economics*. Amsterdam: North-Holland, 1996.

Friedman, Milton. "The Case for Flexible Exchange Rates." In M. Friedman, *Essays in Positive Economics*. Chicago, University of Chicago Press, 1953. Pp. 157–203.

Meese, Richard, and Ken Rogoff. "Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do They Fit out of Sample?" *Journal of International Economics* 14 (1983): 3–24.

Rogoff, Kenneth, and Maurice Obstfeld. "The Mirage of Fixed Exchange Rates." *Journal of Economic Perspectives* 9 (Fall 1995): 73–96.

Taylor, Mark. "The Economics of Exchange Rates." *Journal of Economic Literature* 33, no. 1 (1995): 13–47.