

Sau hơn một năm trở thành thành viên chính thức của tổ chức mậu dịch quốc tế WTO và cũng bằng ấy thời gian với một thị trường chứng khoán tăng trưởng quá nóng, lần đầu tiên nền kinh tế VN phải đối mặt với nguy cơ khủng hoảng tài chính. Các chỉ số kinh tế vĩ mô liên tục xấu đi một cách nhanh chóng và dường như các nhà hoạch định chính sách của chúng ta đã khá lúng túng vì thiếu kinh nghiệm để đối phó trong những tình huống này.

Bắt đầu từ quý II năm 2008 khi những dự báo về mức lạm phát cao được đưa ra thì tỷ giá USD/VND đã chịu áp lực hết sức nặng nề. Tỷ giá trên thị trường tự do

bình quân xoay quanh tỷ giá chính thức do các NHTM công bố là USD/VND = 16.350 VND vào thời điểm cuối tháng 4 đầu tháng 5 thì trong tháng 6, vào những lúc “nóng” nhất có lúc thị trường tự do đã giao dịch USD với giá 19.800 VND. Tình hình đó, đã khiến không ít người liên tưởng đến câu chuyện đồng Bath Thái cũng bị tấn công một cách mạnh mẽ và cuối cùng đã làm hệ thống tài chính Thái Lan sụp đổ vào tháng 7/1997. Nói cách khác, một nguy cơ tấn công tiền tệ xảy ra đối với nền kinh tế VN vào thời điểm “dầu sôi lửa bỏng” này và châm ngòi cho một cuộc khủng hoảng tài chính là có hay không?

1. Tấn công tiền tệ và khủng hoảng tài chính

Ở các quốc gia lựa chọn chính sách tỷ giá hối đoái neo cố định hoặc neo linh hoạt [1], nghĩa là giá trị đồng nội tệ được giữ không đổi hoặc có biến động rất nhỏ theo một đồng ngoại tệ hoặc một rổ các đồng ngoại tệ thì khi xảy ra các cú sốc kinh tế chẳng hạn như lạm phát tăng cao hoặc thâm hụt mậu dịch quá lớn mà các nguồn thu ngoại tệ không đủ bù đắp thì lập tức điều này sẽ gây sức ép lên tỷ giá chính thức. Vấn đề sẽ trầm trọng hơn khi tỷ giá hối đoái chịu áp lực trong bối cảnh các chỉ số kinh tế vĩ mô liên tục xấu đi, nợ ngắn hạn nước ngoài cao, đầu tư kém hiệu quả, tính thanh khoản của hệ thống ngân hàng thương mại (NHTM) bị đe dọa, niềm tin của các nhà đầu tư và dân chúng vào khả năng điều hành kinh tế của chính phủ bị thách thức. Tất cả những điều đó khiến nền kinh tế trở thành một “miếng mồi ngon” cho các tay đầu cơ

tiền tệ (currency speculators). Khi nhận thấy nền kinh tế có những dấu hiệu của tâm lý đầu cơ hoặc bị tấn công, để bảo vệ tỷ giá chính thức đã công bố, Ngân hàng Trung ương (NHTW) sẽ có hai sự lựa chọn: (1) tung dự trữ ngoại hối ra can thiệp nhằm duy trì tỷ giá chính thức hoặc (2) là chấp nhận phá giá (thả nổi) đồng nội tệ theo cung cầu thị trường.

Tấn công tiền tệ và khủng hoảng tài chính có thể xảy ra ở Việt Nam hay không?

ThS. NGUYỄN KHẮC QUỐC BẢO

Lịch sử tài chính quốc tế cho thấy thông thường chính phủ các nước đang phát triển trước đây khi rơi vào tình huống trên họ đã thực hiện sự lựa chọn trước tiên là sử dụng dự trữ ngoại hối với hy vọng có thể “giải cứu” thị trường. Tuy nhiên, thực tế cho thấy rằng hiếm có quốc gia nào có đủ dự trữ ngoại hối để có thể chống đỡ và cầm cự trước các cuộc tấn công tiền tệ từ các quỹ đầu cơ. Khi đó, dự trữ ngoại hối sẽ nhanh chóng cạn kiệt và NHTW buộc lòng chấp nhận sự lựa chọn thứ hai là tuyên bố thả nổi đồng nội tệ, như Thái Lan, Indonesia và các nước Đông Á khác trong cuộc khủng hoảng tài chính châu Á năm 1997. Và với hành động “rút lui” của NHTW khỏi chế độ tỷ giá cố định giống như một lời tuyên bố “đầu hàng” của chính phủ trước cuộc tấn công, hệ thống NHTM sẽ tê liệt và thậm chí phá sản vì mất thanh khoản trước dòng người đổ xô đi rút tiền hàng loạt, khu vực sản xuất cũng đình đốn do không còn ngoại tệ để nhập khẩu nguyên liệu và thị trường tài chính sẽ sụp đổ, dẫn đến một cuộc khủng hoảng toàn diện. Thực tế những gì đã xảy ra ở Đông Á năm 1997 và sau đó là ở Nga và Brazil năm 1998 là những minh họa sống động nhất cho những lập luận trên.

2. Một cuộc tấn công tiền tệ được thực hiện như thế nào?

Để tiến hành tấn công tiền tệ một quốc gia thì trước hết các quỹ đầu cơ sẽ tiến hành phân tích những điều kiện kinh tế vĩ mô của nước đó. Nếu kết quả phân tích cho thấy rằng những điều kiện

kinh tế thực tại của quốc gia này đang chứa đựng những mầm mống của một cuộc khủng hoảng tiền tệ hoặc tỷ giá hối đoái đang chịu áp lực nặng nề thì các quỹ đầu cơ sẽ quyết định tấn công với kỳ vọng rằng NHTW của nước này sớm muộn cũng phải phá giá đồng nội tệ.

“Vũ khí” được sử dụng để tấn công là một sản phẩm phái sinh có tên gọi là **“Hợp đồng kỳ hạn không giao nhận”**, gọi tắt là các NDF (Non Delivery Forward contracts). Giả sử để tấn công vào tỷ giá USD/VND, các quỹ đầu cơ sẽ đồng loạt tiến hành ký các hợp đồng kỳ hạn mua USD. Tỷ giá kỳ hạn sẽ được các NHTM tính toán dựa trên chênh lệch lãi suất giữa USD và VND theo lý thuyết ngang giá lãi suất IRP (Interest Rate Parity).

Chúng ta biết rằng NDF là một loại sản phẩm phái sinh, bản chất của nó là dùng để đầu cơ trên biến động giá chứ không có giao dịch vật chất thực tế. Nghĩa là với hành động mua USD kỳ hạn, các quỹ đầu cơ đã làm một động tác tương đương với việc bán khống VND trong hiện tại ra thị trường để mua vào USD trong tương lai (ngày NDF đáo hạn) với một mức giá đã cố định trước (tỷ giá kỳ hạn). Khi đó, các NHTM của VN bị đặt vào vị thế bán USD kỳ hạn. Nếu bình thường số lượng NDF không quá lớn thì mọi chuyện không có gì đáng nói, nó chỉ là một nghiệp vụ kinh doanh ngoại tệ thuần túy của các NHTM. Tuy nhiên, khi khối lượng các NDF được ký kết là quá lớn và đồng thời được ký kết với nhiều NH khác nhau thì tại tất cả các NH này sẽ xảy ra tình trạng thiếu hụt USD và vì vậy họ buộc lòng phải đi mua USD trên thị trường liên ngân hàng và thị trường tự do để phòng ngừa lại cho vị thế bán kỳ hạn USD. Khi đó vô tình các NHTM đã tiếp tục làm gia tăng áp lực cầu USD giao ngay trên thị trường liên ngân hàng, khiến giá USD liên ngân hàng tăng lên kéo theo giá trên thị trường tự do cũng tăng theo. Tệ hại hơn là điều này có thể gây ra hiệu ứng tâm lý bầy đàn, nghĩa là các nhà đầu tư, người dân thấy USD đột ngột tăng giá sẽ xuất hiện tâm lý lo sợ VND bị mất giá nhanh (tác động này sẽ mạnh mẽ hơn nữa nếu trong điều kiện nền kinh tế đang có mức lạm phát cao) và họ cũng đi mua USD giao ngay trên thị trường tự do càng làm giá USD tăng cao. Và hệ quả cuối cùng là đến ngày đáo hạn của các NDF đã ký kết, giá USD giao ngay trên thị trường đã cao hơn tỷ giá kỳ hạn rất nhiều, các quỹ đầu cơ được mua USD với giá kỳ hạn đã ký kết (thấp) và bán USD với giá giao ngay hiện tại

(rất cao), khoản chênh lệch đó sẽ là món lợi nhuận khổng lồ cho các quỹ đầu cơ. Và vì đây là hợp đồng kỳ hạn “không giao nhận” cho nên trên thực tế các NHTM sẽ tiến hành thanh toán giá trị thuần cho các quỹ đầu cơ chứ không diễn ra hoạt động mua bán USD thực chất, điều đó càng làm giá tăng tính “thuận tiện” và hấp dẫn cho chiến lược tấn công này.

Chiến lược tấn công tiền tệ này có hai điểm cốt yếu để quyết định tính thắng thua. Thứ nhất là lượng USD mua kỳ hạn phải đủ lớn để khiến các NHTM phải gom USD trên thị trường nhằm kích cầu USD tăng lên. Thứ hai là phải phán đoán chính xác khả năng cấm cự của NHTW để thời hạn các NDF đủ dài qua thời điểm phá giá nhằm thu lợi từ chênh lệch giữa tỷ giá kỳ hạn và tỷ giá giao ngay sau khi bị phá. Ở điểm thứ nhất, chúng ta biết rằng NDF là sản phẩm phái sinh có tính đòn bẩy rất cao, nhà đầu cơ chỉ cần ký quỹ một khoảng vốn nhỏ để giao dịch một hợp đồng có giá trị gấp vài chục thậm chí hàng trăm lần tùy thuộc từng thị trường, từng thời điểm. Nghĩa là chỉ với vài chục triệu USD, các quỹ đầu cơ có thể tiến hành mua bán kỳ hạn hàng trăm triệu, thậm chí cả tỷ USD, nhiều quỹ đầu cơ gộp lại có thể làm thị trường xảy ra hiện tượng sốt USD rất mạnh mẽ.

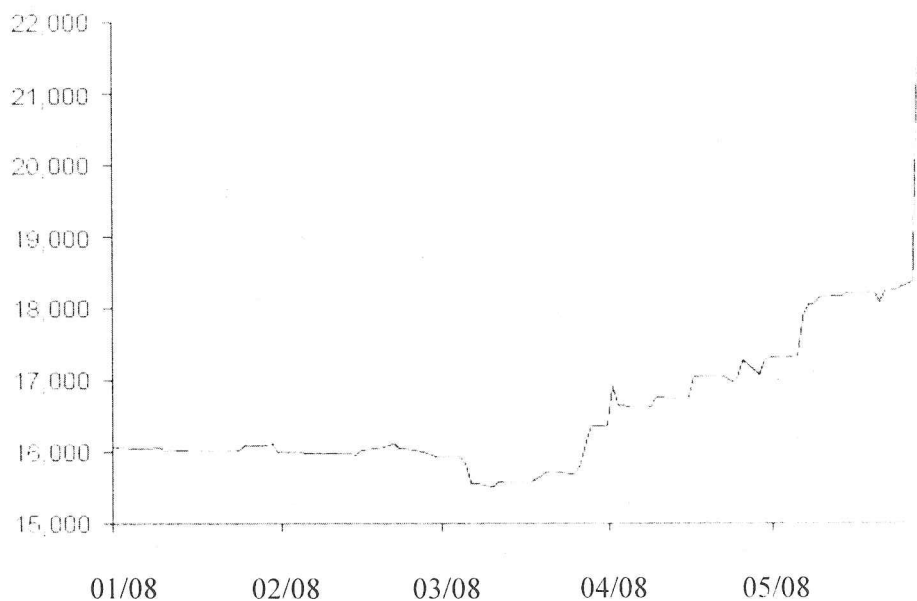
Ở vấn đề thứ hai, nếu các quỹ đầu cơ phán đoán sai lầm về khả năng chống đỡ của NHTW nghĩa là các NDF đáo hạn trước thời điểm NHTW phá giá hoặc thậm chí NHTW có thể chống đỡ cho đồng nội tệ không bị phá giá thì các quỹ đầu cơ buộc phải thực hiện nghĩa vụ của mình trên hợp đồng kỳ hạn là mua USD với tỷ giá kỳ hạn đã ký kết và tiếp tục thực hiện các NDF mới nếu muốn tiếp tục theo đuổi chiến lược tấn công. Tuy nhiên điều này rất khó khăn vì khi đó các quỹ đầu cơ phải bỏ ra một số tiền rất lớn bằng đúng mệnh giá của NDF để giao dịch, trong nhiều trường hợp thực tế là đôi khi các quỹ đầu cơ không có đủ số tiền đó để giao dịch và phải chấp nhận các khoản thua lỗ rất lớn. Trong trường hợp các quỹ đầu cơ đi vay nội tệ từ các NHTM để thực hiện nghĩa vụ này thì với mức lãi suất đi vay cao hơn nhiều so với lãi suất tiền gửi nhận được từ USD, nên họ sẽ phải chịu một khoản lỗ lớn do chênh lệch lãi suất cho đến khi cuộc tấn công thành công, nếu có. Còn nếu ngược lại các quỹ đầu cơ đi vay USD từ bên ngoài rồi đổi ra nội tệ để tấn công thì lượng USD đó sẽ làm tăng thêm cung ngoại tệ và làm giảm áp lực lên đồng nội tệ, vô tình vô hiệu hóa tác dụng của cuộc tấn công.

3. VN có thể bị tấn công hay không?

Năm 2008, lần đầu tiên nền kinh tế VN phải đối mặt với nguy cơ khủng hoảng tài chính. Các chỉ số kinh tế vĩ mô liên tục xấu đi một cách nhanh chóng và dường như các nhà hoạch định chính sách đã khá lúng túng vì thiếu kinh nghiệm để đối phó trong những tình huống này.

Tỷ giá trên thị trường tự do bình quân xoay quanh tỷ giá chính thức do các NHTM công bố là USD/VND = 16.350 VND vào thời điểm cuối tháng 4 đầu tháng 5. Trong tháng 6, vào những lúc "nóng" nhất có lúc thị trường tự do đã giao dịch USD với giá 19.800 VND. Một dấu hiệu đáng ngờ khác là có gần 22 triệu USD các hợp đồng kỳ hạn NDF được ký kết bởi các quỹ đầu tư, NH nước ngoài với các NHTM VN, một con số tăng đột biến so với các tháng trước đó (xem đồ thị). Tình hình đó, đã khiến không ít người hoài nghi về khả năng các quỹ đầu cơ nước ngoài đang âm thầm chuẩn bị để thực hiện một cuộc tấn công tiền tệ vào nền kinh tế VN như đã từng làm với Thái Lan và các nền kinh tế Đông Á khác trong năm 1997 đã dẫn đến một khủng hoảng tài chính trầm trọng và nặng nề nhất trong lịch sử tài chính thế giới. Những lo ngại này không phải là không có cơ sở nhưng hiện nay khả năng tấn công tiền tệ vào nền kinh tế VN và dẫn đến khủng hoảng tài chính là không thể vì ba nguyên nhân sau đây.

Số lượng NDF được ký kết đầu tháng 06/2008 tăng hơn 12 triệu USD so với các tháng trước đó



Nguồn: Reuters, Morgan Stanley

Trước hết, để thực hiện tấn công đầu cơ vào một nền kinh tế thì vấn đề quan trọng đầu tiên mà các quỹ đầu cơ quan tâm là tính thanh khoản của thị trường đó, vì nó quyết định hiệu quả của chiến lược đầu cơ, một thị trường không có thanh khoản thì không thể phát huy tác dụng của các sản phẩm phái sinh. Hiện nay tính thanh khoản của VND so với các đồng ngoại tệ mạnh khác chưa cao, hay nói cách khác VND chưa có khả năng chuyển đổi. Vì vậy, giả sử như các quỹ đầu cơ tấn công và thắng lợi thì việc bán VND để mua USD nhằm rút vốn ra khỏi thị trường VN cũng sẽ rất khó khăn, ngược lại nắm giữ VND càng rủi ro hơn. Do đó, khả năng VND bị các quỹ đầu cơ đưa vào tầm ngắm để lên kế hoạch tấn công là không cao.

Vấn đề thứ hai là cơ chế quản lý ngoại hối và chính sách kiểm soát vốn của VN hiện nay đã khiến cho các quỹ đầu cơ từ bên ngoài khó lòng có thể mua được NDF từ các NHTM VN và giả sử như có mua được và đầu cơ thành công thì như đã nói việc rút ngoại tệ ra khỏi VN cũng chịu sự kiểm soát chặt chẽ của NHNN. Hiện nay theo Pháp lệnh về quản lý ngoại hối của VN thì NHNN 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 khỏi VN một cách 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 đầu cơ dựa vào cho mục đích tấn công VND. Nói một cách ví von là thị trường VN giống như một trận địa mà

đường để các quỹ đầu cơ nước ngoài "chuyển quân" vào và lối thoát để họ rút lui đều bị án ngữ bởi NHNN.

Vấn đề thứ ba là khả năng các quỹ đầu cơ tấn công từ trong nước thông qua các NH hoặc định chế tài chính nước ngoài hoạt động tại VN hoặc một cuộc tấn công có xuất xứ từ người VN cũng khó có khả năng xảy ra. Vì điều này phụ thuộc vào khả năng mua được các NDF từ các NHTM VN. Mặc dù đã có một số NHTM vẫn

đang bán ngoại tệ kỳ hạn cho các doanh nghiệp

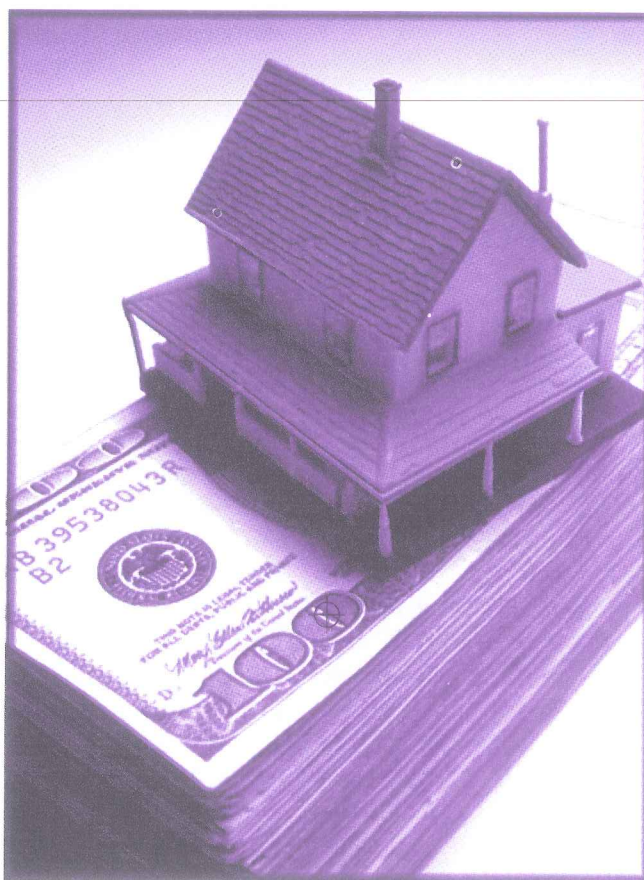
nhưng chủ yếu nhằm mục đích phòng ngừa rủi ro, nghĩa là phải liên quan đến một hoạt động kinh tế có thật, phổ biến nhất là nhập khẩu. Thời gian vừa qua, mặc dù có một đợt sốt ngoại tệ rất căng thẳng nhưng vẫn chưa có một đợt biến nào lớn trên thị trường ngoại tệ giữa các NHTM. Ngoài ra, với sự quản lý chặt chẽ của NHNN đối với các NHTM, ít nhất là với 4 NHTM quốc doanh, khả năng các doanh nghiệp hoặc các quỹ đầu tư trong nước dồn dập mua NDF để đầu cơ mà không bị phát hiện là rất nhỏ.

Và điều cuối cùng cần nói thêm là mức độ chênh lệch lãi suất giữa VND và USD. Hiện tại lãi suất cho vay của VND xấp xỉ 18%/năm, trong khi lãi suất huy động USD trong nước khoảng 6%/năm, còn thấp hơn nữa nếu gửi ở nước ngoài. Do vậy, tỷ giá kỳ hạn được tính sẽ chứa một phần bù kỳ hạn khoảng 12%. Điều đó có nghĩa là nếu một quỹ đầu cơ ký được NDF vào thời điểm này thì họ chỉ có thể có lời nếu VND bị phá giá quá 12% trước khi hợp đồng kỳ hạn đáo hạn. Tất nhiên khả năng này có thể xảy ra nhưng rõ ràng khoảng cách 12% sẽ làm giảm đáng kể động cơ tấn công của các quỹ đầu cơ.

4. Kết luận

Như vậy qua những phân tích nêu trên chúng ta có thể thấy VN không có những nguy cơ trở thành tâm điểm của một cuộc tấn công tiền tệ để dẫn đến khủng hoảng tài chính. Tuy nhiên cũng cần lưu ý rằng câu trả lời “không” đó là dựa vào những gì đã xảy ra cách đây mười năm với cơ chế tấn công mà các quỹ đầu cơ đã sử dụng để đánh vào các nước Đông Á trong cuộc khủng hoảng tài chính châu Á

năm 1997. Điều đó có nghĩa rằng thời điểm này, mười năm sau với những bước phát triển vượt bậc của thị trường tài chính thế giới, nếu có ý định tấn công vào VND liệu các quỹ đầu cơ có còn sử dụng những “vũ khí lạc hậu” nêu trên, hay họ có thể nghĩ ra được một cơ chế tấn công nào mới mà chúng ta vẫn chưa dự đoán được. Điều đó có nghĩa là một tinh thần cảnh giác và phòng ngừa rủi ro khủng hoảng luôn luôn là cần thiết dưới bất kỳ một tình huống nào. Vì thị trường tài chính của thế giới nói chung và của VN nói riêng tuy mỗi ngày mỗi phát triển hơn và tiến tiến hơn nhưng cũng trở nên mong manh hơn. ■



Chú thích

[1] Theo cách phân loại mới của IMF hiện nay chính sách tỷ giá của các nước được xếp vào 3 nhóm chính là: (1) Neo cố định (hard peg), (2) Neo linh hoạt (soft peg) và (3) Thả nổi (floating).

Tài liệu tham khảo

1. ThS. Nguyễn Khắc Quốc Bảo, *Dự báo nguy cơ và nét đặc thù của khủng hoảng tài chính ở VN*, Tạp chí *Phát triển kinh tế* số 198, tháng 04 năm 2007.
2. ThS. Nguyễn Khắc Quốc Bảo,

Châu Á – bài học 10 năm, Thời báo Kinh tế Sài Gòn số 28 – 2007.

3. Martin Rama, Kinh tế gia trưởng của Ngân hàng thế giới tại VN, WB: VN không có những yếu tố của khủng hoảng tài chính, VN Net ngày 3/6/2008.

4. Báo cáo “Lựa chọn thành công – Bài học từ Đông Á và Đông Nam Á cho tương lai của VN”, Chương trình Châu Á, Đại học Havard, Mỹ, 2008.

5. VND: Beyond the Tipping Point, Morgan Stanley, 05/2008.