

Những kinh nghiệm về quản lý dự trữ ngoại hối ở các nước đang phát triển

TS. TRẦN NGỌC THƠ

Cuộc khủng hoảng tài chính châu Âu xảy ra vào ngày thứ tư đen tối 16.9.1992 đã làm cạn kiệt dự trữ ngoại hối của Chính phủ Anh, Tây Ban Nha, Ý, Thụy Điển... Do kiệt quệ dự trữ ngoại hối, Chính phủ các nước đã tuyên bố thả nổi và phá giá đồng bảng Anh, đồng peseta Tây Ban Nha, đồng lira Ý trước các cuộc tấn công tiền tệ ào ạt mà dẫn đầu là trùm tư bản G. Soros. Bài học kinh nghiệm từ cuộc khủng hoảng tài chính châu Á 1997 cũng làm nổi bật các hành vi trên. Để tránh lặp lại kịch bản trên đòi hỏi chính phủ ở các nước đang phát triển phải có cách nhìn đầy đủ nhiều hơn nữa về quản lý dự trữ ngoại hối.

Đánh giá các chỉ số về dự trữ ngoại hối quốc gia

Khi nghiên cứu chiến lược dự trữ ngoại hối quốc gia (gọi tắt là dự trữ) các chuyên gia hoạch định chính sách kinh tế vĩ mô ở các nước đang phát triển rất quan tâm đến mối quan hệ giữa dự trữ trong mối tương quan với nhập khẩu và tiến độ trả các khoản nợ ngắn hạn nước ngoài. Tỷ số dự trữ so với nhập khẩu để đo lường khả năng thanh toán của quốc gia nhằm tài trợ cho các tháng nhập khẩu sắp đến. Tỷ số dự trữ so với nợ ngắn hạn nước ngoài chủ yếu để đo lường khả năng trả nợ ngắn hạn và chống đỡ đối với các cuộc tấn công tiền tệ hoặc đối với việc rút vốn ào ạt ra khỏi một quốc gia.

Mặc dù chính phủ các nước đang phát triển gần đây có khuynh hướng tập trung vào quản lý chỉ số dự trữ pháp định so với nợ ngắn hạn nước ngoài nhưng những quan điểm truyền thống về tính thanh khoản của dự trữ để tài trợ cho nhập khẩu vẫn đáng để cho chính phủ xem xét. Tỷ số dự trữ so với nhập khẩu có ưu điểm là khá chính xác và những thông tin về cách tính chỉ số này rất dễ dự đoán cho những năm sắp đến hơn là tỷ số dự trữ so với các khoản chi trả nợ. Tuy nhiên, vì hai loại tỷ số trên có mối tương quan với nhau thông qua phân tích các tỷ số này ở một số quốc gia chọn lọc (xem hình 1), tỷ số dự trữ so với nhập khẩu thường được xem như là một kiểu mẫu cho tỷ số dự trữ trên nợ ngắn hạn.

Các trục trên hình vẽ giao nhau giữa tỷ số dự trữ của 4 tháng nhập khẩu và tỷ số giữa dự trữ trả hết nợ ngắn hạn (bằng 1). Như vậy, bất kỳ điểm nào nằm bên phải của trục đứng tượng trưng cho dự trữ vượt các khoản trả nợ tồn đọng của năm đó, và bất kỳ điểm nào nằm phía trên trục dọc phản ánh dự trữ cao hơn 4 tháng nhập khẩu. Sử dụng 2 tỷ số được chấp nhận rộng rãi này giống như một điểm hòa vốn để tham khảo, bất kỳ điểm nào nằm ở một phần tư cung phía trên bên phải cho thấy dự trữ pháp định đủ mức và bất kỳ điểm nào nằm ở một phần tư cung phía dưới bên trái thể hiện một dự trữ pháp định chưa đủ. Trong số 36 nước trên hình vẽ, 27 nước hoặc là nằm một phần bên phải phía trên hoặc là một phần tư nằm bên trái phía dưới. Ngoài vai trò của mình như là một tiêu chuẩn so sánh, tỷ số dự trữ so với nhập khẩu có tầm quan trọng nhất định ở những nước có xu hướng kéo các khoản nợ ngắn hạn xuống thấp thông qua cơ chế kiểm soát vốn. Ở những quốc gia này, tỷ lệ dự trữ trên nợ ngắn hạn sẽ tăng lên nhưng dự trữ có thể không đáp ứng đủ nhu cầu tài trợ cho nhập khẩu, cân cân thanh toán Việt Nam nằm trong tình huống trên nhưng có ngoại lệ là tỷ số dự trữ trên nợ ngắn hạn rất cao. Theo chúng tôi, đây là một thành công của Chính phủ Việt Nam trong việc kiểm soát luồng

vốn ngắn hạn. Trong trường hợp VN, tỷ số dự trữ trên nhập khẩu phải được xem là một chỉ số quan trọng hàng đầu mà NHTW và Chính phủ cần phải quản lý thật chặt chẽ. Trước mắt vẫn cần thiết phải tăng cường và giám sát khả năng quản lý ngoại hối của NHTW cùng với những quy định chặt chẽ trong thanh toán nhập khẩu của khu vực doanh nghiệp, đặc biệt là khu vực tư nhân trong tiến trình hội nhập ít nhất là cho giai đoạn 2001-2010.

Ngoài ra, các chuyên gia kinh tế còn sử dụng một tỷ số đáng tin cậy khác nữa là tỷ số dự trữ so với cung tiền mở rộng M2. Tuy nhiên, theo nhiều nghiên cứu thì tỷ số dự trữ trên M2 lại không có mối tương quan cao với tỷ số dự trữ so với nợ ngắn hạn. Do đó, một tỷ số dự trữ so với M2 cao hay thấp không nhất thiết phải dẫn đến sự biến động tương ứng trong tỷ số dự trữ so với nợ. Chẳng hạn, trước cuộc khủng hoảng 1997, Malaysia tỷ số dự trữ so với nợ rất cao nhưng tỷ số dự trữ so với M2 chỉ là 0,33. Tỷ số dự trữ so với M2 có tầm quan trọng đặc biệt ở những quốc gia có khả năng thất thoát vốn trong nước do hệ thống ngân hàng quá yếu kém hoặc chính sách điều hành tỷ giá cứng nhắc theo kiểu cố định. Tuy nhiên, khi sử dụng tỷ số dự trữ so với M2 trong việc hoạch định chính sách chúng ta phải lưu ý đến phí cơ hội bị mất đi do lưu giữ dự trữ. Phần tiếp theo chúng ta sẽ nghiên cứu những phương pháp quản lý làm giảm phí cơ hội do lưu giữ dự trữ nhằm gia tăng phúc lợi quốc gia.

Quản lý phí cơ hội của lưu giữ dự trữ ngoại hối

Phí cơ hội của lưu giữ dự trữ có thể khá cao, chẳng hạn như nếu tỷ lệ dự trữ yêu cầu là 20% GDP và lãi suất chiết khấu phi rủi ro là 5%, đây là mức lãi suất mà World Bank thường dùng để đánh giá phí cơ hội do lưu giữ ngoại hối, thì phí cơ hội mất đi tương đương 1% GDP hàng năm. Những tính toán sơ bộ cho thấy nếu như chúng ta không có chiến lược quản lý dự trữ ngoại hối thích hợp thì phí cơ hội sẽ rất cao. Nếu lấy GDP trung bình của Việt Nam là 30 tỷ đô la, và dự trữ ngoại hối năm 2002 là 3,9 tỷ đô la chiếm 13% GDP thì phí cơ hội mất đi là 0,65% GDP tương đương 195 triệu đô la, một thiệt hại quá lớn trong điều kiện NSNN còn eo hẹp. Vấn đề đặt ra là làm thế nào để giảm thiểu phí cơ hội của lưu giữ dự trữ. Theo các chuyên gia kinh tế thế giới, cho đến nay, hầu hết các quốc gia đang phát triển đều sử dụng hai vị thế tương phản ở hai cực khác nhau. Hoặc là các quốc gia này có đủ dự trữ, sau đó đầu tư vào những chứng khoán nước ngoài rất ít rủi ro và tài sản có tính thanh khoản cao, hoặc là có những quốc gia có ít dự trữ. Một giải pháp trung hòa có khả năng như sau: quốc gia nào có dự trữ cao hơn điểm hòa vốn, quốc gia đó có thể đầu tư dự trữ vào những chứng khoán nước ngoài có rủi ro cao nhưng tỷ suất sinh lời cao, phần rủi ro tăng thêm có khả năng sẽ thấp hơn rủi ro do không đủ dự trữ pháp định.

Một phương pháp khác là chính phủ tạo ra những cơ chế thông thoáng để khu vực công và kể cả khu vực tư, đặc biệt là các ngân hàng thương mại phải nắm giữ nhiều hơn những tài sản nước ngoài có tính thanh khoản trong kinh doanh quốc tế. Xét bối cảnh VN, trong trường hợp nền kinh tế có xu hướng giảm phát, chính sách này mang lại những lợi ích rất lớn. Trong khoảng nửa cuối năm 2000, cùng với hiện tượng giảm phát trong nền kinh tế nước

ta, các NHTM huy động tiền gửi bằng đô la với lãi suất 5% sau đó ký thác các khoản tiền này vào các ngân hàng Mỹ với lãi suất 6,5%. Biện pháp này đã giúp cho hệ thống NHTM thu được khoảng 200 triệu đô la tiền lãi bù lại phần phí cơ hội tương đương 195 triệu đô la nếu như không thực hiện vị thế đầu tư dự trữ ngoại hối trên thị trường tiền tệ nước ngoài. Mặc dù lúc bấy giờ Quốc hội có chất vấn Thống đốc NHNN về vấn đề này nhưng theo quan điểm của chúng tôi đó là phương án tốt nhất lúc đó.

Trong trường hợp này, phí cơ hội do lưu giữ dự trữ từ phía Chính phủ giảm đi nhưng rủi ro do khu vực tư nhân có khả năng không thu hồi được các khoản nợ lại tăng lên. Đến lúc đó, Chính phủ sẽ sử dụng dự trữ quốc gia để can thiệp thông qua việc mua lại các khoản nợ ngắn hạn của NHTM và khu vực tư. Ngoài ra, Chính phủ cũng yêu cầu các ngân hàng tăng dự trữ bắt buộc theo một cách thức "thuận theo chu kỳ" nghĩa là đồng vốn quốc tế vào càng nhiều, dự trữ bắt buộc càng cao. Bằng những phương thức trên, Chính phủ đã chia sẻ gánh nặng dự trữ trong cân thanh toán từ khu vực công sang khu vực tư. Nói cách khác, gánh nặng rủi ro chia sẻ cho cả cộng đồng theo kiểu đa dạng hóa mà không tập trung nhiều vào một khu vực. Trong trường hợp này các khách hàng ký thác tiền gửi và khách hàng vay nợ cùng chia sẻ với Chính phủ về gánh nặng dự trữ trong cân thanh toán, bởi lẽ lãi suất tiền gửi sẽ giảm đi trong khi lãi suất cho vay tăng lên. Điều này còn có lợi ở chỗ ngoài khu vực ngân hàng ra, các định chế tài chính trung gian khác sẽ tăng thêm khả năng cạnh tranh qua vai trò quan trọng của mình trong việc cung ứng và điều hòa vốn cho nền kinh tế. Ở các nước đang phát triển như nước ta, việc phát triển các định chế tài chính phi ngân hàng như các quỹ đầu tư, các công ty bảo hiểm là rất cần thiết để củng cố sức mạnh của hệ thống tài chính quốc gia.

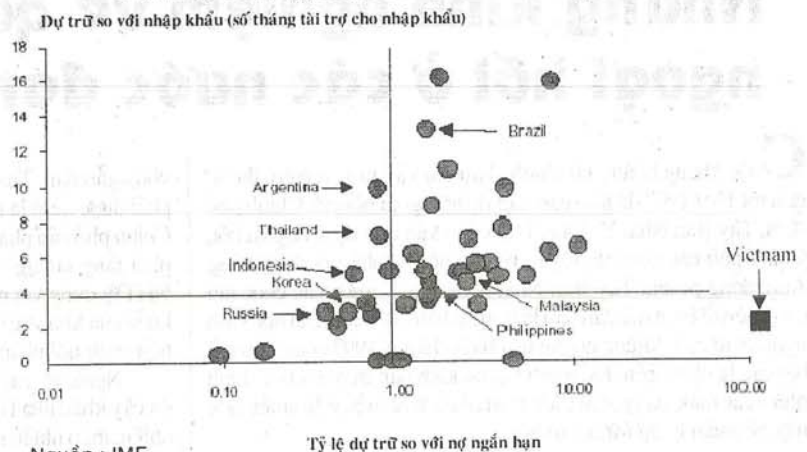
Các tài sản có tính thanh khoản của ngân hàng ở các thị trường mới nổi
(phần trăm của các khoản nợ tồn đọng)

		1991	1995	1999
Argentina	Dự trữ	7,5	3,5	2,4
	Tài sản nước ngoài	7,2	8,3	15,0
	Nợ của chính phủ	27,3	21,1	20,7
Chi Lê	Dự trữ	5,6	5,0	2,2
	Tài sản nước ngoài	3,3	1,4	11,6
	Nợ của chính phủ	0,4	0,6	0,6
Hàn Quốc	Dự trữ	6,1	5,8	2,0
	Tài sản nước ngoài	6,0	8,9	9,4
	Nợ của chính phủ	4,0	2,2	4,4
Thái Lan	Dự trữ	2,9	2,5	81,6
	Tài sản nước ngoài	3,5	4,9	9,7
	Nợ của chính phủ	4,0	0,8	3,9

Nguồn : IMF

Mặc dù có những bất lợi trong quá trình thực hiện nhưng việc gia tăng tính thanh khoản trong khu vực ngân hàng do sở hữu nhiều các chứng khoán định danh bằng các loại ngoại tệ mạnh

Dự trữ so với nợ ngắn hạn và dự trữ so với nhập khẩu



cũng có những ưu thế rất lớn là chúng dễ giám sát hơn vốn ngân hàng và như vậy làm giảm đi những chi phí và những phức tạp trong việc xây dựng chính sách an toàn tài chính. Các ngân hàng giờ đây trở nên an toàn hơn do có một khoản đệm về ngoại hối và những tài sản này có khả năng duy trì giá của nó thậm chí ngay cả khi ngân hàng lâm vào tình thế khó khăn về mặt tài chính. Mặc dù tính thanh khoản lớn hơn do nắm giữ nhiều tài sản ngoại tệ có chất lượng cao sẽ làm giảm đi phần nào qui mô và tầm cỡ của các định chế tài chính nhưng hệ thống ngân hàng an toàn hơn lại có khả năng thu hút nhiều nguồn vốn hơn nữa, như vậy vai trò của các định chế tài chính trong thực tế lại tăng lên chứ không giảm đi (xem bảng), tính thanh khoản ngân hàng tăng lên do dựa vào các tài sản nước ngoài trong khi cùng lúc các khoản nợ của Chính phủ ngày càng giảm đi.

Tóm lại, theo như nhận định của giám đốc chi nhánh Ngân hàng Thế giới tại VN, nền kinh tế nước ta đã có nhiều biến chuyển theo chiều hướng tích cực: cân thanh toán ổn định, tỷ lệ lạm phát vừa phải, Chính phủ kiểm soát được thâm hụt tài khóa, dự trữ ngoại hối đủ mức mặc dù vẫn còn thấp. Mặc dù vậy, theo chúng tôi, vẫn còn đó những áp lực tiềm ẩn tác động đến dự trữ ngoại hối. Tỷ lệ dự trữ so với nhập khẩu vẫn còn thấp, chỉ mới đạt 9 tuần nhập khẩu xu hướng này được dự đoán sẽ tiếp tục cho đến năm 2006; chế độ tỷ giá mặc dù đã linh hoạt nhưng tỷ giá thực có hiệu lực vẫn còn định giá cao khoảng 3,2% so với rổ tiền tệ các nước mà chúng ta có quan hệ mậu dịch; chính sách tài khóa vẫn chưa đủ độ linh hoạt cần thiết; xuất khẩu vẫn là hàng nông sản thô chưa qua chế biến. Tất cả các nhân tố trên sẽ tạo ra một sức ép tiềm ẩn và lâu dài lên dự trữ ngoại hối quốc gia nếu nền kinh tế gặp phải những cú sốc. Điều này cho thấy Chính phủ cần phải xác định chiến lược quản lý dự trữ ngoại hối thích hợp thông qua kiểm soát thanh toán quốc tế trên cả tài khoản vãng lai lẫn tài khoản vốn. Chính phủ cần phải tạo ra những cơ chế thông thoáng để các định chế tài chính trong nước linh hoạt giữa chuyển đổi giữa tài sản nội tệ và tài sản ngoại tệ trong mối quan hệ với việc thiết lập một cơ chế kiểm soát vốn hợp lý nhằm giảm thiểu phí cơ hội do lưu giữ dự trữ ngoại hối bởi suy cho cùng phần tiết kiệm này sẽ đóng góp thêm vào tỷ lệ tăng trưởng GDP ở nước ta trong hội nhập.

Tài liệu tham khảo

1. Global Finance Development, 2000.
2. IMF Country Report No. 02/4, 1.2002.
3. Dooley Michael, *Government Debt and Asset Management and Financial Crises*, 1998.