

Dự trữ ngoại hối và tư nhân hóa tài trợ cán cân thanh toán quốc tế

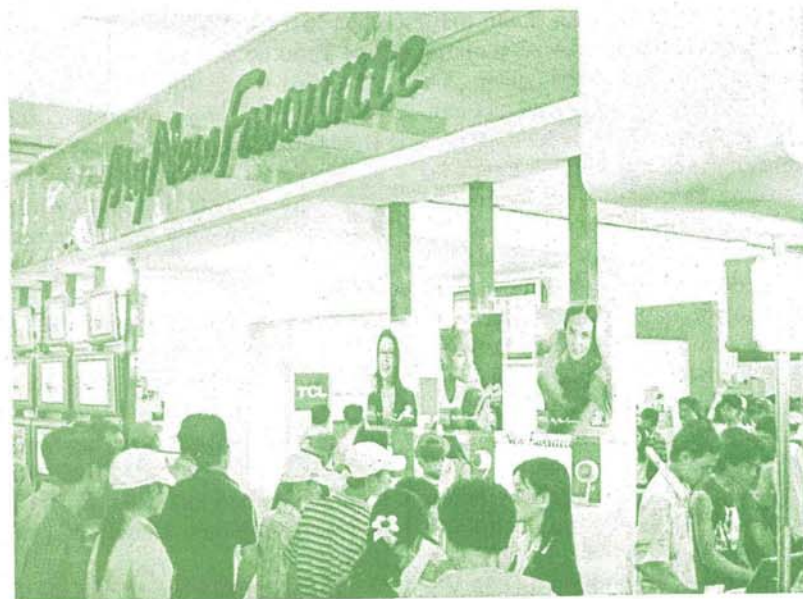
PGS.TS. TRẦN NGỌC THƠ

Các nước đang phát triển hiện đang là những nhà xuất khẩu vốn lớn nhất thế giới, vậy mà họ lại còn đang hướng đến một xu hướng “tư nhân hóa” tài trợ cán cân thanh toán. Trong khi đó, ngược lại, VN lại là quốc gia nhập khẩu vốn, thế mà dường như chúng ta đang có xu hướng làm ngược lại, đó là “quốc doanh hóa” tài trợ cán cân thanh toán.

Hầu hết tất cả dự trữ ngoại hối ở các quốc gia trên thế giới đều tập trung vào 5 đồng tiền chủ yếu sau đây: USD, euro, yen, bảng Anh và franc Thụy Sĩ. Trong đó đồng USD chiếm khoảng 70% trong tổng dự trữ vào cuối năm 2003; euro khoảng 20%. Đồng USD chiếm tỉ trọng cao trong tổng dự trữ ngoại hối bởi lẽ chiều sâu và tính thanh khoản cao của thị trường trái phiếu kho bạc Mỹ và các chứng khoán rất hấp dẫn đối với những quốc gia nào muốn tăng cường dự trữ ngoại hối quốc gia. Tính ưu việt của dự trữ USD đã làm cho NHTW nước ngoài đóng vai trò quan trọng trên thị trường tài chính Mỹ. Thực vậy, vào cuối 2003 NHTW nắm giữ khoảng 2,1 ngàn tỉ đô la, tương đương với hơn phân nửa khoản nợ bằng trái phiếu kho bạc của Mỹ lưu hành.

Mẫu hình của dòng vốn toàn cầu

Dự trữ NHTW ở các nước đang phát triển trong những năm gần đây đã đủ lớn để trở thành nhân tố chủ yếu trong việc xác định phân phối dòng vốn toàn cầu. Dòng vốn ròng chu chuyển ra khỏi quốc gia chính là thể hiện phần chênh lệch giữa tiết kiệm nội địa trừ cho đầu tư nội địa, và bằng với cán cân tài khoản vãng lai của quốc gia. Một quốc gia mà tiết kiệm nhiều hơn nhu cầu đầu tư nội địa thì quốc gia đó sẽ sử dụng tiết kiệm để mua tài sản ngoại tệ. Ngược lại, một quốc gia với tiết kiệm thấp, như Mỹ, có thể duy trì chi tiêu cho đầu tư cao hơn bằng cách vay nước ngoài.



Tính trên phương diện toàn cầu, tiết kiệm phải bằng với đầu tư vì chênh lệch giữa tiết kiệm và đầu tư dương trong một vài quốc gia sẽ bù đắp cho chênh lệch âm giữa tiết kiệm và đầu tư của các nước còn lại. Các mẫu hình của dòng vốn toàn cầu trong những năm gần đây được minh họa bằng các số liệu sau. Vào năm 2003, châu Á đã là nơi có dòng vốn ra ròng đáng kể, con số này khoảng 309 tỉ đô la. Tây Âu và Canada cũng là nhà cung cấp vốn cho phần còn lại của thế giới trong năm 2003, cung cấp khoảng 96 tỉ đô la. Các dòng vốn ra đáng kể khác (khoảng 71 tỉ đô la) đến từ các nước xuất khẩu dầu. Các thặng dư và thâm hụt kết hợp của phần còn lại thế giới bằng với thâm hụt của Mỹ.

Như vậy giờ đây Mỹ đang hấp dẫn mức kỷ lục về tiết kiệm của các nước khác trên thế giới. Đối với một quốc gia có tiết kiệm thặng dư, dòng vốn ra ròng tương ứng có thể từ các nhà đầu tư tư nhân hoặc là các nhà đầu tư ở khu vực nhà nước, nhưng nhìn chung thì các NHTW của các nước. Tuy nhiên, hiện nay ở châu Á, các nhà đầu tư tư nhân đã đưa ào ạt kênh vốn đầu tư trực tiếp vào khu vực này – bất chấp thực tế là khu vực này hiện đang có thặng dư tiết kiệm. Điều này đã dẫn đến kết quả là các NHTW châu Á không những chỉ là kênh thoát vốn thặng dư tiết kiệm ra bên ngoài của vùng mà còn tái phục hồi dòng vốn tư nhân vào rất đáng kể.

Các mẫu hình đầu tư bất thường này giải thích tại sao sức mua dự trữ trong các quốc gia mới nổi ở châu Á – 274 ngàn tỉ USD – vượt cả thặng dư tiết kiệm trong khu vực là 168 ngàn tỉ USD và tương tự, điều này cho thấy tại sao sức mua dự trữ 189 ngàn tỉ USD ở Nhật lại vượt quá thặng dư tiết kiệm của quốc gia là 136 ngàn tỉ đô la. Bên ngoài châu Á, thặng dư tiết kiệm chủ yếu từ kênh các nhà đầu tư tư nhân. Tổng dòng vốn ra từ các nước không thuộc châu Á khoảng 222 ngàn tỉ đô la, ít hơn 1/4 hình thức sức mua dự trữ của NHTW.

Theo “Báo cáo tài chính phát triển toàn cầu năm 2004”, các nước đang phát triển hiện đang là các nhà xuất

khẩu vốn đối với phần còn lại của thế giới. Thặng dư cán cân tài khoản vãng lai ở các nước đang phát triển ngày càng gia tăng một cách đều đặn, thặng dư trong năm 2004 lên đến 153 tỉ đô la, tương đương 2% GDP của các nước đang phát triển. Trong số các quốc gia này, thặng dư tài khoản vãng lai tập trung vào các thị trường mới nổi – chủ yếu là Brazil, Trung Quốc, Malaysia, Liên bang Nga và Venezuela. Đa số các nước này duy trì chế độ tỉ giá cố quản lý và đều có những hạn chế nhất định việc tự do hóa dòng vốn trên cán cân tài khoản vốn.

Chênh lệch trong tăng trưởng thặng dư cán cân tài khoản vãng lai và sụt giảm trong đầu tư cũng như tiêu dùng nội địa được giải thích là do một phần thặng dư rơi vào tích lũy dự trữ ngoại hối.

Trong 4 năm qua, dự trữ ngoại hối của các nước đang phát triển đã có những bước tiến dài khi chiếm hơn một nửa gia tăng trong dự trữ ngoại hối toàn cầu, khoảng 1,6 ngàn tỉ đô la, trong đó Trung Quốc chiếm khoảng 38% tương đương với 610 tỉ đô la.

Tài sản dự trữ và bảng cân đối kế toán của NHTW

Cán cân thanh toán của NHTW cung cấp cho chúng ta một mẫu hình hữu ích để tìm hiểu vai trò của dự trữ ngoại hối trong quản lý tiền tệ như thế nào. Phần bên tài sản của bảng cân đối kế toán bao gồm các tài sản nội tệ, nói chung là các chứng khoán chính phủ trong nước, và tài sản ngoại tệ, nói chung là các chứng khoán chính phủ nước ngoài. Phần bên nợ của bảng cân đối kế toán bao gồm các khoản ký gửi của chính phủ và ngân hàng tư nhân vào NHTW và tổng lượng nội tệ đang lưu hành. Tất cả các khoản nợ này cấu thành nên cơ sở tiền tệ của một quốc gia. Phần bên nợ cũng bao gồm các chứng khoán được phát hành riêng bởi NHTW. Ta có phương trình kế toán sau:

Cơ sở tiền tệ = Tài sản nội địa ròng + dự trữ ngoại hối

Phương trình kế toán này cho thấy rằng NHTW có thể kiểm soát cơ sở tiền tệ bằng cách quản lý việc nắm giữ tài sản nội tệ và ngoại tệ [1]. Ví dụ, mua một tài sản dự trữ làm gia tăng cơ sở tiền

tệ. Khi mua chứng khoán ngoại tệ từ khu vực tư nhân, NHTW sẽ thanh toán bằng cách hoặc là phát hành tiền hoặc nếu người bán là ngân hàng tư nhân thì ghi có vào tài khoản của ngân hàng này tại NHTW. Quản lý cơ sở tiền tệ một cách thích đáng là rất quan trọng đối với vấn đề kiểm soát lạm phát. Như chúng ta sẽ thấy, những mối quan ngại trong lạm phát sẽ làm cho NHTW trung hòa những tác động của hành động mua dự trữ ngoại hối lên cơ sở tiền tệ bằng cách làm giảm đi tương ứng trong tài sản nội địa ròng – hoạt động này được gọi là “can thiệp vô hiệu hóa”.

Lợi ích của dự trữ ngoại hối cao

Tích lũy dự trữ ngoại hối cao hơn ở các nước đang phát triển là bằng chứng hiển nhiên của các chính sách thận trọng và thành quả thương mại mạnh mẽ kể từ cuộc khủng hoảng vào cuối thập niên 1990. Nói chung, dự trữ ngoại hối cao sẽ làm giảm khả năng dễ bị tổn thương do các cú sốc bên ngoài. Ở các quốc gia “con nợ”, nơi mà sức mạnh tài chính thường được xem xét thông qua mức độ dự trữ ngoại hối, những gia tăng trong dự trữ ngoại hối sẽ giúp cho các quốc gia này có nhiều thông thoáng hơn trong hoạch định chính sách.

Có sự khác biệt rõ ràng giữa các nhà đầu tư ở khu vực tư nhân và nhà nước. Đối với các nhà đầu tư tư nhân, mục đích là tối đa hóa lợi nhuận so với rủi ro nhận được. Ví dụ, một nhà đầu tư Nhật sẽ xem xét chênh lệch trong lãi suất, thay đổi tỉ giá kỳ vọng, và các bất ổn về chính trị để quyết định liệu rằng họ nên mua chứng khoán ngoại tệ hay là chứng khoán trong nước. Ngược lại, các NHTW mua và bán các tài sản ngoại tệ vì các lý do về chính sách hơn là cố gắng tối đa hóa lợi nhuận. Hai mục tiêu chính sách chủ yếu của các NHTW thường gắn liền với việc đối phó với tính bất ổn của dòng vốn tư nhân.

Lý do dẫn đến các nước đang phát triển tăng nhanh dự trữ ngoại hối

Có một số lý do dẫn đến các nước đang phát triển tìm mọi cách để gia tăng nhanh dự trữ ngoại hối.

- Tự bảo hiểm chống lại các cú sốc bên ngoài: Cuộc khủng hoảng tài chính cuối thập niên 1990 đã là một bài

học để các nước đang phát triển thấy rằng cần phải gia tăng giá trị dự trữ ngoại hối như là một công cụ bảo vệ để đối phó với khủng hoảng tiền tệ và những đảo ngược đột ngột của dòng vốn. Điều này đặc biệt quan trọng cho những quốc gia nào hiện đang có nhu cầu cao trong việc tìm kiếm các nguồn tài trợ từ bên ngoài. VN hiện cũng đang được giới quan sát cho rằng đang có một hội chứng vay nợ nước ngoài, trong khi hiệu quả sử dụng các nguồn vốn này như thế nào hiện vẫn còn chưa thuyết phục. Các quốc gia này đặc biệt rất dễ bị tổn thương đối với những gián đoạn trong tổng dòng vốn do tác động của những thay đổi các điều kiện trong nước hoặc do bị lây nhiễm từ thị trường toàn cầu.

- Các NHTW còn gia tăng dự trữ ngoại hối để tạo ra những “thiết bị giảm sốc” khi dòng vốn tư nhân vào và ra luôn là mối đe dọa tiềm ẩn đến những bất ổn trong giá trị của đồng nội tệ. Đặc biệt là khi các nhà đầu tư tư nhân đặt áp lực tăng giá lên đồng tiền bằng cách mua các tài sản nội tệ, NHTW có thể tìm cách kiềm chế áp lực này lại bằng cách bán tài sản nội tệ và mua dự trữ ngoại tệ [2]. Tương tự như vậy, khi dòng vốn tư nhân đe dọa làm cho đồng tiền nội tệ yếu đi, NHTW có thể bán dự trữ và mua về tài sản nội tệ. Trong năm 2003, hầu hết các nước châu Á đều có thặng dư tài khoản vãng lai khá lớn và cũng không ít nước trong số này còn nhận được dòng vốn vào (ròng) đáng kể. Nếu như NHTW ở các quốc gia trong khu vực không tìm cách bù trừ các dòng vốn vào này bằng dòng vốn ra chính thức – có nghĩa là mua dự trữ – các đồng tiền châu Á sẽ mạnh lên, làm giảm tính cạnh tranh của các công ty ở châu Á trên thị trường thế giới. Tuy nhiên việc đồng tiền của các nước trong khu vực mạnh lên đến mức độ nào do NHTW không đủ dự trữ ngoại hối để can thiệp, cho đến nay vẫn chưa có những chứng cứ rõ ràng?

Các NHTW còn cần nhắc đến yếu tố “truyền thống” khi đầu tư vào danh mục dự trữ ngoại hối của mình. Khi quy mô dự trữ tăng lên, các nhà quản lý dự trữ (ở NHTW) sẽ có những cách tiếp cận khác nhau giữa một danh mục “có tính thanh khoản”, được thiết kế nhằm để bù đắp các sức ép lên tỉ giá, với một

danh mục đầu tư. Việc sử dụng ngày càng nhiều các nhà quản lý dự trữ từ bên ngoài chính là bằng chứng cho thấy ngày càng có xu hướng các NHTW thiên về xu hướng quản lý dự trữ ngoại hối năng động.[3]

• **Tăng điểm xếp hạng tín nhiệm chủ quyền:** Mức độ dự trữ ngoại hối cao là một nhân tố rất quan trọng trong việc đánh giá khả năng trả nợ và gia tăng độ tin cậy đối với các chính sách vĩ mô của quốc gia. Gia tăng dự trữ ngoại hối sẽ góp phần vào việc gia tăng điểm xếp hạng tín nhiệm chủ quyền và điều này sẽ tạo nhiều thuận lợi để cho các quốc gia tìm kiếm nguồn vay nợ nước ngoài với chi phí rẻ hơn.

• **Ổn định tỉ giá:** Ở những quốc gia theo đuổi chính sách tỉ giá cố định, dự trữ ngoại hối cao giúp cho NHTW luôn sẵn sàng can thiệp vào thị trường ngoại hối để can thiệp vào tỉ giá.

Chi phí và rủi ro của dự trữ ngoại hối “quá mức”

Hiện nay vẫn còn nhiều quan điểm thế nào là một “mức dự trữ ngoại hối vừa đủ”, đặc biệt là khi các quốc gia hoạt động trong một chế độ tỉ giá linh hoạt và mở cửa cho dòng vốn nước ngoài. Trước đây, các quốc gia thường có quan điểm về một mức dự trữ vừa đủ là từ 3 đến 6 tháng nhập khẩu. Kể từ cuộc khủng hoảng châu Á năm 1997 đến nay, các quốc gia lại có một cách nhìn khác về một mức dự trữ vừa đủ. Theo đó, mức dự trữ ngoại hối phải đủ để đối phó với những rủi ro “đảo ngược dòng vốn” và do đó dự trữ sẽ được tính trên mức nợ ngắn hạn của quốc gia đó. Chính vì lẽ đó, mức độ dự trữ an toàn thường được tính cao hơn mức quy ước, theo nhiều nghiên cứu mức dự trữ này là vào khoảng 6 tháng nhập khẩu hoặc toàn bộ nợ ngắn hạn nước ngoài. Trung Quốc, Cộng hòa Séc, Ấn Độ, Malaysia, Pakistan, Thái Lan và Venezuela đều có dự trữ nhiều hơn gấp bốn lần nợ ngắn hạn.

Nhưng dự trữ ngoại hối cũng có cái giá của nó. Cái giá của dự trữ ngoại hối cao và trong một chừng mực nào đó cũng đúng cho những quốc gia nào vay nợ nước ngoài để gia tăng dự trữ ngoại hối nhằm bù đắp cho những thâm hụt trong cán cân thương mại nhưng chưa đủ sức hấp thụ hết ngay một lúc khoản

dự trữ này.

Và khi mức dự trữ đủ cao đến một mức nào đó thì chi phí này là khá lớn. Mức dự trữ ngoại hối cao, đặc biệt trong các nền kinh tế mới nổi, đã gây ra tranh luận liệu rằng có nên tốn quá nhiều chi phí hay không. Chi phí kinh tế chính yếu của tích lũy dự trữ vượt mức chính là các tổn thất ngân sách (quasi-fiscal cost) do sử dụng biện pháp can thiệp vô hiệu hóa của NHTW.

Tổn thất ngân sách xảy ra khi NHTW tìm cách bù trừ – hoặc vô hiệu hóa – tác động tiền tệ mở rộng của việc mua tài sản dự trữ. Nếu không có hoạt động can thiệp vô hiệu hóa trên thị trường mở (hoặc là các biện pháp hành chính khác), những bùng nổ trong dự trữ ngoại hối sẽ làm cho cung tiền mở rộng vượt quá khả năng sản xuất của một nền kinh tế, từ đó sẽ dẫn đến lạm phát. Khi can thiệp vô hiệu hóa bằng cách bán các trái phiếu kho bạc trên thị trường nội địa để có được tính thanh khoản, NHTW sẽ bị tổn thất, bởi vì tiền lời mà họ nhận được từ các khoản dự trữ thường thấp hơn tỉ suất sinh lợi mà họ phải trả cho các chứng khoán đã phát hành.

Mức độ tổn thất ngân sách này tùy thuộc vào chênh lệch giữa lãi suất phải trả trên các chứng khoán mà chính phủ phát hành (trong nước) và lãi suất nhận được từ việc nắm giữ dự trữ ngoại hối – đã điều chỉnh theo thay đổi của tỉ giá hối đoái – Đối với các thị trường mới nổi có dự trữ cao, chênh lệch này, dựa vào chênh lệch giữa lãi suất trong nước và lãi suất trái phiếu 2 năm của Mỹ, ước tính vào khoảng 7,6% ở Trung Quốc, 8% ở Nga và 1,8% ở Ấn Độ. Giả định chênh lệch trung bình là 250 điểm cơ bản giữa trái phiếu thị trường mới nổi có thời gian đáo hạn 2 năm và trái phiếu kho bạc T-bill có cùng thời gian đáo hạn của Mỹ, thì mỗi 10 tỉ USD dự trữ hàng năm tiêu tốn của NHTW khoảng 250 triệu USD – một chi phí khá lớn. Ngoài ra, những thiệt hại này có khả năng gia tăng khi NHTW can thiệp vô hiệu hóa bằng cách phát hành trái phiếu vay nợ để trang trải cho các khoản nợ công và tạo áp lực tăng lãi suất, đến lượt mình gia tăng lãi suất làm tăng quy mô của chênh lệch trong lãi suất mà ngân hàng phải thanh toán cho người nắm giữ trái phiếu.

Trong thực tế, các thiệt hại này thường được hấp thụ bởi một điều mà chẳng ai mong đợi, đó là NHTW sẽ giảm đi các khoản thu nhập chuyển vào ngân khố quốc gia hoặc làm suy yếu các vị thế các khoản vốn của NHTW. Nhưng các kết quả khác cũng có thể xảy ra – ở các nước có hệ thống NHTW đặt dưới sự kiểm soát của chính phủ và lãi suất không được xác định theo thị trường như Trung Quốc và VN chẳng hạn, các NHTMQD là nơi phải gánh chịu các tổn thất ngân sách này. Như Trung Quốc chẳng hạn, các ngân hàng bị “ép uống” phải mua các chứng khoán do Ngân hàng Nhân dân Trung Hoa bán với lãi suất thấp hơn lãi suất thị trường. Chiêu thức như thế đã làm cho chi phí dự trữ ngoại hối biến mất khỏi sổ sách của chính phủ và NHTW nhưng lại làm giảm khả năng sinh lợi mỏng manh của các NHTM và do đó góp phần vào sự đổ vỡ của hệ thống tài chính.

Tác động lên thị trường tài chính

Cho dù việc mua tài sản ngoại tệ của NHTW là do động cơ nào đi chăng nữa, hiệu ứng của chúng trên thị trường tài chính nội địa là như nhau. Sức mua dự trữ làm gia tăng trực tiếp cơ sở tiền tệ, bơm thêm tính thanh khoản cho nền kinh tế. Cơ sở tiền tệ gia tăng này đến lượt mình, sẽ tạo áp lực làm giảm lãi suất trong nước.

Trong nhiều trường hợp, các NHTW không muốn mua dự trữ vì điều này sẽ làm cho cơ sở tiền tệ tăng lên. Nhiều khi NHTW không có niềm tin vào hệ thống ngân hàng trong nước đủ mức ổn định để có thể quản lý tính thanh khoản vượt trội này. Hơn nữa, tính thanh khoản tăng thêm này có thể dẫn đến nền kinh tế phát triển nóng và tăng áp lực lạm phát. Do đặt nặng tầm mức quan trọng như vậy nên NHTW sẽ chọn lựa phương pháp can thiệp vô hiệu hóa sức mua dự trữ để làm giảm tài sản nội tệ ròng. Nhìn chung, các NHTW can thiệp vô hiệu hóa bằng cách bán chứng khoán chính phủ nội tệ ra khỏi danh mục hoặc bằng cách phát hành các chứng khoán nội tệ bằng thương hiệu riêng của mình (ví dụ, hóa đơn NHTW). Kết quả của can thiệp này làm cạn lượng tiền mặt bơm vào nền kinh tế, dẫn đến cơ sở tiền tệ thay

đối.

Sức mua dự trữ – được vô hiệu hóa – còn có tác động lên thị trường tài chính trong nước bởi vì chúng làm thay đổi hỗn hợp các công cụ tài chính do khu vực tư nhân nắm giữ. Thường thì trong thực tế, khu vực tư nhân là nơi nắm giữ rất nhiều các chứng khoán nội tệ từ khu vực công do BTC hoặc NHTW phát hành và nắm giữ không đáng kể các chứng khoán dự trữ, do các chứng khoán nội tệ và ngoại tệ là không thể thay thế cho nhau một cách hoàn hảo – nghĩa là có sự khác biệt trong những đặc điểm thanh khoản và rủi ro, và do đó là trong lợi nhuận dự kiến – nên tác động này sẽ làm gia tăng tỉ suất sinh lợi lên các chứng khoán nội tệ.[4]

Ở châu Á, hầu hết các NHTW đều can thiệp vô hiệu hóa sức mua dự trữ. Đài Loan là một ví dụ điển hình. Từ cuối năm 1999 đến cuối năm 2003, tài sản ngoại tệ ròng của cơ quan quản lý tiền tệ của quốc gia này đã tăng 35% điểm so với GDP. Tuy nhiên tài sản nội tệ ròng lại giảm 35% điểm so với GDP. Kết quả là cơ sở tiền tệ trên GDP giữ nguyên không đổi. Hiện nay NHTW các nước trong khu vực cũng tiến hành những can thiệp tương tự như thế và đây chính là bài học đáng để cho VN tham khảo.

Tuy nhiên, Nhật và Trung Quốc lại là những trường hợp ngoại lệ. Sức mua dự trữ ở Nhật không được can thiệp vô hiệu hóa: từ cuối năm 2000 đến cuối năm 2003, tài sản ngoại tệ ròng đã tăng 6,4% điểm so với GDP trong khi tài sản nội tệ ròng cũng tăng 0,7% điểm. Trong cùng thời kỳ Trung Quốc cũng tiến hành can thiệp vô hiệu hóa một cách cho có lệ: tài sản ngoại tệ ròng tăng 9,2% điểm cơ bản so với GDP trong khi tài sản nội tệ ròng giảm 4,3% điểm, chỉ khoảng một nửa so với mức tài sản ngoại tệ tăng lên.

Sở dĩ các quốc gia can thiệp cho có như thế là nhằm mục đích can thiệp ngăn chặn đà giảm phát đang diễn ra – Nhật từ giữa thập niên 1990 và Trung Quốc từ năm 1998 đến đầu năm 2003. Ở các quốc gia này, việc để cho sức mua dự trữ vượt qua cơ sở tiền tệ – điển hình là Trung Quốc – đã góp phần giúp quốc gia này tuân thủ một cách triệt để các mục tiêu chính sách tiền tệ và lạm phát. Tuy nhiên, trong thời gian gần

đây, các cơ quan chức năng ở Trung Quốc đã quan tâm nhiều hơn đến tốc độ tăng trưởng tín dụng quá mức và nền kinh tế phát triển nóng. Điều này đã dẫn đến nhịp độ can thiệp vô hiệu hóa tăng lên thông qua việc phát hành các khoản nợ mới để hạn chế tăng trưởng của cơ sở tiền tệ.

Dự trữ ngoại hối và vấn đề tư nhân hóa tài trợ cán cân thanh toán quốc tế ở VN

Các xu hướng chung về dòng vốn toàn cầu và dự trữ ngoại hối ở các quốc gia đang phát triển mà chúng ta đã phân tích ở phần trên đã cung cấp một cái nhìn tổng quát về việc nhận diện mẫu hình dòng vốn và dự trữ ngoại hối ở các nước và cũng là bài học kinh nghiệm cho VN tham khảo. Phần tiếp theo trong bài viết này sẽ đề cập đến vấn đề dự trữ ngoại hối và tư nhân hóa tài trợ cán cân thanh toán quốc tế trong điều kiện hiện nay ở VN. Phần này lấy bối cảnh từ sự kiện chính phủ phát hành trái phiếu quốc tế và sau đó chuyển giao cho các DNNN.

Như đã phân tích ở phần trên, việc xếp hạng tín nhiệm chủ quyền của một quốc gia có liên quan rất mật thiết đến dự trữ của quốc gia đó. Nếu như chính phủ bãi bỏ chế độ mật về công bố dự trữ ngoại hối quốc gia, đột phát hành trái phiếu chính phủ tháng 10 năm 2005 vừa rồi có khả năng sẽ có mức lãi suất thấp hơn mức mà chính phủ đã vay nợ trên thị trường vốn quốc tế.

Công bố công khai dự trữ ngoại hối quốc gia còn là bước đi tất yếu trong việc minh bạch hóa các thông tin tài chính quốc gia, ngoại trừ là các thông tin tuyệt mật, cho các nhà đầu tư nắm bắt. Việc có được các thông tin về dự trữ ngoại hối quốc gia sẽ giúp cho thị trường có được một kỳ vọng hợp lý về vị thế của đồng nội tệ hiện nay sẽ được định giá chính xác như thế nào và đương nhiên đây cũng chính là một bước đi cần thiết trong quá trình hội nhập vào sân chơi quốc tế.

Kể từ cuộc khủng hoảng châu Á năm 1997 đến nay, các quốc gia có một cách nhìn rất thận trọng về một mức dự trữ ngoại hối quốc gia an toàn. Mức dự trữ ngoại hối (ngoại tệ, vàng, bạc, đá quý và các giấy tờ có giá khác) phải đủ để đối phó với những nguy cơ khủng

hoảng và do đó dự trữ sẽ được tính trên mức nợ ngắn hạn của quốc gia đó, thay vì chỉ tính trên các khoản nhập khẩu. Chính vì lẽ đó, mức độ dự trữ an toàn thường được tính cao hơn mức quy ước, theo nhiều nghiên cứu mức dự trữ này là vào khoảng 6 tháng nhập khẩu hoặc toàn bộ nợ ngắn hạn nước ngoài. Những quốc gia trong khu vực như Trung Quốc, Malaysia, Thái Lan và Indonesia hiện có dự trữ nhiều hơn gấp bốn lần nợ ngắn hạn.

Mặc dù có nguồn dự trữ ngoại hối rất cao và là những nhà xuất khẩu vốn lớn nhất của thế giới nhưng các nước trong khu vực hiện đang hướng đến một xu hướng mới là “tư nhân hóa” tài trợ cán cân thanh toán (privatization of balance-of-payments financing), tức là chính phủ tạo ra mọi cơ hội để cho các doanh nghiệp thuộc khu vực tư thu hút ngày càng nhiều ngoại tệ, thay vì dùng dự trữ ngoại hối của NHTW hoặc thông qua kênh vay nợ nước ngoài của chính phủ để tài trợ cho thâm hụt cán cân thanh toán.

Dự trữ ngoại hối của VN hiện nay quá mỏng, chỉ mới đạt tới 1/3 ngưỡng an toàn, và là một nền kinh tế hiện đang phải nhập khẩu vốn, vì thế tư nhân hóa tài trợ cán cân thanh toán hay tư nhân hóa vay nợ nước ngoài nên là hướng đi chủ đạo trong quá trình hội nhập và điều này sẽ làm cho chính phủ giảm nhẹ đi rất nhiều sức ép sử dụng uy tín quốc gia để vay nợ nước ngoài. Quả thật lượng kiều hối hơn 3 tỉ USD mỗi năm – gần bằng với dự trữ ngoại hối quốc gia – đã góp phần đáng kể vào việc lấp đầy lượng dự trữ ngoại hối trong những năm qua.

Việc một loạt các DNNN lớn, bao gồm một số NHTMQD – không có bất kỳ doanh nghiệp nào thuộc khu vực tư – thấp tầng với chính phủ sang Mỹ học tập kinh nghiệm phát hành trái phiếu quốc tế, cùng với việc TCT điện lực và dầu khí tuyên bố sang năm 2006 sẽ tiếp bước vay nợ nước ngoài thông qua phát hành trái phiếu quốc tế giống như Vinashin, là một ví dụ điển hình của “quốc doanh hóa” vay nợ nước ngoài và đi ngược lại với xu hướng chung của một nền kinh tế đương đại.

Tư nhân hóa vay nợ nước ngoài là một cách thức áp đặt tính kỷ luật của thị trường lên việc kiểm soát các khoản

vay nợ nước ngoài, thay vì chính phủ cứ phải lo hứa hẹn với công chúng bằng các “can thiệp trấn an” thuần túy như: “khả năng trả nợ của DNNN là trong tầm tay”, “hoàn toàn yên tâm”, “tốc độ tăng trưởng của DNNN là 30% một năm” v.v.. Những phát biểu và dự báo như thế là vô cùng chủ quan, chủ yếu dựa vào cảm tính và ý chí hơn là dựa trên mô phỏng những kịch bản tăng trưởng trong mọi tình huống, kể cả tình huống xấu nhất xảy ra cho chính DNNN và cho nền kinh tế.

Các tuyên bố này cho thấy những nhà hoạch định chính sách vĩ mô và các quan chức ở các DNNN – không phải là các chuyên gia thực thụ – thiếu những hiểu biết về những rủi ro hệ thống từ những nguyên nhân khủng hoảng năng lượng, khủng hoảng kinh tế, và những rủi ro mang tính thảm họa khác. Những dạng rủi ro mà khi phát sinh, các DNNN rất dễ rơi vào tình trạng đổ vỡ hàng loạt. Chúng ta tự hỏi, nếu như không có bảo lãnh của chính phủ, liệu các DNNN có phát hành trái phiếu quốc tế được hay không? Chắc là khó, vô cùng khó, nếu muốn nói là không thể hoặc có thể nhưng với lãi suất cao, rất cao.

Chính phủ đã có những tuyên bố mở đường cho các DNNN và các doanh nghiệp thuộc các thành phần kinh tế khác có thể vay nợ thông qua phát hành trái phiếu quốc tế theo nguyên tắc tự vay, tự trả và tự chịu trách nhiệm. Xét về pháp lý và cả về uy tín quốc gia, việc để cho các DNNN tự vay nợ trên thị trường vốn quốc tế có một điều gì đó không ổn. Một khi các DNNN không trả được nợ, để giữ thể diện quốc gia, cuối cùng chính phủ ắt hẳn phải đứng ra trả nợ thay. Minh chứng cho khả năng để ngỏ này là việc một quan chức là Thứ trưởng Bộ tài chính đã từng phát biểu “trong trường hợp xấu nhất nếu Vinashin không trả được nợ chính phủ sẽ có những giải pháp hợp lý”. Giải pháp hợp lý gì? nếu như suy cho cùng không phải là lấy từ dự trữ ngoại hối quốc gia và từ tiền thuế của người dân.

Quốc doanh hóa vay nợ nước ngoài có khả năng dẫn đến những cái giá phải trả vô cùng to lớn. Như đã nhận diện ở phần trên, đây chính là các tổn thất ngân sách. Trong bối cảnh VN, các tổn thất ngân sách như thế có thể là vô

cùng lớn, lớn hơn những gì mà chúng ta đã đánh giá ở phần trên.

Do chưa có thời gian để hấp thụ hết các nguồn tài trợ này, trước hết, tổn thất ngân sách xảy ra khi các DNNN nhận khoản vay nợ quốc tế với lãi suất cao 7,15% bằng đồng USD nhưng sau đó gửi lại ở các ngân hàng với lãi suất thấp khoảng 4,5%. Tiền vay nợ dùng để xây dựng nhà máy đóng tàu v.v. có thể kéo dài rất nhiều năm, trong khi nguồn vốn ngoại tệ còn lại không có khả năng đầu tư sinh lợi cao sẽ là một tổn thất ngân sách.

Khoản tổn thất ngân sách còn thể hiện dưới dạng tiềm ẩn thông qua những thiệt hại trong biến động của tỷ giá hối đoái. Trong dài hạn, khả năng về một sự tăng giá của đồng USD so với đồng VN là hoàn toàn có thể và làm cho gánh nặng trả nợ quốc gia sẽ càng thêm nặng nề, mà việc quản lý các “tổn thất hối đoái” vốn không phải là sở trường của các DNNN. Thậm chí một định chế tài chính chuyên nghiệp là NHNN&PTNT còn phải gánh chịu một khoản tổn thất hối đoái lên đến hơn 28 triệu USD chỉ trong một thời gian ngắn, huống gì là DNNN.

Nhưng tổn thất ngân sách đáng ngại nhất biểu hiện ở chỗ chúng ta không huy động được tiềm lực các doanh nghiệp thuộc khu vực tư – một khu vực mà hiệu quả kinh doanh và hấp thu ngoại tệ hơn hẳn các DNNN – tham gia tài trợ cho dự trữ ngoại hối quốc gia. Chúng ta luôn khẳng định không bao giờ có sự phân biệt giữa khu vực quốc doanh và khu vực tư nhưng trên thực tế, trong hành động, điều ngược lại đôi khi hay xảy ra. Hiện đang có rất nhiều doanh nghiệp tư và các công ty cổ phần trong các lĩnh vực xuất nhập khẩu kinh doanh rất hiệu quả, thế nhưng đã có bao giờ chính phủ đặt vấn đề cho họ “thấp từng” học tập kinh nghiệm phát hành trái phiếu quốc tế hoặc bảo lãnh phát hành vay nợ cho các doanh nghiệp thuộc khu vực tư hay không? Tại sao lại không thế?

Điều cuối cùng xin được đề cập đến chủ trương của chính phủ về việc cho phép các doanh nghiệp thuộc bất kỳ thành phần kinh tế nào được tiếp cận với thị trường vốn quốc tế, nếu có đề án khả thi, đây là một hướng đi đúng, tuy nhiên mức độ như thế nào lại tùy thuộc

vào chủ trương kiểm soát vốn của chính phủ là chặt hay lỏng. Nhân đây cũng xin đề cập đến một dạng tư duy mới về chủ trương kiểm soát vốn. Thường trước đây chúng ta hay có quan niệm là cần phải kiểm soát thật chặt các dòng vốn vào và ra khỏi quốc gia. Tuy nhiên hướng tư duy mới mà hiện nay các quốc gia đang theo đuổi không còn nằm ở tư duy theo kiểu kiểm soát vốn (Capital Control) thuần túy nữa, mà là tự do hóa vốn có kiểm soát (Controlled Capital Liberalization), nghĩa là chuyển từ thể kiểm soát vốn theo kiểu tiền kiểm sang hậu kiểm.

Tóm lại, thay đổi trong tư duy kiểm soát vốn là bước đột phá quan trọng mà các nhà hoạch định chính sách phải tính đến nếu như muốn thu hút nhiều nguồn vốn đầu tư gián tiếp FPI hơn nữa, và đương nhiên điều này sẽ góp phần đáng kể vào việc gia tăng dự trữ ngoại hối quốc gia. Sự thận trọng cần phải cân nhắc ở đây chính là sự đánh đổi giữa một bên là gia tăng tiềm lực tài chính quốc gia và phần còn lại là khả năng đảo ngược bất ngờ của dòng vốn và dẫn đến những bất ổn cho thị trường tài chính ■

Chú thích:

[1] Bảng cân đối kế toán đơn giản của NHTW của chúng ta giả định rằng NHTW không có nợ bằng ngoại tệ và vốn tự có bằng zero. Một cách chính xác, công thức của chúng ta là: Cơ sở tiền tệ = Tài sản nội tệ ròng + Tài sản ngoại tệ ròng – Vốn tự có.

[2] Hầu hết các nhà kinh tế đều tin rằng dự trữ tác động đến tỷ giá chủ yếu thông qua tác động của chúng lên cung tiền nội địa, lý do là cung tiền tác động trực tiếp đến tỷ giá: nếu đồng nội tệ quá nhiều, thì nó sẽ rẻ hơn so với các đồng tiền khác. Có tài liệu nghiên cứu nhưng chưa đến kết luận liệu dự trữ đã được vô hiệu hóa có tác động gì lên tỷ giá hay không. Mặc dù vậy, nhìn chung, dự trữ đã được can thiệp vô hiệu hóa có tác động mạnh đến tỷ giá khi tài sản ngoại tệ và tài sản nội tệ không thay thế được với nhau và có các hạn chế nhà đầu tư chuyển đổi từ tài sản nội tệ sang tài sản ngoại tệ.

[3] Theo nghiên cứu gần đây của IMF (2003), thì 14 trong 20 NHTW được khảo sát đều trồng cây vào các nhà quản lý quỹ tư nhân để phân phối dự trữ mà họ đang nắm giữ.

[4] Nếu như dự trữ và các chứng khoán nội tệ có khả năng thay thế với nhau một cách hoàn hảo, các nhà đầu tư địa phương không đòi hỏi tỷ suất sinh lợi cao hơn khi gia tăng danh mục các chứng khoán nội tệ của mình

Tài liệu tham khảo

1. Global Development Finance 2004
2. www.newyorkfed.org/research/current_issues